

医药生物

2017年04月25日

# 华东医药 (000963)

## ——扣非净利润增长 26%，看好医药白马龙头

报告原因：强调原有的投资评级

**买入** (维持)

市场数据： 2017年04月24日

收盘价(元)	91.2
一年内最高/最低(元)	96.98/59.82
市净率	5.7
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	39586
上证指数/深证成指	3129.53 / 10091.89

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

2012017

基础数据： 2017年03月31日

每股净资产(元)	16.09
资产负债率%	46.32
总股本/流通A股(百万)	486/434
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《华东医药(000963)深度：核心品种与产品梯队助力快速增长，国际化拓展打开发展空间》 2017/03/29

《晨会推荐 170329》 2017/03/29

证券分析师

杜舟 A0230514080008  
duzhou@swsresearch.com

联系人

慕晓丽  
(8621)23297818×7251  
baoxl@swsresearch.com

投资要点：

- **2017Q1 扣非净利润增长 25.55%**。公司公告 2017 年一季报：2017Q1 公司实现收入 71.49 亿，较 2016 年同期增长 15.95%；实现归母净利润 5.44 亿，较 2016 年同期增长 25.11%，扣非净利润 5.34 亿，增长 25.55%，EPS1.12 元，同比增长 20.64%，符合预期。
- **核心品种终端需求强劲，助力工业 2020 年收入百亿目标**。公司核心品种阿卡波糖预计 2017Q1 增速约 30%，保持高速增长，2017 新版医保目录阿卡由乙类调为甲类，我们预计进口替代以及基层放量将支撑阿卡未来 3 年 25%-30%的增速。从终端数据来看，百令胶囊 2017Q1 增速有所下降，主要系市场对其被剔除新版医保目录预期强烈影响终端采购量造成，2017 版医保目录百令从肿瘤辅助用药类改为气血双补剂，对市场产生积极影响，我们预计未 3 年百令胶囊仍有望维持 20%左右的增速成长为销售规模达 40~50 亿的超级重磅品种。另外，公司二三线品种丰富，产品梯队完善，在研品种丰富，其中达托霉素于 2015 年 11 月上市，心血管用药吡喹酮布芬于 2016 年 9 月获批生产，众多潜力品种有望持续推进企业收入业绩稳健快速增长。
- **公司经营状况平稳，财务费用率下降贡献业绩弹性**。2017Q1 年公司毛利率 28.15%，下降 0.11 个百分点。期间费用率 18.29%，下降 0.59 个百分点，其中销售费用率 15.76%，提升 0.18 个百分点，管理费用率 2.37%，下降 0.51 个百分点，2017Q1 财务费用 1121 万元，较 2016Q1 下降 1448 万元，费用率下降 0.26 个百分点，财务状况得到有效改善。每股经营性现金流-1.81 元，下降 42.29%，经营活动现金流下降，主要系本期缴纳税费及支付的经营性费用同比增加所致，总体来看，公司各项财务指标良好。
- **优质仿制药领军企业，工商业一体化龙头，维持买入评级**。公司是优质仿制药领军企业，产品梯队完善，潜力品种丰富。公司医药商业深耕浙江市场，规模和市场份额处于浙江省内龙头地位，随着两票制的实施，公司医药流通行业集中度有望加速提升。同时，公司积极推进国际化战略，2016 年公司已向美国 FDA 递交泮托拉唑 ANDA 申请并已受理，同时公司已启动了他克莫司、达托霉素、地西他滨等多个品种的海外的临床研究。考虑公司核心品种增长强劲，我们维持 2017-19 年 EPS3.81/4.63/5.62 元，同比增长 28%、22%、21%，对应市盈率分别为 24/20/16 倍，维持买入评级。

财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	25,380	7,149	29,634	34,768	40,741
同比增长率(%)	16.81	15.95	16.76	17.32	17.18
净利润(百万元)	1,447	544	1,853	2,252	2,731
同比增长率(%)	31.88	25.11	28.09	21.53	21.27
每股收益(元/股)	2.98	1.12	3.81	4.63	5.62
毛利率(%)	24.3	28.2	24.7	25.1	25.5
ROE(%)	19.9	7.0	20.3	19.8	19.3
市盈率	31		24	20	16

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

## 财务摘要

### 合并损益表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	21,727	25,380	29,634	34,768	40,741
医药工业	4,965	5,848	7,003	8,412	10,095
医药商业	17,275	20,115	23,272	27,080	31,444
营业总成本	20,353	23,550	27,275	31,894	37,249
营业成本	16,518	19,219	22,320	26,042	30,337
医药工业	964	1,144	1,401	1,682	2,019
医药商业	15,854	18,521	21,410	24,913	28,928
营业税金及附加	104	132	154	180	211
销售费用	2,769	3,299	3,849	4,572	5,419
管理费用	722	759	886	1,040	1,226
财务费用	206	94	65	61	55
资产减值损失	34	47	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	8	27	8	8	8
营业利润	1,383	1,856	2,367	2,881	3,501
营业外收支	37	26	26	26	26
利润总额	1,420	1,882	2,392	2,907	3,527
所得税	268	347	446	542	658
净利润	1,152	1,535	1,947	2,365	2,869
少数股东损益	55	89	93	114	138
归属于母公司所有者的净利润	1,097	1,447	1,853	2,252	2,731

资料来源:申万宏源研究

### 合并现金流量表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,152	1,535	1,947	2,365	2,869
加: 折旧摊销减值	198	264	124	124	124
财务费用	172	78	65	61	55
非经营损失	(11)	(39)	(8)	(8)	(8)
营运资本变动	(838)	(507)	(549)	(663)	(774)
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	659	1,347	1,580	1,879	2,266
资本开支	366	466	0	0	0
其它投资现金流	(455)	16	8	8	8
投资活动现金流	(819)	(614)	8	8	8
吸收投资	10	3,470	0	0	0
负债净变化	512	(2,263)	(28)	0	0
支付股利、利息	684	716	65	61	55
其它融资现金流	(195)	(34)	0	0	0
融资活动现金流	629	458	(94)	(61)	(55)
净现金流	468	1,191	1,494	1,826	2,219

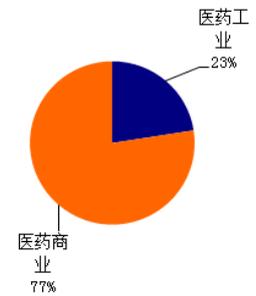
资料来源:申万宏源研究

### 关键假设

	2016	2017E	2018E	2019E
工业收入增速	18%	20%	20%	20%
工业毛利率	80%	80%	80%	80%
商业收入增速	16%	16%	16%	16%
商业毛利率	7.9%	8.0%	8.0%	8.0%
销售费用率	13.0%	13.0%	13.2%	13.3%
管理费用率	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
财务费用	94	65	61	55

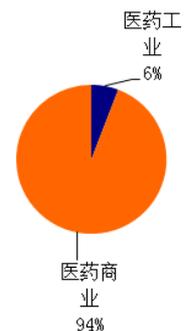
### 收入结构

2016年收入结构

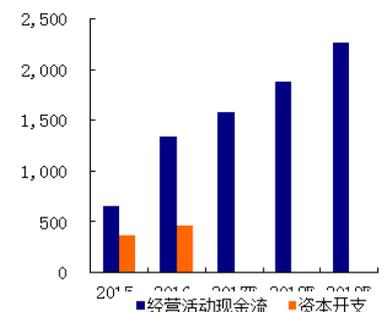


### 成本结构

2016年成本结构



### 资本开支与经营活动现金流

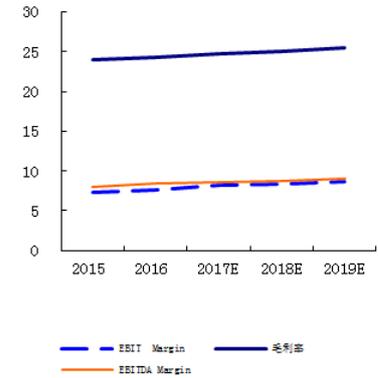


合并资产负债表

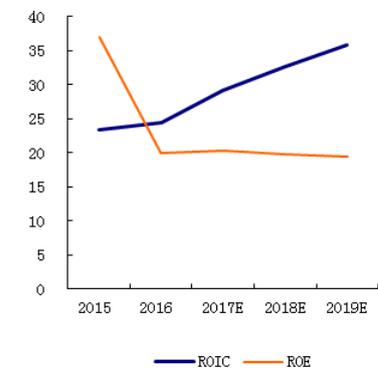
百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	8,957	11,709	14,449	17,776	21,736
现金及等价物	1,487	2,661	4,155	5,981	8,200
应收款项	4,997	5,771	6,519	7,423	8,474
存货净额	2,423	3,084	3,582	4,179	4,869
其他流动资产	51	192	192	192	192
长期投资	144	156	156	156	156
固定资产	1,754	1,931	1,807	1,684	1,560
无形资产及其他资产	562	661	660	659	658
资产总计	11,417	14,456	17,072	20,275	24,110
流动负债	6,850	5,782	6,451	7,288	8,255
短期借款	2,472	502	473	473	473
应付款项	3,721	4,324	5,022	5,859	6,826
其它流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	1,324	1,033	1,033	1,033	1,033
负债合计	8,174	6,815	7,484	8,321	9,288
股本	434	486	486	486	486
资本公积	20	3,436	3,436	3,436	3,436
盈余公积	245	357	502	677	890
未分配利润	2,272	2,999	4,708	6,784	9,303
少数股东权益	272	363	457	570	708
股东权益	3,243	7,642	9,588	11,954	14,823
负债和股东权益合计	11,417	14,456	17,072	20,275	24,110

资料来源:申万宏源研究

经营利润率(%)



投资回报率趋势(%)

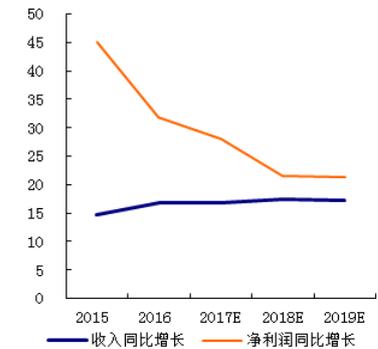


重要财务指标

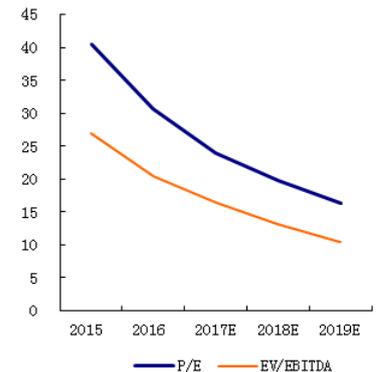
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标(元)					
每股收益	2.26	2.98	3.81	4.63	5.62
每股经营现金流	1.35	2.77	3.25	3.87	4.66
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	6.11	14.97	18.79	23.42	29.04
关键运营指标(%)					
ROIC	23.4	24.4	29.2	32.7	35.9
ROE	36.9	19.9	20.3	19.8	19.3
毛利率	24.0	24.3	24.7	25.1	25.5
EBITDA Margin	8.0	8.4	8.6	8.8	9.0
EBIT Margin	7.3	7.6	8.2	8.4	8.7
收入同比增长	14.7	16.8	16.8	17.3	17.2
净利润同比增长	45.0	31.9	28.1	21.5	21.3
资产负债率	71.6	47.1	43.8	41.0	38.5
净资产周转率	7.31	3.49	3.25	3.05	2.89
总资产周转率	1.90	1.76	1.74	1.71	1.69
有效税率	19.0	18.7	18.7	18.7	18.7
股息率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值指标(倍)					
P/E	40.4	30.6	23.9	19.7	16.2
P/B	14.9	6.1	4.9	3.9	3.1
EV/Sale	2.2	1.7	1.4	1.2	0.9
EV/EBITDA	26.9	20.3	16.5	13.2	10.4

资料来源:申万宏源研究

收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>
海外	张思然	021-23297213	13636343555	<a href="mailto:zhangsr@swsresearch.com">zhangsr@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

### 股票投资评级说明

#### 证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

#### 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。