

创新业务进入高速增长通道， 关注创新药及医美管线进展

华东医药 (000963.SZ)

核心观点

公司 2025 年 H1 经营保持稳健，业绩符合我们此前预期。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。国内外医美受外部环境影响有所扰动。工微增速亮眼，聚焦四大领域。盈利水平提升，现金流稳健。展望 2025 年 H2：1) 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 2025 半年度报告及半年度利润分配方案

8 月 19 日，公司发布 2025 年半年度报告，25H1 实现营业总收入 216.75 亿元，同比增长 3.39%；归母净利润 18.15 亿元，同比增长 7.01%；扣非归母净利润 17.62 亿元，同比增长 8.40%；业绩符合我们此前预期。

公司拟每 10 股派发现金 3.50 元（含税），合计派发现金红利 6.14 亿元。

简评

工业板块增长稳健，Q2 业绩符合预期

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	40,624	41,906	44,910	48,350	51,500
YoY(%)	7.7	3.2	7.2	7.7	6.5
净利润(百万元)	2,839	3,512	4,005	4,511	4,969
YoY(%)	13.6	23.7	14.0	12.6	10.2
毛利率(%)	32.4	33.2	33.5	34.2	34.3
净利率(%)	7.0	8.4	8.9	9.3	9.6
ROE(%)	13.5	15.2	15.4	15.5	15.2
EPS(摊薄/元)	1.62	2.00	2.28	2.57	2.83
P/E(倍)	27.0	21.8	19.1	17.0	15.4
P/B(倍)	3.6	3.3	3.0	2.6	2.3

资料来源：iFinD，中信建投证券

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

袁清慧

yuanqinghui@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520030001

SFC 编号:BPW879

刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

SAC 编号:S1440519080003

SFC 编号:BVX723

袁全

yuanquan@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523070006

赵旭

zhaoxul@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525070003

沈兴熙

shenxingxi@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525070009

发布日期：2025 年 09 月 07 日

当前股价：43.63 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
	-0.30/-6.69	-2.22/-15.14	51.28/14.35
12 月最高/最低价 (元)			46.17/27.31
总股本 (万股)			175,407.70
流通 A 股 (万股)			175,194.12
总市值 (亿元)			765.30
流通市值 (亿元)			764.37
近 3 月日均成交量 (万)			1470.11
主要股东			
中国远大集团有限责任公司			41.67%

2025 年 H1，公司实现营业收入 216.75 亿元，同比增长 3.39%，归母净利润 18.15 亿元，同比增长 7.01%，扣非归母净利润 17.62 亿元，同比增长 8.40%，上半年在核心医药工业板块带动下延续 Q1 稳健经营趋势；其中 Q2 单季实现营业收入 109.39 亿元，同比增长 3.65%，实现归母净利润 9.00 亿元，同比增长 7.98%，实现扣非归母净利润 8.64 亿元，同比增长 9.85%，Q2 增速环比实现改善，主要受益于盈利能力较强的工业板块整体经营继续保持良好增长趋势。此外公司发布 2025 半年度利润分配方案，拟每 10 股派人民币 3.5 元，合计分红 6.14 亿元，占当期归母净利润的 33.83%，持续回报投资者。

医药工业：利润表现亮眼，创新动能逐步释放。2025 年 H1 公司医药工业核心子公司中美华东实现收入 73.17 亿元（含 CSO 业务），同比增长 9.24%，实现归母净利润 15.80 亿元，同比增长 14.09%。公司创新布局重点围绕内分泌、自免和抗肿瘤三大领域，创新转型进展已逐步开始兑现，2024 年至今多款重磅产品已上市，CAR-T 产品赛恺泽®（泽沃基奥仑赛注射液）、惠优静®（脯氨酸加格列净片）、赛乐信®（乌司奴单抗注射液）等产品积极拓展医疗机构覆盖，公司创新产品业务收入已经进入高速增长通道，上半年实现销售及代理服务收入合计 10.84 亿元，同比增长 59%，未来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。

医美业务：外部压力下阶段性调整，多款重点产品陆续商业化。2025 年 H1 公司医美业务合计营收 11.12 亿元（剔除内部抵消因素），同比出现下滑。按地区拆分来看，国内医美子公司欣可丽美学实现营收 5.43 亿元，同比下降 12.15%，其中 Q2 环比 Q1 增长 14.16%，边际恢复趋势明显，行业压力下保持经营韧性。注射产品高端玻尿酸 MaiLi Extreme 于 25 年 5 月正式实现商业化销售，EBD 产品整体终端销售数同比实现大幅增长，新一代“少女光”Renotion 芮颜媿®也于今年 5 月正式发布，产品线持续丰富。海外医美全资子公司英国 Sinclair 营收 5.24 亿元人民币，同比下降 7.99%；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。2025 年 H1 工业微生物板块合计实现销售收入 3.68 亿元，同比增长 29%，整体表现亮眼，xRNA、特色原料药&中间体、大健康&生物材料、动物保健四大核心领域分别增长 37%、23%、21%、100%+。25 年 H1 公司工微业务进展丰富，持续开拓国际市场。xRNA 板块芜湖华仁在创新方面持续投入，已完成多项美国 DMF 注册，业务取得快速增长。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，已签订多个 ADC 毒素 CDMO 项目，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。大健康板块子公司美琪健康上半年已经投产 6 个产品，同时积极推进客户开发及新应用领域拓展，25 年随着产能爬坡将逐步贡献增量。

医药商业重回增长轨道，稳健应对行业变化。2025 年 H1 公司医药商业营收 139.47 亿元，同比增长 2.91%，净利润 2.26 亿元，同比增长 3.67%。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 and 变化应对外部的冲击和竞争，业务拓展与运营提效并重，25 年上半年延续了稳健发展趋势。公司医药商业围绕“保存量、促增量、提劳效”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，全年商业板块有望保持健康增长。

盈利水平提升，现金流稳健

2025 年 H1 公司毛利率 33.90% (+1.20pct)；净利率 8.34% (+0.27pct)，盈利能力在核心板块带动下持续提升。费用方面，销售费用率 14.90% (-0.72pct)，管理费用率 3.35% (-0.06pct)，研发费用率 4.61% (+1.54pct)，财务费用率 0.10% (-0.01pct)。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，2025 年 H1 对联营企业和合营企业的投资收益为-0.35 亿元，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。2025 年 H1，公司经营活动现金流量净额同比增长 7.98%，与净利润水平保持匹配；筹资活动现金流量净额同比下降 214.72%，主要由于取得借款收到的现金减少所致。其余财务指标基本正常。

展望 25 年：创新药自研品种潜力释放，医美管线进入密集收获期

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、FR α -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，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：受外部环境影响，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，国内及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 批准上市并于 5 月正式实现商业化销售，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。相关产品有望自下半年起逐步上市，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	FR α 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NSCLC EGFR敏感突变NSCLC	23年5月纳入突破性治疗品种 23Q3 III期临床试验达到主要终点，24年5月上市申请获受理	2025
	HDM2005 (自研ROR1 ADC)	ROR1 ADC	晚期实体瘤	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 (自研PROTAC)	HPK1 PROTAC	晚期实体瘤	24年10月获批国内IND，24年12月首例给药，25年1月获批美国IND	
	DR30206 (自研三抗)	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II期首例受试者给药	
	泽沃基仑仑注射液	BCMA CAR-T	复发或难治性多发性骨髓瘤	23年1月签订产品独家商业化合作协议，24年3月产品获批上市	24M3已上市
	IM19联合抗原受体T细胞注射液 塞纳帕利 (CSO)	CD19 CAR-T PARP抑制剂	非霍奇金淋巴瘤等血液瘤 卵巢癌 输卵管癌 腹膜癌	24年8月签署独家商业化合作协议，24年11月产品提交上市申请 23年12月签署独家市场推广服务协议，25年1月产品获批	2026Q1之前 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：25年2月III期临床完成全部入组	2026
	HDM1002	口服小分子GLP-1	糖尿病 肥胖	2025年3月启动III期临床	2027
	HDM1005	双靶点GLP-1/GIP	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)	2027-2028
	DR10624	三靶点GLP-1/GCG/FGF21	超重或肥胖 重度高甘油三酯血症 MAFLD/MASH	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III期全部患者入组完成，25年5月新西兰Ib/Ia临床试验数据读出 25年4月国内III期临床首例患者给药	2027-2028
	胰岛素加格列净 (CSO)	SGLT-2抑制剂	糖尿病	24年9月与惠升生物达成独家战略合作，品种24年1月已获批上市	24M1已上市
	HDM1010	GLP-1/SGLT2	糖尿病	口服GLP-1 HDM1002+SGLT2复方，25年6月获批美国IND	
自身免疫	雷珠单抗	单抗	黄斑变性	25年5月上市申请获受理	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
	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	冷脓肿相关的周期性综合征 复发急性心包炎	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，预计25年Q4递交NDA申请	2026-2027
	HDM3016 (QX005N)	IL-4R α 单抗	结节性痒疹； 中重度特应性皮炎	2024年5月，两项适应症III期临床均完成首例受试者入组	2026-2027
	HDM3010	JAK1/JAK2 抑制剂	白癜风、结节性痒疹	正在开展用于白癜风的III期临床及用于结节性痒疹的II期临床	
Wynzora 片剂	VD类似物+皮质类固醇	斑块状银屑病	美国和欧洲已上市，23年8月获得国内权益		
HDM3019 (IMB-101)	OX40L/TNF α 双抗	类风湿关节炎	25年3月中国获批IND，此前美国a期已完成		
创新药械	HD-NP-102	药械组合	肾功能实时监测	瑞美吡啶：24年1月上市申请获受理，器械：22年7月注册申请获受理	2025整体获批

资料来源：公司公告，中信建投

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

盈利预测及投资评级

我们预测 2025-2027 年，公司营收分别为 449.10、483.50 和 515.00 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 14.0%、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 19.1X、17.0X 和 15.4X，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。

刘若飞

医药行业分析师，北京大学生物技术硕士，2017年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖中药、医药商业、生物制品、原料药、基因测序、CRO等细分领域。

2024年、2023年、2022年、2021年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、第三名、第四名、第五名团队核心成员。

袁全

中信建投证券医药分析师，耶鲁大学医疗管理硕士，曾就职于瑞士信贷香港投行部，2021年加入中信建投证券研究发展部，主要负责全球视野研究、中药、医美板块。

赵旭

制药及生物科技

沈兴熙

医药行业分析师，武汉大学健康经济学硕士，2023年加入中信建投证券研究发展部医药团队，主要覆盖药店、医药流通板块。

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@csc.hk