

华东医药 (000963.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

利拉鲁肽注射液肥胖超重适应症获批, 构筑丰富 GLP-1

靶点产品体系

业绩简评

2023年7月4日, 公司发布公告, 公司全资子公司杭州中美华东制药有限公司收到国家药品监督管理局核准签发的《药品注册证书》, 由中美华东申报的利拉鲁肽注射液肥胖或超重适应症的上市许可申请获得批准, 适用于需要长期体重管理的成人患者, 作为低热量饮食和增加运动的辅助治疗。

经营分析

大陆首款 GLP-1 类减肥药物获批, 有望实现快速放量。根据公司公告, CDE 于 2021 年 12 月发布《体重控制药物临床试验技术指导原则》, 此前我国仅有奥利司他胶囊一种药物获批用于肥胖或体重超重患者的治疗, 合规、安全及有效的体重控制药物存在巨大未被满足的临床需求。此次公司利拉鲁肽注射液肥胖或超重适应症获批, 将进一步补充公司内分泌领域产品线, 与现有的奥利司他胶囊实现临床和院内外市场的协同互补, 为后续公司 GLP-1 类产品的上市奠定良好的市场基础。

围绕 GLP-1 靶点深度布局, 差异化管线建设持续推进。围绕 GLP-1 靶点, 公司已构筑了包括口服、注射剂在内的长效及多靶点全球创新药和生物类似药相结合的全方位和差异化的产品管线。除本次获批的肥胖或超重适应症外, 公司利拉鲁肽注射液已于 2023 年 3 月获得 NMPA 批准上市用于治疗糖尿病适应症。此外司美格鲁肽注射液已完成 I 期临床试验全部受试者给药及随访; 控股子公司道尔生物在研的 GLP-1R/GCGR/FGF21R 靶点的多重激动剂 DR10624 于 2022 年 4 月获批在新西兰开展 I 期临床试验; 口服小分子 GLP-1 受体激动剂 HDM1002 于 2023 年 5 月获批在中美两地开展 I 期临床试验。公司在内分泌治疗领域的产品管线有望持续丰富, 综合竞争力有望进一步提升。

盈利预测、估值与评级

我们维持 2023-2025 年盈利预期, 预计公司分别实现归母净利润 29.7 亿元 (+19%)、36.2 亿元 (+22%)、44.4 亿元 (+22%)。2023-2025 年公司对应 EPS 分别为 1.69、2.06、2.53 元, 对应当前 PE 分别为 26、21、17 倍。维持“买入”评级。

风险提示

产品研发进度不及预期; 产品市场竞争加剧导致净利率下滑风险; 市场推广不及预期风险等。

医药组

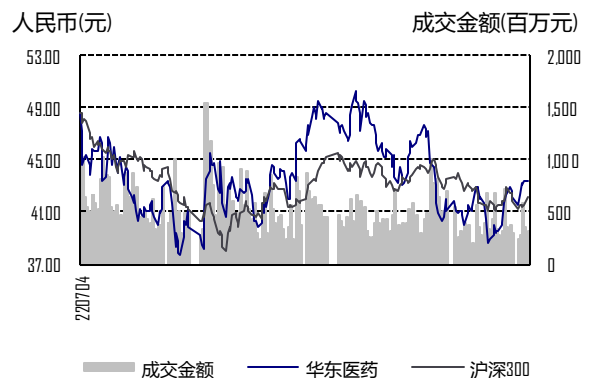
分析师: 袁维 (执业 S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 43.40 元

相关报告:

- 《华东医药公司点评: 业绩增长符合预期, 创新布局看好长期发展》, 2023.4.14
- 《华东医药公司点评: 利拉鲁肽注射液获批上市, 有望贡献业绩增长新...》, 2023.3.31
- 《业绩增长符合预期, 医美业务表现亮眼-华东医药点评》, 2022.10.26



