

华东医药(000963)

业绩符合预期,加大研发投入丰富产品管线,商业受政策影响增速较低

买入(维持)

2018年4月25日

证券分析师 全铭

S0600517010002

quanm@dwzq.com.cn

证券分析师 焦德智

S0600516120001

jiaodzh@dwzq.com.cn

研究助理 许汪洋

021-60199780

xuwy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	27,831.8	32,615.5	37,102.2	42,205.2
同比	9.7%	17.2%	13.8%	13.8%
归母净利润(百万元)	1,779.5	2,274.3	2,930.5	3,760.4
同比	23.0%	27.8%	28.9%	28.3%
ROE	21.2%	23.2%	25.3%	27.0%
每股收益(元)	1.83	2.34	3.01	3.87
P/E	37.1	29.0	22.5	17.5
P/B	7.9	6.7	5.7	4.7

投资要点

一、事件:

公司公布 2018 年一季报,公司 2018Q1 营收 78.37 亿元,同比增长 9.61%; 归属母公司股东净利润 6.59 亿元,同比增长 21.17%; 扣非归属母公司股东净利润 6.56 亿元,同比增长 22.94%,符合预期。

二、我们的观点:布局基层+大力研发提升工业潜力,两票制后医保支付等政策影响公司商业增速

医药工业业务占比提升,仍是公司主要利润贡献来源。工业收入增速预计超过 20%,随着公司高毛利品种占比提升,销售提前布局,未来整个销售布局投入的边际效应逐步放大体现,利润增速不断提升。2018Q1 公司毛利率为 31.65%,较 2017 全年提升 5.53 个百分点,净利润率为 8.81%,较 2017 年提升 2.03 个百分点,主要系工业收入占比不断提升。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	67.83
一年最低/最高价	42.73/72.80
市净率(倍)	7.29
流通 A 股市值(亿元)	589

基础数据

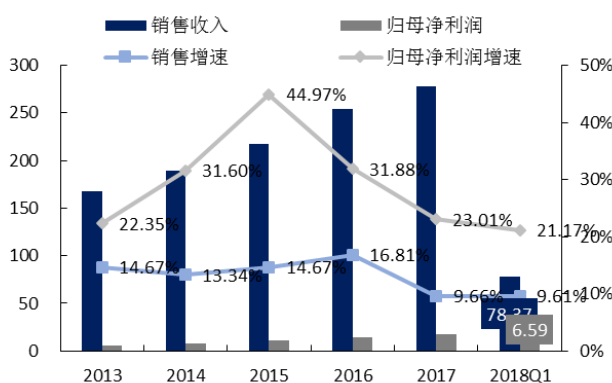
每股净资产(元)	9.31
资产负债率(%)	45.24
总股本(百万股)	972
流通 A 股(百万)	868

相关研究

1、2017 年半年报点评:业绩符合预期,致力研发增强公司长期发展潜力-20170825

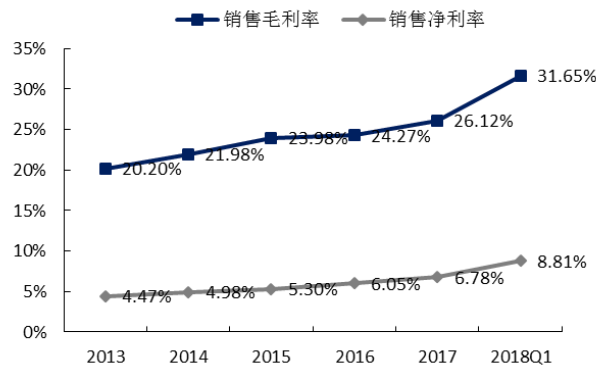
2、2016 年报点评:业绩表现符合预期,看好优质仿制药发展带给公司的机遇 -20170321

图表 1: 公司营业收入及归母净利润情况(亿元)



资料来源:公司公告,东吴证券研究所

图表 2: 公司毛利率&净利率



资料来源: PDB, 东吴证券研究所

公司商业仍然为收入主要贡献来源,浙江省两票制在 2017 年 11 月正式实行,公司商业板块中的调拨业务(约占商业收入 20%)流失。2018 年起,商业调拨下滑影响将基本消除。2018Q1 公司商业收入预计为 10%以下,继两票制全面实行影响调拨业务后,包括浙江省医保支付价逐步实施、省药品集中采购方面在线交易产品全国最低价格联动等影响,一季度公司商业增速尚未反弹。

1. 医药工业: 百令胶囊、阿卡波糖均受益医保调整及科室扩展, 二线品种增长迅速

科室推广+基层推广维持百令增长。百令胶囊由肿瘤辅助用药(乙类)限器官移植抗排异,肾功能衰竭及肺纤维化调整为“气血双补剂”,免受辅助用药限制,百令胶囊将被广泛应用于其他科室。目前规模估计为 23 亿左右,预计维持 15%左右增长。

