

2021年04月14日

华东医药 (000963.SZ)

“少女针”获批强化医美业务，医美管线潜力逐步释放

■ **事件：**2021年4月13日公司发布公告，公司的注射用聚己内酯微球面部填充剂获得国家药品监督管理局颁发的《医疗器械注册证》。

■ **“少女针 (Ellans e®)”正式获批，2021年下半年有望正式销售**
公司的注射用聚己内酯微球面部填充剂 (Ellans e®) 获得国家药品监督管理局颁发的《医疗器械注册证》。注射用聚己内酯微球面部填充剂由聚己内酯微球 (PCL) 和羧甲基纤维素 (CMC) 制成，该品种先通过 CMC 进行填充，然后通过 PCL 刺激胶原再生，具备“填充+修复”的双重功效。Ellans e®的正式获批，进一步提升公司医美业务的核心竞争力，预计2021年下半年国内正式销售。

■ “少女针 (Ellans e®)”产品优势明显且销售空间广阔

少女针的同类竞品包括长效玻尿酸和童颜针，与长效玻尿酸相比，少女针效果维持时间适中 (约1-4年)，产品复购频率较好且客户粘性更佳；与童颜针相比，少女针同时具备“填充+修复”的功效，起效时间更快。少女针的产品起效时间快且客户粘性好，具备较强的产品优势。根据 Frost&Sullivan 数据，2019年国内美容玻尿酸市场规模为48亿，预计2024年市场规模高达120亿元。按照玻尿酸出厂价格350元/支推算，预计2024年玻尿酸注射人数高达3440万人，“少女针 (Ellans e®)”销售空间广阔。

■ 公司医美产品管线丰富，医美业务有望重新激发公司增长活力

公司2013年通过代理LG的玻尿酸 (伊婉) 快速切入医美行业，随后通过收购 Sinclair、入股 R2 公司等方式强化医美产品管线，目前公司在研在售的产品管线已充分囊括玻尿酸、少女针、肉毒素、埋线、减肥笔、光电医美等核心品种。按照公司公告和 Frost&Sullivan 的数据，2019年公司医美业务实现营收5.09亿元 (+569.81%)，其代理的玻尿酸国内市占率第一 (高达22.60%)。按照目前公司医美产品的在研进度，预计未来三年公司有多个核心品种上市，医美业务有望重新激发公司的增长活力。

■ **投资建议：**预计公司2020年-2022年净利润分别为28.54亿元、31.26亿元、37.52亿元，分别同比增长1.5%、9.5%、20.0%。给予买入-A的投资评级。

公司快报

证券研究报告

化学制剂

投资评级 买入-A

首次评级

股价 (2021-04-13) 35.00元

交易数据

总市值 (百万元)	61,243.33
流通市值 (百万元)	61,242.45
总股本 (百万股)	1,749.81
流通股本 (百万股)	1,749.78
12个月价格区间	17.94/42.37元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.56	40.25	60.86
绝对收益	-6.91	28.91	85.52

马帅

分析师

SAC 执业证书编号: S1450518120001
mashuai@essence.com.cn

冯俊曦

分析师

SAC 执业证书编号: S1450520010002
fengjx@essence.com.cn

相关报告

■ **风险提示：** 药品和医美产品研发进度不达预期；药品和医美产品销售不达预期；药品降价幅度大于预期；环保不达标风险；

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	30,663.4	35,445.7	34,548.9	38,090.2	43,918.0
净利润	2,267.2	2,813.1	2,854.0	3,126.4	3,751.8
每股收益(元)	1.30	1.61	1.63	1.79	2.14
每股净资产(元)	5.68	7.03	8.26	9.66	11.33

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	27.0	21.8	21.5	19.6	16.3
市净率(倍)	6.2	5.0	4.2	3.6	3.1
净利润率	7.4%	7.9%	8.3%	8.2%	8.5%
净资产收益率	22.8%	22.9%	19.7%	18.5%	18.9%
股息收益率	0.8%	0.8%	1.2%	1.1%	1.3%
ROIC	33.8%	31.2%	26.0%	27.1%	32.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	30,663.4	35,445.7	34,548.9	38,090.2	43,918.0	成长性					
减:营业成本	21,774.7	24,086.7	23,320.5	25,672.8	29,425.1	营业收入增长率	10.2%	15.6%	-2.5%	10.3%	15.3%
营业税费	171.0	182.0	190.8	206.1	235.2	营业利润增长率	24.3%	16.8%	17.7%	9.1%	19.4%
销售费用	4,297.4	5,797.2	5,040.4	5,708.3	6,631.6	净利润增长率	27.4%	24.1%	1.5%	9.5%	20.0%
管理费用	785.2	1,095.2	1,969.3	2,190.2	2,503.3	EBITDA 增长率	53.0%	18.6%	-5.6%	6.4%	17.3%
财务费用	86.5	2.5	15.2	-64.5	-101.2	EBIT 增长率	57.2%	17.9%	-5.9%	7.0%	18.9%
资产减值损失	51.0	3.7	26.8	27.2	19.2	NOPLAT 增长率	28.7%	14.7%	5.0%	7.0%	18.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	24.6%	26.1%	2.5%	0.8%	-2.2%
投资和汇兑收益	34.8	-15.0	12.5	10.7	2.7	净资产增长率	18.4%	23.4%	17.8%	17.1%	17.5%
营业利润	2,909.6	3,397.0	3,998.3	4,360.8	5,207.5	利润率					
加:营业外净收支	-37.0	73.2	6.4	14.2	31.3	毛利率	29.0%	32.0%	32.5%	32.6%	33.0%
利润总额	2,872.5	3,470.3	4,004.7	4,375.1	5,238.8	营业利润率	9.5%	9.6%	11.6%	11.4%	11.9%
减:所得税	477.4	544.9	1,001.2	1,093.8	1,309.7	净利润率	7.4%	7.9%	8.3%	8.2%	8.5%
净利润	2,267.2	2,813.1	2,854.0	3,126.4	3,751.8	EBITDA/营业收入	12.8%	13.2%	12.8%	12.3%	12.5%
						EBIT/营业收入	11.8%	12.0%	11.6%	11.3%	11.6%
						运营效率					
						固定资产周转天数	24	21	21	17	13
						流动资产周转天数	50	43	52	53	49
						流动资产周转天数	152	136	152	169	180
						应收账款周转天数	62	60	61	61	61
						存货周转天数	43	40	40	40	40
						总资产周转天数	207	207	230	235	235
						投资资本周转天数	97	106	122	113	97
						投资回报率					
						ROE	22.8%	22.9%	19.7%	18.5%	18.9%
						ROA	12.5%	13.6%	13.3%	12.1%	13.0%
						ROIC	33.8%	31.2%	26.0%	27.1%	32.0%
						费用率					
						销售费用率	14.0%	16.4%	14.6%	15.0%	15.1%
						管理费用率	2.6%	3.1%	5.7%	5.8%	5.7%
						财务费用率	0.3%	0.0%	0.0%	-0.2%	-0.2%
						三费/营业收入	16.9%	19.5%	20.3%	20.6%	20.6%
						偿债能力					
						资产负债率	45.7%	40.1%	33.0%	34.5%	30.8%
						负债权益比	84.3%	66.8%	49.2%	52.6%	44.5%
						流动比率	1.77	1.64	2.35	2.38	2.74
						速动比率	1.24	1.15	1.81	1.80	2.19
						利息保障倍数	41.84		264.06	-66.59	-50.45
						分红指标					
						DPS(元)	0.28	0.28	0.42	0.38	0.46
						分红比率	21.2%	17.4%	26.0%	21.5%	21.7%
						股息收益率	0.8%	0.8%	1.2%	1.1%	1.3%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	2,395.2	2,925.4	2,854.0	3,126.4	3,751.8	EPS(元)	1.30	1.61	1.63	1.79	2.14
加:折旧和摊销	327.1	414.4	393.2	393.2	393.2	BVPS(元)	5.68	7.03	8.26	9.66	11.33
资产减值准备	51.0	24.9	-	-	-	PE(X)	27.0	21.8	21.5	19.6	16.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.2	5.0	4.2	3.6	3.1
财务费用	102.8	101.4	15.2	-64.5	-101.2	P/FCF	81.9	133.1	32.5	20.1	15.3
投资损失	-34.8	-11.1	-12.5	-10.7	-2.7	P/S	2.0	1.7	1.8	1.6	1.4
少数股东损益	127.9	112.3	149.5	154.9	177.3	EV/EBITDA	9.6	9.0	13.3	12.0	9.7
营运资金的变动	96.8	-2,552.8	-472.7	-541.8	-162.1	CAGR(%)	11.1%	10.3%	16.7%	11.1%	10.3%
经营活动产生现金流量	2,039.5	2,001.7	2,926.8	3,057.5	4,056.2	PEG	2.4	2.1	1.3	1.8	1.6
投资活动产生现金流量	-1,560.7	-1,582.6	-48.3	20.9	16.2	ROIC/WACC	3.2	3.0	2.5	2.6	3.0
融资活动产生现金流量	-430.4	-608.6	-1,404.9	-612.1	-727.3	REP	1.3	1.2	2.0	1.8	1.5

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

马帅、冯俊曦声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn	
	徐逸岑	18019221980	xuyc@essence.com.cn	
	秦紫涵	021-35082799	qinzhi@essence.com.cn	
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn	
	北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
张莹		010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
游倬源			youzy1@essence.com.cn	
王帅		010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn	
欧阳亚群				
刘晓萱		010-83321365	liuwx1@essence.com.cn	
张杨		15801879050	zhangyang4@essence.com.cn	
侯宇彤		18210869281	houyt1@essence.com.cn	
深圳联系人		胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
		范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	毛云开		maoyk@essence.com.cn	
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn	
	马田田	18318054097	matt@essence.com.cn	
	赵晓燕	020-38015239	zhaoxy@essence.com.cn	
	张秀红		zhangxh1@essence.com.cn	
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn	
	杨萍	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn	
	喻聪	18503038620	yucong@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034