

2025 年 4 月 22 日

证券研究报告/公司研究

华东医药 000963

化学制剂/化学制药/医药生物

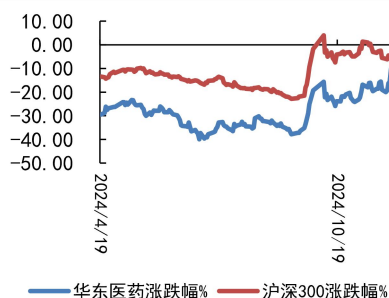
业绩创历史新高，创新管线步入收获期

基础数据：

截至 2025 年 4 月 21 日

当前股价	39.33 元
投资评级	买入
评级变动	维持
总股本	17.54 亿股
流通股本	17.52 亿股
总市值	689.85 亿元
流动市值	689.04 亿元

相对市场表现：



分析师：

分析师 胡晨曦

huchenxi@gwgsc.com

执业证书编号：S0200518090001

联系电话：010-68085205

公司地址：北京市丰台区凤凰嘴街
2 号院 1 号楼中国长城资产大厦 16
层

事件：公司发布2024年年报：2024年公司实现营业收入419.06亿元，同比增长3.16%，实现归属于上市公司股东的净利润35.12亿元，同比增长23.72%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润33.52亿元，同比增长22.48%。

事件点评：

◆**业绩创历史新高，医药工业是核心增长引擎。**2024年公司实现营收419.06亿元，同比增长3.16%，实现扣非归母净利润33.52亿元，同比增长22.48%，综合毛利率33.21%，同比提升0.81个百分点，综合净利率8.34%，同比提升1.33个百分点。分板块看，医药商业、医药工业、医美、工业微生物的营收分别为270.92/138.11/23.26/7.11亿元，同比增速分别为0.41/13.05/-4.94/43.12%；其中，医药工业板块实现扣非归母净利润28.76亿元，同比增长29.04%，净资产收益率达25.33%，成为公司业绩核心增长引擎。

◆**创新产品加速上市，自主研发持续突破。**2024 年公司医药工业研发投入（不含股权投资）26.78 亿元，同比增长 16.77%，其中直接研发支出 17.70 亿元，同比增长 10.63%，直接研发支出占医药工业营收比例为 12.91%。公司目前医药在研项目合计 133 个，其中创新产品及生物类似药项目 94 个。**2024 年公司多个创新产品获批上市：**①独家商业化的 CAR-T 产品赛恺泽®自 3 月获批上市以来已完成认证及备案的国内医疗机构数量超过 200 家，截止 2024 年 12 月 31 日已向合作方科济药业下达 154 份有效订单；②独家商业化的乌司奴单抗注射液生物类似药赛乐信®为国内首家获批上市，已获批适应症为成年及儿童斑块状银屑病，此外，用于克罗恩病的上市许可申请和补充申请已于今年 2 月获得受理；③公司引进的全球首创 ADC 新药索米妥昔单抗注射液（爱拉赫®）已于 2024 年 11 月获 NMPA 附条件批准上市，适应症为适用于既往接受过 1-3 线系统性治疗的叶酸受体 α（FRα）阳性的铂类耐药的上皮性



卵巢癌、输卵管癌或原发性腹膜癌成年患者。④全球创新产品注射用利纳西普 (ARCALYST®)，用于治疗冷吡啉相关的周期性综合征 (CAPS) 和复发性心包炎 (RP) 适应症的中国上市申请分别在 2024 年 11 月与 12 月获批。自主研发持续突破：①公司具有全球创新水平的口服小分子 GLP-1 受体激动剂 HDM1002 (conveglipron)，于 2024 年 10 月获得体重管理适应症 II 期临床研究顶线结果，并在今年 4 月完成体重管理适应症临床 III 期研究的首例受试者入组；此外，糖尿病适应症临床 II 期研究正在顺利开展中，中期分析盲态结果显示糖化血红蛋白 (HbA1c) 相比基线，呈线性下降趋势，总体安全性良好，预计今年 Q3 获得顶线结果，并于今年下半年进入 III 期临床研究。②GLP-1R/GIPR 双靶点长效多肽类激动剂 HDM1005 (poterepatide) 注射液，已在中国获批 2 型糖尿病、超重或肥胖人群的体重管理、代谢相关脂肪性肝病 (MAFLD) / 代谢相关脂肪性肝炎 (MASH)、“用于阻塞性睡眠呼吸暂停 (OSA) 合并肥胖或超重成人患者的治疗”以及“用于射血分数保留心力衰竭 (HFpEF) 合并肥胖或超重成人患者的治疗”多个适应症的 IND。③在研的 FGF21R/GCGR/GLP-1R 三靶点激动剂 DR10624 注射液目前正在开展治疗合并肝纤维化高风险的代谢相关脂肪性肝病 II 期临床研究。与此同时，此前已启动的另一项 DR10624 治疗重度高甘油三酯血症的 II 期临床研究已完成全部患者入组，预计 2025 年第三季度获得揭盲后的顶线结果，以支持与 CDE 沟通未来开展 III 期临床研究。④公司首个自主研发 ADC 项目 HDM2005，靶向受体酪氨酸激酶样孤儿受体 1 (ROR1)，用于治疗晚期恶性肿瘤，已于 2024 年 8 月完成该产品的中国 I 期临床首例受试者入组，已完成前三个剂量爬坡，均未发生 DLT (剂量限制性毒性)。目前在第四个剂量爬坡给药阶段，同步进入第三个剂量组的扩展阶段。2025 年 2 月，公司向 NMPA 递交 HDM2005 联合 R-CHP 治疗既往未经系统性治疗的弥漫大 B 细胞淋巴瘤 (DLBCL) 的 IND 申请并获受理，同月，HDM2005 的套细胞淋巴瘤 (MCL) 适应症获得美国 FDA 孤儿药资格认定。⑤公司首个自主研发的小分子抗肿瘤药物 HPK-1PROTAC (造血祖激酶 1 蛋白降解靶向嵌合体) HDM2006 片在中国的 IND 申请于 2024 年 10 月获得 NMPA 批准，适应症为晚期



相关报告：

1. 公司研究：华东医药（000963）——公司整体业绩有望企稳，医美业务未来可期_2021.12.24
2. 年报点评：华东医药（000963）——经营业绩逐季改善，医美表现亮眼_2022.4.29
3. 年报点评：华东医药（000963）——业绩企稳回升，医药重回增长，医美依旧亮眼_20230417
4. 事件点评：华东医药（000963）——利拉鲁肽注射液肥胖超重适应症获批，关注后续产品放量_20230706
5. 中报点评：华东医药（000963）——业绩保持增长趋势，创新管线值得期待_20230817
6. 年报点评：华东医药（000963）——业绩稳健增长，创新产品步入收获期_20240419
7. 中报点评：华东医药（000963）——创新步入收获期，BD合作持续推进_20240816

实体瘤。2025年1月，HDM2006片美国IND申请获得FDA批准，适应症为晚期恶性肿瘤。此外，公司自主研发具特色创新靶点的ADC项目HDM2020、HDM2012和HDM2017均计划2025年Q2/Q3递交中国和美国的IND申请。

◆**工业微生物板块持续推进四大战略布局。**公司持续践行工业微生物板块发展战略，在推进xRNA、特色原料药&中间体、大健康&生物材料、动物保健四大方向战略布局基础上，不断强化产品研发及市场开拓能力建设，将加快开拓国际市场，融入全球医药产业供应链作为现阶段的核心任务，国内外大客户拓展取得积极成果。2024年，各业务单元均保持较快增长，整体销售趋势持续向好，合计实现销售收入7.11亿元，同比增长43.12%。其中，特色原料药&中间体板块增长38%，xRNA板块增长20%，大健康&生物材料板块增长142%，动物保健板块增长33%。

◆**国际医美业务阶段性承压。**2024年公司医美板块营业收入达到23.26亿元（剔除内部抵消因素），同比下降4.94%；其中，全资子公司英国Sinclair作为公司全球医美业务运营平台，受全球经济增长乏力及EBD业务内部调整和需求波动影响，实现营业收入约9.67亿元人民币，同比下降25.81%，实现EBITDA-1,261万英镑；国内医美全资子公司欣可丽美学实现营业收入11.39亿元，同比增长8.32%，盈利能力持续提升。2024年，伊妍仕®推出第二代新品，拓展300家高端机构合作；芮颜堤®V20（多功能射频治疗仪）于2024年9月获批；重组A型肉毒素YY001提交上市申请；聚左旋乳酸胶原蛋白刺激剂Lanluma®V完成临床试验入组；壳聚糖填充剂KIO021启动临床试验。此外，玻尿酸MaiLi®系列获新加坡批准，核心注射产品（再生材料、玻尿酸及埋线类）在中东十余国完成注册，能量源设备Cooltech系列在中东注册进程过半；新型玻尿酸填充剂MaiLi®Extreme（改善下颌轮廓）于2025年1月获批。后续随着国内外消费市场的回暖及公司多个差异化新品陆续获批上市，公司医美板块有望企稳回升。

投资建议：

请参阅最后一页的股票投资评级说明和法律声明



我们预计公司2025-2027年的归母净利润分别为40.28/45.59/51.20亿元，EPS分别为2.30/2.60/2.92元，当前股价对应PE为17/15/13倍。考虑公司医药工业保持增长趋势，创新管线产品进入收获期，自研能力逐步体现、不断突破，我们维持其“买入”评级。

风险提示：

医药政策风险，新药研发、上市进度不及预期，产品降价风险。

主要财务数据及预测：

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	41,905.71	43,930.88	46,512.46	49,314.54
增长率(%)	3.16	4.83	5.88	6.02
归母净利润(百万元)	3,512.10	4,027.71	4,559.40	5,119.71
增长率(%)	23.72	14.68	13.20	12.29
EPS(元/股)	2.00	2.30	2.60	2.92
市盈率(P/E)	19.64	17.13	15.13	13.48
市净率(P/B)	3.28	2.86	2.52	2.22

资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所



盈利预测（单位：百万元）

资产负债表	2024	2025E	2026E	2027E	利润表	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	4,663.38	6,102.69	10,008.51	13,416.06	营业收入	41,905.71	43,930.88	46,512.46	49,314.54
应收账款	7,455.25	7,906.93	8,358.00	8,886.79	营业成本	27,988.55	28,945.04	30,136.45	31,362.80
预付账款	279.21	526.72	312.38	560.86	营业税金及附加	250.64	262.75	278.19	294.95
存货	4,290.21	4,795.73	4,664.20	5,180.69	营业费用	6,408.52	6,718.23	7,113.02	7,541.53
其他	1,808.63	1,810.98	1,809.57	1,812.00	管理费用	1,397.39	1,464.92	1,627.94	1,726.01
流动资产合计	18,496.68	21,143.04	25,152.67	29,856.39	研发费用	1,425.66	1,537.58	1,627.94	1,972.58
长期股权投资	1,535.91	1,535.91	1,535.91	1,535.91	财务费用	22.26	23.34	24.71	26.20
固定资产	4,140.14	3,906.35	4,229.57	3,952.85	资产减值损失	-41.01	-41.01	-70.00	-70.00
在建工程	913.15	821.83	410.92	287.64	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	3,326.32	3,048.12	2,766.65	2,481.93	投资净收益	-129.19	-130.00	-130.00	-130.00
其他	5,097.16	5,086.47	5,077.11	5,077.11	其他	1,683.81	1,774.59	1,922.94	2,267.58
非流动资产合计	15,012.68	14,398.68	14,020.15	13,335.43	营业利润	4,324.74	4,913.01	5,609.21	6,295.46
资产总计	33,509.36	35,541.72	39,172.82	43,191.83	营业外收入	88.01	50.00	5.00	5.00
短期借款	822.38	0.00	0.00	0.00	营业外支出	111.23	30.00	30.00	30.00
应付账款	6,750.43	7,623.50	7,342.08	8,232.50	利润总额	4,301.51	4,933.01	5,584.21	6,270.46
其他	3,229.80	2,650.65	3,364.52	2,790.30	所得税	807.33	925.85	1,048.07	1,176.87
流动负债合计	10,802.61	10,274.15	10,706.59	11,022.80	净利润	3,494.19	4,007.16	4,536.14	5,093.59
长期借款	520.76	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	-17.92	-20.55	-23.26	-26.12
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	3,512.10	4,027.71	4,559.40	5,119.71
其他	603.73	603.73	603.73	603.73	主要财务比率	2024	2025E	2026E	2027E
非流动负债合计	1,124.49	603.73	603.73	603.73	成长能力				
负债合计	11,927.10	10,877.89	11,310.32	11,626.53	营业收入	3.16%	4.83%	5.88%	6.02%
少数股东权益	534.65	514.11	490.84	464.72	营业利润	25.25%	13.60%	14.17%	12.23%
股本	1,754.43	1,754.43	1,754.43	1,754.43	归属于母公司净利润	23.72%	14.68%	13.20%	12.29%
资本公积	2,446.31	2,446.31	2,446.31	2,446.31	获利能力				
留存收益	19,418.05	22,395.30	25,617.22	29,346.15	毛利率	33.21%	34.11%	35.21%	36.40%
其他	-2,571.17	-2,446.31	-2,446.31	-2,446.31	净利率	8.38%	9.17%	9.80%	10.38%
股东权益合计	21,582.26	24,663.83	27,862.49	31,565.30	ROE	16.69%	16.68%	16.66%	16.46%
负债和股东权益总计	33,509.36	35,541.72	39,172.82	43,191.83	ROIC	22.67%	24.87%	27.85%	32.64%
现金流量表	2024	2025E	2026E	2027E	偿债能力				
经营活动现金流	3,748.93	3,987.70	5,843.94	5,112.81	资产负债率	35.59%	30.61%	28.87%	26.92%
资本支出	1,609.63	126.31	445.92	158.27	流动比率	1.71	2.06	2.35	2.71
长期投资	-123.17	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.32	1.59	1.91	2.24
其他	-3,656.73	-382.63	-1,021.83	-446.55	营运能力				
投资活动现金流	-2,170.27	-256.31	-575.92	-288.27	应收账款周转率	5.72	5.72	5.72	5.72
债权融资	1,702.48	359.34	359.34	359.34	存货周转率	9.54	9.67	9.83	10.02
股权融资	257.95	244.54	118.31	116.82	总资产周转率	1.30	1.27	1.25	1.20
其他	-2,710.10	-2,895.96	-1,839.85	-1,893.15	每股指标（元）	2024	2025E	2026E	2027E
筹资活动现金流	-749.66	-2,292.08	-1,362.19	-1,416.99	每股收益	2.00	2.30	2.60	2.92
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	2.14	2.27	3.33	2.91
现金净增加额	828.99	1,439.31	3,905.83	3,407.55	每股净资产	12.00	13.77	15.60	17.73

资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现 20%以上；

增持：相对强于市场表现 10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现 10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。