

2021 三季度报点评：“少女针”伊妍士上市放量，整体经营有望企稳向好 买入（维持）

2021 年 10 月 28 日

证券分析师 朱国广

执业证号：S0600520070004

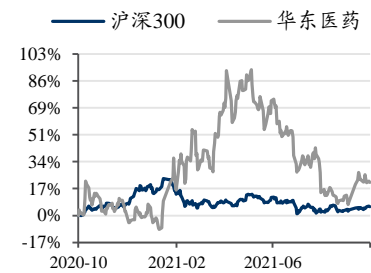
zhugg@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 33,683 | 35,884 | 39,596 | 44,274 |
| 同比（%） | -5.0% | 6.5% | 10.3% | 11.8% |
| 归母净利润（百万元） | 2,820 | 2,624 | 3,332 | 4,137 |
| 同比（%） | 0.2% | -6.9% | 27.0% | 24.2% |
| 每股收益（元/股） | 1.61 | 1.50 | 1.90 | 2.36 |
| P/E（倍） | 20.96 | 22.53 | 17.74 | 14.29 |

投资要点

- **事件：**2021 年前三季度，公司实现营业收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为 259.27 亿元、18.95 亿元、17.62 亿元，分别同比变化 +1.67%、-20.74%、-13.24%；2021Q3 季度，公司实现营业收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为 87.48 亿元、5.95 亿元、5.68 亿元，分别同比变化-1.04%、-9.88%、-9.00%。
- **工业环比较快增长，整体经营有望企稳向好。**2021 年前三季度，工业核心子公司中美华东实现营业收入 78.04 亿元（同比-11.4%），净利润 17.2 亿元（同比-11.1%）。Q3 季度，继续受产品降价因素影响，中美华东营业收入同比下降 12.7%，但环比增长 2.0%；净利润同比下降 5.2%，较 2021Q1 降幅 14.6%和 2021Q2 降幅 11.7%实现环比降幅收窄趋势，环比实现增长 14.8%；Q4 季度有望企稳增长。公司陆续投资、控股、孵化多家国内拥有领先技术的生物科技公司，医药研发生态圈加快推进创新国际化进程，糖尿病领域产品线持续扩充、竞争力提升。商业板块积极优化院内市场，拓展院外市场，整体保持稳定增长。
- **“少女针”伊妍士推广顺利，已实现预收款超过 1 亿元。**公司医美核心产品 Ellans é 伊妍仕于 8 月底正式在国内大陆市场上市销售，公司公告于 10 月下旬签约合作医院数量已超 120 家，培训认证医生数量超 200 人。截至 10 月 26 日，伊妍士已实现预收款超过 1 亿元，公司预计有望超额完成全年销售目标，并在 2022 年带动国内医美业务迎来新增长。面对全球市场旺盛需求，在原产能扩产受限的情况下，Sinclair 新建了荷兰阿尔梅勒工厂以扩充产能，目前已开始投入使用，全面确保后续全球市场供应。
- **海外医美继续呈现快速增长态势，Sinclair 合并报表口径的 EBITDA 已实现 506 万英镑。**公司海外医美业务随着各国对疫情限制的减少呈现快速增长。2021 前三季度实现营业收入（含合并新收购西班牙 High Tech 公司）5306 万英镑（约 4.73 亿元人民币），同比增长 127.4%，其中 Sinclair 自身营收增长 79.24%，公司预计其全年收入有望达到历史最好水平。受收购 High Tech 公司股权相关一次性费用等因素影响，Sinclair 整体合并报表净利润仍表现亏损，但 EBITDA 为历史最好表现，体现公司全球化医美产业经营能力。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到工业板块 Q3 仍受药品降价影响较大，医美子公司 Sinclair 因摊销费用影响利润贡献等，我们将公司 2021-2023 年归母净利润 28.60/34.32/41.19 亿元调整至 26.24/33.32/41.37 亿元，对应当前股价的 PE 分别 23/18/14 倍。考虑到公司医美核心产品快速放量，创新产品储备丰富，未来有望推动业绩快速增长。维持“买入”评级。
- **风险提示：**疫情反复的风险，产品研发和获证进度或不及预期的风险，医美产品市场竞争加剧的风险。

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元) | 33.78 |
| 一年最低/最高价 | 24.55/53.94 |
| 市净率(倍) | 3.64 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 59106.95 |

基础数据

| | |
|-------------|---------|
| 每股净资产(元) | 9.29 |
| 资产负债率(%) | 39.05 |
| 总股本(百万股) | 1749.81 |
| 流通 A 股(百万股) | 1749.76 |

相关研究

- 1、《华东医药 (000963)：2021H1 中报点评：医药工业逐步企稳，国内医美新品上市即将贡献增量》2021-08-10
- 2、《华东医药 (000963)：2021Q1 季报点评：医美与医药商业快速恢复增长，公司高端医美产品有望加速落地》2021-04-28
- 3、《华东医药 (000963)：医美产品线丰富，“少女针”获批后进入放量阶段》2021-04-25

华东医药三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 流动资产 | 14,656 | 16,943 | 20,267 | 24,446 | 营业收入 | 33,683 | 35,884 | 39,596 | 44,274 |
| 现金 | 3,198 | 7,358 | 7,050 | 12,651 | 减:营业成本 | 22,550 | 24,095 | 25,836 | 28,008 |
| 应收账款 | 6,138 | 4,889 | 7,278 | 6,327 | 营业税金及附加 | 185 | 198 | 218 | 244 |
| 存货 | 4,068 | 3,274 | 4,598 | 3,936 | 营业费用 | 5,971 | 6,755 | 7,652 | 8,645 |
| 其他流动资产 | 1,252 | 1,422 | 1,340 | 1,532 | 管理费用 | 999 | 1,064 | 1,174 | 1,313 |
| 非流动资产 | 9,545 | 10,079 | 10,776 | 11,545 | 研发费用 | 927 | 844 | 931 | 1,262 |
| 长期股权投资 | 850 | 1,478 | 2,100 | 2,725 | 财务费用 | 34 | 22 | 47 | 80 |
| 固定资产 | 2,420 | 2,821 | 3,241 | 3,644 | 资产减值损失 | 5 | 5 | 5 | 6 |
| 在建工程 | 2,240 | 1,913 | 1,730 | 1,635 | 加:投资净收益 | -28 | -21 | -24 | -23 |
| 无形资产 | 1,463 | 1,303 | 1,141 | 978 | 其他收益 | 192 | 147 | 157 | 159 |
| 其他非流动资产 | 2,572 | 2,565 | 2,564 | 2,563 | 资产处置收益 | 323 | 200 | 226 | 234 |
| 资产总计 | 24,201 | 27,022 | 31,043 | 35,992 | 营业利润 | 3,477 | 3,228 | 4,091 | 5,086 |
| 流动负债 | 8,634 | 8,763 | 9,359 | 10,048 | 加:营业外净收支 | -23 | 7 | 8 | 2 |
| 短期借款 | 1,417 | 1,036 | 1,227 | 1,131 | 利润总额 | 3,453 | 3,234 | 4,099 | 5,089 |
| 应付账款 | 4,501 | 5,012 | 5,189 | 5,870 | 减:所得税费用 | 544 | 509 | 645 | 801 |
| 其他流动负债 | 2,715 | 2,715 | 2,944 | 3,047 | 少数股东损益 | 90 | 101 | 122 | 151 |
| 非流动负债 | 388 | 354 | 326 | 298 | 归属母公司净利润 | 2,820 | 2,624 | 3,332 | 4,137 |
| 长期借款 | 152 | 118 | 89 | 61 | EBIT | 3,453 | 3,155 | 3,954 | 4,867 |
| 其他非流动负债 | 237 | 237 | 237 | 237 | EBITDA | 3,893 | 3,609 | 4,478 | 5,472 |
| 负债合计 | 9,022 | 9,118 | 9,685 | 10,346 | 重要财务与估值指标 | | | | |
| 少数股东权益 | 560 | 661 | 783 | 933 | 每股收益(元) | 1.61 | 1.50 | 1.90 | 2.36 |
| 归属母公司股东权益 | 14,620 | 17,244 | 20,575 | 24,712 | 每股净资产(元) | 8.36 | 9.85 | 11.76 | 14.12 |
| 负债和股东权益 | 24,201 | 27,022 | 31,043 | 35,992 | 发行在外股份(百万股) | 1750 | 1750 | 1750 | 1750 |
| | | | | | ROIC(%) | 25.6% | 30.4% | 27.9% | 42.2% |
| | | | | | ROE(%) | 19.2% | 15.2% | 16.2% | 16.7% |
| | | | | | 毛利率(%) | 33.1% | 32.9% | 34.7% | 36.7% |
| | | | | | 销售净利率(%) | 8.4% | 7.3% | 8.4% | 9.3% |
| | | | | | 资产负债率(%) | 37.3% | 33.7% | 31.2% | 28.7% |
| | | | | | 收入增长率(%) | -5.0% | 6.5% | 10.3% | 11.8% |
| | | | | | 净利润增长率(%) | -0.5% | -6.3% | 26.7% | 24.2% |
| | | | | | P/E | 20.96 | 22.53 | 17.74 | 14.29 |
| | | | | | P/B | 4.04 | 3.43 | 2.87 | 2.39 |
| | | | | | EV/EBITDA | 14.95 | 14.88 | 12.13 | 8.90 |

数据来源: wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

