

华东医药（000963.SZ）

公司报告 | 首次评级报告



蔡璐怡
创新药研究员

2025年12月22日

基本信息

所属行业	医疗健康
当前股价	40.54
总市值	711.08 亿
PE-TTM	19.23
PB-MRQ	2.95

估值结果

价值	956.25 亿
DDM 估值	上行空间 34%
状态	偏低估
价值	900.48 亿
动态估值	上行空间 27%
状态	偏低估

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

华东医药我国医药商业浙江区域龙头，并已成为“商业+工业+创新+医美”大型综合药企。公司销售能力强，打造了“百令”、卡博平等大单品，公司自研能力积淀较少，创新品种现阶段依赖外部引进。

公司主业医药商业微利化低增长，工业成熟大单品多、增速放缓，linence-in品种创新性有限，医美高成长但占比低，因此公司成长空间偏弱，且仍将受限于国内医保支付能力，因此假设盈利趋势受限。公司是区域龙头企业，渠道布局广且深、销售能力强，因此判断其产业格局较好、护城河高。

我们假设公司医药商业市占率小幅提升，医药工业存量品种稳增长、新增品种放量，创新品种陆续商业化放量，医美受益于品类拓展和我国医美渗透率提升带来的市场扩容而增长。基于以上假设，根据壹评级动态估值和DDM估值方法测算，目前公司市值偏低估。

我们区别于市场的观点

在集采持续扩面趋势下，市场或对公司工业品种预期过于悲观，我们认为公司工业业务无惧集采扰动，基本盘稳定。

风险提示

- 1) 创新品种引进/合作不及预期风险：公司创新品种短期内仍将依赖引进/合作，若未来无法持续达成引进/合作，该业务成长空间将受限。
- 2) “百令”系列竞争格局恶化超预期风险：“百令”系列是公司医药工业中的大品种，若竞争格局恶化超预期，公司市占率大幅下滑，将对业绩产生较大负面影响。
- 3) 医美渗透率提升不及预期风险：若我国消费意愿复苏不及预期、医美渗透率提升不及预期，将极度压缩医美市场成长空间，将导致公司医美业务增长不及预期。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	5
3.1 研发高端度	5
3.2 研发强度	5
3.3 营销强度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	8
5.4 护城河	9
6. 公司估值	9
6.1 核心假设及逻辑	9
6.2 动态估值	13
6.3 DDM估值	13
6.4 估值确定性	13

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	9
表2：公司整体业绩预测	11
表3：公司分业务业绩预测	12
表4：公司整体及分业务动态估值	13
表5：公司整体及分业务DDM估值	13

1. 基本信息

华东医药1993年成立，深耕医药产业30余年，现已成为覆盖医药全产业链的大型综合性医药公司，拥有四大业务板块：（1）医药商业的业务规模及市占率多年保持浙江省内龙头地位；（2）医药工业成功培育百令胶囊大单品，销售峰值超30亿元；（3）医美业务少女针市占率领先，并持续收并购拓展品类；（4）创新品种持续引进/合作，聚焦内分泌/代谢、自身免疫和肿瘤。

2. 业务介绍

对于华东医药公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

医药工业：

公司医药工业聚焦化学仿制药、中成药及工业微生物的研发、生产和销售，核心产品线覆盖慢病、肿瘤等多领域。我们对该业务竞争市场界定为中国国内。

医美：

医美即通过药物、医疗器械、手术等医学手段对人的容貌、人体各部位形态进行修复与再塑，公司医美业务聚焦非手术类医美，包括注射类与仪器类。我们对该业务竞争市场界定为中国国内和欧洲地区。

