华东医药(000963.SZ)

【联讯医药公司点评】华东医药：集采政策压力释放，工业高增长无虞，商业区域优势继续夯实

2019 年 08 月 28 日

买入(维持)

当前价： 29.46 元

分析师：李志新
执业编号：S0300518010002
电话：010-66235703
邮箱：lizhixin@lxsec.com

相关研究

《华东医药（000963）_【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》2017-10-25

《华东医药（000963）_【联讯医药公司点评】华东医药（000963）：商业回暖，新医保调整助力工业提速》2018-08-23

《华东医药（000963）_【联讯医药公司点评】华东医药：业绩符合预期，收购英国 Sinclair 公司加码医美业务》2018-10-28

事项：

事件：公司公布 2019 半年度业绩报告，期内实现营收 182.5 亿元，同比增长 19.08%；实现归母净利润 16.0 亿元，同比增长 23.42%；实现归母扣非净利润 14.7 亿元，同比增长 16.16%。

评论：

✧ 集采政策压力暂时释放助力工业高增长，核心产品皆进医保无虞

2019H1 工业分部营收为 57.0 亿元，同比增 28.8%，毛利率保持基本稳定（86%）。公司工业分部主要核心产品均纳入国家医保目录，8 个产品纳入国家基药目录，销售规模上亿大产品 7 个，产品体系质量优秀。公司双 20 亿品种之一阿卡波糖持续受益医保乙类改甲类，预计上半年仍保持 30%左右的增速；百令胶囊进入 2018 新版基药目录后，再次获纳入 2019 版国家医保目录，虽然使用范围同比 17 版目录取消住院报销，但新增定点药店医保支付，正契合公司加大基层和 OTC 渠道推广布局的战略，预计百令胶囊在基层和 OTC 销售占比持续提升，未来仍将大概率保持 10%-15%的稳定增速，双二十亿品种销售后劲仍然十足。第二轮带量采购政策扩区域不扩品种，公司品种不在集采目录之中，集采压力暂时释放，全年工业高增长无虞。

✧ 医美业务成新极点，商业区域优势继续夯实

医美业务成为公司业绩新增长点。在原有宁波公司销售代理韩国玻尿酸产品（商品名“伊婉”）基础上，公司持续加大医美业务投入。去年成功完成要约收购英国医美公司 Sinclair，上半年 Sinclair 营收同比增长超 40%，达 2.65 亿元；2019 年 4 月与专业从事医美领域冷冻祛斑和美白相关医疗器械及技术开发的美国 R2 Dermatology 公司正式达成战略合作，通过对 R2 公司进行股权投资并成为其股东，同时获得 R2 公司研发的相关冷冻美白医疗器械产品在中国大陆、日本、韩国等 34 个亚洲国家或地区的独家分销权，在布局国际市场和医美领域又迈出了重要一步，医美业务逐渐成为公司体系内的一个重要分支领域和增长点。商业分部回暖，2019H1 营收 122.9 亿元，同比增长 12.7%，增速在持续两年个位数增长后，恢复到双位数增长，毛利率提升 0.6pct，达到近三年的高点 8.08%，显示公司逐步消化调拨业务流失影响，浙江区域优势继续夯实。

✧ 研发继续高投入，创新求发展

公司在研发方面继续不遗余力，上半年公司研发费用 4.68 亿元，同比大增 77.3%，一定程度上压低了 19H1 表观利润，公司预计全年研发支出将超 10 亿元。研发管线丰富，进度梯队合理。化学仿制药方面，复方奥美拉唑胶囊、西格列汀二甲双胍复方片已经完成发补研究并上报至 CDE，预计今年底获得生产批件；阿那曲唑片、醋酸卡泊芬净冻干粉针均已提交工艺信息表，即将接受生产现场检查，预计 2020 年上半年获得生产批文；另外多个化药品种正在开展仿制药一致性评价，重磅品种阿卡波糖片（100mg）率先获得通过一致性评价。生物药利拉鲁肽注射液已经全面启动 III 期全国多中心临床，治疗晚期非小细胞肺癌的一类新药迈华替尼开展 II 期临床，治疗 2 型糖尿病的 DPP-4 类一类新

药 HD1188 已经完成健康受试者的 I 期临床试验，初步结果显示桥接成功，正在汇总资料与 CDE 开展沟通交流。

✧ 盈利预测与评级

我们预测 2019-2021 年，公司营业收入为 358.3/405.4/451.3 亿元，归母净利润分别为 27.8/34.4/42.4 亿元，对应每股 EPS 为 1.59/1.97/2.42 元，今日收盘价对应市盈率分别为 18.5/15.0/12.2 倍。

公司未来三年（2019-2021 年）归母净利润年均增速约为 23%，现价对应 PE（2019E）约 18.5 倍，PEG（未来三年均值）约 0.8，公司业绩确定性高，增长稳定性优，维持“买入”评级。