图表 3: 华东医药部分产品 PBD 样本医院销售情况

药品通用名	2017			2017Q4	2017Q3	2017Q2	2017Q1
	销售额(百万元)	增速	销量增速	增速	增速	增速	增速
阿卡波糖	317	14.45%	15.64%	15.75%	24.06%	12.16%	5.40%
泮托拉唑	378	2.92%	15.48%	-1.45%	15.74%	-1.16%	-1.28%
环孢素	219	14.64%	16.47%	7.30%	13.20%	18.89%	20.39%
吗替麦考酚酯	268	21.68%	19.48%	18.14%	21.84%	21.41%	25.85%
他克莫司	245	21.34%	24.52%	24.09%	28.73%	21.66%	10.11%
二甲双胍吡格列酮复合片	24	49.40%	55.92%	43.63%	48.07%	53.65%	55.14%
吡格列酮	16	-1.16%	3.97%	-11.98%	-0.86%	4.20%	4.20%
药品通用名	2016			2016Q4	2016Q3	2016Q2	2016Q1
	销售额(百万元)	增速	销量增速	增速	增速	增速	增速
阿卡波糖	277	6.35%	6.46%	2.84%	0.76%	7.97%	15.45%
泮托拉唑	367	1.24%	11.09%	-1.41%	-0.93%	3.62%	3.81%
环孢素	191	17.26%	22.12%	17.95%	17.04%	16.33%	17.73%
吗替麦考酚酯	220	24.19%	33.91%	22.32%	28.33%	24.86%	21.00%
他克莫司	202	21.56%	23.34%	11.61%	15.16%	23.49%	41.11%
二甲双胍吡格列酮复合片	16	102.37%	112.18%	81.77%	85.35%	118.01%	158.66%
吡格列酮	16	-1.56%	1.19%	-1.51%	0.24%	-6.29%	1.40%

资料来源: PDB、东吴证券研究所

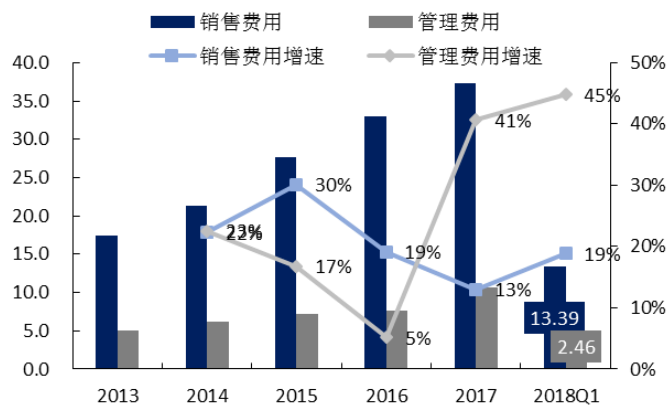
医保目录调整+基层放量助力重磅品种阿卡波糖，一致性评价工作加快进口替代。2017年2月新版医保公布，其中阿卡波糖从乙类升为甲类，报销比例大幅增加，品种增速加快。同时，阿卡波糖片剂产品的一致性评价工作进展顺利，目前进入申报阶段，随着各地一致性评价政策陆续落地有望加快进口替代进程（目前公立医院端拜耳占66%，公司占29%）。未来阿卡波糖在基层和社区仍有很大的空间，销售有望持续快速增长。当前销售额估计为20亿，结合医院端增长及基层渠道放量，今年增长有望达到30%以上。

免疫抑制剂产品线形成合力协同发展，预计整体增速为30%。国内免疫抑制剂市场存在十多种药物，目前市占率前三的药物为他克莫司、吗替麦考酚酯及环孢素。免疫抑制剂市场整体销量逐年增长，2017年国内同比增长率14.02%。公司在免疫抑制剂市场占比持续提升。医保消限提供新增长点，他克莫司海外认证有望开拓国际市场。

2、加大研发力度丰富品种储备，加强营销力量布局基层

公司大力投入研发，2018Q1管理费用为2.46亿元，同比增长45%，主要由于公司研发投入加大。2017年共取得了2个新药生产批件和6个新药临床批件，科研与营销建立起了产品二次开发的联动机制，8个产品完成BE样品制备，包括药百令片的生产批文，卡格列净二甲双胍复方片和达巴万星及其冻干粉针2个新药临床批文、吡格列酮二甲双胍复方片新规格（15/850mg）临床批文。迈华替尼已结束I期临床试验，正在开展一线、二/三线和三线以上等三个II期临床方案设计，预计2018年全面开展大规模；HD118 2017年底获得临床批文，正在进行临床样品制备，即将开展临床试验。利拉鲁肽注射液新药目前已启动了一期临床药代研究工作，正在开展从华东医药集团新药研究院受让百令片生产文号以及从杭州九源基因工程有限公司受让利拉鲁肽减肥适应症的临床批文相关工作。4月份公司阿卡波糖完成BE试验并进入CDE审评审批阶段。

