

# 华东医药 (000963.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 医美板块维持高增速，创新产品管线不断丰富

### 业绩简评

2023年8月15日，公司发布2023年半年度报告，公司2023年上半年实现收入203.85亿元，同比+12%；实现归母净利润14.34亿元，同比+7%；实现扣非归母净利润14.27亿元，同比+12%；单季度来看，2023Q2实现收入102.71亿元，同比+11%；实现归母净利润6.79亿元，同比+7%；实现扣非归母净利润6.70亿元，同比+17%。

### 经营分析

各板块业绩持续增长，医美板块增长趋势强劲。根据公司公告，2023年上半年公司各板块业绩均保持增长，核心子公司中美华东实现营业收入（含CSO业务）60.54亿元，同比+10%，实现合并扣非归母净利润12.26亿元，同比+15%。工业微生物板块剔除特定商业化产品业务后整体销售收入实现同比+27%。医药商业实现营业收入136.31亿元，同比+11%，累计实现净利润2.16亿元，同比+9%。医美板块实现营业收入12.24亿元（剔除内部抵消因素，同比+36%），其中全资子公司英国Sinclair实现销售收入7629万英镑（约6.69亿元人民币），同比+26%，实现经营性盈利；国内医美全资子公司欣可丽美学上半年累计实现收入5.16亿元，同比+91%，随着全球市场的不断开拓以及国内消费市场持续复苏向好，公司医美业务下半年仍有望保持良好增长趋势。

深耕三大核心治疗领域，差异化创新产品管线不断丰富。公司持续围绕内分泌、自身免疫和肿瘤三大核心治疗领域做深做强，重点品种均保持稳定快速增长，经历国家集采和医保谈判的核心产品依然保持市场份额稳定。同时公司通过自主研发和外部产品引进的方式，不断丰富产品管线，形成多适应症覆盖、产品梯队布局合理的差异化创新产品管线，目前医药在研项目82个，其中创新产品及生物类似药项目51个，公司已成为国内内分泌和自免领域的领先企业。公司利拉鲁肽注射液糖尿病适应症和肥胖或超重适应症分别于今年3月及6月获批准上市，为首个获批上市的国产利拉鲁肽生物类似药，上市后有望实现快速放量，增厚公司业绩。

### 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%)、44.3亿元(+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24、19、16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

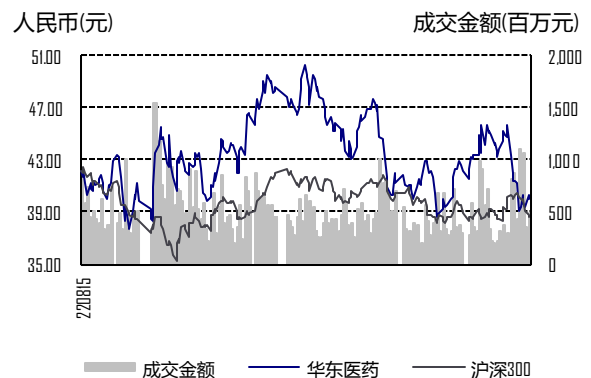
分析师：袁维（执业S1130518080002）

yuan\_wei@gjzq.com.cn

市价（人民币）：39.95元

相关报告：

- 《华东医药公司点评：大陆首款GLP-1减肥药物获批，看好实现快...》，2023.7.5
- 《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



### 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	23.62	19.35	15.81
P/B	4.24	4.42	3.32	2.91	2.53

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
<b>主营业务收入</b>	<b>33,683</b>	<b>34,563</b>	<b>37,715</b>	<b>41,890</b>	<b>46,200</b>	<b>50,430</b>	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
<b>主营业务成本</b>	<b>-22,550</b>	<b>-23,957</b>	<b>-25,682</b>	<b>-27,857</b>	<b>-30,261</b>	<b>-32,527</b>	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
<b>毛利</b>	<b>11,133</b>	<b>10,606</b>	<b>12,032</b>	<b>14,033</b>	<b>15,939</b>	<b>17,903</b>	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%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-185</b>	<b>-177</b>	<b>-208</b>	<b>-243</b>	<b>-268</b>	<b>-292</b>	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
<b>销售费用</b>	<b>-5,971</b>	<b>-5,424</b>	<b>-6,335</b>	<b>-7,331</b>	<b>-8,316</b>	<b>-9,077</b>	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
<b>管理费用</b>	<b>-999</b>	<b>-1,167</b>	<b>-1,249</b>	<b>-1,466</b>	<b>-1,478</b>	<b>-1,614</b>	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%
<b>研发费用</b>	<b>-927</b>	<b>-980</b>	<b>-1,016</b>	<b>-1,257</b>	<b>-1,386</b>	<b>-1,513</b>	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
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>3,051</b>	<b>2,858</b>	<b>3,224</b>	<b>3,737</b>	<b>4,491</b>	<b>5,406</b>	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
<b>财务费用</b>	<b>-34</b>	<b>-22</b>	<b>-78</b>	<b>-61</b>	<b>-46</b>	<b>1</b>	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
<b>资产减值损失</b>	<b>-27</b>	<b>-59</b>	<b>-73</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	237	650	811	347	365	380
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>28</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	负债	9,022	10,055	12,016	13,484	13,851	14,251
<b>投资收益</b>	<b>-28</b>	<b>-96</b>	<b>-142</b>	<b>-80</b>	<b>-70</b>	<b>-60</b>	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
<b>营业利润</b>	<b>3,477</b>	<b>2,856</b>	<b>3,061</b>	<b>3,706</b>	<b>4,485</b>	<b>5,457</b>	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
<b>营业外收支</b>	<b>-23</b>	<b>-28</b>	<b>-30</b>	<b>10</b>	<b>40</b>	<b>70</b>	负债股东权益合计	24,201	26,996	31,192	35,278	38,704	42,838
<b>税前利润</b>	<b>3,453</b>	<b>2,828</b>	<b>3,031</b>	<b>3,716</b>	<b>4,525</b>	<b>5,527</b>							
利润率	10.3%	8.2%	8.0%	8.9%	9.8%	11.0%							
<b>所得税</b>	<b>-544</b>	<b>-489</b>	<b>-498</b>	<b>-669</b>	<b>-815</b>	<b>-995</b>							
所得税率	15.7%	17.3%	16.4%	18.0%	18.0%	18.0%							
<b>净利润</b>	<b>2,910</b>	<b>2,339</b>	<b>2,533</b>	<b>3,047</b>	<b>3,711</b>	<b>4,533</b>							
少数股东损益	90	37	33	80	90	100							
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>2,820</b>	<b>2,302</b>	<b>2,499</b>	<b>2,967</b>	<b>3,621</b>	<b>4,433</b>							
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
<b>净利润</b>	<b>2,910</b>	<b>2,339</b>	<b>2,533</b>	<b>3,047</b>	<b>3,711</b>	<b>4,533</b>	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
<b>非现金支出</b>	<b>467</b>	<b>656</b>	<b>785</b>	<b>630</b>	<b>693</b>	<b>747</b>	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
<b>经营活动现金净流</b>	<b>3,411</b>	<b>3,170</b>	<b>2,382</b>	<b>3,538</b>	<b>3,774</b>	<b>5,087</b>	回报率						
<b>资本开支</b>	<b>-1,099</b>	<b>-740</b>	<b>-1,178</b>	<b>-1,361</b>	<b>-1,110</b>	<b>-1,130</b>	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%
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,739</b>	<b>-1,987</b>	<b>-2,436</b>	<b>-1,561</b>	<b>-1,180</b>	<b>-1,190</b>	增长率						
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>5</b>	<b>175</b>	<b>105</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	主营业务收入增长率	-4.97%	2.61%	9.12%	11.07%	10.29%	9.16%
<b>债权募资</b>	<b>-64</b>	<b>-186</b>	<b>399</b>	<b>-182</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	EBIT增长率	-5.00%	-6.33%	12.81%	15.89%	20.18%	20.39%
<b>其他</b>	<b>-662</b>	<b>-586</b>	<b>-673</b>	<b>-690</b>	<b>-822</b>	<b>-969</b>	净利润增长率	0.24%	-18.38%	8.58%	18.72%	22.02%	22.43%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-726</b>	<b>-767</b>	<b>-100</b>	<b>-767</b>	<b>-822</b>	<b>-969</b>	总资产增长率	12.75%	11.55%	15.54%	13.10%	9.71%	10.68%
<b>现金净流量</b>	<b>926</b>	<b>423</b>	<b>-163</b>	<b>1,209</b>	<b>1,772</b>	<b>2,928</b>	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	2022-04-28	买入	29.41	N/A
2	2022-07-01	买入	45.16	N/A
3	2022-08-10	买入	43.95	N/A
4	2022-10-13	买入	38.51	N/A
5	2022-10-26	买入	42.72	N/A
6	2023-03-31	买入	46.83	N/A
7	2023-04-14	买入	47.58	N/A
8	2023-07-05	买入	43.40	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

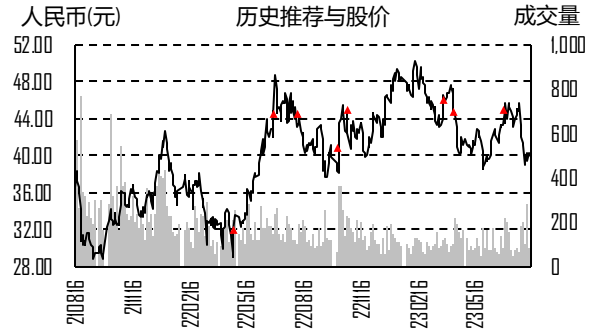
- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

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