

华东医药 (000963.SZ)

盈利能力稳步提升, 创新产品进展顺利

核心观点:

- **公司发布 24 年报及 25 年一季报。**公司 2024 年实现营业收入 419.06 亿元 (yoy+3.16%)、归母净利润 35.12 亿元 (yoy+23.72%)、扣非归母净利润 33.52 亿元 (yoy+22.48%)，如扣除股权激励费用和参控股研发机构等损益影响，2024 年公司实现扣非归母净利润 37.09 亿元 (yoy+35.52%)，利润端表现亮眼。单季度来看，公司 24 年四季度实现营业收入 104.28 亿元 (yoy+1.94%)、归母净利润 9.50 亿元 (yoy+46.16%)、扣非归母净利润 8.70 亿元 (yoy+50.88%)；公司 25 年一季度实现营业收入 107.36 亿元 (yoy+3.12%)、归母净利润 9.15 亿元 (yoy+6.06%)、扣非归母净利润 8.97 亿元 (yoy+7.04%)。
- **医药工业盈利能力持续提升, 工业微生物快速增长。**分业务板块来看：(1) 24 年医药工业实现销售收入 138.11 亿元 (yoy+13.05%)、扣非归母净利润 28.76 亿元 (yoy+29.04%)，25 年 Q1 实现收入 36.21 亿元 (yoy+6.52%)，合并归母净利润 8.43 亿元 (yoy+12.20%)；(2) 24 年医药商业实现营业收入 270.92 亿元 (yoy+0.41%)，实现净利润 4.56 亿元 (yoy+5.58%)，25 年 Q1 实现收入 69.34 亿元 (yoy+3.23%)，净利润 1.15 亿元 (yoy+7.33%)。(3) 24 年医美板块实现营业收入 19.09 亿元 (剔除内部抵消因素)，同比下滑 4.94%，其中全资子公司英国 Sinclair24 年实现收入 9.67 亿元 (yoy-25.81%)。国内医美全资子公司欣可丽美学实现收入 11.39 亿元 (yoy+8.32%)，25 年 Q1 实现收入 2.54 亿元 (yoy-1.36%)。(4) 24 年工业微生物板块实现营业收入 7.11 亿元 (yoy+43.12%)，25 年 Q1 收入同比增长 29.98%。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 25-27 年 EPS 分别为 2.31/2.73/3.03 元/股，对应 PE16.92/14.32/12.87x。参考可比公司估值，我们认为适合给予公司 25 年 20xPE，合理价值 46.14 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**产品研发及上市进展不及预期；终端产品竞争格局恶化；集采等政策导致公司现有产品降价或失去一定市场份额的风险。

盈利预测:

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	40624	41906	45504	48884	52046
增长率 (%)	7.7%	3.2%	8.6%	7.4%	6.5%
EBITDA (百万元)	4553	5370	6315	6914	7516
归母净利润 (百万元)	2839	3512	4046	4780	5319
增长率 (%)	13.6%	23.7%	15.2%	18.1%	11.3%
EPS (元/股)	1.62	2.00	2.31	2.73	3.03
市盈率 (P/E)	25.56	17.26	16.92	14.32	12.87
ROE (%)	13.5%	15.2%	15.9%	16.9%	16.8%
EV/EBITDA	15.34	10.83	10.23	9.16	8.20

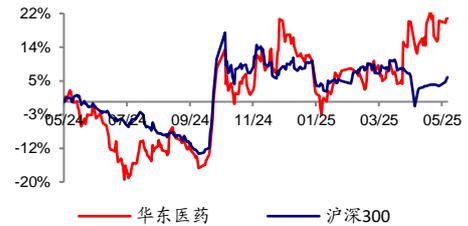
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	39.03 元
合理价值	46.14 元
前次评级	买入
报告日期	2025-05-08

相对市场表现



分析师:

罗佳荣



SAC 执证号: S0260516090004

SFC CE No. BOR756



021-38003671



luojiarong@gf.com.cn

分析师:

李桢桐



SAC 执证号: S0260523080002



liyatong@gf.com.cn

请注意, 李桢桐并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

华东医药 (000963.SZ) :24 年三季报发布, 利润端略超市场预期	2024-10-25
华东医药 (000963.SZ) :24 年中报发布, 业绩略超市场预期	2024-08-18
华东医药 (000963.SZ) :创新逐步兑现, 差异化产品管线值得期待	2024-05-12

一、业绩点评

24年业绩发布，利润端表现亮眼。公司2024年实现营业收入419.06亿元（yoy+3.16%）、归母净利润35.12亿元（yoy+23.72%）、扣非归母净利润33.52亿元（yoy+22.48%），如扣除股权激励费用和参控股研发机构等损益影响，2024年公司实现扣非归母净利润37.09亿元（yoy+35.52%），利润端表现亮眼。

单季度来看，公司24年四季度实现营业收入104.28亿元（yoy+1.94%）、归母净利润9.50亿元（yoy+46.16%）、扣非归母净利润8.70亿元（yoy+50.88%）；公司25年一季度实现营业收入107.36亿元（yoy+3.12%）、归母净利润9.15亿元（yoy+6.06%）、扣非归母净利润8.97亿元（yoy+7.04%）。

医药工业盈利能力持续提升，工业微生物快速增长。分业务板块来看：

1.医药工业：核心子公司中美华东整体经营保持稳健增长态势，24年实现销售收入（含CSO业务）138.11亿元（yoy+13.05%）、扣非归母净利润28.76亿元（yoy+29.04%），净资产收益率25.33%，成为公司业绩增长的核心引擎。25年一季度中美华东实现收入36.21亿元（yoy+6.52%），合并归母净利润8.43亿元（yoy+12.20%）。

创新药销售持续发力，不断为医药工业增长注入新动能。（1）CAR-T产品泽沃基奥仑赛注射液赛恺泽®凭借差异化的临床价值，已快速覆盖国内核心治疗中心，临床使用反馈积极，2025年第一季度继续保持良好销售势头，有效订单量稳步增加，公司积极推动治疗可及性，截至公司25年一季报披露日，已有70余家商业保险/惠民保将赛恺泽®纳入报销范围，有效降低患者负担，随着持续的市场拓展及各地惠民保、商业险覆盖范围的扩大，赛恺泽®有望继续保持高速增长；（2）乌司奴单抗注射液生物类似药赛乐信®上市以来市场表现亮眼，截至2025年3月31日已开具处方的医院数量超过800家，全面惠及我国银屑病患者，预计年内将持续保持强劲增长态势，有望成为公司自免领域新的核心产品；（3）1类新药脯氨酸加格列净片惠优静®已纳入新版国家医保目录，入院数量正快速增加，惠优静®和二甲双胍恩格列净片恩双平®形成有效协同，资源共享，将进一步巩固公司在糖尿病SGLT-2细分领域的核心竞争力；（4）新型1.5代PARP抑制剂塞纳帕利胶囊派舒宁®于2025年1月获批，已正式开始销售，公司积极推动挂网及医院准入工作，目前已经布局超过100家DTP药房，覆盖超过300家医院，同时，为减轻患者负担，公司积极推进该产品纳入各地惠民保及商业保险，目前已纳入西湖益联保、沪惠保、充惠保、嘉兴惠民保及太保-沪享保等惠民保及商业保险。

2.医药商业：24年医药商业实现营业收入270.92亿元（yoy+0.41%），实现净利润4.56亿元（yoy+5.58%），25年Q1实现收入69.34亿元（yoy+3.23%），净利润1.15亿元（yoy+7.33%）。

3.医美业务：24年医美板块实现营业收入19.09亿元（剔除内部抵消因素），同比下滑4.94%，其中全资子公司英国Sinclair24年实现收入9.67亿元（yoy-25.81%）。国

内医美全资子公司欣可丽美学实现收入11.39亿元(yoy+8.32%)，25年Q1实现收入2.54亿元(yoy-1.36%)。公司持续深化国内高端医美产品布局，高端玻尿酸Mali®Extreme(商品名：魅丽®朔盈®)将于2025年5月正式实现商业化销售，多功能面部皮肤管理平台Préime DermaFacial也将于2025年内正式实现商业化销售，有望为公司国内医美业务注入增长新动能。此外，重组A型肉毒毒素YY001、能量源设备V30及Ellansé®伊妍仕®M型等核心医美产品国内上市申请均已获受理，有望于2026年获批。

4.工业微生物：24年工业微生物板块实现营业收入7.11亿元(yoy+43.12%)，25年Q1收入同比增长29.98%。后续随着海外市场的积极拓展，板块业务将有望延续良好发展趋势。

持续推进降本增效，费用端管控良好。2024年公司综合毛利率33.2%(同比+0.8pct)，销售费用率15.3%(同比-1.1pct)，管理费用率3.3%(同比-0.2pct)，研发费用率3.4%(同比+0.3pct)，财务费用率0.1%(同比-0.1pct)。2024年四季度，公司综合毛利率35.2%(同比+1.2pct,环比+3.0pct)，销售费用率16.1%(同比-3.3pct,环比+2.3pct)，管理费用率2.1%(同比-1.0pct,环比-2.3pct)，研发费用率4.6%(同比+0.4pct,环比+1.7pct)，财务费用率-0.2%(同比-0.03pct,环比-0.3pct)。2025年一季度，公司综合毛利率32.87%(同比+0.84pct)，销售费用率13.70%(同比-1.42pct)，管理费用率3.31%(同比+0.07pct)，研发费用率4.80%(同比+2.09pct)，财务费用率0.14%(同比+0.07pct)。

图 1：华东医药糖尿病领域全产品线布局及GLP-1主要产品布局



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图 2：华东医药肿瘤产品管线布局



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图 3：华东医药自身免疫领域全产品线布局



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图 4：华东医药国内医美已上市/获批产品及海外医美主要已上市产品



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

二、风险提示

公司创新药产品研发周期较长，存在研发进度及上市进展不及预期；公司终端产品竞争格局恶化导致业绩不达预期的风险；集采等政策导致公司现有产品降价或失去一定市场份额的风险。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	18,497	21,052	22,449	24,274	27,590
货币资金	4,663	5,276	6,310	6,962	8,847
应收及预付	7,741	8,836	9,153	9,794	10,610
存货	4,290	4,776	4,969	5,214	5,638
其他流动资产	1,802	2,163	2,017	2,304	2,494
非流动资产	15,013	16,827	17,866	18,968	20,170
长期股权投资	1,536	1,544	1,564	1,584	1,604
固定资产	4,140	4,422	4,428	4,302	4,047
在建工程	913	837	1,137	1,437	1,737
无形资产	2,334	3,645	4,057	4,649	5,421
其他长期资产	6,090	6,380	6,681	6,997	7,361
资产总计	33,509	37,879	40,315	43,242	47,760
流动负债	10,803	13,794	13,826	13,797	14,972
短期借款	822	2,312	2,012	1,316	1,480
应付及预收	6,104	7,046	7,509	7,787	8,426
其他流动负债	3,877	4,436	4,304	4,694	5,066
非流动负债	1,124	521	571	621	671
长期借款	521	14	64	114	164
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	604	507	507	507	507
负债合计	11,927	14,315	14,397	14,418	15,643
股本	1,754	1,754	1,754	1,754	1,754
资本公积	2,446	2,551	2,551	2,551	2,551
留存收益	16,972	18,852	21,199	24,129	27,448
归属母公司股东权益	21,048	23,060	25,406	28,336	31,655
少数股东权益	535	504	512	488	462
负债和股东权益	33,509	37,879	40,315	43,242	47,760

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	40624	41906	45504	48884	52046
营业成本	27462	27989	29822	31774	33767
营业税金及附加	233	251	250	269	286
销售费用	6645	6409	6826	7479	7963
管理费用	1420	1397	1729	1809	1822
研发费用	1271	1426	1547	1613	1665
财务费用	51	22	30	25	20
资产减值损失	-7	-41	-46	-42	-49
公允价值变动收益	-14	0	0	0	0
投资净收益	-220	-129	-137	-147	-104
营业利润	3453	4325	5097	5907	6562
营业外收支	13	-23	-92	-92	-92
利润总额	3466	4302	5005	5815	6470
所得税	620	807	951	1058	1178
净利润	2846	3494	4054	4756	5293
少数股东损益	8	-18	8	-24	-26
归属母公司净利润	2839	3512	4046	4780	5319
EBITDA	4553	5370	6315	6914	7516
EPS (元)	1.62	2.00	2.31	2.73	3.03

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,929	3,749	5,329	5,534	6,115
净利润	2,846	3,494	4,054	4,756	5,293
折旧摊销	819	865	985	974	973
营运资金变动	-27	-891	-72	-546	-460
其它	290	281	361	351	309
投资活动现金流	-1,751	-2,170	-2,278	-2,332	-2,395
资本支出	-1,596	-1,708	-2,012	-2,046	-2,152
投资变动	-382	-530	-129	-139	-139
其他	227	68	-137	-147	-104
筹资活动现金流	-1,393	-750	-2,017	-2,551	-1,834
银行借款	-656	983	-250	-647	214
股权融资	36	0	0	0	0
其他	-773	-1,733	-1,767	-1,904	-2,049
现金净增加额	791	782	1,034	651	1,886
期初现金余额	3,417	4,208	5,276	6,310	6,962
期末现金余额	4,208	4,990	6,310	6,962	8,847

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	7.7%	3.2%	8.6%	7.4%	6.5%
营业利润	12.8%	25.2%	17.9%	15.9%	11.1%
归母净利润	13.6%	23.7%	15.2%	18.1%	11.3%
获利能力					
毛利率	32.4%	33.2%	34.5%	35.0%	35.1%
净利率	7.0%	8.3%	8.9%	9.7%	10.2%
ROE	13.5%	15.2%	15.9%	16.9%	16.8%
ROIC	13.1%	13.9%	15.2%	15.8%	15.7%
偿债能力					
资产负债率	35.6%	37.8%	35.7%	33.3%	32.8%
净负债比率	55.3%	60.8%	55.5%	50.0%	48.7%
流动比率	1.71	1.53	1.62	1.76	1.84
速动比率	1.29	1.15	1.23	1.35	1.43
营运能力					
总资产周转率	1.21	1.11	1.13	1.13	1.09
应收账款周转率	5.45	4.97	5.23	5.22	5.14
存货周转率	9.47	8.77	9.16	9.38	9.23
每股指标 (元)					
每股收益	1.62	2.00	2.31	2.73	3.03
每股经营现金流	2.24	2.14	3.04	3.16	3.49
每股净资产	12.00	13.15	14.48	16.15	18.05
估值比率					
P/E	25.56	17.26	16.92	14.32	12.87
P/B	3.46	2.63	2.69	2.42	2.16
EV/EBITDA	15.34	10.83	10.23	9.16	8.20

广发医药行业研究小组

- 罗佳荣：首席分析师，上海财经大学管理学硕士，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 李安飞：联席首席分析师，中山大学医学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 方程嫣：资深分析师，哥伦比亚大学生物工程学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 李桢桐：资深分析师，复旦大学硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 田鑫：资深分析师，格拉斯哥大学亚当斯密商学院硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 王稼宸：高级分析师，悉尼科技大学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 李润兰：高级分析师，北京师范大学博士，2024年加入广发证券发展研究中心。
- 龙雪芳：高级研究员，南开大学硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。
- 王少喆：高级研究员，东南大学硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。