

2025 年 8 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

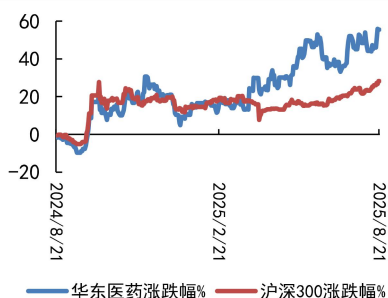
核心引擎强劲，创新管线驱动未来

基础数据：

截至 2025 年 8 月 21 日

当前股价	45.71 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	801.75 亿元
流动市值	800.81 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2025年半年报：2025年上半年公司实现营业收入216.75亿元，同比增长3.39%，实现归属于上市公司股东的净利润18.15亿元，同比增长7.01%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润17.62亿元，同比增长8.40%。

事件点评：

◆**营收稳健增长，医药工业驱动业绩亮眼。**2025年上半年公司实现营收216.75亿元，其中Q1和Q2分别实现营收107.36亿元、109.39亿元，同比增速为3.12%、3.65%。医药商业、医药工业、工业微生物的营收分别为139.47/73.17/3.68亿元，同比增速分别为2.91/9.24/29%，医美板块营收11.12亿元，同比有一定下滑。其中，医药工业板块实现归母净利润15.80亿元，同比增长14.09%，净资产收益率12.16%，是公司业绩核心增长引擎。

◆**创新产品业务收入突破 10 亿元，进入高速增长通道。**随着公司医药工业商业化创新产品梯队持续扩容，新获批上市的创新药销售持续发力，已成为医药工业持续增长的核心驱动力之一。今年上半年公司创新产品业务收入贡献持续攀升，实现销售及代理服务收入合计 10.84 亿元，同比增幅达 59%，已进入高速增长通道，代表性创新产品包括尼欣那®、利鲁平®、惠优静®、赛乐信®、爱拉赫®以及 CAR-T 产品赛恺泽®等；其中赛恺泽®上半年有效订单达到 111 份，有望持续保持快速增长势头；爱拉赫®作为唯一获得国内外权威指南共同 I 级推荐的全球创新药，上半年在粤港澳大湾区实现销售收入约 3000 万元，计划于今年 4 季度启动该产品于国内的正式商业化销售。

◆**深耕三大治疗领域，创新药研发管线突破 80 项：**今年上半年，公司医药工业研发投入（不含股权投资）14.84 亿元，同比增长 33.75%，其中直接研发支出 11.74 亿元，同比增长 54.21%，直接研发支出占医药工业营收比例为 15.97%。公司创新药研发中心正在推进 80 余项创新药管



线研发，2025 年上半年取得多项积极成果。①肿瘤领域：爱拉赫®转为常规批准的补充申请于 2025 年 3 月获得受理；迈华替尼片用于 EGFR21 号外显子 L858R 置换突变的局部晚期或转移性 NSCLC 患者的一线治疗的上市申请已完成补充资料递交，年内有望获批；公司自主研发的差异化 ADC 药物管线（HDM2005、HDM2020、HDM2012、HDM2017、HDM2024）已形成梯度布局：其中领先项目 HDM2005(靶向 ROR1)进度处于全球第一梯队，其联合疗法治疗 DLBCL 的中国 IND 于 4 月获批，美国 MCL 适应症孤儿药资格于 2 月认定，正在国内开展 3 项临床试验（血液瘤单药进入剂量扩展、实体瘤单药完成首例给药并爬坡、DLBCL 联合疗法启动）；HDM2020 和 HDM2012(靶向 MUC17，全球首个临床)均获中美 IND 批准，并于 8 月完成实体瘤 I 期首例给药；HDM2017 于 7 月递交中国 IND；HDM2024 预计 Q4 提交 IND。PD-L1/VEGF/TGF-β 三靶点抗体融合蛋白(DR30206)同靶点进度全球领先，4 月完成 NSCLC I b 期首例给药，同时，其联合化疗治疗消化道肿瘤的申请获批并启动 Ib/IIa 期入组。②内分泌领域：口服 GLP-1 激动剂 HDM1002 体重管理中国 III 期完成入组（II 期数据优异），糖尿病 III 期启动中；GLP-1R/GIPR 双靶点 HDM1005 体重管理及糖尿病 II 期均完成入组，预计 Q4 进入 III 期，并新增 OSA 及 HFpEF 适应症 IND 批；first-in-class 三靶点激动剂 DR10624 在重度高甘油三酯血症 II 期获阳性结果，脂肪肝 II 期入组中；复方制剂 HDM1010 获美国糖尿病 IND 批件；合作引进的司美格鲁肽注射液糖尿病适应症上市申请已受理，体重管理 III 期入组完成待 Q4 顶线结果；德谷胰岛素上市申请受理并完成核查；德谷门冬胰岛素 III 期预计 9 月获顶线结果。③自免领域：乌司奴类似药新增儿童斑块银屑病适应症于今年 3 月获批，其克罗恩病上市申请已于 2 月获受理；创新药 HDM3016 结节性痒疹中国 III 期于 3 月完成入组（预计 Q4 顶线结果），特应性皮炎 III 期入组近尾声；引进的罗氟司特乳膏银屑病及特应性皮炎中国 III 期均获积极结果，计划今年 Q4 提交两适应症 NDA；自研芦可替尼凝胶完成结节性痒疹 I/II 期入组，白癜风 III 期进行中；合作产品 MC2-01 乳膏银屑病中国 III 期申请于 7 月获批；自研两个 first-in-class 双抗——HDM3018（IBD/PsO/PsA）及 HDM4002（IGA



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
8. 年报点评：华东医药（000963）——业绩创历史新高，创新管线步入收获期_20250422

肾病）均处于 IND 开发阶段，预计 2026 年 Q3 前完成中美 IND 申报。

◆**工业微生物板块整体销售趋势持续向好。**公司在持续推进 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。该板块上半实现销售收入 3.68 亿元，同比增长 29%。其中，特色原料药&中间体板块增长 23%，xRNA 板块增长 37%，大健康&生物材料板块增长 21%，动物保健板块增长超过 100%。

◆**医美业务阶段性承压，环比呈现好转趋势。**上半年医美板块实现营收 11.12 亿元，同比出现一定下降，其中，Sinclair 实现收入 5.24 亿元（同比降 7.99%），第二季度环比增 19.96%；国内欣可丽美学实现收入 5.43 亿元（同比降 12.15%），但连续两季度环比正增长（Q2 环比增 14.16%）。随着多款新品即将上市，国内医美业务有望开启新成长周期。

投资建议：

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20/18/16倍。考虑公司医药工业保持增长趋势，创新管线产品步入收获期、进入高速增长通道，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)	22.83	19.91	17.59	15.66
市净率(P/B)	3.81	3.32	2.93	2.58

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。