

华东医药 (000963.SZ) 创新转型再出发，多产品步入收获期

2025年06月02日

——公司深度报告
投资评级：买入（维持）
余汝意（分析师）
余克清（分析师）
刘艺（联系人）

yuruyi@kysec.cn

yukeqing@kysec.cn

liuyi1@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

证书编号：S0790525010002

证书编号：S0790124070022

日期	2025/5/30
当前股价(元)	44.70
一年最高最低(元)	45.30/25.96
总市值(亿元)	784.07
流通市值(亿元)	783.12
总股本(亿股)	17.54
流通股本(亿股)	17.52
近3个月换手率(%)	50.78

● 创新转型再出发，多产品步入收获期，维持“买入”评级

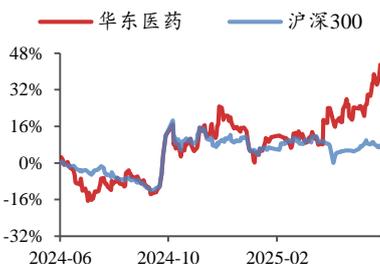
公司聚焦慢病、肿瘤以及免疫等领域，覆盖医药工业、医药商业、医美、工业微生物四大业务板块，不断优化产品结构，实现从仿制向创新方向转变。子公司中美华东核心产品市场销量继续保持稳定增长，占有率稳步提升；医美板块，子公司 Sinclair 不断释放成长潜能；创新管线，公司差异化布局 ADC 和 PROTAC 赛道，并在降糖减重等代谢领域，全面布局口服小分子、双靶点及三靶点，创新管线步入收获期，我们预计 2025-2027 年归母净利润为 40.61、47.16、55.37 亿元，EPS 为 2.32/2.69/3.16 元，对应 PE 为 16.3/14.0/11.9 倍，维持公司“买入”评级。

● 医药工业经营趋势稳健，医美多产品矩阵有望保证公司长周期向上

公司 2024 年和 2025Q1 业绩稳健增长。2024 年公司收入 419.1 亿元，(同比+3.2%，以下均为同比口径)；实现归母净利润 35.1 亿元 (+23.7%)。2024 年医药工业收入 138.1 亿元 (+13.1%)；医药商业收入 270.9 亿元 (+0.4%)；工业微生物收入 7.1 亿元 (+43.1%)；医美业务收入 23.3 亿元 (-4.9%)，新品种方面，MaiLiExtreme 于 2025 年 1 月获批上市；平台 Pr é imeDermaFacial 即将作为生美设备启动国内上市计划；重组肉毒素 YY001、能量源设备 V30、及 Ellans é 伊妍仕 M 型等国内上市申请均已受理。随着产品矩阵陆续建立，医美业务有望逐步恢复。

● 创新管线持续兑现，有望成为公司中长期增长动力

公司聚焦肿瘤、内分泌及自免三大核心领域，差异化布局 ADC 和 PROTAC 技术，ROR1 ADC 以及 HPK1 PROTAC 已经进入临床阶段；治疗消化道肿瘤的自研 Cpd3-ADC 均计划 2025Q2/Q3 递交中国和美国的 IND 申请。公司降糖减重管线布局口服小分子 GLP-1 药物 HDM1002；GLP-1R/GIPR 双靶点的 HDM1005，其肥胖适应症已在 2025 年 4 月完成全部受试者入组，2 型糖尿病于 2025 年 4 月完成首例患者入组；FGF21R/GCGR/GLP-1R 激动剂 DR10624，预计 2025Q3 获得重度高甘油三酯血症的 2 期顶线结果。公司有望在更多适应症上实现布局。

● 风险提示：临床研发失败风险、竞争格局恶化风险、销售不及预期风险等。
股价走势图


数据来源：聚源

相关研究报告
财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	40,624	41,906	44,683	47,948	51,828
YOY(%)	7.7	3.2	6.6	7.3	8.1
归母净利润(百万元)	2,839	3,512	4,061	4,716	5,537
YOY(%)	13.6	23.7	15.6	16.1	17.4
毛利率(%)	32.4	33.2	33.6	34.8	35.4
净利率(%)	7.0	8.4	9.1	9.8	10.7
ROE(%)	13.2	14.8	14.8	14.9	15.0
EPS(摊薄/元)	1.62	2.00	2.32	2.69	3.16
P/E(倍)	23.3	18.8	16.3	14.0	11.9
P/B(倍)	3.1	2.9	2.4	2.1	1.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 华东医药：传统药企积极求变，创新管线有望迎来收获.....	4
1.1、 股权架构清晰，子公司业务分工明确.....	4
1.2、 公司业绩稳健增长，销售费用率稳中有降.....	5
2、 四大业务板块快速发展，创新药和医美业务步入收获期.....	7
2.1、 存量品种集采压力出清，创新产品逐步放量.....	7
2.2、 创新药：聚焦内分泌、自免及肿瘤三大领域，创新管线持续兑现.....	8
2.2.1、 内分泌及代谢：围绕 GLP-1 全方位布局，三靶产品临床数据优异.....	8
2.2.2、 自身免疫：多产品剂型全覆盖，创新管线顺利推进.....	10
2.2.3、 肿瘤：聚焦实体瘤和血液瘤，HDM2005 临床 I 期已启动.....	11
2.3、 医美业务：高端医美产品全覆盖，国内外市场齐头并进.....	13
2.4、 工业微生物：持续推进四大方向战略布局，加快开拓国际市场.....	16
2.5、 医药商业：经营稳健，持续创新强化核心竞争力.....	16
3、 盈利预测与投资建议.....	17
3.1、 关键假设.....	17
3.2、 盈利预测与估值.....	18
4、 风险提示.....	19
附：财务预测摘要.....	20

图表目录

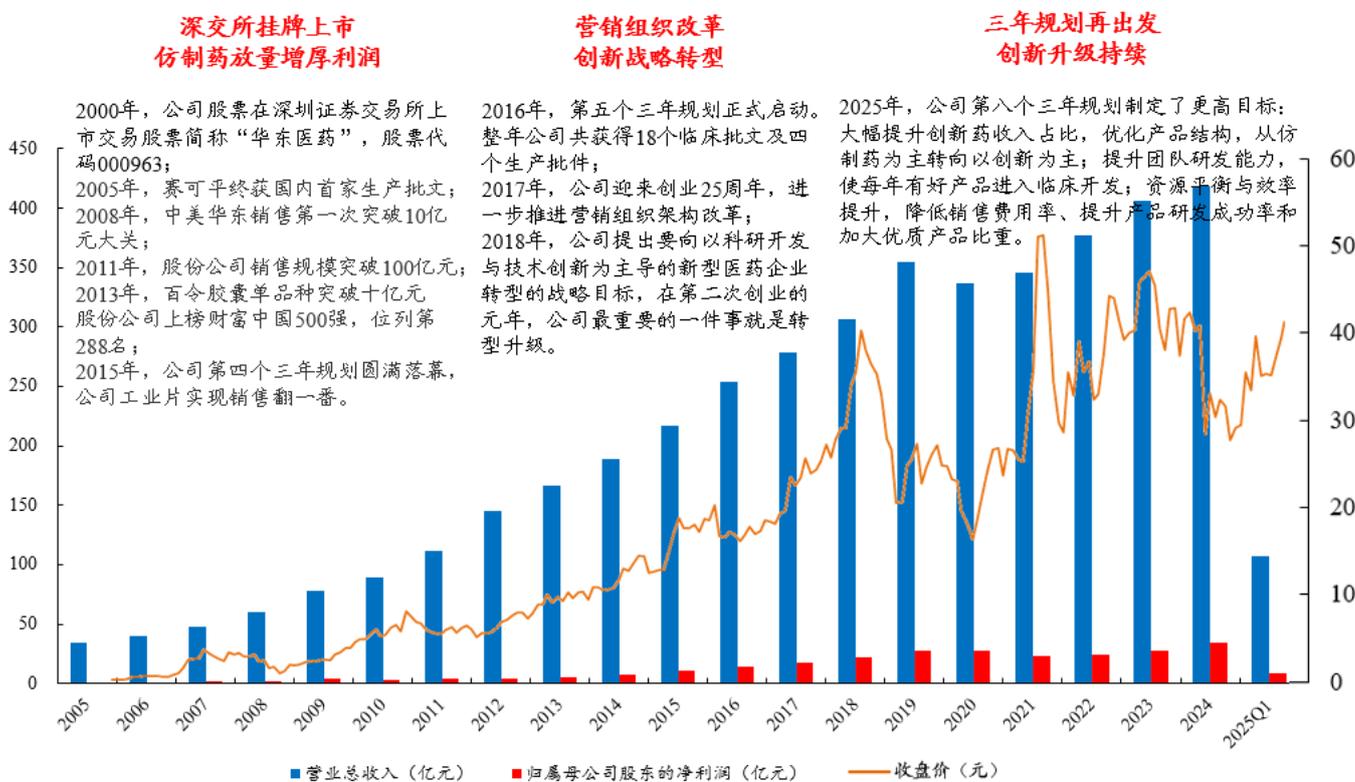
图 1： 华东医药聚焦慢病、肿瘤以及免疫等领域，从仿制向创新转变.....	4
图 2： 公司股权架构清晰，子公司业务明确.....	5
图 3： 公司近五年收入稳健增长.....	5
图 4： 公司近五年归母净利润呈上升趋势.....	5
图 5： 公司医美收入比例有所提升（收入占比图）.....	6
图 6： 公司制造业毛利占比较大（毛利占比图）.....	6
图 7： 公司近五年盈利能力保持稳定.....	6
图 8： 公司近五年销售费用率有所下降.....	6
图 9： 2020-2024 年公司研发支出逐年增加.....	7
图 10： 2024 年公司研发人员共计 1864 人.....	7
图 11： 公司糖尿病领域创新管线加速兑现.....	8
图 12： 围绕 GLP-1 靶点公司各项目有序推进.....	9
图 13： 公司自免领域多产品剂型全覆盖，创新管线顺利推进（截至 2025 年 4 月）.....	11
图 14： 公司聚焦实体瘤和血液瘤，HDM2005 临床 I 期已启动（截至 2025 年 04 月）.....	12
图 15： 高端医美产品全覆盖，国内外市场齐头并进.....	13
图 16： 全资子公司 Sinclair 积极拓展全球市场销售网络.....	14
图 17： 公司持续布局并推进医美产品海内外注册工作.....	15
图 18： 公司后续医美产品管线进展顺利.....	16
图 19： 公司医药商业板块业务经营稳健.....	17
表 1： 公司核心品种大多纳入集采，存量品种集采压力逐步出清.....	7
表 2： 浙江道尔生物有限公司在研的 DR10624 已进入临床 II 期.....	10

表 3: DR10624 能显著降低肝脏脂肪、降低血脂以及降低胰岛素抵抗	10
表 4: HDM2005 (靶点 ROR1) 用于治疗晚期恶性肿瘤, 目前已进入临床 I 期	13
表 5: 工业微生物各板块加快布局, 稳步推进	16
表 6: 基于关键假设预计公司各板块收入增速保持稳健	18
表 7: 与可比公司相比, 公司估值合理	19

1、华东医药：传统药企积极求变，创新管线有望迎来收获

华东医药聚焦慢病、肿瘤以及免疫等领域，从仿制向创新转变。华东医药股份有限公司创建于1993年，总部位于浙江杭州，于1999年12月在深圳证券交易所上市。历经30余年的发展，公司业务覆盖医药全产业链，拥有医药工业、医药商业、医美、工业微生物四大业务板块，已发展成为集医药研发、生产、经销为一体的大型综合性医药上市公司。2008年中美华东销售额首破10亿元；2011年股份公司整体销售规模突破百亿；2013年百令胶囊单品销售超十亿，同年首次入围《财富》中国500强（第288位）；2018年确立向科研创新驱动型药企转型的战略，不断优化产品结构，实现从仿制向创新方向转变。

图1：华东医药聚焦慢病、肿瘤以及免疫等领域，从仿制向创新转变

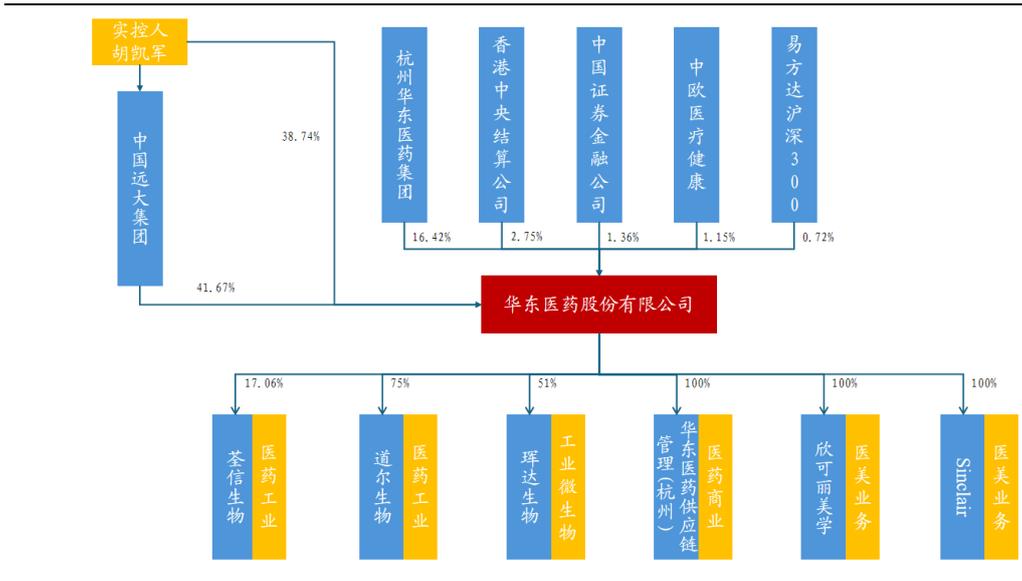


数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

1.1、股权架构清晰，子公司业务分工明确

华东医药股权架构清晰，通过全资、控股及战略合作形成协同效应。截至2025年5月，公司控股股东为中国远大集团，持股比例41.67%，实控人为胡凯军先生，第二大股东实控人为杭州国资委，持有16.42%股权。子公司业务分工明确，覆盖医药工业、医美、工业微生物及医药商业四大板块，核心业务聚焦创新药与医美的高增长领域。未来，公司将继续通过并购与自主研发，深化在ADC、GLP-1、合成生物学等赛道的布局，巩固行业领先地位。公司董事长兼任总经理吕梁先生于2010年加入华东医药股份有限公司，历任公司副总经理、总经理，于2019年6月至今任公司董事长。华东医药其余高管团队在公司内部积累了多年任职经验，且在药企管理以及医学事务方面拥有丰富的工作经历。

图2：公司股权架构清晰，子公司业务明确

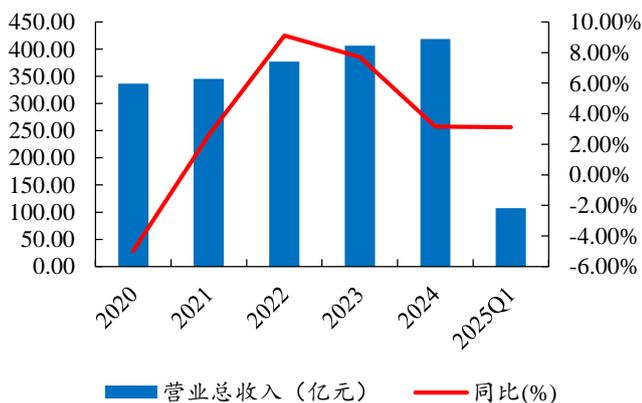


数据来源：Wind、开源证券研究所 截至 2025 年 5 月

1.2、公司业绩稳健增长，销售费用率稳中有降

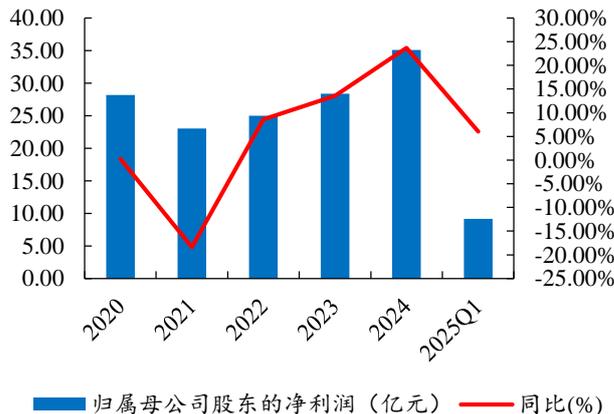
公司收入利润稳步增长，归母净利润呈上升趋势。公司近五年来业绩稳步提升，2024 年公司营业总收入 419.1 亿元，同比增长 3.12%，归母净利润 35.12 亿元，同比增长 23.72%。2025 年第一季度公司营业总收入 107.4 亿元，同比增长 3.12%，归母净利润 9.147 亿元，同比增长 6.06%。公司业绩稳健增长，且利润增速持续快于收入增速，核心业务盈利能力持续夯实。

图3：公司近五年收入稳健增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：公司近五年归母净利润呈上升趋势



数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司近年业务比例保持稳定，医美收入比例有所提升。公司近五年业务占比保持稳定，医药商业占比较大，2024 年收入医药商业板块营收 270.92 亿元，同比增长 0.41%，净利润 4.56 亿元，同比增长 5.58%；医药工业板块作为核心业务，2024 年销售收入（含 CSO 业务）达 138.11 亿元，同比增长 13.05%，核心产品销量增长，新产品推进顺利；近年医美业务占比稳步提升，2024 年公司医美板块受宏观环境影响营收略有下降，但国内欣可丽美学收入同比增长仍超过 8%。从毛利占比情况看，公司制造业毛利占比较大，2024 年毛利占比达到 73.70%，近年医美业务随着收入占

比增加而有所提升，2024年医美业务毛利占比为11.6%。

图5：公司医美收入比例有所提升（收入占比图）

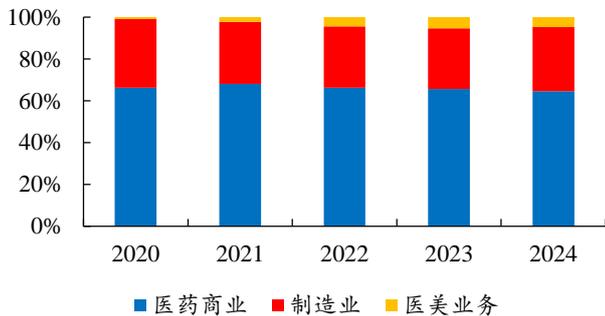
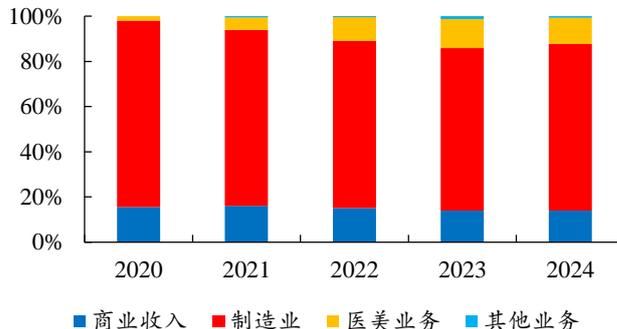


图6：公司制造业毛利占比较大（毛利占比图）



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

公司盈利指标稳健，销售费用率有所下降。公司毛利率和净利率略有上升趋势。2024年公司毛利率为33.21%，同比增长0.81pct，净利率8.34%，同比增长1.33pct，表明公司盈利能力有所提升。引进的多个创新药密集上市，自研GLP-1等产品管线也取得进展。同时，公司销售费用率有所下滑，2024年公司销售费用率为15.29%，同比减少1.07pct，2025年第一季度公司销售费用率为13.70%，说明公司在费用端控制较为合理。

图7：公司近五年盈利能力保持稳定

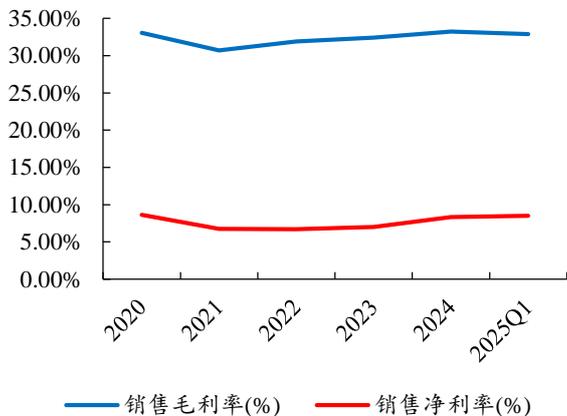
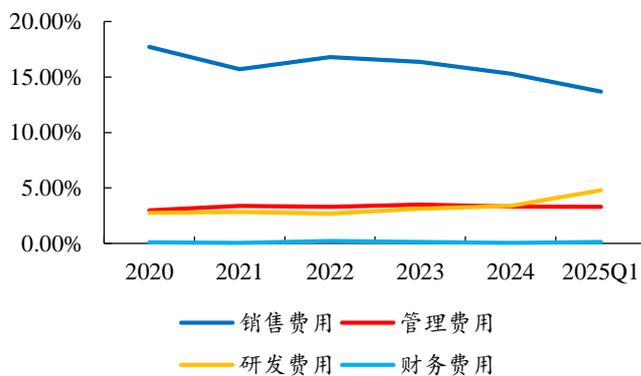


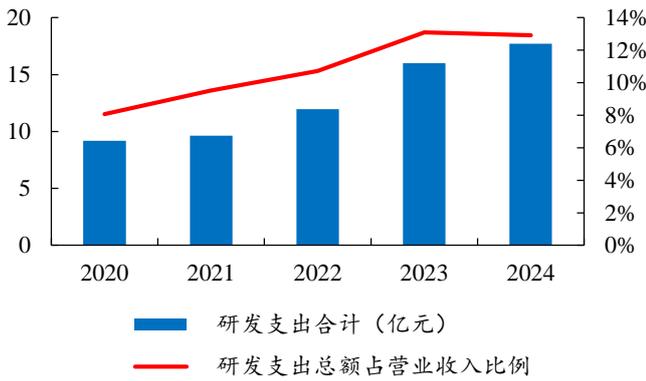
图8：公司近五年销售费用率有所下降



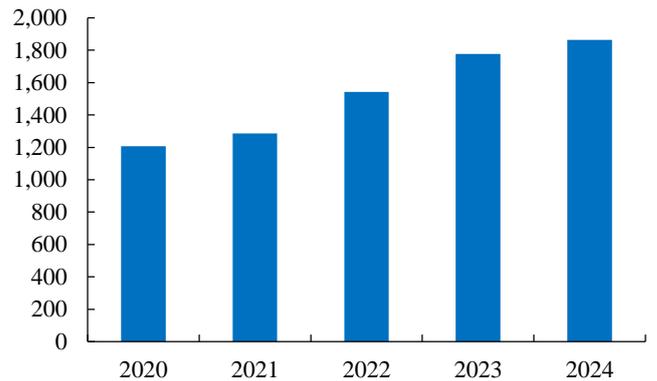
数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