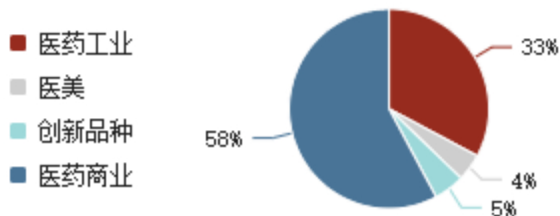
创新品种：

创新品种包括生物类似药、1类创新药等，公司通过外部引进、项目合作、自主开发等方式重点布局内分泌/代谢、自身免疫和肿瘤三大核心治疗领域。我们对该业务竞争市场界定为中国国内。

医药商业：

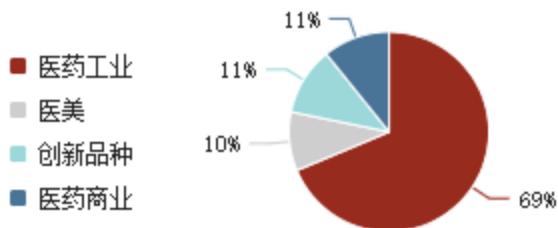
医药商业是药品生产与消费的中间环节，即将药品、医疗器械等产品从生产厂家送达终端（院端、药房）的流通过程，涵盖批发、零售、物流配送等环节。我们对该业务竞争市场界定为浙江省。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

公司战略重心聚焦创新药，研发周期长、投入高，公司需要持续的研发投入来保持专利优势，研发强度高。创新药研发难度大，技术上具备先进性，研发高端度高。下游为医院和患者，创新药由于价格高、价值高，需要大量市场教育，以建立较好的用药认知基础和品牌信任，营销强度高。

3.1 研发高端度

低 较低 **中等** 较高 高

截至2024年末公司研发人员1864人，占全公司员工人数12%，相较2021年的1285人增加增加近600人，其中硕博比例超过36%。公司研发管线布局医药科技前沿方向，高学历人才密集，研发高端度高，但由于医药商业收入占比高、研发高端度较低，因此整体研发高端度中等，但呈现持续提高趋势。

3.2 研发强度

低 较低 **中等** 较高 高

2025年前三季度公司医药工业研发投入21.86亿元，同比增长35.99%，期中直接研发支出17.67亿元，占医药工业营收的16%。公司医药工业坚持创新发展，不断丰富创新药研发管线布局，管线种类已拓展至小分子、PROTAC、多肽、ADC等药物，但由于医药商业收入占比高、研发投入少，因此整体研发强度中等，但呈现持续提高趋势。

3.3 营销强度

低 较低 **中等** **较高** 高

2025年上半年公司销售费用率14.67%。公司下游包括各级医院、药房等，遍布全国、极其分散，公司为实现销售网络多渠道广覆盖，搭建了超1.1万人的销售团队，因此营销强度较高。

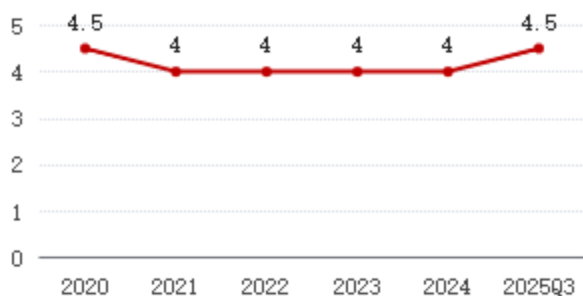
4. 历史经营绩效

公司是医药商业浙江区域龙头，随着医药工业集采风险逐步出清、创新品种获批、医美品类持续拓展，成长能力已触底上行，盈利能力稳定，业务控制力稳定。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



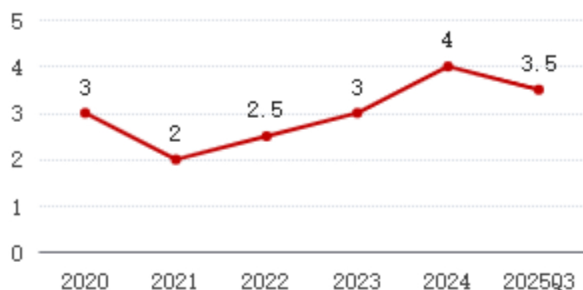
数据来源：公司财报，壹评级

公司盈利能力保持稳定，2025年前三季度毛利率33.52%、净利率8.4%，公司医药商业毛利持续走低，但医药工业和医美业务毛利高且占比持续提升，因此整体盈利能力稳定在较高水平。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



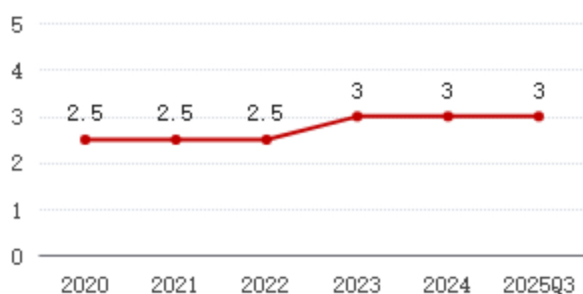
数据来源：公司财报，壹评级

公司成长能力自2021年触底后稳步提升，2024年、2025年前三季度营收增速分别为3.2%、3.8%。触底主要系2020年疫情影响医药商业业务开展、2021年大单品阿卡波糖集采降价影响，随着医药商业恢复正常、医药工业集采风险逐步出清，公司成长能力修复上行。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



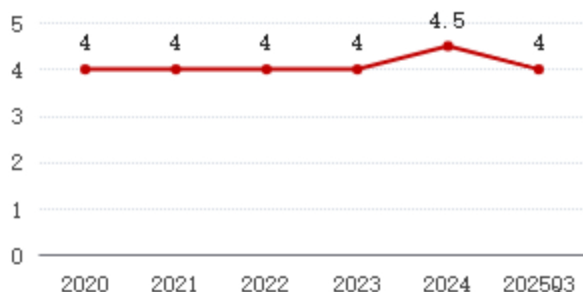
数据来源：公司财报，壹评级

2024年公司应收账款周转天数68天，业务控制力中等偏弱，主要系医药商业是医药产业中间流通环节，上游制药企业、下游医院（医保）均较强势，公司产业链地位较差。但公司医药商业集中在浙江省，浙江省医保还款能力较强，公司业务控制力优于其他区域医药商业企业。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司过去五年股东回报政策呈现稳定与持续提升的趋势，2023年后分红力度显著加强，大幅提高分红比例至36%，且增加中期分红，分红总额翻倍增长，该政策延续至今。公司重视股东权益，提高分红优化股东回报机制。

5. 四维评级

整体来看，公司成长空间及盈利趋势中等偏弱，产业格局中等偏上，护城河宽且持续性较强。

5.1 成长空间

★★★★☆

整体成长空间中等偏弱。医药商业低速增长，医药工业成熟大单品较多增速较低，创新品种及医美高成长但占比低，整体成长空间中等偏弱。

医药工业(2星):

预测未来5年该业务CAGR为3.7%，成长空间中等偏弱，主要系该业务均为仿制药、中成药，尚有集采风险未完全出清，且成熟大单品占比高、增速慢。公司仿制药集采风险主要集中在二甲双胍恩格列净及吡格列酮二甲双胍，预计分别在2026年及2027年年内出清。

医美(3.5星):

预测未来5年该业务CAGR为13.6%，成长空间较好。我国医美行业尚处快速发展阶段，渗透率提升趋势下市场迅速扩容，而公司通过积极收并购将品类由少女针拓展至肉毒素、玻尿酸、光电等需求更大品类，所以成长空间较好。

创新品种(4.5星):

预测未来5年该业务CAGR超过50%，成长空间高。该业务尚处发展初期，公司通过引进或合作临床后期/上市品种快速增加创新品种数量，适应症范围迅速拓展至内分泌、自身免疫、肿瘤等高需求赛道，所以成长空间高。

医药商业(2.5星):

预测未来5年该业务CAGR为5.2%，成长空间中等偏弱。我国医药商业行业已步入低速增长阶段，而公司医药商业发展战略是精细化运营而非规模扩张，所以成长空间中等偏弱。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

盈利趋势中等偏弱，主要系公司医药商业微利化，而医药工业和创新品种在国内销售，盈利趋势仍将受限于医保支付能力，此外医美价格战难以避免，将不断压缩盈利趋势。

医药工业(2.5星):

公司医药工业主要为仿制药和中成药。仿制药盈利能力较弱，且仍有一定比例未被集采，集采持续深化扩面趋势下，预计利润空间将进一步压缩。中成药核心产品百令胶囊此前为独家品种，盈利能力强，但现已有竞品上市，预计盈利能力难以维持。因此整体盈利趋势中等偏弱。

医美(2星):

医美产品带有一定消费属性,当产品同质化严重、参与厂家持续增多时,价格战难以避免,参考韩美医美行业发展史,行业利润将持续下降。而公司医美业务将从再生类切入肉毒素、玻尿酸等竞争白热化赛道,预计盈利能力将持续下滑,因此盈利趋势偏弱。

创新品种(3.5星):

公司创新品种短期内依赖引进/合作,引进品种以生物类似物、fast-follow为主,创新溢价空间不及FIC、BIC品种,且一定比例销售额需与原研厂家共享,因此该业务盈利趋势中等偏上。

医药商业(2.5星):

我国带量采购、医保控费、药品零加成等政策持续压缩药品价差空间,压力向产业链中间传导,医药商业利润持续下滑,未来预计政策影响有望边际减缓但仍将持续,因此公司该业务盈利趋势中等偏弱。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司是医药商业浙江省区域龙头,医药工业销售网络多渠道广覆盖,具备极强的大单品销售能力,优势有望复用到创新品种上,医美少女针已建立一定品牌及渠道力,因此整体产业格局较好。

医药工业(4星):

公司销售能力极强,在推广“百令”系列时采取“百令千里行”方式,打造了一支覆盖广且深的销售铁军,对渠道有较强把控力,打造大单品能力强,多个单品市占率领先,且依托医药商业对市场变化能做出快速精准的销售策略反应,因此产业格局优。

医美(3.5星):

公司在再生类中市占率领先,“少女针”建立了一定口碑及市场影响力,主要系再生类为新兴品类、公司切入早、参与厂家少且均为国产厂家,该品类产业格局较好。但公司未来将拓展肉毒素、玻尿酸、仪器等新品业务,在这些领域均有成熟且品牌力强的海外龙头参与,竞争更加激烈,因此整体产业格局中等偏上。

创新品种(3.5星):

公司创新品种集中在内分泌、自身免疫、肿瘤三大领域,公司在这些领域积淀已久、均已成功打造成熟大单品,在品牌和渠道方已建立一定优势,优势有望复用到新品种中,因此产业格局中等偏上。

医药商业(3.5星):

公司是浙江省医药商业龙头,与政府、医院已建立较为稳固的合作关系,虽然省内仍有部分企业在收并购以规模扩张,但收并购目标均以区县小标的为主,预计对公司威胁较小,因此产业格局较优。

5.4 护城河

★★★★☆

华东医药是浙江省医药商业龙头公司，销售网络遍布全国，销售团队以“销售铁军”著称，百令胶囊销售峰值超30亿元、卡博平销售峰值近30亿元。综上，公司护城河较强且持续性好。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
医药工业	(5星) 医药工业护城河宽度高，该业务经壹评级调整后ROE超40%，ROIC超50%，公司百令系列、卡博平等多个单品市占率领先，主要系品牌力强、线下渠道优势。业务控制力中等，主要系下游医院对公司占款能力强。	(4星) 该业务护城河为线下渠道和品牌，可持续性高。公司通过百令胶囊的推广建立了深入基层的销售网络和团队，并成功复用到卡博平等单品上；随着大单品的增多，公司在内分泌、自身免疫和肿瘤领域也建立了一定的品牌力。
医美	(4星) 医美护城河宽度高，该业务经壹评级调整后ROE超50%，ROIC超100%，公司少女针市占率领先，主要系品牌力强、线下渠道优势和存在一定转换成本。业务控制力中等，主要系下游渠道对公司占款能力强。	(3.5星) 该业务护城河为品牌、线下渠道和转换成本，可持续性中等偏上。医美带有消费和医疗双属性，品牌和渠道影响产品的曝光度和认可度，而转换成本则指操作医生需要一定时间的培训练习。公司少女针已建立一定品牌、线下渠道和转换成本，有一定概率能复用到新品类上。
创新品种	(1星) 创新品种护城河宽度低，该业务经壹评级调整后ROE为负，ROIC为负，主要系该业务尚处培育期，前期投入高。但公司在内分泌、自身免疫、肿瘤领域已建立较好的品牌力和渠道力，利好创新品种获批后的快速放量。业务控制力中等，主要系下游医院对公司占款能力强。	(5星) 该业务护城河为专利和线下渠道，可持续性高。公司创新品种短期依赖引进/合作，公司现金充裕、购买能力强，有望持续扩充专利数量且公司专利保护能力强；随着创新品种的上市放量，有望加强公司在内分泌、自身免疫、肿瘤领域的渠道优势。
医药商业	(2.5星) 医药工业护城河宽度中等偏弱，该业务经壹评级调整后ROE为3.5%，ROIC为3.1%，公司在浙江省医药商业市场市占率第二，主要系线下渠道优势。业务控制力中等，主要系上游大型制药企业和下游医院对公司占款能力强。	(3.5星) 该业务护城河为线下渠道，可持续性中等偏上。公司在浙江省深耕30余年，已与医院、药房等各类渠道建立较为稳固的合作关系。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

我们假设公司医药商业市占率小幅提升，医药工业存量品种稳增长、新增品种放量，创新品种陆续商业化放量，医美受益于品类拓展和我国医美渗透率提升带来的市场扩容而增长。基于以上假设，根据壹评级动态估值和DDM估值方法测算，目前公司市值偏低估。

6.1 核心假设及逻辑

公司当前业务包括医药商业、医药工业、创新品种和医美，我们分业务进行盈利预测并估值，分业务的预测核心假设及逻辑如下：

医药商业：

收入假设：

经测算医药商业显性期收入CAGR为5.2%，半显性期收入CAGR为4.6%。我们假设浙江省医药用量保持5%增速稳定增长，主要系老龄化趋势和诊疗率提升；假设医药商业收取费用年均下降1%，主要系集采等压缩药品价差空间；假设公司省内市占率保持小幅提升，主要系利润压缩倒逼尾部企业持续出清。

盈利能力假设：

- 1) 我们假设医药商业毛利率年均下降0.1%，主要系集采仍将持续深化扩面压缩药品价差空间。
- 2) 我们假设费用端持续优化，年均下降0.03%，主要系公司战略为精细化运营，持续对物流体系、仓储配送效率进行优化提效。

医药工业：

收入假设：

- 1) 经测算医药工业显性期收入CAGR为3.7%，半显性期收入CAGR为2%，主要系显性期内出清集采风险。该业务主要包括化学仿制药、中成药及工业微生物，我们分别进行假设。
- 2) 我们根据集采进展对仿制药进行假设测算。我们假设显性期内已集采仿制药量稳价稳，而待集采品种销量下降至50%、价格降幅50%（参考华东医药第十一批中标数据）。
- 3) 中成药核心单品为百令系列（虫草菌粉）和伤科灵（急性损伤喷雾）。我们假设百令系列整个市场销量保持增长，2030年达到46亿元，主要系医保适应症限制放松（参考金水宝医保调整后销售额增长趋势），而华东市占率有一定下滑，2030年为75%，主要系竞品上市；假设骨骼肌肉外用中成药市场保持4%稳定增长，主要系老龄化及年轻群体患病率提升，显性期末伤科灵市占率提升至3%、进入TOP10，主要系中美华东从渠道、营销等多方位积极赋能；
- 4) 我们假设工业微生物订单量稳步增长，主要系公司持续强化产品研发及客户开发。

盈利能力假设：

- 1) 我们假设毛利率显性期内下降2个百分点，主要系集采风险出清，进入半显性期后集采影响边际减弱、降幅趋缓，主要系公司持续推出高难仿制药对冲降价风险。
- 2) 我们假设销售费用率及研发费用率相对较稳定，主要系公司需保持较高销售投入以维系销售网络覆盖的广度和深度，且需保证一定的研发投入以持续推出高难仿制药。

创新品种

收入假设：

经测算创新品种显性期收入CAGR超50%，半显性期收入CAGR为4%。主要系显性期内大单品陆续获批推动收入高增长。我们分管线分别测算销售峰值，假设生物类似药销售量峰值为原研的50%，价格为原研的70%，若集采则再降50%（参考历史数据）；1类创新药销售额=患病人数×治疗率×该类药物渗透率×人均治疗费用×华东市占率×调整风险系数。

盈利能力假设：

- 1) 我们假设毛利率显性期内稳定在80%左右，远期下降至77%，主要系生物类似药地位类似于化学仿制药，需降价竞争，且公司创新品种多为引进/合作，需要支付一定比例的销售额给原研公司进一步压缩利润空间。

2) 我们假设显性期内销售费用率及研发费用率分别维持在50%和20%左右，后随收入规模增长和临床地位确立快速下降，主要系该业务尚处成长初期，需要大量前期投入以建立和完善该业务的渠道和专利优势。

医美

收入假设：

1) 经测算医美显性期收入CAGR超13.6%，半显性期收入CAGR为11%。主要系公司持续拓展产品线、医美市场持续扩容。公司产品线集中在非手术类医美，包括注射类（再生类、玻尿酸、重组肉毒素）和仪器类。

2) 我们假设显性期内中国医美市场保持10-12%增长，主要系GDP及人均可支配收入提高、医美渗透率提高；显性期末非手术类占比超65%，其中注射类占比达57%，主要系非手术类恢复快、价格及风险相对较低，而注射类相比仪器类塑形性更强、效果更直观可见。

3) 我们对注射类市场格局进行如下假设：显性期末胶原蛋白和其他（主要为再生类）占比分别提升至11%和8%，主要系中国厂家在此两类中参与多、效果自然更适合中国审美；显性期末透明质酸及肉毒素分别占比49%、32%，主要系经典产品数据多、市场认可度高。进入半显性期后注射类格局有望保持稳定。

4) 我们假设公司再生类市占率显性期内下滑至13%左右，后稳定，主要系厂家增多竞争趋于激烈；假设其他品类远期市占率均低于1%，主要系其他品类中均有成熟海外龙头参与，且市场地位较为牢固，公司拓展难度大。

盈利能力假设：

我们假设毛利率显性期末下降至75%左右，远期下滑至65%，主要系公司拓展医美品类至其他市场竞争更为激烈的品类中，竞争加剧价格竞争难以避免，可参考韩美医美市场。我们假设销售费用率及研发费用率相对稳定，主要系医美带有消费+医疗双属性，公司需要维持一定的市场推广投入和产品开发投入。

表2：公司整体业绩预测

华东医药	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	377.1	406.2	419.1	447.1	477.8	506.9	549.3	590.0
归母净利润(亿)	24.2	27.9	35.2	39.4	42.3	44.4	49.3	54.2
归母净利润增速(%)	5.9	15.3	26.1	11.8	7.5	5.0	11.0	9.9
经营性净利润(亿)	25.4	30.1	36.2	39.6	42.6	44.7	49.5	54.4
经营性净利润增速(%)	6.1	18.7	20.0	9.6	7.4	4.9	10.9	9.9
经营性归母净利润(亿)	25.1	30.1	36.3	39.6	42.6	44.7	49.5	54.4
经营性归母净利润增速(%)	6.3	20.0	20.9	9.0	7.4	4.9	10.9	9.9