公司基本情况 (人民币)

| 项目 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 34,563 | 37,715 | 41,890 | 46,200 | 50,430 |
| 营业收入增长率 | 2.61% | 9.12% | 11.07% | 10.29% | 9.16% |
| 归母净利润(百万元) | 2,302 | 2,499 | 2,967 | 3,621 | 4,433 |
| 归母净利润增长率 | -18.38% | 8.58% | 18.72% | 22.02% | 22.43% |
| 摊薄每股收益(元) | 1.315 | 1.425 | 1.692 | 2.064 | 2.527 |
| 每股经营性现金流净额 | 1.81 | 1.36 | 2.02 | 2.15 | 2.90 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 13.88% | 13.45% | 14.05% | 15.03% | 15.99% |
| P/E | 30.56 | 32.85 | 25.66 | 21.03 | 17.17 |
| P/B | 4.24 | 4.42 | 3.61 | 3.16 | 2.75 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|---------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------|---------|--------|---------|---------|----------|
| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 主营业务收入 | 33,683 | 34,563 | 37,715 | 41,890 | 46,200 | 50,430 | 货币资金 | 3,198 | 4,032 | 3,996 | 5,176 | 6,912 | 9,800 |
| 增长率 | 2.6% | 9.1% | 11.1% | 10.3% | 9.2% | | 应收款项 | 7,054 | 7,163 | 8,493 | 9,999 | 10,729 | 11,195 |
| 主营业务成本 | -22,550 | -23,957 | -25,682 | -27,857 | -30,261 | -32,527 | 存货 | 4,068 | 3,975 | 4,495 | 4,961 | 5,389 | 5,614 |
| %销售收入 | 66.9% | 69.3% | 68.1% | 66.5% | 65.5% | 64.5% | 其他流动资产 | 337 | 316 | 583 | 599 | 615 | 655 |
| 毛利 | 11,133 | 10,606 | 12,032 | 14,033 | 15,939 | 17,903 | 流动资产 | 14,656 | 15,487 | 17,568 | 20,735 | 23,644 | 27,265 |
| %销售收入 | 33.1% | 30.7% | 31.9% | 33.5% | 34.5% | 35.5% | %总资产 | 60.6% | 57.4% | 56.3% | 58.8% | 61.1% | 63.6% |
| 营业税金及附加 | -185 | -177 | -208 | -243 | -268 | -292 | 长期投资 | 1,093 | 1,257 | 2,034 | 2,154 | 2,154 | 2,154 |
| %销售收入 | 0.6% | 0.5% | 0.6% | 0.6% | 0.6% | 0.6% | 固定资产 | 4,661 | 4,659 | 4,855 | 5,147 | 5,285 | 5,281 |
| 销售费用 | -5,971 | -5,424 | -6,335 | -7,331 | -8,316 | -9,077 | %总资产 | 19.3% | 17.3% | 15.6% | 14.6% | 13.7% | 12.3% |
| %销售收入 | 17.7% | 15.7% | 16.8% | 17.5% | 18.0% | 18.0% | 无形资产 | 2,942 | 4,385 | 5,379 | 5,485 | 5,825 | 6,206 |
| 管理费用 | -999 | -1,167 | -1,249 | -1,466 | -1,478 | -1,614 | 非流动资产 | 9,545 | 11,510 | 13,624 | 14,543 | 15,060 | 15,573 |
| %销售收入 | 3.0% | 3.4% | 3.3% | 3.5% | 3.2% | 3.2% | %总资产 | 39.4% | 42.6% | 43.7% | 41.2% | 38.9% | 36.4% |
| 研发费用 | -927 | -980 | -1,016 | -1,257 | -1,386 | -1,513 | 资产总计 | 24,201 | 26,996 | 31,192 | 35,278 | 38,704 | 42,838 |
| %销售收入 | 2.8% | 2.8% | 2.7% | 3.0% | 3.0% | 3.0% | 短期借款 | 1,485 | 1,482 | 1,095 | 100 | 100 | 100 |
| 息税前利润 (EBIT) | 3,051 | 2,858 | 3,224 | 3,737 | 4,491 | 5,406 | 应付款项 | 6,319 | 6,455 | 8,193 | 9,300 | 9,500 | 9,779 |
| %销售收入 | 9.1% | 8.3% | 8.5% | 8.9% | 9.7% | 10.7% | 其他流动负债 | 830 | 1,329 | 865 | 1,386 | 1,534 | 1,640 |
| 财务费用 | -34 | -22 | -78 | -61 | -46 | 1 | 流动负债 | 8,634 | 9,266 | 10,153 | 10,786 | 11,134 | 11,519 |
| %销售收入 | 0.1% | 0.1% | 0.2% | 0.1% | 0.1% | 0.0% | 长期贷款 | 152 | 139 | 1,051 | 2,351 | 2,351 | 2,351 |
| 资产减值损失 | -27 | -59 | -73 | 0 | 0 | 0 | 其他长期负债 | 237 | 650 | 811 | 347 | 365 | 380 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 28 | 0 | 0 | 0 | 负债 | 9,022 | 10,055 | 12,016 | 13,484 | 13,851 | 14,251 |
| 投资收益 | -28 | -96 | -142 | -80 | -70 | -60 | 普通股股东权益 | 14,620 | 16,579 | 18,578 | 21,116 | 24,084 | 27,719 |
