

华东医药 (000963)

——工业板块高速增长，商业创新外延贡献弹性

行业名称	医药生物
投资建议	增持
当前价格:	73.7元
目标价格:	87元

投资要点:

➤ 三季度业绩略超预期

公司前三季度实现营业收入189.20亿元，同比增长17.11%，其中第三季度实现营业收入66.76亿元，同比增长15.65%；前三季度实现扣非后归母净利润11.84亿元，同比增长29.85%，其中第三季度实现净利润3.71亿元，同比大幅增长45.41%。大股东定增完成后，部分资金用于归还短期借款使得公司财务费用同比得到显著控制，管理费用同比下降较为明显，销售费用平稳增长，体现了公司的规模效应和良好的费用管理能力。

➤ 工业板块高速增长

公司医药工业板块持续保持高速增长，我们估算阿卡波糖销售额前三季度同比增速超过30%，百令胶囊销售额同比增速超过20%，免疫抑制剂产品总体增速超过20%，泮托拉唑保持稳健增长，达托霉素市场开拓持续进行。公司拥有良好的研发管线，磺达肝癸钠、艾司奥美拉唑均将同品类首批上市，迈华替尼、依鲁替尼、利拉鲁肽、长效胰岛素等产品研发稳步推进，为公司工业板块未来发展奠定良好基础。

➤ 商业创新和外延贡献弹性

公司医药商业板块作为区域性医药商业龙头，将受益于两票制影响；医美品种代理为公司商业板块提升利润水平，居家养老、大健康领域的持续探索有望成为公司未来新看点；公司2015年海外并购未成，我们认为公司将继续寻找合适海外标的，走出国内药企国际化的坚实步伐。

➤ 首次覆盖，给予买入评级

公司医药工业稳健高速增长，医药商业受益于政策趋势，我们预计16-18年EPS分别为2.86、3.48、4.19元，对应当前股价PE为28/21/18倍，给予公司17年25倍估值，目标价87元，首次覆盖，给予增持评级。

➤ 风险提示

产品销售不达预期；在研产品推进不达预期；外延并购不达预期。

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	486/434
流通A股市值 (百万元)	31,990
每股净资产 (元)	14.46
资产负债率 (%)	48.15
一年内最高/最低 (元)	86.50/59.82

一年内股价相对走势



杨焯辉 分析师
 执业证书编号: S1110516080003
 电话:
 邮箱: yangyh@sh.tfzq.com

廖庆阳 联系人
 电话:
 邮箱: liaoqy@sh.tfzq.com

相关报告

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	18,947.38	21,727.38	25,133.66	29,031.10	33,394.48
增长率 (%)	13.34%	14.67%	15.68%	15.51%	15.03%
EBITDA (百万元)	1,445.51	1,747.22	1,974.71	2,361.26	2,808.20
净利润 (百万元)	756.67	1,096.91	1,390.32	1,690.36	2,035.39
增长率 (%)	31.60%	44.97%	26.75%	21.58%	20.41%
EPS (元/股)	1.56	2.26	2.86	3.48	4.19
市盈率 (P/E)	47.34	32.66	25.77	21.19	17.60
市净率 (P/B)	15.80	12.06	9.77	8.06	6.66
EV/EBITDA	16.67	21.68	18.77	15.20	12.88

数据来源: 公司公告, 天风证券研究所



报告信息

三季报业绩略超预期，费用管理能力良好

➤ 收入稳健增长

公司前三季度实现营业收入 189.20 亿元，同比增长 17.11%，其中第三季度实现营业收入 66.76 亿元，同比增长 15.65%；前三季度实现扣非后归母净利润 11.84 亿元，同比增长 29.85%，其中第三季度实现净利润 3.71 亿元，同比大幅增长 45.41%。

➤ 费用管理能力良好

大股东定增完成后，部分资金用于归还短期借款使得公司财务费用同比得到显著控制，由于 G20 影响管理费用同比下降较为明显，销售费用平稳增长，体现了公司的规模效应和良好的费用管理能力。

工业板块高速增长，研发管线奠定公司未来

➤ 工业板块高速增长，主力品种增长保持强劲

公司医药工业板块持续保持高速增长，我们估算阿卡波糖销售额前三季度同比增速超过 30%，其中咀嚼片主攻中高端市场，片剂主攻基层渠道，该品种在一致性评价、渠道下沉、医保支付价背景下的进口替代等多重利好影响下将持续保持高增长；百令胶囊销售额同比增速超过 20%，产能瓶颈已经解除，该品种在呼吸科和肾内科拥有良好的循证医学证据支持，结合 OTC 渠道的逐步拓展快速增长有望持续；免疫抑制剂产品环孢素、他克莫司、吗替麦考酚酯总体增速超过 20%，市场占有率有望进一步提升；泮托拉唑保持稳健增长；达托霉素市场开拓持续进行。

➤ 公司拥有丰富的在研产品，为未来发展奠定良好基础

公司拥有良好的研发管线，磺达肝癸钠、艾司奥美拉唑均将同品类首批上市，迈华替尼是国家重大新药创制专项计划品种，目前临床试验进展顺利，该产品有望成为国内首批上市的第三代 EGFR-TKI；BTK 抑制剂依鲁替尼、GLP-1 利拉鲁肽、长效胰岛素等产品研发稳步推进，公司未来将形成代谢、抗肿瘤、特种抗生素、心脑血管、中成药等几大板块，为公司工业板块未来发展奠定良好基础。

商业配送和代理齐头并进，业务创新和外延打开成长空间

➤ 区域性商业龙头受益于两票制，医美品种代理逐步兑现收益

公司是浙江地区医药商业龙头企业，深耕浙江市场并辐射全国，两票制中长期将提升医药商业集中度，公司该板块将显著受益；宁波公司玻尿酸代理业务成长情况良好，未来有望继续代理其他潜力医美品种，打造医美代理板块

➤ 业务创新持续探索，未来国际化并购有望打开成长空间

公司在居家养老、健康馆、中医馆等业务持续做探索性布局，未来有望依托公司在医药工商业领域的优势做强做大；2015 年公司开始尝试做海外并购，在国内药企国际化的大潮下，公司有望继续寻找适合于公司本身的国外仿制药优秀标的，通过并购实现国际化和资源整合，打开未来成长空间。

风险提示

产品销售不达预期；在研产品推进不达预期；外延并购不达预期。

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E	单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	1,005.33	1,486.51	2,010.69	2,322.49	2,671.56	营业收入	18,947.38	21,727.38	25,133.66	29,031.10	33,394.48
应收账款	3,146.39	3,674.15	4,048.26	3,335.19	5,157.99	营业成本	14,782.66	16,517.78	18,820.78	21,343.91	24,130.84
预付账款	257.08	330.34	257.55	440.95	359.59	营业税金及附加	87.12	104.31	112.45	134.25	154.72
存货	1,814.64	2,422.89	2,211.98	3,064.20	2,882.86	营业费用	2,127.95	2,769.46	3,475.99	4,282.09	5,202.86
其他	744.18	1,043.47	725.24	1,397.62	1,091.44	管理费用	618.29	722.03	829.41	995.77	1,188.84
流动资产合计	6,967.62	8,957.36	9,253.72	10,560.45	12,163.44	财务费用	154.04	205.86	102.10	113.20	121.60
长期股权投资	46.75	53.08	53.08	53.08	53.08	资产减值损失	27.49	33.88	35.48	37.29	38.59
固定资产	1,013.86	1,265.09	1,422.88	1,516.70	1,559.15	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	409.70	488.65	329.19	245.51	177.31	投资净收益	7.10	8.45	7.61	7.72	7.92
无形资产	290.06	380.81	334.93	289.04	243.15	其他	-14.19	-16.90	-15.21	-15.43	-15.85
其他	279.21	272.19	251.80	262.52	254.32	营业利润	1,156.93	1,382.51	1,765.06	2,132.32	2,564.95
非流动资产合计	2,039.58	2,459.82	2,391.88	2,366.86	2,287.02	营业外收入	43.52	63.68	51.79	53.00	56.15
资产总计	9,007.20	11,417.18	11,645.60	12,927.31	14,450.46	营业外支出	27.58	26.24	28.18	27.33	27.25
短期借款	2,067.45	2,413.96	2,794.51	1,734.97	2,088.87	利润总额	1,172.87	1,419.95	1,788.67	2,157.99	2,593.86
应付账款	3,478.07	3,416.93	3,952.79	4,676.71	5,082.69	所得税	230.11	267.79	325.18	376.78	446.14
其他	733.94	1,018.75	542.97	1,180.86	758.10	净利润	942.76	1,152.17	1,463.49	1,781.20	2,147.71
流动负债合计	6,279.46	6,849.64	7,290.28	7,592.54	7,929.66	少数股东损益	186.09	55.25	73.17	90.84	112.33
长期借款	191.38	314.42	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	756.67	1,096.91	1,390.32	1,690.36	2,035.39
应付债券	0.00	986.71	328.90	438.54	584.72	每股收益(元)	1.56	2.26	2.86	3.48	4.19
其他	17.72	23.05	17.42	19.39	19.95						
非流动负债合计	209.09	1,324.19	346.32	457.93	604.67						
负债合计	6,488.55	8,173.83	7,636.60	8,050.48	8,534.33						
少数股东权益	251.63	272.29	341.81	431.13	540.96	主要财务比率	2014	2015	2016E	2017E	2018E
股本	434.06	434.06	486.06	486.06	486.06	成长能力					
资本公积	13.00	19.80	19.80	19.80	19.80	营业收入	13.34%	14.67%	15.68%	15.51%	15.03%
留存收益	1,832.96	2,537.00	3,181.14	3,959.64	4,889.10	营业利润	25.10%	19.50%	27.67%	20.81%	20.29%
其他	-13.00	-19.80	-19.80	-19.80	-19.80	归属于母公司净利润	31.60%	44.97%	26.75%	21.58%	20.41%
股东权益合计	2,518.65	3,243.35	4,009.00	4,876.83	5,916.13	获利能力					
负债和股东权益总计	9,007.20	11,417.18	11,645.60	12,927.31	14,450.46	毛利率	21.98%	23.98%	25.12%	26.48%	27.74%
						净利率	3.99%	5.05%	5.53%	5.82%	6.09%
						ROE	33.38%	36.92%	37.91%	38.02%	37.87%
						ROIC	28.20%	36.60%	28.98%	37.76%	49.30%
						偿债能力					
						资产负债率	72.04%	71.59%	65.57%	62.27%	59.06%
						净负债率	84.75%	98.95%	72.70%	50.82%	59.54%
						流动比率	1.11	1.31	1.27	1.39	1.53
						速动比率	0.82	0.95	0.97	0.99	1.17
						营运能力					
						应收账款周转率	6.48	6.37	6.51	7.86	7.86
						存货周转率	10.74	10.25	10.85	11.00	11.23
						总资产周转率	2.27	2.13	2.18	2.36	2.44
						每股指标(元)					
						每股收益	1.56	2.26	2.86	3.48	4.19
						每股经营现金流	1.52	1.35	4.04	4.81	2.34
						每股净资产	4.66	6.11	7.54	9.15	11.06
						估值比率					
						市盈率	47.34	32.66	25.77	21.19	17.60
						市净率	15.80	12.06	9.77	8.06	6.66
						EV/EBITDA	16.67	21.68	18.77	15.20	12.88
						EV/EBIT	18.38	23.85	19.85	15.98	13.46

数据来源: 公司报告、天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期股价绝对收益 20%以上为“买入”、10%~20%为“增持”、-10%~10%为“持有”、-10%以下为“卖出”。

行业投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对于沪深 300 指数，涨幅 5%以上为“强于大市”、-5%~5%为“中性”、-5%以下为“弱于大市”。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

	电话	传真	邮箱	地址
武汉	(8627)-87618889	(8627)-87618863	research@sh.tfzq.com	湖北省武汉市武昌区中南路99号保利广场A座37楼 (430071)
上海	(8621)-68815388	(8621)-50165671	research@sh.tfzq.com	上海市浦东新区兰花路333号333世纪大厦 10F (201204)