

证券研究报告 · A股公司动态

化学制药

工业板块增长亮眼， 创新管线加速落地

核心观点

公司 2025 年前三季度经营保持稳健，业绩符合我们此前预期。分板块来看，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持续调整，管线布局持续推进；工微保持较快增长，积极拓展海外市场。展望未来：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) 医美管线步入收获期，有望带来利润弹性；3) 工微板块多重催化，加强海外布局。

事件

公司发布 2025 年第三季度报告

10月28日，公司发布2025年第三季度报告，前三季度实现营业收入326.64亿元，同比增长3.77%；实现归母净利润27.48亿元，同比增长7.24%；实现扣非归母净利润26.94亿元，同比增长8.53%；业绩符合我们此前预期。

简评

工业板块增长亮眼，Q3 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	3,875	4,401	4,936
YoY(%)	13.6	23.7	10.3	13.6	12.1
毛利率(%)	32.4	33.2	33.5	34.2	34.3
净利率(%)	7.0	8.4	8.6	9.1	9.6
ROE(%)	13.5	15.2	15.0	15.2	15.2
EPS(摊薄/元)	1.62	2.00	2.21	2.51	2.81
P/E(倍)	25.7	20.8	18.8	16.6	14.8
P/B(倍)	3.5	3.2	2.8	2.5	2.2

资料来源：iFinD，中信建投证券

华东医药(000963.SZ)

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

zhaoxu1@csc.com.cn
SAC 编号:S1440525070003

沈兴熙

shenxingxi@csc.com.cn
SAC 编号:S1440525070009
发布日期： 2025年12月12日

当前股价： 41.60 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
3.23/5.65	-2.14/-4.59	10.29/-4.35
12月最高/最低价(元)		46.17/31.29
总股本(万股)		175,402.10
流通A股(万股)		175,337.54
总市值(亿元)		729.67
流通市值(亿元)		729.40
近3月日均成交量(万)		879.58
主要股东		
中国远大集团有限责任公司		41.67%

2025 年前三季度，公司实现营业收入 326.64 亿元，同比增长 3.77%；归母净利润 27.48 亿元，同比增长 7.24%；扣非归母净利润 26.94 亿元，同比增长 8.53%，前三季度在核心医药工业板块带动下延续 H1 的稳健经营趋势；其中 Q3 单季实现营业收入 109.89 亿元，同比增长 4.53%，实现归母净利润 9.33 亿元，同比增长 7.71%，实现扣非归母净利润 9.32 亿元，同比增长 8.77%，Q3 增速环比实现持续改善，主要受益于盈利能力较强的工业板块整体经营保持良好增长趋势。

医药工业：同环比加速增长，创新动能逐步释放。2025 年前三季度公司医药工业核心子公司中美华东实现收入 110.45 亿元（含 CSO 业务），同比增长 11.10%，实现归母净利润 24.75 亿元，同比增长 15.62%，核心主业经营趋势持续向好。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，推动公司创新产品业务收入进入高速增长通道，前三季度实现销售及代理服务收入合计 16.75 亿元，同比增长 62%，其中：**1) 索米妥昔单抗注射液（爱拉赫®）：**依托“港澳药械通”政策率先打开市场，前三季度实现销售收入超 4,500 万元，国内上市工作预计于 11 月份正式落地；**2) CAR-T 产品泽沃基奥仑赛注射液（赛恺泽®）：**持续纳入更多地方惠民保及商业保险覆盖范围，市场渗透率持续提升，前三季度已向合作方科济药业下达有效订单 170 份，超过去年全年订单数量；**3) PARP 抑制剂塞纳帕利胶囊（派舒宁®）：**三季度销量实现环比倍增；**4) 伤科灵®：**持续推进大中型医院准入与零售药店覆盖工作，前三季度贵州公司实现营业收入 1.72 亿元，同比增长 194%；实现净利润 0.53 亿元，同比增长 489%，盈利能力持续提升；**5) 药械组合：**瑞玛比嗪注射液（MB-102）国内上市许可申请于 2025 年 10 月正式获批（与其配套使用的 TGFR 已于 2025 年 2 月获批），实现了全球首个适用于肾功能正常或受损患者的肾功能评估床旁产品“MediBeacon® TGFR”在中国市场的整体获批，公司正在积极扩充医疗器械销售推广团队，有望快速实现高效市场渗透。**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 年前三季度公司医美业务合计营收 15.68 亿元（剔除内部抵消），同比下滑 17.90%。按地区拆分来看，国内医美子公司欣可丽美学实现营收 7.45 亿元，同比下降 18.03%，行业压力下短期有所承压。MaiLi Precise 的中国注册上市申请已于 2025 年 10 月获得受理，KIO021 于 2025 年 9 月完成中国临床研究的首例受试者注射，市场注册工作全面推进，医美业务品牌效应及核心竞争力有望进一步提升。海外医美全资子公司英国 Sinclair 营收 7.19 亿元人民币，同比下降 7.34%；海外医美主要受全球经济增长乏力影响，公司积极开展战略性调整，推动管理模式革新与资源布局优化升级，聚焦核心业务持续取得突破，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 年前三季度工业微生物板块合计实现同比增长 28.48%，整体保持亮眼表现。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 年前三季度公司医药商业营收 212.53 亿元，同比增长 3.31%，实现净利润 3.34 亿元，同比增长 3.37%，收入、利润两端均延续了 H1 的平稳经营趋势，后续公司商业板块将围绕“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。

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

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

域，2025年至今塞纳帕利胶囊（派舒宁®）、乌司奴单抗生物类似药（赛乐信®）新增适应症、药械组合（MediBeacon® TGFR）、马来酸美凡厄替尼片等多款重磅产品已上市，未来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 25 年 6 月完成工厂现场核查，目前处在技术审评阶段（24 年 12 月完成 BLA 申请递交）；伊妍仕 M 型上市申请于 25 年 1 月获得 NMPA 受理，6 月收到补充通知单，目前正在按照要求准备技术材料；光学射频治疗仪 V30 中国注册申请 25 年 3 月获 NMPA 受理，6 月收到补充资料通知单，目前正在按照要求准备技术材料；MaiLi Precise 的中国注册上市申请已于 25 年 10 月获得受理。同时后续还有 Lanluma、KIO021 等多款产品积极推进中，公司医美产品管线有望持续丰富。

3) 工微板块多重催化：美琪健康 24 年已转入常态化运营，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。

盈利能力稳中有升，现金流保持稳健增长

2025 年前三季度公司毛利率 33.52% (+0.97pct)，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 14.67% (-0.35pct)，管理费用率 3.34% (-0.41pct)，研发费用率 4.62% (+1.60pct)，财务费用率 0.03% (-0.09pct)。销售费用率、管理费用率下降，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 -0.75 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 年前三季度，公司经营活动现金流量净额同比增长 4.17%，与净利润水平基本保持匹配；筹资活动现金流量净额同比下降 103.43%，主要由于系本期取得的有息负债同比减少、本期支付少数股东股权收购款所致。其余财务指标基本正常。

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 38.75 亿元、44.01 亿元和 49.36 亿元，分别同比增长 10.3%、13.6% 和 12.1%。折合 EPS 分别为 2.21 元/股、2.51 元/股和 2.81 元/股，对应 PE 为 18.8X、16.6X 和 14.8X，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

医药消费及生物制品联席首席分析师，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、医药流通、连锁药店、疫苗、血制品、CRO、原料药、基因测序等细分领域。

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，主要负责中药、医美、医药商业、全球视野研究等细分领域，2024年、2023年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、第三名团队核心成员。

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，主要覆盖基因检测、药店、医药流通、中药及商保板块。

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受到任何形式的补偿。

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