

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 无评级

上次评级 无评级

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

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) 2023年中报点评: 医美业务继续贡献高增速, 公司再生医美产品潜力得以验证

2023年08月16日

事件: 公司发布2023年半年报, 实现营业收入203.85亿元/yoy+12.02%, 实现归母净利润14.34亿元/yoy+6.96%, 单Q2来看, 营业收入102.71亿元/yoy+10.85%, 实现归母净利润6.79亿元/yoy+6.65%。

➢ **医药板块增速稳健, 医美业务贡献高速增长。** 公司23H1商业/制造/医美板块分别实现营业收入136.36/61.56/12.24亿元, 同比分别+11.52%/+7.46%/+36.40%。公司23H1毛利率为31.73%/yoy-0.99pct, 其中, 商业/制造业毛利率分别为5.89%/79.37%, 同比分别-1.02/+0.58pct, 高占比的医药商业毛利率有所下滑导致整体毛利率小幅下滑。23H1期间费用率为21.68%/yoy-1.27pct(其中销售/管理/财务/研发费用分别同比-1.54/+0.40/+0.24/-0.37pct), 净利率为7.06%/yoy-0.38pct。

➢ **国内医美业务: 伊妍仕Q2环比Q1实现高速增长, 高端再生类产品潜力可观。** 23H1国内医美业务实现收入6.47亿元/yoy+56.47%, 其中欣可丽美学实现收入5.16亿元/yoy+90.66%, 且盈利能力持续提升。分季度看, 欣可丽美学Q1/Q2分别实现收入2.10/3.06亿元, 同比分别增长约34%/168%, Q2较Q1环比增长46%, 高端再生类产品伊妍仕即使在消费力恢复节奏偏弱的环境下依然持续表现出较好增长潜力, 截止2023年6月底, 欣可丽美学签约合作医院数量超600家, 相较于22年底合作数量机构增长约100家, 渠道拓展也为国内医美业务增长提供增长驱动。**未来管线临床注册稳步推进。** 注射剂方面, MaiLi Extreme于23年8月完成中国临床试验全部受试者主要疗效指标的收集, 伊妍仕M型已于23年3月完成中国临床试验全部受试者入组; 光电设备方面: V20预计23Q3完成注册受理递交; Reaction已于23年6月完成国内重新上市。我们认为随着未来国内注射剂&EBD管线逐渐丰富, 有望增强不同产品之间的协同效应共促销售增长。

➢ **海外医美业务: 海外医美业务稳定增长, 保持经营性盈利。** 23H1全资子公司Sinclair实现营业收入约6.69亿元/yoy+26.07%, 保持经营性盈利, 其中Q1/Q2分别实现营业收入约2.84/3.85亿元, 同比分别增长约9%/42%, H2随着全球市场开拓, 海外业务整体将继续保持增长趋势, 并有望取得更好的业绩表现。**加速推进海外产品注册上市进程。** Sinclair积极开展在全球40+国家的上市注册工作, 23H1公司已有11款产品在19个国家取得上市许可。皮肤动能素目前正在进行临床试验, 预计23Q4在海外递交注册; 伊妍仕、MaiLi在美国上市所需的临床工作已经启动, 未来对于更多海外医美核心市场的突破或可持续为业务提供可观收入增量。

➢ **中国减重市场规模26年有望超百亿, 公司利拉鲁肽产品具备先发优势。** 根据弗若斯特沙利文测算, 我国体重管理市场规模将从2021年的30亿元增长至2026年的101亿元, CAGR达27%, 其中GLP-1类药物或为主要增长点, 公司的利拉鲁肽肥胖或超重适应症已于23年6月获NMPA批准上市, 为国内首款合规产品, 具备明显先发优势, 或可期待产品后续销售放量表现。

➢ **盈利预测:** 伊妍仕上半年增速持续亮眼, Q2环比Q1高速增长, 期待后续明星单品收入保持逐季环比提升趋势, 带动医美业务高速增长; 首个减肥适应症产品利拉鲁肽已于6月获批, 关注后续销售模式。我们预测公司2023-2025年归母净利润分别为29.88/36.08/43.05亿元, 分别同比增长19.6%/20.7%/19.3%, 对应PE分别为23/19/16X。

➢ **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	42,975	46,757	50,785
增长率 YoY %	2.6%	9.1%	13.9%	8.8%	8.6%
归属母公司净利润(百万元)	2,302	2,499	2,988	3,608	4,305
增长率 YoY%	-18.4%	8.6%	19.6%	20.7%	19.3%
毛利率%	30.7%	31.9%	32.7%	33.6%	34.6%
净资产收益率ROE%	13.9%	13.5%	14.2%	15.0%	15.5%
EPS(摊薄)(元)	1.31	1.42	1.70	2.06	2.45
市盈率 P/E(倍)	30.44	28.04	23.45	19.42	16.28
市净率 P/B(倍)	4.23	3.77	3.33	2.90	2.52

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为2023年08月15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	19,927	23,277	27,356	
货币资金	4,032	3,996	6,397	9,289	11,869	
应收票据	0	8	0	0	0	
应收账款	6,430	7,199	8,031	8,244	9,169	
预付账款	275	500	333	357	382	
存货	3,975	4,495	4,330	4,271	4,938	
其他	774	1,369	836	1,116	998	
非流动资产	11,510	13,624	14,485	14,400	14,209	
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	3,692	3,389	3,074	
无形资产	2,233	2,280	2,380	2,360	2,340	
其他	5,214	5,704	6,044	6,082	6,026	
资产总计	26,996	31,192	34,411	37,676	41,565	
流动负债	9,266	10,153	9,648	9,800	9,968	
短期借款	1,238	948	1,098	998	898	
应付票据	672	1,029	465	570	722	
应付账款	3,848	4,873	3,962	3,796	3,587	
其他	3,508	3,303	4,124	4,436	4,762	
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	12,701	12,853	13,021	
少数股东权益	362	599	644	699	765	
归属母公司股东权	16,579	18,578	21,066	24,124	27,779	
负债和股东权益	26,996	31,192	34,411	37,676	41,565	

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	42,975	46,757	50,785	
同比(%)	2.6%	9.1%	13.9%	8.8%	8.6%	
归属母公司净利润	2,302	2,499	2,988	3,608	4,305	
同比(%)	-18.4%	8.6%	19.6%	20.7%	19.3%	
毛利率(%)	30.7%	31.9%	32.7%	33.6%	34.6%	
ROE%	13.9%	13.5%	14.2%	15.0%	15.5%	
EPS(摊薄)(元)	1.31	1.42	1.70	2.06	2.45	
P/E	30.44	28.04	23.45	19.42	16.28	
P/B	4.23	3.77	3.33	2.90	2.52	
EV/EBITDA	19.01	20.30	14.64	12.22	9.97	

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	42,975	46,757	50,785	
营业成本	23,957	25,682	28,916	31,035	33,224	
营业税金及附加	177	208	236	257	279	
销售费用	5,424	6,335	7,134	7,776	8,420	
管理费用	1,167	1,249	1,526	1,683	1,803	
研发费用	980	1,016	1,246	1,449	1,600	
财务费用	22	78	95	70	123	
减值损失合计	-17	-4	-10	-10	-10	
投资净收益	-96	-142	-215	-145	-152	
其他	133	61	53	72	77	
营业利润	2,856	3,061	3,650	4,404	5,251	
营业外收支	-28	-30	-17	-17	-17	
利润总额	2,828	3,031	3,633	4,387	5,234	
所得税	489	498	600	724	864	
净利润	2,339	2,533	3,034	3,663	4,371	
少数股东损益	37	33	46	55	66	
归属母公司净利润	2,302	2,499	2,988	3,608	4,305	
EBITDA	3,577	3,957	4,594	5,258	6,177	
EPS(当年)(元)	1.32	1.43	1.70	2.06	2.45	

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	3,301	4,320	4,019	
净利润	2,339	2,533	3,034	3,663	4,371	
折旧摊销	598	712	519	545	551	
财务费用	84	100	124	153	149	
投资损失	53	116	53	116	215	
营运资金变动	13	-1,129	-672	-257	-1,281	
其它	83	50	81	72	77	
投资活动现金流	-1,987	-2,436	-1,616	-627	-540	
资本支出	-740	-1,178	-572	-232	-137	
长期投资	-946	-1,261	-829	-250	-250	
其他	-301	3	-215	-145	-152	
筹资活动现金流	-767	-100	716	-803	-899	
吸收投资	5	175	0	0	0	
借款	2,110	4,690	1,350	-100	-100	
支付利息或股息	-463	-579	-624	-703	-799	
现金流净增加额	423	-163	2,401	2,891	2,580	

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。

李汶静，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。

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。