增持 ——维持

日期：2017 年 09 月 01 日
行业：零售业

分析师： 魏赟
Tel： 021-53686159
E-mail： weiyun@shzq.com
SAC 证书编号：S0870513090001
研究助理： 金鑫
Tel： 021-53686163
E-mail： jinxin1@shzq.com
SAC 证书编号： S0870116070016

基本数据（2017Q2）

报告日股价（元）	47.24
12mth A 股价格区间（元）	43.93-96.17
总股本（百万股）	972.12
无限售 A 股/总股本	89%
流通市值（亿元）	410.10
每股净资产（元）	7.88
PBR（X）	5.99
DPS（Y2016，元）	10 转 10 派 13.50

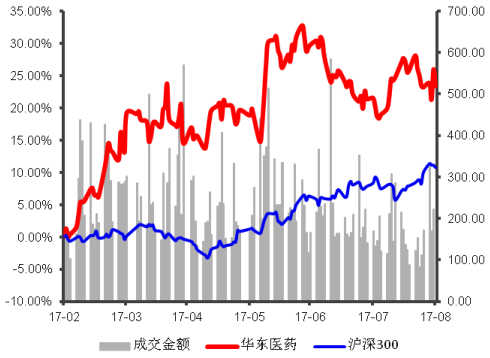
主要股东（2017Q2）

中国远大集团有限责任公司	41.77%
杭州华东医药集团有限公司	16.46%
全国社保基金一零六组合	1.37%

收入结构（2017H1）

商业	74.6%
制造业	25.4%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号：WY17-CT43
首次报告日期：2017 年 09 月 01 日

相关报告：
《华东医药（000963）2016 年年报点评：业绩增长稳健 中长期受益于医保目录调整》
——2017 年 03 月 09 日

工业板块维持较快增速 在研品种进展顺利

■ 公司动态事项

8月30日，公司发布2017年中报。

■ 事项点评

业绩基本符合预期，期间费用率小幅下降

公司2017年H1实现营业收入140.91亿元，同比增长15.09%；实现归属于母公司净利润10.41亿元，同比增长26.53%。公司2017年H1销售毛利率为26.63%，同比上升0.22pp，主要是高毛利的医药工业业务收入增速高于医药商业业务，带动公司整体毛利率水平提升；期间费用率为16.69%，同比下降0.57pp，其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为13.57%、2.94%、0.18%，同比分别下降0.15pp、下降0.19pp、下降0.23pp。

医药工业业务：重点品种受益于医保目录调整，有望持续快速增长

公司2017年H1医药工业业务实现收入35.80亿元，同比增长20.32%，销售毛利率为83.62%（-1.58%）。分产品来看：1）百令胶囊受益于公司江东项目一期投产，有效缓解产能问题，叠加百令胶囊在2017版《国家医保目录》中由肿瘤辅助用药调整为补气养血剂，公司大力拓展基层、OTC市场，我们预计公司百令胶囊今年收入增速有望达到15%以上；2）阿卡波糖上半年收入增速近30%，受益于新版医保目录，阿卡波糖由医保乙类调整为医保甲类，有利于阿卡波糖的销量增长，进口替代比例有望提升；3）免疫抑制剂：环孢素软胶囊和他克莫司胶囊在新版医保目录中取消了适应症限制，随着公司加强拓展免疫治疗领域，有望持续较快增长。

产品储备丰富，积极拓展重点产品的海外认证

公司2017年H1研发投入为1.64亿元，同比增长67.81%，占公司医药工业业务收入的4.59%。公司上半年重点研发项目进展顺利：1）阿卡波糖、达托霉素通过GMP认证；2）治疗晚期非小细胞肺癌的一类新药迈华替尼已开展Ib/IIa临床试验；3）公司已受让糖尿病重点产品利拉鲁肽注射液新药的临床批文，目前已启动一期临床研究；4）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；5）他克莫司胶囊已完成海外临床实验，计划于下半年提交美国ANDA申请；6）一致性评价方面，阿卡波糖已进入BE阶段，有望年底完成，环孢素即将开展BE临床研究。我们认为，公司拥有多个重磅产品储备，同时积极拓展重点产品的海外认证，未来有望持续为公司

医药工业业务提供推动力。

浙江省8月起实施“两票制”，公司有望享受政策红利

公司2017年H1医药商业业务实现收入104.98亿元，同比增长13.42%，销售毛利率为7.18%（-0.28%）。公司上半年积极拓展省内基层医疗机构，提高区域配送占比。根据浙江省卫计委等6部委于6月底发布的《关于在全省公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见》，全省公立医疗机构于8月1日起药品采购推行“两票制”，鼓励其他医疗机构实施“两票制”。公司加速产业并购，目前已完成对舟山存德医药、岱山诚泰医药的股权重组的意向洽谈和签约，完善浙江省内配送链布局。此外，公司大力开拓民营医院市场份额，深耕民营医院药品销售业务。我们认为，公司作为浙江省医药流通龙头企业，凭借规模优势、渠道优势有望进一步提升省内市场份额，带动医药商业业务稳健增长。

■ 风险提示

两票制、药品招标降价等行业政策风险；重点产品销售不及预期；产品研发进度不及预期风险 ；产品海外认证不及预期风险

■ 投资建议

未来六个月，维持“增持”评级

我们上调公司17、18年EPS至1.85、2.24元，以8月29日收盘价46.44元计算，动态PE分别为25.06倍和20.72倍。同类型可比上市公司17年市盈率中位值为25.81倍，公司市盈率略低于行业平均水平。我们认为：1）公司重点产品长期受益于医保目录调整，叠加公司拓展科室、OTC市场等因素，未来几年内有望保持较快的销售增速；2）公司在研储备丰富，持续推进重点产品海外认证，有望持续对工业业务提供推动力；3）公司作为浙江省医药商业龙头企业，拥有竞争力强的省内商业网络布局，“两票制”背景下有望提升市场份额。未来六个月，维持“增持”评级。

■ 数据预测与估值：

至12月31日（￥.百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	25,379.67	29,693.77	34,146.78	39,077.76
年增长率	16.81%	17.00%	15.00%	14.44%
归属于母公司的净利润	1,446.59	1,801.36	2,178.81	2,637.12
年增长率	31.88%	24.52%	20.95%	21.03%
每股收益（元）	1.49	1.85	2.24	2.71
PER（X）	31.21	25.06	20.72	17.12

注：有关指标按当年股本摊薄

■ 附表

■ 附表 1 损益简表及预测（单位：百万元人民币）

资产负债表（单位：百万元）

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	2,661	2,642	3,048	3,510
存货	3,084	3,332	4,003	4,320
应收账款及票据	5,453	6,386	7,228	8,352
其他	510	525	537	684
流动资产合计	11,709	12,886	14,816	16,866
长期股权投资	65	65	65	65
固定资产	1,850	2,008	2,195	2,385
在建工程	80	80	80	80
无形资产	491	430	368	307
其他	261	267	256	254
非流动资产合计	2,747	2,848	2,964	3,090
资产总计	14,456	15,734	17,780	19,956
短期借款	473	473	473	473
应付账款及票据	4,744	5,445	6,202	7,013
其他	565	516	506	565
流动负债合计	5,782	6,434	7,181	8,051
长期借款和应付债券	1,011	680	900	863
其他	22	21	22	22
非流动负债合计	1,033	701	922	885
负债合计	6,815	7,135	8,103	8,936
少数股东权益	363	363	363	363
股东权益合计	7,642	8,599	9,677	11,020
负债和股东权益总计	14,456	15,734	17,780	19,956

现金流量表（单位：百万元）

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	1,535	1,801	2,179	2,637
折旧和摊销	217	219	258	300
营运资本变动	(460)	(595)	(745)	(715)
经营活动现金流	1,347	1,449	1,713	2,238
资本支出	(110)	(315)	(384)	(428)
投资收益	27	29	32	35
投资活动现金流	(614)	(283)	(354)	(392)
股权融资	52	486	0	0
负债变化	(293)	0	0	0
股息支出	(656)	(922)	(1,103)	(1,294)
融资活动现金流	458	(1,185)	(954)	(1,383)
净现金流	1,191	(19)	405	463

数据来源：WIND 上海证券研究所

利润表（单位：百万元）

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	25,380	29,694	34,147	39,078
营业成本	19,219	22,392	25,599	29,044
营业税金及附加	132	144	169	195
营业费用	3,299	3,994	4,610	5,275
管理费用	759	891	1,024	1,250
财务费用	94	53	54	51
资产减值损失	47	48	57	67
投资收益	27	29	32	35
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	1,856	2,201	2,665	3,229
营业外收支净额	26	28	31	34
利润总额	1,882	2,229	2,697	3,264
所得税	347	428	518	627
净利润	1,535	1,801	2,179	2,637
少数股东损益	89	0	0	0
归属母公司股东净利润	1,447	1,801	2,179	2,637

财务比率分析

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
总收入增长率	16.81%	17.00%	15.00%	14.44%
EBITDA 增长率	23.66%	14.44%	20.40%	20.27%
EBIT 增长率	22.80%	15.53%	20.68%	20.61%
净利润增长率	31.88%	24.52%	20.95%	21.03%
毛利率	22.02%	28.27%	28.50%	29.06%
EBITDA/总收入	8.51%	8.33%	8.72%	9.16%
EBIT/总收入	7.69%	7.59%	7.96%	8.39%
净利润率	5.70%	6.07%	6.38%	6.75%
资产负债率	47.14%	45.35%	45.57%	44.78%
流动比率	2.03	2.00	2.06	2.09
速动比率	1.49	1.48	1.51	1.56
总资产回报率（ROA）	10.62%	11.45%	12.25%	13.21%
净资产收益率（ROE）	19.87%	21.87%	23.39%	24.75%
EV/营业收入	1.7	1.3	1.5	1.3
EV/EBITDA	15.7	17.7	14.7	12.0
PE	31.2	25.1	20.7	17.1
PB	6.2	5.5	4.8	4.2

分析师承诺

魏赟 金鑫

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。