

工业及商业经营稳健，看好工业微生物及医美业务未来成长

华东医药(000963.SZ)

推荐(首次评级)

合理估值区间：53.40-62.30 元

分析师

程培

☎：021-20257805

✉：chengpei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522100001

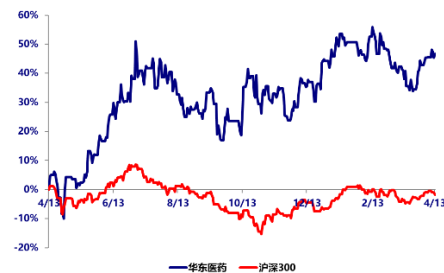
特此鸣谢：孟熙

市场数据

2023-04-13

A 股收盘价(元)	47.58
A 股一年内最高价(元)	51.91
A 股一年内最低价(元)	27.55
沪深 300	4068.98
市盈率	34.95
总股本(万股)	175399.53
实际流通 A 股(万股)	174972.70
限售的流通 A 股(万股)	426.83
流通 A 股市值(亿元)	832.52

相对沪深 300 表现图



资料来源：wind，中国银河证券研究院

相关研究

核心观点：

- **事件：**公司发布 2022 年年报。2022 年实现收入 377.15 亿(+9.12%)，归母净利润 24.99 亿(+8.58%)，扣非净利润 24.1 亿(+10.10%)，EPS 1.42 元，经营性现金流 23.82 亿(-24.86%)。
- **克服外部经营环境波动影响，医药工业及商业均实现稳健增长。**
 - 1) 医药工业：**2022 年中美华东实现销售收入(含 CSO 业务)112.44 亿元(+10.88%)，实现扣非净利润 20.93 亿元(+4.71%)，扣非净利润率 18.61%(-1.10pct，主要因研发投入增长较快所致)，ROE 24.54%，全年所有核心产品均实现稳定快速增长，逐渐摆脱集采降价影响，顺利完成经营目标。
 - 2) 医药商业：**实现营收 255.53 亿元(+10.55%)，净利润 3.97 亿元(+3.85%)，净利润率 1.55%(-0.1pct)。公司通过优化组织结构整合资源，向产品代理拓展及高端冷链物流方向转型，目前在浙江省内已设立 11 家地区子公司(覆盖 11 地市+90 区县)，合作国内外 90% 主流医药企业，冷链物流配送业务处于全国领先水平。
- **医美业务维持高增长，产品管线有序推进。**2022 年公司医美业务收入 19.15 亿元(+91.11%)，其中：**1) 国际医美业务：**Sinclair 实现营收 1.35 亿英镑(+76.90%，约合人民币 11.44 亿元)，EBITDA 0.23 亿英镑(+245.95%)，首次实现年度经营性盈利，主要是海外市场需求强劲，核心注射类产品收入增速较快(Ellansé®持续热销，MaiLi®+190%，Lanluma®+44%)。2022 年 2 月 Sinclair 通过收购美国 Viora 切入美国 EBD 市场，实现超预期增长，并于 23Q1 在欧洲推出能量源设备新品 Sculpt & Shape。此外，Ellansé®与 MaiLi®产品美国市场注册工作计划于 23Q2 启动；**2) 国内医美业务：**全年实现 8.84 亿元营收(+141.14%)，欣可丽美学营收为 6.26 亿元，签约医院数量超 500 家，认证医生超 1,100 人。已上市产品方面，Ellansé®依旧保持较高市场关注度，酷雪 Glacial Spa®国内商业化合作美业机构超 40 家，Lanluma®V 型 X 型 2022 年底获批落地海南博鳌乐城。待上市产品方面，多功能面部皮肤管理平台 Prème DermaFacial 计划 2023 年于国内上市，双极射频抗衰设备“芮艾琨®”计划 23Q2 开始国内推广销售，MaiLi Extreme 和 Ellansé® M 型已完成受试者入组并开始随访。
- **战略性布局工业微生物，打造领先技术及产能。**2022 年工业微生物销售收入 5.1 亿元(+22%)，确立创新药物(核酸&ADC 药物)原料/医药原料药&中间体/大健康&医美原料/宠物动保/特色生物材料五大方向，中美华东/瑛达生物/瑛益生物三个微生物研发平台，及杭州祥符桥/钱塘新区/江苏九阳/美琪健康/美华高科/芜湖华仁六个产业基地，研发项目累计超 130 项，形成了差异化产品管线和解决方案。
- **强力研发铺就创新转型之路。**2022 年公司研发费用为 10.16 亿元(+3.71%)，研发费用率 2.69%(-0.14pct)，研发人员 1,543 名(+20.1%)，研发人员占比 10.3%(+0.6pct)。公司研发投入不断加大，持续打造创新研发生态圈和技术平台，创新药研发管线愈发丰富。2022 年医药工业研发投入 26.81 亿元(+44.8%)，包括直接支出 11.96