图表 4: 公司费用情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司2018Q1销售费用13.39亿元，同比增长19%，公司布局基层力度持续。公司采取倾斜政策予以扶持，大力开拓县级医院与社区等基层医院市场，提升县级医院与社区医院的业务占比和市场贡献率。利用百令产品的品牌效应与疗效口碑，建立专职队伍大力开拓全国OTC市场与自费病人市场。

三、盈利预测与投资建议:

我们预计 2018-2020 年公司销售收入为 326.16 亿元、371.02 亿元、422.05 亿元，归属母公司净利润为 22.74 亿元、29.30 亿元和 37.60 亿元，对应 EPS 分别为 2.34 元、3.01 元、3.87 元。我们认为，医保目录调整以及药品招标将为公司药品带来放量，丰富的品种储备为公司将来发展提供发展潜力，公司作为浙江省医药流通区域性龙头企业，政策带来的医药商业整合受益显著。因此，我们维持“买入”评级。

四、风险提示:

百令胶囊、阿卡波糖等一线产品推广低于预期；商业整合低于预期；二线品种科室推广等低于预期；基层渠道建设低于预期；研发进度低于预期。

华东医药盈利预测表 (百万元)

资产负债表	2017	2018E	2019E	2020E	利润表	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	12792.7	15566.6	17870.1	22218.2	营业收入	27831.8	32615.5	37102.2	42205.2
现金	2505.1	2871.7	4767.6	6342.8	营业成本	20561.7	23911.2	26783.0	29988.4
应收票据&账款	5850.9	7360.7	7668.3	9427.8	营业税金及附加	163.1	172.3	196.0	223.0
其它应收款	47.0	43.3	59.4	57.4	营业费用	3728.9	4326.1	4921.2	5570.1
预付账款	243.3	409.1	321.7	496.6	管理费用	1068.0	1176.4	1351.6	1529.9
存货	3406.4	4141.8	4313.0	5153.6	财务费用	47.5	12.4	-22.3	-60.4
其他	740.0	740.0	740.0	740.0	资产减值损失	25.7	35.5	35.5	35.5
非流动资产	3194.4	2735.8	2277.2	1825.5	公允价值变动收 益	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资	74.9	74.9	74.9	74.9	投资净收益	17.7	0.0	0.0	0.0
固定资产	1977.1	1827.7	1476.9	1126.0	营业利润	2254.6	2981.6	3837.0	4918.8
无形资产	609.8	513.2	416.5	319.9	营业外损益	(16.9)	(16.9)	(16.9)	(16.9)
其他	532.5	320.0	308.9	304.7	利润总额	2237.7	2964.7	3820.1	4901.9
资产总计	15987.1	18302.4	20147.3	24043.7	所得税	403.6	551.4	710.5	911.7
流动负债	6112.5	6961.7	6823.2	8174.5	净利润	1834.1	2413.3	3109.5	3990.1
短期借款	375.6	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	108.7	138.9	179.0	229.7
应付账款	3825.9	5063.9	4893.6	6255.6	归属母公司净利 润	1779.5	2274.3	2930.5	3760.4
其他	1911.1	1897.9	1929.6	1919.0	EBITDA	2559.9	3394.4	4214.4	5250.3
非流动负债	1065.7	992.4	992.4	992.4	EPS (元)	1.83	2.34	3.01	3.87
长期借款	992.4	992.4	992.4	992.4					
其他	73.3	0.0	0.0	0.0	主要财务比率				
负债合计	7178.2	7954.2	7815.7	9167.0	营业收入增速	9.7%	17.2%	13.8%	13.8%
发行在外股本	972.1	972.1	972.1	972.1	归母公司净利润 增速	23.0%	27.8%	28.9%	28.3%
少数股东权益	415.6	554.5	733.6	963.3	毛利率	26.1%	26.7%	27.8%	28.9%
归属母公司股东权益	8393.3	9793.6	11598.1	13913.5	净利率	6.8%	7.4%	8.4%	9.5%
负债和股东权益	15987.1	18302.4	20147.3	24043.7	ROE	21.2%	23.2%	25.3%	27.0%
现金流量表					ROIC	29.2%	31.0%	35.6%	44.7%
经营活动现金流	1661.1	1709.8	3007.0	2966.1	资产负债率	44.9%	43.5%	38.8%	38.1%
折旧摊销	279.6	423.1	423.1	416.3	总资产周转率	1.74	1.78	1.84	1.76
营运资金变动	79.6	1549.1	2442.0	2996.9	P/E	37.1	29.0	22.5	17.5
投资活动现金流	-1006.1	-87.0	-13.8	-13.8	P/B	7.9	6.7	5.7	4.7
筹资活动现金流	-912.1	-1256.2	-1097.3	-1377.2	EV/EBITDA	25.5	19.1	15.0	11.8
现金净增加额	2505.1	2871.7	4767.6	6342.8	每股净资产(元)	8.63	10.07	11.93	14.31

数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>