| %税前利润 | n.a | n.a | n.a | n.a | n.a | n.a | 其中：股本 | 1,750 | 1,750 | 1,754 | 1,754 | 1,754 | 1,754 |
| 营业利润 | 3,477 | 2,856 | 3,061 | 3,706 | 4,485 | 5,457 | 未分配利润 | 9,852 | 11,626 | 13,488 | 15,921 | 18,890 | 22,524 |
| %营业收入 | 10.3% | 8.3% | 8.1% | 8.8% | 9.7% | 10.8% | 少数股东权益 | 560 | 362 | 599 | 679 | 769 | 869 |
| 营业外收支 | -23 | -28 | -30 | 10 | 40 | 70 | 负债股东权益合计 | 24,201 | 26,996 | 31,192 | 35,278 | 38,704 | 42,838 |
| 税前利润 | 3,453 | 2,828 | 3,031 | 3,716 | 4,525 | 5,527 | | | | | | | |
| 利润率 | 10.3% | 8.2% | 8.0% | 8.9% | 9.8% | 11.0% | | | | | | | |
| 所得税 | -544 | -489 | -498 | -669 | -815 | -995 | | | | | | | |
| 所得税率 | 15.7% | 17.3% | 16.4% | 18.0% | 18.0% | 18.0% | | | | | | | |
| 净利润 | 2,910 | 2,339 | 2,533 | 3,047 | 3,711 | 4,533 | | | | | | | |
| 少数股东损益 | 90 | 37 | 33 | 80 | 90 | 100 | | | | | | | |
| 归属于母公司的净利润 | 2,820 | 2,302 | 2,499 | 2,967 | 3,621 | 4,433 | | | | | | | |
| 净利率 | 8.4% | 6.7% | 6.6% | 7.1% | 7.8% | 8.8% | | | | | | | |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 比率分析 | | | | | | |
| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 净利润 | 2,910 | 2,339 | 2,533 | 3,047 | 3,711 | 4,533 | 每股指标 | | | | | | |
| 少数股东损益 | 90 | 37 | 33 | 80 | 90 | 100 | 每股收益 | 1.612 | 1.315 | 1.425 | 1.692 | 2.064 | 2.527 |
| 非现金支出 | 467 | 656 | 785 | 630 | 693 | 747 | 每股净资产 | 8.355 | 9.475 | 10.592 | 12.039 | 13.731 | 15.803 |
| 非经营收益 | -199 | 162 | 194 | 216 | 191 | 152 | 每股经营现金净流 | 1.950 | 1.811 | 1.358 | 2.017 | 2.152 | 2.900 |
| 营运资金变动 | 234 | 13 | -1,129 | -355 | -821 | -344 | 每股股利 | 0.280 | 0.230 | 0.290 | 0.304 | 0.372 | 0.455 |
| 经营活动现金净流 | 3,411 | 3,170 | 2,382 | 3,538 | 3,774 | 5,087 | 回报率 | | | | | | |
| 资本开支 | -1,099 | -740 | -1,178 | -1,361 | -1,110 | -1,130 | 净资产收益率 | 19.29% | 13.88% | 13.45% | 14.05% | 15.03% | 15.99% |
| 投资 | -638 | -946 | -1,261 | -120 | 0 | 0 | 总资产收益率 | 11.65% | 8.53% | 8.01% | 8.41% | 9.35% | 10.35% |
| 其他 | -1 | -301 | 3 | -80 | -70 | -60 | 投入资本收益率 | 15.21% | 12.61% | 12.52% | 12.53% | 13.39% | 14.19% |
| 投资活动现金净流 | -1,739 | -1,987 | -2,436 | -1,561 | -1,180 | -1,190 | 增长率 | | | | | | |
| 股权募资 | 0 | 5 | 175 | 105 | 0 | 0 | 主营业务收入增长率 | -4.97% | 2.61% | 9.12% | 11.07% | 10.29% | 9.16% |
| 债权募资 | -64 | -186 | 399 | -182 | 0 | 0 | EBIT增长率 | -5.00% | -6.33% | 12.81% | 15.89% | 20.18% | 20.39% |
| 其他 | -662 | -586 | -673 | -690 | -822 | -969 | 净利润增长率 | 0.24% | -18.38% | 8.58% | 18.72% | 22.02% | 22.43% |
| 筹资活动现金净流 | -726 | -767 | -100 | -767 | -822 | -969 | 总资产增长率 | 12.75% | 11.55% | 15.54% | 13.10% | 9.71% | 10.68% |
| 现金净流量 | 926 | 423 | -163 | 1,209 | 1,772 | 2,928 | 资产管理能力 | | | | | | |
| | | | | | | | 应收账款周转天数 | 66.3 | 66.4 | 66.0 | 75.0 | 73.0 | 70.0 |
| | | | | | | | 存货周转天数 | 65.6 | 61.3 | 60.2 | 65.0 | 65.0 | 63.0 |
| | | | | | | | 应付账款周转天数 | 62.6 | 59.4 | 62.0 | 70.0 | 65.0 | 60.0 |
| | | | | | | | 固定资产周转天数 | 26.2 | 32.5 | 38.5 | 34.6 | 30.1 | 25.4 |
| | | | | | | | 偿债能力 | | | | | | |
| | | | | | | | 净负债/股东权益 | -10.29% | -14.23% | -9.80% | -12.64% | -18.07% | -25.81% |
| | | | | | | | EBIT利息保障倍数 | 89.2 | 129.5 | 41.2 | 61.6 | 98.4 | -3,966.0 |
| | | | | | | | 资产负债率 | 37.28% | 37.25% | 38.52% | 38.22% | 35.79% | 33.27% |

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|-----|-----|-----|-----|-----|
| | | | | | |

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|----|------------|----|-------|-----|
| 1 | 2021-10-27 | 买入 | 32.99 | N/A |
| 2 | 2022-04-28 | 买入 | 29.41 | N/A |
| 3 | 2022-07-01 | 买入 | 45.16 | N/A |
| 4 | 2022-08-10 | 买入 | 43.95 | N/A |
| 5 | 2022-10-13 | 买入 | 38.51 | N/A |
| 6 | 2022-10-26 | 买入 | 42.72 | N/A |
| 7 | 2023-03-31 | 买入 | 46.83 | N/A |
| 8 | 2023-04-14 | 买入 | 47.58 | N/A |

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

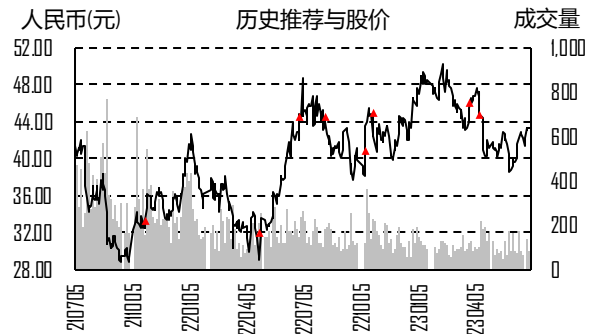
- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|---------------------------|---------------------------|---------------------------|
| 电话：021-60753903 | 电话：010-85950438 | 电话：0755-83831378 |
| 传真：021-61038200 | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn | 传真：0755-83830558 |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn | 邮编：100005 | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编：201204 | 地址：北京市东城区建内大街 26 号 | 邮编：518000 |
| 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 | 新闻大厦 8 层南侧 | 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 |
| 紫竹国际大厦 7 楼 | | 18 楼 1806 |