

证券研究报告
公司研究
公司点评报告
华东医药(000963)
投资评级
上次评级

刘嘉仁 社零&美护首席分析师
执业编号: S1500522110002
联系电话: 15000310173
邮箱: liujiaren@cindasc.com

周子莘 美护分析师
执业编号: S1500522110001
联系电话: 13276656366
邮箱: zhouzixin@cindasc.com

相关研究

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

华东医药(000963.SZ) 2022 年年报点评: 医药板块稳步发展, 医美业务构筑新增长极

2023 年 04 月 14 日

事件: 公司发布 2022 年年报, 实现营业收入 377.15 亿元/yoy+9.12%, 实现归母净利润 24.99 亿元/yoy+8.58%, 单 Q4 来看, 营业收入 98.56 亿元/yoy+14.13%, 实现归母净利润 5.18 亿元/yoy+27.45%。

➢ **医药板块稳步发展, 医美业务构筑新增长极。** 商业/制造/医美板块分别实现收入 257.07/116.66/19.15 亿元, 同比分别+6.21%/+10.90%/+91.11%; 医美板块中, 国内/海外医美业务分别实现收入 8.84/11.44 亿元, 同比分别+141.14%/+71.88%, 医美业务增速亮眼。**高毛利板块占比提升带动公司毛利率结构性提升。** 公司 2022 年毛利率为 31.90%/yoy+1.22pct, 其中, 商业/制造业毛利率分别为 7.28%/77.99%, 同比分别+0.04/-0.78pct, 毛利率提升主要源于高毛利的医药制造、医美板块占比提升带来的毛利率结构性变化。2022 年期间费用率为 23.01%/yoy+1.04pct (其中销售/管理/财务/研发费用分别同比 1.10pct/-0.07pct/+0.14pct/-0.14pct), 净利率 6.72%/yoy-0.05%,

➢ **国内医美业务: ①22 年少女针表现出彩, 23 年医美行业高景气之下有望延续增长。** 2022 年伊妍仕实现营业收入 6.26 亿元/yoy+238%, 截至 22 年底, 欣可丽美学签约合作医院数量已超 500 家, 培训认证医生数量超 1100 人。23 年医美终端需求旺盛, 叠加再生产品高热度, 伊妍仕高增速有望持续。②**EBD 产品陆续上市完善医美板块布局。** 酷雪 Glacial Spa 于 22Q1 在国内上市, 目前已与国内 40+家美业机构开展商业化合作, 23 年或将继续拓展合作机构; Reaction 已于 22 年完成国内代理人变更, 计划在 23Q2 开始国内销售推广; 多功能面部皮肤管理平台 Préime DermaFacial 计划于 23 年国内上市, 能量源设备逐步上市继续完善公司国内医美业务布局。③**注射类产品国内临床稳步推进、海南博鳌政策优惠为海外新品上市提供更多可能。** LanlumaV 型及 X 型已经于 22 年末获批落地海南博鳌乐城, 同时公司积极推进 Silhouette、伊妍仕系列产品在海南博鳌乐城的经营申请, 在相应政策优惠之下, 海南博鳌乐城或成为海外产品进入国内的第一站; 临床方面, MaiLi Extreme 和伊妍仕 M 型已经于 23Q1 顺利完成中国临床试验全部受试者入组、开始随访, 可期待后续产品上市进一步丰富注射类产品管线。

➢ **海外医美业务: 医美海外业务首次实现经营性盈利, 以收并购拓展 EBD 业务、增强协同效应。** Sinclair 实现营业收入约 11.44 亿元/yoy+76.90%, Sinclair 自公司收购以来首次实现年度经营性盈利, 其中, MaiLi/Lanluma 产品销售额分别同比+190%/+44%, 实现高速增长。EBD 业务方面, 22 年 2 月 Sinclair 收购 Viora 后完成对于美洲市场的拓展, 未来或将继续布局欧盟和亚太地区, 通过丰富 EBD 管线强化 EBD 与注射类的协同效应。

➢ **利拉鲁肽糖尿病适应症已获批上市、后续减肥适应症获批可期。** 利拉鲁肽注射液糖尿病适应症已于 23 年 3 月获批上市, 且为国产首家产品, 减肥适应症也在正常评审中, 有望年内获批, 率先占领国内减重市场份额。

➢ **盈利预测与投资评级: 23 年进入医美“正循环”, 看好伊妍仕持续依靠强品牌力持续增长、有望成为十亿级大单品; 首个减肥适应症产品利拉鲁肽有望于 Q3 获批, 关注后续销售模式; 期待公司在深化设备仪器与机构商业关于新模式的探讨上取得相应成就。** 我们预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 30.68/37.23/43.06 亿元, 分别同比增长 22.7%/21.4%/15.7%, EPS 分别为 1.75/2.12/2.46 元, 对应 PE 分别为 27/22/19X。

➢ **风险因素:** 研发临床进度不及预期、市场推广效果不及预期, 医美产品竞争加剧。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	34,563	37,715	42,877	47,474	52,017
增长率 YoY %	2.6%	9.1%	13.7%	10.7%	9.6%
归属母公司净利润(百万元)	2,302	2,499	3,068	3,723	4,306
增长率 YoY%	-18.4%	8.6%	22.7%	21.4%	15.7%
毛利率%	30.7%	31.9%	33.4%	34.5%	35.5%
净资产收益率 ROE%	13.9%	13.5%	14.5%	15.3%	15.4%
EPS(摊薄)(元)	1.31	1.42	1.75	2.12	2.46
市盈率 P/E(倍)	36.26	33.39	27	22	19
市净率 P/B(倍)	5.03	4.49	3.95	3.43	2.98

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 04 月 13 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	15,487	17,568	18,811	24,145	26,045	
货币资金	4,032	3,996	3,855	9,087	8,860	
应收票据	0	8	0	0	0	
应收账款	6,430	7,199	7,982	8,514	9,297	
预付账款	275	500	329	358	386	
存货	3,975	4,495	5,813	5,052	6,481	
其他	774	1,369	833	1,134	1,021	
非流动资产	11,510	13,624	15,074	15,398	15,617	
长期股权投资	985	1,659	2,368	2,568	2,768	
固定资产(合计)	3,077	3,982	4,061	4,127	4,181	
无形资产	2,233	2,280	2,560	2,540	2,520	
其他	5,214	5,704	6,085	6,163	6,148	
资产总计	26,996	31,192	33,885	39,544	41,662	
流动负债	9,266	10,153	9,041	11,470	9,867	
短期借款	1,238	948	648	548	448	
应付票据	672	1,029	447	1,160	573	
应付账款	3,848	4,873	3,858	5,299	4,018	
其他	3,508	3,303	4,089	4,463	4,828	
非流动负债	789	1,863	3,053	3,053	3,053	
长期借款	139	1,051	2,251	2,251	2,251	
其他	650	811	801	801	801	
负债合计	10,055	12,016	12,094	14,523	12,920	
少数股东权益	362	599	645	702	768	
归属母公司股东权益	16,579	18,578	21,146	24,319	27,975	
负债和股东权益	26,996	31,192	33,885	39,544	41,662	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	34,563	37,715	42,877	47,474	52,017	
同比(%)	2.6%	9.1%	13.7%	10.7%	9.6%	
归属母公司净利润	2,302	2,499	3,068	3,723	4,306	
同比(%)	-18.4%	8.6%	22.7%	21.4%	15.7%	
毛利率(%)	30.7%	31.9%	33.4%	34.5%	35.5%	
ROE%	13.9%	13.5%	14.5%	15.3%	15.4%	
EPS(摊薄)(元)	1.31	1.42	1.75	2.12	2.46	
P/E	36.26	33.39	27	22	19	
P/B	5.03	4.49	3.95	3.43	2.98	
EV/EBITDA	18.52	19.60	19.07	15.32	13.27	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	34,563	37,715	42,877	47,474	52,017	
营业成本	23,957	25,682	28,573	31,099	33,542	
营业税金及附加	177	208	236	261	286	
销售费用	5,424	6,335	7,289	8,166	8,947	
管理费用	1,167	1,249	1,501	1,709	1,977	
研发费用	980	1,016	1,243	1,472	1,717	
财务费用	22	78	87	91	111	
减值损失合计	-17	-4	-10	-10	-10	
投资净收益	-96	-142	-214	-142	-208	
其他	133	61	38	35	49	
营业利润	2,856	3,061	3,762	4,559	5,268	
营业外收支	-28	-30	-32	-32	-32	
利润总额	2,828	3,031	3,730	4,527	5,236	
所得税	489	498	615	747	864	
净利润	2,339	2,533	3,114	3,780	4,372	
少数股东损益	37	33	47	57	66	
归属母公司净利	2,302	2,499	3,068	3,723	4,306	
EBITDA	3,672	4,098	4,337	5,053	5,843	
EPS(当年)(元)	1.32	1.43	1.75	2.12	2.46	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	3,170	2,382	1,414	6,657	1,261	
净利润	2,339	2,533	3,114	3,780	4,372	
折旧摊销	598	712	130	136	141	
财务费用	84	100	116	136	133	
投资损失	53	116	53	116	214	
营运资金变动	13	-1,129	-2,271	2,361	-3,690	
其它	83	50	111	102	97	
投资活动现金流	-1,987	-2,436	-1,830	-639	-605	
资本支出	-740	-1,178	-787	-247	-147	
长期投资	-946	-1,261	-829	-250	-250	
其他	-301	3	-214	-142	-208	
筹资活动现金流	-767	-100	274	-786	-883	
吸收投资	5	175	0	0	0	
借款	2,110	4,690	900	-100	-100	
支付利息或股息	-463	-579	-616	-686	-783	
现金流净增加额	423	-163	-141	5,232	-227	

研究团队简介

刘嘉仁，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。

王越，美护&社服高级分析师。上海交通大学金融学硕士，南京大学经济学学士，2018年7月研究生毕业后加入兴业证券社会服务小组，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美、社会服务行业。

周子莘，美护分析师。南京大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士，曾任兴业证券社会服务行业美护分析师，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

涂佳妮，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022年11月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

李文静，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

林凌，厦门大学经济学院金融硕士，2023年2月加入信达证券研究所。主要覆盖化妆品、医美板块。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	migqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com



华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。