

2023年08月18日

华东医药（000963.SZ）

公司快报

医美业务快速放量，创新管线即将密集收获

投资要点

- ◆ **2023H1 业绩继续稳中向好。**公司发布 2023 年半年度报告：2023H1 公司实现总营收 203.85 亿元（+12.02%），归母净利润 14.34 亿元（+6.96%），扣非归母净利润 14.27 亿元（+12.24%）；其中 2023Q2 实现总营收 102.71 亿元（+10.85%），归母净利润 6.79 亿元（+6.65%），扣非归母净利润 6.70 亿元（+16.85%）。公司经营业绩继续稳中向好，2023H1 营收及扣非归母净利润自 2020 年以来首次恢复双位数增长，主要系医药商业 2023H1 实现营收 136.31 亿元（+11.19%），保持稳健增长；医美业务 2023H1 实现营收 12.24 亿元（+36.40%），快速放量。
- ◆ **医美海内外双循环发展，有望保持高增长态势。**2023H1 医美板块快速增长，实现营收 12.24 亿元（+36.40%）。海外医美盈利能力提升，Sinclair 2023H1 实现销售收入 7629 万英镑（约 6.69 亿元人民币）（+26.07%），EBITDA 1260 万英镑。国内医美快速放量，欣可丽美学 2023H1 实现收入 5.16 亿元（+90.66%）。医美重点产品涵盖注射填充类产品及能量源设备，其中 Sinclair 引进的皮肤动能素预计 2023Q4 提交海外注册；MaiLi Extreme 国内已完成受试者疗效指标收集；V20 能量源设备国内预计 2023Q3 完成注册受理递交。随着全球医美市场不断开拓及创新医美产品陆续引入国内，公司医美业务有望继续保持高增长态势。
- ◆ **创新在研管线储备丰富，即将密集收获。**医药工业聚焦内分泌、自免及肿瘤三大核心领域，2023H1 中美华东实现营收（含 CSO 业务）60.54 亿元（+10.04%）。公司创新产品管线布局丰富，创新药及生物类似药在研项目 51 个。其中肿瘤领域，引进全球首创 ADC 新药索米妥昔单抗（卵巢癌）计划 2023Q3 提交 BLA，目前已获批先行引入海南；迈华替尼（晚期非鳞非小细胞肺癌）计划 2023 年内提交上市申请。内分泌领域，围绕 GLP-1 靶点深度布局，利拉鲁肽糖尿病&减肥适应症已获批上市，司美格鲁肽及德古胰岛素已启动 III 期临床。自免领域，用于治疗斑块状银屑病 HDM3001（乌司奴单抗生物类似药）上市申请已获受理，引进创新产品 ARCALYST®（CAPS）预计 2023 年提交 BLA。随着在研产品陆续获批，有望贡献业绩高增量。
- ◆ **投资建议：**公司各业务板块齐发力，医药工业创新在研管线即将密集收获，医药商业积极推进创新业务，医美及工业微生物高速发展。我们预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 29.87/36.45/44.97 亿元，增速分别为 19.5%/22.0%/23.4%，对应 PE 分别为 22/18/15 倍。首次覆盖，给予“买入-A”建议。
- ◆ **风险提示：**政策不确定性风险、投资并购风险、新药研发风险、在研产品上市不确定性风险、产品销售不及预期风险等。

医药 | 医药流通 III

投资评级

买入-A(首次)

股价(2023-08-18)

37.63 元

交易数据

总市值（百万元）	66,002.84
流通市值（百万元）	65,842.23
总股本（百万股）	1,754.00
流通股本（百万股）	1,749.73
12 个月价格区间	49.50/38.39

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-12.71	-4.13	-0.93
绝对收益	-14.86	-8.58	-11.2

分析师

赵宁达

 SAC 执业证书编号：S0910523060001
 zhaoningda@huajinsc.cn

相关报告

财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	34,563	37,715	42,325	46,950	52,060
YoY(%)	2.6	9.1	12.2	10.9	10.9
净利润(百万元)	2,302	2,499	2,987	3,645	4,497
YoY(%)	-18.4	8.6	19.5	22.0	23.4
毛利率(%)	30.7	31.9	32.8	33.8	35.1
EPS(摊薄/元)	1.31	1.42	1.70	2.08	2.56
ROE(%)	13.8	13.2	14.1	14.9	15.8
P/E(倍)	28.7	26.4	22.1	18.1	14.7
P/B(倍)	4.0	3.6	3.1	2.7	2.3
净利率(%)	6.7	6.6	7.1	7.8	8.6

数据来源：聚源、华金证券研究所

盈利预测核心假设

医药商业：传统业务院内及院外市场齐发力，提质增效；创新业务聚焦产品代理、三方物流、医药电商、特色大健康等领域，持续拓展。假设 2023-2025 年商业收入增速 9%/7%/6%，毛利率 7.0%/6.9%/6.8%。

制造业：医药工业方面，深耕内分泌、自免及肿瘤三大治疗领域，在研创新药及生物类似药 51 个；其中利拉鲁肽糖尿病&减肥适应症已上市，HDM3001（乌司奴单抗生物类似药）上市申请已获受理，索米妥昔单抗（ADC）计划 2023Q3 提交 BLA，后续有望快速放量。工业微生物方面，xRNA、特色原料药&中间体、大健康&生物材料、动物保健四大领域全面发力，持续优化产品结构，积极拓展国际业务。假设 2023-2025 年制造业收入增速 13%/15%/17%，毛利率 78%/77%/76%。

医美业务：国际医美 Sinclair 积极开展医美产品在全球 40 余个国家的上市注册工作，随着全球医美市场不断开拓，国际医美业务有望继续保持增长趋势；国内医美欣可丽美学持续拓展并领跑再生医美市场，随着国内消费市场持续复苏向好，叠加创新“医美+生美”产品陆续引入国内，国内医美业务有望保持高增长态势。假设 2023-2025 年医美业务收入增速 50%/30%/25%，毛利率 75%/74%/73%。

综上，我们预计公司 2023-2025 年将实现营业收入 423.25/469.51/520.60 亿元，同比增长 12.22%/10.93%/10.88%。

表 1：公司营收拆分预测（亿元）

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	336.83	345.63	377.15	423.25	469.51	520.60
YOY	-4.97%	2.61%	9.12%	12.22%	10.93%	10.88%
毛利率	33.1%	30.7%	31.9%	32.8%	33.8%	35.1%
商业收入	230.11	242.04	256.01	279.05	298.58	316.50
YOY	-8.32%	5.18%	5.77%	9.00%	7.00%	6.00%
毛利率	7.5%	7.2%	7.1%	7.0%	6.9%	6.8%
制造业	113.98	105.19	113.47	128.22	147.45	172.52
YOY	4.91%	-7.71%	7.87%	13.00%	15.00%	17.00%
毛利率	80.7%	78.8%	78.4%	78.0%	77.0%	76.0%
医美业务	3.19	10.02	16.64	24.96	32.45	40.56
YOY	-37.33%	214.11%	66.07%	50.00%	30.00%	25.00%
毛利率	67.3%	76.6%	75.8%	75.0%	74.0%	73.0%
其他业务		-1.90	2.26	2.26	2.26	2.26
分部间抵销	-10.45	-9.72	-11.24	-11.24	-11.24	-11.24

资料来源：Wind，华金证券研究所测算

可比公司估值

公司主营业务聚焦医药商业、医药工业及医美三大板块。可比公司方面，医药商业板块选取柳药集团、国药股份及上海医药，医药工业板块选取贝达药业、信立泰及恒瑞医药，医美板块选取爱美客及华熙生物，公司估值水平低于可比公司平均。

表 2：可比公司估值对比

证券代码	证券简称	收 盘 价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
医药商业									
603368.SH	柳药集团	20.68	74.91	2.32	2.78	3.34	8.90	7.43	6.19
600511.SH	国药股份	32.94	248.53	3.00	3.39	3.88	10.99	9.71	8.50
601607.SH	上海医药	19.25	645.54	1.71	1.90	2.14	11.28	10.15	8.99
医药工业									
300558.SZ	贝达药业	45.10	188.28	0.83	1.23	1.58	54.51	36.76	28.53
002294.SZ	信立泰	27.84	310.36	0.69	0.84	1.03	40.64	33.04	27.04
600276.SH	恒瑞医药	39.95	2,548.41	0.75	0.91	1.09	53.42	44.13	36.71
医美									
300896.SZ	爱美客	430.72	931.91	8.92	12.55	16.84	48.28	34.33	25.58
688363.SH	华熙生物	97.35	468.91	2.62	3.36	4.15	37.10	28.96	23.47
平均值							33.14	25.56	20.62
000963.SZ	华东医药	37.63	660.03	1.70	2.08	2.56	22.10	18.11	14.68

资料来源：Wind、华金证券研究所测算（其中可比公司 EPS、PE 均来自 Wind 一致预期，股价为 2023/08/18 日）

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	15487	17568	20958	23499	25621
现金	4032	3996	6509	7221	8238
应收票据及应收账款	6430	7207	8098	8880	9945
预付账款	275	500	370	595	475
存货	3975	4495	4886	5365	5777
其他流动资产	774	1369	1095	1438	1186
非流动资产	11510	13624	14611	15446	16327
长期投资	985	1659	2291	2910	3517
固定资产	3077	3982	4155	4288	4424
无形资产	2233	2921	3109	3179	3298
其他非流动资产	5214	5062	5056	5070	5088
资产总计	26996	31192	35569	38945	41948
流动负债	9266	10153	12209	12528	11639
短期借款	1238	948	3087	1725	948
应付票据及应付账款	4520	5902	5641	6972	6737
其他流动负债	3508	3303	3480	3830	3955
非流动负债	789	1863	1631	1442	1225
长期借款	139	1051	858	649	443
其他非流动负债	650	811	773	792	783
负债合计	10055	12016	13839	13970	12865
少数股东权益	362	599	674	752	838
股本	1750	1754	1754	1754	1754
资本公积	2230	2378	2378	2378	2378
留存收益	12647	14639	17134	20158	23827
归属母公司股东权益	16579	18578	21056	24223	28245
负债和股东权益	26996	31192	35569	38945	41948

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3170	2382	2849	4453	4269
净利润	2339	2533	3062	3724	4582
折旧摊销	516	629	694	772	870
财务费用	22	78	59	31	-55
投资损失	96	142	70	84	98
营运资金变动	13	-1136	-1027	-150	-1218
其他经营现金流	184	136	-8	-8	-8
投资活动现金流	-1987	-2436	-1743	-1683	-1841
筹资活动现金流	-767	-100	-733	-697	-634

每股指标 (元)

每股收益(最新摊薄)	1.31	1.42	1.70	2.08	2.56
每股经营现金流(最新摊薄)	1.81	1.36	1.62	2.54	2.43
每股净资产(最新摊薄)	9.45	10.59	12.00	13.81	16.10

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	34563	37715	42325	46950	52060
营业成本	23957	25682	28446	31083	33783
营业税金及附加	177	208	225	252	278
营业费用	5424	6335	7407	8263	9319
管理费用	1167	1249	1348	1507	1703
研发费用	980	1016	1155	1286	1437
财务费用	22	78	59	31	-55
资产减值损失	-59	-73	-54	-67	-82
公允价值变动收益	0	28	0	0	0
投资净收益	-96	-142	-70	-84	-98
营业利润	2856	3061	3660	4477	5516
营业外收入	3	8	35	15	15
营业外支出	31	38	37	35	35
利润总额	2828	3031	3658	4456	5495
所得税	489	498	596	733	913
税后利润	2339	2533	3062	3724	4582
少数股东损益	37	33	75	79	86
归属母公司净利润	2302	2499	2987	3645	4497
EBITDA	3306	3667	4348	5193	6233

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	2.6	9.1	12.2	10.9	10.9
营业利润(%)	-17.9	7.2	19.6	22.3	23.2
归属于母公司净利润(%)	-18.4	8.6	19.5	22.0	23.4
获利能力					
毛利率(%)	30.7	31.9	32.8	33.8	35.1
净利率(%)	6.7	6.6	7.1	7.8	8.6
ROE(%)	13.8	13.2	14.1	14.9	15.8
ROIC(%)	12.4	12.0	11.9	13.6	14.8
偿债能力					
资产负债率(%)	37.2	38.5	38.9	35.9	30.7
流动比率	1.7	1.7	1.7	1.9	2.2
速动比率	1.2	1.1	1.2	1.3	1.6
营运能力					
总资产周转率	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3
应收账款周转率	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5
应付账款周转率	5.3	4.9	4.9	4.9	4.9
估值比率					
P/E	28.7	26.4	22.1	18.1	14.7
P/B	4.0	3.6	3.1	2.7	2.3
EV/EBITDA	19.4	17.8	14.9	12.0	9.7

资料来源：聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

赵宁达声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn