证券研究报告·A股公司简评　　化学制药

创新转型进展兑现，医美工微催化丰富

华东医药(000963.SZ)

核心观点

公司 2024 年经营保持稳健，业绩略超预期。医药工业利润表现亮眼，创新动能逐步释放。医药商业重回增长轨道，稳健应对行业变化。国内医美稳健增长，海外医美有所扰动。工微增速亮眼，聚焦四大领域。盈利水平提升，创新投资亏损缩窄。展望 2025：1）创新转型进展兑现，关注后续数据披露进展及对外合作可能性；2）医美 25 年起管线进入收获期，管线迅速丰富带来利润弹性；3）工微板块多重催化。

事件

公司发布 2024 年年度报告及利润分配预案

4 月 17 日，公司发布 2024 年年度报告，24 年营收 419.06 亿，同比+3.16%；归母净利润 35.12 亿，同比+23.72%；扣非归母净利润 33.52 亿，同比+22.48%。24Q4 营收 104.28 亿，同比+1.94%；归母净利润 9.50 亿，同比+46.16%；扣非归母净利润 8.70 亿，同比+50.88%。

公司拟每 10 股派发现金 5.80 元（含税），结合中期分红，合计派发现金红利 16.31 亿元。

简评

业绩略超预期，工业板块增长稳健，分红比例持续提升

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	40,623.78	41,905.71	44,910.00	48,350.00	51,500.00
YoY(%)	7.71	3.16	7.17	7.66	6.51
净利润(百万元)	2,838.86	3,512.10	4,004.98	4,510.50	4,969.15
YoY(%)	13.59	23.72	14.03	12.62	10.17
毛利率(%)	32.40	33.21	33.51	34.20	34.28
净利率(%)	6.99	8.38	8.92	9.33	9.65
ROE(%)	13.49	15.23	15.22	15.04	14.61
EPS(摊薄/元)	1.62	2.00	2.28	2.57	2.83
P/E(倍)	23.84	19.27	16.90	15.00	13.62
P/B(倍)	3.22	2.93	2.57	2.26	1.99

资料来源：iFinD，中信建投证券 数据截止 2025.04.20

维持　　买入

贺菊颖
hejuying@csc.com.cn
010-56135323
SAC 编号:S1440517050001
SFC 编号:ASZ591
袁清慧
yuanqinghui@csc.com.cn
010-56135338
SAC 编号:S1440520030001
SFC 编号:BPW879
赖俊勇
laijunyong@csc.com.cn
010-56135324
SAC 编号:S1440523070007

发布日期：　2025 年 04 月 21 日

当前股价：　38.58 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
11.63/15.99	17.16/16.08	28.39/21.70

12 月最高/最低价（元）	38.98/26.38
总股本（万股）	175,407.70
流通 A 股（万股）	175,194.12
总市值（亿元）	676.72
流通市值（亿元）	675.90
近 3 月日均成交量（万）	1164.60
主要股东	
中国远大集团有限责任公司	41.67%

股价表现

本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

业绩略超预期，分红比例持续提升。公司 24 年营收 419.06 亿，同比+3.16%；归母净利润 35.12 亿，同比+23.72%；扣非归母净利润 33.52 亿，同比+22.48%。24Q4 营收 104.28 亿，同比+1.94%；归母净利润 9.50 亿，同比+46.16%；扣非归母净利润 8.70 亿，同比+50.88%。整体经营稳健，收入端增速放缓预计主要受商业板块影响，利润端增长良好主要来自于公司核心工业板块驱动，创新动能逐步释放。公司 2024 年度拟每 10 股派发现金 5.80 元（含税），派发现金红利 10.17 亿元，结合已派发中期分红 6.14 亿元，全年合计派发现金红利 16.31 亿元，占本年度归母净利润的比例为 46.45%，分红比例持续提升，积极回报投资者。

医药工业：利润表现亮眼，创新动能逐步释放。2024 年公司医药工业核心子公司中美华东收入 138.11 亿元，同比增长 13.05%，扣非净利润 28.76 亿元，同比增长 29.04%。公司创新布局重点围绕内分泌、自免和抗肿瘤三大领域，目前创新管线超 80 项。公司创新转型进展已逐步开始兑现，2024 年至今 BCMA CAR-T、FRα-ADC（ELAHERE）、乌司奴单抗生物类似药（HDM3001）、ARCALYST、塞纳帕利等多款重磅产品已上市，展望 2025 年创新品种上市及销售有望持续贡献收入增量，推动公司医药工业板块稳步增长。

国内医美稳健增长，海外医美有所扰动。2024 年公司医美业务合计营收 23.26 亿元（剔除内部抵消因素），同比下降 4.94%。按地区拆分来看，国内医美子公司欣可丽美学实现营收 11.39 亿元，同比增长 8.32%。注射产品高端玻尿酸 MaiLi Extreme 于 25 年 1 月获批上市，能量源设备 V20 于 24 年 9 月获批上市，产品线持续丰富。海外医美全资子公司英国 Sinclair 营收 9.67 亿元人民币，同比下降 25.81%。海外医美主要受全球经济增长乏力影响，此外 EBD 业务有阶段性内部调整和需求波动，我们预计后续随着需求恢复及市场开拓持续推进，海外医美业务有望逐步企稳。

工微增速亮眼，聚焦四大领域。2024 年工业微生物板块合计实现销售收入 7.11 亿元，同比增长 43.12%，增速亮眼。从布局来看工微业务核心布局四大领域：xRNA、特色原料药&中间体、大健康&生物材料、动物保健。24 年公司工微业务进展丰富，持续开拓国际市场。目前大健康板块子公司美琪健康的宜昌产业基地（一期）工程已完成建设并取得生产许可证，转入常态化运行，并于 24 年取得多项认证，25 年随着产能爬坡将逐步贡献增量。特色原料药方面 ADC 原料已完成系列产品布局，主流毒素品种已全部完成美国 DMF 文件注册号，多肽业务已完成整体布局，后续关注国际市场开拓情况，预期未来海外订单潜力将陆续释放。

医药商业重回增长轨道，稳健应对行业变化。2024 年公司医药商业营收 270.92 亿元，同比增长 0.41%，净利润 4.56 亿元，同比增长 5.58%。医药商业板块 23 年下半年以来短期增速受行业影响略有扰动，24 年重回增长轨道，依靠内部主动调整和变化应对外部的冲击和竞争，业务拓展与运营提效并重，继续保持稳健发展。公司医药商业围绕“保存量、促增量、提质量”的经营思路，在传统业务持续深耕的基础上，多元化拓展药品、医疗器械、中药饮片、非药商品等业务形态，加快零售与 CSO 服务升级，展望 2025 年商业板块有望保持健康增长。

盈利水平提升，创新投资亏损缩窄。2024 年公司毛利率 33.21%（+0.81pct）；净利率 8.34%（+1.33pct），盈利能力保持提升。费用方面，销售费用率 15.29%（-1.07pct），管理费用率 3.33%（-0.16pct），研发费用率 3.40%（+0.27pct），财务费用率 0.05%（-0.07pct）。销售费用率下降，研发保持较高投入强度。同时公司近年来在创新药等领域不断加大投资，2024 年对联营企业和合营企业的投资收益为-0.68 亿元，23 年同期为-1.88 亿元，亏损同比大幅缩窄，后续随着子公司自身盈利能力提升及潜在对外授权收益兑现，参控股研发机构对公司利润影响有望逐步转为正面。2024 年经营活动现金流量净额 37.49 亿元，同比下降 4.59%，经营活动现金流量净额与净利润水平保持匹配。其余财务指标基本正常。

未来展望：1）创新转型进展兑现：公司近年来不断丰富创新药研发管线布局，重点围绕内分泌、自免和抗

肿瘤三大领域，2024 年至今 BCMA CAR-T、FRα-ADC（ELAHERE）、乌司奴单抗生物类似药（HDM3001）、ARCALYST、塞纳帕利等多款重磅产品已上市，展望 2025 年创新品种上市及销售有望持续贡献收入增量。同时 GLP-1 领域司美格鲁肽 25 年 3 月上市申请已获受理，HDM1002、HDM1005、DR10624 等重要品种临床进展有望持续推进，25 年 6 月公司将于美国糖尿病协会（ADA）科学会议上披露 HDM1005（双靶点，Oral 汇报）和 HDM1002（口服小分子，POSTER 展示）数据，建议关注后续数据披露进展及对外合作可能性。

2）医美 25 年起管线进入收获期：公司国内医美增长良好，海外医美短期有所波动，后续随着全球宏观改善、市场需求恢复及公司市场开拓持续推进，海外医美业务有望逐步企稳。管线方面 25 年 1 月公司高端透明质酸 MaiLi Extreme 获 NMPA 批准上市，公司与誉颜制药合作的重组 A 型肉毒毒素 24 年 12 月上市申请获 NMPA 受理（中度至重度眉间纹适应症），伊妍仕 M 型上市申请于 25 年 1 月获 NMPA 受理（长效），光学射频治疗仪 V30 中国注册申请 25 年 3 月获 NMPA 受理。同时后续还有 Lanluma、MaiLi Precise 等多款产品积极推进中。相关产品有望自 25 年起逐步上市，丰富公司医美产品管线。

3）工微板块多重催化：美琪健康已于 23Q4 投产，24 年转入常态化运营，我们预计 25 年随着产能爬坡将逐步贡献增量；动保业务布局蓝海赛道，品种引进及品牌培育将助力 C 端发力；特色原料药&中间体板块多肽业务已完成布局，关注国际市场拓展。

图表1： 华东医药工业板块创新进展梳理

领域	品种	药物类型	适应症	最新进展	预期上市时间
抗肿瘤	索米妥昔单抗注射液（ELAHERE®）	ADC	FRα阳性的铂耐药卵巢癌、输卵管癌或原发性腹膜癌	23年7月纳入优先审评、先行引入海南，23年10月上市申请获受理	24M11已上市
	迈华替尼片	小分子激酶抑制剂	EGFR罕见突变的晚期非小细胞肺癌 EGFR敏感突变的晚期非鳞非小细胞肺癌	23年5月纳入突破性治疗品种 23Q3Ⅲ期临床试验达到主要终点，24年5月上市申请获受理	2025
	HDM2005（自主研发ADC）	ADC	\	23年Q1完成PCC确认，24年6月获批国内IND，24年7月获批美国IND	
	HDM2006（自主研发PROTAC）	HPK1 PROTAC	晚期实体瘤	24年10月获批国内IND，25年1月获批美国IND	
	DR30206	PD-L1/ VEGF/ TGF-β三抗	非小细胞肺癌、晚期或转移性消化道肿瘤	联合标准化疗用于晚期或转移性消化道肿瘤：25年4月获批IND 非小细胞肺癌：25年4月Ib期首例受试者给药	
	塞纳帕利（CSO）	PARP抑制剂	卵巢癌 输卵管癌 腹膜癌	23年12月签署独家市场推广服务协议，25年1月产品获批	25M1已上市
内分泌	利拉鲁肽	单靶点GLP-1	糖尿病 肥胖或超重	2023年3月上市 2023年6月上市	2023已上市
	司美格鲁肽	单靶点长效GLP-1	糖尿病 减重	降糖：24年10月完成III期临床，25年3月上市申请获受理 减重：24年12月III期临床首例受试者入组	2026
	HDM1002	口服小分子GLP-1	糖尿病 肥胖	2025年3月启动III期临床	2026-2027
	HDM1005	双靶点GLP-1	糖尿病、减重、MAFLD、MASH、OSA、HFpEF	24年3月获批IND，25年2月披露Ia及Ib期数据 24年4月美国获批IND（超重或肥胖适应症） 25年3月中国获批IND（射血分数保留心力衰竭合并肥胖或超重）	
	DR10624	三靶点GLP-1（GLP-1/GCG/FGF21）	超重或肥胖 糖尿病 重度高甘油三酯血症	23年7月在新西兰完成I期MAD首例受试者给药 23年7月获批国内IND，10月完成中国I期SAD首个队列给药 2023年6月递交中国IND申请 25年3月国内II期全部患者入组完成，新西兰Ib/IIa临床试验已启动	
	雷珠单抗	单抗	黄斑变性	Ⅲ期临床进行中（22年3月完成首例入组）	2025-2026
	德谷胰岛素	胰岛素	糖尿病	23年完成I期临床、24年8月完成III期临床，25年2月上市申请获受理	2026
自身免疫	乌司奴单抗生物类似药（HDM3001）	单抗	斑块状银屑病	2023年8月上市申请获受理	24M12已上市
	利纳西普（炎朵®/ARCALYST®）	重组融合蛋白	冷吡啉相关的周期性综合征（CAPS） 复发性心包炎	23年1月纳入优先审评，23年11月上市申请获受理 23年12月纳入优先审评，24年3月上市申请获受理	24M11已上市
	罗氟司特	PDE4抑制剂	轻中度特应性皮炎；斑块状银屑病	24年12月，两项适应症III期临床均完成首例受试者入组	2026-2027
	HDM3002（PRV-3279）	双抗	系统性红斑狼疮	23年4月获批IND，已正式加入IIa期MRCT试验（PREVAIL-2）	
	HDM3019（IMB-101）	OX40L/TNFα双抗	类风湿关节炎	25年3月中国获批IND，此前美国Ia期已完成	
创新药械	HD-NP-102	药械组合	肾功能实时监测	瑞美吡嗪：24年1月上市申请获受理，器械：22年7月注册申请获受理	器械25M2已上市

资料来源：公司公告，中信建投

盈利预测及投资评级

我们预测 2025-2027 年，公司营收分别为 449.1、483.5 和 515 亿元，分别同比增长 7.2%、7.7%和 6.5%；归母净利润分别为 40.05、45.11 和 49.69 亿元，分别同比增长 14%、12.6%和 10.2%。折合 EPS 分别为 2.28 元/股、

2.57 元/股和 2.83 元/股，对应 PE 为 16.9X、15X 和 13.6X，维持“买入”评级。

风险提示

药品研发失败风险、审评进度不及预期风险：公司核心业务医药工业板块相关新药在研项目较多，创新药研发本身具有不确定性，药品研发失败以及审评不确定性可能造成研发投入回报不及预期影响。

医保控费及行业竞争加剧风险：目前国家药品集中带量采购以及医保谈判工作逐步常态化，公司目前尚有部分仿制药品种未被纳入集采，未来被集采后相关品种价格下降可能对该品种收入带来一定影响。

工业微生物产品进展不及预期风险；

原料成本上升风险；

不良医疗事件可能对行业造成冲击超出预期风险。

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind“金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind“金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

袁清慧

中信建投制药及生物科技组首席分析师。中山大学理学本科，佐治亚州立大学理学硕士，北卡大学教堂山分校医学院研究学者。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发，擅长创新药产业研究。2018 年加入中信建投证券研究发展部，负责制药及生物科技板块。

2020 年新浪金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围团队核心成员、Wind 金牌分析师医药行业第 4 名。2019 年 Wind 金牌分析师医药行业第 1 名。2018 年 Wind 金牌分析师医药行业第 3 名，第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2021 年新财富最佳分析师医药行业第五名。

赖俊勇

北京大学理学/经济学双学士，北京大学药物化学硕士，以第一作者发表多篇 SCI 论文。2021 年加入中信建投证券研究发展部，主要负责合成生物学、基因测序、原料药等板块研究。

研究助理

赵旭

zhaoxu1@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15％以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15％以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610） 56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621） 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk