

# 四环医药 (00460.HK)

买入 (首次评级)

## 跨越制药边界，成就美与创新

### 投资要点:

- 以制药企业的严谨与创新，打造中国领先医美及生物制药企业。

四环医药坚持“医美+创新药”的双轮驱动战略，成功实现转型升级。旗下拥有漾颜实验室、轩竹生物、惠升生物、澳合研究院等四大自主研发平台，聚焦医美、肿瘤、代谢、糖尿病、心脑血管等治疗领域。2021年独家代理的韩国肉毒素产品乐提葆上市销售，标志医美版图的正式落地。成长至2024年，公司整体收入规模已达19.0亿元，毛利率水平约65.3%，在手现金及等价物达35.2亿元。

- 医美业务表现高增，核心单品依托平台渠道放量。

医美企业的核心壁垒在于优质管线（底层研发能力）+B2B2C渠道的管理（商业化能力）。四环医药已通过自研+BD模式构建60余款产品矩阵，覆盖玻尿酸、肉毒素、再生针剂、光电设备、皮肤管理等医美全品类。核心单品乐提葆肉毒素具备极强的弥散度等注射效果，背靠优质医美平台资源，已覆盖全国370+城6200+家医美机构。铂安润玻尿酸、Sylfirm X双波射频、嘉乐妍等童颜水光已上市销售，2025年4月少女针、童颜针产品相继获批，共同构建医美产品矩阵。2024年医美板块已实现收入7.4亿元，同增65.4%，未来有望持续发力，贡献业绩增量。

- 业绩包袱逐步出清，仿制药业务触底企稳。

公司2024年实现收入19.0亿元，亏损2.2亿元，仿制药业务受国家集采政策影响有所走低，亏损主要系创新药中后期研发开支以及子公司轩竹生物授予股权激励所产生的一次性费用影响。四环医药自2022年起已宣布出售部分由于受到医药行业及政策变化影响而未达到业绩预期或不符合公司长期战略目标的仿制药及其他非核心传统医药业务资产，至2024年公司仿制药业务收入已降至11.0亿元，我们认为前期受集采影响已基本体现，业务有望进入触底企稳阶段。

- 创新药放量在即，关注管线商业化兑现。

四环医药顺应产业升级趋势，致力以创新获得商业附加值，经历前期多年研发积淀，创新药板块已有安奈拉唑钠及国产第二款SGLT-2惠优静创新药等产品上市，2025年5月针对乳腺癌的国家1类创新药吡西利片获批，填补国内CDK4/6抑制剂单药治疗空白。旗下子公司轩竹生物储备多款在研创新药产品，后续上市有望贡献业绩增量，可持续关注商业化兑现进度。

- 盈利预测与投资建议

我们预计公司2025-2027年实现营收23.2/32.4/43.7亿元，预计增速为22%/40%/35%，归母净利润为0.6/4.6/6.9亿元，公司对应2026年业绩PE为22倍。我们选取医美、仿制药和创新药赛道的代表性公司作为估值参考，首次覆盖给予“买入”评级。

- 风险提示

新品研发和注册风险；产品销售推广不及预期；医药政策影响

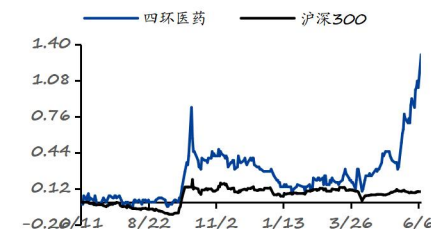
财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入(百万元)	1,861	1,901	2,319	3,240	4,366
增长率	-15%	2%	22%	40%	35%
净利润(百万元)	-54	-217	63	461	691
增长率	97%	-301%	129%	630%	50%
EPS(元/股)	-0.01	-0.02	0.01	0.05	0.07
市盈率(P/E)	-186.6	-46.5	159.7	21.9	14.6
市净率(P/B)	2.3	2.3	2.4	2.2	2.0

数据来源：公司公告、华福证券研究所

### 基本数据

日期	2025-06-09
收盘价:	1.18 港元
总股本/流通股本(百万股)	9,330.00/9,213.58
流通市值(百万港元)	10,872.03
每股净资产(港元)	0.51
资产负债率(%)	53.00
一年内最高/最低价(港元)	1.20/0.50

### 一年内股价相对走势



### 团队成员

分析师: 高兴(S0210522110002)  
GX3970@hfzq.com.cn  
分析师: 张望(S0210525020002)  
zw30731@hfzq.com.cn

### 相关报告



## 正文目录

1 四环医药：医药为本，医美为翼	3
1.1 从医药到医美，持续突破与转型	3
1.2 股权结构较集中，实控人均为医药背景	4
1.3 医美业绩强势增长，3.0 战略加速落地	4
2 医美行业空间广阔，长期成长价值丰厚	5
3 创新产品矩阵不断丰富，全国销售网络持续扩充	7
3.1 核心逻辑：优质资产触底，医美与医药双增驱动	7
3.2 医美产品矩阵丰富，医美营销战略 3.0 版本成效显著	8
3.3 创新药加速商业化进程与落地	11
3.4 仿制药业务提供稳定现金流，支撑公司转型升级	13
4 盈利预测与投资建议	15
4.1 盈利预测	15
4.2 投资建议	16
5 风险提示	17

## 图表目录

图表 1: 公司发展历程	3
图表 2: 近年来受政策影响营收承压	4
图表 3: 四环医药净利润规模 (亿元)	4
图表 4: 四环医药分板块收入 (百万元)	5
图表 5: 四环医药分板块溢利 (百万元)	5
图表 6: 四环医药毛净利率水平 (%)	5
图表 7: 四环医药现金及等价物 (亿元)	5
图表 8: 中国医疗美容市场规模 (按服务收入为口径, 单位: 亿元)	6
图表 9: 2020 年各国每千人医美治疗次数 (单位: 次)	6
图表 10: 2021 年我国医美消费者按年龄段划分情况	7
图表 11: 2021 年我国医美消费者分年龄段渗透率	7
图表 12: 医美产品矩阵不断丰富, 优势突出	9
图表 13: 四环医药医美管线储备与上市情况 (截至 2024 年报)	10
图表 14: 轩竹生物旗下管线研发进度 (截至 2025 年 2 月 28 日)	12
图表 15: 惠升生物旗下管线研发进度 (截至 2025 年 2 月 28 日)	13
图表 16: 公司业绩拆分预测表	16
图表 17: 可比公司估值表 (截至 2025 年 6 月 9 日)	16
图表 18: 财务预测摘要	18



## 1 四环医药：医药为本，医美为翼

### 1.1 从医药到医美，持续突破与转型

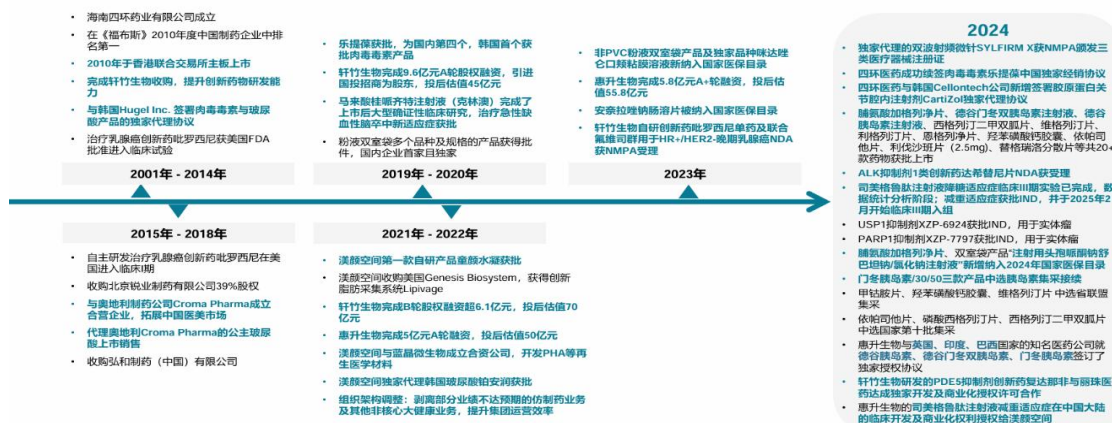
四环医药成立于2001年，是一家坚持创新驱动，拥有独立领先的自主生产、研发平台，具备丰富的全球化产品管线和成熟销售体系的国际化医美及生物制药企业。公司聚焦医美、肿瘤、代谢、糖尿病、心脑血管等高增长治疗领域，坚持推进医美和生物制药的双轮驱动策略，打造中国领先的医美和生物制药公司。

