

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元): 25.13
合理价格区间(元): 30.02~31.60

代雯 执业证书编号: S0570516120002
研究员 021-28972078
daiwen@htsc.com

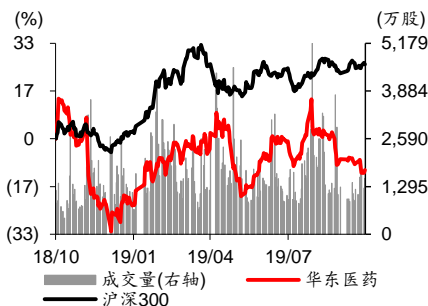
李运 执业证书编号: S0570518060003
研究员 021-38476288
liyun3@htsc.com

岳梅梅 021-38476098
联系人 yuemeimei@htsc.com

相关研究

- 1 《华东医药(000963 SZ,买入): 优质白马, 加磅研发》2019.08
- 2 《华东医药(000963,买入): 入股 MediBeacon, 打造药械协同》2019.08
- 3 《华东医药(000963,买入): 收购佐力药业, 加强中药协同》2019.05

一年内股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,750
流通 A 股 (百万股)	1,750
52 周内股价区间 (元)	23.24-38.95
总市值 (百万元)	43,973
总资产 (百万元)	22,510
每股净资产 (元)	6.66

资料来源: 公司公告

工业增长强劲, 研发持续加磅

华东医药(000963)

业绩基本符合预期

公司发布 2019 年三季报, 实现收入 276.28 亿元 (+19.06%yoy), 归母净利润 22.13 亿元 (+22.33%yoy), 扣非净利润 20.80 亿元 (+16.59%yoy)。其中 3Q 实现收入 93.79 亿元 (+19.03%yoy), 归母净利润 6.17 亿元 (+19.61%yoy), 符合市场预期。公司在仿制药集采冲击下谋求转型, 加大研发投入与医美业务开拓, 考虑到研发投入增加与二轮带量采购预期, 我们下调公司 19-21 年 EPS 预测至 1.58/1.89/2.24 元(前值 1.62/1.97/2.37 元), 给予 19 年 PE 19-20x, 给予目标价 30.02-31.60 元, 维持买入评级。

经营整体稳健, 加磅药物研发

1-9M19 公司: 1) 受益于商业毛利率的提高与工业业务占比的提升, 毛利率+2.82pp; 2) 受商业板块业务调整的影响, 经营性净现金流-35.6%yoy, 但现金流入端依旧稳健 (+8.2%yoy); 3) 受市场推广、职工薪酬增长、Sinclair 并表等因素影响, 三项费用支出大幅增加 (销售费用率+1.99pp、管理费用率+0.58pp、财务费用率+0.22pp); 3) 研发投入 7.12 亿元 (+52.8%yoy), 我们预计全年绝对值有望超 10 亿元。

工业板块增长强劲

1-9M19 中美华东表现依旧强劲 (收入+29.88%yoy, 净利润+26.99%yoy)。从收入端来看, 同比去年: 1) 受益于新进基药与基层推广加强, 百令胶囊增长提速 (+16%), 基层与零售端占比超 50%; 2) 阿卡波糖+32%; 3) 免疫产品线整体+30%, 其中环孢素超过 15%, 吗替+30%, 他克莫司+40%; 4) 泮托拉唑整体+20%; 5) 二线品种加速放量, 吡哌布芬全年有望冲击 1.5 亿销售额, 达托霉素保持翻倍增速, 预计收入接近亿元, 吡咯列酮二甲双胍受益于医保持续提速, 全年有望超 3.5 亿。我们预计公司工业板块 19 年利润有望保持 25%以上的增长。

商业端大幅回暖, 医美业务蓄势待发

医药商业受益于区域龙头集中度提升, 收入增长加速至 16%, 由于高毛利业务占比提升, 全年利润增速有望保持 20%; 医美业务今年为整合年, 宁波分公司收入略有下滑, Sinclair 有望实现 40%以上增长, 但考虑管理层激励费用全年预计亏损约 3000 万元。2020 年有望成为医美板块的转折年, 宁波分公司整合再启航有望实现 10~20%增长, Sinclair 的重磅长效微球填充物即将申报 NDA, 有望于明年下半年获批, 成为重要增长驱动。

阿卡波糖集采: 降价影响收入, 凭借产能抢占份额

我们预计二轮集采将于 2H20 正式开始, 在降价大趋势下阿卡波糖销售收入预计将出现近 20%的下滑, 但公司在阿卡波糖集采之战中仍然占优, 基于: 1) 当前仅公司与四川绿叶两家过评, 考虑原研企业三家竞争格局尚好; 2) 医保局明确表示将依据企业申报产能调整采购量, 公司拥有阿卡波糖原料药近半数产能 (考虑丽珠共计约 200t), 占据主动地位; 3) 阿卡波糖咀嚼片有望通过谈判进入医保, 承接阿卡波糖原有市场。

风险提示: 产品降价的风险; 研发进度不达预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	27,832	30,663	36,265	40,025	44,619
+/-%	9.66	10.17	18.27	10.37	11.48
归属母公司净利润 (百万元)	1,780	2,267	2,770	3,316	3,918
+/-%	23.01	27.41	22.19	19.68	18.16
EPS (元, 最新摊薄)	1.02	1.30	1.58	1.89	2.24
PE (倍)	24.71	19.39	15.87	13.26	11.22

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

盈利预测调整

公司为国内领先平台型龙头,我们预测公司 19-21 年营业收入增速为 18.3%/10.4%/11.5%, 归母净利润增速为 22.2%/19.7%/18.2%。公司在传统业务基础上,通过对外合作开拓医美板块和医疗光学诊断等新领域,考虑到: 1) 市场推广与职工薪酬的增长、Sinclair 并表; 2) 全年研发投入的增长; 3) 2020 年第二轮集采的执行,我们下调公司 19-21 年 EPS 预测至 1.58/1.89/2.24 元 (VS 前值 1.62/1.97/2.37 元), 给予 19 年 PE 19-20x, 给予目标价 30.02-31.60 元, 维持买入评级。

- 1) 2019 年公司商业端全面回暖,我们上调 19 年收入增速至 18.3%, 考虑到第二轮集采有望于 2020 年下半年开始正式执行, 受集采降价影响, 我们预计阿卡波糖收入将出现近 20% 的下滑, 我们下调 20-21 年收入增速至 10.4%/11.5%;
- 2) 考虑到 2019 年市场推广与 Sinclair 并表带来的销售费用的增加, 我们上调 2019 年销售费用 (+7.3%), 考虑到 2020-2021 年第二轮带量采购执行后部分品种销售费用的下降, 我们下调 2020-2021 年销售费用 (-1.52%/-1.04%);
- 3) 受: 1) 利拉鲁肽 3 期大临床开展等因素影响, 2019 年公司整体研发投入预计将超过 10 亿元; 2) Sinclair 并表增加管理费用, 我们上调 19 年管理费用 (+6.18%)。2020 年 Sinclair 并表因素消除但 TTP273 预计将进入 3 期临床, 我们小幅上调管理费用 (+1.58%), 2021 年预计公司大型 3 期临床开展的数量下降, 我们小幅下调管理费用 (-4.37%)。

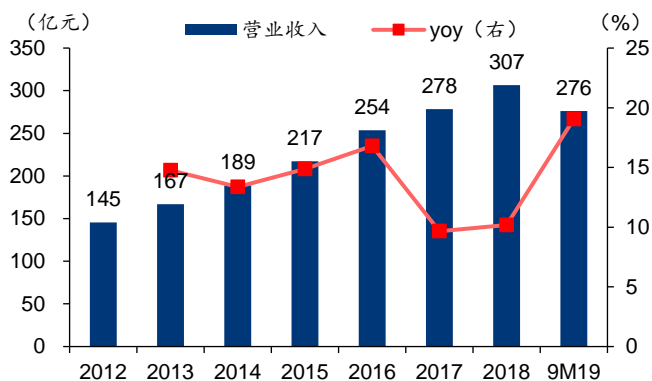
图表1: 盈利预测调整

(人民币百万元)		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	调整前	30,663	35,576	40,110	44,791
	调整后	30,663	36,265	40,025	44,619
	(+/-) %	0.00%	1.94%	-0.21%	-0.38%
毛利	调整前	8,889	10,880	12,695	14,568
	调整后	8,889	11,297	12,352	14,112
	(+/-) %	0.00%	3.83%	-2.70%	-3.13%
销售费用	调整前	4,297	5,408	6,097	6,808
	调整后	4,297	5,802	6,004	6,737
	(+/-) %	0.00%	7.30%	-1.52%	-1.04%
管理费用	调整前	1,491	1,708	1,965	2,240
	调整后	1,491	1,813	1,881	2,142
	(+/-) %	0.00%	6.18%	1.58%	-4.37%
归母净利润	调整前	2,267	2,840	3,448	4,145
	调整后	2,267	2,770	3,316	3,918
	(+/-) %	0.00%	-2.44%	-3.85%	-5.48%
EPS	调整前	1.30	1.62	1.97	2.37
	调整后	1.30	1.58	1.89	2.24
	(+/-) %	0.00%	-2.44%	-3.85%	-5.48%

资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

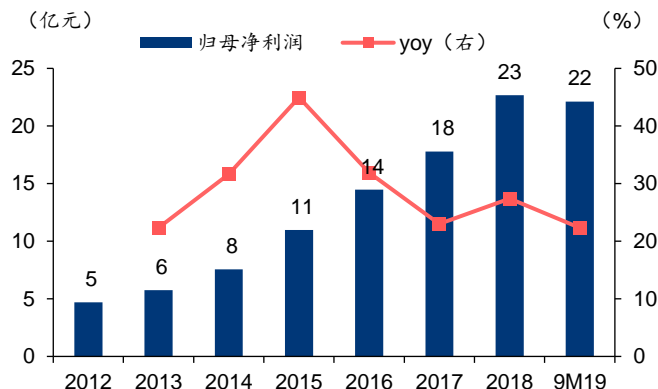
公司经营指标概览

图表2: 公司营业收入



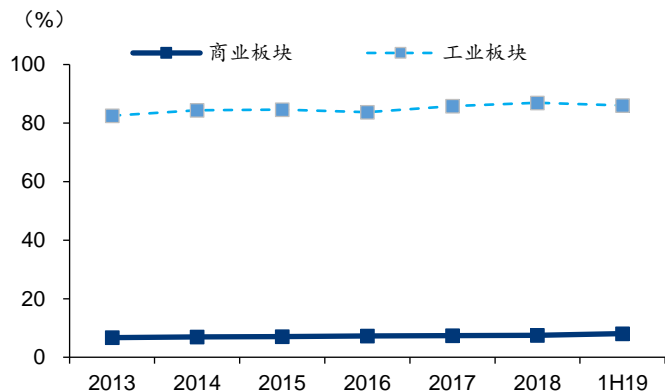
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表3: 公司归母净利润



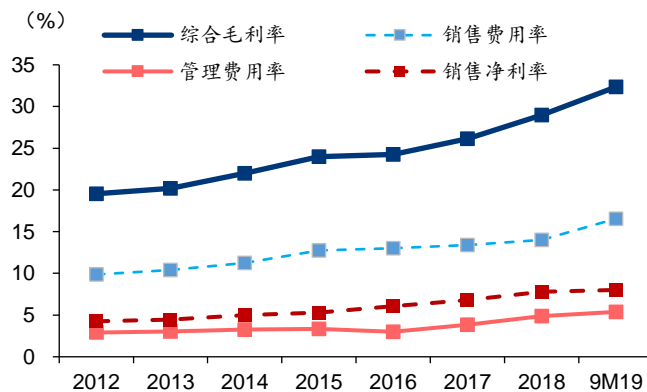
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表4: 公司各项业务毛利率



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

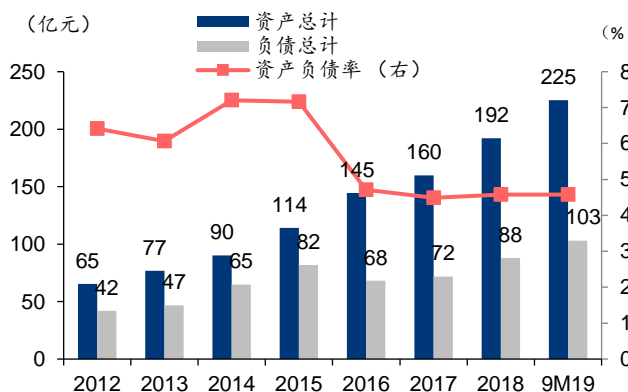
图表5: 公司销售毛利率、净利率和费用率



注: 为保持前后口径一致, 管理费用包含研发费用在内

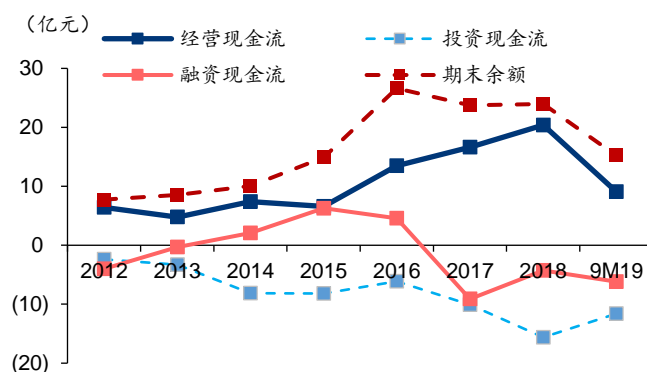
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表6: 公司资产负债率



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表7: 公司现金流量



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

公司主要业务包含工业业务与商业业务, 我们以分部估值法确定公司估值基准: 1) 商业板块 2019 年可比公司行业平均估值为 13xPE, 我们给予公司商业业务 19 年估值 12-13xPE; 2) 工业板块 2019 年可比公司行业平均估值为 22xPE, 我们给予公司工业业务 19 年估值 21-22xPE。我们预计商业板块 2019 年净利润占比约为 19%, 工业净利润占比约 81%, 以此计算得公司 2019 年整体估值为 19-20xPE。

图表8: 可比公司估值表 (更新至 20191029)

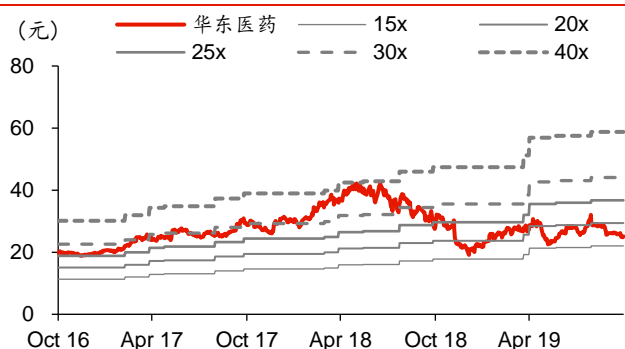
公司	代码	收盘价(元) (2019/10/29)	总市值 (亿元)	EPS(元)			P/E (x)			EPS CAGR(%) 2018A-2020E
				18A	19E	20E	18A	19E	20E	
九州通	600998.SH	13.89	261	0.71	0.90	1.10	20	15	13	24%
中国医药	600056.SH	13.02	139	1.45	1.37	1.48	9	9	9	1%
瑞康医药	002589.SZ	7.32	110	0.42	0.61	0.72	17	12	10	31%
柳药股份	603368.SH	36.75	95	2.04	2.69	3.38	18	14	11	29%
上海医药	601607.SH	18.80	362	1.37	1.52	1.71	14	12	11	12%
均值							16	13	11	19%
科伦药业	002422.SZ	24.86	358	0.84	0.96	1.21	30	26	20	20%
丽珠集团	000513.SZ	29.33	180	1.50	1.34	1.55	20	22	19	2%
恩华药业	002262.SZ	11.30	115	0.51	0.64	0.78	22	18	14	24%
均值							24	22	18	15%

注: 自 4+7 第一轮集采 (2018.12.6 进行, 平均降幅 52%) 及一轮品种全国扩面 (2019.9.25 进行, 一轮基础上再降价, 平均降幅 25%) 实施以来, 仿制药估值大幅下降, 长春高新核心产品生长激素无带量风险, 故为带量政策避险港, 其估值不再有可比性, 故予以删除

资料来源: Wind 一致预期、华泰证券研究所

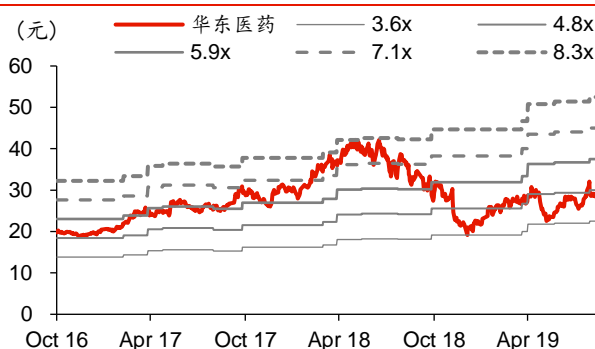
PE/PB - Bands

图表9: 华东医药历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表10: 华东医药历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	12,793	13,064	16,298	19,756	23,681
现金	2,505	2,443	3,927	6,097	8,535
应收账款	4,885	5,633	6,662	7,353	8,197
其他应收账款	46.24	82.10	97.10	107.16	119.46
预付账款	243.34	351.68	403.25	446.94	492.70
存货	3,406	3,876	4,413	4,878	5,367
其他流动资产	1,707	678.73	795.62	874.09	969.95
非流动资产	3,194	6,153	6,533	6,983	7,564
长期投资	74.91	88.92	88.92	88.92	88.92
固定投资	1,977	2,034	1,422	925.24	559.50
无形资产	609.84	1,508	2,325	3,067	3,743
其他非流动资产	532.50	2,523	2,697	2,902	3,173
资产总计	15,987	19,217	22,830	26,739	31,245
流动负债	6,113	7,399	8,552	9,529	10,580
短期借款	375.57	625.73	740.04	816.77	910.52
应付账款	3,452	3,905	4,478	4,963	5,472
其他流动负债	2,285	2,868	3,334	3,749	4,198
非流动负债	1,066	1,393	1,393	1,393	1,393
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	1,066	1,393	1,393	1,393	1,393
负债合计	7,178	8,792	9,945	10,922	11,973
少数股东权益	415.59	487.38	657.95	862.10	1,103
股本	972.12	1,458	1,750	1,750	1,750
资本公积	2,942	2,456	2,141	2,141	2,141
留存公积	4,480	6,047	8,336	11,064	14,278
归属母公司股东权益	8,393	9,938	12,227	14,955	18,169
负债和股东权益	15,987	19,217	22,830	26,739	31,245

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	1,661	2,039	2,675	3,609	4,131
净利润	1,780	2,267	2,770	3,316	3,918
折旧摊销	279.64	327.14	403.69	452.65	502.11
财务费用	47.48	86.48	75.15	59.69	33.84
投资损失	(17.65)	(34.76)	(34.76)	(34.76)	(34.76)
营运资金变动	(577.41)	(802.54)	(725.95)	(404.10)	(545.11)
其他经营现金	149.56	195.95	186.26	219.83	256.91
投资活动现金	(1,006)	(1,561)	(748.03)	(868.43)	(1,049)
资本支出	478.69	876.46	775.87	896.26	1,076
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	527.37	684.28	(27.83)	(27.83)	(27.83)
筹资活动现金	(912.10)	(430.44)	(442.27)	(570.94)	(643.80)
短期借款	(97.55)	250.16	114.31	76.74	93.74
长期借款	(21.28)	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	486.06	486.06	291.63	0.00	0.00
资本公积增加	(494.66)	(486.06)	(314.06)	0.00	0.00
其他筹资现金	(784.67)	(680.60)	(534.15)	(647.68)	(737.54)
现金净增加额	(257.04)	48.32	1,484	2,170	2,438

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	27,832	30,663	36,265	40,025	44,619
营业成本	20,562	21,775	24,968	27,673	30,507
营业税金及附加	163.06	170.95	202.18	223.15	248.76
营业费用	3,729	4,297	5,802	6,004	6,737
管理费用	1,068	1,491	1,813	1,881	2,142
财务费用	47.48	86.48	75.15	59.69	33.84
资产减值损失	25.73	51.02	15.69	15.69	15.69
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(17.65)	(34.76)	(34.76)	(34.76)	(34.76)
营业利润	2,341	2,910	3,511	4,205	4,972
营业外收入	6.35	1.58	50.00	50.00	50.00
营业外支出	23.24	38.60	34.00	34.00	34.00
利润总额	2,324	2,873	3,527	4,221	4,988
所得税	436.16	477.37	586.15	701.51	828.92
净利润	1,888	2,395	2,941	3,520	4,159
少数股东损益	108.71	127.94	170.58	204.14	241.22
归属母公司净利润	1,780	2,267	2,770	3,316	3,918
EBITDA	2,582	3,248	3,875	4,688	5,479
EPS (元, 基本)	1.02	1.30	1.58	1.89	2.24

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	9.66	10.17	18.27	10.37	11.48
营业利润	26.26	24.27	20.67	19.77	18.23
归属母公司净利润	23.01	27.41	22.19	19.68	18.16
获利能力 (%)					
毛利率	26.12	28.99	31.15	30.86	31.63
净利率	6.39	7.39	7.64	8.28	8.78
ROE	22.71	24.74	25.00	24.40	23.66
ROIC	30.84	32.07	31.60	35.01	37.46
偿债能力					
资产负债率 (%)	44.90	45.75	43.56	40.85	38.32
净负债比率 (%)	5.23	7.58	7.85	7.85	7.95
流动比率	2.09	1.77	1.91	2.07	2.24
速动比率	1.54	1.24	1.39	1.56	1.73
营运能力					
总资产周转率	1.83	1.74	1.72	1.61	1.54
应收账款周转率	5.95	5.83	5.90	5.71	5.74
应付账款周转率	6.04	5.92	5.96	5.86	5.85
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.02	1.30	1.58	1.89	2.24
每股经营现金流(最新摊薄)	0.95	1.17	1.53	2.06	2.36
每股净资产(最新摊薄)	4.80	5.68	6.99	8.55	10.38
估值比率					
PE (倍)	24.71	19.39	15.87	13.26	11.22
PB (倍)	5.24	4.42	3.60	2.94	2.42
EV_EBITDA (倍)	17.03	13.54	11.35	9.38	8.03

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com