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

医药工业	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	113.5	122.0	134.5	146.8	152.6	148.4	153.5	160.6
收入增速(%)	8.5	7.5	10.2	9.1	4.0	-2.8	3.4	4.6
经营性净利润(亿)	24.9	27.3	28.1	31.5	32.0	30.4	31.1	32.1
经营性净利率(%)	22.0	22.4	20.9	21.5	21.0	20.5	20.2	20.0
经营性净利润增速(%)	2.6	9.6	3.0	12.1	1.6	-5.1	2.3	3.4
医美	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	16.6	21.9	20.4	19.5	22.6	25.9	29.6	33.8
收入增速(%)	105.0	31.7	-6.9	-4.4	15.8	14.7	14.2	14.2
经营性净利润(亿)	4.7	6.8	6.8	6.4	7.3	8.2	9.1	10.2
经营性净利率(%)	28.0	30.9	33.5	32.6	32.1	31.7	30.8	30.0
经营性净利润增速(%)	132.2	45.3	1.1	-7.1	14.2	13.1	11.2	11.2
创新品种	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	2.3	3.6	4.0	22.3	30.8	45.2	65.5	79.1
收入增速(%)	55.3	60.4	9.6	462.1	38.0	46.5	44.9	20.9
经营性净利润(亿)	-8.7	-9.0	-3.5	-2.8	-1.3	1.4	4.7	7.5
经营性净利率(%)	-383.9	-249.0	-88.3	-12.5	-4.2	3.2	7.2	9.5
经营性净利润增速(%)	-34.5	-4.0	61.1	20.6	53.3	210.9	226.7	59.6
医药商业	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	244.8	258.7	260.2	258.4	271.8	287.4	300.7	316.5
收入增速(%)	5.7	5.7	0.6	-0.7	5.2	5.8	4.6	5.2
经营性净利润(亿)	4.5	5.1	4.7	4.5	4.6	4.6	4.6	4.6
经营性净利率(%)	1.8	2.0	1.8	1.7	1.7	1.6	1.5	1.5
经营性净利润增速(%)	9.9	12.8	-7.5	-3.9	0.8	1.2	-0.2	0.1

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
医药商业	4.8%	中低	较好	较强	7.5%	15	4.6
医药工业	2.1%	中低	较好	较强	7.5%	15	31.5
创新品种	2.0%	中低	较好	强	7.8%	15.78	14.3
医美	9.9%	中等	较好	较强	7.8%	16.96	15.6
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
医药商业(亿)	24.4	51.7	76.1	3.4	—	—	79.5
医药工业(亿)	130.3	354.1	484.5	1.8	—	—	486.2
创新品种(亿)	18.8	115.5	134.3	0.1	—	—	134.4
医美(亿)	65.1	135.0	200.1	0.3	—	—	200.4
公司整体测算(亿)	238.7	656.3	895.0	5.5	—	—	900.5

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
医药商业(亿)	42.8	14.5	57.4	3.4	—	—	60.8
医药工业(亿)	303.9	229.5	533.4	1.8	—	—	535.2
创新品种(亿)	47.2	87.7	135.0	0.1	—	—	135.0
医美(亿)	98.8	126.2	225.0	0.3	—	—	225.3
公司整体测算(亿)	492.8	457.9	950.8	5.5	—	—	956.3

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

华东医药估值确定性较高。公司医药商业业务成熟、已进入低增长阶段；医药工业品种中成熟大单品较多，集采风险可控；创新品种短期依赖引进或合作临床后期/上市品种，临床开发不确定性降低，因此估值确定性较高。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM 估值

壹评级DDM 估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测-作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。