公司于2010年香港主板上市后迎来快速发展，于2012年起向创新药研发型企业进行转型发展，目前通过“医美+创新药”双轮驱动战略成功实现从仿制药企业向医美及生物医药领先企业的转型。同年公司完成轩竹生物收购，提升创新药物研发能力，并在2014年与韩国Hugel签署肉毒毒素和玻尿酸的独家代理协议，并布局糖尿病领域，在2019年成立惠升生物。

2021年公司推进医美业务发展，独家代理的韩国肉毒毒素产品乐提葆上市销售，自主研发的童颜水光（嘉乐妍）获医疗器械生产许可。2022年独家代理的韩国玻尿酸产品铂安润获三类医疗器械注册证，同期获得瑞士水光针CELLBOOSTER在中国大陆及港澳台地区的独家代理权，以及韩国SYLFIRM X™双波射频微针产品在中国大陆及港澳地区的独家代理权（于2024年获批上市）。2023年轩竹生物自主研发的1类创新药PPI抑制剂安奈拉唑钠肠溶片获批上市。2023年惠升生物研发的门冬/门冬30/门冬50胰岛素注射液获药品注册批件，研发的1类创新药SGLT-2抑制剂脯氨酸加格列净片在2024年1月获药品注册批件，并于年内纳入国家医保目录（2024年）及《中国糖尿病防治指南（2024版）》。

2025年进入管线密集获批期，前期研发成果逐步显现。在医美板块，于2025年4月公司旗下自研产品少女针、童颜针相继获得国家药监局III类医疗器械批证，医美管线进一步丰富。同年5月，针对乳腺癌的国家1类创新药吡西利片获批，填补国内CDK4/6抑制剂单药治疗空白，创新药产品上市有望增强板块盈利能力。

图表 1: 公司发展历程



数据来源：公司2024年度业绩简报、华福证券研究所

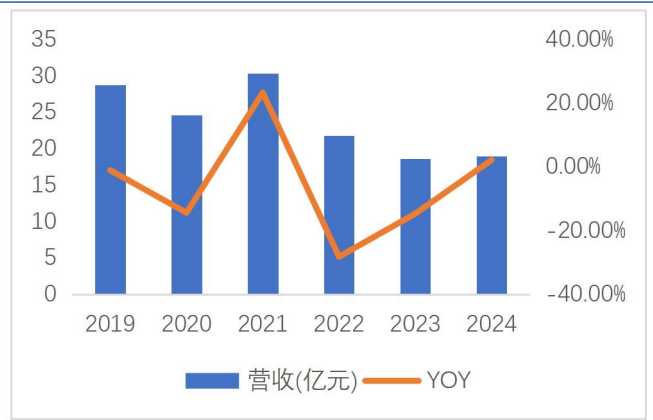
### 1.2 股权结构较集中，实控人均为医药背景

股权结构较为集中，实控人和高管均为医药专业背景。截止 2024 年 12 月底，公司的实际控制人为车冯升医生、郭维城医生等四位联合创始人，共持股超过 55%。车冯升医生任集团董事长，负责公司的整体战略、业务发展、研发和生产、以及企业融资及投资并购，拥有逾八年医生/神经科医生执业经验，并在药品的销售及行销以及医药公司管理方面拥有逾二十年经验。郭维城医生任公司 CEO，负责公司的公司营运、产品进销存和业务拓展，拥有逾四年经验的外科医生执业经验，并在药品销售及行销方面拥有逾二十年经验。

### 1.3 医美业绩强势增长，3.0 战略加速落地

公司近年来受医保控费、带量采购、重点监控目录等行业政策影响，仿制药营收规模有所下滑，2019 年有部分药物被纳入第一批国家药品重点监控目录，当年计提 28.4 亿商誉减值导致净利润亏损 27.53 亿，2021 年随着集采政策落地，且公司推进医美和生物制药双轮驱动策略，且肉毒毒素销售收入可观，营收和利润端均趋于好转。2022 年因为重点监控目录品种销售收入下降和新冠疫情影响，公司同时在加大研发力度，业绩承压，2023 年营收延续承压，利润端亏损收窄。2024 年公司实现收入 19.0 亿元，同比增长 2.2%，近两年内首次实现正增长，集团经营亏损为 1.38 亿元，其中以股份为基础的付款为 4.18 亿元，剔除轩竹生物授出的激励股份影响后，集团经营利润与去年基本持平，已进入经营改善拐点。

图表 2: 近年来受政策影响营收承压



数据来源: WIND、公司公告、华福证券研究所

图表 3: 四环医药净利润规模 (亿元)



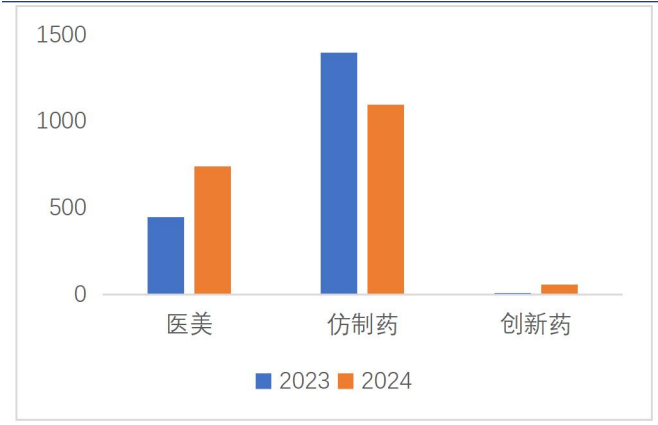
数据来源: WIND、公司公告、华福证券研究所

分业务看，2024 年：1) 医美业务：收入达 7.44 亿元，同比提升 65.4%，主要系医美产品获市场高度认可叠加新品上市销售，医美板块收入大幅增长。2) 仿制药：由于医药行业集采与公司部分产品纳入重点监控目录影响，公司仿制药整体平均价格和销量年内有所下滑，2024 年实现收入 10.99 亿元，同比下滑 21.4%。3) 创新药：轩竹旗下新药安奈拉唑钠于 2023 年下半年上市销售，至 2024 年创新药板块收入达 0.58



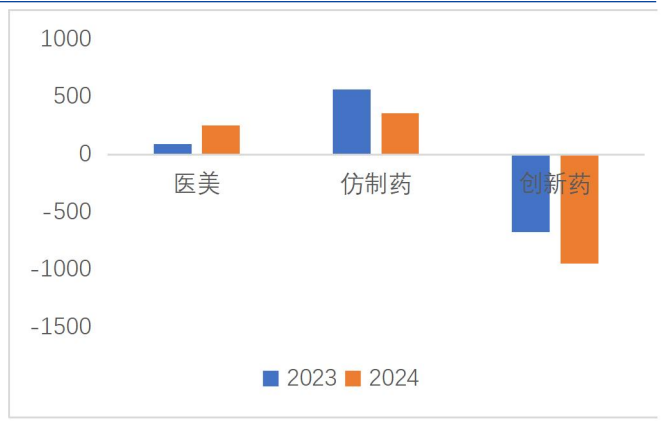
亿元，同比增长 388.1%。

图表 4: 四环医药分板块收入 (百万元)



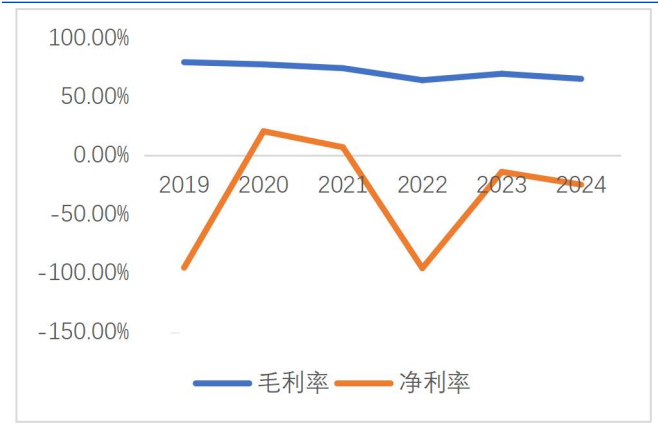
数据来源: 公司 2024 年度业绩简报、华福证券研究所

图表 5: 四环医药分板块溢利 (百万元)



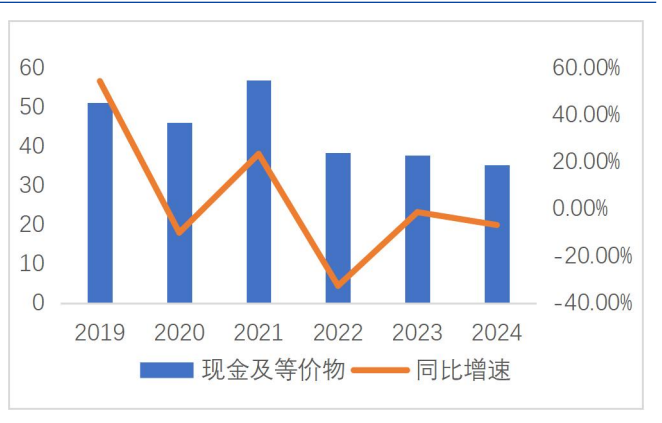
数据来源: 公司 2024 年度业绩简报、华福证券研究所

图表 6: 四环医药毛净利率水平 (%)



数据来源: ifind、公司公告、华福证券研究所

图表 7: 四环医药现金及等价物 (亿元)

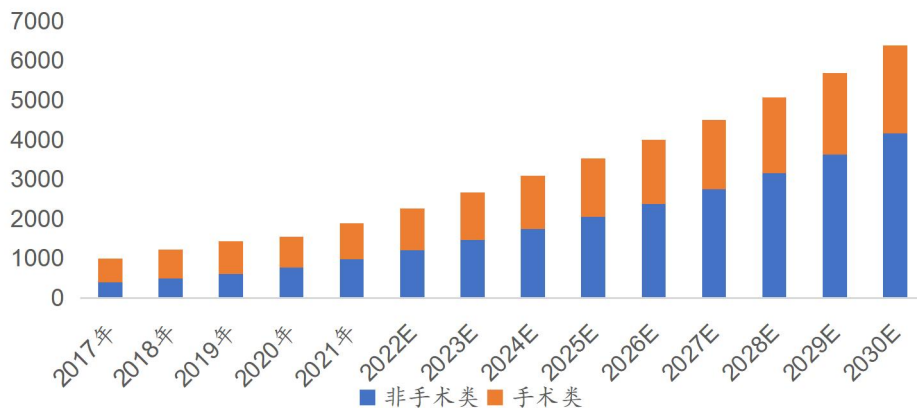


数据来源: ifind、公司公告、华福证券研究所

## 2 医美行业空间广阔，长期成长价值丰厚

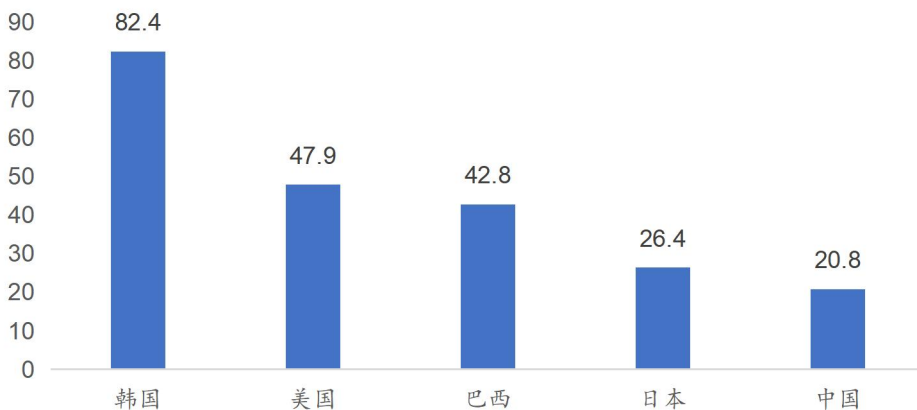
受益于社会经济发展与审美观念转变，我国医美行业市场规模持续扩张。根据爱美客港股招股书中的弗若斯特沙利文数据，按服务收入计中国医疗美容市场的市场规模自 2017 年的人民币 993 亿元增至 2021 年的人民币 1,891 亿元，年复合增长率为 17.5%，且其预计于 2030 年将达到人民币 6,382 亿元，2021-2030 年复合增长率为 14.5%，高于全球医疗美容市场 10.9% 的复合增速。

其中，非手术类医美（即轻医美）具有安全性高、单次价格低、恢复期短、更便捷的优点，因此越来越受到国内消费者的喜爱。我国非手术类医美市场规模已从 2017 年的 401 亿元增长至 2021 年的 977 亿元，据爱美客港股招股书中的弗若斯特沙利文数据预测，至 2030 年轻医美市场将达到 4157 亿元的规模。


**图表 8: 中国医疗美容市场规模 (按服务收入为口径, 单位: 亿元)**


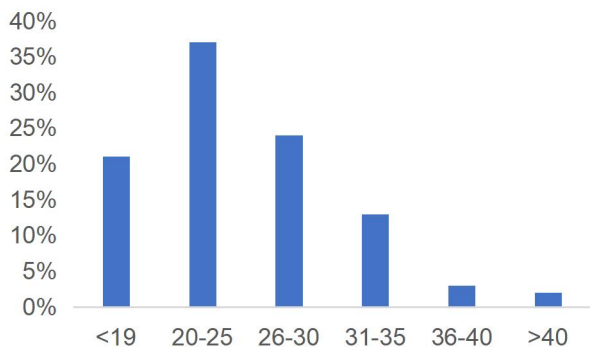
数据来源: 爱美客港股招股书、弗若斯特沙利文 (经参考中国卫生健康统计年鉴, 中国整形美容协会及年报), 华福证券研究所

我国医美渗透率显著低于其他国家。按每千人进行的医疗美容治疗次数计, 至 2020 年中国每千人医美治疗次数为 20.8 次, 远低于韩国、美国和巴西等国, 和其他国家相比, 中国的医美渗透率仍具备较大提升空间。