✧ 风险提示

医保降价超预期；研发进展不及预期；政策风险。

附录：公司财务预测表（亿元）

资产负债表	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	130.64	156.02	196.20	245.50
货币资金	24.43	30.90	54.91	87.35
应收账款和票据	62.73	77.03	87.16	97.03
其他应收款	0.83	0.42	0.46	1.46
存货	38.76	43.71	49.46	55.06
预付账款	3.52	3.58	4.05	4.51
其他流动资产	0.37	0.38	0.15	0.10
非流动资产	61.53	59.58	58.76	57.75
在建工程	6.17	10.17	11.17	12.17
固定资产	20.34	19.29	18.40	17.64
无形资产和商誉	29.66	28.92	28.20	27.49
其他非流动资产	5.36	1.20	1.00	0.45
资产总计	192.17	215.60	254.96	303.25
流动负债	73.99	88.06	99.42	113.28
短期借款	6.26	10.00	12.00	14.00
应付账款和票据	44.72	51.63	57.15	62.16
其他流动负债	23.01	26.43	30.27	37.12
非流动负债	13.93	0.72	0.72	0.72
应付债券	9.96	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	3.97	0.72	0.72	0.72
负债合计	87.92	88.78	100.14	114.00
归属母公司股东权益	99.38	120.39	146.46	178.53
少数股东权益	4.87	6.43	8.35	10.72
股东权益合计	104.26	126.82	154.81	189.25

利润表	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	306.63	358.28	405.41	451.30
营业成本	217.74	245.86	272.17	295.98
营业税金及附加	1.71	2.08	2.35	2.62
营业费用	42.97	54.46	63.24	72.21
管理费用	14.91	19.20	22.30	24.82
财务费用	0.86	1.20	1.50	1.72
资产减值损失	0.51	0.30	0.30	0.30
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.35	0.20	0.20	0.20
营业利润	29.10	35.39	43.75	53.85
营业外收入	0.02	0.06	0.06	0.06
营业外支出	0.39	0.24	0.24	0.24
利润总额	28.73	35.21	43.57	53.67
所得税	4.77	5.84	7.23	8.91
净利润	23.96	29.36	36.34	44.76
少数股东损益	1.28	1.56	1.93	2.37
归属母公司净利润	22.68	27.81	34.41	42.39
EBITDA	32.86	39.46	47.96	58.15
EPS（元）	1.30	1.59	1.97	2.42

现金流量表	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	20.39	21.99	30.35	39.76
净利润	23.96	29.36	36.34	44.76
折旧摊销	3.20	3.05	2.89	2.76
财务费用	0.86	1.20	1.50	1.72
投资损失	0.51	0.30	0.30	0.30
营运资金变动	-2.46	-12.34	-10.36	-10.47
其它	0.12	0.42	-0.32	0.68
投资活动现金流	-15.61	-2.76	-0.42	-0.42
资本支出	-8.70	-6.00	-3.00	-3.00
长期投资	-7.47	3.00	3.00	3.00
其他	0.56	0.24	-0.42	-0.42
筹资活动现金流	-4.30	-12.76	-5.92	-6.90
吸收投资	2.50	-6.22	2.00	2.00
可转债	1.81	0.26	0.42	1.42
分配股利	-8.61	-6.80	-8.34	-10.32
现金流量净额	0.26	6.47	24.01	32.44

主要财务比率	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	10.17%	16.85%	13.15%	11.32%
营业利润	24.31%	21.60%	23.63%	23.10%
归属母公司净利润	27.49%	22.60%	23.75%	23.20%
获利能力				
毛利率	28.99%	31.38%	32.87%	34.42%
净利率	7.81%	8.20%	8.96%	9.92%
ROE	19.01%	19.24%	19.57%	19.78%
ROIC	23.66%	25.24%	25.24%	25.19%
偿债能力				
资产负债率	45.75%	41.18%	39.28%	37.59%
净资产负债率	84.33%	70.01%	64.69%	60.23%
流动比率	1.77	1.77	1.97	2.17
速动比率	1.24	1.28	1.48	1.68
营运能力				
总资产周转率	1.74	1.76	1.72	1.62
应收账款周转率	5.06	5.13	4.94	4.90
存货周转率	5.98	5.96	5.84	5.66
每股指标(元)				
每股收益	1.30	1.59	1.97	2.42
每股经营现金	5.68	6.88	8.37	10.20
每股净资产	1.17	1.26	1.73	2.27
估值比率				
P/E	22.7	18.5	15.0	12.2
P/B	5.2	4.3	3.5	2.9
EV/EBITDA	16.18	13.32	11.00	9.11

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院

分析师简介

李志新，中国科学院生物化学与分子生物学博士。2015 年 11 月加入联讯证券，现任研究院医药行业分析师，证书编号：S0300518010002。

研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@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，旨为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