亿元 (+24.2%) 及产品引进及研发股权投入 14.84 亿元 (+67.01%)。截至 2022 年末，公司在研医药项目 83 个，其中创新产品及生物类似药 52 个，III 期临床阶段 5 个，II 期临床阶段 3 个。

- **各板块运营质量稳定，结构调整推升毛利及费用水平。**公司 2022 年销售费用率 16.80% (+1.10pct)，管理费用率 3.31% (-0.07pct)，研发费用率 2.69% (-0.14pct)，财务费用率 0.21% (+0.14pct)。毛利率为 31.90% (+1.22pct)，其中商业 7.28% (+0.04pct)，工业 77.99% (-0.78pct)。我们认为，公司各业务运营质量均保持相对稳定，整体费用率及毛利率水平上升主要是工业及医美业务占比提升所致，2022 年其收入占比分别提升至 30.93% (+0.5pct) 与 5.08% (+2.18pct)。
- **投资建议：**公司是集医药研发、生产、经销为一体的大型综合性医药公司，医美与工业微生物板块高速发展，医药工业与商业板块经营保持稳健，创新转型为公司中长期发展提供想象空间。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 31.20/37.55/45.15 亿元，同比增长 24.83%/20.37%/20.24%，EPS 分别为 1.78/2.14/2.57 元，当前股价对应 2023-2025 年 PE 为 25/21/17 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**研发进度不及预期的风险、市场竞争加剧的风险、降价超预期的风险、产品注册进度不及预期的风险。

主要财务指标

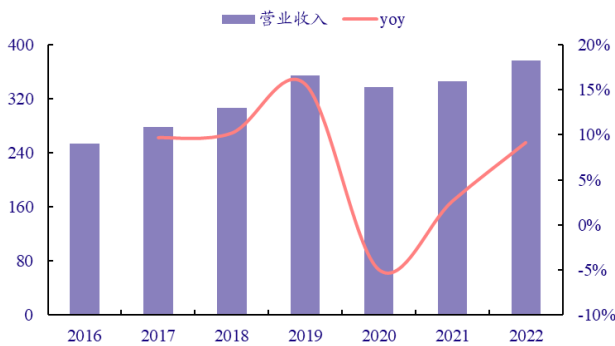
	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	37714.59	42698.60	47558.28	52560.57
收入增长率%	9.12	13.22	11.38	10.52
归母净利润 (百万元)	2499.21	3119.66	3755.06	4514.97
利润增速%	8.58	24.83	20.37	20.24
毛利率%	31.90	31.99	32.56	33.28
摊薄 EPS(元)	1.42	1.78	2.14	2.57
PE	31.60	25.31	21.03	17.49
PB	4.25	3.64	3.10	2.64
PS	2.09	1.85	1.66	1.50

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

一、医药工业及商业经营稳健，工业微生物及医美业务高增长

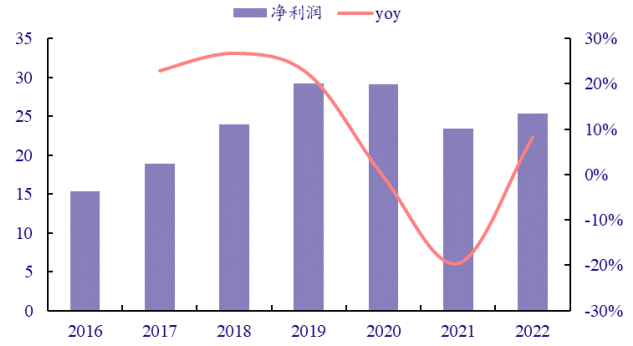
公司 2022 年全年实现收入 377.15 亿，同比增长 9.12%，归母净利润 24.99 亿，同比增长 8.58%，扣非净利润 24.1 亿，同比增长 10.10%，EPS 1.42 元。第四季度单季实现营业收入 98.56 亿，同比增长 14.13%，归母净利润 5.18 亿，同比增长 27.45%，扣非净利润 5.09 亿，同比增长 19.20%，经营性现金流 23.82 亿，同比下降 24.86%。

图 1：华东医药近年营业收入及增速（亿元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

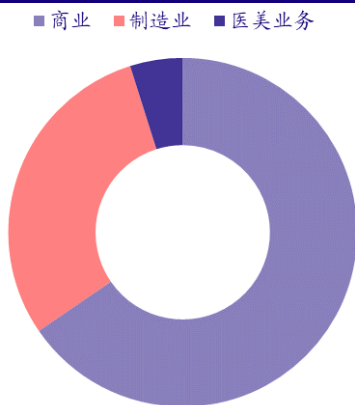
图 2：华东医药近年净利润及增速（亿元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

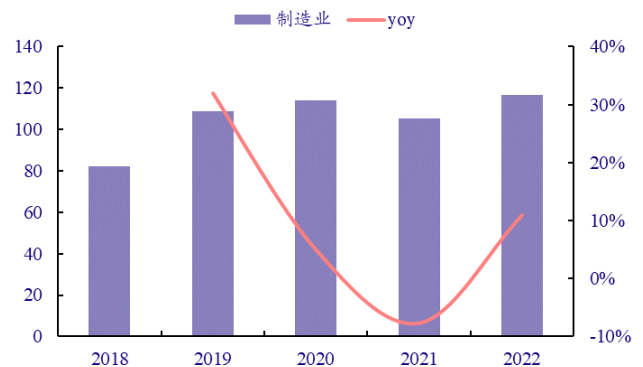
分业务来看，商业板块占比下降，制造业及医美板块占比提升。2022 年公司商业板块收入 257.07 亿元 (+6.21%)，占比 68.16% (-1.87pct)，不考虑分部间抵消的绝对额占比为 65.43% (-2.32pct)；制造业板块收入 111.67 亿元 (+10.90%)，占比 30.93% (+0.5pct)，不考虑分部间抵消的绝对额占比为 29.69% (+0.25pct)；医美业务 10.02 亿元 (+123.28%)，占比 5.08% (+2.18pct)，不考虑分部间抵消的绝对额占比为 4.87% (+2.07pct)，其中国际业务收入 1.35 亿英镑 (+76.90%，约合人民币 11.44 亿元)，国内业务收入 8.84 亿元 (+141.14%)。

图 3：2022 年华东医药各业务营收占比



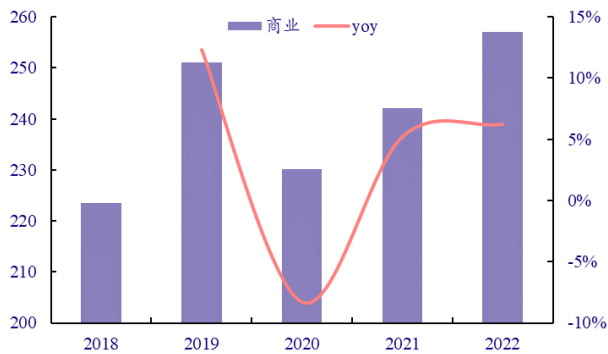
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院；注：不考虑内部关联抵消

图 4：华东医药近年制造业营收及增速（亿元）



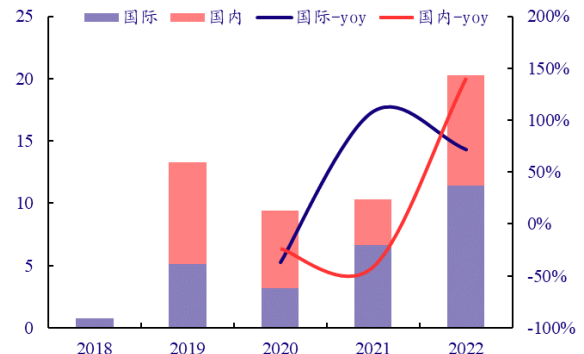
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 5: 华东医药近年商业营收及增速 (亿元)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院; 注: 不考虑内部关联抵消

图 6: 华东医药近年医美业务营收及增速 (亿元)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

1) 医药工业: 2022 年中美华东实现销售收入 (含 CSO 业务) 112.44 亿元, 同比增长 10.88%, 实现扣非净利润 20.93 亿元。同比增长 4.71%, 扣非净利润率 18.61%, 较 2021 年下降 1.10 个百分点, 主要因研发投入增长较快所致, ROE 为 24.54%。2022 年全年医药工业板块所有核心产品均实现稳定快速增长, 逐渐摆脱集采降价影响, 突破增长瓶颈, 顺利完成经营目标。

2022 年公司参与多次药品集采、医保谈判及 DRG/DIP 等支付端改革, 取得积极成果: 中美华东百令片中标湖北中成药集采联盟带量采购, 落地执行后销量呈现快速增长态势; 百令胶囊和阿卡波糖咀嚼片成功续约国家医保目录, 吗替麦考酚酯胶囊、盐酸吡格列酮片和西安博华的奥硝唑片中标国家第七批药品集中采购, 阿卡波糖片和泮托拉唑钠注射剂完成多省联盟集采到期续约。并积极拓展销售渠道, 提升百令系列产品、阿卡波糖系列产品在基层市场、零售市场及线上平台的可及性, 在提升院外市场的覆盖率和市场份额方面成效显著。

2) 医药商业: 2022 年实现营收 255.53 亿元, 同比增长 10.55%, 实现净利润 3.97 亿元, 同比提升 3.85%, 净利润率为 1.55%, 较 2021 年降低 0.1 个百分点, 保持相对稳定。公司通过优化组织结构整合资源, 向产品代理拓展及高端冷链物流转型, 目前在浙江省内已设立 11 家地区子公司 (覆盖 11 地市+90 区县), 合作国内外 90% 主流医药企业, 冷链物流配送业务处于全国领先水平。

2022 年公司医药商业经营产品实现子公司全覆盖, 华东医药金华供应链仓库全面投入运营, 开启全省两仓配送模式; 院外市场投入继续加大, 打造了东阳区域运营平台, 进一步助力提升全省市场份额; 公司在管理上推进集中统一管理、提质增效, 人力资源逐步向创新板块倾斜, 优化信息系统以更好赋能业务。

3) 医美: 2022 年公司医美业务收入 19.15 亿元, 同比增长 91.11%, 其中:

①国际医美业务: Sinclair 实现营收 1.35 亿英镑, 同比增长 76.90%, 约合人民币 11.44 亿元。EBITDA 0.23 亿英镑, 同比增长 245.95%, 首次实现年度经营性盈利。海外市场需求强劲, 核心注射类产品收入增速较快, 其中 Ellansé® 持续保持热销, MaiLi® 产品收入同比增长 190%, Lanluma® 产品收入同比增长 44%。2022 年 2 月 Sinclair 通过收购美国 Viora 切入美国 EBD 市场, 实现超预期增长, 并于 23Q1 在欧洲推出能量源设备新品 Sculpt & Shape。此外, Ellansé® 与 MaiLi® 产品美国市场注册工作计划于 23Q2 启动;

②国内医美业务：全年实现 8.84 亿元营收，同比增长 141.14%，欣可丽美学营收为 6.26 亿元，签约医院数量超 500 家，认证医生超 1,100 人。已上市产品方面，Ellansé®依旧保持较高市场关注度，酷雪 Glacial Spa®国内商业化合作美业机构超 40 家，Lanluma®V 型 X 型 2022 年底获批落地海南博鳌乐城。待上市产品方面，多功能面部皮肤管理平台 Prème DermaFacial 计划 2023 年于国内上市，双极射频抗衰设备“芮艾琨®”计划 23Q2 开始国内推广销售，MaiLi Extreme 和 Ellansé® M 型已完成受试者入组并开始随访。

图 7：公司主要已上市及研发阶段医美注射及埋线产品

填充				填充			埋线
Ellansé® 伊妍仕® 注射用聚己内酯微球	Lanluma® 聚左旋乳酸类聚 原蛋白刺激剂	MaiLi® 系列 新型高端含利多卡因 透明质酸	Perfectha® 系列 双相透明质酸	与Kylane公司 合作两款重点研发产品	皮肤动能素 天然<非动物源> 聚壳聚糖注射剂	3款KIOMedine® 填充剂 天然<非动物源> 聚壳聚糖和透明质酸 注射剂	美容埋线 Silhouette Instalift®
				研发中	研发中	研发中	
用于皮下层植入以 纠正中到重度鼻唇沟皱纹	面部和身体填充剂	面部填充	面部填充	面部和身体填充剂	抗衰 改善肤质	唇部、面部 填充塑形	适用于中面部提拉手术 短暂固定并提拉脸颊下 真皮位置
中国已上市 全球60多个国家或地区 获注册认证或上市准入	欧盟CE认证 欧洲已上市 已落地海南博鳌乐城	欧盟CE认证 欧洲已上市	全球60多个国家或地区 获注册认证或上市准入 欧盟CE认证	研发阶段	研发阶段	研发阶段	美国FDA认证 全球60多个国家或地区 获注册认证或上市准入

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 8：公司主要已上市及研发阶段医美能量源设备产品

能量源设备：紧肤塑形								能量源设备：皮肤管理							
Cooltech	Cooltech Define	Define2.0	Define3.0	Safyre	芮艾琨® Reaction®	Crystile	Sculpt&Shape	酷雪 Glacial Spa®	Glacial Rx™ (F1)	Glacial Ai (F2)	Prème DermaFacial	Pristine™	EnerJet	Infusion™	
		研发中	研发中							研发中					
身体减脂塑形	身体减脂塑形	紧肤塑形	紧肤塑形	面部年轻化及 身体塑形	身体及面部塑形 皮肤紧致	身体减脂塑形	全身塑形 面部年轻化	皮肤美白提亮	祛除皮肤的良性 色素性病变和低温 缓解疼痛、肿胀、 炎症和血肿	全身美白	面部清洁 去角质、补水 复活和滋养肌肤	微晶磨皮 抛光皮肤表面 去角质	疤痕修复 面部提拉 真皮增厚	无创导入 改善各种皮肤状况	
欧盟CE认证 欧洲已上市	欧盟CE认证 澳洲TGA认证 海外已上市	海外研发阶段	海外研发阶段	海外已上市	美国FDA认证 欧盟CE认证 海外&中国 已上市	海外已上市	欧洲已上市	美国、韩国、中国 已上市	美国已上市	海外研发阶段	海外已上市	海外已上市	海外已上市	海外已上市	
能量源设备：脱毛			能量源设备：多功能能量源设备												
Primelase	Primelase Pro	Elyson	V系列产品			V10	V20	V30							
	研发中														
脱毛	脱毛	脱毛	皮肤紧致、身体和面部塑形、皮肤年轻化、脱毛等												
全球11个国家或地区 获得注册认证 或上市准入	海外研发阶段	全球7个国家或地区 获得注册认证 或上市准入	美国FDA认证、欧盟CE认证、海外已上市												

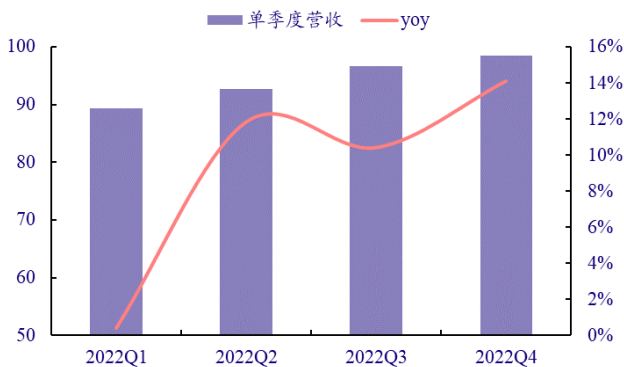
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

4) **工业微生物**: 2022 年公司工业微生物业务实现销售收入 5.1 亿元 (+22%), 确立创新药物 (核酸&ADC 药物) 原料、医药原料药&中间体、大健康&医美原料、宠物动保、特色生物材料五大方向, 已拥有中美华东/瑋达生物/瑋益生物三个微生物研发平台, 以及杭州祥符桥/钱塘新区/江苏九阳/美琪健康/美华高科/芜湖华仁六个产业基地, 形成了差异化产品管线和解决方案。目前公司工业微生物领域已开展立项研发项目累计超 130 项, 主要包括 xRNA 和 ADC 等创新原料 17 项 (含子项目 71 项), 医药原料药和中间体 30 项, 大健康 and 医美原料、动物保健、生物材料及其他共 18 项。

2022 年 5 月, 控股子公司瑋达生物投资设立全资子公司瑋益生物, 应用合成生物学技术开发系列工业催化酶及相关生物催化下游产品; 2022 年 7 月, 全资子公司中美华东、杭州市拱墅区人民政府、浙江工业大学三方共同组建华东合成生物学产业技术研究院, 以合成生物学技术为基础, 围绕智能生物制造开展技术创新研究和产业转化研究; 2022 年 8 月, 公司完成了对华仁科技的并购, 落实了公司工业微生物创新药物原料方向在小核酸药物和 IVD 化学原料领域的布局。工程方面, 2022 年, 公司工业微生物完成了美华高科一期的技改工作, 也启动美琪健康一期工程、九阳生物抗感染产品生产线和高活性原料药工场建设工作。

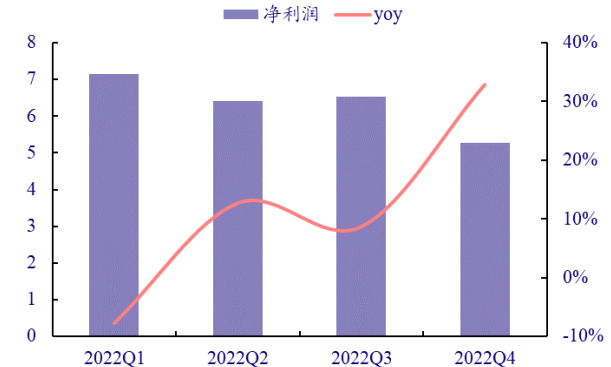
分季度来看, 2022 年 Q1-Q4 营业收入分别为 89.33 亿元、92.62 亿元、96.61 亿元及 98.56 亿元, 同比增长 0.40%/11.86%/10.44%/14.13%, 净利润分别为 7.14 亿元、6.40 亿元、6.52 亿元及 5.26 亿元, 同比-7.75%/+12.68%/+8.67%/+32.83%。

图 9: 华东医药 2022 年各季度营收及同比增速 (亿元)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 10: 华东医药 2022 年各季度净利润及同比增速 (亿元)

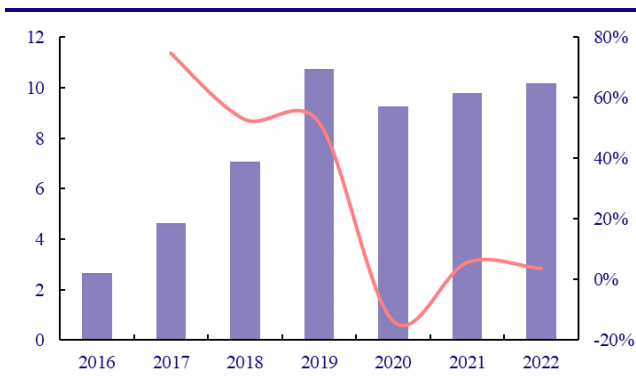


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

二、强力研发铺就创新转型之路，结构调整推升毛利及费用水平

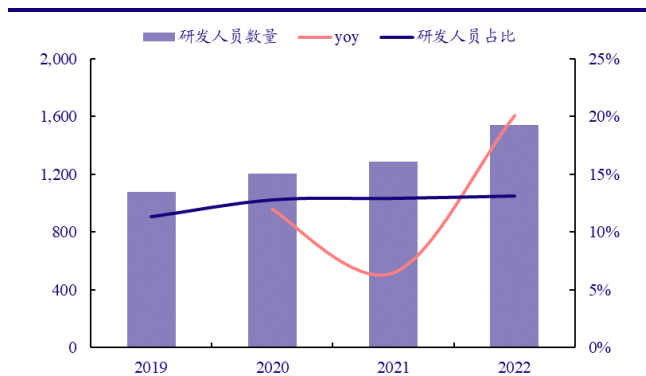
2022 年公司研发费用为 10.16 亿元，同比增长 3.71%，研发费用率 2.69%，较 2021 年下降 0.14 个百分点，研发人员 1,543 名，同比增长 20.1%，研发人员占比 10.3%，较 2021 年提升 0.6 个百分点。公司研发投入不断加大，持续打造创新研发生态圈和技术平台，创新药研发管线愈发丰富。2022 年医药工业研发投入 26.81 亿元，同比增长 44.8%，包括直接支出 11.96 亿元，同比增长 24.2%，以及产品引进及研发股权投入 14.84 亿元，同比增长 67.01%。

图 11: 华东医药近年研发费用及增速 (亿元)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 12: 华东医药近年研发人员数量、增速及占比



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

截至 2022 年末，公司在研医药项目 83 个，其中创新产品及生物类似药 52 个，III 期临床阶段 5 个，II 期临床阶段 3 个。2022 年公司成功孵化内部全资子公司微致生物，搭建了微重组和微递送两个核心技术平台，并组建蛋白水解靶向嵌合物 (PROTAC)、抗体药物偶联物 (ADC)、AI 辅助药物发现 (AIDD) 等新技术平台。

图 13: 华东医药全球研发生态圈



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

我们认为，公司近两年可能上市的创新品种包括：

- ①ADC 药物（针对 FR α 阳性卵巢癌）：预计年内提交 BLA 申请；
- ②迈华替尼片（治疗晚期非小细胞肺癌）：已完成 III 期临床受试者整体入组，预计下半年获得 III 期研究 PFS 事件数后开展上市申报工作；
- ③ARCALYST®（用于治疗冷吡啉相关的周期性综合征 CAPS 的引进产品）：预计 2023 年正式递交国内 BLA 申请；
- ④HD-NP-102（测量肾小球滤过率的药械组合）：已完成器械审批，今年提交药物申请，计划 2023 年 4 月完成中国 pre-NDA 递交；
- ⑤利拉鲁肽（生物类似药）：糖尿病适应症上市已获批，肥胖/超重适应症年内有望获批；
- ⑥乌司奴单抗（生物类似药）：III 期临床试验已完成并达到研究主要终点，23Q3 有望递交 BLA 申请；
- ⑦BCMA CAR-T（治疗复发、难治多发性骨髓瘤）：22 年已提交申请，期待 2023 年下半年会有上市许可。

图 14：公司内分泌及免疫领域研发管线



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 15: 公司肿瘤、药械及其他领域研发管线

领域	产品名称	适应症	国内进展						海外进展
			临床前	IND	临床I期	临床II期	临床III期	上市申请	
肿 瘤	HDM2002 (ELAHERE™)	卵巢癌等	国内进展					美国已上市	
	迈华替尼片	非小细胞肺癌	国内进展						
	HDP-101	多发性骨髓瘤	海外进展						
	DR30303	实体瘤	国内进展						
	DR30206	实体瘤	国内进展						
	HDP-103	前列腺癌	海外进展						
	HDM2005	实体瘤、血液瘤	国内进展						
	HDM2003 (AB002)	实体瘤	海外进展						
药 械	肾小球滤过率动态监测系统	肾功能监测	国内进展						
	MB-102	肾功能监测	国内进展						
其 他	HDM7002 (OP-801)	肌萎缩侧索硬化	海外进展						

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 16: 华东医药糖尿病领域全产品线布局 (截至 2023 年 4 月)

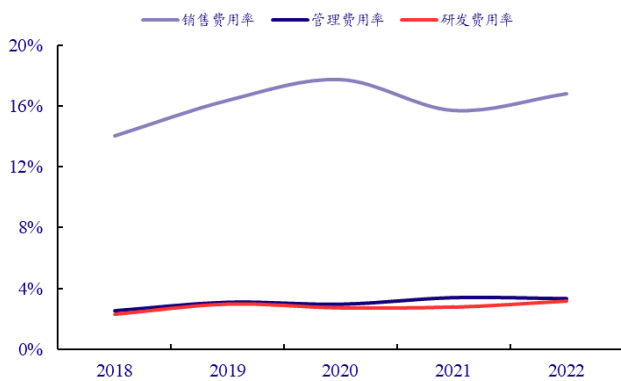


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

公司 2022 年销售费用率 16.80%，较 2021 年提升 1.10 个百分点，管理费用率 3.31%，较 2021 年下降 0.07 个百分点，研发费用率 2.69%，较 2021 年下降 0.14 个百分点，财务费用率 0.21%，较 2021 年提升 0.14 个百分点。毛利率为 31.90%，较 2021 年提升 1.22 个百分点，其中医药商业板块毛利率为 7.28%，较 2021 年提升 0.04 个百分点，医药工业板块毛利率为 77.99%，

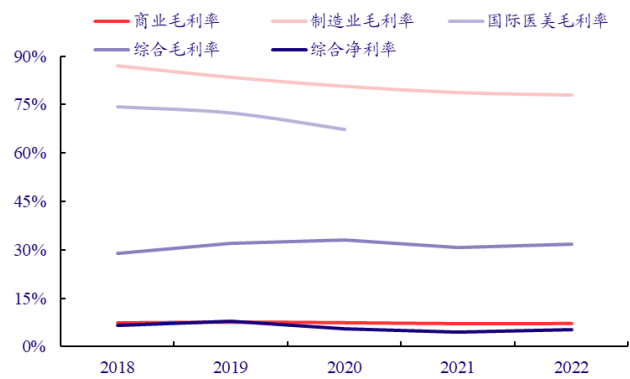
较 2021 年下降 0.78 个百分点。我们认为，公司各业务运营质量均保持相对稳定，整体费用率及毛利率水平上升主要是工业及医美业务占比提升所致，2022 年其收入占比分别提升至 30.93%（较 2021 年提升 0.5 个百分点）及 5.08%（较 2021 年提升 2.18 个百分点）。

图 17: 华东医药近年销售、管理及研发费用率情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 18: 华东医药近年各业务毛利率及净利率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司财务预测表

资产负债表 (百万元) 2022A				2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)								
2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E				
流动资产				17567.86	20266.68	24562.93	28307.29	营业收入							
现金	3996.30	5265.92	6862.17	7783.91	营业成本				37714.59	42698.60	47558.28	52560.57			
应收账款	7198.75	8231.60	10275.99	11638.28	营业税金及附加				25682.50	29038.54	32071.95	35070.78			
其它应收款	283.71	0.00	0.00	0.00	营业费用				208.32	234.84	261.57	289.08			
预付账款	500.08	319.42	352.79	385.78	管理费用				6334.74	7101.07	7860.83	8646.14			
存货	4495.48	5726.67	6276.01	7628.31	财务费用				1248.78	1404.49	1553.02	1699.09			
其他	1093.54	723.08	795.97	871.01	资产减值损失				78.26	0.00	0.00	0.00			
非流动资产				13624.34	14535.54	15655.40	16736.77	公允价值变动收益				-3.82	0.00	0.00	0.00
长期投资	1659.08	1659.08	1659.08	1659.08	投资净收益				28.47	0.00	0.00	0.00			
固定资产	3981.65	5009.65	6245.19	7467.32	营业利润				-141.56	0.00	0.00	0.00			
无形资产	2280.06	2229.40	2140.91	2003.24	营业外收入				3061.45	3783.62	4554.25	5475.89			
其他	5703.55	5637.42	5610.23	5607.13	营业外支出				7.61	0.00	0.00	0.00			
资产总计				31192.20	34802.23	40218.34	45044.06	利润总额				37.94	0.00	0.00	0.00
流动负债				10152.81	10601.47	12212.32	12462.72	所得税				3031.12	3783.62	4554.25	5475.89
短期借款	947.52	947.52	947.52	947.52	净利润				498.50	622.25	748.99	900.57			
应付账款	4873.03	4805.00	5698.70	5584.50	少数股东损益				2532.63	3161.36	3805.26	4575.33			
其他	4332.27	4848.95	5566.10	5930.70	归属母公司净利润				33.41	41.71	50.20	60.36			
非流动负债				1862.95	1862.95	1862.95	1862.95	EBITDA				2499.21	3119.66	3755.06	4514.97
长期借款	1051.46	1051.46	1051.46	1051.46	EPS (元)				3956.74	4554.74	5454.54	6526.68			
其他	811.49	811.49	811.49	811.49	主要财务比率				1.42	1.78	2.14	2.57			
负债合计				12015.76	12464.42	14075.27	14325.67	营业收入				9.12%	13.22%	11.38%	10.52%
少数股东权益	598.52	640.23	690.43	750.79	营业利润				7.20%	23.59%	20.37%	20.24%			
归属母公司股东权益	18577.92	21697.58	25452.64	29967.61	归属母公司净利润				8.58%	24.83%	20.37%	20.24%			
负债和股东权益				31192.20	34802.23	40218.34	45044.06	毛利率				31.90%	31.99%	32.56%	33.28%
现金流量表 (百万元) 2022A				2023E	2024E	2025E	净利率				6.63%	7.31%	7.90%	8.59%	
经营活动现金流				2381.85	2951.94	3616.40	3053.91	ROE				13.45%	14.38%	14.75%	15.07%
净利润	2532.63	3161.36	3805.26	4575.33	ROIC				12.66%	12.87%	13.41%	13.89%			
折旧摊销	712.19	771.12	900.29	1050.79	资产负债率				38.52%	35.82%	35.00%	31.80%			
财务费用	100.38	0.00	0.00	0.00	净负债比率				62.66%	55.80%	53.84%	46.64%			
投资损失	115.62	0.00	0.00	0.00	流动比率				1.73	1.91	2.01	2.27			
营运资金变动	-1129.02	-980.55	-1089.15	-2572.21	速动比率				1.23	1.34	1.46	1.62			
其它	50.05	0.00	0.00	0.00	总资产周转率				1.21	1.23	1.18	1.17			
投资活动现金流				-2435.60	-1682.33	-2020.15	-2132.16	应收帐款周转率				5.24	5.19	4.63	4.52
资本支出	-1177.80	-1682.33	-2020.15	-2132.16	应付帐款周转率				7.74	8.89	8.35	9.41			
长期投资	-1260.82	0.00	0.00	0.00	每股收益				1.42	1.78	2.14	2.57			
其他	3.02	0.00	0.00	0.00	每股经营现金				1.36	1.68	2.06	1.74			
筹资活动现金流				-99.71	0.00	0.00	0.00	每股净资产				10.59	12.37	14.51	17.09
短期借款	-290.33	0.00	0.00	0.00	P/E				31.60	25.31	21.03	17.49			
长期借款	912.28	0.00	0.00	0.00	P/B				4.25	3.64	3.10	2.64			
其他	-721.66	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA				20.30	16.67	13.63	11.25			
现金净增加额				-163.23	1269.61	1596.25	921.75	PS				2.09	1.85	1.66	1.50

数据来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

分析师简介及承诺

程培，银河证券医药首席分析师，上海交通大学生物化学与分子生物学硕士，7年医学检验行业+6年医药行业研究经验，公司研究深入细致，对医药行业政策和市场营销实务非常熟悉。此前作为团队核心成员，获得新财富最佳分析师医药行业2022年第4名、2021年第5名、2020年入围，2021年上海证券报最佳分析师第2名，2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名，2018年第一财经最佳分析师医药行业第1名等荣誉。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系方式

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252612 liyanyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐媛玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn