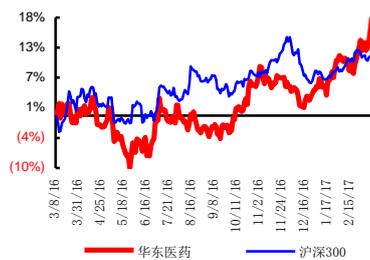


华东医药(000963)/医药商业 业绩快速增长,加大研发投入,推进制剂研发和国际化
评级: 买入(维持)
市场价格: 46.44
目标价格: 52.92
分析师: 江琦
执业证书编号: S0740517010002
电话: 021-20315150
Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn
联系人: 张天翼
Email: zhangty@r.qlzq.com.cn
基本状况

总股本(百万股)	972
流通股本(百万股)	868
市价(元)	46.44
市值(百万元)	45,145
流通市值(百万元)	40,315

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 华东医药(000963)公司点评: 看华东丰富产品线再添新兵利拉鲁肽、地西他滨-买入-(中泰证券_江琦、张天翼)-20170608
- 2 华东医药(000963)公司点评: 业绩符合预期,中报增速有望加快-买入-(中泰证券_江琦、张天翼)-20170424
- 3 华东医药(000963)公司点评: 业绩超预期+高送转高现金分红,产品梯队日渐丰富-买入-(中泰证券_江琦、张天翼)-20170308

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	21,727	25,380	29,328	33,393	37,552
增长率 yoy%	14.67%	16.81%	15.56%	13.86%	12.45%
净利润	1,097	1,447	1,842	2,341	2,945
增长率 yoy%	44.97%	31.88%	27.34%	27.08%	25.81%
每股收益(元)	2.53	2.98	1.89	2.41	3.03
每股现金流量	1.52	2.77	1.78	2.24	3.12
净资产收益率	36.92%	19.87%	22.21%	22.01%	21.69%
P/E	32.43	16.28	24.51	19.28	15.33
PEG	0.72	0.51	0.90	0.71	0.59
P/B	11.97	3.24	5.44	4.24	3.32

备注:

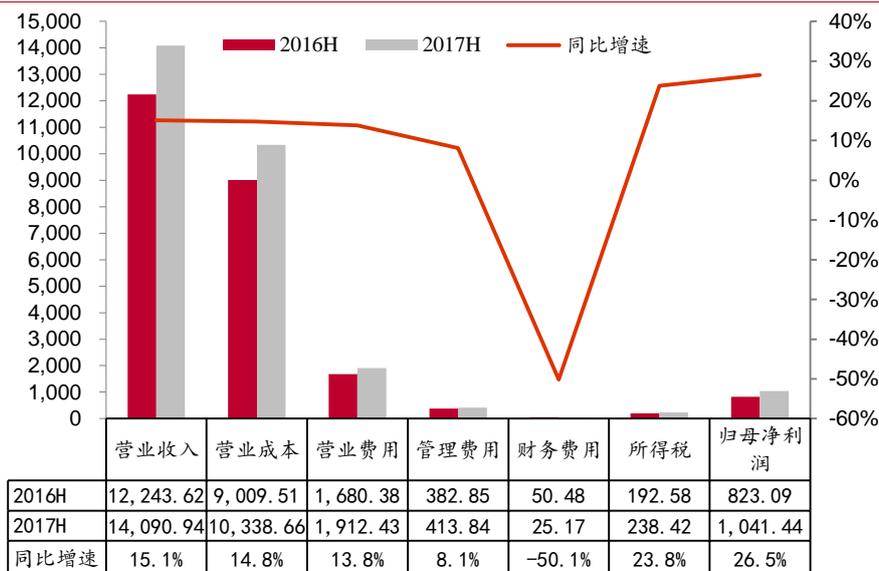
投资要点

- **华东医药 2017 上半年, 实现收入 140.91 亿元、净利润 10.41 亿元、扣非净利润 10.31 亿元、同比分别增长 15.09%、26.53%和 26.82%。经营性现金净流量 2.76 亿元, 同比下降 72.67%, 主要由于公司缴纳税费及支付经营性费用同比增加。EPS 1.07 元。其中, 2017Q2 实现收入 69.42 亿元、净利润 4.97 亿元、扣非净利润 4.98 亿元, 同比分别增长 14.21%、28.12%和 28.22%。实现业绩快速增长。**
- **医药工业主力品种、二线品种带动医药工业快速增长, 潜力品种有望进入快速放量期。公司医药工业收入 35.8 亿元, 同比增长 20.32%; 毛利率 83.62%, 同比下降 1.58 个百分点, 主要是由于药品价格降价以及百令新厂投入运营, 成本略有所提高。**
 1. 预计主力品种百令胶囊(+15%)和阿卡波糖(+28%)保持快速增长。未来, 随着百令胶囊渠道下沉以及加大 OTC 推广力度, 全年增速有望回到 18%-20%;
 2. 预计二线品种泮托拉唑(+20%)、他克莫司(+40%)、吗替麦考酚酯(+30%)、环孢素(+20%)均保持快速增长。免疫移植品种增速加快的主要原因是医保目录调整、适应症放开, 以及器官捐献保持增长;
 3. 预计潜力品种吡格列酮二甲双胍实现 50%以上增长, 全年收入有望达到 1 亿元; 达托霉素稳步推进招标进院, 全年收入有望超过 5000 万元。
- **加大研发投入, 快速推进制剂研发和国际化。公司研发投入 1.64 亿元, 同比增长 67.81%。阿卡波糖一致性评价进展顺利, 正在开展 BE 临床研究; 环孢素已完成准备工作, 即将开展 BE; 卡格列净二甲双胍复方片和达巴万辛及其冻干粉针即将开展临床试验; 迈华替尼已开展 Ib/Ila 临床试验; 泮立苏粉针已通过美国 ANDA 的 FDA 现场检查, 正在等待最终的审核通过; 他克莫司胶囊海外临床实验研究已顺利完成, 计划于下半年提交美国 ANDA 申请; 达托霉素、阿卡波糖等产品的美国 ANDA 申请的准备工作正在按计划开展。**
- **医药商业保持较快增长, 预计全年增速将保持稳定。公司医药商业收入 104.98 亿元, 同比增长 13.42%; 毛利率 7.18%, 同比下降 0.28 个百分点, 预计主要是由于医院二次议价所致。**
- **盈利预测与估值: 预计 2017-2019 年公司收入分部为 293 亿元、334 亿元和 376 亿元, 同比分别增长 15.56%、13.86%和 12.45%, 归母净利润分别为 18.42 亿元、23.41 亿元和 29.45 亿元, 同比分别增长 27.34%、27.08%和 25.81%。维持“买入”评级。**
- **风险提示: 核心品种收入增速不达预期; 新产品研发不达预期。**

公司基本财务数据分析

- 2017 上半年，实现收入 140.91 亿元、净利润 10.41 亿元、扣非净利润 10.31 亿元、同比分别增长 15.09%、26.53%和 26.82%。公司净利润增速快于收入增速的主要原因是高毛利率的医药工业板块增速较快。公司毛利率费用率基本保持稳定，整体毛利率 26.63%，同比增加 0.21 个百分点；期间费用率 16.69%，同比下降 0.58 个百分点。

图表 1：华东医药主要财务数据（百万元）



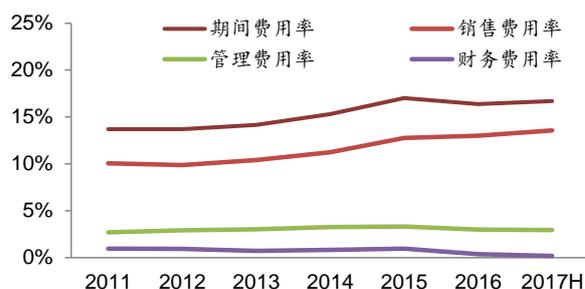
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2：华东医药毛利率



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 3：华东医药年度费用率



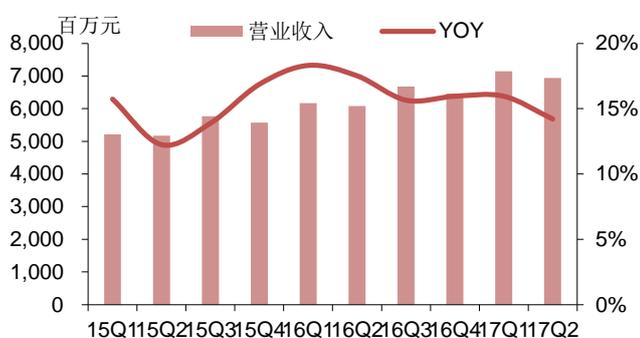
来源：公司公告，中泰证券研究所

- 分季度看，公司 2017Q2 实现收入 69.42 亿元、净利润 4.97 亿元、扣非净利润 4.98 亿元，同比分别增长 14.21%、28.12%和 28.22%。分季度毛利率、费用率保持稳定。

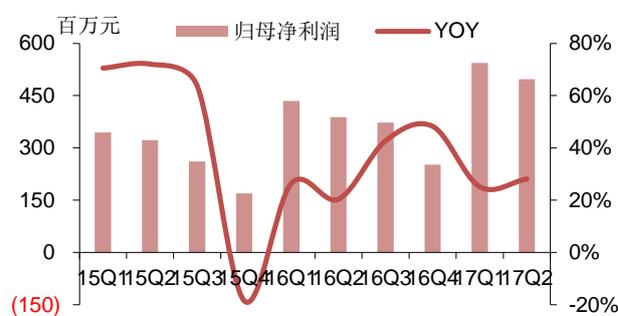
图表 4：华东医药分季度财务数据

	2015-1Q	2015-2Q	2015-3Q	2015-4Q	2016-1Q	2016-2Q	2016-3Q	2016-4Q	2017-1Q	2017-2Q
营业收入	5,211.44	5,172.06	5,772.86	5,571.03	6,165.70	6,077.93	6,676.32	6,459.72	7,149.35	6,941.59
营收同比增长	15.73%	12.24%	13.88%	16.86%	18.31%	17.51%	15.65%	15.95%	15.95%	14.21%
营收环比增长		-0.76%	11.62%	-3.50%	10.67%	-1.42%	9.85%	-3.24%	10.68%	-2.91%
营业成本	3,796.41	3,972.41	4,453.77	4,295.20	4,422.91	4,586.60	5,136.84	5,072.76	5,136.46	5,202.19
营业费用	774.13	537.22	764.82	693.29	960.91	719.47	902.12	716.13	1,126.91	785.52
管理费用	127.92	156.80	165.95	271.36	177.71	205.14	125.90	250.56	169.78	244.06
财务费用	49.90	52.72	48.97	54.26	25.69	24.78	26.91	16.70	11.22	13.96
营业利润	432.76	412.28	318.27	219.21	545.90	509.42	462.62	338.55	667.02	664.44
利润总额	427.90	410.89	345.65	235.51	549.19	505.07	469.07	358.94	687.17	638.00
所得税	74.08	74.30	63.31	56.09	96.73	95.85	75.35	78.93	122.47	115.95
归母净利润	343.98	322.61	260.82	169.50	434.84	388.25	372.22	251.28	544.01	497.43

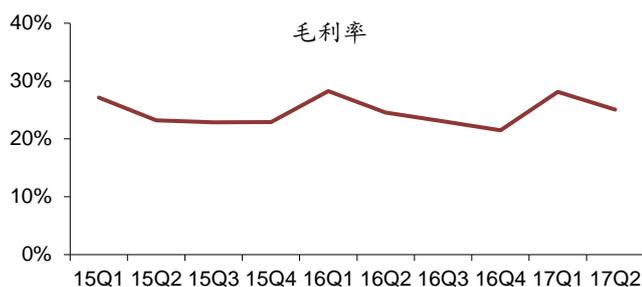
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 5：华东医药分季度收入


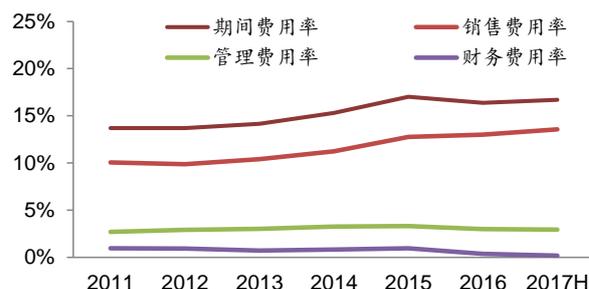
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 6：华东医药分季度归母净利润


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 7：华东医药季度毛利率


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 8：华东医药季度费用率


来源：公司公告，中泰证券研究所

医药工业保持快速增长，加大研发投入

主力品种、二线品种带动医药工业快速增长

- 医药工业主力品种、二线品种带动医药工业快速增长，潜力品种有望进入快速放量期。公司医药工业收入 35.8 亿元，同比增长 20.32%；毛利率 83.62%，同比下降 1.58 个百分点，主要是由于药品价格降价以及百令新厂投入运营，成本略有所提高。

1. 预计主力品种百令胶囊(+15%)和阿卡波糖(+28%)保持快速增长。未来,随着百令胶囊渠道下沉以及加大 OTC 推广力度,全年增速有望回到 18%-20%;
2. 预计二线品种泮托拉唑(+20%)、他克莫司(+40%)、吗替麦考酚酯(+30%)、环孢素(+20%)均保持快速增长。免疫移植品种增速加快的主要原因是医保目录调整、适应症放开,以及器官捐献保持增长;
3. 预计潜力品种吡格列酮二甲双胍实现 50%以上增长,全年收入有望达到 1 亿元;达托霉素稳步推进招标进院,全年收入有望超过 5000 万元。

图表 9: 公司医药工业保持快速增长


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

加大研发投入, 快速推进制剂研发和国际化

- 公司研发投入 1.64 亿元, 同比增长 67.81%, 预计全年研发投入有望保持 60%以上增长。阿卡波糖一致性评价进展顺利, 正在开展 BE 临床研究; 环孢素已完成准备工作, 即将开展 BE; 卡格列净二甲双胍复方片和达巴万辛及其冻干粉针即将开展临床试验; 迈华替尼已开展 Ib/Ila 临床试验; 泮立苏粉针已通过美国 ANDA 的 FDA 现场检查, 正在等待最终的审核通过; 他克莫司胶囊海外临床实验研究已顺利完成, 计划于下半年提交美国 ANDA 申请; 达托霉素、阿卡波糖等产品的美国 ANDA 申请的准备工作正在按计划开展。

商业保持较快增长, 毛利率

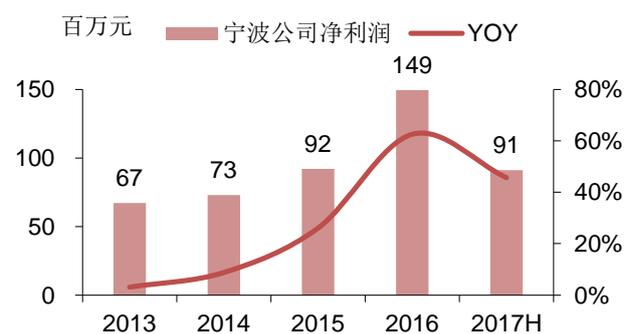
- 公司医药商业收入 104.98 亿元, 同比增长 13.42%; 毛利率 7.18%, 同比下降 0.28 个百分点, 预计主要是由于医院二次议价所致。
- 2017 上半年, 公司 51% 控股子公司华东宁波公司实现净利润 9107 万元, 同比增长 45.65%。预计净利润快速增长主要是由于宁波公司代理的进口美容产品伊婉(玻尿酸)保持快速增长。

图表 4: 医药商业保持较快增长



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 5: 宁波公司净利润快速增长



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

现金充裕, 外延预期强

- 公司账上现金 19.79 亿元, 外延预期强。2017 年公司将继续顺应医药行业并购整合的发展趋势, 进一步推进国际化发展战略, 结合自身实际, 以全球化的视野继续寻求与国际优秀医药企业的交流合作。

盈利预测与估值

- 预计 2017-2019 年公司收入分部为 293 亿元、334 亿元和 376 亿元, 同比分别增长 15.56%、13.86%和 12.45%, 归母净利润分别为 18.42 亿元、23.41 亿元和 29.45 亿元, 同比分别增长 27.34%、27.08%和 25.81%。维持“买入”评级。

风险提示

- 公司核心品种收入增速不达预期的风险。若公司百令胶囊、阿卡波糖等核心品种收入增速不达预期, 将拖累公司整体业绩增速, 盈利预测可能低于预期。
- 新产品研发不达预期的风险。若公司新产品研发失败, 将影响公司中长期的产品上市进度, 中长期核心竞争力将被削弱。

图表 12: 华东医药盈利预测

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	18,947	21,727	25,380	29,328	33,393	37,552
增长率	13.34%	14.7%	16.8%	15.6%	13.9%	12.5%
营业成本	-14,783	-16,518	-19,219	-21,999	-24,748	-27,359
% 销售收入	78.0%	76.0%	75.7%	75.0%	74.1%	72.9%
毛利	4,165	5,210	6,161	7,329	8,645	10,193
% 销售收入	22.0%	24.0%	24.3%	25.0%	25.9%	27.1%
营业税金及附加	-87	-104	-132	-152	-173	-195
% 销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-2,128	-2,769	-3,299	-3,857	-4,458	-5,070
% 销售收入	11.2%	12.7%	13.0%	13.2%	13.4%	13.5%
管理费用	-618	-722	-759	-880	-1,002	-1,127
% 销售收入	3.3%	3.3%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	1,331	1,614	1,971	2,440	3,012	3,802
% 销售收入	7.0%	7.4%	7.8%	8.3%	9.0%	10.1%
财务费用	-154	-206	-94	-9	73	81
% 销售收入	0.8%	0.9%	0.4%	0.0%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	-27	-34	-47	-41	-42	-43
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	7	8	27	14	16	19
% 税前利润	0.6%	0.6%	1.4%	0.6%	0.5%	0.5%
营业利润	1,157	1,383	1,856	2,404	3,059	3,859
营业利润率	6.1%	6.4%	7.3%	8.2%	9.2%	10.3%
营业外收支	16	37	26	26	30	27
税前利润	1,173	1,420	1,882	2,431	3,089	3,886
利润率	6.2%	6.5%	7.4%	8.3%	9.2%	10.3%
所得税	-230	-268	-347	-448	-569	-716
所得税率	19.6%	18.9%	18.4%	18.4%	18.4%	18.4%
净利润	943	1,152	1,535	1,983	2,520	3,170
少数股东损益	186	55	89	141	179	225
归属于母公司的净利润	757	1,097	1,447	1,842	2,341	2,945
净利率	4.0%	5.0%	5.7%	6.3%	7.0%	7.8%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,005	1,487	2,661	2,750	3,796	6,968
应收款项	3,871	4,666	5,453	5,768	6,600	7,404
存货	1,815	2,423	3,084	3,152	3,546	3,920
其他流动资产	277	382	510	556	602	645
流动资产	6,968	8,957	11,709	12,226	14,544	18,937
% 总资产	77.4%	78.5%	81.0%	81.2%	83.7%	87.1%
长期投资	143	157	169	169	169	169
固定资产	1,424	1,754	1,931	1,974	1,935	1,865
% 总资产	15.8%	15.4%	13.4%	13.1%	11.1%	8.6%
无形资产	312	410	520	563	602	636
非流动资产	2,040	2,460	2,747	2,834	2,834	2,798
% 总资产	22.6%	21.5%	19.0%	18.8%	16.3%	12.9%
资产总计	9,007	11,417	14,456	15,060	17,378	21,735
短期借款	2,082	2,472	502	-1,498	-1,098	-698
应付款项	3,790	4,059	4,785	5,295	5,889	6,558
其他流动负债	407	319	496	1,878	640	714
流动负债	6,279	6,850	5,782	5,674	5,430	6,574
长期贷款	191	314	21	21	21	21
其他长期负债	18	1,010	1,011	566	608	651
负债	6,489	8,174	6,815	6,262	6,060	7,247
普通股股东权益	2,267	2,971	7,279	8,294	10,635	13,581
少数股东权益	252	272	363	504	683	907
负债股东权益合计	9,007	11,417	14,456	15,060	17,378	21,735

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益(元)	1.743	2.527	2.976	1.895	2.408	3.030
每股净资产(元)	5.223	6.845	14.975	8.532	10.940	13.970
每股经营现金净流(元)	1.707	1.517	2.771	3.554	2.243	3.118
每股股利(元)	0.000	0.000	1.350	1.350	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	33.38%	36.92%	19.87%	22.21%	22.01%	21.69%
总资产收益率	8.42%	9.63%	10.02%	11.90%	13.18%	13.34%
投入资本收益率	29.37%	24.37%	25.42%	36.92%	33.82%	40.47%
增长率						
营业总收入增长率	13.34%	14.67%	16.81%	15.56%	13.86%	12.45%
EBIT增长率	24.99%	21.21%	22.13%	23.82%	23.43%	26.21%
净利润增长率	31.60%	44.97%	31.88%	27.34%	27.08%	25.81%
总资产增长率	17.33%	26.75%	26.68%	4.18%	15.39%	25.07%
资产管理能力						
应收账款周转天数	55.6	56.6	58.3	57.4	57.9	57.7
存货周转天数	43.6	46.8	52.3	52.3	52.3	52.3
应付账款周转天数	58.3	58.2	58.4	58.3	58.4	58.3
固定资产周转天数	18.5	19.1	22.4	24.3	23.9	23.2
偿债能力						
净负债/股东权益	50.36%	70.49%	-15.04%	-36.80%	-34.31%	-45.94%
EBIT利息保障倍数	8.6	7.8	20.9	266.3	-41.5	-46.8
资产负债率	71.98%	71.53%	47.06%	43.18%	36.27%	34.36%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。