此外，近年公司研发支出呈上升趋势。公司持续加码研发投入，计划将产品结构从仿制药向创新药主导转变。2024年公司研发投入（不含股权投资）17.7亿元，占营业收入12.91%，同比增长10.6%，2025年第一季度研发投入5.15亿元，同比增长82.99%。截至2025年02月，公司共拥有员工18000余人，创新研发团队超过330组，其中硕博占比60%。

图9：2020-2024 年公司研发支出逐年增加


数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2024 年公司研发人员共计 1864 人


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、四大业务板块快速发展，创新药和医美业务步入收获期

2.1、存量品种集采压力出清，创新产品逐步放量

公司核心品种大多纳入集采，存量品种集采压力逐步出清。2020 年，公司重磅品种阿卡波糖在第二批国家集采中过评未中标，集采失标结合产品降价影响导致产品收入发生波动。随着阿卡波糖片集采风险逐渐消化，其咀嚼片销售额稳步增长，阿卡波糖系列产品收入逐步恢复正轨。在近期批次集采中，公司集采品种大多均已中标，有望“以价换量”。2024 年 12 月，普瑞巴林口服溶液纳入第十轮全国集采，采购周期为 3 年；2022 年 07 月，吗替麦考酚酯胶囊、盐酸吡格列酮片、奥硝唑片等纳入第七轮全国集采。公司核心产品销量保持稳定增长，百令系列产品顺利完成全国中成药采购联盟集采续约，受百令胶囊新医保目录报销适应症扩大的积极因素影响，后续增长有望提速。目前公司集采压力基本出清，随着公司创新药管线的上市放量及医美、工业微生物等其他板块的发展，存量品种的集采影响将持续缩小。

表1：公司核心品种大多纳入集采，存量品种集采压力逐步出清

药品名称	规格	单位	转换比	最小规格中标价	中标时间	国家带量采购	采购量(万片/万袋/万支)	采购周期
普瑞巴林口服溶液	473ml:9.46g	盒	1	29.56	2024-12-30	第十轮全国集采	0.0244	3 年
吗替麦考酚酯胶囊	0.25g	盒	60	2.05	2022-07-18	第七轮全国集采		
盐酸吡格列酮片	15mg	盒	60	0.44	2022-07-18	第七轮全国集采		
奥硝唑片	0.5g	盒	24	0.35	2022-07-18	第七轮全国集采		
吗替麦考酚酯胶囊	0.25g	盒	60	2.05	2022-07-18	第七轮全国集采	294.8217	3 年
奥硝唑片	0.5g	盒	24	0.35	2022-07-18	第七轮全国集采	36.4265	3 年
注射用地西他滨	50mg	盒	1	400	2021-06-28	第五轮全国集采	0.0421	3 年
注射用泮托拉唑钠	40mg	盒	1	2.56	2021-02-08	第四轮全国集采	32.3177	1 年
多潘立酮片	10mg	盒	30	0.16	2020-08-24	第三轮全国集采	1187.76	2 年

药品名称	规格	单位	转换比	最小规格中标价	中标时间	国家带量采购	采购量(万片/万袋/万支)	采购周期
阿那曲唑片	1mg	盒	14	1.45	2020-08-24	第三轮全国集采	53.97	3年

数据来源: insight 数据库、开源证券研究所

2.2、创新药：聚焦内分泌、自免及肿瘤三大领域，创新管线持续兑现

公司创新研发聚焦肿瘤、内分泌及自身免疫三大核心治疗领域，通过自主研发、外部合作和产品授权引进（License-in）等方式，持续开发并形成了覆盖研发全周期的差异化创新产品管线。公司的自主研发创新能力持续进阶，创新药管线目前已经突破 80 项，管线数量处于国内医药行业第一梯队。公司在肿瘤、内分泌和自身免疫三大核心治疗领域均已全球首创新药(first-in-class)上市,并形成了 ADC、GLP-1、外用制剂三大特色产品矩阵,构筑差异化优势。公司近年 BD 交易进展较多。2024 年公司全资收购恒霸药业,与艺妙神州、惠升生物、荃信生物、澳宗生物、韩 IMB 等国内外优秀的生物制药企业合作,就 CD19 自体 CAR-T 产品 IM19 注射液、脯氨酸加格列净片惠优静®、伤科灵®、QX005N、依达拉奉片 TYP01 等产品达成战略合作,不断强化各治疗领域的创新药产品管线纵深布局。

2.2.1、内分泌及代谢：围绕 GLP-1 全方位布局，三靶产品临床数据优异

公司多年来深耕专科、慢病及特殊用药领域,具备良好的品牌效应和市场基础。公司现有及后续升级产品涵盖 α-糖苷酶抑制剂、DPP-4 抑制剂、SGLT-2 抑制剂、GLP-1 受体单靶点及长效多靶点激动剂、胰岛素及其类似物等多项临床主流靶点,已拥有小分子和生物药创新产品近 20 款。

图11：公司糖尿病领域创新管线加速兑现



资料来源: 公司投关资料

公司围绕 GLP-1 靶点，已构筑了包括口服片剂、注射剂在内的长效及多靶点全球创新药和生物类似药相结合的全方位和差异化的产品管线。公司自主研发的口服小分子 GLP-1 受体激动剂 HDM1002 (conveglipron)，于 2024 年 10 月获得体重管理适应症 II 期临床研究顶线结果，具有较好的减重效果，且安全性和耐受性良好。计划 2025 年 4 月完成体重管理适应症临床 III 期研究的首例受试者入组。此外，糖尿病适应症临床 II 期研究正在顺利开展中，预计 2025 年 Q3 获得顶线结果，并于 2025 年下半年进入 III 期临床研究。

HDM1005 是公司自主研发的 GLP-1R/GIPR 双靶点长效多肽类激动剂注射液，已在中国获批 2 型糖尿病及减重多个适应症的 IND。同时，用于体重管理、代谢相关脂肪性肝炎、“用于 OSA 合并肥胖或超重患者的治疗”和“用于 HFpEF 合并肥胖患者的治疗”四个适应症的美国 IND 申请均已获得 FDA 批准。该产品目前正在中国开展的 Ia 及 Ib 期临床试验中取得了积极结果，Ib 期研究将于 2025 年美国糖尿病协会 (ADA) 科学会议上进行口头报告。体重管理适应症 II 期临床试验正在进行中，已于 2025 年 4 月完成 II 期全部受试者入组，预计 2025 年 Q4 进入 III 期临床研究。此外，糖尿病适应症 II 期临床试验已于 2025 年 4 月完成首例受试者入组。

图12：围绕 GLP-1 靶点公司各项目有序推进



资料来源：公司投关资料

DR10624 是控股子公司浙江道尔生物科技有限公司在研的 FGF21R/GCGR/GLP-1R 三靶点激动剂注射液。目前，正在开展治疗合并肝纤维化高风险的代谢相关脂肪性肝病以及代谢合并酒精相关脂肪变性肝病 II 期临床研究，并于 2025 年 4 月完成首例受试者入组。与此同时，此前已启动的另一项 DR10624 治疗重度高甘油三酯血症的 II 期临床研究已完成全部患者入组，预计 2025 年第三季度获得揭盲后的顶线结果，以支持与 CDE 沟通未来开展 III 期临床研究。此外，DR10624 在新西兰开展的肥胖合并高甘油三酯血症的 I b/II a 期临床试验已完成，研究结果入选 2025 年欧洲肝脏研究协会年会 (EASLCongress2025) 的最新突破研究

(Latebreaker)。同时，DR10624 关于 2 型糖尿病和体重适应症的中国临床试验申请已获批。

表2: 浙江道尔生物有限公司在研的 DR10624 已进入临床 II 期

管线名称	剂型	企业名称	新药/仿制药	国产/进口	公示时间	当前阶段适应症	相关登记号
	注射剂	浙江道尔生物科技有限公司	生物制品新药	国产	2025-02-14	临床 II 期:代谢功能障碍相关脂肪性肝病	CTR20250525
DR10624	注射剂	浙江道尔生物科技有限公司	生物制品新药	国产	2025-02-14	临床 II 期:代谢功能障碍相关脂肪性肝病	CTR20250525
	注射剂	浙江道尔生物科技有限公司	生物制品新药	国产	2024-07-11	临床 II 期:高甘油三酯血症	CTR20242453

数据来源: insight 数据库、开源证券研究所

DR10624 是全球首创的靶向 FGFR1c/Klotho β (FGF21R)、GLP-1R 和 GCGR 的候选创新蛋白药物。在受试者中展现出优异的降低肝脏脂肪的药效, 治疗 12 周后, DR10624 的各剂量组的肝脏脂肪含量较基线相对降幅分别为 51.9%、77.8%、79.0% 和 75.8%, 显著高于安慰剂组的 26.3%。; 在受试者中展现出显著的降低血脂的药效, 第 12 周时, DR10624 各剂量组的甘油三酯较基线相对降幅分别为 31.32%、58.89%、70.16% 和 55.19%, 而安慰剂组仅为 6.94%; 在受试者中展现出较好的降低胰岛素抵抗的药效, 在第 12 周时, DR10624 的各剂量滴定组的受试者的 HOMA-IR 较基线相对变化分别为-42.7%和-35.9%, 而安慰剂组为+5.77%。

表3: DR10624 能显著降低肝脏脂肪、降低血脂以及降低胰岛素抵抗

组名 (人数)	试验组 1	试验组 2	试验组 3	试验组 4	对照组
干预药	DR10624	DR10624	DR10624	DR10624	安慰剂
给药方式	DR1062412.5mgweekly	DR1062425mgweekl	DR1062450mgweekl	DR1062475mgweekl	placeboweekly
(liverfat,12-week) 主要终点	-51.9%	-77.8%	-79.0%	-75.8%	-26.3%
(proportionofsubjectsachieving \geq 50%liverfatreduction,12-week) 次要终点	66.7%	88.9%	100.0%	85.7%	16.7%
TG(12-week) 次要终点	-31.3%	-58.9%	-70.2%	-55.2%	-6.9%
HOMA-IR(12-week) 次要终点			-42.7%	-35.9%	5.8%

数据来源: insight 数据库、开源证券研究所

2.2.2、自身免疫: 多产品剂型全覆盖, 创新管线顺利推进

多产品剂型全覆盖, 创新管线顺利推进。公司在自免疾病领域已拥有生物药和小分子创新产品 20 余款。公司从美国 Kiniksa 引进的全球创新产品注射用利纳西普, 用于治疗冷吡啉相关的周期性综合征 (CAPS) 和复发性心包炎 (RP) 适应症的中国

上市申请分别在 2024 年 11 月与 2024 年 12 月获批。公司与荃信生物合作的乌司奴单抗生物类似药 HDM3001 (QX001S) 用于治疗成年斑块状银屑病的中国上市申请于 2024 年 11 月获批。同时, 新增儿童斑块状银屑病适应症的补充申请于 2025 年 3 月获批。此外, 用于克罗恩病的上市许可申请和补充申请已于 2025 年 2 月获得受理。公司与荃信生物合作的创新药 HDM3016 (QX005N) 于 2024 年 5 月分别完成了 18 岁及以上结节性痒疹和青少年和成人中重度特应性皮炎 2 个适应症在中国的 III 期临床首例受试者入组, 并于 2025 年 3 月完成结节性痒疹 III 期研究全部受试者入组。公司与美国 Arcutis 合作的罗氟司特乳膏用于治疗 6 岁及以上患者的特应性皮炎、斑块状银屑病 2 个适应症的中国 IND 申请已于 2024 年 9 月获得批准, 并均于 2024 年 11 月在中国完成 III 期临床首例受试者入组。

图13: 公司自免领域多产品剂型全覆盖, 创新管线顺利推进 (截至 2025 年 4 月)

分类	适应症	在研产品	已获批产品
注射剂	银屑病及克罗恩病		赛乐信®
	类风湿关节炎	IMB101	恩利®
	特异性皮炎	QX005N、IMB102	
	结节性痒疹	QX005N	
	强直性脊柱炎		恩利®
	复发性心包炎		炎朵®
	炎症性肠病	HDM3018	
	系统性红斑狼疮	HDM3021	
外用制剂	银屑病	ZORYVE®乳膏 (0.3%)、Wynzora乳膏、ZORYVE®泡沫 (0.3%)	
	特异性皮炎	ZORYVE®乳膏 (0.15%)、ZORYVE®乳膏 (0.05%)	他克莫司软膏
	结节性痒疹及白癜风	HDM3010	
	脂溢性皮炎	ZORYVE®泡沫 (0.3%)	
口服	哮喘及特异性皮炎	HDM3017	
	慢性荨麻疹	HDM3023	
	移植免疫		他克莫司、吗替麦考酚酯、环孢素等
	银屑病及类风湿关节炎		尚杰®、环孢素
	特异性皮炎		环孢素
	强直性脊柱炎		尚杰®

资料来源: 公司投关材料

2.2.3、肿瘤: 聚焦实体瘤和血液瘤, HDM2005 临床 I 期已启动

肿瘤领域是公司医药工业重点发展的三大核心治疗领域之一。公司力争打造全球领先的肿瘤创新药研发平台, 通过药物早期研发的新靶点发现、筛选和验证, 建立了涵盖靶向小分子化药、ADC、抗体、PROTAC 等超过 30 项肿瘤创新药产品管线。

公司引进的全球首创 ADC 新药索米妥昔单抗注射液已于 2024 年 11 月获批上市, 适应症为适用于既往接受过 1-3 线系统性治疗的叶酸受体 α 阳性的铂类耐药的上皮

性卵巢癌、输卵管癌或原发性腹膜癌成年患者。公司 1 类新药迈华替尼片用于 EGFR 21 号外显子 L858R 置换突变的局部晚期或转移性非小细胞肺癌 (NSCLC) 患者的一线治疗的上市申请于 2024 年 5 月获得受理, 目前处于审评阶段。2024 年 12 月, 公司首个自主研发的小分子抗肿瘤药物 HPK-1 PROTAC (造血祖激酶 1 蛋白降解靶向嵌合体) HDM2006 片在晚期实体瘤患者中安全性、耐受性、有效性及药代动力学的 I 期临床研究在复旦大学附属肿瘤医院完成首例受试者入组及给药, 目前试验进展顺利。此外公司自主研发具特色创新靶点的 ADC 项目 HDM2020、HDM2012 和 HDM2017 均计划 2025 年 Q2/Q3 递交中国和美国的 IND 申请。

图14: 公司聚焦实体瘤和血液瘤, HDM2005 临床 I 期已启动 (截至 2025 年 04 月)

领域	适应症	在研产品	已获批产品
实体瘤	卵巢癌		爱拉赫®、派舒宁®
	非小细胞肺癌	迈华替尼片** (NDA/BLA)	
	肝细胞癌		淫羊藿素软胶囊*、注射用奥沙利铂
	乳腺癌		阿那曲唑片、来曲唑片
	结直肠癌		注射用奥沙利铂
	前列腺癌	HDM2031 (临床前)	
	实体瘤	HDM2005*** (I 期) HDM2006 (I 期) DR30206 (I 期) DR30303 (I 期) HDM2020 (IND研发) HDM2012 (IND研发) HDM2017 (IND研发)	
血液瘤	复发/难治性多发性骨髓瘤	HDM2027*** (IND)	赛恺泽®*
	复发/难治性B细胞淋巴瘤	HDM2005*** (I 期)	
	弥漫大B细胞淋巴瘤	HDM2005*** (IND)	
	非霍奇金淋巴瘤	IM19* (NDA/BLA)	
	骨髓增生异常综合征		注射用地西他滨

资料来源: 公司投关资料

HDM2005 是公司自主研发的靶向受体酪氨酸激酶样孤儿受体 1 (ROR1), 用于治疗晚期恶性肿瘤。在血液瘤中, B 细胞淋巴瘤因其高复发率, BTK 抑制剂耐药等, 仍有许多未满足的医疗需求。ROR1 在 B 细胞淋巴瘤中高表达, 促进肿瘤的存活和转移, 但在健康组织中表达极低, 是精准治疗的理想靶点。2024 年 8 月, 完成该产品的中国 I 期临床首例受试者入组。2025 年 2 月, 公司向 NMPA 递交本品联合 R-CHP 治疗既往未经系统性治疗的弥漫大 B 细胞淋巴瘤 (DLBCL) 的 IND 申请并获受理。2025 年 2 月, HDM2005 的套细胞淋巴瘤 (MCL) 适应症获得美国 FDA 孤儿药资格认定。2025 年 4 月, 本品联合 R-CHP 治疗既往未经系统性治疗的 DLBCL 的 IND 申请获得 NMPA 批准。其单药针对晚期血液瘤 I 期临床试验进行中; 单药针对晚期实

体瘤 I 期临床试验组长单位已启动，预计 2025 年 5 月份首例入组。

表4: HDM2005 (靶点 ROR1) 用于治疗晚期恶性肿瘤，目前已进入临床 I 期

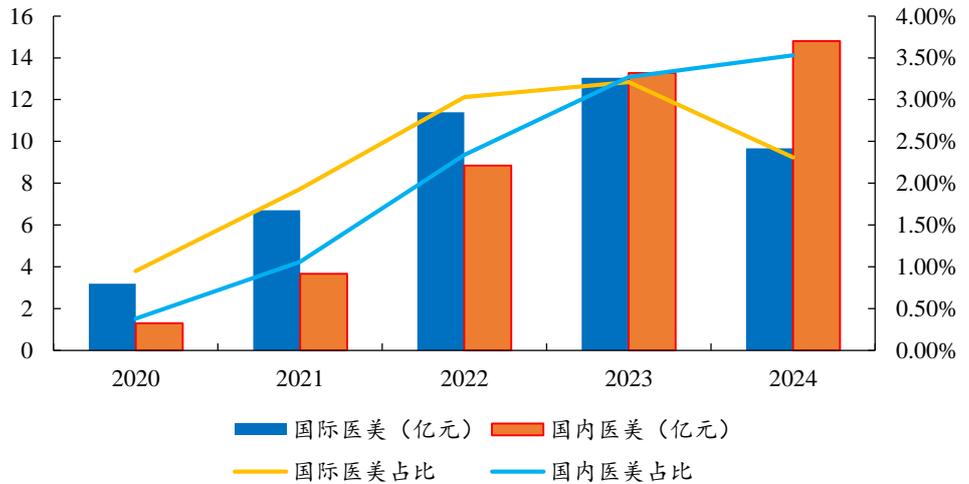
管线名称	剂型	企业名称	新药/仿制药	国产/进口	公示时间	当前阶段适应症	相关登记号
HDM2005	注射剂	杭州中美华东制药有限公司	生物制品新药	国产	2024-06-17	临床 I 期:B 细胞非霍奇金淋巴瘤	CTR20242207
	注射剂	杭州中美华东制药有限公司	生物制品新药	国产	2024-06-17	临床 I 期:实体瘤	CTR20242207,CTR20251137

数据来源: insight 数据库、开源证券研究所

2.3、医美业务：高端医美产品全覆盖，国内外市场齐头并进

公司覆盖无创+微创主流非手术类领域的高端国际化医美产品管线。截至 2025 年 04 月，公司已拥有“微创+无创”医美国际化高端产品 40 款，其中海内外已上市产品达 26 款，产品组合覆盖改善眉间纹、面部及身体填充、埋线、皮肤管理、身体塑形、脱毛、私密修复等非手术类主流医美领域，已形成综合化产品集群，产品数量和覆盖领域均居行业前列，行业国际影响力持续增强。公司医美营销网络已覆盖全球 80 多个国家和地区，并已搭建起超过 600 人的国内外专业化医美市场销售团队。

图15: 高端医美产品全覆盖，国内外市场齐头并进



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

公司通过收并购逐渐丰富高端医美产业。公司聚焦全球医美高端市场，以全资子公司英国 Sinclair 为全球医美业务运营平台，近年来通过收购国际能量源医美器械公司 High Tech 和 Viora，陆续引进 Pr é ime DermaFacial 多功能面部皮肤管理平台、KiOmed 系列壳聚糖医美产品、重组 A 型肉毒毒素 YY001 等多款产品，逐渐完善并丰富高端医美产业布局。

全资子公司英国 Sinclair 作为公司全球医美业务运营平台，积极拓展旗下医美注射填充类及 EBD 类产品的全球市场销售，受全球经济增长乏力及 EBD 业务内部调整和需求波动影响，2024 年收入约 9.67 亿元人民币，同比下降 25.81%，实现 EBITDA-1261 万英镑。国内医美全资子公司欣可丽美学 2024 年收入 11.39 亿元，同比增长 8.32%，盈利能力持续提升，对公司整体业绩增长持续带来重要贡献。

图16: 全资子公司 Sinclair 积极拓展全球市场销售网络


资料来源：公司投关资料

公司持续布局并推进医美产品海内外注册工作。海外方面，MaiLi®系列产品于2024年6月获得新加坡批准上市。新一代注射用皮肤填充产品KIO015预计2025年内获得欧盟CE认证。公司全部注射剂管线产品，包括再生材料(Ellansé®, Lanluma®)、玻尿酸填充剂(MaiLi®, Perfectha®)和埋线产品已在中东地区十余个市场完成注册及上市，EBD类核心产品Cooltech、Elysion及Primelase系列在中东市场的注册也在积极推进中，整体进度已过半。Ellansé®S型美国已获批开展临床，并完成项目启动和研究者的注射培训，进入受试者入组阶段。同时，公司还启动了MaiLi®在美国的注册工作。

国内方面，光学射频治疗仪芮颜琨®(V20)已于2024年9月获得NMPA批准上市；同系列的V30(射频+强脉冲光+Nd:YAG激光高端集成多功能平台机)也于2025年3月收到NMPA的注册受理通知。新型高端含利多卡因注射用透明质酸钠填充剂MaiLi®Precise(眶下凹陷适应症)已于2024年9月完成中国临床试验全部受试者的主要终点随访，目前正在进行安全性随访中；同系列的另一款填充剂MaiLi®Extreme(改善下颌轮廓适应症)已于2025年1月获批上市。Ellansé®伊妍仕®M型(改善颞部凹陷适应症)已于2025年1月获得NMPA注册受理通知。公司独家经销产品注射用重组A型肉毒毒素(研发代码:YY001)上市许可申请于2024年12月获NMPA受理。

图17: 公司持续布局并推进医美产品海内外注册工作



资料来源: 公司公告

图18：公司后续医美产品管线进展顺利

序号	类型	产品名称	用途	最新进度
1	注射剂	MaiLi Extreme透明质酸	改善下颌轮廓	2025年1月获得NMPA注册上市批准。
2	能量源设备	V20-射频, 光子	改善皱纹、红血丝、痤疮、脱毛等	2024年9月获批上市。
3	生美设备	Préime DermaFacial	面部皮肤管理	即将作为生美设备启动国内上市计划。
4	肉毒	YY001-重组肉毒	改善眉间纹	2024年12月完成BLA递交申请, 并获得NMPA受理通知。
5	注射剂	Ellanse-M 聚己内酯	改善颧部凹陷	2025年01月获得NMPA注册受理通知。
6	能量源设备	V30-射频, 光子, 激光	改善皱纹、红血丝、色素、痤疮、脱毛等	2025年03月已收到NMPA注册受理通知。
7	注射剂	MaiLi Precise 透明质酸	改善眶下凹陷	2024年09月完成主要终点随访, 目前正在安全性随访。
8	注射剂	LanlumaV 聚左旋乳酸	改善下颌缘	2024年11月完成全部受试者入组, 正在进行随访。
9	注射剂	Ellanse-S 新适应症	改善额部轮廓	2024年11月完成全部受试者入组, 正在进行随访。
10	注射剂	KI0015 壳聚糖-水光	改善面部皮肤状态	2024年12月取得组长单位伦理批件, 准备招募受试者。

资料来源：公司投关资料

2.4、工业微生物：持续推进四大方向战略布局，加快开拓国际市场

公司围绕 xRNA、特色原料药&中间体、大健康&生物材料、动物保健四大方向战略布局，具有覆盖菌种构建、代谢调控、酶催化、合成修饰、分离纯化等微生物工程技术各阶段的高水平能力。2021 年公司提出了工业微生物发展战略，形成了以中美华东工微研发、华东合成生物学产业技术研究院、琿达生物、琿益生物、琿信生物和生基材料为核心的研发集群，建设杭州祥符桥、钱塘新区、江苏九阳、湖北美琪、安徽美华、芜湖华仁、南农动药七大产业化基地。公司工业微生物研发团队研发人员中硕博占比 27%，已开展立项研发项目累计 393 项，包括 xRNA 原料 70 项（含子项目 237 个），特色原料药&中间体 88 项，大健康&生物材料 38 项，动物保健 30 项。

表5：工业微生物各板块加快布局，稳步推进

业务板块	子公司	项目进度
xRNA	琿信生物	已具备承接 mRNA 相关 CDMO 业务的能力，成功开发了数十种用于 mRNA 疫苗合成的酶原料和化学原料，创建了自研发酵、质粒制备、mRNA 原液生产、LNP 制剂的平台技术
	芜湖华仁	围绕核酸药物原料、递送系统、定制业务三个方向不断提升研发能力，已通过 ISO9001 体系认证，以 ICH 国际标准和 GMP 规范锻造品质，完成多项美国 DMF 注册（4 个）
大健康&生物材料	湖北美琪	聚焦骨骼健康、脑健康、抗氧化、个护医美、新型注射类药物材料进口替代等产业方向，打造自动化、标准化工业制造体系，目标定位 C 端产品市场
动物保健	南农动药	自研和外部引进合作方式，加强宠物治疗用创新产品的管线布局；结合宠物医疗保健终端客户的需求和行业发展趋势，打造了宠物电商“萌笛”品牌；将水产动保作为重点潜力领域，为终端养殖户提供从动保产品、病原菌检测、水体检测等更为全面的产品解决方案和服务支持

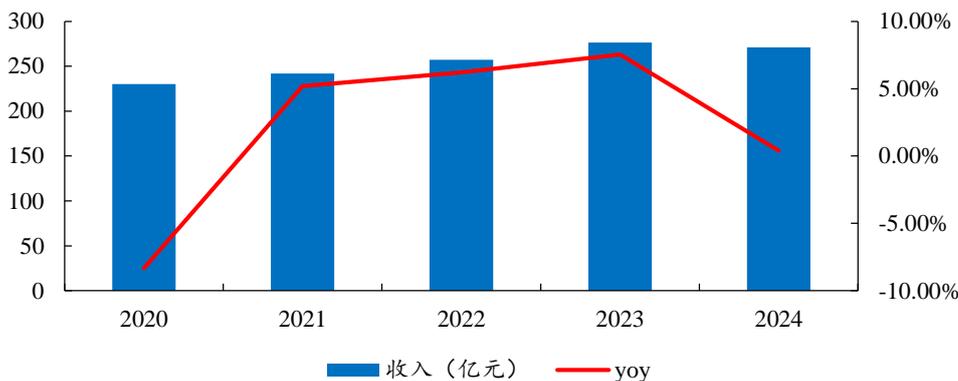
资料来源：公司公告、开源证券研究所

2.5、医药商业：经营稳健，持续创新强化核心竞争力

公司医药商业聚焦于药品、医疗器械、药材参茸饮片三大业务板块，并通过以“冷链、疫苗、特药”为特色的医药物流、自有品牌医药电商等创新业务强化核心

竞争力。公司业务规模及市场占有率持续保持浙江省内领先，已连续多年稳居中国医药商业药品批发企业十强。截至 2024 年 12 月，公司拥有浙北杭州、浙中金华、浙南温州三大自有医药物流中心，13 个物流仓库，总仓储面积超 19 万平方米。同时，公司院内市场与院外市场并举，业务拓展与运营提效并重，依靠内部主动调整和变化以应对外部的冲击和竞争，整体继续保持稳健发展，2024 年收入 270.92 亿元，同比增长 0.41%，实现净利润 4.56 亿元，同比增长 5.58%。

图19：公司医药商业板块业务经营稳健



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、盈利预测与投资建议

3.1、关键假设

医药工业：公司聚焦内分泌、肿瘤、自身免疫三大领域，核心子公司中美华东贡献主要利润，重点产品包括利拉鲁肽、CAR-T 产品泽沃基奥仑赛注射液等，创新药管线超 80 项，覆盖小分子、ADC、多抗等多种形式。随着集采产品逐步出清，公司创新管线步入收获期，因此我们预计医药工业板块 2025-2027 年增速分别为 15.0%、15.0%、15.50%；

医药商业：公司医药商业板块业务拓展与运营提效并重，多元化拓展药品、医疗器械、中药饮片、非药商品等业务形态，为公司整体提供稳定现金流。2024 年，公司已扩建完成冷库四期，重点强化疫苗、生物制品等高价值药品配送能力，我们认为医药商业板块有望稳健发展，预计 2025-2027 年该板块收入增速分别为 1%、1.5%、1.5%；

医美业务：公司不断完善国际化医美产品管线，随着 Ellansé®伊妍仕®M 型和注射用重组 A 型肉毒毒素陆续获批叠加存量产品持续贡献收入，我们预计公司医美业务核心竞争力有望稳步提升，因此我们预计医美业务 2025-2027 年增速分别为 5.0%、3.0%、3.0%；

工业微生物：公司持续推进 xRNA、特色原料药&中间体、大健康&生物材料、动物保健四大方向战略布局，整体销售趋势持续向好。目前，公司 ADC 毒素创新业务板块已完成系列产品布局，已签订多个 ADC 小分子 CDMO 项目，多肽业务也已完成整体规划布局，我们预计该板块有望保持较快增长，预计工业微生物板块 2025-2027 年增速分别为 40.00%、40.00%、40.00%。

表6：基于关键假设预计公司各板块收入增速保持稳健

华东医药[000963.SZ]- (单位：百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	40623.78	41905.71	44683.27	47947.54	51828.11
同比(%)	7.71%	3.16%	6.63%	7.31%	8.09%
毛利	13162.10	13916.89	15030.36	16696.53	18324.16
同比(%)	9.40%	5.73%	8.00%	11.09%	9.75%
销售毛利率(%)	32.40%	33.21%	33.64%	34.82%	35.36%
按业务区分					
1 医药工业					
收入	12217.00	13811.00	15882.65	18265.05	21096.13
同比	8.65%	13.05%	15.00%	15.00%	15.50%
毛利			11435.51	13150.83	14767.29
毛利率			72.00%	72.00%	70.00%
2 医药商业					
收入	27641.10	27092.00	27362.92	27773.36	28189.96
同比	7.53%	0.41%	1.00%	1.50%	1.50%
毛利	1928.12	2078.64	1641.78	1388.67	1127.60
毛利率	6.98%	7.80%	6.00%	5.00%	4.00%
3 医美业务					
收入	2447.08	2326.00	2442.30	2515.57	2591.04
同比	27.79%	-4.94%	5.00%	3.00%	3.00%
毛利			1465.38	1484.19	1502.80
毛利率			60.00%	59.00%	58.00%
4 工业微生物					
收入	525.00	711.00	995.40	1393.56	1950.98
同比	20.67%	43.12%	40.00%	40.00%	40.00%
毛利			497.70	682.84	936.47
毛利率			50.00%	49.00%	48.00%

数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、盈利预测与估值

华东医药业务涵盖医药工业、医药商业、医美、工业微生物四大板块。在医药工业领域，公司拥有国内最全的糖尿病产品线，吡格列酮二甲双胍片、二甲双胍恩格列净片和阿卡波糖片等核心产品优势明显，创新药利拉鲁肽注射液已获批上市。公司的医美板块逐步进行“全球化”布局，已形成差异化透明质酸钠全产品组合，核心产品遍布全球。工业微生物现阶段的核心任务是国际市场开拓，各业务单元均保持较快增长，整体销售趋势持续向好。医药商业多元化拓展药品、医疗器械、中药饮片、非药商品等业务形态，加快零售与CSO服务升级，强化供应链升级和数字化转型两大支撑动力。

可比公司估值看，我们选取丽珠集团、复星药业、恒瑞医药 3 家可比公司，主要基于 3 家公司目前业务结构都是以仿制药和创新药相结合，类似华东医药当前的发展模式。公司 2025 年预计 PE (16.3) 明显低于可比公司平均，具有较高性价比。

我们看好公司发展，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 15.6 亿元、16.1 亿元以及 17.4 亿元，EPS 分别为 2.32、2.69、3.16 元，当前股价对应 PE 分别为 16.3、14.0 以及 11.9 倍，维持“买入”评级。

表7：与可比公司相比，公司估值合理

证券代码	证券简称	评级	收盘价	归母净利润增速 (%)				PE (倍)			
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
000513.SZ	丽珠集团	买入	36.40	5.5	10.4	10.8	11.1	15.7	14.2	12.8	11.5
600196.SH	复星医药	未评级	25.37	16.1	17.8	17.4	12.1	24.0	20.8	17.7	15.8
600276.SH	恒瑞医药	未评级	54.74	47.3	11.5	15.2	16.2	46.2	51.2	44.4	38.2
可比公司平均								28.6	28.7	25.0	21.8
000963.SZ	华东医药	买入	44.70	23.7	15.6	16.1	17.4	18.8	16.3	14.0	11.9

数据来源：Wind、开源证券研究所 其中丽珠集团、华东医药来自开源证券研究所，其余为 Wind 一致预测，收盘价截至 2025 年 5 月 30 日

4、风险提示

临床研发失败风险、竞争格局恶化风险、销售不及预期风险等。

(1) 临床研发失败风险：创新药研发具有较大不确定性，II 期到 III 期阶段因为疗效不及预期而失败的比例较高，III 期由于受试者的数量增多，以及临床试验过程中的影响因素增多，可能导致临床数据不及 II 期而研发失败。

(2) 竞争格局恶化风险：公司核心布局产品虽然进度较为领先，但临床上已有竞争对手布局，存在未来竞争格局恶化风险。

(3) 销售不及预期风险：产品销售受到本身特性、竞争格局、销售队伍、行业发展等多方面因素影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	18497	21052	17708	22130	27192
现金	4663	5276	10458	14166	19085
应收票据及应收账款	7462	8436	0	0	0
其他应收款	291	403	337	457	401
预付账款	279	400	324	453	387
存货	4290	4776	4829	5294	5559
其他流动资产	1511	1760	1760	1760	1760
非流动资产	15013	16827	16877	17007	17101
长期投资	1536	1544	1445	1333	1220
固定资产	4140	4422	4432	4440	4455
无形资产	3326	4678	4916	5221	5468
其他非流动资产	6010	6183	6085	6013	5959
资产总计	33509	37879	34586	39137	44294
流动负债	10803	13794	6412	6732	6847
短期借款	822	2312	2312	2312	2312
应付票据及应付账款	6102	7044	0	0	0
其他流动负债	3878	4437	4099	4419	4535
非流动负债	1124	521	522	525	527
长期借款	521	14	15	19	20
其他非流动负债	604	507	507	507	507
负债合计	11927	14315	6934	7257	7374
少数股东权益	535	504	531	551	563
股本	1754	1754	1754	1754	1754
资本公积	2446	2551	2551	2551	2551
留存收益	16972	18852	22141	25980	30498
归属母公司股东权益	21048	23060	27121	31329	36357
负债和股东权益	33509	37879	34586	39137	44294

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3929	3749	6487	5245	6416
净利润	2846	3494	4088	4737	5549
折旧摊销	737	774	860	954	1064
财务费用	51	22	-72	-204	-331
投资损失	220	129	147	159	164
营运资金变动	-70	-912	1406	-470	-113
其他经营现金流	144	242	57	67	84
投资活动现金流	-1751	-2170	-1052	-1236	-1322
资本支出	1607	1728	1009	1196	1271
长期投资	-219	-68	99	112	113
其他投资现金流	75	-374	-141	-152	-164
筹资活动现金流	-1393	-750	-254	-300	-175
短期借款	-125	1490	0	0	0
长期借款	-531	-506	1	3	1
普通股增加	0	-0	0	0	0
资本公积增加	68	104	0	0	0
其他筹资现金流	-806	-1837	-255	-303	-176
现金净增加额	791	782	5181	3708	4919

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	40624	41906	44683	47948	51828
营业成本	27462	27989	29653	31251	33504
营业税金及附加	233	251	250	274	298
营业费用	6645	6409	6881	7528	8033
管理费用	1420	1397	1430	1630	1658
研发费用	1271	1426	1519	1630	1814
财务费用	51	22	-72	-204	-331
资产减值损失	-7	-41	0	0	0
其他收益	172	200	160	156	172
公允价值变动收益	-14	0	4	5	-1
投资净收益	-220	-129	-147	-159	-164
资产处置收益	4	-5	2	2	1
营业利润	3453	4325	4978	5768	6775
营业外收入	51	88	37	46	55
营业外支出	37	111	54	60	66
利润总额	3466	4302	4961	5753	6765
所得税	620	807	873	1017	1216
净利润	2846	3494	4088	4737	5549
少数股东损益	8	-18	27	21	12
归属母公司净利润	2839	3512	4061	4716	5537
EBITDA	4148	5058	5727	6480	7471
EPS(元)	1.62	2.00	2.32	2.69	3.16

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	7.7	3.2	6.6	7.3	8.1
营业利润(%)	12.8	25.2	15.1	15.9	17.5
归属于母公司净利润(%)	13.6	23.7	15.6	16.1	17.4
获利能力					
毛利率(%)	32.4	33.2	33.6	34.8	35.4
净利率(%)	7.0	8.4	9.1	9.8	10.7
ROE(%)	13.2	14.8	14.8	14.9	15.0
ROIC(%)	12.1	13.4	13.5	13.4	13.5
偿债能力					
资产负债率(%)	35.6	37.8	20.0	18.5	16.6
净负债比率(%)	-12.2	-10.2	-28.6	-36.5	-44.8
流动比率	1.7	1.5	2.8	3.3	4.0
速动比率	1.3	1.1	1.9	2.4	3.1
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.2	1.2	1.3	1.2
应收账款周转率	5.5	5.3	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	5.9	6.3	13.3	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.62	2.00	2.32	2.69	3.16
每股经营现金流(最新摊薄)	2.24	2.14	3.70	2.99	3.66
每股净资产(最新摊薄)	12.00	13.15	15.46	17.86	20.73
估值比率					
P/E	23.3	18.8	16.3	14.0	11.9
P/B	3.1	2.9	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	15.4	12.7	10.2	8.5	6.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

20/22

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn