

华东医药 (000963)

证券研究报告

2018年08月22日

业绩保持稳健增长，优质白马稳步前行

上半年营收增长 8.76%，归母净利润增长 24.19%

公司发布 2018 年半年度报告，2018 年上半年实现营业收入 153.25 亿元，较上年同期增长 8.76%；归母净利润 12.93 亿元，较上年同期增长 24.19%；扣除非经常性损益后归母净利润 12.69 亿元，较上年同期增长 23.06%。展望全年，我们预计公司业绩增长有望保持在 25%左右，稳健增长态势有望延续。

工业板块增长稳健，商业板块有望逐步回升

分板块看：上半年工业板块实现营收 44.21 亿元，同比增长 23.50%；毛利率 86.88%，较去年同期提高 3.26 个百分点。其中工业板块核心子公司中美华东重点产品继续保持稳健及快速增长态势，上半年实现营业收入 44.11 亿元，同比增长 26.89%，实现净利润 10.58 亿元，同比增长 29.90%。我们估计核心品种百令胶囊增速接近 15%，随着公司继续积极开拓全国地县市场、院外市场、社区与 OTC 市场，全年有望保持两位数增长；阿卡波糖竞争格局十分优良，估计增速约 30%，随着上半年提交一致性评价申请并有望于年内获批，未来有望在进口替代和医保的双重推动下保持较快增长。

上半年商业板块实现营收 109.04 亿元，同比增长 3.87%；毛利率 7.50%，较去年同期提高 0.32 个百分点。公司上半年营业收入增速同比有所下降主要受商业板块影响，包括浙江省两票制正式实施、商业分销中的调拨业务流失，公司通过多方面努力，目前医药商业已基本消化上述影响，预计 2018 年下半年增长有望逐步回升。

研发管线稳步推进，筹划收购医美公司

上半年公司及主要工业控股子公司直接、间接研发支出 2.64 亿元，同比增长 60.57%。公司创新药研发持续推进，迈华替尼已结束 I 期临床，正在开展一线 72 例 II 期临床，三线方案和一线罕见基因突变临床方案设计基本完成，预计下半年全面开展大规模多中心临床试验；DPP-4 类 HD118 正在开展 I 期临床；口服 GLP-1 创新药 TTP-273 已完成中试，计划年内申报临床。糖尿病重点产品利拉鲁肽注射液目前已基本完成一期临床，计划启动 III 期全国多中心临床试验；地特胰岛素申报临床，预计将于今年四季度获得临床批文。

同时，上半年公司继续推进国际化工作，先后成立了驻美国波士顿和硅谷两个新药科研办事机构，持续开展符合公司战略发展方向的投资标的合作洽谈及新药项目调研引进等工作，并正在筹划收购医美领域英国 Sinclair Pharma plc 公司股权项目。

作为不可多得的优质白马，维持“增持”评级

公司工业板块增长稳健，商业板块影响基本消化，随着研发投入不断增加并结合品种引进，未来在业务上有望创新与仿制并举。考虑公司工业板块占比不断提升，毛利率水平稳步提高，我们将公司归母净利润由原来 2018-2019 年 22.41 亿元、27.52 亿元上调至 2018-2020 年 22.46 亿元、28.17 亿元、35.33 亿元，对应 P/E 分别为 27、22、17 倍。公司业绩增长稳健，估值不高，是不可多得的优质白马标的，维持“增持”评级。

风险提示：行业政策变化及产品降价的风险；新药研发的不确定性风险；同类产品的市场竞争风险

投资评级

行业	医药生物/医药商业
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	42.34 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,458.17
流通 A 股股本(百万股)	1,302.18
A 股总市值(百万元)	61,739.11
流通 A 股市值(百万元)	55,134.30
每股净资产(元)	6.16
资产负债率(%)	44.78
一年内最高/最低(元)	80.59/37.97

作者

郑薇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517110003
zhengwei@tfzq.com

杨烨辉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516080003
yangyehui@tfzq.com

潘海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080006
panhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《华东医药-季报点评:业绩稳健增长符合预期，工业板块维持高增长态势》 2017-10-27
- 《华东医药-季报点评:一季报业绩增速符合预期，工商业持续稳定高增长》 2017-04-25
- 《华东医药-年报点评报告:业绩增速超预期，医药工商业板块延续高增长态势》 2017-03-09

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	25,379.67	27,831.82	30,603.87	34,582.38	39,769.73
增长率(%)	17.00	10.00	10.00	13.00	15.00
EBITDA(百万元)	2,160.65	2,573.78	3,136.49	3,869.67	4,777.30
净利润(百万元)	1,446.59	1,779.51	2,246.73	2,817.33	3,533.05
增长率(%)	32.00	23.00	26.00	25.00	25.00
EPS(元/股)	0.99	1.22	1.54	1.93	2.42
市盈率(P/E)	42.68	34.69	27.48	21.91	17.47
市净率(P/B)	8.48	7.36	6.13	5.29	4.52
市销率(P/S)	2.40	2.20	2.00	1.80	1.60
EV/EBITDA	15.73	19.96	18.70	14.66	11.70

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	2,661.32	2,505.07	4,360.48	6,449.06	7,463.17
应收账款	4,495.96	4,931.17	5,010.48	4,428.39	6,426.31
预付账款	317.70	243.34	450.18	298.60	525.97
存货	3,084.42	3,406.38	2,761.07	4,377.59	3,497.60
其他	1,149.56	1,706.77	1,656.49	1,638.13	2,164.50
流动资产合计	11,708.97	12,792.72	14,238.70	17,191.76	20,077.54
长期股权投资	64.56	74.91	74.91	74.91	74.91
固定资产	1,850.49	1,977.14	1,983.95	1,976.21	1,946.72
在建工程	80.08	201.43	156.86	142.11	115.27
无形资产	490.88	609.84	540.13	470.42	400.72
其他	261.46	331.08	307.25	301.99	306.91
非流动资产合计	2,747.46	3,194.39	3,063.09	2,965.64	2,844.52
资产总计	14,456.43	15,987.11	17,301.79	20,157.40	22,922.06
短期借款	473.12	375.57	0.00	0.00	0.00
应付账款	4,277.99	4,574.18	4,390.93	5,628.30	5,867.75
其他	1,030.86	1,162.79	1,277.03	1,156.52	1,478.95
流动负债合计	5,781.97	6,112.54	5,667.96	6,784.83	7,346.69
长期借款	21.28	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	989.50	992.44	989.55	990.50	990.83
其他	21.85	73.26	39.39	44.83	52.49
非流动负债合计	1,032.62	1,065.70	1,028.94	1,035.33	1,043.32
负债合计	6,814.59	7,178.24	6,696.89	7,820.15	8,390.01
少数股东权益	363.32	415.59	527.93	676.81	867.46
股本	486.06	972.12	1,458.17	1,458.17	1,458.17
资本公积	3,436.25	2,941.59	2,941.59	2,941.59	2,941.59
留存收益	6,792.47	7,421.15	8,618.80	10,202.26	12,206.42
其他	(3,436.25)	(2,941.59)	(2,941.59)	(2,941.59)	(2,941.59)
股东权益合计	7,641.84	8,808.86	10,604.90	12,337.25	14,532.05
负债和股东权益总	14,456.43	15,987.11	17,301.79	20,157.40	22,922.06

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,535.41	1,888.22	2,246.73	2,817.33	3,533.05
折旧摊销	216.78	279.64	167.46	172.20	176.04
财务费用	78.03	74.47	102.10	113.20	121.60
投资损失	(26.61)	(17.65)	(17.57)	(20.61)	(18.61)
营运资金变动	(460.11)	(869.67)	307.80	271.70	(1,305.28)
其它	3.46	306.12	118.25	151.41	194.98
经营活动现金流	1,346.96	1,661.12	2,924.77	3,505.22	2,701.78
资本支出	508.99	626.26	93.88	74.55	42.34
长期投资	11.48	10.35	0.00	0.00	0.00
其他	(1,134.10)	(1,642.67)	(136.31)	(133.94)	(73.73)
投资活动现金流	(613.63)	(1,006.05)	(42.43)	(59.39)	(31.39)
债权融资	1,512.36	1,368.01	1,018.23	1,009.55	1,006.74
股权融资	3,374.58	(46.70)	387.24	(108.91)	(115.95)
其他	(4,429.38)	(2,233.41)	(2,432.40)	(2,257.90)	(2,547.07)
筹资活动现金流	457.56	(912.10)	(1,026.93)	(1,357.26)	(1,656.28)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,190.89	(257.04)	1,855.41	2,088.58	1,014.11

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	25,379.67	27,831.82	30,603.87	34,582.38	39,769.73
营业成本	19,219.11	20,561.72	21,545.13	24,103.92	27,321.81
营业税金及附加	131.75	163.06	165.26	193.66	230.66
营业费用	3,298.62	3,728.91	4,713.00	5,118.19	5,806.38
管理费用	759.31	1,067.95	1,193.55	1,452.46	1,789.64
财务费用	94.09	47.48	102.10	113.20	121.60
资产减值损失	46.91	25.73	35.48	37.29	38.59
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	26.61	17.65	17.57	20.61	18.61
其他	(53.22)	(121.95)	(35.14)	(41.22)	(37.22)
营业利润	1,856.49	2,341.28	2,866.93	3,584.27	4,479.66
营业外收入	59.56	6.35	43.19	36.37	28.64
营业外支出	33.78	23.24	27.75	28.26	26.42
利润总额	1,882.27	2,324.38	2,882.37	3,592.38	4,481.88
所得税	346.86	436.16	517.39	623.64	753.85
净利润	1,535.41	1,888.22	2,364.98	2,968.74	3,728.03
少数股东损益	88.82	108.71	118.25	151.41	194.98
归属于母公司净利润	1,446.59	1,779.51	2,246.73	2,817.33	3,533.05
每股收益(元)	0.99	1.22	1.54	1.93	2.42

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	16.81%	9.66%	9.96%	13.00%	15.00%
营业利润	34.28%	26.11%	22.45%	25.02%	24.98%
归属于母公司净利润	31.88%	23.01%	26.26%	25.40%	25.40%
获利能力					
毛利率	24.27%	26.12%	29.60%	30.30%	31.30%
净利率	5.70%	6.39%	7.34%	8.15%	8.88%
ROE	19.87%	21.20%	22.30%	24.16%	25.86%
ROIC	30.18%	31.07%	32.99%	43.66%	57.65%
偿债能力					
资产负债率	47.14%	44.90%	38.71%	38.80%	36.60%
净负债率	38.14%	29.98%	31.17%	10.68%	2.49%
流动比率	2.03	2.09	2.51	2.53	2.73
速动比率	1.49	1.54	2.03	1.89	2.26
营运能力					
应收账款周转率	6.21	5.90	6.16	7.33	7.33
存货周转率	9.22	8.58	9.92	9.69	10.10
总资产周转率	1.96	1.83	1.84	1.85	1.85
每股指标(元)					
每股收益	0.99	1.22	1.54	1.93	2.42
每股经营现金流	0.92	1.14	2.01	2.40	1.85
每股净资产	4.99	5.76	6.91	8.00	9.37
估值比率					
市盈率	42.68	34.69	27.48	21.91	17.47
市净率	8.48	7.36	6.13	5.29	4.52
EV/EBITDA	15.73	19.96	18.70	14.66	11.70
EV/EBIT	17.43	22.31	19.76	15.34	12.15

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com