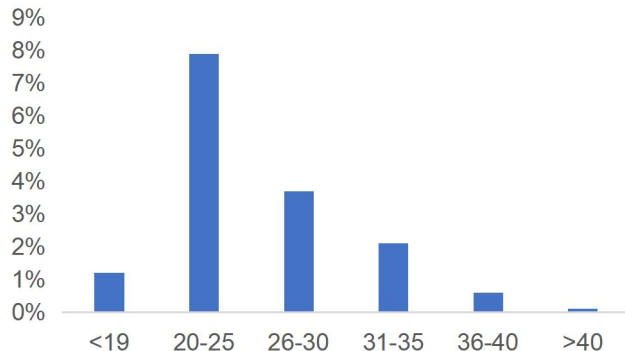
**图表 9: 2020 年各国每千人医美治疗次数 (单位: 次)**


数据来源: 爱美客港股招股书、弗若斯特沙利文 (经参考国际美容整形外科学会、美国美容整形外科学会及世界银行), 华福证券研究所

我国医美消费年龄段集中在 20-35 岁。2021 年, 我国年龄在 20-35 岁的医美消费者占比为 74%, 比重较大。根据爱美客港股招股书中的 Frost&Sullivan 数据, 自 2021 年至 2026 年, 25 岁以下消费者人数预计将以 16.5% 的年复合增长率增长, 主要原因为: (1) 年轻一代对抗衰老和相关早期措施的重要性有较强认识; (2) 受益于医疗美容市场整体增长及更好的消费者教育, 年轻一代医疗美容的接受度不断提升。


**图表 10: 2021 年我国医美消费者按年龄段划分情况**


数据来源: 爱美客港股招股书、弗若斯特沙利文(经参考中国国家统计局), 华福证券研究所

**图表 11: 2021 年我国医美消费者分年龄段渗透率**


数据来源: 爱美客港股招股书、弗若斯特沙利文(经参考中国国家统计局), 华福证券研究所

近年以来医美行业的监管政策便不断推出, 行业不断向着合规化发展。从初步对行业进入门槛的设定, 到对黑医美整治力度的加强, 再到对细分产品的监管, 都彰显着医美行业将不断向规范化、标准化发展。

2022 年国家药监局出台的关于调整《医疗器械分类目录》部分内容的公告(2022 年第 30 号)规定, 明确将水光针纳入三类医疗器械管理, 用于改善皮肤状态的医用透明质酸钠产品按第三类医疗器械管理。自 2024 年 4 月 1 日起, 射频治疗仪、射频皮肤治疗仪类产品未依法取得医疗器械注册证不得生产、进口和销售。在我国对医美行业不断监管合规化的趋势下, 意味着上游医美企业对于三类医疗器械证书的储备以及产品审批的经验将成为行业进入壁垒。

### 3 创新产品矩阵不断丰富, 全国销售网络持续扩充

#### 3.1 核心逻辑: 优质资产触底, 医美与医药双增驱动

我们认为四环医药的核心成长逻辑在于港股稀缺优质资产的价值重估, 以及医美+医药业务正向增长带动的平台化优势。分点而言,

**关注港股价值洼地:** 自 24 年 9 月以来, 包含港股在内的中国资产正迎来价值重估, 行业间资金轮动有望于基本面稳健、长期处于低估的医药板块出现配置机会。公司于 24 年 10 月宣布不超过 5 亿港元的回购计划, 持续彰显业绩长期增长信心。

**医美业务高增 65%+, 核心单品依托平台渠道放量。** 医美企业的核心壁垒在于优质管线(底层研发能力)+B2B2C 渠道的管理(商业化能力)。四环医药已通过自研+BD 模式构建 60 余款产品矩阵, 覆盖玻尿酸、肉毒素、再生针剂、光电设备、皮肤管理等医美全品类。核心单品乐提葆肉毒素具备极强的弥散度等注射效果, 背靠优质医美平台资源, 已覆盖全国 370+城 6200+家医美机构。铂安润玻尿酸、Sylfirm X 双波射频、嘉乐妍童颜水光等已上市销售, 共同构建医美产品矩阵。2024 年医美板块已实现收入 7.4 亿元, 同比增长 65.4%, 2025 年 4 月少女针、童颜针产品相继获批, 共同构建医美产品矩阵, 未来有望持续发力, 贡献业绩增量。



**业绩包袱逐步出清，仿制药业务触底：**公司 2024 年实现收入 19.0 亿元，亏损 2.2 亿元，仿制药业务受国家集采政策影响有所走低，亏损主要系创新药中后期研发开支以及子公司轩竹生物授予股权激励所产生的一次性费用影响。四环医药自 2022 年起已宣布出售部分由于受到医药行业及政策变化影响而未达到业绩预期或不符合公司长期战略目标的仿制药及其他非核心传统医药业务资产，至 2024 年公司仿制药业务收入已降至 11.0 亿元，我们认为前期受集采影响已基本体现，业务有望进入触底企稳阶段。

**创新药放量在即，关注管线商业化兑现：**四环医药顺应产业升级趋势，致力以创新获得商业附加值，经历前期多年研发积淀，创新药板块已有安奈拉唑钠及国产第二款 SGLT-2 惠优静创新药等产品上市。2025 年 5 月针对乳腺癌的国家 1 类创新药吡西利片获批，填补国内 CDK4/6 抑制剂单药治疗空白。旗下子公司轩竹生物储备多款在研创新药产品，后续上市有望贡献业绩增量，可持续关注商业化兑现进度。

### 3.2 医美产品矩阵丰富，医美营销战略 3.0 版本成效显著

四环医药通过独家代理韩国乐提葆肉毒毒素，成功切入轻医美领域，后通过“自研+海外引进”的方式，已有 60+款产品，其中 III 类在研产品达 20+款，构建了包括填充、塑形、支撑、光电设备及皮肤管理在内的全生命周期医美产品矩阵，形成了强大的市场竞争力。

**成功续签乐提葆代理权，2024 年医美业务收入高增 65+%。**公司不断扩大在医美领域的产品和销售网络布局，2024 年公司成功续签乐提葆肉毒毒素于中国内地的独家代理权，年内医美板块实现收入 7.4 亿元，同比增长 65.4%，毛利率同增 2.2pcts 至 67.5%，分部业绩同比增长 173.4%至 2.51 亿元，主要系医美产品获市场高度认可，新品放量销售带来新收入增量。

#### 三大重磅单品贡献医美业绩，光电与注射类联合治疗：

**乐提葆：国内第四款肉毒素，性能比肩保妥适。**乐提葆为四环医药于中国内地独家代理的产品，采取严苛的生产标准，拥有 99.5%的 900KD 高纯度蛋白质，性能与效果可比肩保妥适同等的有效性和安全性，具备治疗时间短、见效快、修复期短等特点。作为医美的刚性需求产品，仍有大量潜在需求可挖掘。

**铂安润：韩国顶流玻尿酸，联合乐提葆构建美容方案。**铂安润为韩国 Hugel 旗下 Across 生产的玻尿酸品牌，其配方更适合亚洲人体质及审美需求，为韩国最受欢迎的玻尿酸填充剂品牌之一。铂安润采取单相交联技术制成，注射后无异物感，塑形效果更为自然。HEXALink 单相交联术采用双蜂巢结构，抗压和抗变形能力强，塑形效果稳定交联度高，15 天 15 次的超长时渗析可有效去除 BDDE 残留和内毒素残留，降低红肿过敏反应。铂安润联合乐提葆使用可达到 1+1>2 的美容效果，肉毒注射后可减少局部肌肉活动，使玻尿酸较少受组织活动影响，维持更长的时间。



**SYLFIRM X 黑曜双波射频微针:全球首个 FDA 和 NMPA 双获批的双波射频产品。** SYLFIRM X 为全球首创双波射频微针产品,兼具 PW 脉冲波+CW 连续波,在皮下 300 μm 可实现靶向疗法,精准解决敏感肌、黄褐斑、肤色不均等问题,300 μm 层次精准治疗可最大限度减少神经接触。双极非绝缘微针舒适无痛,不易出血,8 大模式与 4 种针头可因肤定制,实现修复抗衰等功效。

