



## 买入(首次)

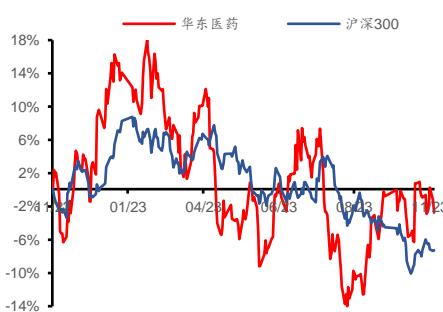
行业: 医药生物  
日期: 2023年11月15日

分析师: 王盼  
Tel: 021-53686243  
E-mail: wangpan@shzq.com  
SAC 编号: S0870523030001  
联系人: 王真真  
Tel: 021 -53686246  
E-mail: wangzhenzhen@shzq.co  
m  
SAC 编号: S0870122020012  
联系人: 梁瑞  
Tel: 021-53686409  
E-mail: liangrui@shzq.com  
SAC 编号: S0870123050017

### 基本数据

最新收盘价 (元)	41.40
12mth A 股价格区间 (元)	36.62-50.58
总股本 (百万股)	1,754.43
无限售 A 股/总股本	99.73%
流通市值 (亿元)	724.39

### 最近一年股票与沪深 300 比较



### 相关报告:

## 战略重塑, 美丽焕新

### ■ 投资摘要

#### 华东医药: 由医药拓医美, 迈入增长新阶段

华东医药股份有限公司创建于1993年, 历经30年的发展公司业务覆盖医药全产业链, 以医药工业为主导, 同时拓展医药商业、医美产业和工业微生物业务。2020年以来受集采及疫情等外部环境影响, 公司营收和净利润增速出现回落。2022年公司实现总营收为377亿元 (yoy+9%), 归母净利润为25亿元 (yoy+9%)。其中, 公司通过前瞻布局, 先发进军医美市场, 实现医美业务的高速增长, 2022年公司医美板块合计实现营业收入 19.15 亿元, 按可比口径同比增长91%。医药方面加强研发创新, 有望重回较快增长趋势, 2022年中美华东实现销售收入(含CSO业务) 112.44亿元, 同比增长10.88%。

#### 少女针领跑再生类产品, 深耕高端注射市场

2021年公司伊妍仕少女针成功获得三类医疗器械证, 目前, 国内获批三类医疗器械的再生类产品仅圣博玛的艾维澜、爱美客的童颜针以及华东医药的少女针三款。少女针上市后凭借产品优势及先发优势快速放量, 截至2022年底, 欣可丽美学签约合作医院数量已超500家, 培训认证医生数量超过1100人。2022年国内全资子公司欣可丽美学实现营收6.26亿元并实现较好盈利。此外, 公司深耕医美高端市场, 多款面部及身体填充注射产品在研。其中MaiLi玻尿酸定位高端, 根据2023三季报, MaiLi Extreme 透明质酸于2023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, 期待MaiLi玻尿酸在国内获批上市。

#### 战略布局光电设备领域, 逐渐步入收获期

公司在2021年收购西班牙High Tech 100%股权, 获得了Cooltech等冷冻溶脂器械及Primelase等激光脱毛设备等系列产品; 2022年2月Sinclair完成了对专注医美无创及微创能量源设备的美国Viora公司股权的收购, 进一步扩充了公司医美创新产品管线。多款产品预计将在国内上市, 光电设备将迎来收获期。2022Q1酷雪Glacial Spa®在国内成功完成了全球首发, 根据2022年年报已与国内超过40家美业机构开展商业化合作, 2023年将进一步拓宽合作模式, 加快和国内美业机构的合作和市场覆盖。此外主打精细部位“抗衰+紧致”双重功效的光电射频类产品Reaction®芮艾堤已在国内上市, 期待产品放量。

#### 全周期、差异化创新产品管线, 期待重磅新品上市

公司持续加强医药业务研发创新, 成立了全球新药研发中心, 构建了覆盖从药物发现、药学研究、临床前研究、临床研究至产业化的较为完整的药物研发自主创新体系。根据2023年中报, 公司已储备在研创新药及生物类似药项目51款, 覆盖内分泌、自身免疫及肿瘤等领域, 有效保障了持续有创新产品临床推进和上市的良好发展态势, 为中长期发展提供新动能。

#### 工业微生物有望成为增长新动能

公司持续拓展工业微生物领域, 2022年公司通过整合传统原料药业, 拓展创新药物原料、大健康产品原料等新业务快速抢占市场, 整体业务继续保持稳步增长态势, 全年合计实现销售收入5.1亿元, 同比

增长22%。公司已确立了创新药物（xRNA&ADC药物）原料、医药原料药&中间体、大健康&医美原料、宠物动保和特色生物材料五大方向。预计将不断通过研发丰富五大业务领域高创新性、高技术壁垒、高附加值的产品管线，并持续优化产品结构，有望成为公司增长的又一引擎。

### ■ 投资建议

我们认为国内医美市场长期渗透率仍有较大的提升空间，以注射填充和光电等项目为主的轻医美成为医美的主流项目。公司全面布局注射填充+光电设备产品，伊妍仕上市后快速放量持续领跑，后续玻尿酸及光电多款在研产品接力上市，医美业务增长动能强劲。医药工业逐渐走出集采影响，创新药逐步商业化为医药工业板块带来新的增长点。布局工业微生物业务，有望贡献新增量。我们预计公司2023-2025年营业收入分别为420/463/511亿元，同比增速分别为11.4%、10.3%、10.2%，归母净利润分别为30/36/43亿元，同比增速分别为18.2%、21.1%、20.6%，对应每股收益分别为1.68/2.04/2.46元/股，对应PE分别为25/20/17倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

### ■ 风险提示

存量产品降价风险；监管政策变化风险；新药研发风险；汇率波动风险等。

### ■ 数据预测与估值

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	37715	42016	46348	51074
年增长率	9.1%	11.4%	10.3%	10.2%
归母净利润	2499	2954	3578	4314
年增长率	8.6%	18.2%	21.1%	20.6%
每股收益（元）	1.42	1.68	2.04	2.46
市盈率（X）	29.06	24.59	20.30	16.84
市净率（X）	3.91	3.45	3.01	2.62

资料来源：Wind，上海证券研究所（2023年11月14日收盘价）

## 目 录

<b>1 综合性药企龙头，迈入增长新阶段.....</b>	<b>5</b>
1.1 发展历史：医药底蕴深厚，拓展医美新引擎 .....	5
1.2 医美业务增势迅猛，医药工业趋势向好 .....	6
1.3 股权激励核心人员，增强长期发展信心 .....	8
<b>2 医美：多元布局，持续领跑.....</b>	<b>8</b>
2.1 伊妍仕领跑再生产品，持续发力高端注射市场 .....	9
2.2 加码“无创+微创”能量源设备，轻医美全面开花.....	11
<b>3 医药：创新研发，稳健增长.....</b>	<b>14</b>
3.1 医药工业：加强研发创新，在研管线丰富 .....	14
3.2 工业微生物：加速布局，有望贡献新增量 .....	18
3.3 医药商业：渠道覆盖广，盈利能力企稳 .....	20
<b>4 盈利预测及投资建议.....</b>	<b>22</b>
4.1 盈利预测 .....	22
4.2 投资建议 .....	22
<b>5 风险提示： .....</b>	<b>24</b>

## 图

<b>图 1：公司发展历程 .....</b>	<b>5</b>
<b>图 2：公司营收及增速 .....</b>	<b>6</b>
<b>图 3：公司归母净利润及增速 .....</b>	<b>6</b>
<b>图 4：公司医药商业营收及增速 .....</b>	<b>7</b>
<b>图 5：公司医药工业营收及增速 .....</b>	<b>7</b>
<b>图 6：公司医美业务营收及增速 .....</b>	<b>7</b>
<b>图 7：公司主营业务收入结构（%） .....</b>	<b>7</b>
<b>图 8：公司毛利率和净利率 .....</b>	<b>8</b>
<b>图 9：公司费用率比较 .....</b>	<b>8</b>
<b>图 10：公司医美业务发展历程 .....</b>	<b>9</b>
<b>图 11：2015-2022 年中国埋线减肥市场规模统计及预测 ....</b>	<b>11</b>
<b>图 12：2022 年医美消费者最钟爱/最想尝试的医美项目 .....</b>	<b>12</b>
<b>图 13：2019-2022 年各类项目在轻医美中的 GMV 占比 .....</b>	<b>12</b>
<b>图 14：公司部分皮肤管理仪器（截至 2022 年报） .....</b>	<b>12</b>
<b>图 15：公司部分身体美容仪器（截至 2022 年报） .....</b>	<b>13</b>
<b>图 16：公司历年医药工业营收及增速 .....</b>	<b>15</b>
<b>图 17：医药工业毛利率 .....</b>	<b>15</b>
<b>图 18：公司历年研发费用及增速 .....</b>	<b>15</b>
<b>图 19：华东医药全球研发生态圈 .....</b>	<b>15</b>
<b>图 20：华东医药糖尿病领域全产品线布局（截止 2023 年 8 月） .....</b>	<b>17</b>
<b>图 21：中国自免药物市场规模及增长（亿美元） .....</b>	<b>18</b>
<b>图 22：工业微生物五大研发方向 .....</b>	<b>19</b>
<b>图 23：工业微生物业务产业基地 .....</b>	<b>19</b>
<b>图 24：三个微生物研发平台 .....</b>	<b>19</b>

---

图 25：公司医药商业营收及增速 .....	20
图 26：医药商业毛利率 .....	20
图 27：医药商业浙江供应链体系 .....	21

## 表

表 1：主要再生类产品比较 .....	9
表 2：公司国内医美产品注册及上市进度（截至 2023 三季报） .....	14
表 3：公司营收拆分（百万元） .....	22
表 4：可比公司估值 .....	23

## 1 综合性药企龙头，迈入增长新阶段

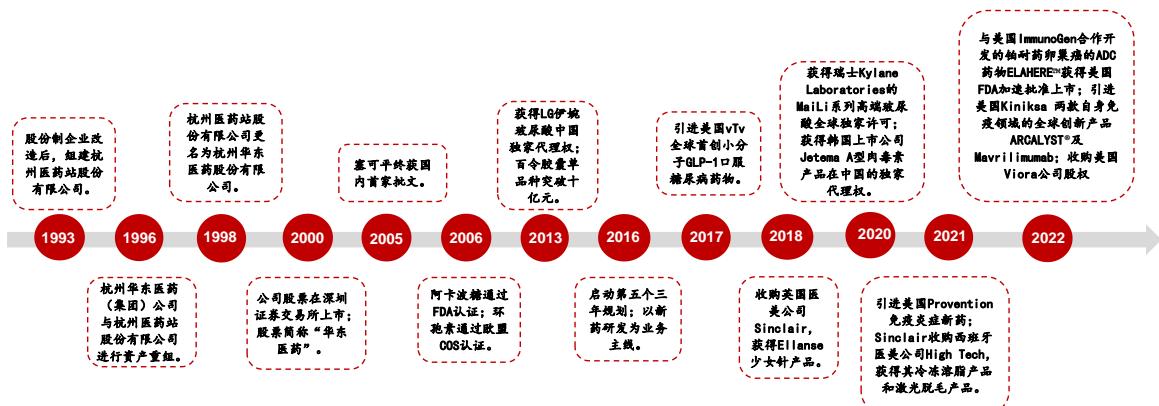
### 1.1 发展历史：医药底蕴深厚，拓展医美新引擎

华东医药股份有限公司创建于 1993 年，于 2000 年在深圳证券交易所上市。历经 30 余年的发展，公司业务覆盖医药全产业链，以医药工业为主导，同时拓展医药商业、医美产业和工业微生物业务，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上市公司。

**1993 年-2019 年，逐渐成长为医药龙头：**1993 年，杭州医药站股份有限公司作为华东医药前身成立。在 1996 年公司重组后，于 1999 年更名为华东医药股份有限公司，并成功于 2000 年在深圳证券交易所上市交易，基本完成公司的初期积累。随后，华东医药进行“二次创业”，提出“百令胶囊进军全国，赛斯平走向世界”的策略。2005 年，公司产品“赛可平”获得国内首家生产批文；2006 年，阿卡波糖和环孢素分别通过 FDA 认证与欧盟 COS 认证，公司产品实现出海；在 2008 年，中美华东销售突破 10 亿大关。2013 年，公司获得 LG 伊婉玻尿酸中国独家代理权；产品“百令胶囊”销售额突破 10 亿元。2019 年，公司医药工业销售首次突破 100 亿元，构建了以中美华东为中心的全球化研发战略协作生态圈。

**2020 年至今，加强医药研发创新，医美逐渐放量：**2020 年以来受集采等因素影响，公司持续进行战略调整，加强医药工业研发创新，在研产品管线丰富；医药商业在稳固院内市场的同时加强院外市场拓展和产品结构调整；拓展医美业务，少女针上市后快速放量，成为公司又一增长引擎。2022 年公司医美板块合计实现营业收入 19.15 亿元，按可比口径同比增长 91%。其中 Sinclair 实现合并营业收入约 11.44 亿元，自收购以来首次实现年度经营性盈利；国内子公司欣可丽美学实现营收 6.26 亿元。

图 1：公司发展历程

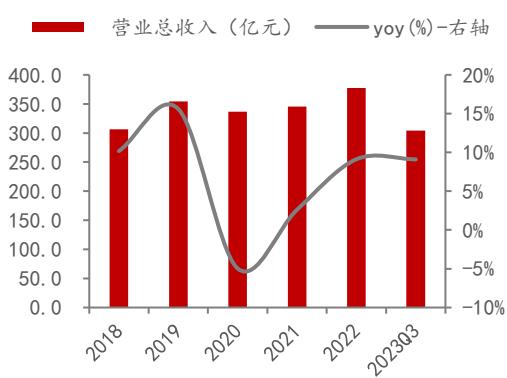


资料来源：公司官网，公司公告，上海证券研究所

## 1.2 医美业务增势迅猛，医药工业趋势向好

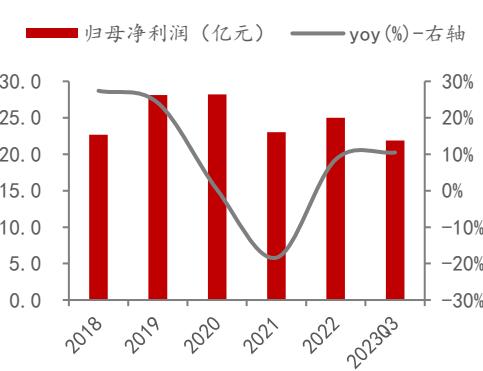
营收持续增长，盈利表现稳健向好。营收端，公司 2020 年受疫情冲击、阿卡波糖集采失标及医保谈判降价等因素影响，整体营收为 337 亿元，同比小幅下降。公司持续加大医美业务布局，加强医药工业研发创新和医药商业的优化转型，2021 年营收平稳增长，2022 年重回较快增长。利润端，受医药工业行业整体调整影响公司归母净利润 2021 年下降 18%，2022 年公司加快推进各项经营及创新转型工作，归母净利润重回增长轨道。

图 2：公司营收及增速



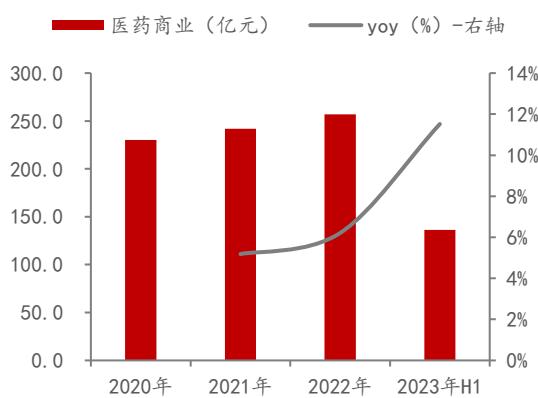
资料来源：同花顺，上海证券研究所

图 3：公司归母净利润及增速

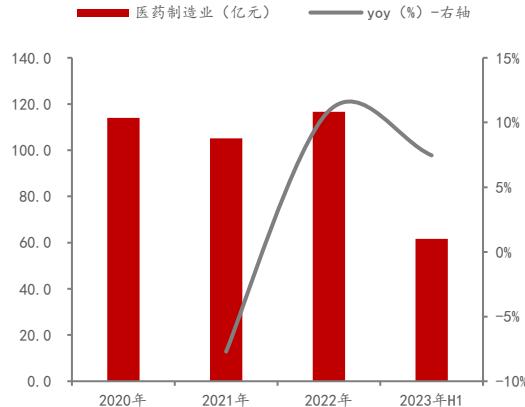


资料来源：同花顺，上海证券研究所

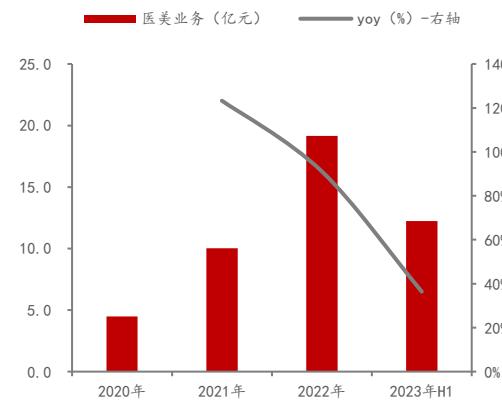
医药商业仍贡献主要收入，医美业务成长迅速。医药商业仍是公司业务的主要贡献部分，2022 年占公司主营业务收入的 68%。2020-2022 年公司医药商业营收分别为 230、242、257 亿元，同比增速分别为-8%、5%、6%，恢复稳健增长。2021 年医药工业营收同比下降 8%，主要是受到了部分产品国家药品集采和医保谈判降价等因素影响。2022 年公司努力克服市场竞争和波动影响，经营趋势持续稳定向好，经营指标由期初下降转向恢复性增长，全年所有核心产品的销量均实现稳定及快速增长，逐渐摆脱集采降价对经营带来的影响。2022 年实现营收 117 亿元，同比增长 11%。医美业务占比由 2020 年的 1% 提升至 2022 年的 5%，快速提升。2022 年公司医美业务营收达到 19 亿元，同比增长 91%。

**图 4: 公司医药商业营收及增速**


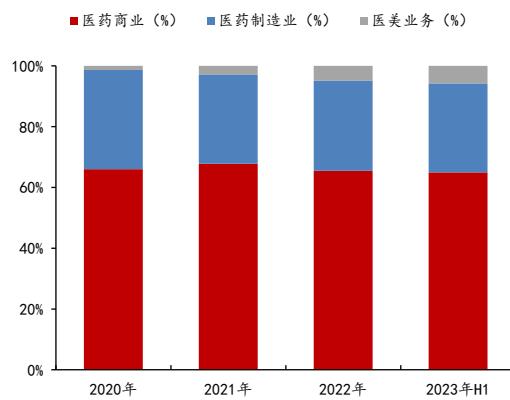
资料来源：同花顺，上海证券研究所

**图 5: 公司医药工业营收及增速**


资料来源：同花顺，上海证券研究所

**图 6: 公司医美业务营收及增速**


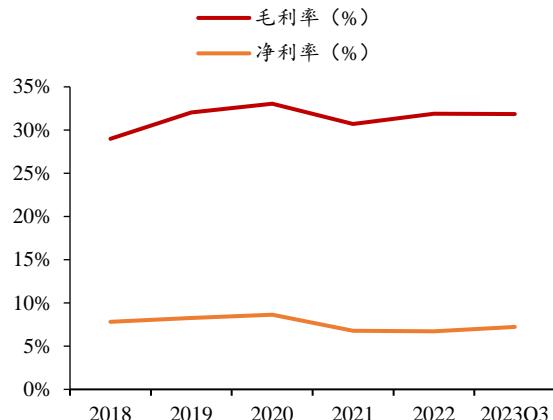
资料来源：同花顺，上海证券研究所

**图 7: 公司主营业务收入结构 (%)**


资料来源：同花顺，上海证券研究所

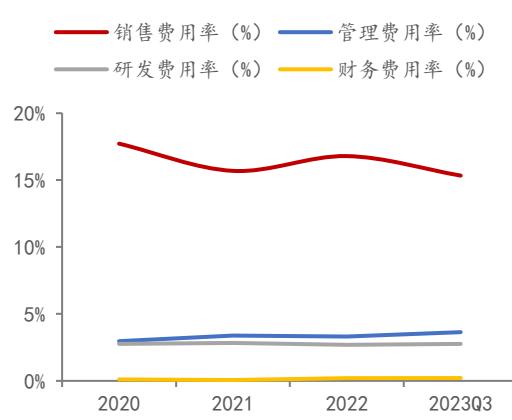
总体费用率平稳，盈利能力稳健。受益于公司较高毛利率的医美和工业板块的占比提升，公司毛利率总体呈现上升趋势，2022年约为32%。2022年公司销售费用提升1.1pct，主要是加强产品的销售推广，2023年前三季度公司销售费用率改善；公司管理费用率与研发费用率相对平稳。因此，公司总体盈利能力保持稳健，2022年净利率为6.7%，2023上半年修复至7.06%。

图 8：公司毛利率和净利率



资料来源：同花顺，上海证券研究所

图 9：公司费用率比较



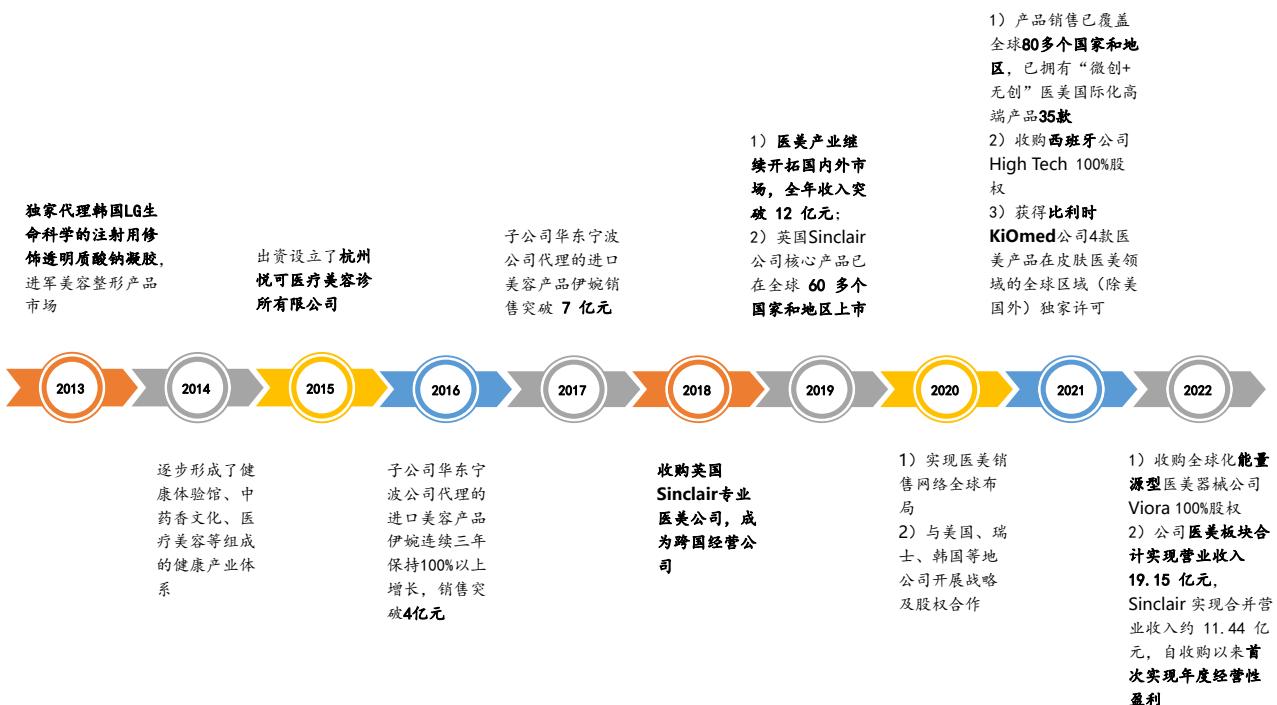
资料来源：同花顺，上海证券研究所

### 1.3 股权激励核心人员，增强长期发展信心

2022 年 8 月，公司推出 2022 年限制性股票激励计划（草案），授予的激励对象总人数为 117 人，包括公司公告本计划时在公司（含下属子公司）任职的董事、高级管理人员、中层管理人员和核心技术（业务）人员。2022~2024 年的业绩考核目标为以 2021 年扣非归母净利润（22 亿元）为基数，增速分别不低于 7%/23%/50%，CAGR 为 14.5%，对应的扣非归母净利润分别应不低于 23/27/33 亿元。公司股权激励的推出，有助于充分调动有关员工的积极性，彰显了公司长期发展的信心。

## 2 医美：多元布局，持续领跑

**医美全面布局填充+光电设备。**公司最早在 2013 年通过独家代理韩国 LG 生命科学的注射用修饰透明质酸钠凝胶，进军医美市场。2018 年公司收购英国 Sinclair 专业医美公司，开拓国际医美市场，开启医美业务增长新阶段。2019 年医美产业继续开拓国内外市场，全年收入突破 12 亿元；英国 Sinclair 公司核心产品已在全球 60 多个国家和地区上市。2020 年实现医美销售网络全球布局；与美国、瑞士、韩国等地公司开展战略及股权合作。2021 年产品销售已覆盖全球 80 多个国家和地区，已拥有“微创+无创”医美国际高端产品 35 款；并且重磅新品伊妍仕少女针在国内获批上市，收购西班牙公司 High Tech 100% 股权并获得比利时 KiOmed 公司 4 款医美产品在皮肤医美领域的全球区域（除美国外）独家许可。2022 年收购全球化能量源型医美器械公司 Viora 100% 股权。2023 年前三季度公司医美营收合计达到 18.74 亿元（剔除内部抵消因素），同比增长 36.99%，其中国际业务营收为 9.7 亿元（ $YoY +23\%$ ），国内欣可丽美学实现营收 8.2 亿元（ $YoY +89\%$ ）。

**图 10：公司医美业务发展历程**


资料来源：公司官网，公司公告，上海证券研究所

## 2.1 伊妍仕领跑再生产品，持续发力高端注射市场

公司伊妍仕少女针 2021 获批，Ellanse S 上市后市场覆盖率和品牌影响力快速提升，为医美业务打下良好开局，2022 年国内运营子公司欣可丽美学实现营收 6.26 亿元并实现盈利。并且截至 2022 年底，欣可丽美学签约合作医院数量已超 500 家，培训认证医生数量超过 1100 人。

“即刻填充+刺激胶原再生”双重功效，少女针领跑再生类产品。少女针功效=童颜针+玻尿酸，兼具即时填充与持续刺激胶原蛋白增生的作用，可以产生自然安全且持久的效果。目前市场上获得三类医疗器械证的再生类产品还有艾维澜童颜针和爱美客濡白天使，伊妍仕少女针主要成分为 PCL 微球+CMC 凝胶，产品无需复配，功效上以填充为主，与艾维岚的肤质改善和濡白天使的塑形效果具有差异化定位。此外，公司伊妍仕 M 型 2023Q1 已顺利完成中国临床试验全部受试者入组，并已开始随访。因此我们认为少女针将持续领跑高端再生市场。

**表 1：主要再生类产品比较**

代表产品	伊妍仕少女针	艾维岚童颜针	濡白天使
公司	华东医药	长春圣博玛	爱美客
获批时间	2021年	2021年	2021年
特点	首款获批 PCL+CMC 复合 再生针剂	首款获批 纯 PLLA 注射产品	首款获批 PLLA+ 玻尿酸再生塑型产品

证件		三类医疗器械证	三类医疗器械证	三类医疗器械证
再生成分	组分	PCL	PLLA	PLLA
	形态	微球	微球	微球
	再生力	单重刺激	双重刺激	双重刺激
	代谢途径	不明确	二氧化碳+水	二氧化碳+水
母液成分	组分	CMC	—	HA
	形态	凝胶	溶液	凝胶
	即刻效果	无需复配、即刻效果	复配、无即刻效果	无需复配、即刻效果
功能定位		填充	肤质改善	塑型

资料来源：艾瑞咨询，上海证券研究所

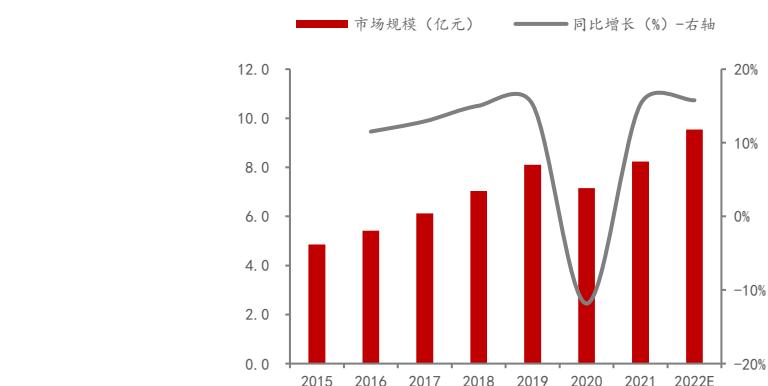
多款填充产品储备中，深耕高端填充市场。2020年10月，公司通过子公司 Sinclair 参股瑞士先进医美研发机构 Kylane 公司，同时双方签署产品合作开发协议，Sinclair 公司获得 Kylane 公司在面部和身体填充剂领域两款重点研发产品的 IP（知识产权）及其全球权益。此外公司取得了 Kylane 公司 MaiLi 系列玻尿酸产品的全球独家许可。根据 2023 三季报，MaiLi Extreme 透明质酸于 2023 年 8 月完成中国临床试验全部受试者主要疗效指标的收集，期待 MaiLi 玻尿酸在国内获批上市。此外，聚左旋乳酸胶原蛋白刺激剂 Lanluma®V 型及 X 型于 2022 年 12 月获批落地海南博鳌乐城，是目前全球唯一一款被批准可用于臀部和大腿填充的再生型产品。

借助子公司英国 Sinclair 整合研发和销售资源，打造国际化医美平台。2018 年，华东医药以 1.69 亿英镑 100% 收购的英国医美上市公司 Sinclair。此后，华东医药以 Sinclair 为中心外延拓展，搭建全球化经营网络，加码国际化版图布局，实现国际国内双循环。公司通过 Sinclair 相继收购、参股国外多家先进医美企业，依托英国、荷兰、法国、瑞士、西班牙和以色列六个全球化研发中心，以及 Sinclair 在荷兰、法国、美国、瑞士、保加利亚和以色列六个全球化生产基地，形成集研发、生产制造、市场营销于一体的国际化医美业务，搭建起全球化医美营销网络，根据 2022 年年报产品销售已覆盖全球 80 多个国家和地区。2022 年 Sinclair 实现合并营业收入 13457 万英镑（约 11.44 亿元人民币），同比增长 76.90%，实现 EBITDA 2304 万英镑，同比增长 245.95%，并自公司收购以来首次实现年度经营性盈利，看好国际业务的持续增长。

## 2.2 加码“无创+微创”能量源设备，轻医美全面开花

埋植线优势独到，市场增长稳健。埋线减脂疗法是指在中医经络理论基础上，用埋线器具将蛋白质磁化线植入相应的穴位，通过线体对穴位产生持续、有效的刺激作用以达到减脂目的，有着以线代针、刺激持久、诊次稀疏、经济简便、疗效显著、毒副反应小的独特优势。根据共研网，2015-2022E 中国埋线市场规模由 4.86 亿元增长至 9.54 亿元，CAGR 为 10.11%，维持了较为稳定的增长态势。

图 11：2015-2022 年中国埋线减肥市场规模统计及预测

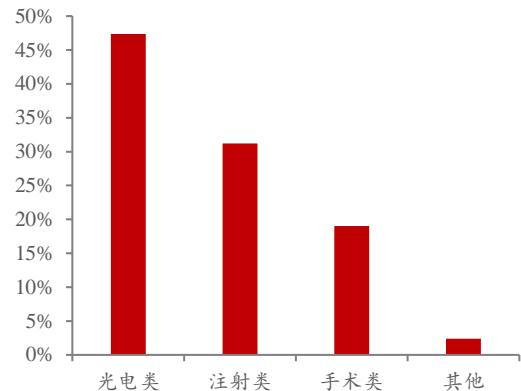


资料来源：共研网，上海证券研究所

埋线产品技术革新，已在多国上市。公司美容埋线产品 Silhouette®埋线系列采用 3D 双向锥体悬挂技术，有效重塑面部和颈部轮廓，具有即时见效、微创、可吸收、效果持久等突出优势。Silhouette®系列产品已在 60 多个国家或地区获得注册认证或上市准入，目前进入中国的是 Silhouette® Instalift™，是目前美国 FDA 批准的唯一一款用于中面部组织提拉的可吸收埋线产品。根据 Millennium Research Group 报告显示，Silhouette®系列埋线产品在美国和欧洲地区提拉埋线市场份额排名第一。Aesthetic Surgery Journal 数据显示，Silhouette®治疗后患者满意度较高。

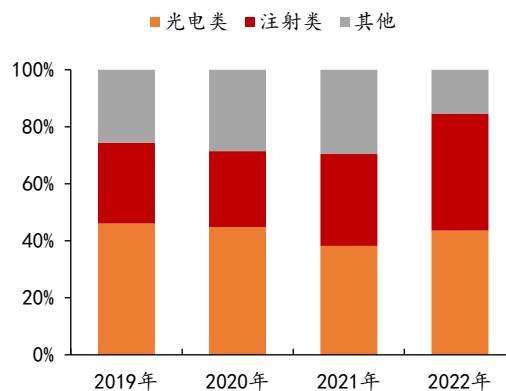
光电项目广受青睐。根据《2022 年新氧医美行业白皮书》，2022 年医美消费者最钟爱、最想尝试的医美项目为光电类项目，占比为 47 %。据 Medical Insight 数据显示，2022 年中国医美光电市场规模达 356.74 亿元。与注射类及其它轻医美项目相比，2019-2022 年光电类轻医美项目 GMV 占比均为最高，是轻医美项目第一大品类。

图 12：2022 年医美消费者最钟爱/最想尝试的医美项目



资料来源：新氧 2022 年医美行业白皮书，上海证券研究所

图 13：2019-2022 年各类项目在轻医美中的 GMV 占比



资料来源：新氧 2022 年医美行业白皮书，上海证券研究所

参股美国 R2，祛斑美白仪器早布局。2019 年，公司与美国 R2 Dermatology 公司签署战略合作协议，对 R2 公司进行股权投资并获得 R2 公司研发的医疗器械 F1 和 F2 及其未来改进型在中国大陆、日本、韩国等 34 个亚洲国家或地区的独家分销权益。2022 年 Q1，酷雪 Glacial Spa 在国内完成全球首发，采用革新性 Cryomodulation 冰息美白科技，从源头低温精准抑制黑色素合成和转运，达到改善肤质肤色的效果，根据 2022 年报已与国内超过 40 家美业机构开展商业化合作。此外，多功能面部皮肤管理平台 Préime DermaFacial、EnerJet 等皮肤管理仪器多已于海外上市。

图 14：公司部分皮肤管理仪器（截至 2022 年报）

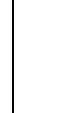
能量源设备：皮肤管理			
酷雪 Glacial Spa	Glacial Rx (F1)	Glacial Ai (F2)	Préime DermaFacial
		研发中	
皮肤美白提亮	祛除皮肤的良性色素性病变和低温缓解疼痛、肿胀、炎症和血肿	全身美白	面部清洁去角质、补水复活和滋养肌肤
美国、韩国获批上市；中国已上市	美国已上市	海外研发阶段	海外已上市
能量源设备：皮肤管理			
Pristine	EnerJet	Infusion	
			
微晶磨皮，抛光皮肤表面去角质	疤痕修复，面部提拉，真皮增厚	无创导入；改善各种皮肤状况	

海外已上市	海外已上市	海外已上市
-------	-------	-------

资料来源：公司 2022 年报，上海证券研究所

**身体美容仪器再添猛将，多款产品蓄势待发。**2021 年 2 月，公司收购西班牙能量源型医美器械公司 High Tech 100% 股权，将公司医美产品管线扩展覆盖至能量源类医美器械业务领域。High Tech 自被公司收购后，其冷冻溶脂、激光和射频类产品业务持续保持高速增长。2022 年 2 月，公司收购全球化能量源型医美器械公司 Viora 100% 股权，与公司现有医美能量源产品线形成有效协同。其核心产品 V 系列已获得美国和欧盟注册认证并于海外上市，根据公司 2023 三季报，V20 的注册申请于 2023 年 9 月获得国家药监局器审中心受理；V30 注册检验及技术资料的准备正在有序开展中。2023 年 1 季度，公司在欧洲市场推出了用于全身塑形和面部年轻化的能量源设备新品 Sculpt&Shape，持续构筑公司全球化医美业务的整体竞争力。

图 15：公司部分身体美容仪器（截至 2022 年报）

能量源设备：紧肤塑形							
Cooltech	Cooltech Define	Define 2.0	Define 3.0	Safyre	芮艾堤 Reaction	Crystile	Sculpt&Shape
		研发中	研发中				
身体减脂塑性		紧肤塑形		面部年轻化及身体塑性	身体及面部塑性，皮肤紧致	身体减脂塑性	全身塑形面部年轻化
欧盟 CE 认证，欧洲已上市	欧盟 CE 认证；澳洲 TGA 认证；海外已上市	海外研发阶段	海外研发阶段	海外已上市	美国 FDA 认证，欧盟 CE 认证，海外&中国已上市	海外已上市	欧洲已上市
能量源设备：脱毛				能量源设备：多功能能量源设备			
Primelase	Primelase Pro	Elysion		V 系列产品 (V10、V20、V30)			
	研发中			  			
脱毛	脱毛	脱毛		皮肤紧致、身体和面部塑性、皮肤年轻化、脱毛等			
全球 11 个国家或地区获得注册认证或上市准入	海外研发阶段	全球 7 个国家或地区获注册认证或上市准入		美国 FDA 认证，欧盟 CE 认证，海外已上市			

资料来源：公司 2022 年报，上海证券研究所

**表 2：公司国内医美产品注册及上市进度（截至 2023 三季报）**

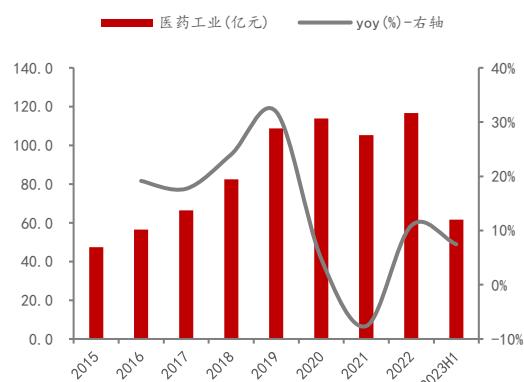
序号	类型	产品名称	用途	最新进度
1	注射剂	MaiLi Extreme 透明质酸	面部填充	于 2023 年 8 月完成中国临床试验全部受试者主要疗效指标的收集
2	注射剂	MaiLi Precise 透明质酸	面部填充	国内注册检测已完成，中国临床试验启动工作正有序开展
3	注射剂	Ellans é -M	面部填充	已于 2023 年 3 月完成中国临床试验全部受试者入组，正在进行随访
4	注射剂	LanlumaV 聚左旋乳酸	面部填充	注册检验于 2023 年 8 月正式开展，正在准备临床试验相关工作
5	能量源设备	Glacial Rx (F1)	祛除皮肤的良性色素性病变等	国内注册检测及技术资料准备正在有序开展中
6	能量源设备	V 系列产品 (V20、 V30)	皮肤紧致、身体和面部塑形、皮肤年轻化、脱毛等	V20 的注册申请于 2023 年 9 月获得国家药监局器审中心受理； V30 注册检验及技术资料的准备正在有序开展中
7	能量源设备	Pr é ime DermaFacial	面部皮肤管理	已于 2023 年 9 月收到国家药监局标管中心出具的非医疗器械分类界定告知书

资料来源：2023 三季报，上海证券研究所

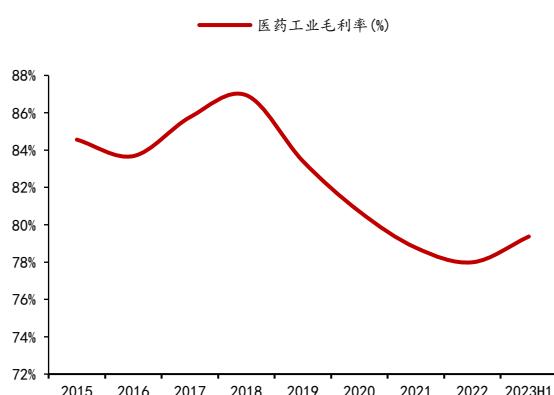
### 3 医药：创新研发，稳健增长

#### 3.1 医药工业：加强研发创新，在研管线丰富

医药工业逐渐摆脱集采影响，收入实现恢复性增长。2015-2022 年公司医药工业营收由 47.36 亿元增长至 116.66 亿元，CAGR 为 13.74%。2016-2019 年医药工业保持较快增长，2020 年后涨势明显放缓。2022 年公司医药工业逐渐摆脱集采降价对经营带来的影响，全年所有核心产品的销量均实现稳定及快速增长。2022 年中美华东实现销售收入（含 CSO 业务）112.44 亿元，同比增长 10.88%，实现扣非净利润 20.93 亿元，同比增长 4.71%，净资产收益率（ROE）24.54%。2015-2022 医药工业毛利率由 84.56% 下降至 77.99%，2023 年上半年回升至 79.37%，我们预计随着公司集采影响逐渐消化及创新药产品取得进展，公司盈利能力有望企稳。

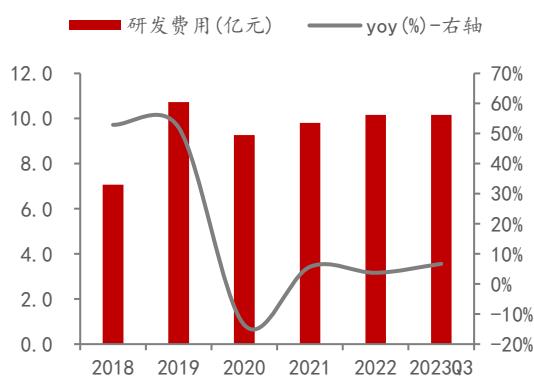
**图 16: 公司历年医药工业营收及增速**


资料来源: iFinD, 上海证券研究所

**图 17: 医药工业毛利率**


资料来源: iFinD, 上海证券研究所

**完善研发体系建设，提供中长期增长动能。**多年来，公司坚持“以科研为基础，以患者为中心”的理念，研发费用整体提升，2022年为10.16亿元，同比增长3.7%。公司成立了全球新药研发中心，构建了覆盖从药物发现、药学研究、临床前研究、临床研究至产业化的较为完整的药物研发自主创新体系。根据2023年中报，公司已储备在研创新药及生物类似药项目51款，覆盖内分泌、自身免疫及肿瘤等领域，有效保障了持续有创新产品临床推进和上市的良好发展态势，为中长期发展提供新动能。

**图 18: 公司历年研发费用及增速**


资料来源: iFinD, 上海证券研究所

**图 19: 华东医药全球研发生态圈**


资料来源: 公司2022年报, 上海证券研究所

**肿瘤领域：重磅产品 ELAHERE 于美国上市，临床管线丰富。**2022年11月，公司与美国ImmunoGen合作开发的治疗铂耐药卵巢癌的全球首创ADC药物ELAHERE™获得美国FDA加速批准上市，是美国FDA批准的首个用于铂耐药卵巢癌的ADC药物，用于治疗叶酸受体α(FRα)阳性且既往接受过1-3线全身治疗方案的铂耐药卵巢上皮性癌、输卵管癌或原发腹膜癌的成年患者。根据2023三季报，中国BLA申请预计于2023年第四季度获得受理，该产品已于2023年7月被CDE纳入优先审评品种名单，

有望于 2024 年获批上市。基于该产品的良好临床表现，后续公司及合作方将通过进一步临床研究推进该产品的卵巢癌前线治疗，支持将 ELAHERE™ 作为卵巢癌的首选联合用药。

根据 2023 三季报，公司 1 类新药迈华替尼片于 2023 年 5 月被纳入突破性治疗品种（用于 EGFR 罕见突变的晚期非小细胞肺癌）；用于 EGFR 敏感突变的晚期非小细胞肺癌 III 期临床试验已成功达到主要终点。

根据 2023 三季报，公司首个自主研发 ADC 项目 HDM2005 已于 2023Q1 完成 PCC 确认，正持续推进 IND 开发，并计划于 2024 年内申报临床。

根据 2023 三季报，公司首个自主研发 PROTAC 项目 HDM2006 已于 2023 年 9 月获得 PCC 确认，并进入到 IND 开发阶段。今年第四季度预计还将有 1 款肿瘤自主创新产品获得 PCC 确认。

**内分泌领域：糖尿病治疗领域优势明显，布局多款降糖减重产品。**公司在糖尿病临床主流治疗靶点形成了创新药和差异化仿制药产品管线全面布局。其中，阿卡波糖 2017 年成为销售 20 亿级的重磅品种，糖尿病领域拥有雄厚的市场基础。2023 年 3 月公司首个生物类似药产品利拉鲁肽糖尿病适应症实现国内首家获批。2023 年 7 月，利拉鲁肽肥胖适应症获批，实现降糖减重双开花。司美格鲁肽注射液 III 期临床研究已启动，并于 2023 年 9 月完成首例受试者入组。

公司自主研发的口服小分子 GLP-1 受体激动剂 HDM1002 糖尿病适应症已于 2023 年 5 月首获中美双 IND 批准，并于 2023 年 6 月初实现首次人体试验（FIH）首例受试者用药。肥胖适应症的中国 IND 申请已于 2023 年 9 月获批。

控股子公司道尔生物在研的 GLP-1R/GCGR/FGF21R 靶点的多重激动剂 DR10624 于 2023 年 7 月在新西兰完成了治疗肥胖症的 I 期多次递增剂量给药（MAD）临床试验的首例受试者给药。DR10624 用于超重或肥胖人群的体重管理的中国 IND 申请已于 2023 年 7 月获批，糖尿病适应症的中国 IND 申请已于 2023 年 9 月获批，重度高甘油三酯血症适应症的中国 IND 已于 2023 年 8 月递交。

围绕 GLP-1 靶点，公司已构筑了包括口服、注射剂在内的长效及多靶点全球创新药和生物类似药相结合的全方位和差异化的管线，不断巩固公司在内分泌领域的国内领跑者地位。

**图 20：华东医药糖尿病领域全产品线布局（截止 2023 年 8 月）**


资料来源：公司 2023 中报，上海证券研究所

**利拉鲁肽减重适应症获批，抢占减肥市场。华东医药利拉鲁肽肥胖适应症获批，首入减重市场蓝海。** 2023 年 7 月 4 日，公司全资子公司中美华东申报的利拉鲁肽注射液肥胖或超重适应症的上市许可申请获得批准。此外，公司利拉鲁肽注射液的糖尿病适应症已于 2023 年 3 月获批上市。华东医药的利拉鲁肽注射液采取与原研厂家丹麦诺和诺德不同的生产工艺。目前华东医药目前在研的 GLP-1 产品中，也包括生物类似药司美格鲁肽注射液等多款产品。国内多家企业发掘减肥药市场蓝海，利拉鲁肽注射液产品相关原研专利已过期或处于无效状态，包括通化东宝、翰宇药业等多家企业也纷纷布局相关类似药。

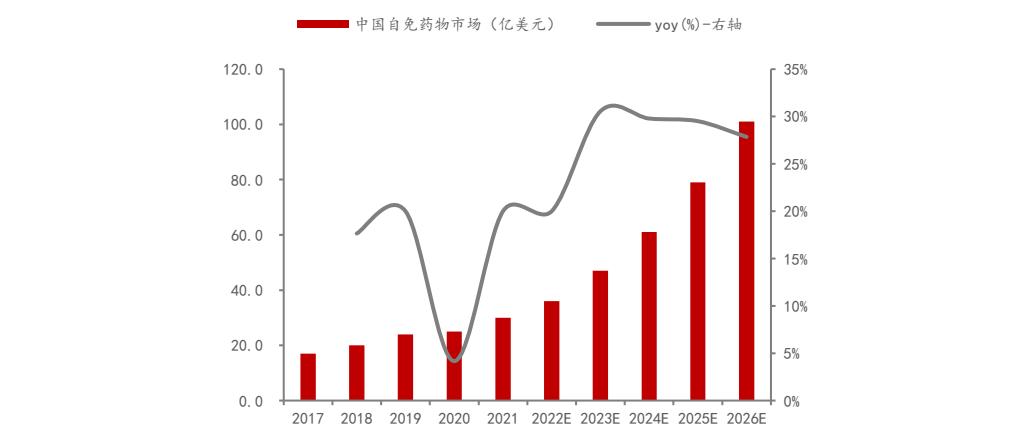
**奥司利他胶囊与商业双渠道并行，有望快速开拓院内和药房市场。** 在肥胖或体重超重患者的治疗领域，中美华东现有产品奥利司他胶囊为处方药（卡优平）和 OTC（健姿）双跨产品。通过近年来国内市场销售和推广，公司该产品已积累一定的学术推广基础和市场资源。此次公司获得利拉鲁肽注射液（肥胖或超重适应症）药品注册证书，将进一步补充公司内分泌领域产品线，与现有的奥利司他胶囊实现临床和院内外市场的协同互补，产品放量可期。

**自身免疫领域：自免市场前景可期，多款重磅产品进度可观。** 根据荃信生物招股书，中国自免药物市场规模有望从 2017 年的 17 亿美元增长到 2026 年的 101 亿美元，前景可期。

公司引进美国 Kiniksa 两款自身免疫领域的全球创新产品 ARCALYST® 及 Mavrilimumab，其中 ARCALYST® 已在美国获批用于治疗冷吡啉相关的周期性综合征、IL-1 受体拮抗剂缺乏症和复发性心包炎，该产品在国内被列入临床急需境外新药目录，也是迄今美国 FDA 批准的第一款也是唯一一款适用于 12 岁及以上人群的治疗复发性心包炎药物。复发性心包炎是一种疼痛的自发炎性心血管疾病，通常表现为胸痛，常伴心包积液。Kiniksa 官网数据显示，美国每年约有 40000 名患者因复发性心包炎寻求并接受治疗。其中约 14000 名患者由于持续性基础疾病或对传统疗法（如非甾体抗炎药、秋水仙碱和皮质类固醇）反应不足而经历复发。2023 年 6 月底公司已完成复发性心包炎适应症的中国 Pre-BLA 递交，公司预计于 2023 年在中国正式递交用于治疗冷吡啉相关的周期性综合征（CAPS）的 BLA 申请。

公司与参股企业荃信生物合作开发的乌司奴单抗生物类似药 HDM3001（原研药为 Stelara®）用于治疗成年中重度斑块状银屑病，乌司奴单抗生物类似药 HDM3001（QX001S）的上市许可申请已于 2023 年 8 月获得 NMPA 受理。荃信生物是国内自身免疫和过敏性疾病领域生物药物管线布局最为全面、且整体开发进度最领先的公司之一，已于 2023 年 3 月向香港联交所提交 IPO 上市申请。

图 21：中国自免药物市场规模及增长（亿美元）



资料来源：弗若斯特沙利文，荃信生物招股书，上海证券研究所

### 3.2 工业微生物：加速布局，有望贡献新增量

确立五大研发方向，工业微生物业务稳步增长。2022 年公司持续践行工业微生物发展战略，已确立了创新药物（xRNA&ADC 药物）原料、医药原料药&中间体、大健康&医美原料、宠物动保和特色生物材料五大方向。不断通过研发丰富五大业务领域高创新性、高技术壁垒、高附加值的产品管线，并持续优化产品结构。在拓展国内市场的同时，全面推进产品国际注册认证工作，积极

开拓国际化业务。2022 年公司通过整合传统原料药业务，拓展创新药物原料、大健康产品原料等新业务快速抢占市场，整体业务继续保持稳步增长态势，全年合计实现销售收入 5.1 亿元，同比增长 22%；2023 年上半年公司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，实现同比增长 27.47%。

图 22：工业微生物五大研发方向



资料来源：华东医药投资者关系公众号，上海证券研究所

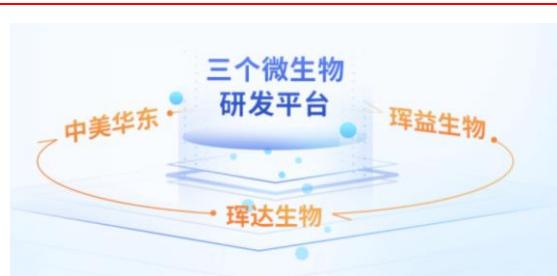
**研发和产业资源协同，蓄能发展。**公司工业微生物以市场需求为导向，以研发技术为驱动，以产业化资源为协同，已形成差异化产品管线和解决方案，拥有中美华东、珲达生物、珲益生物三个微生物研发基地，杭州祥符桥、钱塘新区、江苏九阳、美琪健康、美华高科、芜湖华仁六个产业基地。根据 2022 年年报，公司工业微生物领域已开展立项研发项目累计超 130 项，主要包括 xRNA 和 ADC 等创新原料 17 项（含子项目 71 项），医药原料药和中间体 30 项，大健康和医美原料、动物保健、生物材料及其他共 18 项。公司成立了结构完整的工业微生物事业部，引进一流技术人才，全面接轨国际人才培养体系，持续优化研发效率，目前已有研发人员 335 人，硕博占比 23%。

图 23：工业微生物业务产业基地



资料来源：华东医药投资者关系公众号，上海证券研究所

图 24：三个微生物研发平台



资料来源：华东医药投资者关系公众号，上海证券研究所

**合作+并购多种方式加速业务布局。**2022 年 5 月，控股子公司珲达生物投资设立全资子公司珲益生物。珲益生物用合成生物学

请务必阅读尾页重要声明

技术开发系列工业催化酶及相关生物催化下游产品。2022年7月，全资子公司中美华东、杭州市拱墅区人民政府、浙江工业大学三方共同组建华东合成生物学产业技术研究院。研究院以合成生物学技术为基础，聚焦营养与医药化学品、医美生物、生物材料及健康代糖品四大领域，将推动合成生物前沿创新成果在华东医药工业微生物落地和商业化。2022年8月，公司完成了对华仁科技的并购，落实了公司工业微生物创新药物原料方向在小核酸药物和IVD化学原料领域的布局。通过系列研发及产业资源整合，公司在合成生物技术、酶催化、化学合成修饰和分离纯化等领域已形成核酸药物原料所必需的完整技术布局。2023年4月公司收购了江苏南京农大动物药业有限公司，快速切入宠物动保和水产动保细分赛道。公司工业微生物板块以合成生物、工业发酵、绿色化学制造等技术为底盘，形成了“工业微生物事业部+创新技术公司+工业制造基地”的组织架构及格局版图，已完成创新药物(xRNA&ADC药物)原料、医药原料药&中间体、大健康&医美原料领域的整体布局，未来将积极拓展宠物动保、特色生物材料等领域，并持续加大产业布局。

### 3.3 医药商业：渠道覆盖广，盈利能力企稳

**医药商业稳健增长，毛利水平修复。**2022年公司医药商业积极应对特殊情况下的多重影响和冲击，积极保持业务实现稳健增长，公司医药商业实现营业收入257.07亿元，同比增长6.21%，累计实现净利润3.97亿元，同比增长3.85%。2022年公司医药商业毛利率为7.28%，同比提升0.04pct。

图 25：公司医药商业营收及增速

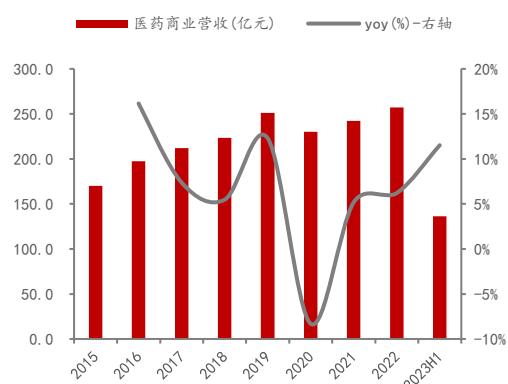


图 26：医药商业毛利率



资料来源：iFinD，上海证券研究所

资料来源：iFinD，上海证券研究所

**浙江省内龙头，市场网络广泛。**公司医药商业在浙江市场深耕多年，商业业态完备，经销品种丰富，在市场准入及网络覆盖方面具有综合竞争优势。根据公司2022年报，公司持续提升物流、

信息、财务、运营等四项核心能力，提供政策事务等高端增值服务，已与国内外 90% 的主流医药企业建立业务合作关系，实现浙江省公立医疗机构、重点民营医疗与零售药店客户全覆盖，市场份额浙江省内领先，行业排名连续多年保持前列。

#### 院内优化产品结构，布局院外市场，培育创新业务。

院内市场关注新品引进、医院份额、订单满足率等关键指标，将政策事务、药事管理等增值服务转化为生产力；药材参茸业务借助子公司渠道，完善中药饮片全省销售网络，人员下沉、业务下沉，凭借自动化优势拓展全省代煎业务，筹备煎药中心二期扩建。

院外市场扩大覆盖，民营医院、诊所及零售药店覆盖率显著提升，同时不断提升公司自有零售盈利能力，打造华东新零售，依托“平台+产品+网络”优势，扩大服务范围，完善品种导入，做好外流处方承接。

创新业务持续推进，在创新产品、创新物流、创新服务等方面持续发力，推动多库联动，整合内外资源，提升创新业务整体效能。继续做大代理业务，重点关注专科特色药械，丰富代理品种管线；全力发展供应链三方业务，金华库运营水平已逐步接近杭州库，杭州库覆盖区域外的配送任务将转移至金华库，杭州库启动冷库扩面，全力发展冷链三方物流；“B2B+B2C”双管齐下，继续升级“华东医药商务网”，积极运营各主流电商平台自营旗舰店，做大线上销售；“许广和”系列新产品上线推广，不断丰富公司大健康产品群。

图 27：医药商业浙江供应链体系



资料来源：华东医药投资者关系公众号，上海证券研究所

## 4 盈利预测及投资建议

### 4.1 盈利预测

**1.医药商业：**公司医药商业院内业务稳固，并加强院外业务的开拓。调整产品结构，扩大以高端冷链、疫苗为代表的特殊药品配送；自营电商平台重点打造自有品牌，提升自有品牌线上关注度及影响力。假设医药商业 2023-2024 年同比增速分别为 4.5%、6%、6%，因此预计 2023-2025 年营收分别为 269/285/302 亿元，医药商业仍将保持较快的增长。

**2.医药工业：**公司持续加强医药工业板块的研发创新，在研产品管线丰富，同时拓展工业微生物业务。预计公司医药工业将逐渐摆脱集采的影响，假设 2023-2025 年营收同比增长分别为 7%、15%、15%，预计 2023-2025 年营收分别为 125/144/165 亿元。

**3.医美业务：**少女针上市后销量持续高增，领跑国内高端再生医美市场；后续高端玻尿酸 MaiLi 等产品有望逐渐上市，实现公司在轻医美市场的销售进一步增长。预计 2023-2025 年公司医美业务营收分别为 27/35/44 亿元，同增分别为 39%、32%、27%。

表 3：公司营收拆分（百万元）

营收拆分	2022	2023E	2024E	2025E
总收入	37,715	42016	46348	51074
<sub>yoY</sub>	9.12%	11.40%	10.31%	10.20%
1.医药商业	25,707	26869	28481	30190
<sub>yoY</sub>	6.21%	4.52%	6.00%	6.00%
占比	68%	63.95%	61.45%	59.11%
2.医药工业	11,666	12493	14374	16461
<sub>yoY</sub>	10.90%	7.09%	15.05%	14.52%
占比	31%	29.73%	31.01%	32.23%
3.医美业务	1,915	2,654	3,494	4,423
<sub>yoY</sub>	91.12%	38.60%	31.62%	26.61%
占比	5%	6.32%	7.54%	8.66%

资料来源：Wind，公司公告，上海证券研究所

### 4.2 投资建议

#### 分部估值：

(1) 假设 2023 年医药商业营收增速为 4.5%，对应营收为 269 亿元，假设净利率为 1.2%，对应净利润为 3.2 亿元，参考可比公司给予 **10 倍 PE**，对应市值为 **32 亿元**；

(2) 假设 2023 年公司医药工业营收增速为 7.1%，营收为 125 亿元，假设净利率为 17.4%，对应净利润为 22 亿元，参考可比公司给予 **35 倍 PE**，对应市值 **760 亿元**；

(3) 医美业务假设 2023 年营收为 26.5 亿元，净利率为 17.4%，因此医美业务合计净利润约为 4.6 亿元，参考可比公司，给予 **40 倍 PE**，对应市值 **184 亿元**。

因此预计公司 **2023 年合计市值为 976 亿元**。

**表 4：可比公司估值**

	公司代码	公司名称	2023E	PE	2025E
医美	300896.SZ	爱美客	37	27	20
	688363.SH	华熙生物	41	33	27
	688366.SH	昊海生科	38	31	25
	平均		39	30	24
医药工业	600867.SH	通化东宝	22	19	16
	300003.SZ	恒瑞医药	65	54	44
	002422.SZ	科伦药业	17	15	13
	平均		35	29	24
医药商业	603368.SH	柳药集团	9	8	6
	601607.SH	上海医药	13	11	9
	600998.SH	九州通	12	10	8
	平均		11	9	8

资料来源：Wind，上海证券研究所

备注：可比公司预测均来自 Wind 一致预期，以 2023 年 11 月 3 日收盘价计算

我们认为国内医美市场长期渗透率仍有较大的提升空间，以注射填充和光电等项目为主的轻医美成为医美的主流项目。公司全面布局注射填充+光电设备产品，伊妍仕上市后快速放量持续领跑，后续玻尿酸及光电多款在研产品接力上市，医美业务增长动能强劲。医药工业逐渐走出集采影响，创新药逐步商业化为医药工业板块带来新的增长点。布局工业微生物业务，有望贡献新增量。我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 420/463/511 亿元，同比增速分别为 11.4%、10.3%、10.2%，归母净利润分别为 30/36/43 亿元，同比增速分别为 18.2%、21.1%、20.6%，对应每股收益分别为 1.68/2.04/2.46 元/股，对应 PE 分别为 25/20/17 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

## 5 风险提示:

**存量产品降价风险:** 集中带量采购、医保谈判等政策持续推进下，公司部分存量产品仍存在集采或者医保谈判降价幅度超预期风险，大幅度降价可能导致收入增速放缓或下滑。

**监管政策变化风险:** 医疗卫生领域改革不断深化，集采、医保谈判等各项政策持续推进，医药行业的生产成本和盈利水平也面临着挑战，新药产品也可能面临着价格降低风险。

**新药研发风险:** 新药研发对研发人员的要求较高，人力和前期研发费用的投入会对公司实现当期经营目标造成一定的压力，同时新药上市后也面临市场需求检验，也有可能遇到降价的风险，可能会产生研发投入回报不及预期等影响。并且如果在研产品或引进产品临床结果不及预期，导致产品不能如期上市，从而业绩不达预期的风险。

**汇率波动风险:** 汇率波动将会影响公司出口产品价格，也会对公司造成汇兑损益，直接影响公司资产、负债及收益，进一步影响企业的营运能力、偿债能力和盈利能力。

**公司财务报表数据预测汇总**
**资产负债表 (单位: 百万元)**

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3996	4303	5691	7682
应收票据及应收账款	7207	7896	8745	9644
存货	4495	4882	5230	5604
其他流动资产	1869	1742	1966	2200
流动资产合计	17568	18824	21633	25130
长期股权投资	1659	2146	2636	3156
投资性房地产	14	11	10	8
固定资产	3982	4489	4991	5425
在建工程	873	368	-231	-817
无形资产	2280	2561	2846	3090
其他非流动资产	4817	5948	6427	6874
非流动资产合计	13624	15524	16679	17735
<b>资产总计</b>	<b>31192</b>	<b>34347</b>	<b>38312</b>	<b>42866</b>
短期借款	948	870	704	547
应付票据及应付账款	5902	5963	6483	6985
合同负债	146	149	169	186
其他流动负债	3156	3753	4045	4299
流动负债合计	10153	10735	11400	12018
长期借款	1051	1251	1451	1651
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	811	661	662	663
非流动负债合计	1863	1913	2114	2315
<b>负债合计</b>	<b>12016</b>	<b>12647</b>	<b>13514</b>	<b>14332</b>
股本	1754	1754	1754	1754
资本公积	2378	2430	2430	2430
留存收益	14639	17064	20105	23772
归属母公司股东权益	18578	21051	24092	27759
少数股东权益	599	650	706	775
<b>股东权益合计</b>	<b>19176</b>	<b>21700</b>	<b>24798</b>	<b>28533</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>31192</b>	<b>34347</b>	<b>38312</b>	<b>42866</b>

**现金流量表 (单位: 百万元)**

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流量</b>	2382	3364	4029	4723
净利润	2533	3005	3634	4382
折旧摊销	712	694	771	852
营运资金变动	-1129	-438	-586	-729
其他	266	104	210	219
<b>投资活动现金流量</b>	<b>-2436</b>	<b>-2632</b>	<b>-2060</b>	<b>-2044</b>
资本支出	-1178	-1508	-1403	-1342
投资变动	-1261	-504	-508	-538
其他	3	-620	-149	-164
<b>筹资活动现金流量</b>	<b>-100</b>	<b>-405</b>	<b>-580</b>	<b>-689</b>
债权融资	399	79	40	49
股权融资	175	52	0	0
其他	-673	-536	-621	-738
<b>现金净流量</b>	<b>-163</b>	<b>307</b>	<b>1388</b>	<b>1991</b>

资料来源: Wind, 上海证券研究所

**利润表 (单位: 百万元)**

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	37715	42016	46348	51074
营业成本	25682	28252	30354	32423
营业税金及附加	208	226	250	276
销售费用	6335	7405	8533	9995
管理费用	1249	1408	1530	1685
研发费用	1016	1176	1321	1456
财务费用	78	37	41	34
资产减值损失	-4	-2	-2	-2
投资收益	-142	-124	-148	-163
公允价值变动损益	28	10	10	10
<b>营业利润</b>	<b>3061</b>	<b>3630</b>	<b>4391</b>	<b>5282</b>
营业外收支净额	-30	-27	-29	-27
<b>利润总额</b>	<b>3031</b>	<b>3603</b>	<b>4361</b>	<b>5255</b>
所得税	498	599	727	873
净利润	2533	3005	3634	4382
少数股东损益	33	51	56	69
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>2499</b>	<b>2954</b>	<b>3578</b>	<b>4314</b>
<b>主要指标</b>				
指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	31.9%	32.8%	34.5%	36.5%
净利率	6.6%	7.0%	7.7%	8.4%
净资产收益率	13.5%	14.0%	14.9%	15.5%
资产回报率	8.0%	8.6%	9.3%	10.1%
投资回报率	12.7%	12.5%	13.4%	14.2%
<b>成长能力指标</b>				
营业收入增长率	9.1%	11.4%	10.3%	10.2%
EBIT增长率	8.9%	12.2%	21.0%	20.1%
归母净利润增长率	8.6%	18.2%	21.1%	20.6%
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.42	1.68	2.04	2.46
每股净资产	10.59	12.00	13.73	15.82
每股经营现金流	1.36	1.92	2.30	2.69
每股股利	0	0	0	0
<b>营运能力指标</b>				
总资产周转率	1.30	1.28	1.28	1.26
应收账款周转率	5.53	5.57	5.57	5.56
存货周转率	6.06	6.03	6.00	5.99
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	38.5%	36.8%	35.3%	33.4%
流动比率	1.73	1.75	1.90	2.09
速动比率	1.23	1.25	1.39	1.57
<b>估值指标</b>				
P/E	29.06	24.59	20.30	16.84
P/B	3.91	3.45	3.01	2.62
EV/EBITDA	20.30	16.35	13.43	11.00

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级:	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级:	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。

## 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。