

# 基本盘重回正增通道，医美+工微提供新动能

证券研究报告

## 投资评级：买入(维持)

基本数据	2022-08-10
收盘价(元)	44.74
流通股本(亿股)	17.50
每股净资产(元)	9.91
总股本(亿股)	17.50

## 最近 12 月市场表现



## 分析师 张文录

SAC 证书编号: S0160517100001  
 zhangwenlu@ctsec.com

## 联系人 赵千

zhaoqian@ctsec.com

## 相关报告

- 《工业制药触底反弹，少女针放量加速》 2022-04-28
- 《腹有诗书气自华，公司价值再发现》 2022-03-19
- 《受益医保调整，拓展基层，丰富研发管线》 2018-01-23

## 核心观点

- 事件：** 2022 年上半年公司实现营业收入 181.98 亿元 (+5.93%)、扣非归母净利润 12.72 亿元 (+6.52%)。剔除已进入清算的控股子公司华东宁波口径，2022 年上半年营收和扣非归母净利润分别实现增长 9.56%、8.5%。22Q2 实现营收 92.65 亿元 (+11.86%)、归母扣非净利润 5.73 亿元 (+15.06%)。
- 业绩基本符合预期，工业制药 22Q2 进入正增通道。** 剔除已停业清算的控股子公司华东宁波去年同期业绩（营收 5.69 亿元，归属母公司合并报表净利润 2567 万元）后，公司上半年营收和扣非归母净利润增速达到 9.56%、8.5%。其中，中美华东 22H1 实现营收 55 亿元 (+1.4%)、扣非归母净利润 10.64 亿元 (-3.7%)；22Q2 实现营收 27.1 亿元 (+16.2%)、扣非归母净利润 4.9 亿元 (+12%)，工业制药板块作为公司的基本盘 Q2 已经扭转下降趋势、业绩进入增长通道。报告期内公司产品吗替麦考酚酯第七批集采中标，拟降价 62%，计划将于 2022 年 11 月执行集采价格，至此公司主要单品短期政策靴子已全部落地，政策扰动+疫情扰动影响逐渐衰退，工业制药板块稳增趋势确定性更强。
- 2Q22 医美海外持续高增+国内少女针无惧疫情表现亮眼，收购华仁科技深化布局核酸产业。** 公司医美业务国内+海外合计实现营业收入 8.97 亿元 (+130.25%)。其中，海外业务营收折合人民币 5.31 亿元左右 (+104.3%)，实现 EBITDA 1184 万英镑；国内部分实现营业收入 2.71 亿元，主要来自于少女针产品的销售放量。少女针自去年 8 月份上市不到一年时间已实现 5+亿元累计销售额，公司产品力和渠道力得到充分验证。随着后续减肥笔+高端玻尿酸 MaiLi+伊妍仕 M+Cooltech 等针剂及设备产品的上市，将形成全市场较全产品品类及较高产品定位的组合梯队。工业微生物板块上半年同比增长为 31%，主要是由于受到国内疫情影响，导致部分销售合同延迟履行。公司 2022 年 8 月收购华仁科技 60% 股权，华仁科技主要产品包括修饰核苷、亚磷酰胺单体、dNTP 等，面向小核酸药物和诊断试剂用核苷原料市场。公司全资子公司美华高科将助力华仁科技的规模化生产，承担修饰核苷、单体及上游原料的生产功能，有望成为核苷原料领域国际领先供应商。
- 发布股权激励方案，彰显业绩稳增信心。** 公司公布股权激励计划，拟授股 500 万股（约占总股本 0.286%），激励对象总人数包括董事、高级管理人员、中层管理人员和核心技术（业务）人员在内的 117 人。激励目标以 2021 年净利润为基数，要求 22/23/24 年净利润增长率不低于 7%/23%/50%。股权激励方案彰显公司稳步增长的信心，也有助于充分调动人员积极性，有助于公司长期向好发展。
- 盈利预测与估值：** 预计公司 2022~2024 年营业收入为 378.8、413.1、446.6 亿元，同比增长 9.58%、9.07%、8.11%；归母净利润为 28.5、34.3、40.5 亿元，同比增长 23.9%、20.3%、18.0%，对应 PE 分别为 27.46、22.83、19.35，予以“买入”评级。

► **风险提示：** 疫情反复的影响；医保及集采政策影响；宏观经济下行风险。

**盈利预测：**

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入（百万元）	33683	34563	37876	41312	44663
收入增长率（%）	-4.97	2.61	9.58	9.07	8.11
归母净利润（百万元）	2820	2302	2851	3430	4045
净利润增长率（%）	0.24	-18.38	23.87	20.29	17.95
EPS（元/股）	1.61	1.32	1.63	1.96	2.31
PE	16.48	30.56	27.46	22.83	19.35
ROE（%）	19.29	13.88	15.07	15.34	15.32
PB	3.18	4.24	4.14	3.50	2.97

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

## 内容目录

1. 一级标题 .....	4
1.1. 二级标题 .....	4
1.1.1. 三级标题 .....	4
2. 一级标题 .....	5
2.1. 二级标题 .....	5
2.1.1. 三级标题 .....	5

## 图表目录

图 1. 此处录入标题 .....	5
图 2. 此处录入标题 .....	5
图 3. 此处录入标题 .....	5
图 4. 此处录入标题 .....	5
表 1. 此处录入标题 .....	4
表 2. 此处录入标题 .....	4





**公司财务报表及指标预测**

利润表						财务指标					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>33683</b>	<b>34563</b>	<b>37876</b>	<b>41312</b>	<b>44663</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	22550	23957	25688	27862	29822	营业收入增长率	-5%	3%	10%	9%	8%
营业税费	185	177	193	211	228	营业利润增长率	2%	-18%	23%	20%	18%
销售费用	5971	5424	6249	6527	6878	净利润增长率	0%	-18%	24%	20%	18%
管理费用	999	1167	1295	1471	1644	EBITDA 增长率	-2%	-2%	11%	19%	17%
研发费用	927	980	1212	1305	1393	EBIT 增长率	-3%	-7%	15%	21%	19%
财务费用	34	22	0	0	0	NOPLAT 增长率	-3%	-9%	16%	21%	19%
资产减值损失	-5	-17	0	0	0	投资资本增长率	15%	11%	14%	17%	17%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	净资产增长率	18%	12%	14%	18%	18%
投资和汇兑收益	-28	-96	-66	-80	-90	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>3477</b>	<b>2856</b>	<b>3501</b>	<b>4210</b>	<b>4967</b>	毛利率	33%	31%	32%	33%	33%
加:营业外净收支	-23	-28	0	0	0	营业利润率	10%	8%	9%	10%	11%
<b>利润总额</b>	<b>3453</b>	<b>2828</b>	<b>3501</b>	<b>4210</b>	<b>4967</b>	净利润率	9%	7%	8%	8%	9%
减:所得税	544	489	578	701	830	EBITDA/营业收入	11%	10%	10%	11%	12%
<b>净利润</b>	<b>2820</b>	<b>2302</b>	<b>2851</b>	<b>3430</b>	<b>4045</b>	EBIT/营业收入	10%	9%	9%	10%	11%
<b>资产负债表</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	3198	4032	4399	6542	9137	固定资产周转天数	26	32	33	33	33
交易性金融资产	0	0	0	0	0	<b>流动营业资本周转天数</b>	<b>46</b>	<b>36</b>	<b>43</b>	<b>42</b>	<b>42</b>
应收帐款	6138	6430	7128	7773	8318	流动资产周转天数	159	164	169	180	198
应收票据	0	0	114	-52	130	应收帐款周转天数	65	65	64	65	65
预付帐款	251	275	307	325	350	存货周转天数	65	60	62	62	61
存货	4068	3975	4822	4735	5452	总资产周转天数	244	267	272	281	298
其他流动资产	86	41	41	41	41	投资资本周转天数	182	197	205	220	238
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	19%	14%	15%	15%	15%
长期股权投资	850	985	1284	1583	1854	ROA	12%	9%	9%	10%	10%
投资性房地产	18	15	11	8	5	ROIC	16%	13%	13%	14%	14%
固定资产	2420	3077	3381	3693	3985	<b>费用率</b>					
在建工程	2240	1582	1368	1110	800	销售费用率	18%	16%	17%	16%	15%
无形资产	1463	2233	2613	3060	3539	管理费用率	3%	3%	3%	4%	4%
其他非流动资产	712	911	911	911	911	财务费用率	0%	0%	0%	0%	0%
<b>资产总额</b>	<b>24201</b>	<b>26996</b>	<b>30240</b>	<b>34361</b>	<b>39496</b>	三费/营业收入	21%	19%	20%	19%	19%
短期债务	1417	1238	1402	1551	1651	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	3947	3848	4636	4579	5253	资产负债率	37%	37%	36%	33%	32%
应付票据	554	672	639	788	737	负债权益比	59%	59%	56%	50%	46%
其他流动负债	11	11	11	11	11	流动比率	1.70	1.67	1.74	1.91	2.08
长期借款	152	139	139	139	139	速动比率	1.19	1.21	1.23	1.43	1.58
其他非流动负债	0	0	0	0	0	利息保障倍数	46.85	43.51	—	—	—
<b>负债总额</b>	<b>9022</b>	<b>10055</b>	<b>10883</b>	<b>11495</b>	<b>12493</b>	<b>分红指标</b>					
<b>少数股东权益</b>	<b>560</b>	<b>362</b>	<b>434</b>	<b>514</b>	<b>605</b>	DPS(元)	0.23	0.29	0.00	0.00	0.00
股本	1750	1750	1750	1750	1750	分红比率					
留存收益	10714	12647	14991	18421	22466	股息收益率	1%	1%	0%	0%	0%
<b>股东权益</b>	<b>15179</b>	<b>16941</b>	<b>19357</b>	<b>22866</b>	<b>27003</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
<b>现金流量表</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	EPS(元)	1.61	1.32	1.63	1.96	2.31
净利润	2820	2302	2851	3430	4045	BVPS(元)	8.36	9.47	10.81	12.77	15.09
加:折旧和摊销	440	598	528	568	602	PE(X)	16.48	30.56	27.46	22.83	19.35
资产减值准备	27	59	0	0	0	PB(X)	3.18	4.24	4.14	3.50	2.97
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	P/FCF					
财务费用	86	84	0	0	0	P/S	1.38	2.04	2.07	1.90	1.75
投资收益	8	53	66	80	90	EV/EBITDA	12.29	19.01	19.16	15.64	12.90
少数股东损益	90	37	72	80	92	CAGR(%)					
营运资金的变动	234	13	-1035	-238	-398	PEG	68.76	—	1.15	1.13	1.08
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>3411</b>	<b>3170</b>	<b>2341</b>	<b>3777</b>	<b>4299</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-1739</b>	<b>-1987</b>	<b>-1631</b>	<b>-1783</b>	<b>-1803</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-726</b>	<b>-767</b>	<b>-343</b>	<b>149</b>	<b>100</b>						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

## 信息披露

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

### 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

### 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

### 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。