

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

李汶静 美护行业研究助理

联系电话: 17380152149

邮箱: liwenjing@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): 与重庆誉颜签署股权投资&产品独家经销协议, 重组肉毒进一步完善公司肉毒管线布局

2023年11月15日

事件: (1) 华东医药全资子公司欣可丽美学、杭州产投、拱墅国投与重庆誉颜制药有限公司及其股东代表共同签订股权投资协议, 各投资方以共计人民币3亿元认购重庆誉颜新增注册资本人民币210.226万元, 对应于本次交易后共计8.5714%的股权; 其中欣可丽美学出资人民币1.5亿元, 本次交易后持有重庆誉颜4.2857%的股权(据此测算重庆誉颜估值为35亿元)。(2) 华东医药与重庆誉颜签署独家经销协议, 获得重庆誉颜拥有的重组A型肉毒毒素YY001产品在中国大陆、香港特别行政区、澳门特别行政区医美适应症领域的独家商业化权益。

► **行业角度来看, 肉毒使用率较高, 中国市场庞大且快速增长。**根据ISAPS, 肉毒素是使用率最高的非手术类医美项目, 2022年全球整形外科医师施行922万例, 占有非手术类医美项目比例为48.9%, 同比增长26.1%, 均高于玻尿酸。中国的肉毒素市场庞大, 且具有快速增长的特点。根据弗若斯特沙利文的数据, 2017-2021年, 中国肉毒素产品的市场规模由人民币19亿元增加至人民币46亿元, 复合年增长率为25.6%, 预计市场规模将于2025年及2030年分别达到人民币126亿元及人民币390亿元, 复合增速为25.4%。

► **重组肉毒毒素YY001具备相比天然肉毒更高的安全性和较低的制备成本。**根据弗若斯特沙利文报告, 天然肉毒毒素存在: ①**免疫源性问题:**天然肉毒通常包含辅助蛋白及其他梭菌蛋白, 该等蛋白在注射中无活性, 并潜在增加免疫原性, 而引发安全性问题。②**生产成本较高:**天然肉毒毒素的生产过程较为复杂、需要在储存运输过程中维持冷链, 导致成本较高。YY001作为通过新型重组蛋白生产途径生产的重组肉毒毒素, 具备以下优势: ①**纯度、安全性较高:**YY001的150kDa神经毒素比例可达98%, 远超天然肉毒毒素产品中的150kDa神经毒素比例, 其高纯度降低了外源蛋白质进入人体并避免相关免疫源性风险, 提高产品安全性。②**制备成本较低:**产品可从简单培养基中通过扩展、重复的方式高效制备, 有效降低YY001生产成本。 **临床进度&产能方面,**YY001于2022年3月获得中国药监局批准开展临床研究, 目前已成功完成以改善中度至重度眉间纹为适应症的I/II期药物临床试验, 正在积极推进III期临床试验, 其冻干制剂生产线已于2023年Q1开始投入使用, 年产能可达200万瓶。

► **重组肉毒加入后公司肉毒管线进一步丰富, 未来继续合作探索长效肉毒研发。**公司近期引进的韩国肉毒素产品ATGC-110为零复合蛋白成分的肉毒杆菌素, 通过去除导致抗药性的无毒蛋白来减少抗药性, 具有对重复治疗和大剂量治疗相对安全的优点。 **从产品效果上看,**YY001和ATGC-110两款肉毒素产品可根据差异化的疗效满足求美者年轻化与高安全性的需求; **从覆盖市场来看,**ATGC-110将主要聚焦全球医美肉毒素市场, 计划在全球多个国家和地区同步启动注册工作, YY001主要覆盖中国大陆、香港&澳门特别行政区; **从临床注册进度来看,**YY001将有望早于ATGC-110在中国市场上市。 **未来研发合作方面,**公司将与重庆誉颜达成战略合作, 充分利用各自优势合作研发长效肉毒毒素产品, 有望在肉毒毒素市场中实现差异化竞争。

► **盈利预测:**今年以来公司国内医美核心产品伊妍仕持续亮眼增长、海外医美有望于今年实现盈利, 公司整体医美业务的盈利能力继续增强, 此外, 利拉鲁肽减重适应症产品亦在持续放量, 可期待24年对公司收入、利润有更好贡献, 近期肉毒管线的布局完善有助于公司打造“一站式”面部年轻化塑美方案, 公司医美业务综合竞争力有望继续得到强化。我们预计2023-2025年公司归母净利润为29.42/36.08/43.71亿元, 同比分别增长

17.7%/22.6%/21.2%，对应 PE 分别为 25/20/17X。

➤ **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	42,880	46,757	50,940
增长率 YoY %	2.6%	9.1%	13.7%	9.0%	8.9%
归属母公司净利润(百万元)	2,302	2,499	2,942	3,608	4,371
增长率 YoY%	-18.4%	8.6%	17.7%	22.6%	21.2%
毛利率%	30.7%	31.9%	32.5%	33.9%	35.4%
净资产收益率ROE%	13.9%	13.5%	14.0%	14.6%	15.1%
EPS(摊薄)(元)	1.31	1.42	1.68	2.06	2.49
市盈率 P/E(倍)	31.56	29.06	24.69	20.13	16.62
市净率 P/B(倍)	4.38	3.91	3.45	2.95	2.50

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 11 月 14 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	20,515	24,848	30,288
货币资金	4,032	3,996	6,863	10,712	15,204
应收票据	0	8	0	0	0
应收账款	6,430	7,199	7,573	8,072	8,603
预付账款	275	500	333	355	378
存货	3,975	4,495	4,415	4,260	4,529
其他	774	1,369	1,331	1,448	1,574
非流动资产	11,510	13,624	15,163	15,078	14,887
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	6,722	6,760	6,704
资产总计	26,996	31,192	35,678	39,926	45,175
流动负债	9,266	10,153	12,564	13,149	13,960
短期借款	1,238	948	848	848	848
应付票据	672	1,029	2,011	1,973	2,102
应付账款	3,848	4,873	5,632	6,006	6,397
其他	3,508	3,303	4,073	4,322	4,615
非流动负债	789	1,863	1,432	1,432	1,432
长期借款	139	1,051	751	751	751
其他	650	811	680	680	680
负债合计	10,055	12,016	13,995	14,581	15,392
少数股东权益	362	599	643	698	765
归属母公司股东权	16,579	18,578	21,039	24,647	29,018
负债和股东权益	26,996	31,192	35,678	39,926	45,175

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	42,880	46,757	50,940
同比(%)	2.6%	9.1%	13.7%	9.0%	8.9%
归属母公司净利润	2,302	2,499	2,942	3,608	4,371
同比(%)	-18.4%	8.6%	17.7%	22.6%	21.2%
毛利率(%)	30.7%	31.9%	32.5%	33.9%	35.4%
ROE%	13.9%	13.5%	14.0%	14.6%	15.1%
EPS(摊薄)(元)	1.31	1.42	1.68	2.06	2.49
P/E	31.56	29.06	24.69	20.13	16.62
P/B	4.38	3.91	3.45	2.95	2.50
EV/EBITDA	19.01	20.30	15.96	12.63	9.84

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	42,880	46,757	50,940
营业成本	23,957	25,682	28,962	30,888	32,896
营业税金及附加	177	208	236	257	280
销售费用	5,424	6,335	6,890	7,715	8,558
管理费用	1,167	1,249	1,565	1,755	1,936
研发费用	980	1,016	1,265	1,473	1,630
财务费用	22	78	75	38	66
减值损失合计	-17	-4	-10	-20	-10
投资净收益	-96	-142	-236	-145	-153
其他	133	61	31	29	32
营业利润	2,856	3,061	3,673	4,495	5,442
营业外收支	-28	-30	-21	-17	-17
利润总额	2,828	3,031	3,652	4,478	5,425
所得税	489	498	665	815	987
净利润	2,339	2,533	2,987	3,663	4,438
少数股东损益	37	33	45	55	67
归属母公司净利润	2,302	2,499	2,942	3,608	4,371
EBITDA	3,577	3,957	4,246	5,061	6,043
EPS (当年)(元)	1.32	1.43	1.68	2.06	2.49

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	6,088	4,553	5,109
净利润	2,339	2,533	2,987	3,663	4,438
折旧摊销	598	712	519	545	551
财务费用	84	100	85	77	77
投资损失	53	116	53	116	236
营运资金变动	13	-1,129	2,218	21	-207
其它	83	50	42	102	97
投资活动现金流	-1,987	-2,436	-2,279	-627	-540
资本支出	-740	-1,178	-718	-232	-137
长期投资	-946	-1,261	-829	-250	-250
其他	-301	3	-732	-145	-153
筹资活动现金流	-767	-100	-921	-77	-77
吸收投资	5	175	52	0	0
借款	2,110	4,690	-400	0	0
支付利息或股息	-463	-579	-594	-77	-77
现金流净增加额	423	-163	2,866	3,849	4,492



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 1 月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

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。