

2025 年 05 月 09 日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元)

47.8

## 华东医药(000963.SZ)

Buy 买进

25Q1 扣非净利 YOY+17%,符合预期

### 结论及建议:

- **公司业绩:** 公司发布一季报, 25Q1 营收 107.4 亿元, YOY+3.1%, 录得归母净利润 9.2 亿元, YOY+6.1%, 扣非后净利 9.0 亿元, YOY+7.0%, 扣非净利实际 YOY+17.2%, 保持双位数增长, 公司扣非净利增速符合预期, 非经常性损益主要是本期计提股权激励费用及参控股研发机构损益影响。
- **医药工业稳步增长, 医美板块尚待恢复:** (1) 公司医药工业核心子公司中美华东 25Q1 实现营收(含 CSO 业务) 36.2 亿元, YOY+6.5%, 录得合并归母净利润 8.43 亿元, YOY+12.2%, 创新药销售持续发力, 其中 CAR-T 产品赛恺泽(治疗骨髓瘤) Q1 有效订单稳步增加, 目前已有 70 余家惠民保及商保将其纳入报销范围, 乌司奴单抗(治疗银屑病) 去年年末获批后已有超 800 家医院开具处方, 预计今年销售可超过 3 亿元; (2) 海外医美仍受到大环境影响, 英国 Sinclair 25Q1 营收 2.4 亿人民币, YOY-12.3%, 国内医美子公司欣可丽美学则实现营收 2.5 亿, YOY-1.4%, 但后续高端玻尿酸产品 MaiLi®Extreme 5 月将可上市, 多功能面部皮肤管理平台 Prème DermaFacial 也将于 2025 年内正式实现商业化销售, 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, 预计将会推动医美板块的业绩恢复; (3) 公司医药商业板块表现稳健, 25Q1 营收 69.3 亿元, YOY+3.2%, 录得净利 1.2 亿元, YOY+7.3%。

- **毛利率回升, 研发费用增加:** 公司 25Q1 综合毛利率为 32.9%, 同比提升 0.9 个百分点, 主要是销售结构变化推动。公司期间费用率为 22.0%, 同比增加 0.8 个百分点, 主要是研发费用率增加 2.1 个百分点。

- **盈利预计及投资建议:** 我们看好公司后续发展, 集采边际影响减弱, 创新药及医美新品将陆续上市推动业绩增长。我们预计公司 2025-2027 年净利润 40.7 亿元、47.8 亿元、55.7 亿元, YOY+15.9%、+17.6%、+16.5%, EPS 分别为 2.32 元、2.73 元、3.18 元, 对应 PE 分别为 16X、13X、12X, 给与“买进”的投资评级。

- **风险提示:** 新药研发进度及销售不及预期, 医美销售不及预期, 汇兑损益风险

..... 接续下页 .....

### 公司基本信息

|                |                       |
|----------------|-----------------------|
| 产业别            | 医药生物                  |
| A 股价(2025/5/8) | 39.03                 |
| 深证成指(2025/5/8) | 10197.66              |
| 股价 12 个月高/低    | 40.8/25.63            |
| 总发行股数(百万)      | 1754.08               |
| A 股数(百万)       | 1751.94               |
| A 市值(亿元)       | 683.78                |
| 主要股东           | 中国远大集团有限责任公司 (41.67%) |
| 每股净值(元)        | 13.72                 |
| 股价/账面净值        | 2.85                  |
|                | 一个月 三个月 一年            |
| 股价涨跌(%)        | 5.8 13.5 18.8         |

### 近期评等

| 日期         | 收盘价   | 评级 |
|------------|-------|----|
| 2025-04-18 | 36.83 | 买进 |

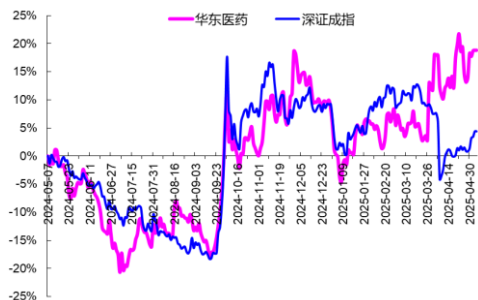
### 产品组合

|     |       |
|-----|-------|
| 商业  | 67.9% |
| 制造业 | 37.7% |

### 机构投资者占流通 A 股比例

|      |       |
|------|-------|
| 基金   | 2.5%  |
| 一般法人 | 61.2% |

### 股价相对大盘走势



| 年度截止 12 月 31 日  |         | 2023  | 2024  | 2025F | 2026F | 2027F |
|-----------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 纯利 (Net profit) | RMB 百万元 | 2839  | 3512  | 4069  | 4784  | 5574  |
| 同比增减            | %       | 13.59 | 23.72 | 15.85 | 17.58 | 16.50 |
| 每股盈余 (EPS)      | RMB 元   | 1.62  | 2.00  | 2.32  | 2.73  | 3.18  |
| 同比增减            | %       | 13.55 | 23.60 | 15.71 | 17.58 | 16.50 |
| 市盈率(P/E)        | X       | 24.05 | 19.46 | 16.81 | 14.30 | 12.27 |
| 股利 (DPS)        | RMB 元   | 0.58  | 0.58  | 0.70  | 0.82  | 0.95  |
| 股息率 (Yield)     | %       | 1.49  | 1.49  | 1.78  | 2.10  | 2.44  |

### 【投资评等说明】

| 评等                 | 定义                                    |
|--------------------|---------------------------------------|
| 强力买进 (Strong Buy)  | 潜在上涨空间 $\geq 35\%$                    |
| 买进 (Buy)           | $15\% \leq \text{潜在上涨空间} < 35\%$      |
| 区间操作 (Trading Buy) | $5\% \leq \text{潜在上涨空间} < 15\%$       |
| 中立 (Neutral)       | 无法由基本面给予投资评等<br>预期近期股价将处于盘整<br>建议降低持股 |

### 附一：合并损益表

| 人民币百万元  | 2023  | 2024  | 2025F | 2026F | 2027F |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入    | 40624 | 41906 | 43928 | 46415 | 49094 |
| 经营成本    | 27462 | 27989 | 28847 | 29845 | 30920 |
| 营业税金及附加 | 233   | 251   | 264   | 278   | 295   |
| 销售费用    | 6645  | 6409  | 6677  | 7055  | 7462  |
| 管理费用    | 1420  | 1397  | 1406  | 1485  | 1571  |
| 财务费用    | 51    | 22    | 22    | 23    | 25    |
| 资产减值损失  |       |       | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益    | -220  | -129  | -135  | -135  | -130  |
| 营业利润    | 3453  | 4325  | 5041  | 5922  | 6924  |
| 营业外收入   | 51    | 88    | 70    | 70    | 50    |
| 营业外支出   | 37    | 111   | 100   | 100   | 110   |
| 利润总额    | 3466  | 4302  | 5011  | 5892  | 6864  |
| 所得税     | 620   | 807   | 942   | 1108  | 1290  |
| 少数股东损益  | 8     | -18   | 0     | 0     | 0     |
| 归母净利润   | 2839  | 3512  | 4069  | 4784  | 5574  |

### 附二：合并资产负债表

| 人民币百万元      | 2023  | 2024  | 2025F | 2026F | 2027F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金        | 4663  | 5276  | 6068  | 6978  | 8025  |
| 存货净额        | 7455  | 8425  | 9436  | 10380 | 11418 |
| 应收帐款净额      | 4290  | 4776  | 5493  | 6317  | 7264  |
| 流动资产合计      | 18497 | 21052 | 24210 | 27841 | 32017 |
| 长期投资净额      | 1536  | 1544  | 1551  | 1559  | 1567  |
| 固定资产合计      | 4140  | 4422  | 4511  | 4601  | 4693  |
| 无形资产及其他资产合计 | 913   | 837   | 795   | 755   | 717   |
| 资产总计        | 15013 | 16827 | 18847 | 20920 | 23012 |
| 流动负债合计      | 33509 | 37879 | 43056 | 48761 | 55029 |
| 长期负债合计      | 10803 | 13794 | 16553 | 19864 | 23836 |
| 负债合计        | 1124  | 521   | 365   | 383   | 402   |
| 少数股东权益      | 11927 | 14315 | 16918 | 20247 | 24239 |
| 股东权益合计      | 535   | 504   | 504   | 504   | 504   |
| 负债和股东权益总计   | 21048 | 23060 | 25635 | 28010 | 30286 |

### 附三：合并现金流量表

| (人民币百万元)     | 2023  | 2024  | 2025F | 2026F | 2027F |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动所得现金净额   | 3929  | 3749  | 4,272 | 5,023 | 5,852 |
| 投资活动所用现金净额   | -1751 | -2170 | -2394 | -2812 | -3267 |
| 融资活动所得现金净额   | -1393 | -750  | -985  | -1199 | -1436 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 791   | 782   | 893   | 1012  | 1149  |

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或许会对此份报告内描述之证①持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证②。此份报告，不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。