

华东医药(000963)

点评报告

行业公司研究——医药商业II行业

证券研究报告

# 经受多重考验，业绩符合预期

## ——华东医药 2020 年年报点评

✍ 分析师：余剑秋 S1230520080007  
☎ 联系人：汤秀洁  
✉ 邮箱：tangxiujie@stocke.com.cn

### 报告导读

2020 年收入同比-5%，归母净利润同比+0.24%；Q4 单季度收入同比+4.7%，归母净利润同比-28.6%，核心子公司中美华东实现逆势增长，符合预期。

### 投资要点

□ **业绩概览：2020 年收入同比-5%，归母净利润同比+0.24%**

子公司中美华东积极克服集采失标影响，净利润略有增长。1) 收入：2020 年公司实现收入 336.8 亿元 (-5.0% YoY)，主要是新冠疫情及国家药品集采等因素叠加。2) 净利润：归母净利润 28.2 亿元 (+0.24% YoY)，保持净利润小幅正增长。其中，医药工业核心子公司中美华东积极克服集采影响，实现营业收入 110.4 亿元，同比+5.1%；实现净利润 23.3 亿元，同比+6.1%，ROE 35.5%。

**Q4 单季度收入同比增速回正。** Q4 单季度实现营收 81.8 亿元 (+4.7% YoY)，归母净利润 4.3 亿元 (-28.6% YoY)。2020Q1/Q2/Q3/Q4 单季度收入分别同比增长 -11.4%/-5.6%/-5.7%/+4.7%，归母净利润分别同比增长+26.5%/-15.3%/+7.0%/-28.6%，Q4 营收同比增速回正。

**盈利能力持续提升。** 1) 毛利率：2020 年毛利率 33% (同比+1pcts)，20Q4 单季度毛利率 27.9%。2) 费用率：2020 年销售费用率 17.7% (同比+1.4pcts)，管理费用率 3.0% (与去年同期基本持平)，研发费用率 2.8% (同比-0.3%)，财务费用率 0.1% (同比+0.1pcts)。综合来看，2020 年期间费用率 23.5%，去年同期为 22.5%，升高 1 个百分点。3) 净利率：2020 年净利率 8.6% (同比+0.4pcts)。

□ **业务：以医药工业为主导，积极拓展医药商业和医美产业**

**医药工业逆势增长，医药商业和医美业务受疫情冲击。** 1) 医药商业收入下滑约 8%。医药商业实现收入 230.1 亿元 (-8.3% YOY)，占比 66.3%，毛利率 7.5%。2) 医药工业克服集采等政策影响，逆势增长。医药工业收入 114 亿元 (+4.9% YOY)，占比 32.8%，毛利率 80.7%。虽然面临阿卡波糖失标考验，但公司阿卡波糖的市场份额并没有下降，院外和零售市场占比不断提升。3) 疫情下医美业务下滑幅度较大。医美业务 (国内+国外) 收入 9.4 亿元 (-29.0% YOY)，其中国际医美业务收入为 3.2 亿元 (-37.3% YOY)，毛利率 67.3%。

**医美板块：作为大健康产业核心战略领域之一，将成为公司全球化战略的开端。** 用于中面部组织提拉的可吸收埋线 Silhouette®Instalift，处于国内临床试验阶段；引进美国 R2 公司的冷触美容仪 F0 正筹备中国上市前相关工作；冷冻祛斑医疗器械 F1 有序推进中国的注册工作；新型高端含利多卡因玻尿酸填充剂 MaiLi 系列产品将于 2021 年上半年在欧洲市场上市，并启动中国市场注册工作；Sinclair 新进收购的西班牙 HighTech 冷冻溶脂产品 CooltechDefine 已获欧盟 CE 认证等。

□ **盈利预测及估值**

公司积极布局医药工业、医药商业和医美业务三大板块，已发展成为集医药研发、生产、经销为一体的大型综合性医药公司。预计 2021-2023 年归母净利润分别为 30.2、37.1、43.9 亿元，增速分别 7.2%、22.7%、18.3%，对应 PE 为 24、20、16 倍，维持买入评级。

### 评级

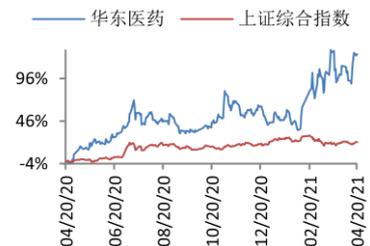
### 买入

上次评级 买入  
当前价格 ¥41.38

### 单季度业绩

### 元/股

4Q/2020 0.26  
3Q/2020 0.39  
2Q/2020 0.36  
1Q/2020 0.66



### 覆盖分析师

中小盘分析师：余剑秋  
执业证书编号：S1230520080007  
yujianqiu@stocke.com.cn

中小盘研究助理：汤秀洁  
执业证书编号：S1230120070032  
tangxiujie@stocke.com.cn

医药分析师：孙建  
执业证书编号：S1230520080006  
sunjian@stocke.com.cn

医药研究助理：毛雅婷  
执业证书编号：S1230120080071  
maoyating@stocke.com.cn

### 相关报告

1 《华东医药系列深度：工商一体医药龙头，抢滩高端医美蓝海》2021.04.01

报告撰写人：余剑秋

联系人：汤秀洁

**风险提示：**市场竞争加剧的风险、产品注册批件无法获批的风险、新药研发风险、公司战略失误的风险、医美业务占比较低有一定不确定性等。

### 财务摘要

(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	33683	37152	41644	49573
(+/-)	-4.97%	10.30%	12.09%	19.04%
净利润	2820	3023	3710	4390
(+/-)	0.24%	7.20%	22.72%	18.34%
每股收益(元)	1.61	1.73	2.12	2.51
P/E	25.68	23.95	19.52	16.49

## 1、业绩概览：2020 年收入同比-5%，归母净利润+0.24%

**核心子公司中美华东积极克服集采失标影响，净利润略有增长。**1) 收入：2020 年公司实现收入 336.8 亿元 (-5.0% YoY)，主要是新冠疫情及国家药品集采等因素叠加影响。2) 净利润：归母净利润 28.2 亿元 (+0.24% YoY)，保持净利润小幅正增长；3) 扣非：扣非归母净利润 24.3 亿元 (-5.6% YoY)，非经常性损益主要包括非流动资产处置和政府补助，主要系英国全资子公司 Sinclair 相关产品西欧地区市场经销权出让。医药工业核心子公司中美华东积极克服全国药品集中采购影响，稳住了市场，实现营业收入 110.4 亿元，同比+5.1%；实现净利润 23.3 亿元，同比+6.1%，ROE 35.5%，连续 14 年保持在 35%以上。

**Q4 单季度收入同比增速回正。**Q4 单季度实现营收 81.8 亿元 (+4.7% YoY)，归母净利润 4.3 亿元 (-28.6% YoY)。2020Q1/Q2/Q3/Q4 单季度收入分别同比增长-11.4%/-5.6%/-5.7%/+4.7%，归母净利润分别同比增长+26.5%/-15.3%/+7.0%/-28.6%，Q4 营收同比增速回正。

**盈利能力持续提升。**1) 毛利率：2020 年毛利率 33% (同比+1pcts)，20Q4 单季度毛利率 27.9%。2) 费用率：2020 年销售费用率 17.7% (同比+1.4pcts)，管理费用率 3.0% (与去年同期基本持平)，研发费用率 2.8% (同比-0.3%)，财务费用率 0.1% (同比+0.1pcts)。综合来看，2020 年期间费用率 23.5%，去年同期为 22.5%，升高 1 个百分点。3) 净利率：2020 年净利率 8.6% (同比+0.4pcts)。

向全体股东每 10 股派发现金红利 2.3 元 (含税)，送红股 0 股 (含税)，以资本公积金向全体股东每 10 股转增 0 股。

## 2、业务拆分：以医药工业为主导，积极拓展医药商业和医美产业

**业务覆盖三大领域，以医药工业为主导，同时拓展医药商业和医美产业。**1) 医药商业收入下滑约 8%。医药商业实现收入 230.1 亿元 (-8.3% YOY)，占比 66.3%，毛利率 7.5%，拥有中西药、医疗器械、药材参茸、健康产业四大业务板块，涵盖医药批发、医药零售、以冷链为特色的第三方医药物流、医药电商、医院增值服务及特色大健康产业。1) 医药工业克服集采等政策影响，逆势增长。医药工业实现收入 114.0 亿元 (+4.9% YOY)，占比 32.8%，毛利率 80.7%。虽然面临阿卡波糖失标考验，但公司阿卡波糖的市场份额并没有下降，院外和零售市场占比不断提升。3) 疫情下医美业务下滑幅度较大。医美业务 (国内+国外) 实现收入 9.4 亿元 (-29.0% YOY)，占比 2.8%，其中国际医美业务收入为 3.2 亿元 (-37.3% YOY)，毛利率 67.3%。

**医药工业板块：研发创新加速推进，产品管线不断丰富。**1) 集采和医保准入取得进展。2020 年 8 月，中美华东阿那曲唑片 (1mg)、博华制药多潘立酮片 (10mg) 在第三批全国药品集中采购中双双中标。2020 年 12 月中美华东的百令胶囊和阿卡波糖咀嚼片分别参加了国家医保局的医保支付标准及医保续约谈判并均谈判成功。2021 年 2 月，中美华东的泮托拉唑注射剂 (40mg) 在第四批全国药品集中采购中顺利中标。2) 公司有信心应对阿卡波糖挑战。通过对阿卡波糖片和阿卡波糖咀嚼片差异化的市场定位，继续深耕和发力基层、院外及零售市场，公司阿卡波糖产品的销量及整体市场份额全年保持稳定，院外和零售市场占比稳步提升。公司有信心在 2021 年实现阿卡波糖产品销量的继续增长。

图 1：公司糖尿病领域全产品线布局（研发进度截至 2021 年 4 月）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

**医药商业板块：优化调整业务结构，医药商业持续领跑浙江。** 1) **加快销售模式优化和转型**：在保持院内市场竞争地位的同时坚持拓展院外市场，加快“院内转院外，线下搬线上”，建立有效的线上线下结合的营销体系。2) **整合电商互联**：探索并转变零售药房的经营模式，通过自营 DTP 药房渠道，为顾客提供药学咨询、药品配送及特病患者回访等“增值服务”，构建以患者需求为中心的药学服务和药事服务体系。新冠疫情爆发之初，高速对接省市卫健与医保部门，省内首家推出“线上医保结算+送药到家服务”，打通“互联网+诊疗”全通道。

图 2：公司医药商业浙江全省网络覆盖



资料来源：Wind，浙商证券研究所

**医美业务板块：以 Sinclair 为医美运营中心，加速各产品注册及推广。**用于中面部组织提拉的可吸收埋线 Silhouette®Instalift，处于国内临床试验阶段；引进美国 R2 公司的冷触美容仪 F0 正筹备中国上市前相关工作；冷冻祛斑医疗器械 F1 在有序推进中国的注册工作；新型高端含利多卡因玻尿酸填充剂 MaiLi 系列产品将于 2021 年上半年在欧洲市场上市，并已启动中国市场注册工作；Sinclair 新进收购的西班牙 HighTech 公司冷冻溶脂产品 CooltechDefine 已获得欧盟 CE 认证等。

**图 3：公司主要医美产品研发情况**

公司名称	公司简介	与本公司关系	相关主要产品	适应症	公司(或子公司)权益
英国 Sinclair	全球化医美产品业务运营	全资子公司	胶原蛋白刺激剂 (Ellansé®)	面部修复+填充	全球权益
			美容埋线 (Silhouette®)	适用于中面部提拉手术, 短暂固定并提拉脸颊下真皮位置	全球权益
瑞士 Kylane	提供创新面部填充产品的生物科技公司	参股公司	MaiLi 系列, 含利多卡因成分的新型玻尿酸	面部修复+填充	全球权益
			两款重点研发产品	面部和身体填充剂	全球权益
美国 R2	医美领域冷冻祛斑和美白相关医疗器械及技术开发公司	参股公司	F1 (Glacial Rx™)	消除皮肤的良性色素病变	中、日、韩等34个亚洲国家地区的独家分销权
			F2	全身美白	
			F0 (Glacial Spa™)	全身美白	
韩国 Jetema	医美生物制药与医美器械领域全品类研发公司	产品授权合作关系, 无股权关系	Botulinum Toxin	除皱	中国独家代理权
西班牙 High Tech	聚焦能量源型医美设备, 集研发、生产及销售为一体	全资子公司	Cooltech	减脂	全球权益
			Cooltech Define		
			Crystile		
			Primelase	脱毛	
			ElySION		
			Define2.0	紧肤塑形	
			Define3.0		
			PrimelasePro		
Titania					

资料来源：Wind，浙商证券研究所

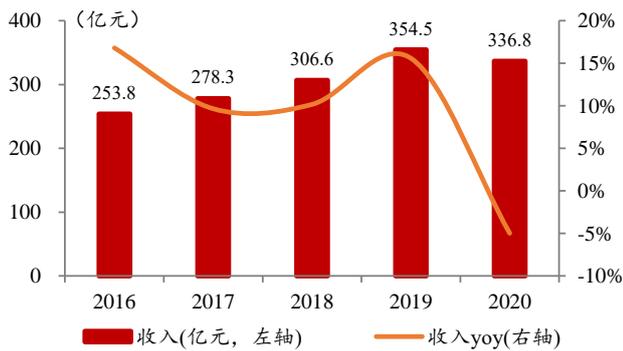
### 3、盈利预测及估值

公司业务覆盖医药全产业链，以医药工业为主导，积极拓展医药商业和医美产业，已发展成为集医药研发、生产、经销为一体的大型综合性医药公司。预计 2021-2023 年归母净利润分别为 30.2、37.1、43.9 亿元，增速分别 7.2%、22.7%、18.3%，对应 PE 为 24、20、16 倍，维持买入评级。

### 4、风险提示

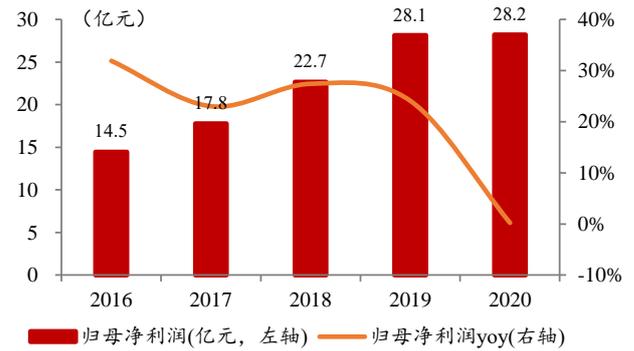
市场竞争加剧的风险、业务资质和产品注册批件无法按时办理续期风险、医美产品占比较低未来存在不确定性等风险。

图 4：2020 年公司收入 336.8 亿元，同比-5%



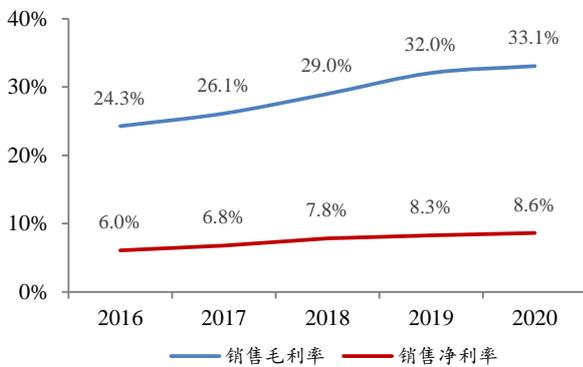
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 5：2020 年公司归母净利润 28.2 亿元，同比+0.24%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 6：2020 年公司毛利率 33.1%，净利率 8.6%



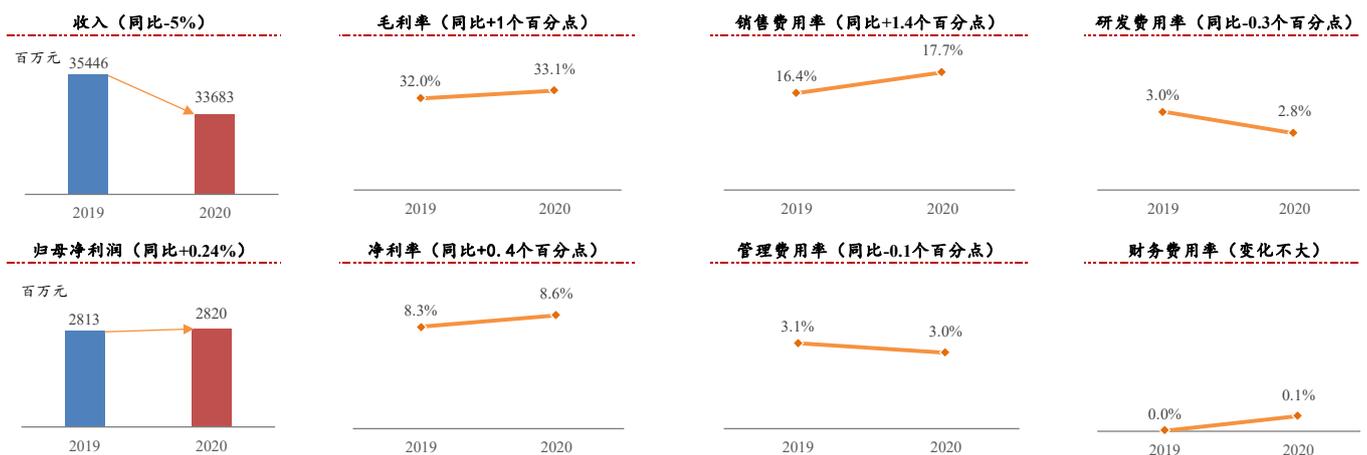
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 7：销售费用率 17.7%，管理费用率 3.0%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 8：公司 2020 年主要业绩指标一览



资料来源：Wind，浙商证券研究所

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	14656	18265	21839	27286
现金	3198	6044	8418	11262
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	6138	6919	7500	9064
其它应收款	83	96	106	125
预付账款	251	346	363	414
存货	4068	4293	4707	5676
其他	919	568	745	744
<b>非流动资产</b>	9545	9481	10327	11008
金融资产类	0	30	10	13
长期投资	850	387	487	575
固定资产	2420	2978	3557	4100
无形资产	1463	1616	1554	1538
在建工程	2240	2336	2483	2482
其他	2572	2134	2236	2300
<b>资产总计</b>	24201	27747	32166	38294
<b>流动负债</b>	8634	8686	9538	11088
短期借款	1417	899	991	1102
应付款项	4501	4797	5201	6298
预收账款	1	152	157	130
其他	2714	2838	3190	3557
<b>非流动负债</b>	388	762	501	550
长期借款	152	152	152	152
其他	237	610	349	399
<b>负债合计</b>	9022	9448	10039	11638
少数股东权益	560	656	774	914
归属母公司股东权	14620	17643	21352	25742
<b>负债和股东权益</b>	24201	27747	32166	38294
<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	3411	3398	3505	3857
净利润	2910	3119	3828	4530
折旧摊销	440	315	371	416
财务费用	34	(14)	(36)	(81)
投资损失	28	28	28	28
营运资金变动	355	(222)	(180)	(8)
其它	(355)	172	(505)	(1027)
<b>投资活动现金流</b>	(1739)	(713)	(1143)	(1061)
资本支出	(656)	(827)	(946)	(810)
长期投资	(624)	429	(78)	(91)
其他	(460)	(315)	(119)	(161)
<b>筹资活动现金流</b>	(726)	161	12	48
短期借款	761	(518)	91	112
长期借款	152	0	0	0
其他	(1639)	678	(79)	(64)
<b>现金净增加额</b>	947	2846	2374	2844

<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	33683	37152	41644	49573
营业成本	22550	24484	26979	32117
营业税金及附加	185	201	223	269
营业费用	5971	6687	7579	9022
管理费用	999	1144	1270	1512
研发费用	927	1073	1220	1487
财务费用	34	(14)	(36)	(81)
资产减值损失	27	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	(28)	(28)	(28)	(28)
其他经营收益	515	159	145	155
<b>营业利润</b>	3477	3707	4526	5376
营业外收支	(23)	(5)	17	1
<b>利润总额</b>	3453	3702	4543	5376
所得税	544	583	715	846
<b>净利润</b>	2910	3119	3828	4530
少数股东损益	90	96	118	140
<b>归属母公司净利润</b>	2820	3023	3710	4390
EBITDA	3925	4027	4877	5722
EPS (最新摊薄)	1.61	1.73	2.12	2.51
<b>主要财务比率</b>				
	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-4.97%	10.30%	12.09%	19.04%
营业利润	2.34%	6.64%	22.08%	18.77%
归属母公司净利润	0.24%	7.20%	22.72%	18.34%
<b>获利能力</b>				
毛利率	33.05%	34.10%	35.22%	35.21%
净利率	8.64%	8.40%	9.19%	9.14%
ROE	20.11%	18.06%	18.35%	18.00%
ROIC	18.04%	16.29%	16.46%	16.33%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	37.28%	34.05%	31.21%	30.39%
净负债比率	18.14%	15.22%	16.39%	13.52%
流动比率	1.70	2.10	2.29	2.46
速动比率	1.23	1.61	1.80	1.95
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.48	1.43	1.39	1.41
应收帐款周转率	5.51	5.81	5.92	6.08
应付帐款周转率	5.83	6.03	6.20	6.41
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.61	1.73	2.12	2.51
每股经营现金	1.95	1.94	2.00	2.20
每股净资产	8.36	10.08	12.20	14.71
<b>估值比率</b>				
P/E	25.68	23.95	19.52	16.49
P/B	4.95	4.10	3.39	2.81
EV/EBITDA	11.59	17.03	13.63	11.13

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>