

# 拟 14.9 亿元收购 Sinclair，加强医美领域布局

买入 (维持)

2018 年 08 月 29 日

证券分析师 全铭

执业证号: S0600517010002  
021-60199793

quanm@dwzq.com.cn

证券分析师 焦德智

执业证号: S0600516120001  
021-60199793

jiaodzh@dwzq.com.cn

研究助理 许汪洋

021-60199793

xuwy@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	27,832	31,750	35,978	40,956
同比 (%)	9.7%	14.1%	13.3%	13.8%
归母净利润 (百万元)	1,780	2,225	2,815	3,552
同比 (%)	23.0%	25.1%	26.5%	26.2%
每股收益 (元/股)	1.22	1.53	1.93	2.44
P/E (倍)	38.27	30.60	24.19	19.17

## 投资要点

**事件:** 2018 年 8 月 29 日, 公司发布公告, 公司与 Sinclair 签署了有约束力的要约协议, 拟通过公司全资孙公司华东医美作为收购主体现金要约方式收购 Sinclair 全部股份, 现金要约价格为 32 便士/股, 预计本次收购交易总额约为 1.69 亿英镑 (约合人民币 14.9 亿元)。

■ **Sinclair——专注医美产品领域, 四大核心品种各具特色。** Sinclair 是一家专注医美产品领域的专业化公司, 核心产品包括美容线、长效微球、玻尿酸等, 通过产品差异化产品组合, 创造品牌影响力已覆盖全球 50 多个国家和地区。2017 年实现销售收入 4530 万英镑, 核心品种主要包括 Silhouette Soft (微创面部和颈部整形)、ELLANS é (新一代皮肤填充物)、PERFECTHA (最新一代双相透明质酸 ('HA') 填充)、SCULPTRA/NEW-FILL (由 PLLA 制成的胶原刺激剂) 等四大产品, 其中 SILHOUETTE SOFT AND SILHOUETTE INSTALIFT 累计占比达到 46.2%, PERFECTHA 作为最新一代双相透明质酸 ('HA') 填充剂, 占整体收入 20.7%。

■ **加强医美领域布局, 协同作用有望加快整合。** 华东宁波医药为国内医美产品销售领域领先企业, 市场营销能力及行业地位突出, 其全国总代的韩国 LG 玻尿酸 (伊婉) 快速增长, 2017 年实现销售收入近 7 亿元, 2018 年上半年实现高速增长。公司凭借丰富的营销网络以及多年的经营沉淀, 伊婉高速增长。通过并购 Sinclair, 公司有望进一步丰富医美领域产品线, 加强医美业务实力, 打造一个国际化医美平台, 推动公司国际化发展战略进程。

■ **盈利预测与投资评级:** 我们预计 2018-2020 年公司销售收入为 317.50 亿元、359.78 亿元、409.56 亿元, 归属母公司净利润为 22.25 亿元、28.15 亿元和 35.52 亿元, 对应 PE 分别为 30.6X、24.2X、19.2X。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未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。

■ **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。

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	46.70
一年最低/最高价	30.00/53.21
市净率(倍)	7.58
流通 A 股市值(百万元)	60811.80

## 基础数据

每股净资产(元)	6.16
资产负债率(%)	44.78
总股本(百万股)	1458.17
流通 A 股(百万股)	1302.18

## 相关研究

- 1、《华东医药 (000963): 业绩符合预期, 工业板块高速增长, 商业板块经营改善》2018-08-22
- 2、《华东医药深度报告: 医保调整+基层放量维持公司业绩, 致力研发拓宽未来发展空间》2018-05-11

## 1. 事件:

2018年8月29日,公司发布公告,公司与Sinclair签署了有约束力的要约协议,拟通过公司全资孙公司华东医美作为收购主体现金要约方式收购Sinclair全部股份,现金要约价格为32便士/股,预计本次收购交易总额约为1.69亿英镑(约合人民币14.9亿元)。

## 2. 核心观点: 拟14.9亿元收购Sinclair, 加强医美领域布局



### 2.1. Sinclair: 专注医美产品领域, 四大核心品种各具特色

Sinclair是一家专注医美产品领域的专业化公司,业务涵盖从研发、生产、销售等全产业链,雇员超过200人,其核心产品包括美容线、长效微球、玻尿酸等,通过产品差异化产品组合,创造品牌影响力,产品已获得全球主要市场的认证和上市准入,在西欧、美国、巴西和韩国等国家和地区自营销售,并通过分销商遍及世界各地销售,已覆盖全球50多个国家和地区。2017年实现销售收入4530万英镑(约合人民币4亿元),同比增长约20%。

Sinclair拥有一系列差异化的互补美学技术,专注于胶原蛋白刺激。当前的产品主要围绕刺激胶原蛋白新生、皮肤紧致、以及皮肤填充物等。公司的产品追求有效性,高质量,持续时间长,满足自然外观和微创治疗的临床需求。

公司的核心品种主要包括Silhouette Soft、ELLANSÉ、PERFECTHA、SCULPTRA/NEW-FILL等四大产品。

表1: Sinclair 主要产品列表

图片	名称	说明
	SILHOUETTE SOFT® AND SILHOUETTE INSTALIFT®	Silhouette Soft采用创新锥形技术,通过微创面部和颈部整形,将面部组织安全地提升到所需部位,用于皮肤重新定位和收紧。刺激天然胶原蛋白的生成和提高皮肤质量,通过患者的高满意度来建立价值。
	ELLANSÉ®	新一代皮肤填充物,可以纠正皱纹和皱褶,还可以刺激自己的胶原蛋白生成,真正治疗面部衰老的根本原因。效果渐进、持久、自然。



PERFECTHA®

最新一代双相透明质酸 ('HA') 填充剂，是一种量身定制的真皮填充剂，专为皱纹矫正，面部轮廓修复和体积修复而设计。提供了以前只能通过手术实现的恢复和增强的美学改善，但成本更低且恢复时间有限。



SCULPTRA®/NEW-FILL® 由 PLLA 制成的胶原刺激剂，用于渐进矫正。

数据来源：Sinclair 官网，东吴证券研究所

四大产品占据公司营业收入，其中 SI LHOUETTE SOFT AND SI LHOUETTE INSTALIFT 累计占比达到 46.2%，PERFECTHA 作为最新一代双相透明质酸 ('HA') 填充剂，占整体收入 20.7%。

图 1: Sinclair 2017 年收入构成

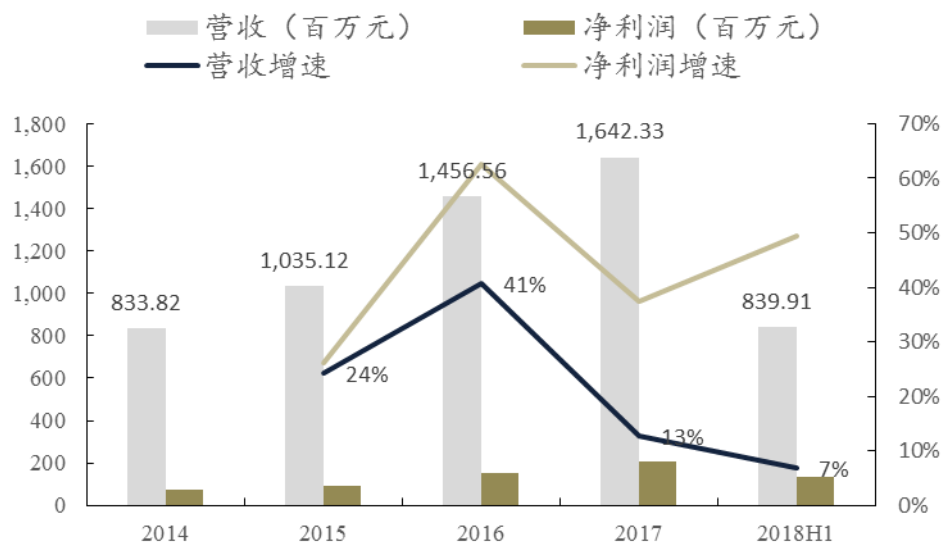


数据来源：Sinclair 官网，东吴证券研究所

## 2.2. 加强医美领域布局，协同作用有望加快整合

子公司华东宁波医药有限公司为国内医美产品销售领域领先企业，市场营销能力及行业地位突出，其全国总代的韩国 LG 玻尿酸 (伊婉) 快速增长，2017 年实现销售收入近 7 亿元，2018 年上半年实现高速增长，在医美领域积累了一定的市场运作及推广经验。

图 2: 华东宁波医药收入及净利润情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

公司凭借丰富的营销网络以及多年的经营沉淀，伊婉高速增长。通过并购 Sinclair，公司有望进一步丰富医美领域产品线，加强医美业务实力，打造一个国际化医美平台，推动公司国际化发展战略进程。

### 3. 盈利预测与投资评级：

我们预计 2018-2020 年公司销售收入为 317.50 亿元、359.78 亿元、409.56 亿元，归属母公司净利润为 22.25 亿元、28.15 亿元和 35.52 亿元，对应 PE 分别为 30.6X、24.2X、19.2X。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。

### 4. 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。

华东医药三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	<b>12793</b>	<b>15288</b>	<b>17134</b>	<b>20714</b>	<b>营业收入</b>	<b>27832</b>	<b>31750</b>	<b>35978</b>	<b>40956</b>
现金	2505	3211	4224	5536	减:营业成本	20562	23110	25682	28756
应收账款	4885	5782	6305	7455	营业税金及附加	163	168	196	226
存货	3406	3889	4218	4859	营业费用	3729	4318	5015	5766
其他流动资产	1996	2405	2385	2863	管理费用	1068	1227	1404	1590
<b>非流动资产</b>	<b>3194</b>	<b>3391</b>	<b>3579</b>	<b>3787</b>	财务费用	47	6	-19	-54
长期股权投资	75	96	118	141	资产减值损失	26	46	51	52
固定资产	1977	2100	2229	2388	加:投资净收益	18	16	19	18
在建工程	201	229	249	263	其他收益	0	0	0	0
无形资产	610	640	664	676	<b>营业利润</b>	<b>2341</b>	<b>2891</b>	<b>3668</b>	<b>4637</b>
其他非流动资产	331	326	319	320	加:营业外净收支	-17	15	8	2
<b>资产总计</b>	<b>15987</b>	<b>18679</b>	<b>20712</b>	<b>24501</b>	<b>利润总额</b>	<b>2324</b>	<b>2907</b>	<b>3677</b>	<b>4639</b>
<b>流动负债</b>	<b>6113</b>	<b>7300</b>	<b>7560</b>	<b>8792</b>	减:所得税费用	436	545	690	871
短期借款	376	376	376	376	少数股东损益	109	136	172	217
应付账款	3452	4196	4304	5214	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1780</b>	<b>2225</b>	<b>2815</b>	<b>3552</b>
其他流动负债	2285	2728	2880	3202	EBIT	2337	2874	3613	4535
<b>非流动负债</b>	<b>1066</b>	<b>909</b>	<b>746</b>	<b>583</b>	EBITDA	2617	3134	3911	4869
长期借款	992	836	672	510					
其他非流动负债	73	73	73	73	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
<b>负债合计</b>	<b>7178</b>	<b>8209</b>	<b>8305</b>	<b>9375</b>	每股收益(元)	1.22	1.53	1.93	2.44
少数股东权益	416	552	723	940	每股净资产(元)	5.76	6.80	8.01	9.73
归属母公司股东权益	8393	9919	11684	14185	发行在外股份(百万股)	972	1458	1458	1458
<b>负债和股东权益</b>	<b>15987</b>	<b>18679</b>	<b>20712</b>	<b>24501</b>	ROIC(%)	19.3%	20.5%	22.5%	24.0%
					ROE(%)	21.4%	22.6%	24.1%	24.9%
					毛利率(%)	26.1%	27.2%	28.6%	29.8%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	销售净利率(%)	6.4%	7.0%	7.8%	8.7%
经营活动现金流	1661	1800	2663	2980	资产负债率(%)	44.9%	43.9%	40.1%	38.3%
投资活动现金流	-1006	-440	-467	-524	收入增长率(%)	9.7%	14.1%	13.3%	13.8%
筹资活动现金流	-912	-654	-1182	-1144	净利润增长率(%)	23.0%	25.1%	26.5%	26.2%
现金净增加额	-257	706	1014	1312	P/E	38.27	30.60	24.19	19.17
折旧和摊销	280	260	298	334	P/B	8.11	6.87	5.83	4.80
资本开支	479	176	166	185	EV/EBITDA	25.77	21.36	16.86	13.29
营运资本变动	-553	-811	-584	-1051					

数据来源: 贝格数据, 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>

