证券研究报告—动态报告

医药保健

制药与生物

华东医药(000963)

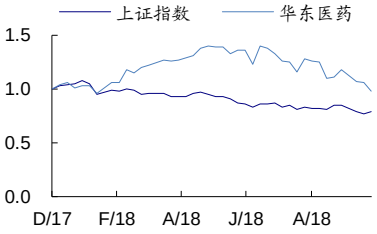
买入

2018 年三季报点评

（维持评级）

2018 年 10 月 29 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	1,458/1,302
总市值/流通(百万元)	51,036/45,576
上证综指/深圳成指	2,599/7,505
12 个月最高/最低(元)	53.21/30.78

相关研究报告:

《华东医药-000963-深度报告：慢病常青树，根深在华东》 ——2018-08-27

《华东医药-000963-2017 年三季报点评：制剂快速增长，业绩符合预期》 ——2017-10-25

《华东医药-000963-2017 年半年报点评：工商业稳定增长，业绩符合预期》 ——2017-08-30

《华东医药-000963-2016 年年报点评：营销改革为高增长提供保障》 ——2017-03-09

《华东医药-000963-不确定性背景下的估值分析》 ——2017-02-10

联系人：张智聪
电话：021-60933151
E-MAIL：zhangzhicong@guosen.com.cn

证券分析师：谢长雁
电话：0755-82133263
E-MAIL：xiecy@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517100003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

财报点评

工业板块高增长，研发投入加大

● **业绩基本符合预期，研发费用大幅增长**

2018 年前三季度公司实现营业收入 232.04 亿（+8.17%），归母净利润 18.09 亿（+21.48%），经营性现金流净额 14.11 亿，销售毛利率 29.51%（+3.35pct）和销售净利率 8.23%（+0.94pct）稳步提升，整体经营稳健，业绩基本符合预期。其中，第三季度归母净利润 5.16 亿（+15.18%），主要由于 1）研发费用 4.66 亿（+68.96%）大幅增加，2）商业板块业绩低增长，造成单季度利润增速不及预期。我们认为，在工业板块高增长的带动下，全年仍然有望实现 25%利润增长。

● **工业板块高增长，进入仿制药申报收获期**

前三季度公司工业板块收入增速预计在 24%左右，利润增速接近 30%。百令胶囊进入新版基药目录，为拓展基层市场铺平道路，前三季度增速估计在 12%左右。阿卡波糖在基层市场快速放量，增速在 30%以上，阿卡波糖原料生产壁垒极高，保障国内制剂供应格局稳定。免疫抑制剂管线受益于医保适应症限制取消，预计增速接近 30%。利拉鲁肽已完成 1 期临床，预计将在四季度进入 3 期临床，有望在明年底申报生产。同时公司布局的 DPP-4、SGLT-2、超抗等诸多仿制药品种将在明年内陆续申报生产，为公司长期发展提供动力。

● **静待商业板块回暖，海外并购 Sinclair 有望在年内落地**

受去年四季度浙江省执行两票制影响，公司超过 10 亿规模的调拨业务流失。今年前三季度，预计公司商业板块收入增速在 5%以内，若四季度与前三季度环比持平，仍有望实现全年 6%-8%增长。公司要约收购英国 Sinclair 公司的议案已获法院会议和股东大会表决通过，有望年内完成交割，丰富公司医美产品管线。

● **风险提示**

百令胶囊招标降价；阿卡波糖原料不足风险；在研产品研发进度不达预期等。

● **投资建议：公司合理估值在 42.8~46.6 元，维持“买入”评级**

我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.53/1.92/2.39 元，对应 PE 分别为 22.9/18.2/14.7 倍。我们看好公司糖尿病、免疫抑制剂等多科室慢病管理平台和区域性医药商业龙头地位，采用分部估值方法，对应 2019 年合理估值 42.8~46.6 元，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	25,380	27,832	31,299	35,959	41,768
(+/-%)	*16.8%*	*9.7%*	*12.5%*	*14.9%*	*16.2%*
净利润(百万元)	1447	1780	2227.74	2797.69	3482.52
(+/-%)	*31.9%*	*23.0%*	*25.2%*	*25.6%*	*24.5%*
摊薄每股收益(元)	2.98	1.22	1.53	1.92	2.39
EBIT Margin	7.8%	8.3%	9.2%	10.1%	10.8%
净资产收益率(ROE)	19.9%	21.2%	23.2%	25.1%	26.6%
市盈率(PE)	11.8	28.7	22.9	18.2	14.7
EV/EBITDA	10.9	22.5	18.8	15.1	12.5
市净率(PB)	2.34	6.08	5.31	4.57	3.90

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

表 1：华东医药盈利预测（单位：亿元）

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	备注
营业收入	217.3	253.8	278.3	313.0	359.6	417.7	
增速	*14.7%*	*16.8%*	*9.7%*	*12.5%*	*14.9%*	*16.2%*	
工业板块	**47.4**	**56.4**	**66.4**	**83.1**	**104.4**	**129.3**	
增速	*29.0%*	*19.1%*	*17.7%*	*25.1%*	*25.6%*	*23.9%*	
百令系列	17.0	20.4	23.2	26.2	29.1	32.0	
增速	30.8%	20.0%	13.7%	13.0%	11.0%	10.0%	医保控费，业绩承压，拓展基层市场带来增量
阿卡波糖	12.0	15.6	20.2	26.1	33.3	42.1	
增速	*33.3%*	*30.0%*	*29.5%*	*29.0%*	*27.6%*	*26.7%*	
医院端			13.0	16.3	19.8	24.0	
增速				*25.0%*	*22.0%*	*21.0%*	医院终端保持 20%以上增长
基层			7.0	9.8	13.4	18.1	
增速				*40.0%*	*37.0%*	*35.0%*	基层市场增速超过 30%
吡格列酮二甲双胍			0.8	1.6	3.2	5.12	
增速				*100%*	*100%*	*60%*	基数较小，快速放量
泮托拉唑	6.3	7.0	8.0	10.2	12.6	15.6	
增速	*17.0%*	*11.1%*	*14.3%*	*26.9%*	*24.5%*	*23.1%*	
片剂			4.2	5.7	7.5	9.7	
增速				*35.0%*	*32.0%*	*30.0%*	新中标省份快速上量，带动片剂 30%以上增长
针剂			3.8	4.5	5.2	5.8	
增速				*18.0%*	*15.0%*	*13.0%*	ANDA 预计年内获批，增强国内竞争力
免疫抑制剂管线	8.7	10.4	12.8	16.5	20.9	26.0	
增速	*33.8%*	*19.1%*	*23.5%*	*29.0%*	*26.6%*	*24.5%*	
环孢素	3.5	4.0	4.6	5.4	6.2	7.1	
增速		*14.3%*	*15.0%*	*18.0%*	*15.0%*	*13.0%*	老品种市占率高，保持 10%以上增长
吗替麦考酚酯	2.7	3.2	4.0	5.2	6.7	8.3	
增速		*20.0%*	*23.5%*	*30.0%*	*28.0%*	*25.0%*	
他克莫司胶囊	2.5	3.1	4.2	5.9	8.0	10.6	
增速		*25.0%*	*34.4%*	*40.0%*	*36.0%*	*33.0%*	高端品种，医保限制取消，行业保持快速增长
吲哚布芬			0.2	0.8	1.8	3.5	
增速				*275%*	*140%*	*94%*	
其它品种	1.6	1.0	0.9	1.8	3.5	5.0	
商业板块	**166.9**	**197.4**	**211.9**	**229.9**	**255.2**	**288.4**	
增速	*9.5%*	*18.2%*	*7.4%*	*8.5%*	*11.0%*	*13.0%*	两票制影响逐步消化，明年重回 10%以上增长
费用率预测							
毛利率	24.03%	24.35%	26.18%	28.54%	30.63%	32.26%	工业占比提升，毛利率提高
工业毛利率	84.56%	83.68%	85.76%	86.50%	86.70%	86.80%	
商业毛利率	7.09%	7.29%	7.43%	7.60%	7.70%	7.80%	调拨业务流失，毛利率有所提升
管理费用率	3.14%	2.78%	3.61%	4.22%	4.42%	4.60%	研发费用增长
销售费用率	12.75%	13.00%	13.40%	14.45%	15.37%	16.14%	
净利率	5.30%	6.05%	6.78%	7.56%	8.26%	8.85%	
净利润拆分							
净利润	11.5	15.4	18.9	23.6	29.7	37.0	
中美华东净利润	8.8	11.0	13.4	17.4	22.4	28.4	
商业净利润	2.7	4.4	5.5	6.2	7.2	8.5	
少数股东权益	0.6	0.9	1.1	1.4	1.7	2.1	主要是华东宁波 49%股东权益
归母净利润	11.0	14.5	17.8	22.3	28.0	34.8	
增速		*31.9%*	*23.0%*	*25.2%*	*25.6%*	*24.5%*	

资料来源：Wind，公司年报，国信证券经济研究所整理、预测

采用分部估值法：公司合理价值 42.8~46.6 元，维持“买入”评级

医药工业：参考可比公司，2019 年专科制剂龙头企业平均 PE 25.0 倍，中美华东净利润保持 30%左右复合增长，给予 25~27 倍，对应市值 561.1~606.0 亿；

医药商业：参考可比公司，2019 年区域性商业龙头企业平均 PE 12.5 倍，在医药商业集中度快速提升的行业背景下，存在估值修复空间，给予 12~14 倍，对应 63.5~74.1 亿。

综合两部分估值，公司 2019 年合理估值 624.6~680.1 亿元，对应一年期目标价 42.8~46.6 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值	EPS				PE				ROE	PEG	投资评级
		10-28	亿元	17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E	（17A）	（18E）	
医药工业														
600276	恒瑞医药	57.80	2,128	0.87	1.07	1.33	1.64	66.2	54.0	43.5	35.2	20.2	2.3	买入
300003	乐普医疗	27.44	489	0.50	0.73	0.98	1.29	54.4	37.6	28.0	21.3	13.3	1.0	买入
600867	通化东宝	12.38	254	0.41	0.46	0.56	0.67	30.4	27.1	22.1	18.5	18.4	1.5	增持
002422	科伦药业	23.24	335	0.52	0.88	1.13	1.44	44.7	26.5	20.6	16.1	1.2	0.7	未评级
000513	丽珠集团	28.70	184	6.16	1.59	1.88	2.19	4.7	18.1	15.3	13.1	7.6	-0.6	增持
002262	恩华药业	12.21	125	0.39	0.48	0.60	0.74	31.6	25.5	20.4	16.5	14.5	1.1	未评级
平均								33.1	31.5	25.0	20.1			
医药商业														
601607	上海医药	18.83	496	1.24	1.38	1.60	1.85	15.2	13.6	11.8	10.2	8.4	1.0	买入
600511	国药股份	25.48	195	1.49	1.69	1.93	2.17	17.1	15.1	13.2	11.7	12.4	1.1	未评级
000028	国药一致	43.50	175	2.47	2.76	3.11	3.46	17.6	15.8	14.0	12.6	11.0	1.3	买入
603368	柳药股份	26.76	69	1.55	2.00	2.53	3.17	17.3	13.4	10.6	8.4	11.5	0.5	买入
600713	南京医药	4.47	47	0.23	0.28	0.35	0.42	19.5	15.8	12.9	10.8	7.4	0.7	未评级
平均								17.3	14.7	12.5	10.7			
000963	**华东医药**	**35.00**	**510**	**1.22**	**1.53**	**1.92**	**2.39**	**28.7**	**22.9**	**18.2**	**14.7**	**21.2**	**0.9**	**买入**

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理、预测（未评级公司数据采用万得一致预期数据）

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	2505	3170	3769	4580
应收款项	5897	6628	7605	8811
存货净额	3406	3610	3958	4415
其他流动资产	984	939	1079	1253
流动资产合计	**12793**	**14347**	**16411**	**19059**
固定资产	2179	2449	2736	3043
无形资产及其他	610	585	561	537
投资性房地产	331	331	331	331
长期股权投资	75	85	95	105
资产总计	**15987**	**17798**	**20134**	**23075**
短期借款及交易性金融负债	376	400	400	400
应付款项	3826	4099	4504	5034
其他流动负债	1911	2113	2402	2770
流动负债合计	**6113**	**6613**	**7306**	**8204**
长期借款及应付债券	992	992	992	992
其他长期负债	73	83	93	103
长期负债合计	**1066**	**1076**	**1086**	**1096**
负债合计	**7178**	**7688**	**8391**	**9300**
少数股东权益	416	491	585	702
股东权益	8393	9619	11157	13073
负债和股东权益总计	**15987**	**17798**	**20134**	**23075**

关键财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	1.22	1.53	1.92	2.39
每股红利	0.53	0.69	0.86	1.07
每股净资产	5.76	6.60	7.65	8.97
ROIC	20%	23%	28%	31%
ROE	21%	23%	25%	27%
毛利率	26%	29%	31%	32%
EBIT Margin	8%	9%	10%	11%
EBITDA Margin	9%	10%	11%	12%
收入增长	10%	12%	15%	16%
净利润增长率	23%	25%	26%	24%
资产负债率	47%	46%	45%	43%
息率	1.5%	2.0%	2.5%	3.1%
P/E	28.7	22.9	18.2	14.7
P/B	6.1	5.3	4.6	3.9
EV/EBITDA	22.5	18.8	15.1	12.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	**27832**	**31299**	**35959**	**41768**
营业成本	20562	22365	24943	28295
营业税金及附加	163	188	223	271
销售费用	3729	4524	5528	6742
管理费用	1068	1346	1614	1946
财务费用	47	(71)	(34)	(52)
投资收益	18	10	10	10
资产减值及公允价值变动	(26)	(30)	(30)	(30)
其他收入	87	0	0	0
营业利润	2341	2926	3664	4546
营业外净收支	(17)	0	0	0
利润总额	**2324**	**2926**	**3664**	**4546**
所得税费用	436	562	695	851
少数股东损益	109	137	171	213
归属于母公司净利润	**1780**	**2228**	**2798**	**3483**

现金流量表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1780	2228	2798	3483
资产减值准备	(21)	5	3	4
折旧摊销	272	246	284	321
公允价值变动损失	26	30	30	30
财务费用	47	(71)	(34)	(52)
营运资本变动	(823)	(399)	(759)	(925)
其它	82	70	91	113
经营活动现金流	**1315**	**2180**	**2447**	**3025**
资本开支	(410)	(527)	(579)	(637)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	**(420)**	**(537)**	**(589)**	**(647)**
权益性融资	7	0	0	0
负债净变化	(21)	0	0	0
支付股利、利息	(777)	(1002)	(1259)	(1567)
其它融资现金流	**538**	**24**	**0**	**0**
融资活动现金流	(1051)	(978)	(1259)	(1567)
现金净变动	(156)	665	599	811
货币资金的期初余额	2661	2505	3170	3769
货币资金的期末余额	2505	3170	3769	4580
企业自由现金流	916	1644	1903	2428
权益自由现金流	1433	1725	1931	2470

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032