

减重降糖优势渠道赋能全面创新布局， 医美开启第二增长极

000963 CH
Huadong Medicine
Rating: OUTPERFORM
Target Price: Rmb59.85

Kehan Meng
kh.meng@htisec.com

Xudong Sun
xd.sun@htisec.com

投资要点：

- 渠道优势突出的医药工商业龙头，全面创新布局引领业绩增长新阶段。**华东医药成立于1993年，并于2000年在深圳证券交易所上市交易。公司业务范围广泛，包括医药工业、医药商业、医美、工业微生物四大业务板块。公司近年受到传统强势药品集采失标与医保谈判等政策因素影响，业绩出现短暂下滑期。此后公司加快进行业务转型，全面拓展医美与创新药等板块。2022年实现营业收入377.1亿元，同比增长9.1%，实现归母净利润25.0亿元，同比增长8.6%，实现扣非归母净利润24.1亿元，同比增长10.1%，业绩实现恢复性增长。我们认为公司拥有优质医药工商业产业布局，稳步推进创新战略转型，老牌医药企业有望迎来高质量增长新阶段。
- 全球战略化布局，医美开启第二增长极。**公司于2013年取得韩国LG公司伊婉品牌玻尿酸在中国的独家代理权，正式开始布局医美产业。2018年公司收购英国Sinclair，开启全球医美产业布局时代，并以非手术类医美产品作为核心发展领域。国内医美板块中少女针与能量源设备等核心产品实现快速放量。同时公司深入布局埋线、透明质酸以及多系列能量源设备等医美产品。2022年医美板块实现营业收入19.15亿元（剔除内部抵消因素），国内外医美业务收入均创历史最高水平。按可比口径（剔除华东宁波）同比增长91.11%，医美板块占总体营收比重逐步提升。我们认为随着轻医美行业进入蓬勃发展期，公司以非手术类医美为核心的战略布局有望获益，医美板块将持续贡献业绩增量，逐步成为公司重要增长引擎。
- 集采风险逐步出清，减重降糖优势渠道赋能创新产品快速放量。**2018年以来国家药品集采与医保谈判持续深入，受到传统优势大品种阿卡波糖集采失标和百令胶囊降价影响，工业板块核心子公司中美华东2021年业绩出现下滑。2022年公司医药工业板块营收116.66亿元，同比增长10.90%，业绩实现恢复性增长。公司近年全面深入布局糖尿病领域，在GLP-1相关药物方面进行多款产品布局，利拉鲁肽注射液糖尿病适应症与肥胖或超重适应症分别于2023年3月和7月获批上市，借助公司渠道优势有望快速放量。公司成为国内第一家提交利拉鲁肽生物类似药两个适应症注册申请并成功获批的企业。同时公司深入布局GLP-1口服制剂以及双靶点与多靶点方向，包括TTP273、HDM1002等核心产品，面向未来糖尿病与减重市场进行提前布局。我们认为随着公司工业板块核心大品种集采相关风险逐步出清，公司加快进行糖尿病等核心领域全面创新布局，借助公司传统降糖减重优势渠道能力，工业板块有望重回增长快车道。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	34563	37715	42409	47304	52095
(+/-)YoY(%)	2.6%	9.1%	12.4%	11.5%	10.1%
净利润（百万元）	2302	2499	2996	3610	4356
(+/-)YoY(%)	-18.4%	8.6%	19.9%	20.5%	20.7%
全面摊薄 EPS(元)	1.31	1.42	1.71	2.06	2.48
毛利率(%)	30.7%	31.9%	32.8%	33.5%	34.1%
净资产收益率(%)	13.9%	13.5%	14.2%	14.6%	15.0%

资料来源：公司年报（2021-2022），HTI

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。（Please see appendix for English translation of the disclaimer）

- **工业微生物产业技术平台深厚布局, 合成生物学引入新增长潜力。**公司在工业微生物领域深耕 40 余年, 拥有深厚的产业基础。公司已成功开发、制造包括百令胶囊、阿卡波糖、环孢素等多个工业微生物药物。公司拥有中美华东、珙达生物、珙益生物三个微生物研发平台。2022 年工业微生物板块实现营收 5.1 亿元, 同比增长 22%。根据前瞻产业研究院测算, 全球合成生物学市场规模在 2020 年达到 68 亿美元, 预计 2025 年达到 208 亿美元, CAGR 28.8%, 行业预计将实现快速发展。我们认为公司未来有望利用在工业微生物领域的深厚积累, 实现快速切入合成生物学全新赛道, 增长潜力有望得到释放。
- **医药商业提供优质营销渠道, 与工业板块协同发展。**公司医药商业拥有中西药、医疗器械、药材参茸、健康产业四大业务板块, 涵盖医药批发、医药零售、以冷链为特色的第三方医药物流、医药电商、医院增值服务及特色大健康产业。在经历两票制后, 公司通过商业板块创新发展, 逐步恢复稳定盈利。2022 年医药商业实现营收 257.1 亿元, 同比增长 6.2%, 重新回归正常增长。商业板块成本较高, 毛利率稳定。2022 年商业板块实现毛利润 18.2 亿元, 毛利率为 7.3%。公司的医药商业多年来占据浙江省龙头地位。商业形态完备, 经销品种丰富, 在市场准入及网络覆盖方面具有综合竞争优势。我们认为医药商业板块是公司发展基石, 为工业板块发展提供优质营销渠道, 将有效助力创新产品放量。
- **盈利预测与估值。**公司作为传统医药白马, 医美板块开启全新增长极, 集采等负面影响逐步消除, 工商业务协同发展, 有望迎来快速增长期, 我们预计公司 2023-2025 年的归母净利润分别为 29.96 亿元、36.10 亿元、43.56 亿元, 同比分别增长 19.9%、20.5%、20.7%, 对应 EPS 分别为 1.71 元、2.06 元、2.48 元。参考可比公司, 我们给予公司 2023 年 35X PE, 每股目标价 59.85 元, 给予“优于大市”评级。
- **风险提示。**创新产品研发进度不及预期, 市场竞争加剧风险, 核心产品放量不及预期。

目 录

1. 产品管线齐全，销售渠道能力优异的老牌药企	6
1.1 医药工业为主导，医美+药械创新推动业务转型	6
1.2 整体经营稳健，产品结构优化带动盈利增长	7
2. 医美：管线加速全面布局，打造未来重要增长极	9
2.1 市场整体：轻医美市场规模不断扩大	9
2.1.1 非手术类治疗增速超手术类	9
2.1.2 行业规范+消费升级，推动医美市场蓬勃发展	10
2.2 华东医药：管线齐全，全面开花	11
2.2.1 少女针大放异彩，再生新材料引发市场新热度	12
2.2.2 深度布局电光产品管线，新产品酷雪有望引领市场	12
2.2.3 埋线类产品当前渗透率低，公司埋线产品优势明显	14
3. 医药工业：降价风险逐步出清，差异化仿创结合管线保障长期增长	15
3.1 医保与集采谈判落地，大单品降价风险逐步出清	15
3.2 糖尿病领域品类布局全面，销售渠道优势显著	16
3.2.1 中国糖尿病市场广阔，GLP-1 等新型降糖药具有潜力	16
3.2.2 深耕糖尿病领域，仿创结合全面打造产品管线	17
3.3 创新研发转型，构建创新生态圈	18
3.3.1 授权引进+合作开发为主，建立创新产品管线	18
3.3.2 纵深布局 ADC，创新生态圈已成型	19
3.4 工业微生物基础雄厚，业务处于快速增长期	20
4. 医药商业：浙江省内龙头地位，以冷链物流为特色	21
5. 盈利预测与估值	22
6. 风险提示	22
财务报表分析和预测	23

图目录

图 1	上市二十余年发展节奏保持稳健，18 年集采低谷期之后重回增长快车道	6
图 2	公司上市后营业收入实现持续稳健增长	8
图 3	公司上市后归母净利润实现稳健增长	8
图 4	工业及医美收入占比逐年增加	8
图 5	近 4 年医药工业及国际医美毛利占比稳定上升	8
图 6	公司期间费用率保持合理区间	9
图 7	2016-2030E 中国医疗美容治疗次数预计保持快速增长	9
图 8	中国近十年 GDP/人均 GDP 保持快速增长	10
图 9	华东医药已上市及研发阶段医美产品管线丰富	11
图 10	公司重要医美产品“少女针”	12
图 11	“少女针”产品具备“填充+修复”双重功效	12
图 12	公司电光管线新产品酷雪 Glacial Spa™ 有望引领市场	13
图 13	酷雪 Glacial Spa™ 具备创新低温美白功效	13
图 14	医美埋线抗皮肤松弛作用机制	14
图 15	2022 年中美华东营收 112 亿，同比增加 10.9%	15
图 16	2022 年中美华东净利润 21 亿，同比增加 1.6%	15
图 17	中国糖尿病患者全球最多，预计 2045 年将达到 1.7 亿人	16
图 18	中国糖尿病药物市场规模稳定增长	16
图 19	华东医药糖尿病领域具备丰富产品管线布局（截至 2023 年 4 月）	17
图 20	铂耐药复发上皮性卵巢癌的治疗方案	19
图 21	全球深入布局创新研发生态圈	20
图 22	公司医药商业营业收入整体呈稳定增长趋势	21
图 23	近 5 年医药商业毛利基本稳定	21

表目录

表 1	华东医药内生外延扩张节奏稳健，业务全面布局.....	7
表 2	医疗美容治疗次数保持快速增长趋势.....	10
表 3	近年医美监管形势趋于严格.....	10
表 4	国内外多款品牌埋线产品获得注册证.....	14
表 5	中美华东已进入集采/医保降价的主要品种	15
表 6	中美华东已进入集采/医保降价的主要品种	16
表 7	国内目前共有 12 款短效 GLP-1Ra 在研仿制药（糖尿病适应症）	18
表 8	国内目前共有 12 款长效 GLP-1Ra 在研仿制药（糖尿病适应症）	18
表 9	多个子公司深入布局 ADC 相关技术.....	20
表 10	公司营收预测	22
表 11	可比公司估值表	22

1. 产品管线齐全，销售渠道能力优异的老牌药企

1.1 医药工业为主导，医美+药械创新推动业务转型

全面布局的医药老牌药企，创新转型加速发展。华东医药成立于1993年，并于2000年在深圳证券交易所上市交易，前身为杭州医药站股份有限公司。公司业务范围广泛，包括医药工业、医药商业、医美、工业微生物四大业务板块。医药工业是公司主导业务，现处于创新转型阶段。公司已经围绕慢性肾病、移植免疫、内分泌、消化系统等疾病领域打造核心产品管线。2018年以来受政策等因素影响，公司持续加快工业创新转型速度。通过合作开发、股权投资等方式，公司已经围绕肿瘤、内分泌及自身免疫三大疾病领域，在全球范围内与制药企业展开战略合作，建立华东医药全球研发生态圈。

医美业务定位高端市场，实现医美全球全产业链布局。产品管线覆盖无创+微创主流非手术领域，包括面部填充剂、身体塑形、埋线、能量源器械等。借助强大的国际化业务开拓能力，公司已经拥有英国 Sinclair、西班牙 High Tech、美国 Viora 及美国 R2、瑞士 Kylane 全球化研发中心，以及 Sinclair 在荷兰、法国、美国、瑞士、保加利亚和以色列六个全球化生产基地，具备研发、生产制造、市场营销全产业链的能力。

医药商业在浙江省内占据龙头地位，拥有医药流通全领域覆盖的能力。业务范围包括医药批发、零售及以冷链为特色的第三方医药物流等。借助渠道能力公司能够在中西药、医疗器械、药材参茸及大健康产业为客户提供综合性解决方案。

图1 上市二十余年发展节奏保持稳健，18年集采低谷期之后重回增长快车道



资料来源: wind, 1999-2022 公司年报, 公司官网, HTI

表 1 华东医药内生外延扩张节奏稳健，业务全面布局

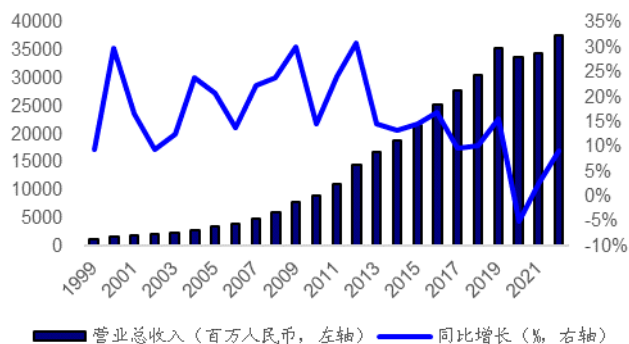
时间	事件
1993	• 股份制改造，组建杭州医药站股份有限公司
1996	• 华东医药与杭州医药站资产重组
1999	• 通过深圳证券交易所公开发行人 A 股股票 5000 万股，被誉为 20 世纪中国股市的最后一批“黑马”。
2000	• 在深圳证券交易所上市交易
2004	• 商业片获得浙江省同行业第一
2005	• 赛可平终获国内首家生产批文
2006	• 阿卡波糖通过 FDA 认证，环孢素通过欧盟 COS 认证
2008	• 中美华东销售首次突破 10 亿元
2009	• 上市十周年实现利润增长 50%
2011	• 股份公司销售规模突破 100 亿元
2013	• 百令胶囊单品突破 10 亿元
2015	• 工业片实现销售翻一翻，商业片连续 13 年名列浙江省同行业第 1 位
2016	• 第五个三年规划，完成部分车间拆分工作，为百令、卡博平（阿卡波糖片）、泮立苏粉针三大单品单独组建新车间
2018	• 提出以科研开发与技术创新为主导的战略转型 • 收购 Sinclair 公司（医美）
2019	• 组建国际新药开发中心 • 与 MediBeacon（器械）及 R2（医美）达成战略合作
2020	• 与 KYLANE（医美）及 Jetema（医美）战略合作；授权引进、合作开发多款创新药 • 收购 HighTech（医美）及浙江道尔生物科技（创新药）
2021	• 与 KiOmed（医美）合作 • 与安琪生物合资成立美琪健康（合成生物学） • 成立欣可丽美学，伊妍仕®在中国获批上市
2022	• 收购 Viora（医美）
2023	• 收购南农动药 70%股权

资料来源：公司官网，1999-2022 公司年报，HTI

1.2 整体经营稳健，产品结构优化带动盈利增长

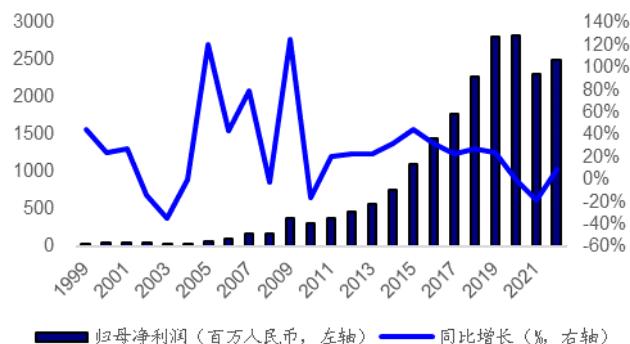
华东医药近十年营收复合年增长率为 10.0%，归母净利润复合年增长率达 18.2%。2022 年华东医药实现营收 377.1 亿元，同比+9.1%；归母净利润 25.0 亿元，同比+8.6%。面对经营压力，公司积极拓展零售、互联网线上市场及海外市场，逐步消化政策带来的负面影响；公司持续发力医美、创新药等新业务，驱动长期收入及利润增长。

图2 公司上市后营业收入实现持续稳健增长



资料来源：Wind，HTI

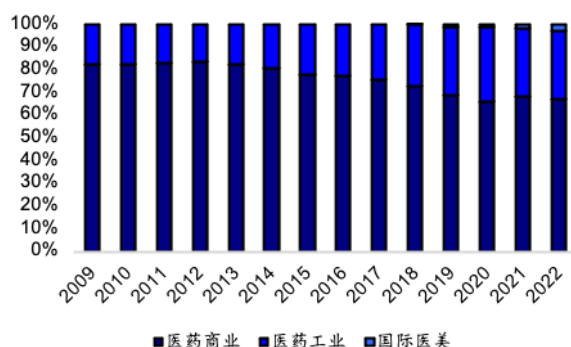
图3 公司上市后归母净利润实现稳健增长



资料来源：Wind，HTI

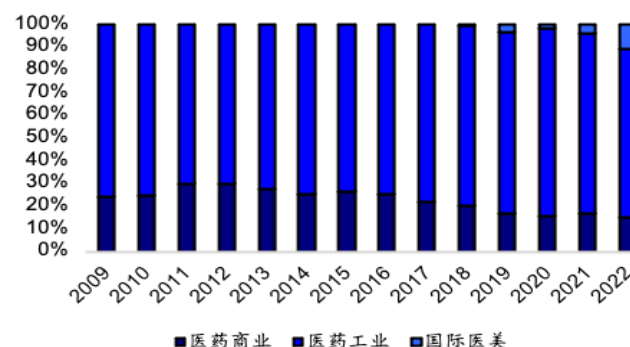
医药商业营收占比最高，2022 年营收 255.5 亿元，占比 67.8%，10 年 CAGR 为 7.7%。医药工业 2022 年营收 113.5 亿元，占比 30.1%，自 2008 年起占总营收比例整体提升，10 年 CAGR 为 16.7%，高于总营收增长水平。国际医美业务自 2018 年起贡献收入，并保持高速增长，2022 年营收 11.4 亿元，4 年 CAGR 97.0%。

图4 工业及医美收入占比逐年增加



资料来源：Wind，2009-2022 公司年报，HTI

图5 近 4 年医药工业及国际医美毛利占比稳定上升

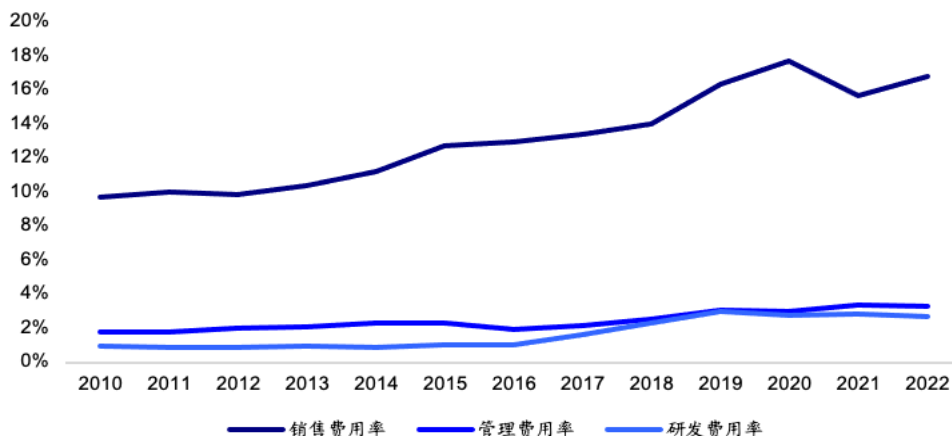


资料来源：Wind，HTI

产品结构持续优化，盈利能力不断增强。2018 年以来医药工业及国际医美业务两项高毛利率业务板块占比逐年增长。2022 年医药工业毛利占比 74.0%，较 2020 年 82.6% 略有下降；国际医美业务毛利占比由 2021 年 4.1% 上升至 10.5%；医药工业与医美合计占比相对 2021 年略有上升。2018 年以来尽管受政策影响，毛利率整体保持稳定，2022 年为 31.9%，与 2018 年 29.0% 略有上升。受销售费用及研发费用增加影响，净利率由 2018 年的 7.8% 下降至 6.7%。随医保、集采降价规则愈发明确，待集采大单品降价风险逐渐出清，以及医美业务规模不断扩大，我们预计公司未来盈利能力将逐步提升。

公司期间费用保持在合理区间。近 10 年来管理费用率保持低于 5%。由于医药工业快速发展，销售费用率整体呈上升趋势；我们预计未来受新产品上市、原有产品纳入集采等因素综合影响，销售费用率将保持稳定。研发费用占总营收约 3%，占医药工业营收约 10%，费用率基本处于合理区间。

图6 公司期间费用率保持合理区间



资料来源：2010-2022 公司年报，HTI

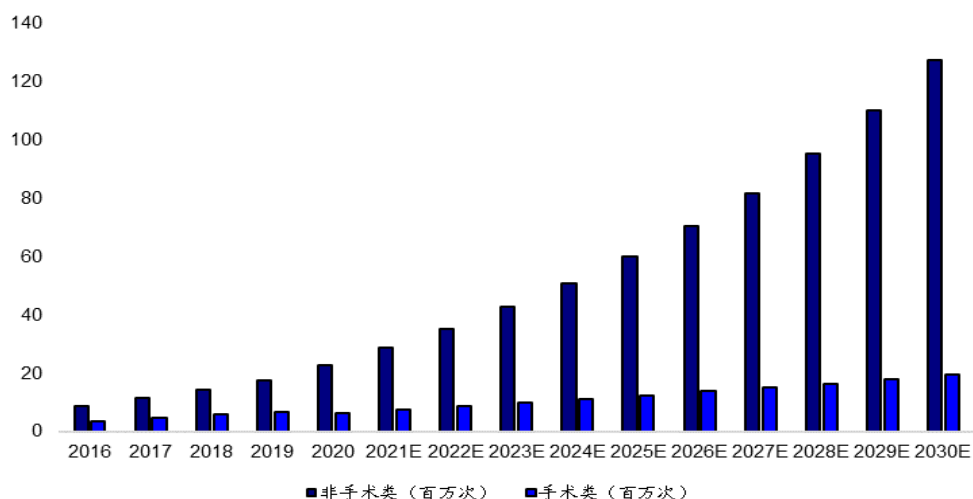
2. 医美：管线加速全面布局，打造未来重要增长极

2.1 市场整体：轻医美市场规模不断扩大

2.1.1 非手术类治疗增速超手术类

非手术类医美市场快速增长。近年来非手术类医美治疗由于更容易操作、风险更低、恢复期更短及治疗成果更可逆，在消费者中更受欢迎，医疗美容非手术类治疗的总量增速已超过整个医疗美容市场。根据爱美客招股书援引弗若斯特沙利文预测，2025 年非手术类治疗次数可达 60.1（百万次），2030 年非手术类治疗次数可达 127.5（百万次）；2021-2026 年非手术类治疗次数 CARG 为 19.7%，2026-2030 年非手术类治疗次数 CARG 为 16.0%。

图7 2016-2030E 中国医疗美容治疗次数预计保持快速增长



资料来源：爱美客招股书援引弗若斯特沙利文，HTI

表 2 医疗美容治疗次数保持快速增长趋势

	手术类	非手术类	合计
2016-2020	13.9%	26.7%	23.3%
2020-2025 (预测)	14.8%	21.5%	20.2%
2025 (预测) -2030 (预测)	9.3%	16.2%	15.1%

资料来源：爱美客招股书援引弗若斯特沙利文，HTI

2.1.2 行业规范+消费升级，推动医美市场蓬勃发展

行业合规性提高有助于医美产业健康发展。随着医美行业的强劲增长，医美培训乱象层出不穷。近年来监管方面不断升级，相关部门发布多项监管政策，逐渐提升行业合规性，对医美行业的健康发展起到推动作用。

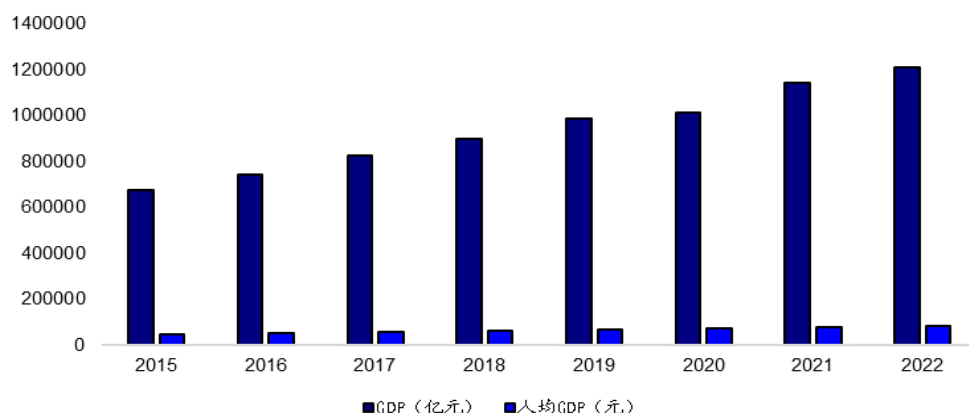
表 3 近年医美监管形势趋于严格

2016 年 7 月	《总局办公厅关于加强注射用 A 型肉毒毒素管理的通知》
2019 年 9 月	药监局发布化妆品与医疗美容产品科普知识
2021 年 6 月	《打击非法医疗美容服务专项整治工作方案》
2021 年 9 月	《关于进一步加强可用于医疗美容的医疗器械监管的通知》
2021 年 10 月	上海“10·21”非法医疗美容设备专项整治行动
2021 年 11 月	《医疗美容广告执法指南》
2022 年 3 月	《禁止委托生产医疗器械目录》对分类目录做出了修订，将“整形植入物”详细拆分为整形填充材料、整形用注射填充物以及乳房植入物三种器械。

资料来源：国家药监局，各地市药监局，HTI

经济稳增带动消费升级。据世界银行及国家统计局数据，我国 2015 年至 2022 年国内生产总值走势如下图，其中 22 年全年人均国内生产总值 85698 元，比上年增长 3.0%，已超过世界人均 GDP 水平。经济的稳步提升带动消费端可支配收入的提高，“颜值经济”的时代下，医美消费群体将迅速扩大，奠定未来医美产业的经济基础，驱动行业快速发展。

图8 中国近十年 GDP/人均 GDP 保持快速增长



资料来源：国家统计局，HTI

2.2 华东医药：管线齐全，全面开花

收购外资企业布局医美管线大有成效。以全资子公司 Sinclair 欣可丽为全球医美运营中心，华东医药通过外部合作和股权投资方式陆续收购了能量源器械公司西班牙 High Tech 和美国 Viora，形成了完整的能量源器械产品管线。目前在电光类公司已布局 4 大类共 21 个产品，其中包括，皮肤管理类：冷触美容仪酷雪 Glacial Spa, Glacial Rx™ (F1), Glacial Ai (F2), Préime DermaFacial, Pristine, EnerJet, Infusion™; 紧肤塑形类：Cooltech, Cooltech Define, Define 2.0, Define 3.0, Safyre, Reaction, Crystile, Sculpt&Shape; 脱毛类：Primelase, Primelase Pro, Elysion; 多功能能量源设备类：V 系列产品 V10、V20、V30。另外填充类产品布局 Ellansé 伊妍仕, MaiLi 玻尿酸, Lanluma 聚左旋乳酸类胶原蛋白刺激剂, Perfectha 双相透明质酸填充剂等产品，以及埋线类的 Silhouette 铃铛线，为未来医美板图的扩展打下坚实基础。

图9 华东医药已上市及研发阶段医美产品管线丰富

填充							
Ellansé® 伊妍仕® 注射用聚己内酯微球 	Lanluma® 聚左旋乳酸类胶原 原蛋白刺激剂 	MaiLi® 系列 新型高端含利多卡因 透明质酸 	Perfectha® 系列 双相透明质酸 				
用于皮下植入以 纠正中到重度鼻唇沟皱纹	面部和身体填充剂	面部填充	面部填充				
中国已上市 全球60多个国家或地区 获注册认证或上市准入	欧盟CE认证 欧洲已上市 已落地海南博鳌乐城	欧盟CE认证 欧洲已上市	全球60多个国家或地区 获注册认证或上市准入 欧盟CE认证				
填充			埋线				
与Kylase公司 合作两款重点研发产品	皮肤动能素 天然<非动物源> 聚左旋乳酸微球注射剂	3款Klomedine® 填充剂 天然<非动物源> 聚左旋乳酸微球和透明质酸 注射剂	美容埋线 Silhouette Instalift®				
							
研发中	研发中	研发中					
面部和身体填充剂	抗衰老 改善肤质	胸部、面部 填充塑形	适用于中面部提拉手术 短暂固定并提拉颧颊下 真皮位置				
研发阶段	研发阶段	研发阶段	美国FDA认证 全球60多个国家或地区 获注册认证或上市准入				
能量源设备：皮肤管理							
酷雪 Glacial Spa®	Glacial Rx™ (F1)	Glacial Ai (F2)	Préime DermaFacial	Pristine™	EnerJet	Infusion™	
							
皮肤美白提亮	祛除皮肤的良性 色素性病变和低温 缓解疼痛、肿胀、 炎症和血肿	全身美白	面部清洁 去角质、补水 复活和滋养肌肤	微晶磨皮 抛光皮肤表面 去角质	疤痕修复 面部提拉 真皮增厚	无创导入 改善各种皮肤状况	
美国、韩国、中国 已上市	美国已上市	海外研发阶段	海外已上市	海外已上市	海外已上市	海外已上市	
能量源设备：紧肤塑形							
Cooltech	Cooltech Define	Define2.0	Define3.0	Safyre	芮艾雅® Reaction®	Crystile	Sculpt&Shape
							
身体减脂塑形	身体减脂塑形	紧肤塑形	紧肤塑形	面部年轻化及 身体塑形	身体及面部塑形 皮肤紧致	身体减脂塑形	全身塑形 面部年轻化
欧盟CE认证 欧洲已上市	欧盟CE认证 澳洲TGA认证 海外已上市	海外研发阶段	海外研发阶段	海外已上市	美国FDA认证 欧盟CE认证 海外&中国 已上市	海外已上市	欧洲已上市
能量源设备：脱毛			能量源设备：多功能能量源设备				
Primelase	Primelase Pro	Elysion	V系列产品				
							
脱毛	脱毛	脱毛	皮肤紧致、身体和面部塑形、皮肤年轻化、脱毛等				
全球11个国家或地区 获注册认证或上市准入	海外研发阶段	全球7个国家或地区 获注册认证或上市准入	美国FDA认证、欧盟CE认证、海外已上市				

资料来源：公司 2022 年报，HTI

2.2.1 少女针大放异彩，再生新材料引发市场新热度

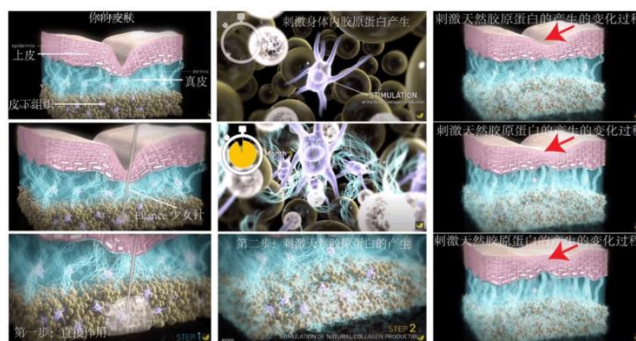
核心产品少女针效果良好。公司推出的 Ellansé®伊妍仕™（少女针）是子公司 Sinclair 的重要产品，由聚己内酯微球（PCL）和羧甲基纤维素（CMC）制成，具有“填充+修复”双重功效。Ellansé®伊妍仕™先通过 CMC 进行快速填充，然后 PCL 微球会重启注射部位皮下的胶原新生，重塑胶原支架，产生自然、安全、持久的效果。PCL 和 CMC 可以完全被降解，是更为安全的产品。

图10 公司重要医美产品“少女针”



资料来源：公司官网，HTI

图11 “少女针”产品具备“填充+修复”双重功效



资料来源：轻医美百家号，HTI

少女针有效成分优良。不同于传统填充剂，少女针是一款三效合一的再生型填充剂，其由 30%PCL 微球和 70%CMC 凝胶载体组成。其中，PCL 是一种刺激人体增生胶原蛋白的物质，CMC 是类似玻尿酸的填充物。注射后，CMC 立即起效填充，等到 CMC 逐渐被代谢时，PCL 微型晶球刺激纤维细胞，诱发自体胶原蛋白新生，之后 PCL 被逐渐吸收，自体再生的胶原蛋白会渐渐填补原来晶球的空间，持续作用，最佳效果通常可以维持 12 个月，且最终核心成分 PCL 和 CMC 会被人体自然代谢，安全无残留。因此，少女针是能够实现即时面部饱满、长期补充胶原蛋白和塑形的“三效合一”产品。产品适应治疗部位较多，除可以当做填充物隆鼻、垫下巴之外，少女针也能提拉紧实肌肤，抚平皱纹，提拉松垮下垂的脸颊、双下巴、眼周肌肤等。我们认为少女针产品成分功效优良，具备多重美容填充效果，具有良好的市场潜力。

2.2.2 深度布局电光产品管线，新产品酷雪有望引领市场

酷雪 Glacial Spa™引进自美国 R2 公司，有望开启冷冻美学时代。冷触美容仪酷雪 Glacial Spa™（F0）来自美国硅谷，由现代激光医学之父，美国麻省总医院（哈佛医学院附属教学医院，位于波士顿）威尔曼光电医学中心主任 Rox Anderson, M.D.为核心的技术团队研发，是美国 R2 公司的一项最新肤色管理方案，也是冷冻美肤领域当中的“新起之秀”。我们认为酷雪突破传统光电项目的技术瓶颈，从源头低温精准定向抑制黑色素生成和传递，减少色素沉淀，零损伤不破皮，简单卓效，将给予求美者安全舒适的肤色管理体验，填补目前市场上这一功效型肤色管理项目的空白，开启了冷冻美学时代。

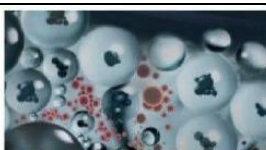
图12 公司电光管线新产品酷雪 Glacial Spa™ 有望引领市场



资料来源：公司官网，HTI

酷雪 glacial spa 引领美白淡斑技术创新。传统美白淡斑技术主要包括通过激光、光子，通过光热、光机械效应爆破黑色素来达到效果，但在光电作用后部分人可能会出现反黑、角质变薄、红肿脱皮的副作用，甚至造成敏感肌。酷雪通过冷冻科技来实现美白效果，减少副作用发生。同时产品核心效果显著，能够预防年龄增长带来的色素沉淀，及时矫正肤色不均，并能够抢先淡化隐形色斑。酷雪通过瞬间精准控温，搭配专有探头，短时间内汇集低温能量在皮肤内形成微结晶，深度作用于泛红、色素沉淀等关键部位，降低酪氨酸酶活性，抑制黑色素生成和传递；肌底微环境保持低温，持续抑制炎症因子的活跃度，防止肌肤敏感、泛红、泛黄；低温持续作用肌底，加速黑色素、老旧角质细胞的代谢，长效提升肌肤自我修色力，让皮肤长期维持白皙洁净的状态。我们认为酷雪产品通过创新型的冷冻美白功效，有效减少传统技术带来的副作用，核心美白效果更加显著。

图13 酷雪 Glacial Spa™具备创新低温美白功效



01 | 色素，会沉淀

- 日晒污染，换季会刺激炎症因子变得格外活跃，导致黑色素加速分泌



02 | 精准低温，靶向抑黑

- 瞬间精准低温，以酪氨酸酶为靶点，抑制黑色素细胞的活性减少黑色素生成



03 | 修色低温，抗炎抗火

- 修色低温，让肌底微环境保持低温，持续抑制炎症因子的活跃度，防止肌肤上火，抗击敏感、泛红、泛黄



04 | 养护低温，加速代谢

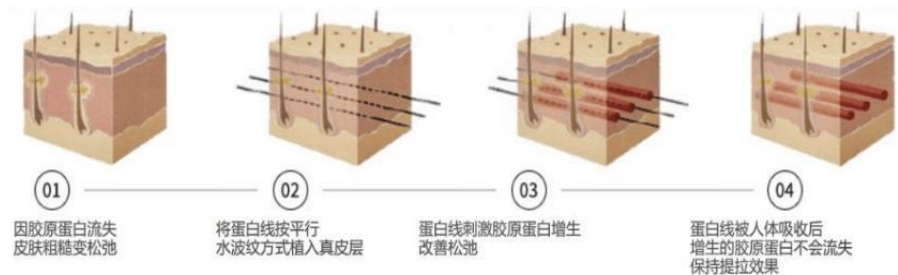
- 低温反复作用于肌底，加速老旧色素、老旧角质细胞自然脱落长效提升肌肤的自我修色力

资料来源：酷雪 glacial spa 微信公众号，HTI

2.2.3 埋线类产品当前渗透率低，公司埋线产品优势明显

中国医美埋线市场空间大。医美埋线通过在皮下的浅层或深层植入特殊的美容线，如将 PPDO（聚对二氧环己酮）及聚丙烯等可吸收材料植入皮下筋膜层，使下垂组织上升，同时也有刺激胶原蛋白再生，紧致皮肤的效果。中国医美市场中埋线产品领域有较大空白，这是由于线雕治疗通常更适合适合 30 岁以下面部肌肤出现轻微松弛的人，有保养紧致的作用，而目前中国医美市场消费主力对抗衰治疗的需求相对较少。据中国经营报援引弗若斯特沙利文，中国面部埋线市场规模将由 2021 年的 11.3 亿元增长至 2025 年的 187.1 亿元，2020-2025 年复合增长率高达 141.0%。

图14 医美埋线抗皮肤松弛作用机制



资料来源：南昌大学第一附属医院整形美容科微信公众号，美加 Beauty，HTI

表 4 国内外多款品牌埋线产品获得注册证

品牌	紧恋线	秘特线 MINT	美迪塑	快翎 Quill	蓝钻鱼骨线
产地	中国	韩国	韩国	美国	美国
生产厂商	爱美客	韩士生科	KJ Meditech	舜科医疗	强生
获证情况	国械注准 20193130294 III 类证	国械注进 20193130311 III 类证	国械注进 20143026222 III 类证	国械注进 20163653290 III 类证	国械注进 20153020661 III 类证
材质	聚对二氧环己酮	聚对二氧环己酮	聚对二氧环己酮	25%的己内酯和 75% 的乙交酯聚合物	聚对二氧环己酮
适应症	用于皮下脂肪层植入纠正中、重度鼻唇沟皱纹	用于植入浅表肌肉腱膜系统(SMAS)及其浅层组织以纠正鼻唇沟皱纹	在手术中对组织进行缝合、结扎、固定使用	适用于软组织缝合	适用于适合采用可吸收缝线的一般软组织缝合

资料来源：NMPA，HTI

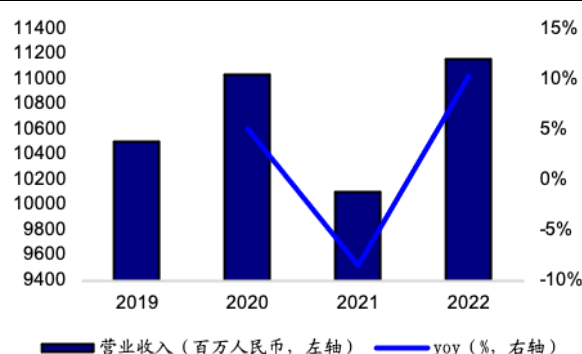
Sinclair 旗下 Silhouette®埋线系列技术先进。产品已经获得美国 FDA 认证，以及在全球 60 多个国家和地区获注册证或者市场准入。在国内临床试验已经完成部分受试者入组，正在进行各时间节点随访工作。Silhouette®埋线系列具有 3D 椎体悬挂技术，能有效重塑面部和颈部轮廓，实现立即且持久的组织重新定位，刺激组织逐渐再生，是全球医美领域的领先品牌。目前市场上大多数产品都只能单点提拉或者平面提拉，不能做到 3D 提拉，Silhouette®在提拉效果方面具备较大优势。我们认为未来埋线产品在国内完成注册后有望实现快速放量。

3. 医药工业：降价风险逐步出清，差异化仿创结合管线保障长期增长

3.1 医保与集采谈判落地，大单品降价风险逐步出清

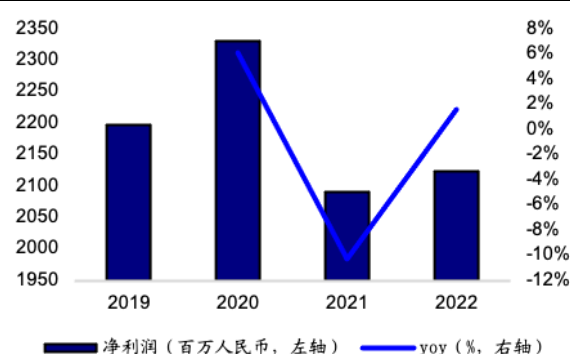
中美华东是华东医药工业板块的核心子公司，贡献工业板块超 95% 营收。2020-2021 年，受阿卡波糖（常释口服剂型）集采流标、百令胶囊（OTC）医保降价、泮托拉唑注射液纳入集采的影响，中美华东出现营收及净利润的下滑。2021 年中美华东实现营收 101 亿元，同比下降 8.4%；净利润 21 亿元，同比下降 10.3%。2022 年公司逐渐摆脱集采降价对经营带来的影响，经营指标由期初下降转向恢复性增长，2022 中美华东销售收入（含 CSO 业务）112 亿元，同比增长 10.9%；实现净利润 21.3 亿元，同比增长 1.6%。

图15 2022 年中美华东营收 112 亿，同比增加 10.9%



资料来源：Wind，HTI

图16 2022 年中美华东净利润 21 亿，同比增加 1.6%



资料来源：Wind，HTI

2019 年公司阿卡波糖销售额超 30 亿元。2020 年第二批集采（2020Q2 正式执行）流标使得院内市场大幅减少。公司积极拓展阿卡波糖院外渠道，并配合阿卡波糖咀嚼片纳入医保放量，一定程度上减少阿卡波糖流标的冲击。2019 年百令胶囊销售额近 35 亿元。2020 年 12 月百令胶囊进行医保谈判降价，最高降幅 34%，并于 2021 年 3 月开始执行。我们认为百令胶囊纳入医保后院内销量将持续增加，销售额下滑趋势有望得到有效缓解。泮托拉唑针剂在第四轮集采中标，降价 91%。考虑到同年（2021 年 8 月）泮托拉唑的仿制药申请获得 FDA 批准，我们认为泮托拉唑院内销售额下滑将趋于平稳，院外销售有望持平，海外上市销售可在一定程度上减少集采的冲击，总体来看泮托拉唑有望保持销售额稳定。

表 5 中美华东已进入集采/医保降价的主要品种

产品名称	降价前年销售额	降价幅度	执行时间	分析
阿卡波糖	~30 亿元（2019）	（流标）	2020Q2	院内销售额下滑在集采后 2 季度内趋于稳定；积极拓宽院外市场+阿卡波糖咀嚼片医保放量
百令胶囊	~35 亿元（2019）	34%	2021Q1	独家剂型，纳入医保后有望放量
泮托拉唑针剂	~8 亿元（2020）	91%	2021Q2	2022 年内销售额有望趋稳；海外市场有望贡献收入
吗替麦考酚酯胶囊	\	\	2022Q4	我们预计 2023 年销售额可能下滑，并于年内趋稳

资料来源：公司 2022 年年报，Wind，米内网，药融云，河南省医疗保障局，HTI；注：院内市场规模根据样本医院放大 3~5 倍计算。

吗替麦考酚酯进入第七批集采后，对公司营收及利润增长带来较大压力。2022 年，公司另一主要产品吗替麦考酚酯胶囊在第七批集采中标。目前中美华东的主要产品包括：他克莫司、吗替麦考酚酯、环孢素，吲哚布芬、吡格列酮二甲双胍。

表 6 中美华东已进入集采/医保降价的主要品种

待集采的主要产品	已上市数量 (家)	竞争公司
他克莫司 (胶囊)	5	Astellas, 海正药业, 国药川抗制药, 弘盛药业
环孢素 (软胶囊)	9	瑞邦药业, 曙辉药业, 天津市中央药业, 诺华制药, 丽珠集团, 华北制药, 海神同洲制药, 双鹭药业
环孢素 (口服液)	4	鲁南厚普制药, 华北制药, 国药川抗制药
吲哚布芬	1	N.A.

资料来源：公司 2021-2022 年年报，CDE，HTI

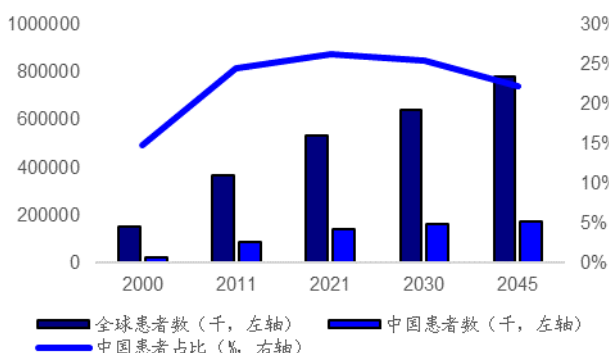
3.2 糖尿病领域品类布局全面，销售渠道优势显著

3.2.1 中国糖尿病市场广阔，GLP-1 等新型降糖药具有潜力

中国是糖尿病大国，疾病负担日趋严重。根据 IDF 全球糖尿病地图 (第 10 版)，2021 年全球糖尿病患者 (20-79 岁) 约 5.4 亿人；预计到 2045 年，患者数将达到 7.8 亿 (CAGR 1.6%)。该报告显示，中国是全球糖尿病患者数最多的国家，2021 年估算患者数 1.4 亿人 (20-79 岁)，预计 2045 年患者数将达到 1.7 亿人 (CAGR 0.8%)。中国糖尿病卫生支出同样巨大，2021 年我国糖尿病造成卫生支出 1653 亿美元。

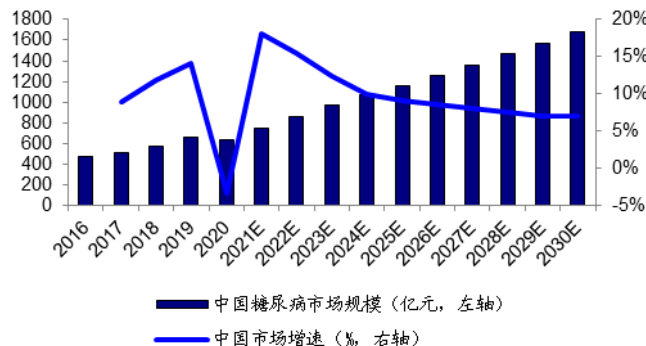
中国糖尿病的诊断率不足、临床用药较单一。中国糖尿病患者诊断比例低。IDF 数据显示 2021 年中国糖尿病患者的未诊断率为 51.7%，高于全球 44.7% 的整体水平。

图17 中国糖尿病患者全球最多，预计 2045 年将达到 1.7 亿人



资料来源：IDF (10th Edition), Frost & Sullivan, HTI

图18 中国糖尿病药物市场规模稳定增长



资料来源：Frost & Sullivan, 海南省医药行业协会, HTI

3.2.2 深耕糖尿病领域，仿创结合全面打造产品管线

华东医药深耕专科、慢病等领域，具备良好的品牌效应及渠道优势。公司拥有专业药学服务及市场拓展团队，覆盖综合医院、基层医疗机构、零售及第三终端、互联网线上等多种渠道，帮助保持产品市占率在国内处于领先地位。公司阿卡波糖品种在集采之前销售额历史峰值突破 30 亿元，证明公司在糖尿病领域具有明显渠道优势。

公司全面布局糖尿病主流药物品种，布局多款创新产品及差异化仿制药管线。目前公司在减重降糖领域产品线包括传统口服降糖药、DPP-4 抑制剂、SGLT-2 抑制剂、GLP-1 受体激动剂、GLP-1R/GIPR 双靶点激动剂、GLP-1R/GCGR/FGF21R 三靶点激动剂与胰岛素及类似物，涵盖糖尿病领域大部分热门研发管线。截至 2023 年 4 月底，已有 10 款产品获批上市，3 款产品共 3 项适应症申报上市（西格列汀二甲双胍，卡格列净，利拉鲁肽：肥胖/超重），6 款产品处于临床或临床前阶段。

图19 华东医药糖尿病领域具备丰富产品管线布局（截至 2023 年 4 月）



资料来源：公司 2022 年报，HTI

GLP-1 糖尿病市场规模持续增长，公司相关管线布局丰富。根据医药魔方数据，2022 年全球 GLP-1Ra 糖尿病药物市场规模超 200 亿美元。GLP-1Ra 通过刺激胰岛素释放、抑制食欲等方式达到控糖减重的目的，是目前最为热门的降糖药物。根据弗若斯特沙利文测算，我国糖尿病药物市场将在 2025 年达到 1518 亿元，但从药物结构来看，传统口服药物如双胍类、磺脲类仍然是主流。GLP-1Ra、SGLT-2 等新型药物渗透率低，迭代滞后于其他国外发达国家。华东医药在 GLP-1 方面布局利拉鲁肽注射液、HDM1002、TTP273 与司美格鲁肽等多款产品。我们认为未来随着国内多款 GLP-1Ra 生物类似药以及创新药管线的不断推进，市场教育的普及以及居民自我健康管理能力的提升，国内 GLP-1Ra 药物有望实现市占率的提升。

利拉鲁肽降糖适应症与减肥适应症获批，为降糖减重线注入增长新动能。利拉鲁肽可有效控制血糖，该药物 2 型糖尿病适应症于 2011 年在中国获批上市，2017 年纳入医保。2023 年 3 月华东医药子公司中美华东申报的利拉鲁肽注射液“适用于成人 2 型糖尿病患者控制血糖”的上市许可申请获得批准，是国内首个相关获批产品。同时利拉鲁肽减肥适应症已于 2023 年 7 月获批。我们认为利拉鲁肽获批后有望通过公司传统减重降糖优势渠道实现快速放量，为公司带来显著业绩增量。

公司在 GLP-1 靶点糖尿病适应症进行多款创新药布局。目前 TTP273 进度最快、已经进入 II 期临床，子公司中美华东申报的 1 类新药 HDM1002 片获批临床，拟开发治疗成人 2 型糖尿病。HDM1002 为该公司研发的小分子 GLP-1R 激动剂。同时还对司美格鲁肽等产品进行布局，在 GLP-1R/GIPR 双靶点方面也有两款药物分别在英国进入临床 I 期以及在国内进行 IND 研究。同时公司在三靶点激动剂方面也有布局。我们认为公司在传统减重降糖领域具备丰富的优势，全面布局未来新型糖尿病药物，有望引入全新增长潜力。

表 7 国内目前共有 12 款短效 GLP-1Ra 在研仿制药（糖尿病适应症）

药品名	研发企业	临床阶段	公示时间
利拉鲁肽	华东医药	获批	2021/9/2
利拉鲁肽	通化东宝	NDA	2022/6/9
利拉鲁肽	中国生物制药	NDA	2022/10/21
利拉鲁肽	联邦制药	III 期	2020/6/22
利拉鲁肽	万邦生化/复星医药	III 期	2020/7/23
利拉鲁肽	宸安生物	III 期	2021/1/31
利拉鲁肽	双鹭药业	III 期	2021/5/20
利拉鲁肽	东阳光	III 期	2020/3/27
利拉鲁肽	先为达	I 期	2020/9/13

资料来源：CDE，药融云，Clinical Trials，HTI

表 8 国内目前共有 12 款长效 GLP-1Ra 在研仿制药（糖尿病适应症）

药品名	研发企业	临床阶段	公示时间
艾塞那肽微球	绿叶制药	I 期	2018/3/28
度拉糖肽	博安生物	III 期	2022/7/25
度拉糖肽	信立泰	I 期	2020/8/31
度拉糖肽	东阳光	I 期	2022/4/21
度拉糖肽	双鹭药业	I 期	2022/4/26
司美格鲁肽	九源基因	III 期	2022/6/6
司美格鲁肽	丽珠	III 期	2022/11/18
司美格鲁肽	联邦制药	III 期	2023/2/15
司美格鲁肽	华东医药/派金生物	III 期	2023/8/2
司美格鲁肽	宸安生物	III 期	2023/6/19
司美格鲁肽	质肽生物	I 期	2023/3/31
司美格鲁肽	齐鲁制药	III 期	2023/7/13

资料来源：CDE，药融云，Insight 数据库，HTI

3.3 创新研发转型，构建创新生态圈

3.3.1 授权引进+合作开发为主，建立创新产品管线

公司加速创新转型，内生外延共同打造未来产品管线。公司通过自研+授权引进+合作研发的方式围绕肿瘤、内分泌、自身免疫打造创新产品管线，覆盖研发全周期。截至 2023 年 4 月，公司已拥有 52 款创新产品管线，包括创新产品与生物类似物项目。其中 3 款产品处于 II 期临床阶段，5 款产品处于 III 期临床阶段。

多款创新产品研发进展顺利。HDM3001（QX001S）是公司从荃信生物授权引进的乌司奴单抗生物类似物，适应症为斑块状银屑病和克罗恩病。根据药融云数据，2021年乌司奴单抗全球销售额 94.5 亿美元，同比增长 18.8%。HDM2002（IMGN853）是一款全球 FIC 的靶向 FR α 的 ADC，适应症为上皮性卵巢癌。2020 年 10 月公司与 ImmunoGen 达成合作，获得 IMGN853 在中国大陆、香港、澳门及台湾地区的独家临床开发及商业化权益。根据《卵巢恶性肿瘤诊断与治疗指南（2021 年版）》，绝大多数患者确诊时已经存在局部或远处播散，5 年生存率 46%。70%卵巢癌患者经初始治疗后复发，目前治疗选择较少。根据《卵巢恶性肿瘤诊断与治疗指南（2021 年版）》，铂耐药型或难治型复发上皮性卵巢癌，首选非铂类单药化疗或联合抗血管生成的联合化疗。FR α 在 76-89% 上皮性卵巢癌中过表达，而在正常组织表达水平较低；因此利用 ADC 平台靶向 FR α 可以使药物精确达到肿瘤组织、有效发挥肿瘤杀伤效应。

图20 铂耐药复发上皮性卵巢癌的治疗方案

类别	化疗方案	靶向治疗	内分泌治疗
首选方案	环磷酰胺（口服）+贝伐珠单抗 多西他赛 依托泊苷（口服） 吉西他滨 多柔比星脂质体 ± 贝伐珠单抗 紫杉醇周疗 ± 贝伐珠单抗 拓扑替康 ± 贝伐珠单抗	贝伐单抗 奥拉帕利 ^a 尼拉帕利 ^b Rucaparib ^c 帕米帕利 ^c	
备选方案	卡培他滨 环磷酰胺 多柔比星 异环磷酰胺 伊立替康 马法兰 奥沙利铂 紫杉醇 白蛋白结合型紫杉醇 培美曲赛 长春瑞滨 索拉非尼+拓扑替康	培唑帕尼	芳香化酶抑制剂 （来曲唑、阿那曲唑、依西美坦） 醋酸亮丙瑞林 醋酸甲地孕酮 他莫昔芬
特定患者其他可选方案	低级别浆液性癌	曲美替尼	氟维司群

对溶剂型紫杉醇溶媒（聚氧乙烯蓖麻油）过敏的患者，铂类联合方案中，可以选择白蛋白结合型紫杉醇进行替代。紫杉醇脂质体在国内获批用于复发性卵巢癌的治疗，在上表所列含紫杉醇的方案中，紫杉醇脂质体可替代使用。^a：适用于2线及以上化疗且携带有BRCA胚系突变的晚期卵巢癌患者。^b：适用于3线及以上化疗且携带有BRCA胚系/体系突变的晚期卵巢癌患者。^c：适用于2线及以上化疗且携带有BRCA胚系/体系突变的晚期卵巢癌患者

资料来源：中国抗癌协会妇科肿瘤专业委员会《卵巢恶性肿瘤诊断与治疗指南（2021 年版）》，HTI

HD-NP-102 是 MediBeacon 与公司联合研发的创新药械组合设备，包括荧光示踪剂 MB-102 及动态 TGFR 检测系统（经皮传感器），用于检测肾功能水平。公司通过股权投资（占 8.14%）获得 MediBeacon 全部产品在亚洲 25 个国家或地区的知识产权及商业化权利。HD-NP-102 已于 2022 年 5 月递交中国的医疗器械注册申请；配合使用的荧光示踪剂 MB-102 作为 1 类新药，其国际多中心 III 期临床试验申请已于 2021 年 5 月获 NMPA 批准，于 2023 年 2 月完成国际多中心 III 期临床试验全部受试者的入组，初步研究结果分析显示已达到主要研究终点，已于 2023 年 4 月完成中国 pre-NDA 递交。

3.3.2 纵深布局 ADC，创新生态圈已成型

公司持续加大 ADC 的纵深布局。在抗体、连接子及偶联技术、毒素及新型 ADC 技术平台均有布局。在已公布产品管线中，已有 3 款临床/临床前药物在研。公司计划在三年内立项开发不少于 10 款 ADC 创新产品并积极推动注册临床研究。

表 9 多个子公司深入布局 ADC 相关技术

公司	ADC 相关技术	与华东医药关系
荃信生物	抗体研发	3.7 亿元股权投资，占 19.89%
诺灵生物	ADC 连接子及偶联技术	1500 万元股权投资，占 4.29%
琿达生物	ADC 药物毒素原料全产品线	自身孵化
道尔生物	抗体（多抗）平台	控股，48750 万元收购 75%股权
Heidelberg	新型 ADC（ATAC）技术平台	1.05 亿欧元股权投资（占 35%）

资料来源：公司 2022 年报，HTI

图21 全球深入布局创新研发生态圈



资料来源：公司 2021 年报，HTI

3.4 工业微生物基础雄厚，业务处于快速增长期

工业微生物历史悠久，合成生物学创新发展可期。工业微生物是微生物通过微生物工程技术大规模培养，以获得特定产物或达到特定应用所形成的产业，发展至今已有百年历史。目前工业微生物已从医药、食品行业逐渐延伸，发展至环保、材料化工、农业、能源等多个产业。近年合成生物学蓬勃发展，工业微生物是合成生物学基础性技术。根据转化医学网微信公众号援引前瞻产业研究院测算，全球合成生物学市场规模在 2020 年达到 68 亿美元，预计 2025 年达到 208 亿美元，CAGR 28.8%。公司在工业微生物领域深耕 40 余年，拥有深厚的产业基础，构筑微生物产品研发生产的关键技术体系。

研发能力全面，聚焦五大应用领域。公司不断完善在生物工程技术产业链的各个技术环节，公司的研发能力覆盖菌种构建、代谢调控、分离纯化、酶催化及合成修饰等各个技术阶段。凭借全面的研发能力，公司不断开拓技术应用场景，聚焦创新药物（核酸 & ADC 药物）原料、医药原料药 & 中间体、大健康 & 医美原料、宠物动保和特色生物材料五大领域。

琿达生物是公司工业微生物产业的创新研发平台，聚焦高技术壁垒、高附加值微生物来源产品开发。目前已在 ADC 毒素、mRNA 药物修饰用核苷、海洋新型微生物药、健康及个护功能产品等领域形成研发管线。毒素及修饰核苷管线已实现商业化开发。琿达生物的经营呈快速增长态势，海外业务占比超 90%，在手长期合作订单较多。

美琪健康专注营养健康食品原料和个人护理功能原料等大健康产品的研发、生产、销售。美琪健康于 2021 年 11 月由公司与湖北安琪生物合资成立；华东医药与湖北安琪生物各出资 1 亿元，琿达生物以技术作价出资 0.5 亿元。美华高科 2021 年 12 月，中美华东收购破产重整的华昌高科 100% 股权并以增资形式投入 1.08 亿元人民币，并已于 2022 年 4 月开始试生产。2022 年 8 月，华东医药收购华仁科技 60% 股权，与公司在工业微生物核苷板块的研发和产业布局产生协同效应，是公司在小核酸药物方向的重要布局。

2022 年公司工业微生物合计实现销售收入 5.1 亿元，同比增长 22%，发展势态良好。我们认为随着持续的产品研发、市场能力建设、产业并购、技术平台及人才引进，工业微生物板块有望成为医药工业的第二增长曲线。

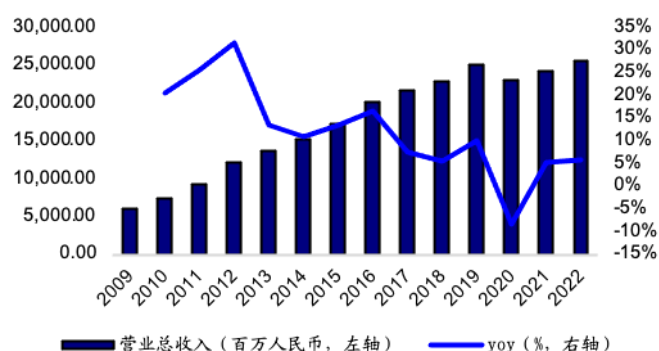
4. 医药商业：浙江省内龙头地位，以冷链物流为特色

2022 年，医药商业实现营收 257.1 亿元，同比增长 6.2%，重新回归正常增长。商业板块成本较高，毛利率稳定。2022 年商业板块实现毛利润 18.2 亿元，毛利率为 7.3%。

公司医药商业多年来占据浙江省龙头地位。商业形态完备，经销品种丰富，在市场准入及网络覆盖方面具有综合竞争优势。华东医药打造现代高效的供应链配送体系，形成浙江省内覆盖的物流网络。2021 年，年吞吐量超 1000 万件的医药物流金华中心库正式投入使用。该库为公司在浙江省集中统一物流配送体系的核心库之一，配送范围可覆盖至乡镇（街道）级卫生院和药方，打通医药配送的“最后一公里”。

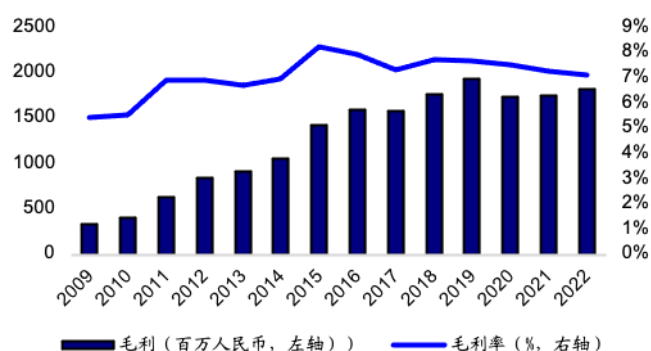
公司冷链物流特色明显，位居省内第一品牌。全资子公司华东医药供应链管理有限公司聚焦高端疫苗为代表的专业化药物配送，2021 年获得浙江省第一张医药冷链企业快递业务经营许可证，助力互联网 C 端业务配送，并成为浙江省疾控中心新冠疫苗独家配送合作商。

图22 公司医药商业营业收入整体呈稳定增长趋势



资料来源：wind，HTI

图23 近5年医药商业毛利基本稳定



资料来源：wind，HTI

5. 盈利预测与估值

公司作为传统医药白马，医美板块开启全新增长极，集采等负面影响逐步消除，工商业务协同发展，有望迎来快速增长期，我们预计公司 2023-2025 年的归母净利润分别为 29.96 亿元、36.10 亿元、43.56 亿元，同比分别增长 19.9%、20.5%、20.7%，对应 EPS 分别为 1.71 元、2.06 元、2.48 元。参考可比公司，我们给予公司 2023 年 35X PE，每股目标价 59.85 元，给予“优于大市”评级。

表 10 公司营收预测

		2021	2022	2023E	2024E	2025E
医药工业	收入(百万元)	10519	11666	12949	14762	16681
	YoY		11%	11%	14%	13%
	毛利率	79%	78%	78%	78%	78%
医美板块	收入(百万元)	1002	1664	2474	3423	4605
	YoY		66%	49%	38%	35%
	毛利率	74%	81%	73%	74%	73%
海外医美	收入(百万元)	666	1144	1441	1874	2436
	YoY		72%	26%	30%	30%
国内医美	收入(百万元)	367	626	1033	1549	2169
	YoY		71%	65%	50%	40%
医药商业	收入(百万元)	24204	25707	28277	30539	32372
	YoY		6%	10%	8%	6%
	毛利率	7.24%	7.11%	7.10%	7.10%	7.10%
分部间抵消	金额(百万元)	(971.51)	(1123.54)	(1292.07)	(1421.28)	(1563.41)
合计	收入(百万元)	34753	37715	42409	47304	52095
	YoY		8.52%	12.45%	11.54%	10.13%
	毛利率	30.5%	32.2%	32.8%	33.5%	34.1%

资料来源：公司 2021-2022 年报，HTI

表 11 可比公司估值表

公司	股票代码	收盘价 (元)	EPS (元)			市盈率 (倍)		
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
科伦药业	002422.SZ	28.01	1.22	1.56	1.78	23	18	16
恒瑞医药	600276.SH	43.82	0.61	0.74	0.89	72	59	49
恩华药业	002262.SZ	24.84	0.89	1.10	1.36	28	23	18
平均						41	33	28

注：收盘价为 2023 年 10 月 18 日价格，EPS 为 wind 一致预期

资料来源：Wind，HTI

6. 风险提示

创新产品研发进度不及预期，市场竞争加剧风险，核心产品放量不及预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标（元）					营业总收入	37715	42409	47304	52095
每股收益	1.42	1.71	2.06	2.48	营业成本	25682	28499	31457	34330
每股净资产	10.59	12.03	14.09	16.57	毛利率%	31.9%	32.8%	33.5%	34.1%
每股经营现金流	1.36	1.85	2.30	2.66	营业税金及附加	208	233	260	287
每股股利	0.29	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
价值评估（倍）					营业费用	6335	7379	8231	9064
P/E	29.06	24.24	20.12	16.68	营业费用率%	16.8%	17.4%	17.4%	17.4%
P/B	3.91	3.44	2.94	2.50	管理费用	1249	1399	1561	1615
P/S	1.93	1.71	1.54	1.39	管理费用率%	3.3%	3.3%	3.3%	3.1%
EV/EBITDA	20.30	16.47	13.58	11.09	EBIT	3245	3676	4426	5322
股息率%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	78	7	6	-11
盈利能力指标（%）					财务费用率%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	31.9%	32.8%	33.5%	34.1%	资产减值损失	-4	0	0	0
净利率	6.6%	7.1%	7.6%	8.4%	投资收益	-142	-100	-120	-130
净资产收益率	13.5%	14.2%	14.6%	15.0%	营业利润	3061	3697	4448	5361
资产回报率	8.0%	8.7%	9.2%	9.7%	营业外收支	-30	-28	-28	-28
投资回报率	12.7%	12.6%	13.2%	13.7%	利润总额	3031	3669	4420	5333
盈利增长（%）					EBITDA	3957	4309	5100	6036
营业收入增长率	9.1%	12.4%	11.5%	10.1%	所得税	498	624	751	907
EBIT 增长率	8.9%	13.3%	20.4%	20.2%	有效所得税率%	16.4%	17.0%	17.0%	17.0%
净利润增长率	8.6%	19.9%	20.5%	20.7%	少数股东损益	33	49	59	71
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	2499	2996	3610	4356
资产负债率	38.5%	37.2%	35.3%	33.3%					
流动比率	1.73	1.71	1.83	1.99	资产负债表（百万元）	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	1.23	1.21	1.33	1.49	货币资金	3996	4108	5818	8160
现金比率	0.39	0.37	0.48	0.62	应收账款及应收票据	7207	8011	8804	9753
经营效率指标					存货	4495	4987	5505	6008
应收账款周转天数	65.05	64.55	63.98	64.12	其它流动资产	1869	1922	2143	2359
存货周转天数	59.36	59.89	60.04	60.36	流动资产合计	17568	19028	22269	26280
总资产周转率	1.30	1.29	1.28	1.24	长期股权投资	1659	2159	2659	3159
固定资产周转率	10.69	10.12	10.31	10.54	固定资产	3982	4398	4775	5112
					在建工程	873	1073	1273	1473
					无形资产	2280	2380	2480	2580
					非流动资产合计	13624	15582	17043	18465
现金流量表（百万元）	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	31192	34610	39313	44745
净利润	2499	2996	3610	4356	短期借款	948	948	948	948
少数股东损益	33	49	59	71	应付票据及应付账款	5902	6254	6903	7534
非现金支出	785	633	673	713	预收账款	1	0	0	0
非经营收益	194	119	186	195	其它流动负债	3302	3947	4333	4708
营运资金变动	-1129	-554	-497	-663	流动负债合计	10153	11149	12183	13189
经营活动现金流	2382	3243	4031	4672	长期借款	1051	1051	1051	1051
资产	-1178	-1732	-1599	-1598	其它长期负债	811	660	660	660
投资	-1261	-550	-550	-550	非流动负债合计	1863	1712	1712	1712
其他	3	-388	-125	-135	负债总计	12016	12861	13895	14901
投资活动现金流	-2436	-2671	-2274	-2283	实收资本	1754	1754	1754	1754
债权募资	399	5	0	0	归属于母公司所有者权益	18578	21101	24711	29067
股权募资	175	30	0	0	少数股东权益	599	647	706	777
其他	-673	-505	-47	-47	负债和所有者权益合计	31192	34610	39313	44745
融资活动现金流	-100	-470	-47	-47					
现金净流量	-163	111	1710	2342					

备注：（1）表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 18 日；（2）以上各表均为简表

资料来源：公司年报（2022），HTI

APPENDIX 1

Summary

Investment Highlights:

Huadong Medicine, a leading pharmaceutical giant with outstanding channel advantages, is spearheading a new phase of growth through comprehensive innovative layouts. The company, established in 1993 and listed on the Shenzhen Stock Exchange in 2000, has a broad business range including pharmaceutical industry, medical beauty, industrial microbiology sectors. Influenced by policy factors such as traditional dominant drug procurement, the company experienced a brief decline. Since then, Huadong Medicine has accelerated its business transformation to fully expand into innovative drugs and medical beauty sectors. In 2022, they achieved RMB 37.71 billion in revenue, up 9.1% YoY, with a net profit of RMB 2.5 billion, representing an increase of 8.6% YoY. The deduction of non-net profit was RMB 2.41 billion, up 10.1% YoY, reflecting a recovery in performance. We see a new phase of high-quality growth for this established pharmaceutical enterprise.

In 2013, Huadong Medicine obtained the exclusive agency rights for LG's Yvoire brand hyaluronic acid in China, initiating its medical beauty industry layout. In 2018, it acquired the UK's Sinclair, marking the start of global medical beauty industry development, focusing on non-surgical medical beauty products. In the domestic medical beauty market, key products such as "Young Girl's Needle" and energy source devices have achieved rapid sales growth. In 2022, the medical beauty segment achieved sales revenue of RMB 1.915 billion, with both domestic and overseas business revenues reaching historical highs. We foresee the medical beauty sector will continue contributing to the increase in performance, gradually becoming a major growth engine for the company.

Since 2018, the company has been affected by the procurement and medical insurance negotiation policies, specifically contracted products witnessing a price decrease. By 2022, the pharmaceutical section recovered, with revenues of RMB 11.666 billion, up 10.90% YoY. The company now deeply engages in various fields, especially diabetes. They are anticipated to fast-track the layout of new products benefitting from their well-established channels.

Huadong Medicine has been working in the field of industrial microbiology for over 40 years. In 2022, the industrial microbiology segment achieved a revenue of RMB 510 million, a YoY growth of 22%. We believe that the company's future growth potential will be released with the introduction of synthetic biology.

The company's pharmaceutical business, the cornerstone of its development, provides high-quality marketing channels. In 2022, the pharmaceutical business achieved an income of RMB 25.71 billion, a YoY increase of 6.2%, returning to stable growth with a gross profit margin of 7.3%.

We forecast Huadong Medicine's net profit in 2023-2025 to reach RMB 2.996 billion, RMB 3.61 billion, and RMB 4.356 billion, respectively. With an EPS of RMB 1.71, RMB 2.06, and RMB 2.48 respectively. Given 35X PE for the year 2023, the per-share target price is RMB 59.85, rated as "Outperform".

Risk warnings include unexpected progress in innovative product R&D, intensified market competition, and lower than expected sales of core products.

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HTIRL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japan K.K. ("HTIJKK"), Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，孟科含，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Kehan Meng, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，孙旭东，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Xudong Sun, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htsec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htsec.com if timely and comprehensive information is needed).

石药集团欧意药业有限公司目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

石药集团欧意药业有限公司 is/was a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

宜昌东阳光生化制药有限公司目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非证券业务服务。

宜昌东阳光生化制药有限公司 is/was a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-securities services.

海通在过去的 12 个月中从宜昌东阳光生化制药有限公司获得除投资银行服务以外之产品或服务的报酬。

Haitong has received compensation in the past 12 months for products or services other than investment banking from 宜昌东阳光生化制药有限公司.

评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 - TOPIX, 韩国 - KOSPI, 台湾 - TAIEX, 印度 - Nifty100, 美国 - SP500; 其他所有中国概念股 - MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

评级分布 Rating Distribution

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

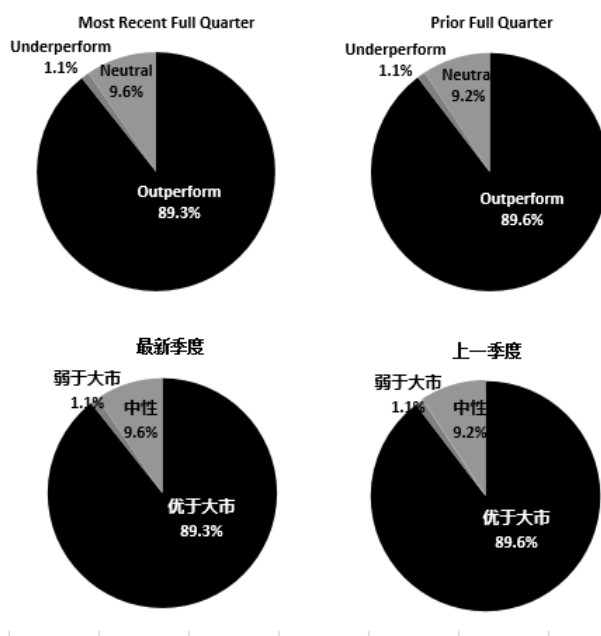
Analyst Stock Ratings

Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.



截至 2023 年 9 月 30 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	89.3%	1.1%	9.6%
投资银行客户*	3.9%	5.8%	10.0%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of September 30, 2023

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	89.3%	1.1%	9.6%
IB clients*	3.9%	5.8%	10.0%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究：海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际 A 股覆盖: 海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券 (600837.CH), 海通国际于上海的母公司, 也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是, 海通国际使用与海通证券不同的评级系统, 所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数: 海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程, 并结合对海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

盟浪义利 (FIN-ESG) 数据通免责声明条款: 在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前, 请务必仔细阅读本条款并同意本声明:

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司 (以下简称“本公司”) 基于合法取得的公开信息评估而成, 本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考, 并不构成对任何个人或机构投资建议, 也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户, 收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断, 盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明, 本数据 (如财务业绩数据等) 仅代表过往表现, 过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有, 本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权, 任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的, 不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等, 否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的, 由用户承担相应的赔偿责任, 盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定, 而盟浪网站平台载明的其他协议内容 (如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务 (含认证) 协议》《盟浪网隐私政策》等) 有约定的, 则按其他协议的约定执行; 若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的, 则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明:

非印度证券的研究报告: 本报告由海通国际证券集团有限公司 (“HTISGL”) 的全资附属公司海通国际研究有限公司 (“HTIRL”) 发行, 该公司是根据香港证券及期货条例 (第 571 章) 持有第 4 类受规管活动 (就证券提供意见) 的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJK”) 的协助下发行, HTIJK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发行, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司 (统称为「印度交易所」) 的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌，经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源，但 HTIRL、HTISCL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的

不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区，本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价，则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易，包括设计金融衍生工具的，有产生重大风险的可能性，因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况，如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问，以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失，HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师除外，HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息： 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格，并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知：

除非下文另有规定，否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项： 海通国际证券股份有限公司（“HTISCL”）负责分发该研究报告，HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动（从事证券交易）的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）（以下简称“SFO”）所界定的要约邀请，证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的“专业投资者”。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项： 本研究报告由 HTIRL、HSIPL 或 HTIJK 编写。HTIRL、HSIPL、HTIJK 以及任何非 HTISG 美国联营公司，均未在美国注册，因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年“美国证券交易法”第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」（“Major U.S. Institutional Investor”）和「机构投资者」（“U.S. Institutional Investors”）。在向美国机构投资者分发研究报告时，Haitong International Securities (USA) Inc.（“HTI USA”）将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者，希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易，只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话（212）

351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission (“SEC”) 注册的经纪商，也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”) 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告，也不负责其中包含的分析。在任何情况下，收到本研究报告的任何美国投资者，不得直接与分析师直接联系，也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格，因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流，公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具（包括 ADR）可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册，或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响，可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系：

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
联系人电话：(212) 351 6050

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI’s research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to “Professional Investors” as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to “major U.S. institutional investors” and “U.S. institutional investors” in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to “U.S. institutional investors,” HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the “SEC”) and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

中华人民共和国的通知事项：在中华人民共和国（下称“中国”，就本报告目的而言，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾）只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规，该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定，在取得中国政府所有的批准或许可之前，任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项：在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 予以实施，该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) 的规定得到「国际交易商豁免」(“International Dealer Exemption”) 的交易商，位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大，该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点，任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时，每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」(“Accredited Investor”)，或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」(“Permitted Investor”)。

新加坡投资者的通知事项：本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) [公司注册编号 201311400G] 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》(第 110 章) (“FAA”) 定义的豁免财务顾问，可 (a) 提供关于证券、集体投资计划的部分，交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》(第 289 章) 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题，本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系：

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd
50 Raffles Place, #33-03 Singapore Land Tower, Singapore 048623
电话: (65) 6536 1920

日本投资者的通知事项: 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布, 旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构(根据日本金融机构和交易法(“FIEL”))第 61 (1) 条, 第 17-11 (1) 条的执行及相关条款)。

英国及欧盟投资者的通知事项: 本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布, 本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项: Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会(以下简称“ASIC”)公司(废除及过度性)文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究, 该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取: www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制, 该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (统称为「印度交易所」) 研究报告。

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar ; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意, SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

本项研究仅供收件人使用, 未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

People's Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the "international dealer exemption" under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an "accredited investor" as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a "permitted client" as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL") [Co Reg No 201311400G. HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act (Cap. 110) ("FAA") to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act (Cap. 289). Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6536 1920

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax: +91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

"Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors".

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>

Huadong Medicine - 000963 CH



1. 25 Aug 2023 OUTPERFORM at 37.59 target 59.85.