



2017年10月25日

买入(维持评级)

当前价: 56.77元

医药行业研究组

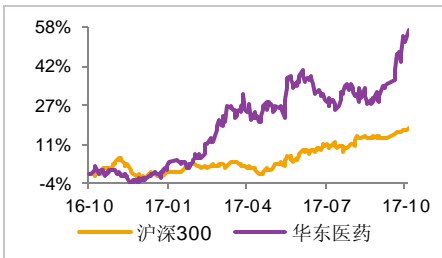
分析师: 王凤华

执业编号: S0300516060001
邮箱: wangfenghua@lxsec.com

研究助理: 李志新

电话: 010-64408516
邮箱: lizhixin@lxsec.com

股价相对市场表现(近12个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

亿元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	253.8	293.3	340.5	394.9
(+/-)		15.6%	16.1%	16.0%
净利润	14.5	18.0	21.5	27.6
(+/-)		24.5%	19.1%	28.5%
EPS(元)	1.49	1.85	2.21	2.84
P/E	38.14	30.64	25.72	20.02

资料来源: 联讯证券研究院

相关研究

《华东医药(000963) - 【联讯医药公司点评】华东医药: 工业商业齐头并进, 主力产品百令胶囊、阿卡波糖销售创新高》

2017-03-10

华东医药(000963.SZ)

【联讯医药公司点评】华东医药(000963): 业绩稳健增长, 研发管线逐渐丰富助力白马扬蹄

投资要点

◇ 事件

昨日晚间公司公告三季报, 2017年前三季度实现营业收入214.5亿元, 同比+13.4%; 归母净利润14.9亿元, 同比+24.6%; 扣非归母净利润14.8亿元, 同比+25.0%; EPS 1.53元。其中第三季度单季营收73.6亿元, 归母净利润4.47亿元, 分别同比+10.24%和20.28%。

◇ 前三季度业绩稳健增长, 白马质地优良

公司前三季度营收和归母净利润增速分别为+13.4%和+24.6%, 业绩符合预期。分季度来看, 前三季度营收增速分别为15.95%、14.21%和10.24%, 17Q3营收增速有所下滑, 主要归因商业方面, 浙江省9月份开始实行两票制, 可能调拨业务(有20%调拨)受到一定影响, 医药工业增速稳定。归母净利润方面分别为25.1%、28.1%和20.3%, 业绩保持稳健增长。

◇ 核心品种稳健增长, 阿卡波糖受益国产替代持续高增长

工业四大领域核心产品稳健增长: 1) 百令胶囊: 中报增速约15%, 预计三季度维持增速, 年产1200吨发酵冬虫夏草菌粉江东基地投产, 解决百令胶囊原料不足瓶颈, 为基层和OTC渠道放量打下基础, 预计明年增速会回升; 2) 阿卡波糖: 预计维持25%以上的增速, 相对原研具有价格优势, 医保乙转甲, 医保控费低价中标情况下, 国产替代持续受益; 3) 免疫线(环孢素、吗替麦考酚酯、他克莫司)维持20%的增速; 4) 消化线泮托拉唑: 竞争相对激烈, 正在进行海外出口认证, 提升国内竞争能力, 预计增长15%左右。

◇ 研发投入逐渐加大, 研发管线逐渐丰富

前三季度管理费用2.62亿元, 同比增加了108%, 主要原因是进一步加强了研发投入, 一部分是新品的研发, 另外还有一致性评价的投入。研发管线上上半年已经取得卡格列净二甲双胍复方片和达巴万辛及其冻干粉针2个新药临床批文, 即将开展临床试验; 两个一类新药进展顺利: DPP-4类一类新药HD118(治疗II型糖尿病)完成临床前研究, 迈华替尼(治疗晚期非小细胞肺癌)已开展Ib/IIa临床试验; 复方奥美拉唑胶囊完成临床试验, 计划2017年下半年申报生产; 受让九源基因的糖尿病重点产品利拉鲁肽注射液新药的临床批文, 目前已启动了一期临床药代研究工作。

◇ 盈利预测与评级

医药工业部分增速受益于医保目录调整(百令限制调整, 阿卡波糖乙转甲), 增速保持稳健; 医药商业区域龙头地位稳固, 受两票制调拨业务调整影响, 增速略微下降。我们预测2017-2019年未来三年营收为293.3/340.5/394.9亿元, 综合毛利率小幅上升, 归母净利润为18.0/21.5/27.6亿元, 参考股本9.72亿股, 每股EPS为1.85/2.21/2.84元, 现价(昨日收盘价56.77元)对应2017-2019



年 PE 为 31/26/20 倍，维持“买入评级”。

◇ 风险提示

药品招标降价；药品销售不达预期；新药研发进度不及预期



图表1: 公司近 3 年 PE-Band 波动区间



资料来源: 联讯证券

图表2: 营收拆分与关键财务数据预测 (单位: 亿元)

单位: 亿元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业总收入	217.3	253.8	293.3	340.5	394.9
同比增长%	14.7%	16.8%	15.6%	16.1%	16.0%
综合毛利率%	24.0%	24.3%	24.3%	25.6%	26.6%
其中: 医药商业					
营业收入	169.9	197.4	225.0	256.5	292.5
同比增长%	11.3%	16.2%	14.0%	14.0%	14.0%
毛利率	8.2%	7.9%	7.2%	7.5%	7.5%
医药工业					
营业收入	47.4	56.4	68.3	84.0	102.4
同比增长%	28.9%	19.2%	21.0%	23.0%	22.0%
毛利率	80.6%	80.5%	80.5%	81.0%	81.0%

资料来源: Wind, 联讯证券研究院



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表					现金流量表				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	11709.0	13593.2	15952.9	18833.9	经营活动现金流	1347.0	1549.4	1790.4	2260.2
现金	2661.3	3337.6	4428.0	5888.2	净利润	1535.4	1900.7	2248.1	2875.8
应收账款和票据	5422.8	6159.4	6810.2	7503.1	折旧摊销	216.8	221.0	256.0	287.6
其它应收款	29.8	30.0	30.0	30.0	财务费用	94.1	35.2	23.3	22.5
预付账款	317.7	366.6	408.6	473.9	投资损失	46.9	50.0	55.0	64.0
存货	3084.4	3519.7	4086.1	4738.8	营运资金变动	-675.1	-623.6	-758.3	-954.5
其他	193.0	180.0	190.0	200.0	其它	128.9	-34.0	-33.7	-35.2
非流动资产	2747.5	2887.9	3127.4	3303.3	投资活动现金流	-613.6	-400.0	-400.0	-400.0
长期投资	64.6	70.0	70.0	70.0	资本支出	-306.5	-400.0	-400.0	-400.0
固定资产和在建工程	1930.6	2201.8	2450.4	2665.4	长期投资	-307.1	0.0	0.0	0.0
无形资产	490.9	456.1	407.0	357.9	其他	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	261.4	160.0	200.0	210.0	筹资活动现金流	457.1	-473.1	-300.0	-400.0
资产总计	14456.5	16304.3	18489.0	21293.7	短期借款	-1940.9	-473.1	0.0	0.0
流动负债	5782.0	5782.0	5782.0	5782.0	长期借款	-293.1	0.0		0.0
短期借款	473.1	0.0	0.0	0.0	股权融资等其他	2691.1	0.0	-300.0	-400.0
应付账款	3353.0	4986.4	5830.0	6810.2	现金净增加额	1190.5	676.3	1090.4	1460.2
其他	1955.9	1900.0	1820.0	1923.0					
非流动负债	1032.6	1032.6	1032.6	1032.6	主要财务比率	2016A	2017E	2018E	2019E
应付债券	989.5	989.5	989.5	989.5	成长能力				
其他	43.1	45.0	43.0	50.0	营业收入	16.81%	15.57%	16.09%	15.97%
负债合计	6814.6	6814.6	6814.6	6814.6	营业利润	34.28%	23.51%	18.18%	27.71%
少数股东权益	363.3	410.4	450.0	499.0	归属母公司净利润	33.26%	24.48%	19.12%	28.47%
归属母公司股东权益	7278.6	9079.3	11224.4	13980.1	获利能力				
负债和股东权益	14456.5	16304.3	18489.0	21293.7	毛利率	24.27%	24.26%	25.63%	26.57%
					净利率	6.05%	6.48%	6.60%	7.28%
					ROE	20.09%	9.92%	9.56%	9.86%
					ROIC	17.37%	17.57%	17.01%	17.56%
利润表	2016A	2017E	2018E	2019E	偿债能力				
营业收入	25379.0	29330.4	34051.1	39490.0	资产负债率	47.14%	41.80%	36.86%	32.00%
营业成本	19219.1	22211.9	25790.0	29370.7	带息债务/总负债	21.78%	14.52%	14.52%	14.52%
营业税金及附加	131.8	146.7	170.3	197.5	流动比率	2.03	2.35	2.76	3.26
销售费用	3298.6	3695.6	4256.4	5133.7	速动比率	1.49	1.74	2.05	2.44
管理费用	759.3	865.2	987.5	1165.0	营运能力				
财务费用	94.1	88.0	102.2	118.5	总资产周转率	1.96	1.91	1.96	1.99
资产减值损失	46.9	50.0	55.0	64.0	应收账款周转率	6.26	5.06	5.25	5.52
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	存货周转率	6.98	6.73	6.78	6.66
投资净收益	26.6	20.0	20.0	20.0	每股指标(元)				
营业利润	1856.5	2293.0	2709.9	3460.8	每股收益	1.49	1.85	2.21	2.84
营业外收入	59.6	60.0	60.0	60.0	每股经营现金	1.39	1.59	1.84	2.33
营业外支出	33.8	35.0	35.0	35.0	每股净资产	7.49	9.34	11.55	14.38
利润总额	1882.3	2318.0	2734.9	3485.8	估值比率				
所得税	346.9	417.2	486.8	610.0	P/E	38.14	30.64	25.72	20.02
净利润	1535.4	1900.7	2248.1	2875.8	P/B	7.58	6.08	4.92	3.95
少数股东损益	88.8	100.0	103.0	120.0	EV/EBITDA	26.23	21.82	18.64	14.80
归属母公司净利润	1446.6	1800.7	2145.1	2755.8					
EBITDA	2141.4	2574.2	3014.2	3795.9					
EPS (元)	1.49	1.85	2.21	2.84					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 20 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层

传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com