**图表 12: 医美产品矩阵不断丰富,优势突出**

重点产品	优势
肉毒素-乐提葆® (韩国)	乐提葆®拥有 99.5%的 900kDa 有效蛋白质含量,高于韩国药监局 95%的行业标准,能够有效降低皮肤水肿的人血白蛋白成分,且更能达到相对较小的注射后弥散面积。
童颜水光-嘉乐妍® (国产自研)	嘉乐妍®系类白色液体混悬液,其核心成分左旋聚乳酸属 α-羟基酸家族,具有良好的生物吸收性和生物相容性的可生物降解材料,可被人体自然代谢,基本不会产生不良反应,且左旋乳酸可促进局部皮肤的新陈代谢,改善皮肤质量。
双波射频微针-SYLFIRMX™ (韩国)	世界上第一台双波作用(连续波加脉冲波)的射频微针仪器,产品结合了微针和射频治疗,用于面部皮肤组织加热以改善皮肤皱纹及痤疮疤痕的侵入式有创治疗。治疗用途包括面部及身体的紧致和提拉、痤疮疤痕、毛细血管扩张症、黄褐斑等多重功效。
玻尿酸-铂安润® (韩国)	铂安润玻尿酸采用 HEXALink™ 交联技术:双重蜂巢结构,抗压和抗变形能力强,高弹性,不易位移,强支撑,且交联度高,无非交联玻尿酸,术后不易发生肿胀。
水光针-CELLBOOSTER (瑞士)	可用于提亮肤色,抚平皱纹,局部塑形,防止脱发和头发花白。应用了 Suisselle 独特的物理交联的 CHAC 专利技术,成为首个获得欧盟 CE 认证的稳定复合物。
动物胶原蛋白 (韩国)	四环医药独家代理的动物胶原蛋白医美填充产品。其生产企业韩国 Cellontech 是韩国最早生产动物胶原蛋白原料的生产企业,具有美国 FDA 及欧洲的认证,由于韩国 Cellontech 公司的独特生产技术,其动物胶原蛋白是去免疫原性胶原蛋白,因此是最安全及性价比最高的胶原蛋白产品。
注射用聚己内酯微球面部填充剂 (少女针)	一种再生注射类材,注射到皮下组织后,其中的聚己内酯凝胶载体可起到实时填充的效果,能迅速改善面部凹陷问题。而在凝胶载体被降解吸收后,聚己内酯微球可持续刺激注射部位产生积极作用,以达到长期的填充效果。该产品单次治疗疗程仅需注射 1 次,效果持续时间通常为 1 年以上,其卓越的临床疗效和安全性得到了充分验证。

数据来源:公司 2024 年度业绩简报,公司官网、公司公告、华福证券研究所

**在产品上,全矩阵管线储备,新品相继获批上市。**2024 年内共有 7 款产品获批 (1 款麻膏类、2 款瑞士进口独家代理妆字号产品、4 款光电+注射类的 III 类医疗器械



械，包括双波射频 Sylfirm X 等），与韩国 Cellontech 公司新增签署胶原蛋白关节腔内注射剂 CartiZo 独家代理协议。自研储备中在 III 类管线上新增羟基磷灰石、丝素蛋白和重组人胶原等新品，已有 5 个再生微球类和 8 个 HA 水光或填充类产品进入注册阶段，司美格鲁肽注射液减重适应症已获批新药临床实验（已于 2025Q1 完成 III 期临床入组）。2025 年 4 月 2 日，公司公告旗下自主研发的注射用聚己内酯微球面部填充剂【少女针】正式获中国国家药监局 III 类医疗器械注册证，4 月 27 日公司公告旗下自研聚乳酸面部填充剂【童颜针】产品获中国国家药监局 III 类医疗器械注册证，两款新品有望进一步贡献业绩增量。

在渠道上，医美平台化体系初具雏形，品牌与渠道仍是核心壁垒。公司医美销售加深精细化运营，全面优化营销网络并加强直营区域市场投入。经验丰富的医美销售团队与全国广覆盖的销售网络体系和营销体系共同建立公司于渠道端的核心壁垒。旗下医美平台漾颜空间目前覆盖了超过 370 个城市及超过 6200 家医疗机构，战略合作 70 家医美连锁集团，与 140+ 家医美机构签署年度合作协议，100% 覆盖头部 500 医美机构，其中重点核心医美机构覆盖数量达 1180+ 家。医美团队已有 800+ 人的直营+代理商团队，其中旗下医美能量源设备事业部已建立 100+ 直营+代理商团队，2024 年 5-12 月期间设备销售台数超 80 台。

图表 13: 四环医药医美管线储备与上市情况（截至 2024 年报）

业务	类别	产品名称	临床前	临床	注册	上市
II类 自研管线	护理类	再生童颜水光				★
		20个皮肤敷料和敷贴、疤痕修复液、妇科敷料和凝胶等				★
		10+个在研II类产品				
III类 自研管线	再生微球类	5个在研III类产品				
	HA水光或填充类	8个在研III类产品				
	胶原蛋白类	5个在研III类产品				
药品	减重类	司美格鲁肽注射液				
	麻膏类	利丙双卡因乳膏				
收购兼并 及合资合作	塑型类	脂肪采集系统LipiVage® (美国)				
	填充类	PHA微球再生医学材料 (晶颜生物)				
	注射针类	一次性使用无菌注射针				★
独家代理	塑型类	肉毒毒素/乐提葆® (2个) (韩国Hugel)				★
	填充类	玻尿酸/铂安润® (韩国Hugel)				★
	填充类	动物胶原蛋白 (2个) (韩国Cellontech)				
	光电设备类	Sylfirm X 黑曜双波射频微针 (韩国VIOL)				★
	水光类	CELLBOOSTER (2个) (瑞士Suisse)				
	妆字类	CELLBOOSTER (2个) (瑞士Suisse)				★
	注射针类	一次性使用钝末端注射针、一次性使用无菌注射针 (Yong Chang)				★

数据来源：公司 2024 年度业绩简报、华福证券研究所



### 3.3 创新药加速商业化进程与落地

#### (1) 轩竹生物

**轩竹生物：以创新为驱动，加速产品落地与商业化兑现。**轩竹生物为四环医药旗下的创新药子公司，聚焦于消化、肿瘤及非酒精性脂肪性肝炎等重大疾病领域，对相关领域新药的开发及未来发展方向具备深刻的理解及国际化视野。公司同时具备小分子化药和大分子生物药两大研发体系，双引擎推动公司创新发展，形成了国内少有的同时涵盖小分子化药、融合蛋白、ADC等多种类型的产品管线。至2024年末已有10+个在研创新药，其中1款进入商业化销售，2个创新药（4个适应症）关键临床试验阶段或NDA阶段，4个创新药进入临床期，4个进入IND。

**创新药研发成果落地，安奈拉唑钠纳入医保目录。**由轩竹生物自主研发的1类创新药安久卫®安奈拉唑钠肠溶片是唯一中国完全自主研发的质子泵抑制剂（PPI）创新药，该产品可有效抑制胃酸分泌，具有起效快、疗效稳定，个体差异小等特点。该产品经过CYP多酶和非酶代谢，降低了与其他药物联用时药物间相互作用的风险，提高了临床用药的安全性。同时，经肠肾双通道均衡排泄，有效减轻对肾脏的负担，对肾功能不全患者提供更安全的用药选择。安久卫®安奈拉唑钠肠溶片于2023年6月获得国家药监局上市批准，并于2024年初纳入医保目录。安奈拉唑钠作为新一代PPI创新药，可为消化系统疾病提供了更佳的治疗选择，未来市场潜力大。

**加速商业化落地，创新药销售快速覆盖全国机构。**2024年公司创新药板块实现收入5760万元，同比增长388.1%，占集团收入比重同增2.4pcts至3.0%，主要系轩竹生物自研的1类新药安奈拉唑钠于2023年下半年获批上市并持续贡献收入。创新药板块毛利率同增2.0pcts至39.5%，分部业绩亏损扩大至9.48亿元。作为轩竹生物的首款上市创新药，至2024年末，安奈拉唑钠借助公司优势、平台效应与多年渠道积累迅速覆盖全国1000+家医院，30人规模的销售团队已实现全国80+经销商的覆盖。

吡罗西利片为治疗HR+/HER2-乳腺癌药物的CDK4/6抑制剂。2022年乳腺癌发病率已位居全球第二，2016年中国乳腺癌死亡率位居全球第四。2023年全球乳腺癌新发病例约240万人，其中我国约36.6万人。根据公司25年5月15日公告，吡罗西利片已成为国内首个获批单药治疗HR+/HER2-局部晚期或转移性乳腺癌的CDK4/6抑制剂。据2024年由徐兵河院士团队发表在《Cancer Communications》的研究结果显示，吡罗西利单药后线治疗的客观缓解率（ORR）达到29.8%，较同类药物6%-19.7%的客观缓解率实现跨越式提升，中位无进展生存期（PFS）11个月，创CDK4/6抑制剂单药后线治疗新纪录，总生存期（OS）达29个月，较现有疗法延长近70%。吡罗西尼适应症覆盖HR+/HER2晚期乳腺癌一线、二线、末线，覆盖患者更为广泛。



ALK 达希替尼片是轩竹生物自主研发的一款新一代 ALK 抑制剂创新药,用于治疗 ALK 阳性晚期非小细胞肺癌 (NSCLC)。临床研究结果显示: 1) 作为初始治疗, 达希替尼片的客观缓解率高于已上市的一、二、三代 ALK 抑制剂, 具有较高的临床价值; 2) 对于治疗 ALK 阳性晚期非小细胞肺癌经治患者, 达希替尼片也表现出良好的治疗效果, 可以作为一代或其他二代 ALK 抑制剂发生耐药后的后续治疗手段; 3) 可以透过血脑屏障, 临床上对脑转移肿瘤有较好的控制; 4) 达希替尼片安全性好, 患者依从性高, 主要不良反应体现在消化道方面, 严重不良反应发生率低。根据灼识咨询数据, 中国 ALK 阳性晚期 NSCLC 靶向药物市场规模预计将从 2021 年的约 34 亿元增长至 2030 年的约 70 亿元。

图表 14: 轩竹生物旗下管线研发进度 (截至 2025 年 2 月 28 日)

治疗领域	药物名称	靶点	药物分类	自主研发/引进	商业化权利	适应症	临床前	IND	临床I期	临床II期	临床III期	NDA	获批上市				
消化	安奈拉唑钠 (KBP-3571)	PPI	小分子创新药	自主研发	全球	十二指肠溃疡	█	█	█	█	█	█	█				
						成人反流性食管炎	█	█	█	█	█	█	█				
肿瘤	吡罗西尼 (XZP-3287)	CDK4/6	小分子创新药	自主研发	全球	HR+/HER2-晚期乳腺癌 (联合氟维司群)	█	█	█	█	█	█	█				
						HR+/HER2-晚期乳腺癌 (联合A类药物)	█	█	█	█	█	█					
						HR+/HER2-局部晚期或转移性乳腺癌	█	█	█	█	█	█					
						HR+/HER2-早期乳腺癌辅助治疗 (联合内分泌)	█	█	█	█	█	█					
	XZP-3621	ALK	小分子创新药	自主研发	全球	初治ALK阳性晚期非小细胞肺癌患者	█	█	█	█	█	█	█				
						ALK阳性非小细胞肺癌患者的术后辅助治疗	█	█	█	█	█	█					
	KM602	CD80融合蛋白	生物药创新药	引进	全球	实体瘤 (黑色素瘤、非小细胞肺癌等)	█	█	█	█	█	█	█				
							KM501	HER2/HER2-ADC	生物药创新药	自主研发	全球	HER2+及HER2-低表达实体瘤 (乳腺癌、胃癌等)	█	█	█	█	█
													XZP-7797	PARP1	小分子创新药	自主研发	全球
							XZP-6924	USP1	小分子创新药	自主研发	全球	实体瘤 (乳腺癌、卵巢癌、前列腺癌、胰腺癌等)					
XZB-0004													AXL	小分子创新药	引进	大中华区	实体瘤 骨髓增生异常综合征/急性髓系白血病
							XZP-6877	DNA-PK	小分子创新药	自主研发	全球	实体瘤					
NASH	XZP-5610	FXR	小分子创新药	自主研发	全球	非酒精性脂肪性肝炎							█	█	█	█	
							XZP-6019	KHK	小分子创新药	自主研发	全球	非酒精性脂肪性肝炎	█	█	█	█	
我们对外授权或转让的资产:																	
其他	复达那非 (XZP-5849)	PDE-5	小分子创新药	自主研发 对外授权	欧洲、美国、加拿大、日本、韩国、澳大利亚、巴西	男性勃起功能障碍 肺动脉高压	█	█	█	█	█	█	█				

注: (1) 统计日期: 截止2025年2月28日; (2) 核心产品; (3) 豁免临床实验; (4) 美国研发

数据来源: 公司 2024 年度业绩简报、华福证券研究所

## (2) 惠升生物

惠升生物是公司旗下专注于糖尿病及并发症领域的生物医药公司。当前公司已成长为集研发、生产、销售于一体的全产业链生物制药公司。公司目前拥有国际一流、具有丰富糖尿病药物研发经验的研发团队, 在研管线覆盖全品类胰岛素产品 (包括速效、基础、预混、双胰岛素等)、GLP-1 受体激动剂及 SGLT-2 抑制剂等新靶点产品和其他各类常用降糖及并发症药物 30+款产品, 是目前国内为数不多的实现糖尿病及并发症领域产品覆盖的公司之一。在产能方面, 惠升生物以国际化标准设计、建造及运作的高水准生产设施, 目前拥有具备 2,500 万支胰岛素产能的生产基地、计划未来将打造具备超 1 亿支胰岛素生产产能的基地。

多款产品获批上市, 核心产品进展领跑行业。2024 年内惠升生物共有 9 款新产品已经获批上市; 另有 2 款新产品处于报产审评阶段; 公司自研的司美格鲁肽注射液等 10 多款产品处于临床不同研究阶段。

图表 15: 惠升生物旗下管线研发进度 (截至 2025 年 2 月 28 日)

治疗领域	分类	药物名称	临床前	IND	临床 I 期	临床 II 期	临床 III 期	NDA / ANDA	获批上市
糖尿病	GLP-1 受体激动剂	司美格鲁肽注射液 (糖尿病)	[Progress bar]						
		司美格鲁肽注射液 (减重) *	[Progress bar]						
		HSP012C (双靶点)	[Progress bar]						
	SGLT-2 抑制剂	脯氨酸加格列净片 (惠优静®) (单药及联合二甲双胍片)	[Progress bar]						
		达格列净片	[Progress bar]						
		恩格列净片	[Progress bar]						
	胰岛素 (新型)	德谷胰岛素注射液 (惠优达®)	[Progress bar]						
		德谷门冬双胰岛素注射液 (惠优加®)	[Progress bar]						
		德谷胰岛素利拉鲁肽注射液	[Progress bar]						
	胰岛素 (第三代)	HSP002 (周胰岛素制剂)	[Progress bar]						
		门冬胰岛素注射液 (惠优锐®)	[Progress bar]						
		门冬胰岛素30注射液 (惠优锐®30)	[Progress bar]						
	DPP-4 抑制剂	磷酸西格列汀片、西格列汀二甲双胍片、维格列汀片、利格列汀片	[Progress bar]						
		瑞格列奈片	[Progress bar]						
	糖尿病并发症	临床首选或常用且机制独特	甲钴胺片、甲钴胺注射液、硫酸锌注射液、羟苯磺酸钙胶囊、依帕司他片	[Progress bar]					

注: 1) 统计日期: 截至2025年2月28日; 2) \* 创新药; 3) 1 首仿药; 4) \* 在大中华区的临床开发及商业化权利于年内已授权给沃森空间

数据来源: 公司 2024 年度业绩简报、华福证券研究所

**创新药获批上市，同年纳入国家医保目录，加速商业化。**惠升生物研发的 1 类新药脯氨酸加格列净片，于 2024 年与华东医药达成中国大陆地区商业化权利授权合作，并被纳入《2024 年国家医保目录》与《中国糖尿病防治指南（2024 版）》。

**GLP-1 司美格鲁肽降糖、减重均有布局，加速推进研发进程。**惠升生物研发的司美格鲁肽注射液的糖尿病适应症进入 III 期临床，处于数据统计分析阶段，超重或肥胖适应症 III 期临床已完成入组。司美格鲁肽注射液是一款长效（一周注射一次）的 GLP-1 受体激动剂（GLP-1RA），为全球首个用于长期体重管理的 GLP-1RA 周制剂。可以通过激活 GLP-1 受体，增强胰岛素分泌，抑制胰高糖素分泌，延缓胃排空，增加饱腹感，减少食欲和进食量，从而达到降低血糖和体重的效果。

### 3.4 仿制药业务提供稳定现金流，支撑公司转型升级

**集采影响落地，仿制药业务触底。**仿制药业务作为公司现金牛业务，一直为公司带来长期稳定的现金流，支持公司实现向「医美+生物制药」的创新转型升级。2023 年起公司持续推进对部分仿制药或非核心大健康类业务的优化整合，在平衡好仿制药现金牛业务的发展和稳定的同时，进一步将管理重心及公司资源聚焦在医美及生物制药这两个高增长新业务发展上。由于部分仿制药产品受到集采降价及被纳入重点监控目录的影响，导致仿制药业务收入出现下降。2024 年公司仿制药业务收入下滑 21.4%至 10.99 亿元，占收入比重同降 17.4pcts 至 57.8%，毛利率同降 6.1pcts 至 65.2%，主要系部分仿制药产品由于受到行业政策的多重影响，价格和销量均出现下滑，分部业绩同降 36.8%至 3.57 亿元。我们认为后续随着重磅产品逐渐上量，以及新产品陆续商业化，仿制药业务有望触底企稳。

**仿制药管线丰富，产品陆续上市获批。**公司拥有丰富的仿制药产品管线，包括心脑血管、抗感染、精神神经等领域近 100 个在售仿制药产品（包括克林澳、非 PVC



粉液双室袋、奥卡西平片)以及近30个在研仿制药产品。2024年有10+款仿制药产品获批上市,11款原料药通过技术评审,与制剂共同审评审批结果为“A”。克林澳®有望凭借充足的循证医学证据,重塑在脑卒中领域的市场地位。

**重点产品克林澳®马来酸桂哌齐特注射液重塑市场地位。**克林澳为弱钙离子拮抗剂,用于改善急性缺血性脑卒中所致的神经症状、日常生活活动能力和功能障碍。作为曾经在临床上治疗心脑血管疾病的一线药物,20年来,克林澳®已使700万患者受益,在中国市场的年终端销售额曾达到数十亿元,是当时用于治疗脑卒中的重磅产品。根据《中国脑卒中防治指南(2021)》,2016年中国新发急性缺血性脑卒中人数约276.75/10万人。患者必须长期服药以预防复发,这也促使国内卒中用药市场持续增长。2020年国内卒中用药市场规模约690亿元。

**首仿药获批上市,有望改写胰岛素行业格局。**惠升生物旗下惠优达®德谷胰岛素注射液和惠优加®德谷门冬双胰岛素注射液作为国内首仿获批上市,有望打破国内市场原研独占的格局,并有望重塑国内胰岛素市场格局。2024年胰岛素系列产品已快速实现商业化落地,并处于快速放量阶段,截至2024年底,已覆盖30+省市的2000+医院。

- 1) 德谷胰岛素是一款新一代长效基础胰岛素类似物,用于治疗成人2型糖尿病。德谷胰岛素具有独特的长效作用机制,优异的降糖效果,血糖控制更为平稳、效果持久、低血糖风险低、安全性更高等特点。
- 2) 德谷门冬双胰岛素由70%德谷胰岛素(长效胰岛素)和30%门冬胰岛素(速效胰岛素)两种成分组成,是全球首个长效与速效胰岛素类似物组合而成的可溶性双胰岛素制剂。用于治疗成人2型糖尿病。德谷门冬双胰岛素注射液集基础胰岛素和餐时胰岛素于一身,一次注射便能同时满足基础和餐时胰岛素需求,能够快速控制空腹和餐后血糖,更好地降低糖化血红蛋白。该产品作为非共结晶的复合制剂,无需混匀即可使用,提高了产品便捷性,也避免了混合制剂的注射风险。相比于基础-餐时胰岛素治疗方案,该产品还可减少注射次数,从而有助于提高患者依从性。



## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测

我们预计公司 2025-2027 年实现营收 23.2/32.4/43.7 亿元，预计增速为 22%/40%/35%，归母净利润为 0.6/4.6/6.9 亿元。

**(1) 医美：**公司在加大力度推动医美营销战略 3.0 版本的落地，不断扩大在医美领域的产品和销售网络布局，快速推进医美新产品的研发、注册和上市。目前汉颜空间的产品管线已覆盖了包括填充、塑形、支撑、光电设备及皮肤管理类等轻医美的多个基础类别。25 年新品少女针、童颜针等产品获批上市后有望加速医美业务放量，肉毒素、黄金微针、铂安润玻尿酸仍有较快收入高增潜力，预计整体医美 25-27 年营收增速为 57%/64%/40%。

**(2) 创新药及生物制药业务：**公司加快推动和实现创新药及生物医药的新获批上市产品的商业化发展，已有安奈拉唑钠、加格列净片、吡咯西利片三款创新药产品上市。其中重磅药品安奈拉唑钠已上市销售并覆盖 1000 家机构，后续仍有望持续放量加速入驻线下医院，预计创新药及生物制药业务 25-27 年营收增速为 184%/128%/98%。

**(3) 仿制药：**仿制药业务作为公司现金牛业务，一直为公司带来长期稳定的现金流，支持公司实现向「医美+生物制药」的创新转型升级。但由于部分仿制药产品受到集采降价及被纳入重点监控目录的影响，导致仿制药业务近年收入下降，但随着重磅产品逐渐上量，以及新产品陆续商业化，仿制药收入有望在今年年末触底企稳。预计仿制药业务 25-27 年营收增速为-10%/-3%/-1%。

毛利率假设：1) 医美板块：2025 年公司医美板块上市少女针等新品，预计 26-27 年间仍有新品陆续上市，预计医美板块整体毛利率水平稳定在 68%左右。2) 仿制药：公司仿制药业务经历多轮集采影响已进入触底阶段，预计利润率下降空间有限，2025-2027 年间仿制药业务毛利率水平维持在 65%左右；3) 创新药：公司创新药产品处于关键放量期，新品储备丰富，预计产品结构优化有望带动盈利水平上行，预计 2025-2027 年间创新药业务毛利率水平分别达 43%/46%/50%。

费用率假设：公司产品进入放量销售期，25-27 年间的收入快速增长有望摊低整体费用率，预计 25-27 年公司销售费用率分别达 22%/19%/17%，管理费用率分别达 30%/24%/19%，研发费用率分别达 22%/19%/16%。

图表 16: 公司业绩拆分预测表

收入结构 (单位: 百万元)

		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入		2,181.2	1,860.5	1901.19	2320	3240	4366
YoY		-33.73%	-14.70%	2.19%	22.0%	39.7%	34.8%
营业总成本		693.6	564.9	659.33	813	1148	1558
YoY		-17.70%	-18.56%	16.72%	23.3%	41.2%	35.8%
毛利率		68.2%	69.6%	65.32%	64.95%	64.58%	64.31%
营业成本/收入		31.8%	30.4%	34.68%	35.1%	35.4%	35.7%
分业务拆分:							
医美	收入	149.8	449.9	744.13	1166	1907	2679
	YoY	-62.46%	200.33%	65.40%	56.7%	63.5%	40.5%
仿制药	收入	1,970.5	1,398.8	1,099.46	990	960	950
	YoY	-24.16%	-29.01%	-21.40%	-10.00%	-3.00%	-1.00%
创新药	收入	60.9	11.8	57.60	164	373	737
	YoY	-79.30%	-80.62%	388.10%	184.4%	127.8%	97.5%

数据来源: WIND、公司公告、华福证券研究所

#### 4.2 投资建议

我们预计公司 2025-2027 年实现营收 23.2/32.4/43.7 亿元, 预计增速为 22%/40%/35%, 归母净利润为 0.6/4.6/6.9 亿元, 公司对应 2026 年业绩 PE 为 22 倍。我们选取医美、仿制药创新药赛道的代表性公司作为估值参考, 当前四环医药 2026 年平均估值高于可比公司, 我们考虑四环医药处于关键盈亏平衡期, 有望于 2025 年实现利润扭亏并于 2026-2027 年实现利润快速增长, 具备较强的成长势能与投资价值, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表 17: 可比公司估值表 (截至 2025 年 6 月 9 日)

代码	简称	总市值 (亿元)	营业收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
002422.SZ	科伦药业	614	228.5	248.4	271.2	29.6	33.3	38.4	20.7	18.4	16.0
300896.SZ	爱美客	530	34.3	39.5	44.8	22.3	25.2	28.4	23.8	21.0	18.6
000963.SZ	华东医药	768	450.6	483.3	514.6	40.4	46.1	51.9	19.0	16.6	14.8
1530.HK	三生制药	480	138.9	117.2	132.1	54.0	30.6	36.3	8.9	15.7	13.2
0867.HK	康哲药业	253	84.1	97.4	111.9	16.9	20.2	24.2	15.0	12.6	10.5
1801.HK	信达生物	1,195	116.2	144.8	188.1	4.4	13.1	27.6	273.3	91.1	43.3
2269.HK	药明生物	969	212.2	246.0	285.3	40.2	47.9	56.7	24.1	20.2	17.1
	调整后行业平均	-	-	-	-	-	-	-	20.5	18.4	16.0
0460.HK	四环医药	101	23.2	32.4	43.7	0.6	4.6	6.9	160.0	21.9	14.6

数据来源: ifind、华福证券研究所; 可比公司盈利预测来自 ifind 一致预期; 平均 PE 调整方法为删除 1 个最高值与 1 个平均值后取平均数

## 5 风险提示

### (1) 新产品开发和注册风险。

未来创新药与医美等新产品在研发和注册过程中可能会受到不可预测因素的影响，导致其未能通过或未能如期通过国家药监局的审评审批，从而面临因新产品注册失败或新产品上市后无法适应市场需求变化而损失前期研发投入的风险。

### (2) 产品销售推广不及预期。

公司医美与创新药产品入市时间较短，在与已入市十余年的竞争者相比在营销渠道、销售渠道的推广方面存在一定的不确定性。

### (3) 医药政策影响。

当前已出台的如重点监控药品目录、带量采购等相关政策对医药行业造成较大的影响，若后续政策影响不利，则会对公司医药销售造成一定影响



图表 18: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	3,522	3,248	3,165	3,328	营业总收入	1,901	2,319	3,240	4,366
应收款项合计	1,016	1,084	1,519	2,142	主营业务收入	1,901	2,319	3,240	4,366
存货	417	676	937	1,185	营业总支出	2,411	2,645	3,253	4,003
其他流动资产	763	572	732	787	营业成本	659	813	1,148	1,558
流动资产合计	5,718	5,580	6,353	7,442	营业开支	1,752	1,832	2,106	2,445
固定资产净额	2,007	1,746	1,561	1,356	营业利润	-510	-326	-14	363
权益性投资	648	648	648	648	净利息支出	275	-35	-33	-37
其他长期投资	526	524	550	533	权益性投资损益	-15	-34	-25	-30
商誉及无形资产	1,471	1,216	1,173	1,116	其他非经营性损益	372	183	277	230
土地使用权	0	89	208	294	非经常项目前利润	-428	-142	272	600
其他非流动资产	162	499	500	501	非经常项目损益	0	0	0	0
非流动资产合计	4,814	4,722	4,640	4,448	除税前利润	-428	-142	272	600
资产总计	10,532	10,302	10,993	11,890	所得税	43	-20	38	84
应付账款及票据	273	298	448	609	少数股东损益	-255	-186	-227	-175
循环贷款	137	203	170	187	持续经营净利润	-216	63	461	691
其他流动负债	2,900	2,996	3,537	4,030	非持续经营净利润	0	0	0	0
流动负债合计	3,310	3,497	4,155	4,826	优先股利及其他调整项	0	0	0	0
长期借贷	705	658	608	523	归属普通股股东净利润	-217	63	461	691
其他非流动负债	1,567	1,497	1,532	1,514	EPS (最新股本摊薄)	-0.02	0.01	0.05	0.07
非流动负债合计	2,272	2,155	2,140	2,037					
负债总计	5,582	5,652	6,295	6,863					
归属母公司所有者权益	4,372	4,259	4,533	5,037					
少数股东权益	577	391	165	-10					
股东权益总计	4,949	4,650	4,697	5,027					
负债及股东权益总计	10,532	10,302	10,993	11,890					

现金流量表				
单位:百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流		946	1,332	1,220
净利润	-217	63	461	691
折旧和摊销		1,471	1,469	1,199
营运资本变动		-198	-101	-277
其他非现金调整		-390	-497	-392
投资活动现金流		-1,029	-1,213	-821
资本支出		-1,155	-1,431	-1,111
长期投资	77	1	-26	17
其他长期资产		124	244	274
融资活动现金流		-191	-202	-236
借款增加	-292	20	-83	-69
股利分配	0	-177	-187	-187
普通股增加	0	0	0	0
其他融资活动现金流		-34	68	19

主要财务比率				
	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	-0.4%	22.0%	39.7%	34.8%
归母公司净利润增长率	-301.1%	129.1%	629.6%	49.9%
<b>获利能力</b>				
毛利率	65.3%	65.0%	64.6%	64.3%
净利率	-11.4%	2.7%	14.2%	15.8%
ROE	-4.9%	1.5%	10.5%	14.4%
ROA	-2.0%	0.6%	4.3%	6.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	53.0%	54.9%	57.3%	57.7%
流动比率	1.7	1.6	1.5	1.5
速动比率	1.6	1.4	1.3	1.3
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.0	0.0	0.0	0.1
每股经营现金流		0.1	0.1	0.1
每股净资产	0.5	0.5	0.5	0.5
<b>估值比率</b>				
P/E	-47	160	22	15
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA				

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

### 华福证券研究所上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn