



中信建投证券
CHINA SECURITIES

证券研究报告 · A股公司深度报告

华东医药深度（二）： 创新药自研品种潜力释放，医美管线进入密集收获期

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

SAC执证编号：S1440517050001

SFC中央编号：ASZ591

袁清慧

yuanqinghui@csc.com.cn

SAC执证编号：S1440520030001

SFC中央编号：BPW879

赖俊勇

lailiunrong@csc.com.cn

SAC执证编号：S1440523070007

研究助理：赵旭

zhaoxu1@csc.com.cn

2025年 6月 11日

本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

- **核心观点：**我们在此前的华东医药深度报告中梳理了公司医药工业板块创新升级进展，2024年至今FR α -ADC（ELAHERE）、乌司奴单抗、ARCALYST等多款重磅产品已上市。站在目前时点，我们认为应重点关注：1）公司国内医美即将进入产品收获期，海外医美调整后有望焕发新动力；2）医药工业板块多款自研品种（例如单靶口服GLP-1、三靶点GLP-1、ROR1 ADC、PROTAC、PD-L1/VEGF/TGF- β 三抗）的研发进展，我们预计在25H2到2026年将为公司带来丰富催化；3）25年政府工作报告提出“优化药品集采政策”，后续落地将为公司工业板块传统品种带来优化提升。
- **医美板块值得关注：**站在当前时点，我们认为公司医美板块全球视野布局优势明显，国内医美即将进入产品收获期，海外医美调整后有望焕发新动力。后续随着扩大内需政策带来消费市场需求复苏，看好公司1）作为行业龙头受益于消费复苏过程；2）收入端规模效应带来利润弹性。
- **医美业务全球视野布局。**公司以全资子公司Sinclair作为公司全球化医美运营平台，全资收购HighTech和Viora拓展能量源医美器械业务；参股美国R2和瑞士Kylane加强技术研发，与韩国ATGC、比利时KiOmed以产品独家许可协议方式合作，发力注射医美品种。公司在英国、荷兰、法国、瑞士、西班牙和以色列拥有研发中心，在荷兰、法国、美国、瑞士、保加利亚和以色列拥有生产基地。
- **国内多条线进入品种收获期。**我们预计2025年之后公司国内医美管线扩充明显，有助于打开增长空间。国内2025年-2026年有望新增：1）少女针M型：23Q1完成全部临床受试者入组，24Q2完成全部随访，25M1上市申请已获受理，若顺利预计25H2获批；2）MaiLi高端玻尿酸：共两款，Extreme（改善下颌轮廓适应症）25Q1已获批，Precise（眶下凹陷适应症）24Q3完成主要终点随访，正在进行安全性随访；3）重组肉毒素：与重庆誉颜合作全球首款，24Q4上市申请已获受理，若顺利预计25年底有望上市；4）Lanluma：24Q2开展国内临床入组，24Q4完成全部入组，安全性随访进行中，假设25H2提交注册，预计26H2有望上市；5）能量源设备V30：25年3月上市申请获受理。上述产品获批有望打开公司国内医美板块增长空间。
- **海外医美调整后有望焕发新动力。**公司海外医美业务短期略受宏观环境影响，此外EBD业务有阶段性内部调整和需求波动。2024H2公司海外医美完成管理团队调整，此外英国全资子公司Sinclair正在积极推进医美产品海外注册工作，尤其是注射类产品在美国等潜力市场的注册上市。我们预计后续随着需求恢复及市场开拓持续推进，海外医美业务调整后有望焕发新动力。

- **注射类：国内少女针已成10亿大品种，后续布局覆盖主流大品类。**注射类医美产品具有见效快、侵入性低、风险相对可控等优势，市场表现良好。公司注射类产品布局已覆盖再生产品、肉毒毒素、玻尿酸填充、水光等主流品类。再生品种少女针已成为10亿级大品种，2024年进一步细分升级为针对面部不同区域的产品，同时长效少女针M型已提交上市申请。对于肉毒毒素和玻尿酸两大市场主流品类，公司进行差异化产品布局。肉毒毒素布局两款，其中YY001为首款重组肉毒毒素，已提交国内上市申请。玻尿酸领域布局高端，首款MaiLi Extreme已上市。胶原蛋白刺激剂Lanluma在适用部位方面同样具有特色。
- **能量源：以多技术路径，提供皮肤管理及身体塑形综合方案。**能量源设备（Energy Based Device，EBD）具有非侵入性、精准高效、恢复期短等优势，同样为公司医美领域重点布局方向。目前公司国内已上市Glacial Spa与Reaction持续发力，截止2025年4月两款产品已被超过200家机构引入，终端治疗数量同比增长超过300%。射频与激光美肤平台V20于2024年9月获批上市，同系列V30产品上市申请2025年3月获受理。多功能皮肤管理平台Préime DermaFacial将于2025年内正式实现商业化销售，进一步丰富公司国内能量源产品矩阵。同时公司“无创+微创”、“面部+身体”、“注射+能量源设备”多元化联合治疗手段将为用户提供组合解决方案。
- **医药工业：关注自研品种研发进展以及对外合作潜力。**公司近年来不断丰富创新药研发管线布局，重点围绕内分泌、自免和抗肿瘤三大领域，2024年至今BCMA CAR-T、FR α -ADC（ELAHERE）、乌司奴单抗生物类似药（HDM3001）、ARCALYST、塞纳帕利等多款重磅产品已上市，展望2025年创新品种上市及销售有望持续贡献收入增量。后续自研品种进展方面，我们建议关注单靶口服GLP-1（HDM1002）、三靶点GLP-1（DR10624）、ROR1 ADC（HDM2005）、PROTAC（HDM2006）、PD-L1/VEGF/TGF- β 三抗（DR30206）等品种的研发进展。同时25年5月，公司表示将做好创新产品的对外授权相关工作，公司对后续达成license-out合作抱有信心，我们建议积极关注相关催化。
- **盈利预测：**我们预测2025-2027年，公司营收分别为449.1、483.5和515亿元，分别同比增长7.2%、7.7%和6.5%；归母净利润分别为40.05、45.11和49.69亿元，分别同比增长14%、12.6%和10.2%。折合EPS分别为2.28元/股、2.57元/股和2.83元/股，对应PE为19.2X、17.0X和15.5X，维持“买入”评级。**风险提示：**临床试验或审评进度不及预期风险；销售不及预期风险；投资并购风险；不良医疗事件可能对行业造成冲击超出预期风险。

创新转型成果兑现，自免、肿瘤、GLP-1领域进展丰富

领域	品种	药物类型	适应症	最新进展	预期上市时间
抗肿瘤	索米妥昔单抗注射液 (ELAHERE®)	ADC	FRα阳性的铂耐药卵巢癌、输卵管癌或原发性腹膜癌	23年7月纳入优先审评、先行引入海南，23年10月上市申请获受理	24M11已上市
	迈华替尼片	小分子激酶抑制剂	EGFR罕见突变NSCLC EGFR敏感突变NSCLC	23年5月纳入突破性治疗品种 23Q3Ⅲ期临床试验达到主要终点，24年5月上市申请获受理	2025
	HDM2005 (自研ROR1 ADC)	ROR1 ADC	\	23年Q1完成PCC确认，24年6月获批国内IND，24年7月获批美国IND	
	HDM2006 (自研PROTAC)	HPK1 PROTAC	晚期实体瘤	24年10月获批国内IND，24年12月首例给药，25年1月获批美国IND	
	DR30206 (自研三抗)	PD-L1/ VEGF/ TGF-β三抗	非小细胞肺癌、晚期或转移性 消化道肿瘤	联合标准化疗用于晚期或转移性消化道肿瘤；25年4月获批IND 非小细胞肺癌：25年4月Ib期首例受试者给药	
	泽沃基奥仑赛注射液	BCMA CAR-T	复发或难治性多发性骨髓瘤	23年1月签订产品独家商业化合作协议，24年3月产品获批上市	24M3已上市
	IM19嵌合抗原受体T细胞注射液	CD19 CAR-T	非霍奇金淋巴瘤等血液瘤	24年8月签署独家商业化合作协议，24年11月产品提交上市申请	2025
内分泌	塞纳帕利 (CSO)	PARP抑制剂	卵巢癌 输卵管癌 腹膜癌	23年12月签署独家市场推广服务协议，25年1月产品获批	25M1已上市
	利拉鲁肽	单靶点GLP-1	糖尿病 肥胖或超重	2023年3月上市 2023年6月上市	2023已上市
	司美格鲁肽	单靶点长效GLP-1	糖尿病 减重	降糖：24年10月完成Ⅲ期临床，25年3月上市申请获受理 减重：24年12月Ⅲ期临床首例受试者入组	2026
	HDM1002	口服小分子GLP-1	糖尿病 肥胖	2025年3月启动Ⅲ期临床	2027
	HDM1005	双靶点GLP-1/GIP	糖尿病、减重、MAFLD、 MASH、OSA、HFpEF	24年3月获批IND，25年2月披露Ia及Ib期数据 24年4月美国获批IND (超重或肥胖适应症) 25年3月中国获批IND (射血分数保留心力衰竭合并肥胖或超重) 23年7月在新西兰完成I期MAD首例受试者给药	2027-2028
	DR10624	三靶点GLP-1/GCG/FGF21	超重或肥胖 糖尿病 重度高甘油三酯血症 MAFLD/MASH	23年7月获批国内IND，10月完成中国I期SAD首个队列给药 2023年6月递交中国IND申请 25年3月国内Ⅱ期全部患者入组完成，新西兰Ib/IIa临床试验已启动 25年4月国内Ⅱ期临床首例患者给药	2027-2028
	脯氨酸加格列净 (CSO)	SGLT-2抑制剂	糖尿病	24年9月与惠升生物达成独家战略合作，品种24年1月已获批上市	24M1已上市
	HDM1010	GLP-1/SGLT2	糖尿病	口服GLP-1 HDM1002+SGLT2复方。25年6月获批美国IND	
	雷珠单抗	单抗	黄斑变性	25年5月上市申请获受理	2026
	德谷胰岛素	胰岛素	糖尿病	23年完成I期临床、24年8月完成Ⅲ期临床，25年2月上市申请获受理	2026
自身免疫	乌司奴单抗生物类似药 (HDM3001)	单抗	斑块状银屑病	2023年8月上市申请获受理	24M12已上市
	利纳西普 (炎朵®/ARCALYST®)	重组融合蛋白	冷吡啶相关的周期性综合征 复发性心包炎	23年1月纳入优先审评，23年11月上市申请获受理 23年12月纳入优先审评，24年3月上市申请获受理	24M11已上市
	罗氟司特	PDE4抑制剂	轻中度特应性皮炎；斑块状银屑病	24年12月，两项适应症Ⅲ期临床均完成首例受试者入组	2026-2027
	HDM3016 (QX005N)	IL-4Rα单抗	结节性痒疹； 中重度特应性皮炎	2024年5月，两项适应症Ⅲ期临床均完成首例受试者入组	2026-2027
	HDM3010	JAK1/JAK2 抑制剂	白癜风、结节性痒疹	正在开展用于白癜风的Ⅲ期临床及用于结节性痒疹的I/Ⅱ期临床	
	Wynzora乳膏	VD类似物+皮质类固醇	斑块型银屑病	美国和欧洲已上市，23年8月获得国内权益	
创新药械	HDM3019 (IMB-101)	OX40L/TNFα双抗	类风湿关节炎	25年3月中国获批IND，此前美国Ia期已完成	
	HD-NP-102	药械组合	肾功能实时监测	瑞美吡嗪：24年1月上市申请获受理，器械：22年7月注册申请获受理	2025整体获批

数据来源：公司公告，CDE，中信建投

医美管线布局完善，2025年起进入品种收获期

图：华东医药医美板块管线进展梳理

领域	品类	品种	型号	主要成分	适应症	国内最新进展	公司品种在国内上市情况	公司品种在国外上市情况
注射类	再生	Ellansé	S型	聚己内酯	纠正中到重度鼻唇沟皱纹	21年8月上市。24 年11月新增适应症完成受试者入组	21年8月已上市	已上市
			M型		面部填充	中国注册申请获NMPA受理	25年1月上市申请已受理	已上市
		Lanluma	V型 X型	聚左旋乳酸	面部、臀部和大腿填充	24年11月完成全部受试者入组	22年底在海南特需使用	已上市
	填充/ 水光	MaiLi	Extreme Precise	透明质酸	面部填充	25年5月正式实现商业化销售	25 年1月已上市	已上市
		Perfectha	-	双相透明质酸	面部填充	24年9月完成临床试验主要终点随访	否	已上市
		KiOmedine	KIO015&21	壳聚糖衍生物	面部填充、唇部填充	正在准备国内注册相关工作	否	已上市
						24年12月取得组长单位伦理批件	否	24年7月上市申请受理
	肉毒	重组肉毒毒素	YY001	肉毒毒素	改善成年患者的眉间纹	24年12月，上市许可申请获受理	24年12月上市申请受理	-
		ATGC-肉毒毒素	110	肉毒毒素	改善成年患者的眉间纹		否	24年2月上市申请受理
能量源	冷冻美肤	Glacial skin	Spa	-	祛除皮肤良性色素性病变	22年Q1在国内完成全球首发（上架销售）	2022年Q1已上市	已上市
			Rx	-	祛除皮肤良性色素性病变	国内注册检测及技术资料准备正在有序开展中	否	已上市
	冷冻溶脂	Cooltech Define	-	-	去除脂肪	国内注册检测正在有序开展中	否	已上市
	激光脱毛	Primelase	-	-	永久脱毛	国内注册检测正在有序开展中	否	已上市
	射频美肤	V系列产品	V20	-	身体和面部塑形、皮肤紧致、脱毛等	24年9月获得NMPA批准上市	2024年9月已上市	已上市
			V30	-		25年3月中国注册申请获NMPA受理	2025年3月上市申请受理	已上市
		Préime DermaFacial	-	-	面部皮肤管理	25年内正式实现商业化销售	预计2025年内	已上市
		Sculpt&Shape	-	-	身体及面部塑形、皮肤紧致、减脂		否	已上市
		Reaction	-	-	身体及面部塑形、皮肤紧致	已于2023年6月完成产品在国内的重新上市	2023年6月已上市	已上市
		无针系统	Ener Jet	-	疤痕修复、面部提拉	国内注册检测正在有序开展中	否	已上市

数据来源：公司公告，中信建投 绿色为国内已上市产品，蓝色为国内近期上市或预计上市产品

目录

1 医美业务全球视野布局，多条线进入品种收获期

2 注射类：国内少女针已成10亿大品种，后续布局覆盖主流大品类

3 能量源：以多技术路径，提供皮肤管理及身体塑形综合方案

4 工业创新转型进展丰富，关注自研品种进展催化

5 未来展望及盈利预测

6 风险提示



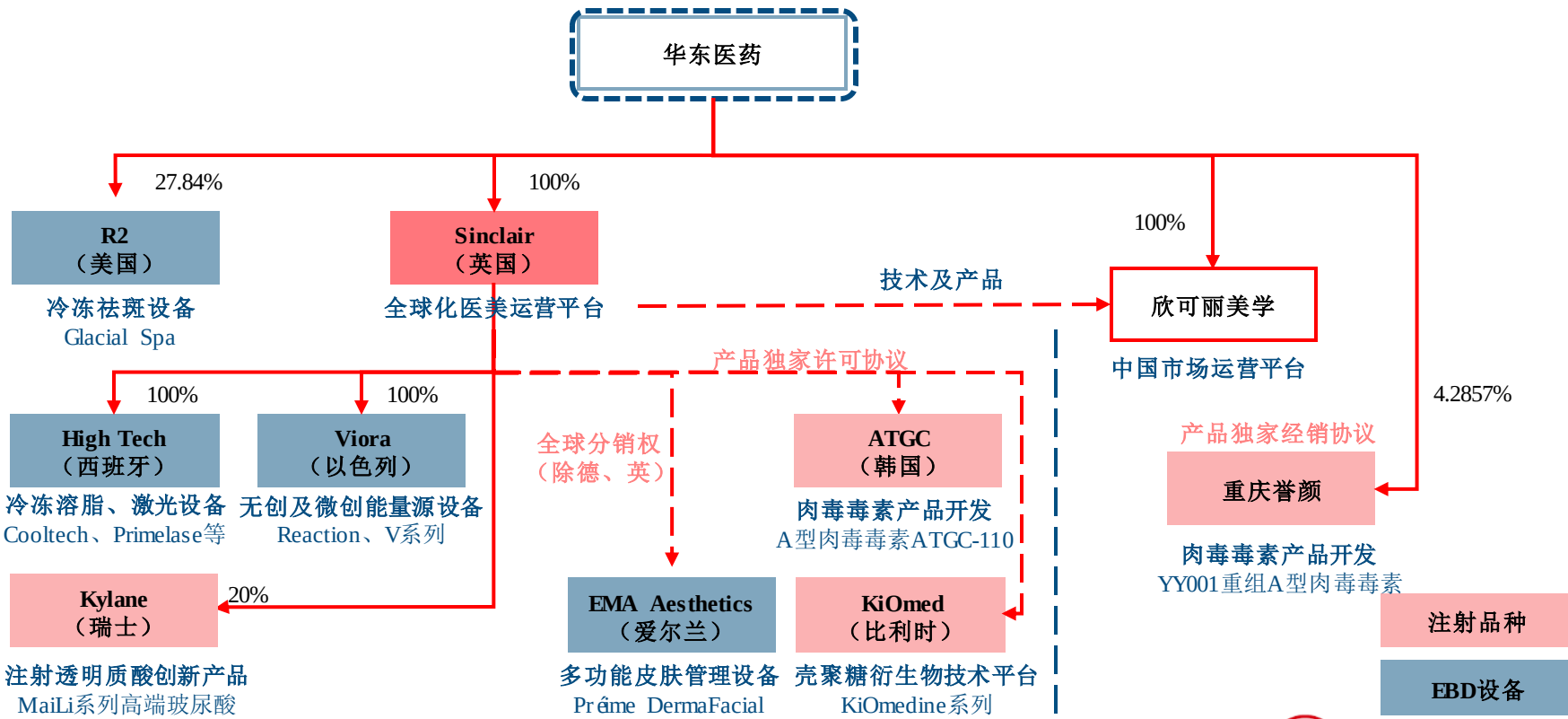
1

医美业务全球视野布局，多条线进入品种收获期

医美业务全球视野布局

➤ **医美业务全球视野布局：**公司医美业务以全球视野进行布局，以全资子公司Sinclair作为公司全球化医美运营平台，全资收购HighTech和Viora拓展能量源医美器械业务；参股美国R2和瑞士Kylane加强技术研发，与韩国ATGC、比利时KiOmed以产品独家许可协议方式合作，发力注射医美品种。目前公司在英国、荷兰、法国、瑞士、西班牙和以色列拥有研发中心，在荷兰、法国、美国、瑞士、保加利亚和以色列拥有生产基地。在国内以全资子公司欣可丽美学作为中国市场运营平台，同时参股重庆誉颜并签订产品独家经销协议，加码肉毒素领域布局，以国际化视野打造丰富产品矩阵。

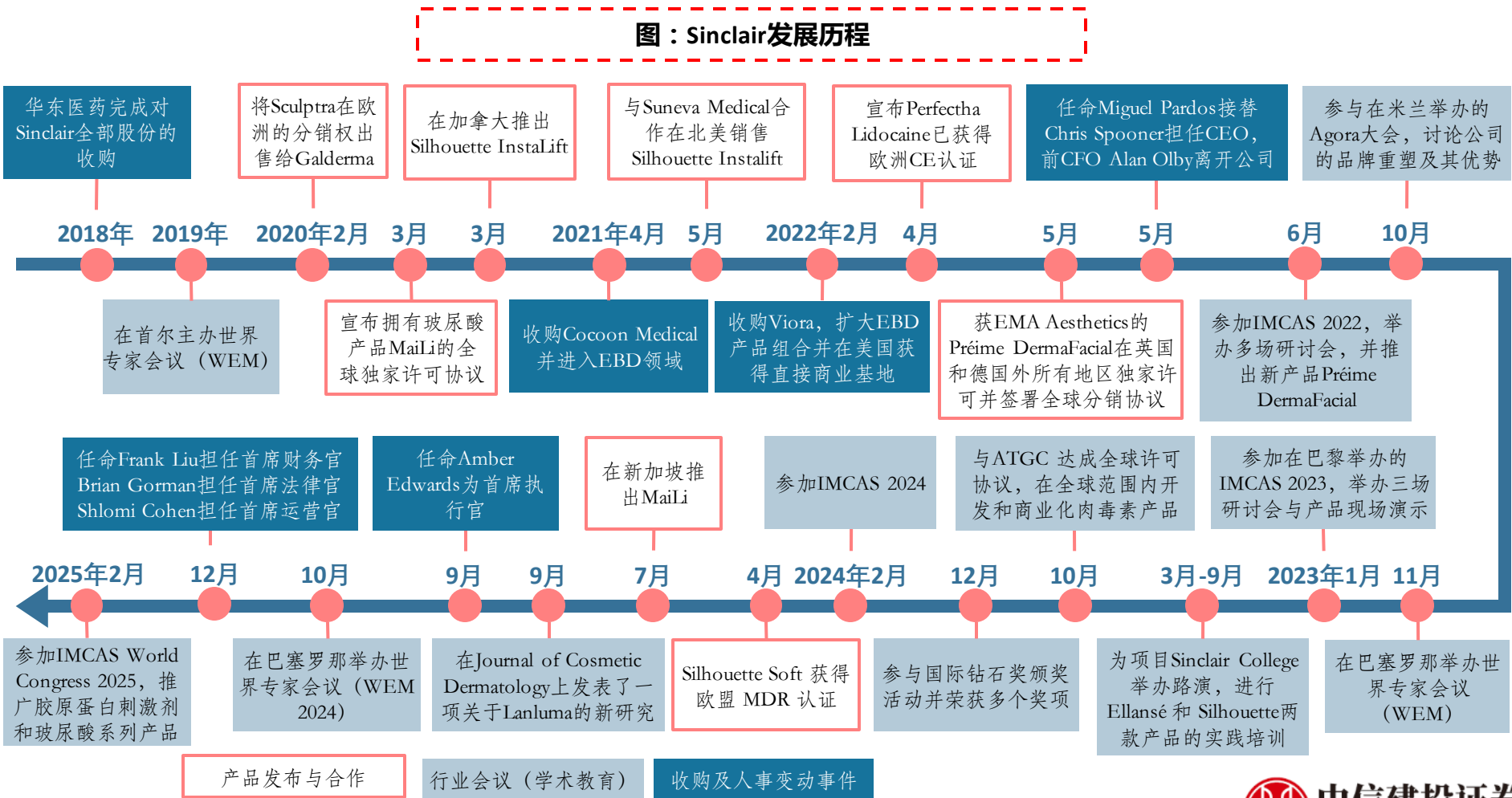
图：华东医药医美业务布局架构



数据来源：公司公告，中信建投

收购英国Sinclair，开启全球化医美布局

➤ **Sinclair发展历程：** Sinclair成立于1971年，总部位于英国伦敦，是一家拥有全球领先的医美技术并全球化运营的专业医美公司，业务涵盖研发、生产、销售等全产业链，产品销往全球55个国家和地区，于2018年被华东医药收购。

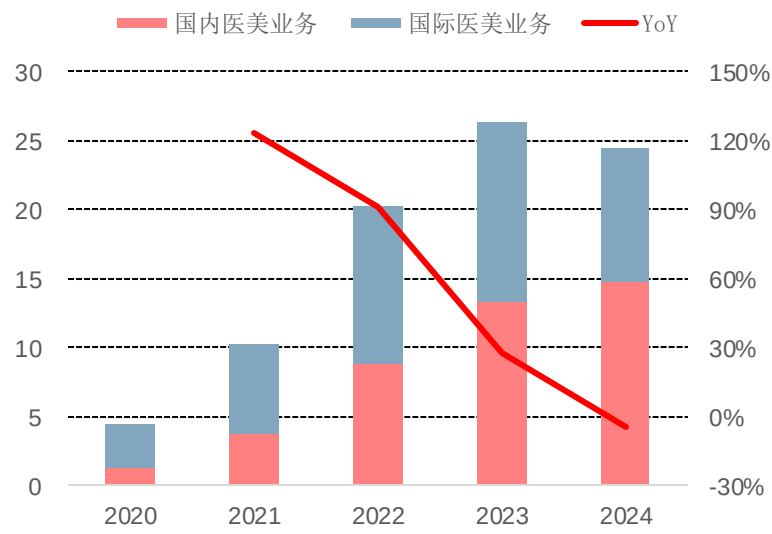


数据来源：公司公告，公司官网，中信建投

国内+海外双轮驱动，营收规模持续提升

➤ **国内+海外双轮驱动：**公司医美业务秉承“全球化运营布局，双循环经营发展”战略，打造丰富产品矩阵。截至24年底，海内外已上市产品达二十余款，在研全球创新产品十余款，带动公司医美业务不断发力。2024年公司医美板块在国内外宏观经济增长放缓、消费需求下降的背景下整体表现稳健，合计营业收入达到23.26亿元。

图：华东医药医美业务收入及增速（亿元）

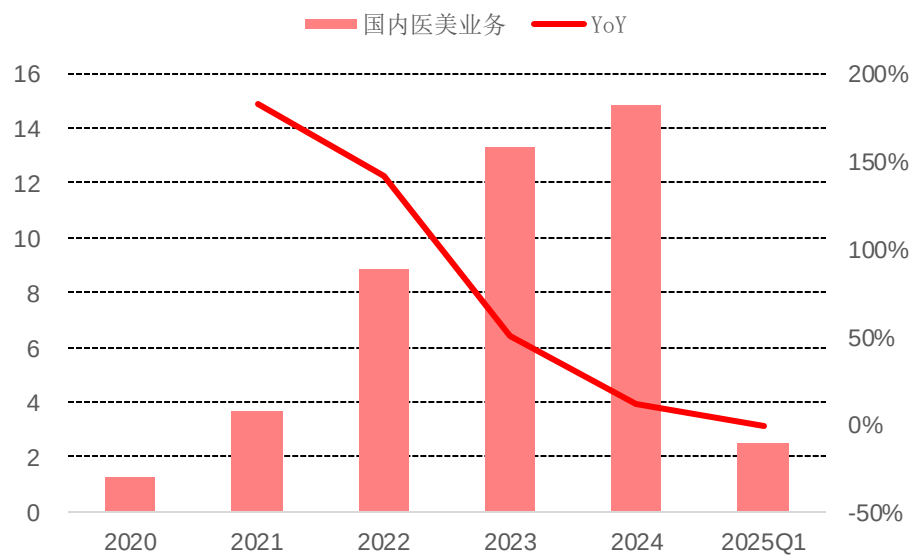


数据来源：公司公告，中信建投
注：国内医美业务口径包括欣可丽美学自营产品收入、公司医药商业代理医美产品收入及自有减肥OTC产品收入。

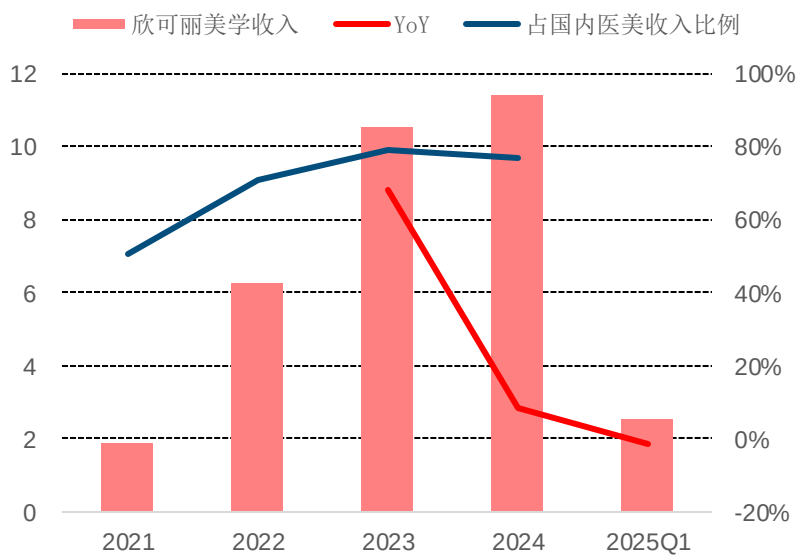
受益于大单品放量，国内医美持续增长

- **国内医美快速增长**：公司国内医美业务近年来保持良好增长态势，从国内医美运营主体子公司欣可丽美学情况来看，2024年欣可丽美学实现营业收入11.39亿元，同比增长8.32%，主要受益于核心品种伊妍仕产品力较强带来持续放量，叠加能量源设备上市进一步完善国内医美布局。2025Q1欣可丽美学实现营业收入2.54亿元，同比稳定，环比2024Q4增长10.64%。
- **从收入占比来看**：2024年公司国内医美业务占医美板块收入比例达63.7%，占比持续上升，国内医美经营成效显著。

图：华东医药国内医美业务营收及增速（亿元）



图：欣可丽美学业务营收及增速（亿元）

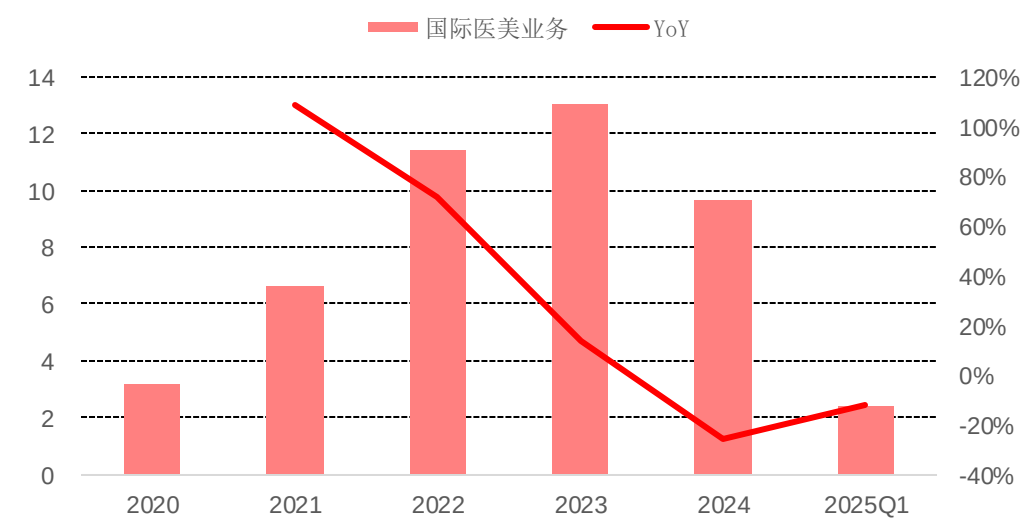


数据来源：公司公告，中信建投
注：国内医美业务口径包括欣可丽美学自营产品收入、公司医药商业代理医美产品收入及自有减肥OTC产品收入。

海外医美业务发展稳健，调整后有望焕发新动力

- **海外医美短期略受宏观环境影响：**公司海外医美业务发展稳健，公司全资子公司英国Sinclair作为全球医美业务运营平台，2024年实现营业收入约9.67亿元人民币，同比下降25.81%。2025Q1实现营业收入2.38亿元，同比降幅缩窄为12.29%，环比2024年第四季度增长24.37%，整体经营符合第一季度计划目标。海外医美主要受全球经济增长乏力影响，此外EBD业务有阶段性内部调整和需求波动，我们预计后续随着需求恢复及市场开拓持续推进，海外医美业务调整后有望焕发新动力。
- **2024H2公司海外医美完成管理团队调整：**2024年9月，公司宣布任命Amber Edwards为新CEO，Edwards拥有超过25年行业经验，曾在制药、医学美容和医疗器械领域担任行政领导职务。其职业生涯亮点包括领导艾尔建美学（Allergan Aesthetics）的国际战略营销工作，负责所有美国以外市场的医疗美容特许经营业务，并领导跨职能团队进行产品组合规划和在亚太地区、加拿大、欧洲和中东地区的产品发布，最终实现了超过20%的增长，并将特许经营业务的收入提升至15亿美元。2024年12月，公司宣布三位高管团队任命：Frank Liu担任首席财务官，Brian Gorman担任首席法务官，Shlomi Cohen担任首席运营官，三位新任高管均向公司CEO Amber Edwards汇报。

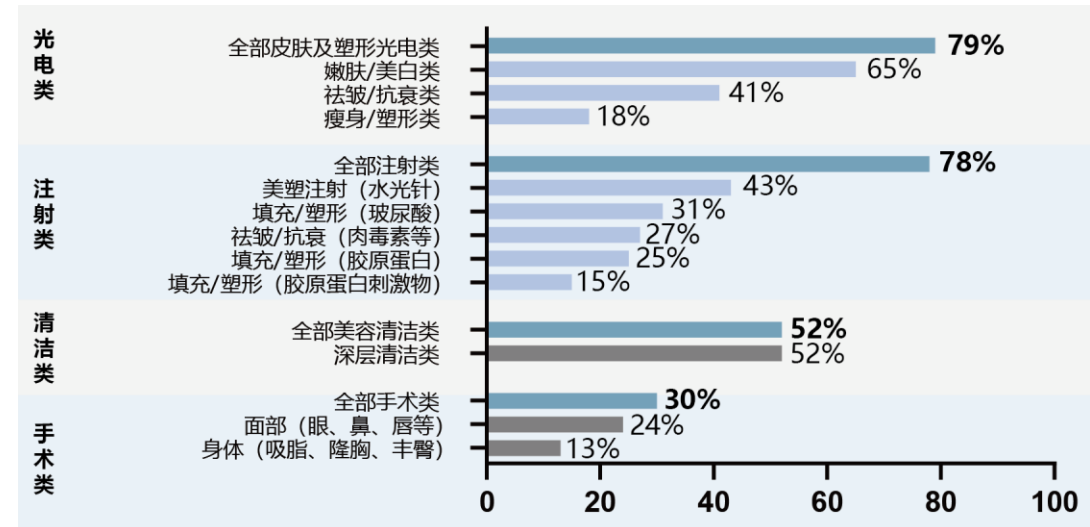
图：华东医药国际医美业务营收及增速（亿元）



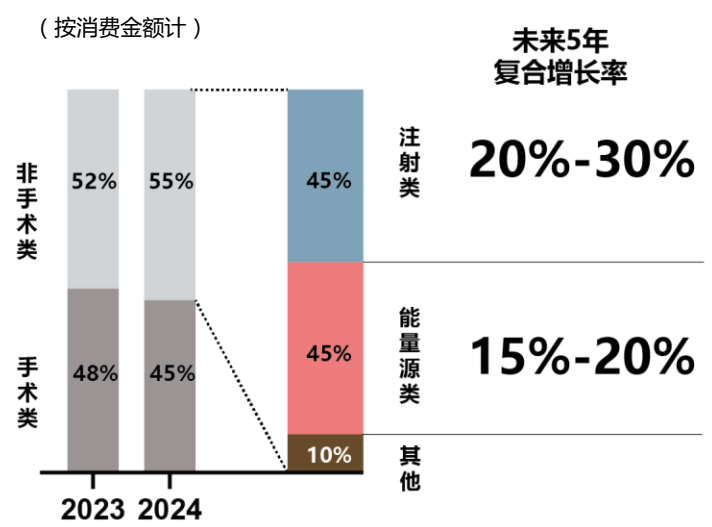
行业：轻医美为需求主流，注射及能量源类医美需求高

- 医疗美容分为手术类和非手术类，非手术类属于非外科诊疗，也称轻医美，指用无创或微创医学疗法满足求美诉求，主要包括注射疗法和光电疗法。
- 轻医美项目是需求主流：注射及光电类项目覆盖率最高，根据德勤2024年统计，75%以上中高收入医美需求者2023年接受该类服务。手术类仅覆盖30%消费者。注射类项目细分品类中水光针、玻尿酸与肉毒毒素排名靠前。能量源类项目细分品类中嫩肤美白、祛皱抗衰排名靠前。
- 市场细分占比与预期变化：按消费金额计算，注射类与能量源类占比过半。能量源类无侵入性，需求者接受度高。注射类客单价高，效果明显。根据德勤2024年相关预测，预计未来5年注射类复合增长率有望达到20-30%，能量源类预计15-20%。整体均快于医美行业平均增速（未来五年CAGR预计10-15%）。

图：中高收入消费者医美消费品类统计（2023，德勤）



图：中国医疗美容市场细分占比与增速预测（2024）



公司国内及海外医美已上市产品

结论：2025年之后国内医美管线扩充明显，多个注射品类逐步获批且相比能量源设备空间更大。**国内2025年-2026年有望新增：**

- **少女针M型：**23Q1完成全部临床受试者入组，24Q2完成全部随访，25M1上市申请已获受理，若顺利预计25H2获批
- **MaiLi高端玻尿酸：**共两款，Extreme（改善下颌轮廓适应症）25Q1已获批，Precise（眶下凹陷适应症）24Q3完成主要终点随访，正在进行安全性随访
- **重组肉毒素：**与重庆誉颜合作全球首款，24Q4上市申请已获受理，若顺利预计25年底有望上市
- **Lanluma：**24Q2开展国内临床入组，24Q4完成全部入组，安全性随访进行中，假设25H2提交注册，预计26H2有望上市
- **能量源设备V30：**25年3月上市申请获受理

图：华东医药国内医美已上市/获批产品



图：华东医药海外医美已上市/获批产品



医美管线布局完善，2025年起进入品种收获期

图：华东医药医美板块管线进展梳理

领域	品类	品种	型号	主要成分	适应症	国内最新进展	国内上市情况	国外上市情况
注射类	再生	Ellansé	S型	聚己内酯	纠正中到重度鼻唇沟皱纹	21年8月上市。24年11月新增适应症完成受试者入组	21年8月已上市	已上市
			M型		面部填充	中国注册申请获NMPA受理	25年1月上市申请已受理	已上市
		Lanluma	V型 X型	聚左旋乳酸	面部、臀部和大腿填充	24年11月完成全部受试者入组	22年底在海南特需使用	已上市
	透明质酸	MaiLi	Extreme Precise	透明质酸	面部填充	25年5月正式实现商业化销售	25年1月已上市	已上市
		Perfectha	-	双相透明质酸	面部填充	24年9月完成临床试验主要终点随访 正在准备国内注册相关工作	否	已上市
		KiOmedine	KIO015&21	壳聚糖衍生物	面部填充、唇部填充	24年12月取得组长单位伦理批件	否	已上市
	肉毒	重组肉毒毒素	YY001	肉毒毒素	改善成年患者的眉间纹	24年12月取得组长单位伦理批件	24年12月上市申请受理	24年7月上市申请受理
		ATGC-肉毒毒素	110	肉毒毒素	改善成年患者的眉间纹	24年12月，上市许可申请获受理	否	-
	提拉埋线	Silhouette Instalift	-	-	中面部提拉	国内临床试验已完成部分受试者入组	24年12月上市申请受理	24年2月上市申请受理
			-	-			否	已上市
能量源	冷冻美肤	Glacial skin	Spa	-	祛除皮肤良性色素性病变	22年Q1在国内完成全球首发（上架销售）	2022年Q1已上市	已上市
			Rx	-	祛除皮肤良性色素性病变	国内注册检测及技术资料准备正在有序开展中	否	已上市
	冷冻溶脂	Cooltech Define	-	-	去除脂肪	国内注册检测正在有序开展中	否	已上市
	激光脱毛	Primelase	-	-	永久脱毛	国内注册检测正在有序开展中	否	已上市
	射频美肤	V系列产品	V20	-	身体和面部塑形、皮肤紧致、脱毛等	24年9月获得NMPA批准上市	2024年9月已上市	已上市
			V30	-		25年3月中国注册申请获NMPA受理	2025年3月上市申请受理	已上市
		Préime DermaFacial	-	-	面部皮肤管理	25年内正式实现商业化销售	预计2025年内	已上市
		Sculpt&Shape	-	-	身体及面部塑形、皮肤紧致、减脂		否	已上市
		Reaction	-	-	身体及面部塑形、皮肤紧致	已于2023年6月完成产品在国内的重新上市	2023年6月已上市	已上市
	无针系统	Ener Jet	-	-	疤痕修复、面部提拉	国内注册检测正在有序开展中	否	已上市
减重	减重	利拉鲁肽	-	利拉鲁肽	减重	已获批	2023年7月上市	-
		司美格鲁肽	-	司美格鲁肽	减重	中国IND于2024年9月底获批	否	-
		单靶口服GLP-1	-	HDM1002	减重	3期临床试验完成首例受试者入组	否	-
		双靶点GLP-1/GIP	-	HDM1005	减重	预计2025年初启动2期临床试验	否	2024年4月IND申请获批
		三靶点GLP-1/GCG/FGF21	-	DR10624	减重	23年10月完成中国I期SAD首个队列给药	否	23年7月在新西兰完成I期MAD首例受试者给药
		奥利司他（健姿）	-	奥利司他	减重	已获批	2010年12月上市	-

数据来源：公司公告，中信建投 绿色为国内已上市产品，蓝色为国内近期上市或预计上市产品



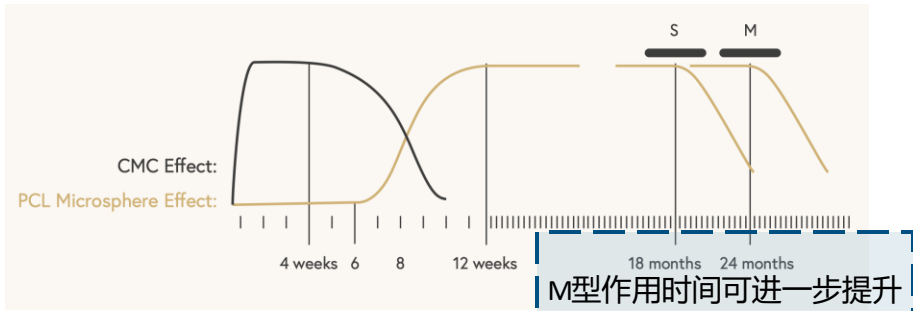
2

注射类：少女针已成10亿大品种，后续布局覆盖主流大品类

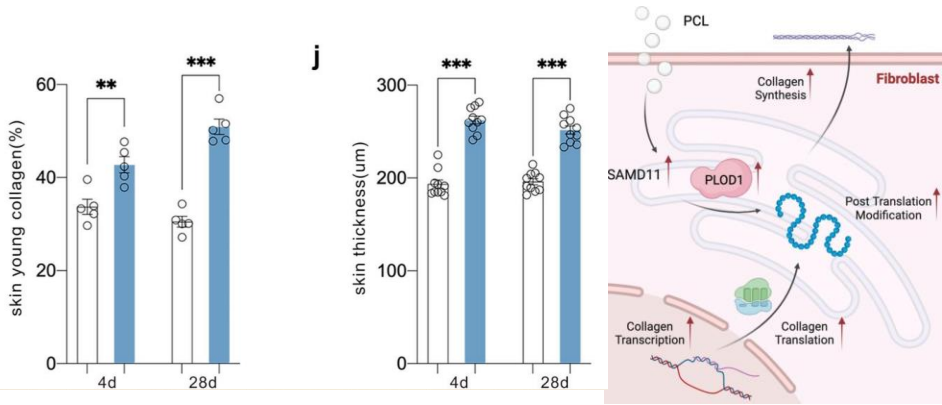
伊妍仕（Ellansé，少女针）：自英国子公司引入长效再生类产品

- **作用原理：**由羧甲基纤维素（CMC）凝胶和30%聚己内酯（Polycaprolactone，PCL）微球构成。CMC即刻起效起到填充效果，PCL通过刺激SAMD11-PLOD1轴，激活自体胶原蛋白再生，实现长效抗衰。
- **短效与长效区分：**少女针分为S/M/L/E四类（L与E暂未销售）。不同分类差异主要在于PCL微球链长，链长决定降解时间，链长越长，降解越慢，作用效果越久。目前国内已上市S型作用时间理论上可达18个月，长效的M型（25年1月在国内已提交上市申请）作用时间理论上可达24个月。

图：伊妍仕S和M两种型号PCL持续时间不同

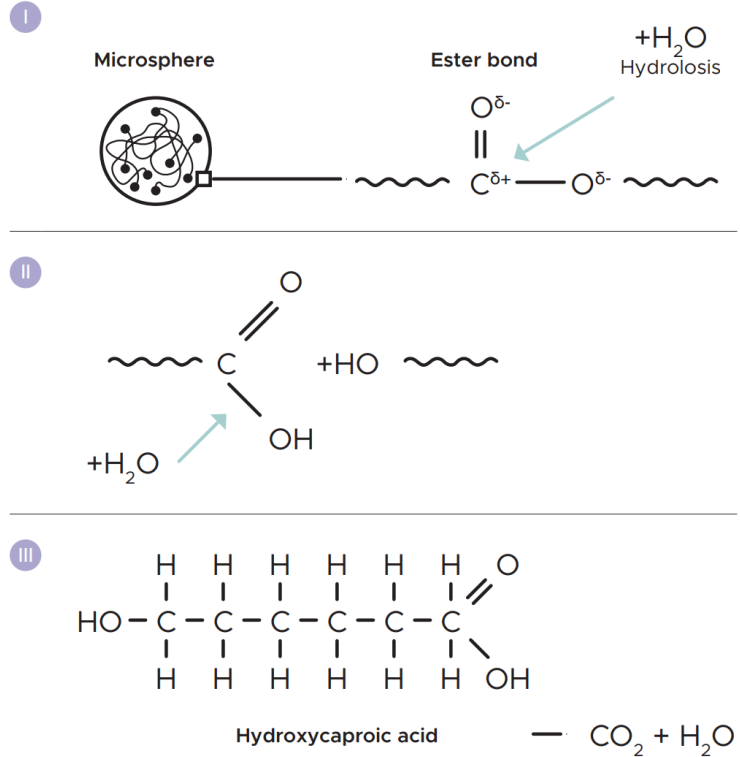


图：PCL微球刺激胶原蛋白再生机理



数据来源：公司公告，Molecular Cell Research，中信建投

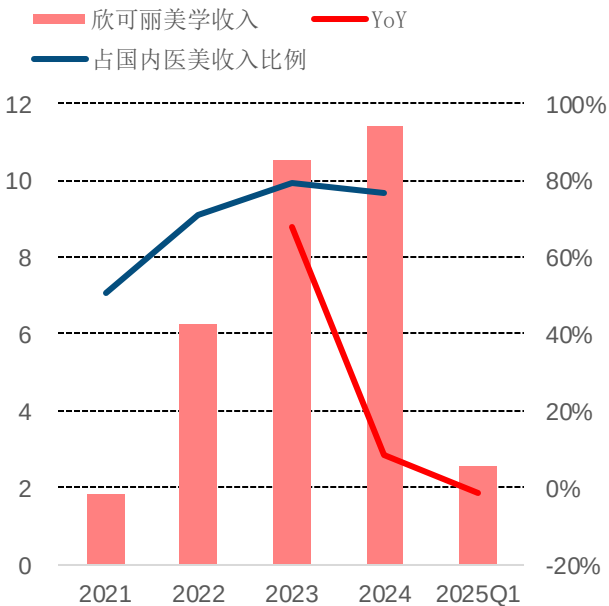
图：PCL酯键缓慢水解机制



伊妍仕：海外长期使用安全性良好，国内渠道持续拓宽

- **已在海外长期使用并受到市场认可**：伊妍仕为公司全资子公司英国Sinclair产品。在全球60多个国家已认证或准入，自2009年上市以来，临床使用超过15年。
- **安全性良好**：在2022年开展的一项不良反应回顾中，从2009年发布到2022年8月的不良反应发生率为0.0462%，最常见的不良反应为结节/肿块，发生率仅为0.0207%。同时羧甲基纤维素（CMC）和聚己内酯（PCL）均可被人体自然分解为二氧化碳和水。
- **渠道持续拓宽**：国内销售由全资子公司欣可丽美学开展，截至2024年末，伊妍仕官方合作医院数量已超1,000家，培训认证医生数量超过1,000人。

图：欣可丽美学业务营收及增速



数据来源：公司公告，中信建投

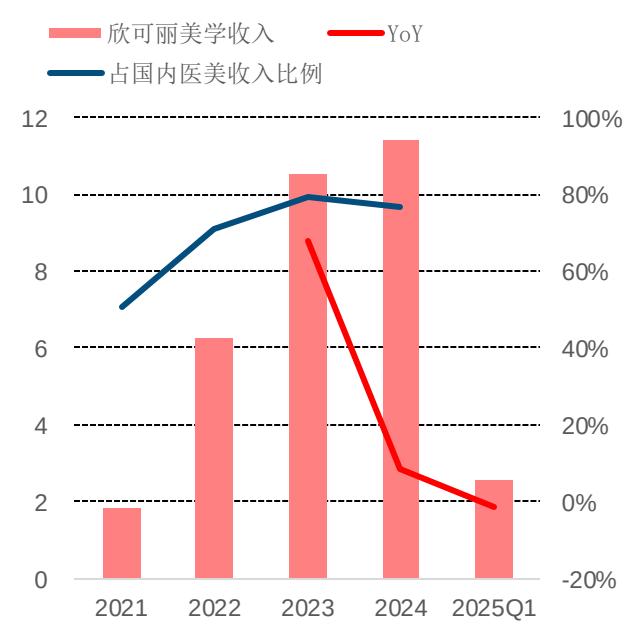
图：伊妍仕各类型不良反应发生率



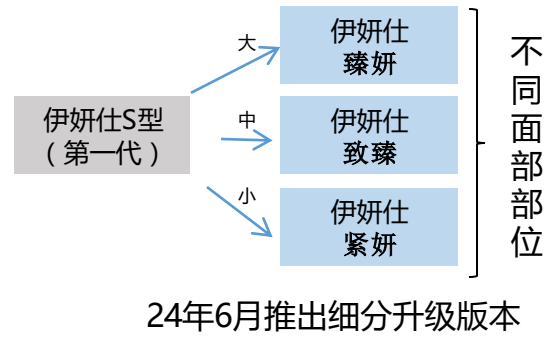
伊妍仕（Ellansé）：现有S型细分升级，更长效版本已申请上市

- **现有s型细分升级**：公司于2024年6月推出Ellansé 伊妍仕® 第二代新品——伊妍仕® 臻妍™、伊妍仕® 紧妍™、伊妍仕® 致臻™，通过将核心成分PCL微球按不同粒径细分，带来更加精细化、定制化的抗衰方案。第二代新品上市后获得了市场的高度关注和认可，截至25年4月已有近300家高端医美机构引入该新品并推广应用。
- **长效版本已提交上市申请**：公司引入M型PCL微球相关产品，后续获批上市后S和M型有望实现客群多层次广覆盖。该产品25年1月上市申请已受理。

图：欣可丽美学业务营收及增速



图：已有产品细分尺寸，精准化使用



数据来源：公司公告，公司官网，NMPA，中信建投

Lanluma：PLLA胶原蛋白刺激剂，具有差异化填充部位

- **Lanluma**：公司全资子公司英国Sinclair产品，主要成分为聚左旋乳酸（PLLA），具有生物相容性，可生物降解，能够安全有效地用于大面积填充，并可以提供18-24个月的长效填充效果。该产品于2020年获得欧盟CE认证。国内2022年12月获批在海南作为临床急需进口医疗器械特需使用。临床试验进展：2024年11月完成全部受试者入组，目前正在进行安全性随访。
- 聚乳酸由乳酸分子缩合而来，乳酸分子具有一个不对称的碳原子，因此聚乳酸根据其手性结构可进一步细分为聚左旋乳酸（PLLA）、聚右旋乳酸（PDLA）、聚双/消旋乳酸（PDLLA）等。聚乳酸在体内代谢为乳酸，而后起到胶原蛋白刺激剂的作用。
- **作用机理：1）提高胶原蛋白表达**：乳酸进入成纤维细胞，通过提高成纤维细胞中TGFβ及其受体的水平，从而诱导Smad蛋白在细胞核内聚集并作为转录因子发挥转录调控作用。同时进行成纤维细胞募集刺激胶原蛋白生成；
- **2）降低胶原蛋白降解**：乳酸上调金属蛋白酶组织抑制因子1（TIMP1）的信号通路，降低胶原的分解速度，从而降低胶原蛋白降解，使胶原代谢的平衡倾向于胶原合成；
- **3）乳酸可以激发脯氨酸羟化酶的活性**，脯氨酸羟化酶是胶原维持三螺旋稳定结构的基础，是胶原合成的关键步骤。通过脯氨酸的羟基化作用在细胞内合成羟脯氨酸，可以为胶原合成提供关键原料，而羟脯氨酸原料的提供又为大量I型和III型胶原的再生提供了保障；
- **4）聚乳酸注射至人体后**，水解形成乳酸，乳酸可经三羧酸循环在细胞内氧化后进入线粒体，作为三羧酸循环底物通过氧化磷酸化的过程产生28个ATP，为胶原合成提供能量供应。

表：PLA通过TGFβ/SMAD相关通路刺激胶原合成实验结果

组别	重复	I型胶原α1	I型胶原α2	TGFβ	SMAD
对照组	6	0.37±0.09	0.41±0.14	0.28±0.04	0.30±0.03
0.5 mg/ml PLA	6	0.43±0.14	0.54±0.14	0.57±0.08	0.52±0.09
1 mg/ml PLA	6	0.86±0.16	0.78±0.12	0.86±0.28	0.76±0.11

Lanluma : PLLA胶原蛋白刺激剂，具有差异化填充部位

- **差异化填充部位**：Lanluma适用于面部和身体填充，是目前全球唯一一款被批准可用于臀部和大腿填充的再生型产品。该产品分为V型及X型两种不同规格，V型用于面部、上臂、颈部和颈肩胸三角区等较小部位填充，X型用于臀部等较大部位的填充。
- 2022年12月，Lanluma获批在海南博鳌作为临床急需进口医疗器械特需使用，用于增加面部和身体凹陷区域的体积，尤其适用于矫正皮肤凹陷。成为国内首个用于身体塑形的再生型填充剂。
- Lanluma作为微创治疗的注射填充剂，相较脂肪填充、假体植入等外科手术，具有风险较低、性价比高、恢复时间快等优势。



Lanluma X : 630 mg PLLA
用于臀部等较大区域

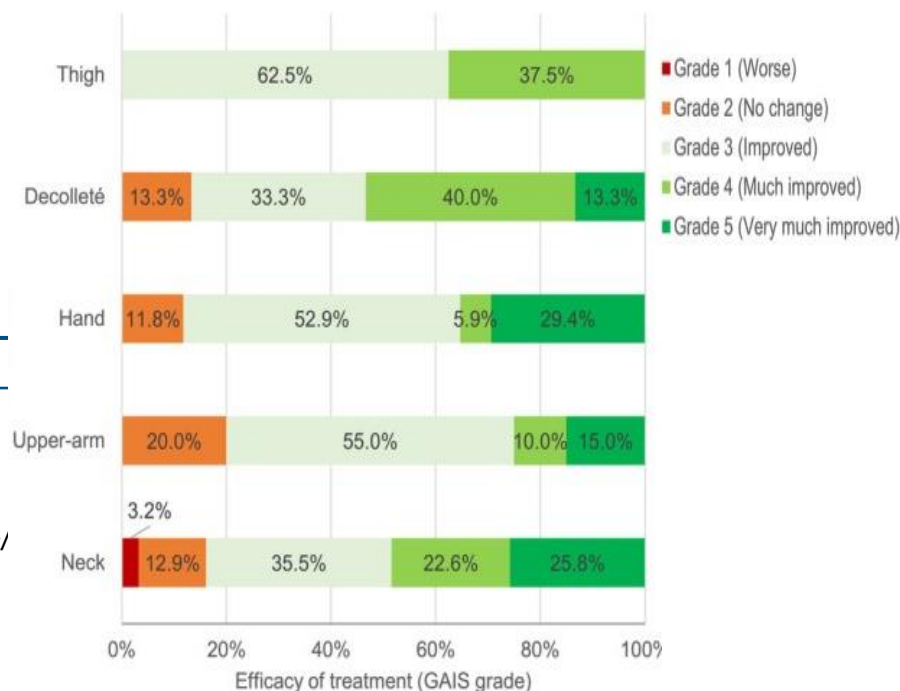


Lanluma V : 210 mg PLLA
适合小面积矫正，如手臂、面部或颈部

表：以聚乳酸为核心成分的再生产品梳理

公司	产品名称	上市时间	成分	适应症
圣博玛	艾薇岚Loviselle	21.04	PLA	中重度鼻唇沟皱纹
爱美客	濡白天使	21.06	PLLA	中重度鼻唇沟皱纹
江苏吴中	艾塑菲AestheFill	24.01	PDLLA	中重度鼻唇沟皱纹
高德美	塑妍萃Sculptra	24.09	PLLA	矫正中面部容量缺失/ 轮廓缺陷
普丽妍	普丽妍	24.11	PLLA	中重度鼻唇沟皱纹
四环医药 (溪颜空间)	-	25.04	PLLA	中重度鼻唇沟皱纹
乐普医疗	-	25.06	PLLA	中重度鼻唇沟皱纹

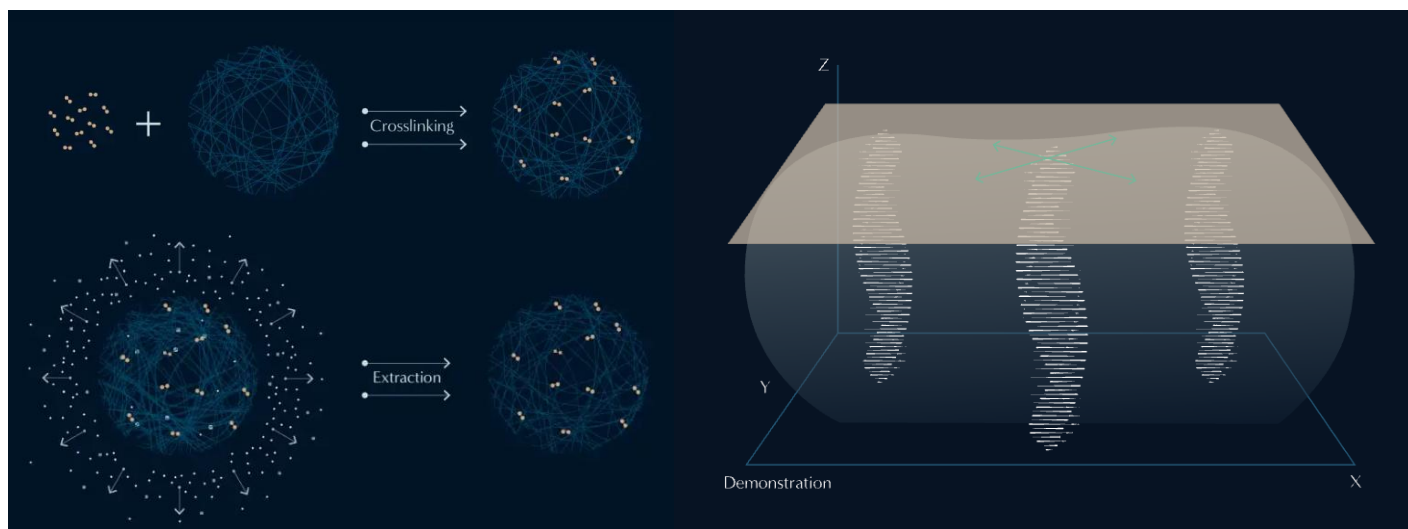
图：Lanluma不同部位填充效果



MaiLi：含利多卡因的高端玻尿酸，OxiFree交联技术实现更少用量

- **补全高端玻尿酸**：MaiLi为Sinclair旗下的高端透明质酸钠凝胶（玻尿酸）产品，来自参股公司瑞士Kylane。产品于2020年6月获得欧盟CE认证，并于2021年上半年在欧洲市场上市，获得了积极的市场反馈。
- MaiLi系列共有4款产品，包括MaiLi Precise、MaiLi Define、MaiLi Volume 和 MaiLi Extreme，均已在欧洲上市，通过多种配方可适用于面部不同部位，为求美者提供面部美容填充的整体解决方案。公司目前在中国引入Precise和Extreme两款型号。二者透明质酸浓度不同，Precise针对细纹填充，Extreme针对脸颊、太阳穴、下颌线、下巴等部位填充。2025年1月，Extreme在国内获NMPA批准上市，并于25年5月召开品牌发布会。Precise（眶下凹陷适应症）24Q3完成主要终点随访，正在进行安全性随访。
- **MaiLi产品的两大亮点**：1.内含利多卡因成分，可以减轻注射过程的疼痛感。2.OxiFree™专利技术：交联中使用惰性气体保护，使用较少BDDE交联剂即可高效交联长链透明质酸分子，同等效果时减少24%填充剂使用量。去除活性氧，延缓降解从而延长有效时间，是目前全球维持效果时间最长的透明质酸产品之一。

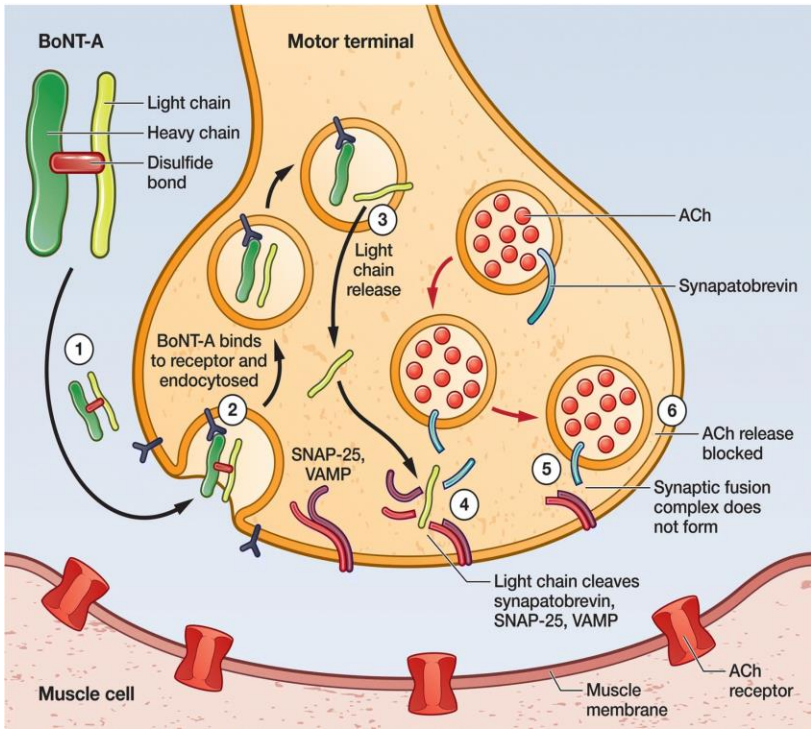
图：OxiFree无氧交联技术



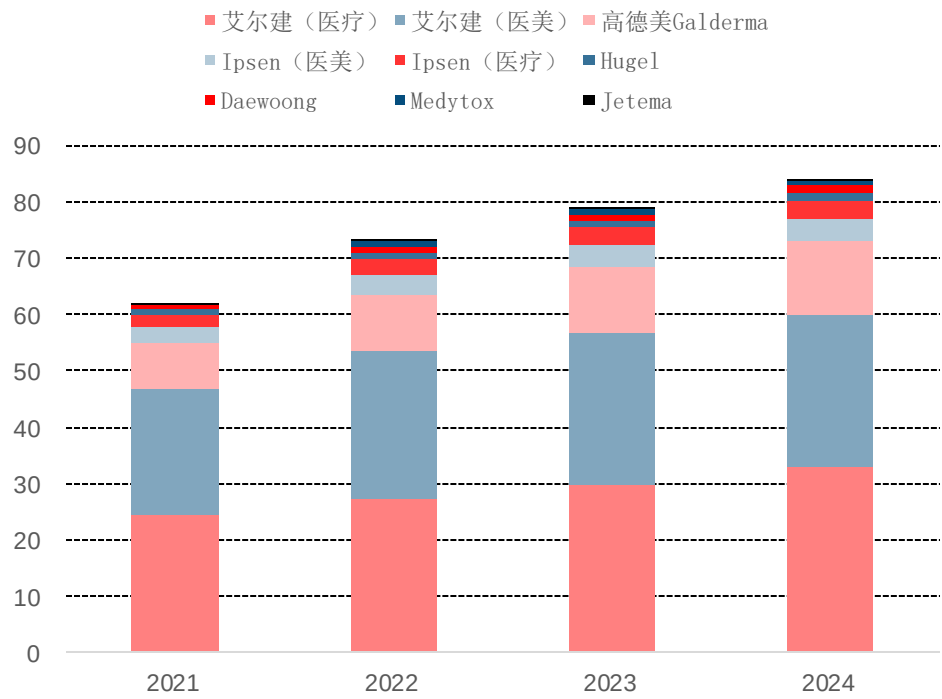
肉毒毒素：全球市场主流医美品种

- **作用机理：**肉毒毒素由肉毒杆菌分泌。A型肉毒毒素（BoNT-A）被广泛应用于医疗美容领域。毒素重链与神经末梢的特异性表面受体结合并被内吞。轻链转位至胞质中，裂解SNAP-25等胞吐相关蛋白，从而抑制乙酰胆碱囊泡胞吐，最终引起肌肉松弛麻痹。由此能有效去除面部的动态皱纹，达到面部年轻化的效果。
- **肉毒毒素市场规模：**根据Grand View Research数据，2023全球肉毒毒素市场规模过百亿，其中近一半为医美用途。

图：A型肉毒毒素作用机理



图：肉毒毒素部分厂商销售情况（亿美元）



全球医美市场数据：肉毒毒素及玻尿酸为最受欢迎非手术类项目

- **2023年数据**：由整形外科医生进行了超过1580万例手术和1910万例非手术类。2019到2023年总体增长了40%。
- 最受欢迎的非手术手术是肉毒毒素、透明质酸、脱毛、非手术紧肤和非手术减脂。
- **肉毒杆菌毒素**仍然是所有性别以及所有年龄段最常见的非手术手术，全球整形外科医生进行了超过880万例。排在第二位的是透明质酸，增长29%，达到556万例。

表：2023年全球医美市场非手术类项目统计

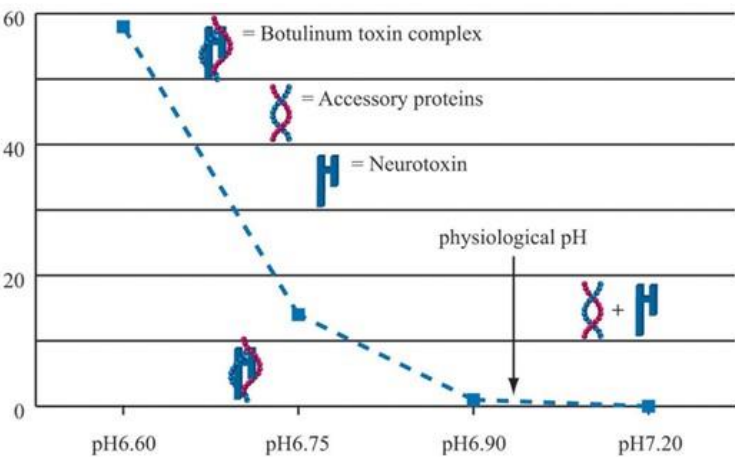
排序	非手术类项目	项目数量 (2023)	占非手术类比例	项目数量 (2022)	项目数量 (2019)	2023相比2022 年同比变化	2023相比2019 年同比变化
1	肉毒毒素Botulinum Toxin	8,877,991	46.3%	9,221,419	6,271,488	-3.7%	41.6%
2	玻尿酸Hyaluronic Acid	5,564,866	29.0%	4,312,037	4,315,859	29.1%	28.9%
3	脱毛Hair Removal	1,608,447	8.4%	1,798,253	1,042,951	-10.6%	54.2%
4	非手术紧肤Non-Surgical Skin Tightening	831,583	4.3%	734,257	N/A	13.3%	N/A
5	非手术减脂Non-Surgical Fat Reduction	631,212	3.3%	778,716	462,769	-18.9%	36.4%
6	化学剥脱术Chemical Peel	553,785	2.9%	844,616	369,497	-34.4%	49.9%
7	全面积消融Full Field Ablative	437,652	2.3%	367,983	190,978	18.9%	129.2%
8	羟基磷灰石钙Calcium Hydroxylapatite	344,624	1.8%	350,716	212,762	-1.7%	62.0%
9	橘皮组织治疗Cellulite Treatment	331,981	1.7%	449,314	N/A	-26.1%	N/A
	非手术类项目合计	19,182,141		18,857,311	13,618,735	1.7%	40.9%

数据来源：ISAPS，中信建投

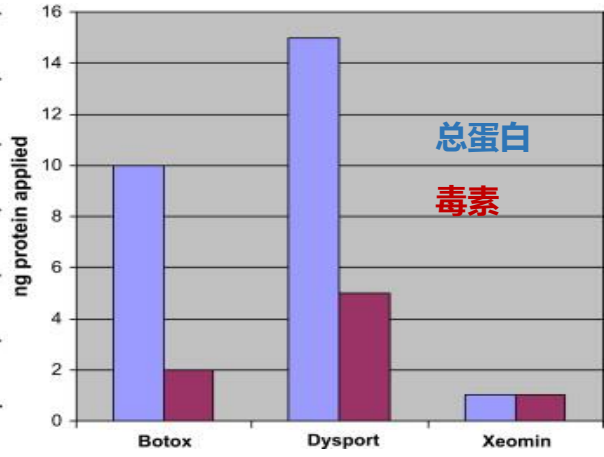
公司布局两款肉毒毒素均去除复合蛋白，可降低免疫原性

- **复合蛋白对疗效的影响**：天然状态下，肉毒毒素与复合蛋白结合。复合蛋白在自然环境中（pH 5-7）保护毒素，并在生理pH值时解离释放毒素。复合蛋白存在免疫原性，诱导机体产生中和抗体。降低疗效。
- **公司布局两款肉毒毒素**：1) 2023年10月，公司与韩国ATGC公司就肉毒杆菌毒素在全球范围内签署开发及商业化合作协议，获得其肉毒毒素产品ATGC-110在中、美、欧等的独家许可，以及在韩国的非独家许可，2) 2023年11月，公司与重庆誉颜签订产品YY001重组A型肉毒毒素独家经销协议。**两款产品均去除复合蛋白**：ATGC-110采用类似Xeomin策略去除复合蛋白。2024年2月，该产品韩国上市申请获受理。重庆誉颜YY001则直接通过重组方式表达，目前在国内上市申请已获受理。

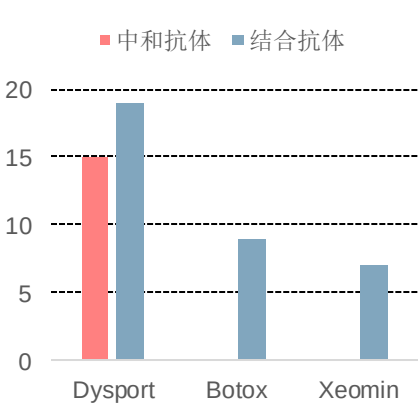
图：肉毒毒素复合蛋白的作用



图：Xeomin通过纯化去除复合蛋白



图：去除复合蛋白后的作用



表：公司肉毒毒素两款产品布局

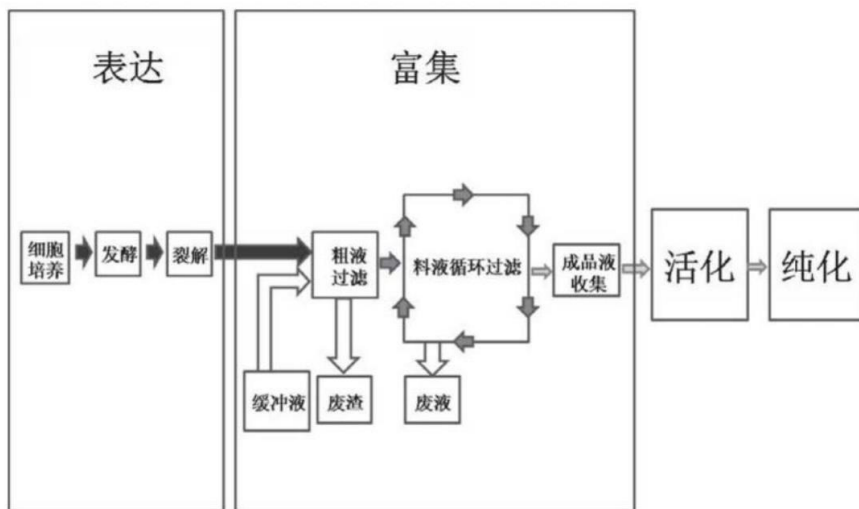
来源	公司权益	去除复合蛋白工艺	进展
誉颜	中国独家商业化	重组表达	2024年12月中国上市申请已受理
ATGC	中美欧独家、韩国非独家	表达纯化	2024年2月，韩国上市申请获受理

数据来源：公司公告，Toxicon，Aesthetic Surgery Journal，Neurotoxicity Research，中信建投

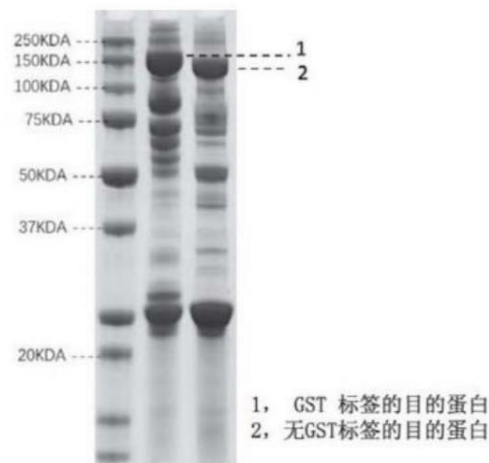
重庆誉颜YY001肉毒毒素：自研重组表达工艺

- **重组工艺**：重庆誉颜YY001在不改变蛋白活性的基础上，避免了传统技术路线使用肉毒杆菌生产肉毒毒素的生物安全风险；通过全套创新设计的生产工艺，所生产的重组肉毒毒素具有纯度高、比活性高、免疫原性低的特征。
- **临床进展**：重庆誉颜YY001医美适应症上市注册已于24年12月被NMPA受理。在医美应用的基础上，成人上肢肌肉痉挛适应症已于2024年9月开展II期临床试验，并将在全球范围内首先将重组A型肉毒毒素应用于医疗领域。
- **产能**：重庆誉颜新建符合GMP规范的生产设施，总建筑面积约为12000平方米。该设施设计年产200万瓶YY001冻干制剂。

图：重庆誉颜肉毒毒素表达系统



图：GST标签纯化重组肉毒毒素



肉毒毒素：公司双管线布局，重组肉毒进度领先

表：国内肉毒毒素管线进展梳理

产品来源	合作商	产品名称	不同适应症进度
兰州生物	-	衡力	面部皱纹,上肢痉挛,斜视,眼睑痉挛,面肌痉挛（93.10上市），另有诸多适应症在申请上市或开展临床试验
Allergan	-	保妥适Botox	面部皱纹(03.04上市),局灶性肌张力障碍(03.04上市),咬肌肥大(24.05上市)
Ipsen	高德美	吉适Dysport	面部皱纹（20.06上市）
Hugel	四环医药	乐提葆Letybo	面部皱纹（20.10上市）
Merz	精鼎医药	思奥美Xeomin	面部皱纹（24.02上市）
Revance	复星医药	达希斐Daxxify	面部皱纹（24.09上市），颈部肌张力障碍（24.11上市）
Huons	爱美客	HU-014	面部皱纹（24.06上市注册受理）
誉颜	华东医药	YY001	面部皱纹（24.12上市注册受理），上肢痉挛（24.09 II期临床获批）
Ipsen	-	QM1114	面部皱纹（25.02上市注册受理）
inibio co	玉琢生物	INI101	面部皱纹（25.04上市注册受理）
大熊制药	-	ABP-450	面部皱纹（上市申请已暂停）
JETEMA	华东医美（宁波）	JTM201	面部皱纹（24.09 III期临床获批）
君合盟	-	JHM03	面部皱纹（25.04 III期临床获批），上肢痉挛(24.08 I/II期临床获批)
博特维克	-	-	面部皱纹（25.04 I/II期临床获批）
迪新宸科	-	DN001	面部皱纹（24.08 I/II期临床获批）

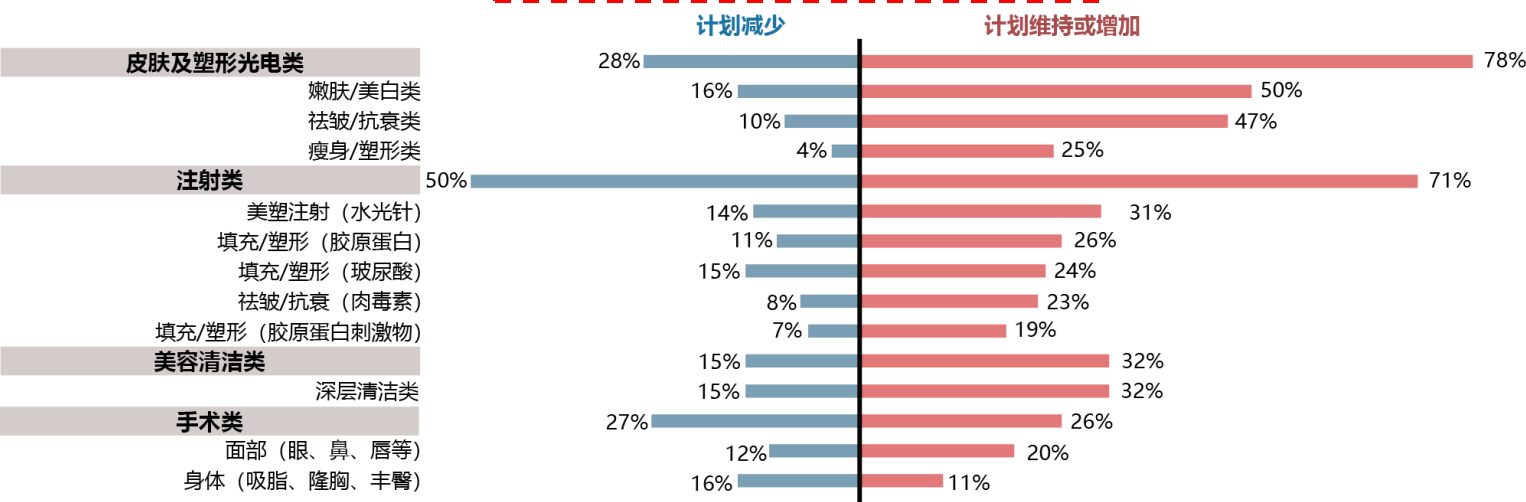
3

能量源：以多技术路径，提供皮肤管理及身体塑形综合方案

行业：光电需求旺盛，嫩肤美白与祛皱抗衰为重点

- **祛皱抗衰与嫩肤美白产品需求上升**：根据德勤数据，消费者针对祛皱抗衰产品需求旺盛，净需求率上升37%，位列能量源首位。其次为嫩肤美白，净需求率上升34%。
- **公司在祛皱抗衰与嫩肤美白等增长点持续布局**：近年来酷雪、芮艾琨、芮颜琨陆续上市。V30、Préime DermaFacial有望带来新增长点。

图：消费者2024医美需求预期变化



图：公司祛皱抗衰、嫩肤美白产品布局

2022年1季度上市



酷雪®
功能性肤色管理设备
Glacial skin Spa

2023年6月已上市



芮艾琨®
射频治疗仪
Reaction

2024年9月获批上市



芮颜琨®
强脉冲光射频治疗仪
V20

2025年实现商业化销售



Préime
DermaFacial

2025年3月上市申请获受理



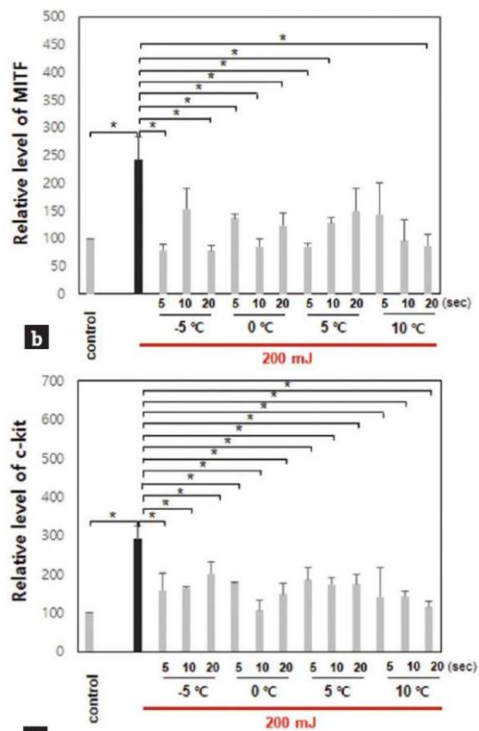
V30

数据来源：公司公告，德勤，中信建投

酷雪 (Glacial Skin) 系列：冷冻美肤产品

- **原理**：Glacial系列产品通过瞬时将皮肤基底层降至-12℃，持续数秒回温，完成一次治疗循环。通过这种冷冻循环，Glacial系列产品抑制并瓦解黑色素，降低炎症，舒缓敏感肌肤。
- **系列内差异定位**：Glacial Spa是一款紧凑小巧的低温美肤产品，已于2022年1季度在国内上市销售。Glacial Rx体积较大，功能更为全面，国内注册检测及技术资料准备正在有序开展中。
- **与活性成分搭配使用**：Glacial系列产品搭配专用活性成分，实现标准化“六部曲”护肤。

图：冷冻美肤降低色素沉着相关生物标志物



图：Glacial Spa与Rx

Spa



Rx



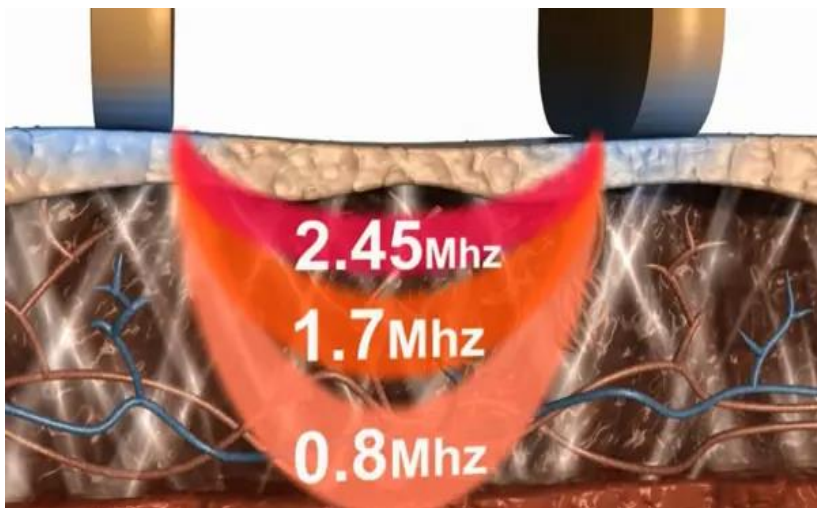
图：专用活性成分耗材



芮艾堤（Reaction）：新一代多频射频抗衰设备

- **射频治疗原理**：射频能量加热皮下胶原蛋白与弹性蛋白纤维网络，提高皮下组织代谢率。此外，僵硬的胶原蛋白交联被破坏，使得皮肤恢复弹性。
- **新型多频射频技术**：CORE™技术可产生三种频率不同的射频能量，由此控制射频能量穿透深度，可以针对面部和身体部位针对性治疗，满足不同的需求。
- **多手柄针对不同身体区域**：Reaction配备三种手柄，针对不同身体部位。
- **上市情况**：芮艾堤Reaction已于2023年6月完成产品在国内的重新上市。
- **市场情况**：截止2025年4月，已经有超过200家机构引入了Glacial spa或Reaction设备，终端治疗数量同比增长超过300%。

图：CORE™技术



图：Reaction手柄图

BC:大面积使用

FC:小面积使用

ST:松弛肌肤



V系列产品：兼顾射频与激光美肤

- **射频美肤**：所有V系列产品均可使用射频手柄，搭载包含CORE™以内的一系列射频技术，针对性改善各种皮肤问题。
- **激光美肤**：V20与V30独有的V-IPL强脉冲光手柄光谱宽，利用不同滤光片达到脱毛、皮肤嫩肤、血管和色素病变以及痤疮清除等不同效果。V30独有的V-Nd:YAG手柄基于长脉冲1064nm激光，可达皮下深度更深，适用于血管性病变、甲真菌病和深色皮肤毛发去除。
- **上市情况**：V20于2024年9月获批上市，V30上市申请2025年3月获受理。

表：v系列产品手柄功能一览表

手柄名称	作用	部位	适用平台
V-ST	射频抗衰、使胶原与弹性蛋白纤维收缩，祛皱	面部皮肤	V10,20,30
V-Form	射频能量塑形身体、紧致肌肤、减脂	腹部、腿部	V10,20,30
V-FR	射频能量改善肤质、肤色以及清除痤疮疤痕	面部皮肤	V10,20,30
V-VR	射频能量改善妇科问题	妇科需求	V10,20,30
V-IPL	脱毛、皮肤嫩肤、血管和色素病变以及痤疮清除	上下肢皮肤	V20,30
V-Nd: YAG	血管性病变、甲真菌病和深色皮肤毛发去除	面部与上肢皮肤	V30

图：v系列产品手柄图



V-ST

V-Form

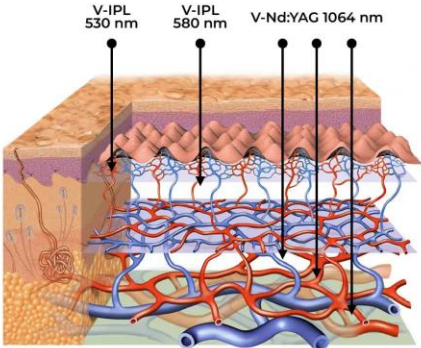
V-FR

V-VR

V-IPL

V-Nd: YAG

图：V-Nd:YAG穿透能力



Préime DermaFacial：多功能皮肤管理平台

- **多功能平台**：与V系列专注于激光与射频能量美肤不同，Préime DermaFacial的5款手柄利用不同原理进行美肤。部分美肤手段与定制活性成分耗材配合使用，为公司带来进一步收益。
- **物联网技术**：Préime DermaFacial为一款智能美容设备，搭载全新物联网 (IoT) 技术，能确保护理的标准效果，同时给用户带来出色的体验感。
- **上市时间**：Préime DermaFacial将于2025年内正式实现商业化销售。

图：Préime DermaFacial手柄功能

手柄名称	原理	作用
AquaB	机械活动与真空	清洁皮肤
Collagen +	射频能量	刺激天然胶原蛋白
MicroT	微电流	强健肌肉、收紧皮肤
UltraB	超声波	加速活性成分吸收，滋养皮肤
VibroX	微晶磨皮	去除角质并使皮肤恢复活力

图：专用活性成分耗材



图：Préime DermaFacial手柄图



4

工业创新转型进展丰富，关注自研品种进展催化

GLP-1：管线布局全面，全球首创GLP-1/GCG/FGF21三靶

公司在内分泌/代谢领域扎根深厚，同时多款创新GLP-1管线积极推进，后续同样有望成为公司医美全域解决方案的重要组成部分：

- **口服GLP-1**：HDM1002减重25H1已推进至III期临床入组，降糖适应症预计25Q3获得II期顶线结果，25H2启动III期。
- **双靶点**：HDM1005糖尿病及减重25H1均已启动II期，减重适应症预计25Q4启动III期。此外中美双报MASH、OSA、HFpEF适应症。
- **三靶点GLP-1**：DR10624已发布肥胖合并高甘油三酯血症新西兰Ib/IIa数据，国内高甘油三酯血症II期进行中，预计25Q3完成，MASH II期同样进行中。

图：华东医药GLP-1管线进展

类型	靶点	品种	适应症	给药方式	来源	IND批准时间	I期启动	I期结束	II期启动	II期临床	III期启动	III期结束	上市申请	获批
单靶点	GLP-1	利拉鲁肽	糖尿病	注射	九源基因	2016.08	2017.08	2018.08	/	/	2019.02	2021.02	2021.08	2023.03
			肥胖或超重			2017.09	/	/	/	/	2020.06	2021.08	2022.07	2023.07
		司美格鲁肽	糖尿病	注射	重庆派金	2022.06	2022.07	2023.04	/	/	2023.08	2024.10	2025.03	预计2026
			减重			2024.09	/	/	/	/	2024.12	预计2025		
单靶复方	GLP-1/SGLT2	HDM1002	糖尿病	口服	自研	2023.05	2023.06	2024.06	2024.06	预计2025Q3	预计2025H2	W44首例入组 预计2026		
			肥胖			(中美双IND批准) 2023.09	(Ia) 2023.11	披露数据 2024.06	2024.04	2024.10	2025.04			
双靶点	GLP-1R/GIPR	HDM1010	糖尿病	口服	自研	2025.06 (美国)								
			减重											
双靶点	GLP-1R/GIPR	HDM1005	MAFLD/MASH	注射	自研	2024.03 (中国)	2024.03 (Ia)	2025.02披露数据	2025.04首例入组	2025.02	预计2025Q4			
			OSA			2024.04 (美国)	2024.06 (Ib)	2025.02披露数据						
			HFpEF			2024.11 (美国)								
						2024.12 (中国)								
三靶点	GLP-1R/GCGR/FGF21R	DR10624	超重或肥胖	注射	控股子公司道尔生物	2024.11 (美国)	2022.06	新西兰及(新西兰)国内I期	2025.03披露Ib/IIa数据	2025.03	预计2025			
			糖尿病			2025.02 (中国)	2023.10	SAD已完成(中国)						
			重度高甘油三酯血症			2024.12 (美国)								
			MAFLD/MASH			2025.03 (中国)								
三靶点	GLP-1R/GCGR/FGF21R	DR10624	超重或肥胖	注射	控股子公司道尔生物	2023.06 (中国)	2022.06	新西兰及(新西兰)国内I期	2025.03披露Ib/IIa数据	2025.03	预计2025			
			糖尿病			2023.08 (中国)	2023.10	SAD已完成(中国)						
			重度高甘油三酯血症			2024.11 (中国)								
			MAFLD/MASH											

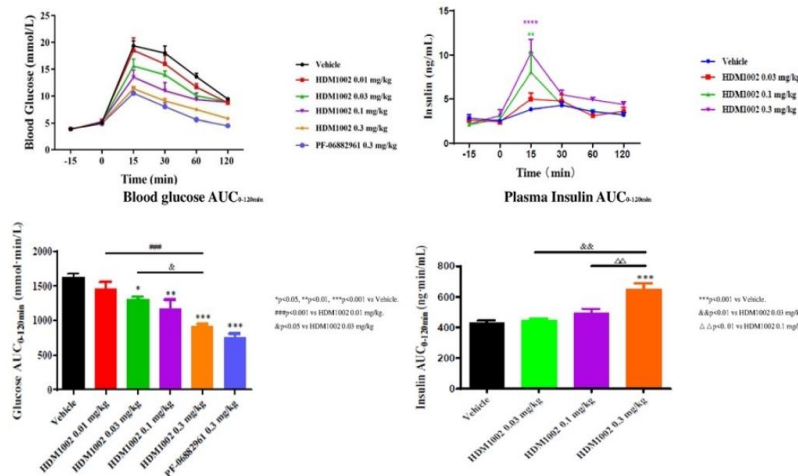
数据来源：公司公告，中信建投 OSA：阻塞性睡眠呼吸暂停；HFpEF：射血分数保留心力衰竭



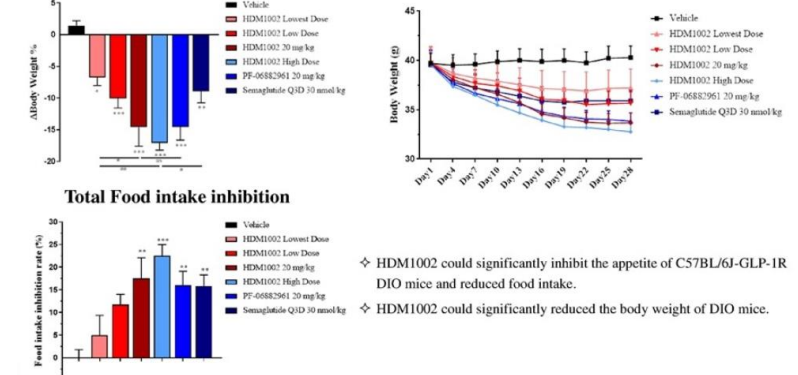
单靶口服：HDM1002安全性良好，减重适应症已进入III期临床

- HDM1002片是由中美华东自主研发并拥有全球知识产权的口服小分子GLP-1受体激动剂。临床前研究显示，HDM1002可强效激活GLP-1受体，诱导环磷酸腺苷（cAMP）产生，具有强效的改善糖耐受、降糖和减重作用并且显示出良好的安全性。
- **HDM1002特点：**
 - **1.强效GLP-1R激活作用：**对GLP-1R的最大激活Emax与GLP-1(7-37)相当。
 - **2.高选择性：**HDM1002对于GPCRs B族其他受体无作用。
 - **3.降糖效果：**C57BL/6J-GLP-1R转基因小鼠中，HDM1002可抑制小鼠糖负荷后的血糖升高，可提高小鼠血浆胰岛素水平。
 - **4.减重药效：**显著降低C57BL/6J-GLP-1R DIO小鼠的体重、随机血糖和空腹血糖，并具有良好的剂量相关性。
 - **5.高生物利用度：**在小鼠、大鼠、食蟹猴体内生物利用度达到31.5-114%。
 - **6.安全性良好：**对中枢神经系统、心血管系统、呼吸系统无明显影响，心脏毒性风险显著降低，安全窗显著提升。

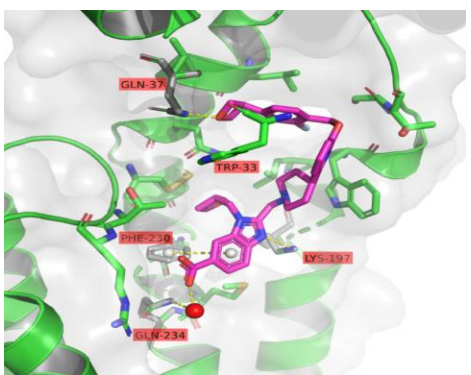
图：HDM1002降糖效果



图：HDM1002减重效果



图：HDM1002与GLP1R的分子对接结果



单靶口服：HDM1002安全性良好，减重适应症已进入III期临床

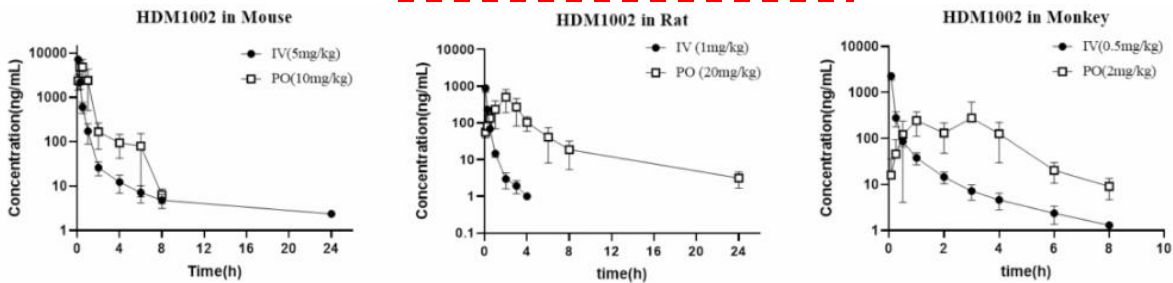
进度：

- 1) 糖尿病适应症：美国IND申请于2023年4月递交，2023年5月获批开展I期临床；中国II期研究正在顺利开展中，预计2025年Q3获得顶线结果（降糖）；并于2025年下半年进入III期临床研究。
- 2) 减重适应症已进入III期：2025年4月国内III期临床首例受试者入组（减重）。

数据：

- HDM1002片在中国Ia及Ib期临床试验中取得了积极结果。Ia期：10mg至600mg剂量范围内呈现线性药代动力学，安全性和耐受性良好。不良事件严重程度均为1级或2级。健康受试者单次服用HDM1002片后，餐后2小时血糖较安慰剂明显下降，并呈现出剂量依赖性。Ib期：50-400mg剂量范围内连续给药28天，安全性和耐受性良好。常见不良事件为胃肠道相关，绝大多数为轻度恶心和呕吐。100mg或以上剂量组第28天体重降低显著优于安慰剂组，呈现剂量依赖性，目标剂量组范围内受试者第28天体重较基线平均下降4.9%~6.8%。

图：HDM1002生物利用度



PK Parameters	Mouse (po 10 mg/kg)	Rat (po 20 mg/kg)	Monkey (po 2 mg/kg)
C _{max} (ng/mL) (po)	4858	502	406
AUC _{inf} (ng·hr/mL) (po)	5530	1442	906
CL (L/hr/kg) (iv)	2.07	3.78	0.72
V _{ss} (L/kg) (iv)	2.85	0.81	0.21
F%(po)	114	25.8	31.5

图：HDM1002安全性

Study	System	Results
hERG	HEK293	IC ₅₀ >60.00 μM
CNS	SD Rat	No significant effect
Respiratory system	SD Rat	No significant effect
Cardiovascular and respiratory system	Cynomolgus Monkey	No significant effect
4-week repeat-dose study in SD rat	SD Rat	NOEL=Highest Dose
4-week repeat-dose study in cynomolgus monkeys	Cynomolgus Monkey	Safety margin is significantly large

双靶注射：HDM1005降糖及减重II期均推进中

- **GLP-1/GIP双靶点长效激动剂HDM1005注射液**：已在中国获批2型糖尿病、超重等多个适应症的IND；目前，HDM1005注射液在中国Ia及Ib期临床试验中取得了积极结果，正在积极推进II期临床试验相关工作。
- 体重管理适应症II期临床试验已于2025年2月完成首例受试者给药，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。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。
- **开展多项慢病适应症**：除降糖及减重外，公司已在中美申请1）HDM1005治疗代谢相关脂肪性肝病（MAFLD）/代谢相关脂肪性肝炎（MASH）、2）用于阻塞性睡眠呼吸暂停（OSA）合并肥胖或超重成人患者的治疗，以及3）用于射血分数保留心力衰竭（HFpEF）合并肥胖或超重成人患者的治疗多个适应症的IND。

数据：

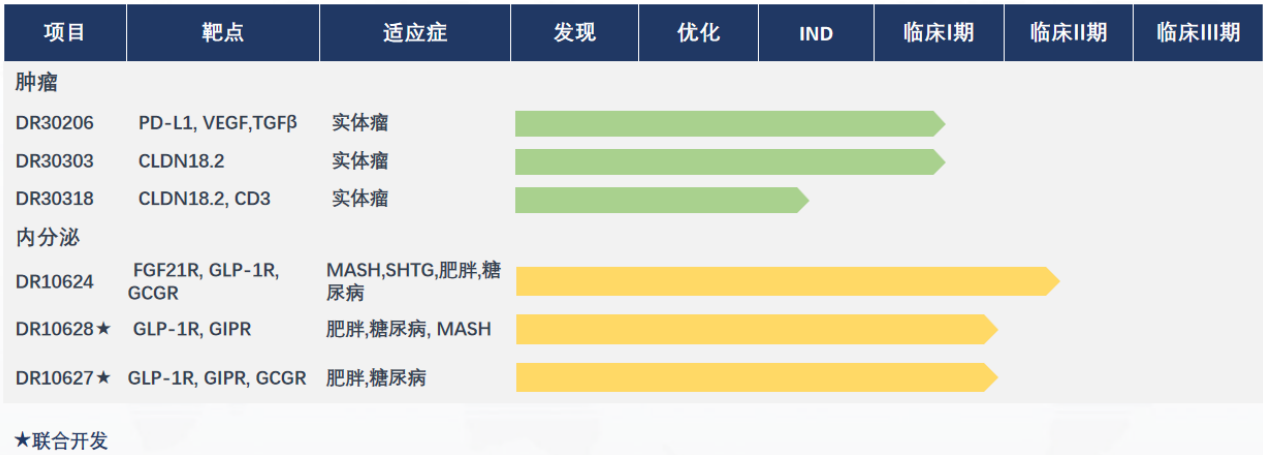
- HDM1005注射液I期研究结果显示，不良反应严重程度均为轻度或中度。与安慰剂相比，单次和多次给药后可观察到口服葡萄糖耐量试验（OGTT）中0~2 h葡萄糖药物血药浓度下的曲线下面积(AUC)显著降低，且呈剂量依赖性。在Ia期中，体重下降呈剂量依赖性，在D8时5 mg组体重最大平均下降为3.92 kg（5.36%）。
- 在Ib期中，经过4周治疗，0.5-4.0 mg组在D29时的体重平均下降幅度为4.79-7.76kg（6.12%-10.29%），并且在停止治疗后4周体重下降仍可维持。在HDM1005组中，到第4周时体重下降 > 5%的受试者比例为87.5%，而安慰剂组为25%。此外，HDM1005还可降低第4周时的总胆固醇(TC)、甘油三酯(TG)和低密度脂蛋白胆固醇(LDL-C)水平。

三靶点：DR10624——全球首创GLP-1/GCG/FGF21三靶

- 道尔生物重点在研项目覆盖肿瘤、代谢和眼科领域。**代谢领域新药重点管线包括：**1) 一款GLP-1R/GCGR/FGFR1c-βKlotho三靶点特异激动剂DR10624，以及2) 两款双靶点药物DR10627 (GLP-1R/GIPR双特异激动剂，速效日制剂) 和DR10628 (GLP-1R/GIPR双特异激动剂，长效周制剂) 。其中两款双靶点药物为与和泽医药联合开发。
- **三靶点DR10624：**全球首创 (first-in-class) 靶向GLP-1受体、GCG受体和FGFR1c/Klothoβ的长效三靶点激动剂。由N端靶向GLP-1R/GCGR的嵌合肽段与工程化改造的IgG1Fc融合，并在Fc的C末端融合重组的FGF21突变体。由中国仓鼠卵巢 (CHO) 细胞表达，经纯化后获得。结构上为对称二聚体，具有GLP-1R、GCGR与FGF21R三重激动剂的生物学活性，同时融合有去糖基化改造的IgG1Fc以延长半衰期。临床前的动物研究显示，DR10624具有明显的降糖、降脂、减重等疗效。
- **进度：1) 海外：**2025年5月DR10624新西兰1b/2a期临床结果发布，将肝脏脂肪降低最高达89%。

- **2) 国内：**
- 正在中国开展MAFLD/MASH II期临床研究，并于2025年4月完成首例受试者入组。
- 在中国已启动的另一项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。
- DR10624用于2型糖尿病和体重适应症的中国临床试验申请也先后获批。

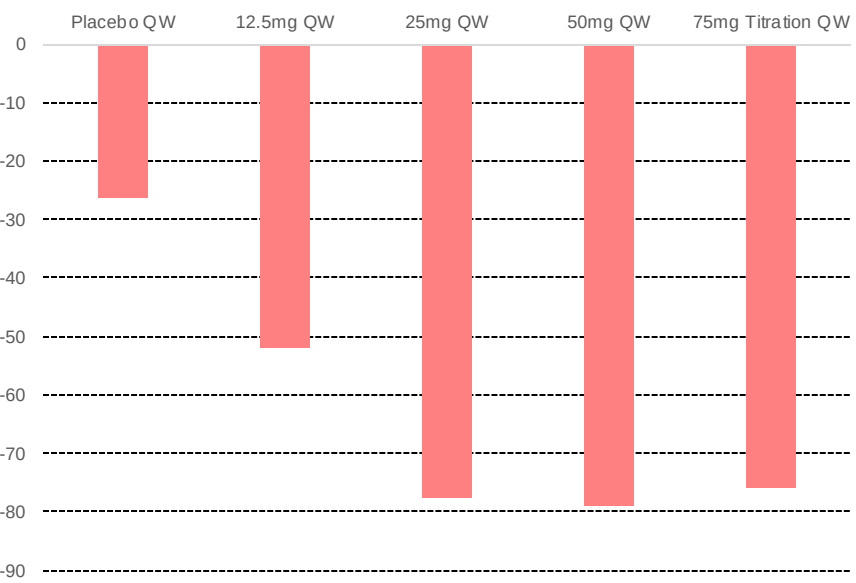
图：道尔生物产品管线



三靶点：DR10624降低肝脏脂肪效果优异，关注MASH潜力

- DR10624的Ib/Ila临床试验是在新西兰开展的一项随机、双盲、安慰剂对照、多次给药剂量递增的研究。主要有效性终点为肝脏脂肪含量（Liver Fat Content，LFC）较基线变化、空腹甘油三脂（TG）较基线变化等。
- **安全性良好：**安全性方面，DR10624在研究中耐受性良好，未发生与研究药物相关的严重不良事件，且导致治疗终止的治疗相关不良事件发生率较低。
- **降低肝脏脂肪效果优异：**治疗12周后，DR10624的各剂量组（12.5 mg、25 mg、50 mg和75 mg剂量滴定组）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%。在基线肝脏脂肪含量≥8%的受试者中，DR10624的各剂量组（12.5 mg、25 mg、50 mg和75 mg剂量滴定组）的LFC较基线相对降幅分别为58.3%、83%、89.2%、和87.2%，显著高于安慰剂组的27.2%。

图：第85天肝脏脂肪相对变化（%）



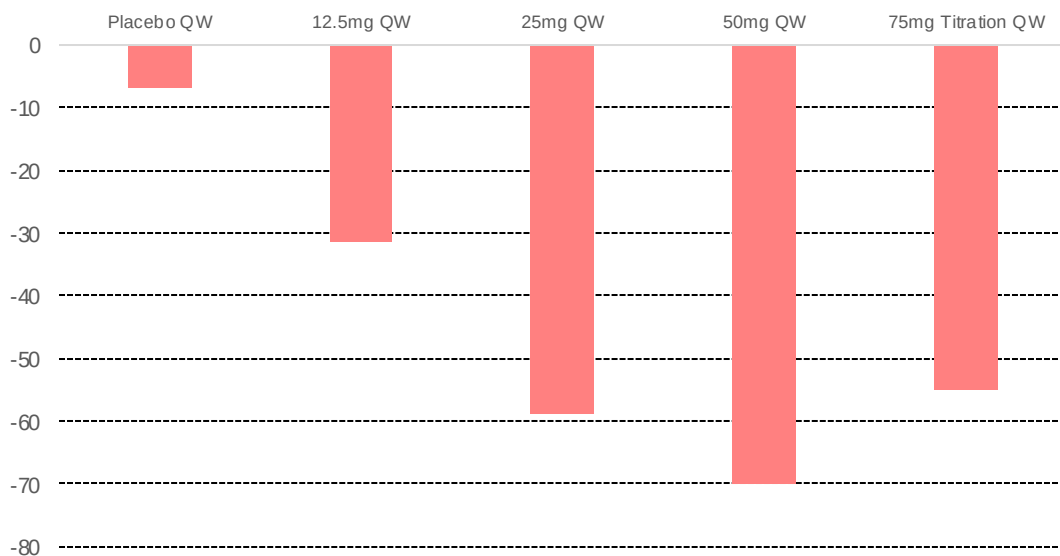
		Placebo QW	12.5 mg QW	25 mg QW	50 mg QW	75 mg Titration QW
Baseline	N	7	6	8	3	5
	mean	24.3	21.3	14.7	13.6	21.7
	median	23	17.1	11.9	13.9	18.9
Day 85	N	6	6	7	3	3
	mean	19.3	11.4	2.26	1.9	2.83
	median	16.8	4.2	2.5	1.3	3.5
Absolute change from baseline						
	N	6	6	7	3	3
	mean	-5.23	-9.87	-11.1	-11.7	-18.8
	min, max	-9.0, -1.9	-20.0, 0.7	-23.5, -6.1	-12.7, -10.7	-24.0, -15.4
Percentage change from baseline						
	N	6	6	7	3	3
	mean	-27.2	-58.3	-83	-89.2	-87.2
	min, max	-54.3, -5.4	-83.3, 1.7	-94.8, -69.3	-91.4, -78.7	-94.4, -81.5

数据来源：公司公告，公司公众号，道尔生物，中信建投

三靶点：DR10624降低肝脏脂肪效果优异

- **显著降低血脂**：与安慰剂相比，所有DR10624治疗组的空腹甘油三酯较基线降幅均具有统计学显著性。第12周时，DR10624各剂量组（12.5 mg、25 mg、50 mg和75 mg剂量滴定组）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50 mg和75 mg剂量滴定组中，与安慰剂相比，受试者的极低密度脂蛋白胆固醇（VLDL-C）、总胆固醇（TC）、非高密度脂蛋白胆固醇（non-HDL-C）均呈现统计学显著降低。
- **降低胰岛素抵抗**：DR10624在受试者中还展现出较好的降低胰岛素抵抗的药效，在第12周时，DR10624的50 mg和75 mg剂量滴定组的受试者的胰岛素抵抗指数（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%。

图：第12周空腹甘油三酯基线降幅（%）



肿瘤板块：打造ADC领域研发生态圈

- 持续加大在ADC领域差异化纵深布局，近年来公司积极布局ADC领域，除自身研发平台外，相关投资及合作包括：德国Heidelberg Pharma（肿瘤ADC药物研发），荃信生物（抗体研发生产）、诺灵生物（ADC连接子与偶联技术），琿达生物（ADC药物毒素原料），道尔生物（多抗平台型研发公司）等。
- 工微业务布局ADC毒素：目前ADC毒素创新业务板块已完成系列产品布局，主流毒素品种已全部完成美国DMF文件注册号。已签订多个ADC小分子CDMO项目。

图：华东医药全球研发生态圈及ADC领域布局梳理



公司	领域	投资时间	持股比例
荃信生物 (港股已上市)	抗体研发生产	2020年8月	17.06%
诺灵生物	ADC连接子与偶联技术	2021年4月	4.29%
琿达生物	ADC药物毒素原料全产品线	2020年1月 孵化	51%
道尔生物	多抗平台型研发	2021年4月	75%
Heidelberg Pharma (德国上市)	肿瘤ADC药物研发、 ATAC技术平台	2022年2月	35%

数据来源：公司公告，Wind，中信建投

自研ROR1 ADC：进度全球前三，后续多款自研ADC积极推进中

- **自研ROR1 ADC：**公司首个自主研发ADC项目HDM2005，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。2023年完成PCC确认。
- **进度全球前三：**从ROR1领域进度来看，公司该产品进度处在全球前三，进度最快的为默沙东的Zilovetamab Vedotin，24年12月已进入III期临床。
- **临床进度：**2024年8月完成该产品的中国I期临床首例受试者入组，截至2025年5月，已完成前四个剂量爬坡，均未发生DLT（剂量限制性毒性），目前在第五个剂量爬坡给药阶段，同步进入第四个剂量组的扩展阶段。
- 2025年2月，公司向NMPA递交HDM2005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，2025年5月获得IND批准。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（Orphan Drug Designation，ODD）。

图：ROR1 ADC赛道临床阶段品种进度梳理

企业	品种	阶段	进入该阶段日期	备注
默沙东/VelosBio	Zilovetamab Vedotin	临床III期	2024-12-03	27.5亿美元收购VelosBio
基石药业/LegoChem	CS5001	临床I期	2022-03-14	
华东医药	HDM2005	临床I期	2024-06-17	
Zentalis Pharmaceuticals/ Immunome	IM-1021	临床I期	2025-02-07	
巨石生物（石药集团）	SYS 6005	临床I期	2025-02-14	授权给Radiance Biopharma
正大天晴（中国生物制药）	TQB2101	临床I期	2025-04-07	
博锐生物（海正药业）	BR111	临床I期	2025-04-14	
勃林格殷格翰	NBE-002	临床I/II期	2020-06-22	11.8亿欧元收购，23年9月临床终止

- **多款自研ADC积极推进中：**除了HDM2005之外，公司自主研发具特色创新靶点的三款ADC项目，分别靶向MUC17（HDM2012）、CDH17（HDM2017）以及EGFR2b（HDM2020），均计划2025年Q2/Q3递交中国和美国的IND申请。

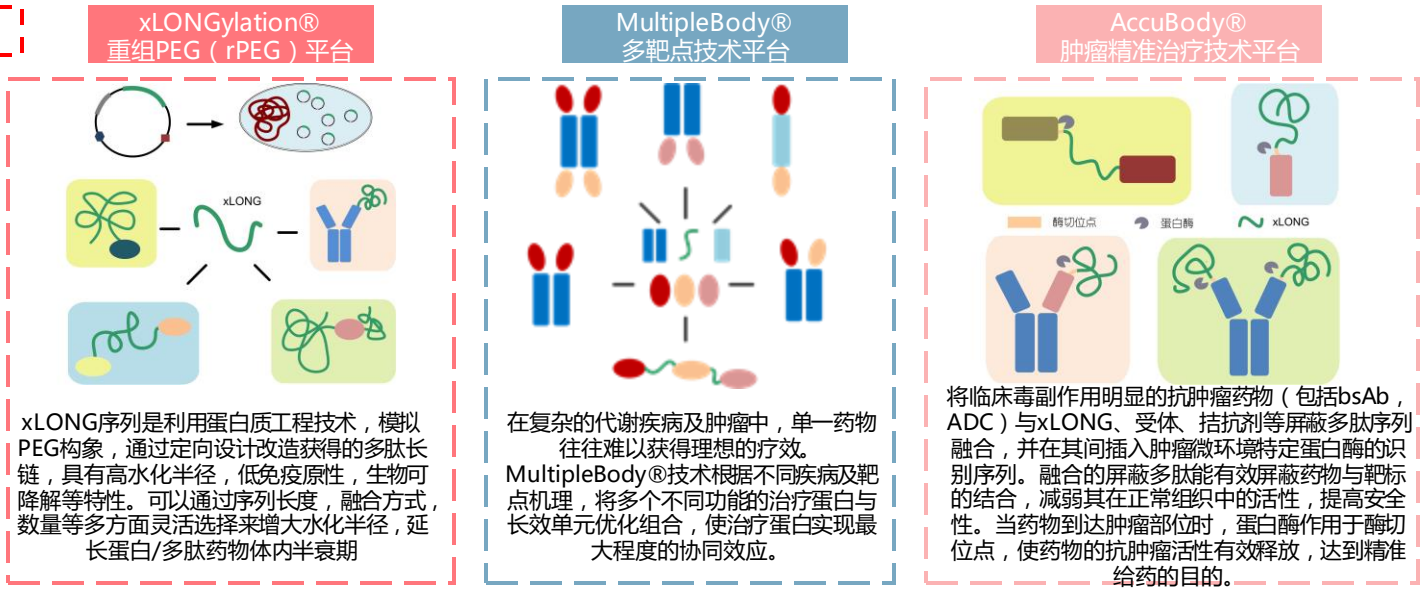
数据来源：公司公告，弗若斯特沙利文，中信建投

自研PD-L1/VEGF/TGF-β三抗：晚期实体瘤适应症进入Ib期

- **PD-L1/VEGF/TGF-β三抗，临床前及临床均显示出较好抗肿瘤效果：**靶向PD-L1/VEGF/TGF-β的三靶点抗体融合蛋白注射用DR30206由控股子公司道尔生物自主研发，并拥有全球知识产权。通过阻断PD-1/PD-L1信号通路，恢复耗竭性CD8+T细胞的增殖；通过特异性结合游离VEGF和TGF-β，减少肿瘤新生血管的形成同时解除免疫抑制，从而达到杀伤肿瘤的目的。非临床研究显示，DR30206在多个不同的非小细胞肺癌肿瘤相关模型中都展现出极强的抗肿瘤活性。
- **临床进度：晚期实体瘤适应症：**IND申请于2023年6月获批。截至2025年3月已完成了Ia期临床剂量递增阶段七个剂量组的爬坡，并于2025年4月完成非小细胞肺癌的Ib期临床试验首例受试者给药。目前已有的临床数据显示DR30206具有较好的人体耐受性和对多种类型实体瘤患者的初步药效。
- **晚期或转移性消化道肿瘤适应症：**2025年1月道尔生物向NMPA递交了DR30206联合标准化疗用于晚期或转移性消化道肿瘤患者的治疗的临床试验申请，2025年4月获得批准。预计25H1启动DR30206联合标准化疗的Ib期临床研究。

图：道尔生物技术平台

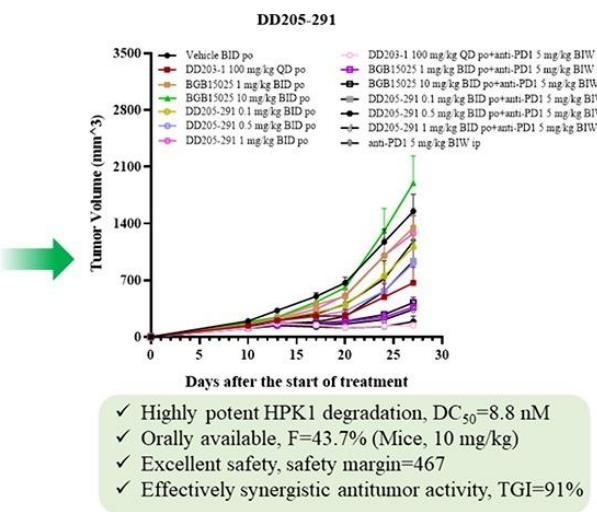
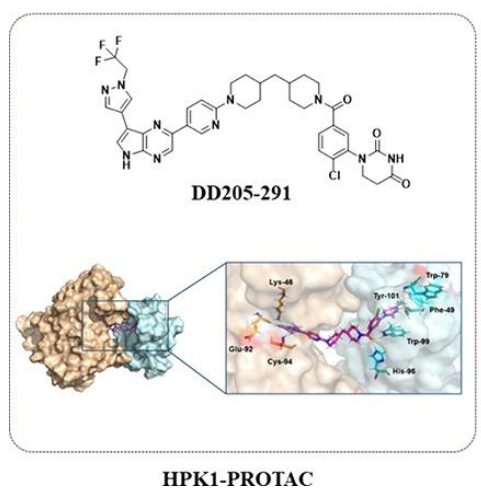
- 该药物由道尔生物专有的 SMART-VHHBody 和 MultipleBody® 平台技术设计、改造和开发



自研HPK-1 PROTAC：中美双报，晚期实体瘤国内I期进行中

- **自研PROTAC**：HDM2006是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）。
- HPK1是一种造血特异性蛋白丝氨酸 - 苏氨酸激酶，是哺乳动物Ste20相关蛋白激酶MAP4K家族的成员之一，在调节细胞存活、细胞迁移、细胞凋亡和自噬中发挥重要作用。HPK1主要在造血细胞和免疫细胞中表达，如造血祖细胞、T淋巴细胞、B淋巴细胞、树突状细胞（Dendritic cells，DC）等，是T细胞受体、B细胞受体和树突状细胞的负调节因子。HPK1激酶功能的丧失增加了细胞因子的分泌，增强了T细胞信号传导、病毒清除和肿瘤生长抑制。研究表明，HPK1的表达水平与多种肿瘤患者的生存时间呈负相关，如脑低级别胶质瘤、肾透明细胞癌、胰腺癌以及浸润性乳腺癌等。
- **临床进度**：在中国的IND申请于2024年10月获得NMPA批准，适应症为晚期实体瘤。2024年12月，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。
美国临床：2025年1月，HDM2006片美国IND申请获得FDA批准，适应症为晚期恶性肿瘤。

➤ **数据**：2024年HDM2006入选AACR大会POSTER，相较于HPK1小分子抑制剂，蛋白降解剂大幅提升药效和安全性。体外活性研究表明可高效降解HPK1，其DC50<10nM，Dmax>90%。蛋白组学显示，该品种仅显著降低HPK1水平，显示出高降解选择性。大、小鼠的药代动力学研究结果显示，该品种具有优异的口服暴露和高的口服生物利用度，组织分布合理。在小鼠MC38皮下荷瘤模型中，极低剂量该品种与PD1抗体联用即可发挥协同抑瘤作用，TGI>90%。大鼠DRF实验表明安全性优异。



未来展望

- **未来展望：1) 创新转型进展兑现，关注自研品种研发进展以及对外合作潜力。**公司近年来不断丰富创新药研发管线布局，重点围绕内分泌、自免和抗肿瘤三大领域，2024年至今BCMA CAR-T、FR α -ADC (ELAHERE)、乌司奴单抗生物类似药 (HDM3001)、ARCALYST、塞纳帕利等多款重磅产品已上市，展望2025年创新品种上市及销售有望持续贡献收入增量。后续自研品种进展方面，我们建议关注单靶口服GLP-1 (HDM1002)、三靶点GLP-1 (DR10624)、ROR1 ADC (HDM2005)、PROTAC (HDM2006)、PD-L1/VEGF/TGF- β 三抗 (DR30206) 等品种的研发进展。同时25年5月，公司表示将做好创新产品的对外授权相关工作，公司对后续达成license-out合作抱有信心，我们建议积极关注相关催化。
- **2) 医美25年起管线进入收获期：**站在当前时点，我们认为公司医美板块全球视野布局优势明显，国内医美即将进入产品收获期，海外医美调整后有望焕发新动力。后续随着扩大内需政策带来消费市场需求复苏，看好公司1) 作为行业龙头受益于消费复苏过程；2) 收入端规模效应带来利润弹性。我们预计2025年之后公司国内医美管线扩充明显，有助于打开增长空间。国内2025年-2026年有望新增：1) 少女针M型：23Q1完成全部临床受试者入组，24Q2完成全部随访，25M1上市申请已获受理，若顺利预计25H2获批；2) Maili高端玻尿酸：共两款，Extreme (改善下颌轮廓适应症) 25Q1已获批，Precise (眶下凹陷适应症) 24Q3完成主要终点随访，正在进行安全性随访；3) 重组肉毒素：与重庆誉颜合作全球首款，24Q4上市申请已获受理，若顺利预计25年底有望上市；4) Lanluma：24Q2开展国内临床入组，24Q4完成全部入组，安全性随访进行中，假设25H2提交注册，预计26H2有望上市；5) 能量源设备V30：25年3月上市申请获受理。上述产品获批有望打开公司国内医美板块增长空间。海外医美调整后有望焕发新动力。
- **3) 工微板块多重催化：**美琪健康已于23Q4投产，24年转入常态化运营，我们预计25年随着产能爬坡将逐步贡献增量；动保业务布局蓝海赛道，品种引进及品牌培育将助力C端发力；特色原料药&中间体板块多肽业务已完成布局，关注国际市场拓展。

盈利预测

➤ 我们预测2025-2027年，公司营收分别为449.1、483.5和515亿元，分别同比增长7.2%、7.7%和6.5%；归母净利润分别为40.05、45.11和49.69亿元，分别同比增长14%、12.6%和10.2%。折合EPS分别为2.28元/股、2.57元/股和2.83元/股，对应PE为19.2X、17.0X和15.5X，维持“买入”评级。

图：重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	40,623.78	41,905.71	44,910.00	48,350.00	51,500.00
YoY(%)	7.71	3.16	7.17	7.66	6.51
净利润(百万元)	2,838.86	3,512.10	4,004.98	4,510.50	4,969.15
YoY(%)	13.59	23.72	14.03	12.62	10.17
毛利率(%)	32.40	33.21	33.51	34.20	34.28
净利率(%)	6.99	8.38	8.92	9.33	9.65
ROE(%)	13.49	15.23	15.22	15.04	14.61
EPS(摊薄/元)	1.62	2.00	2.28	2.57	2.83
P/E(倍)	26.95	21.78	19.16	17.02	15.45
P/B(倍)	3.63	3.32	2.96	2.63	2.35

盈利预测

资产负债表(百万元)					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	18,496.68	21,051.79	22,734.14	28,083.26	33,739.54
现金	4,663.38	5,276.44	6,708.04	10,885.48	15,427.73
应收票据及应收账款合计	8,896.43	10,113.69	10,149.94	10,927.40	11,639.32
其他应收款	291.14	402.87	363.81	391.68	417.20
预付账款	279.21	400.29	444.38	478.42	509.59
存货	4,290.21	4,776.40	4,995.66	5,322.43	5,662.78
其他流动资产	76.32	82.10	72.31	77.85	82.92
非流动资产	15,012.68	16,827.26	15,410.09	13,972.36	12,595.39
长期投资	1,535.91	1,543.65	1,513.65	1,513.65	1,613.65
固定资产	4,291.32	4,571.81	3,973.16	3,352.67	2,710.34
无形资产	2,333.79	3,644.96	3,180.99	2,688.32	2,166.94
其他非流动资产	6,851.67	7,066.85	6,742.28	6,417.72	6,104.46
资产总计	33,509.36	37,879.05	38,144.23	42,055.63	46,334.93
流动负债	10,802.61	13,794.24	11,263.28	12,004.34	12,771.87
短期借款	822.38	2,312.34	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款合计	6,102.25	7,044.46	7,004.21	7,462.37	7,939.55
其他流动负债	3,877.97	4,437.44	4,259.07	4,541.97	4,832.32
非流动负债	1,124.49	521.06	435.17	360.52	298.15
长期借款	577.45	86.12	0.24	-74.42	-136.79
其他非流动负债	547.04	434.94	434.94	434.94	434.94
负债合计	11,927.10	14,315.29	11,698.45	12,364.85	13,070.02
少数股东权益	534.65	503.70	518.05	534.21	552.01
股本	1,754.43	1,754.26	1,754.26	1,754.26	1,754.26
资本公积	2,446.31	2,550.78	2,550.78	2,550.78	2,550.78
留存收益	16,846.87	18,755.01	21,622.68	24,851.52	28,407.87
归属母公司股东权益	21,047.61	23,060.05	25,927.72	29,156.56	32,712.91
负债和股东权益	33,509.36	37,879.05	38,144.23	42,055.63	46,334.93

现金流量表(百万元)					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,929.22	3,748.93	5,048.15	5,554.90	6,036.37
净利润	2,846.40	3,494.19	4,018.78	4,524.92	4,983.89
折旧摊销	819.25	864.76	1,387.17	1,437.72	1,476.98
财务费用	51.19	22.26	31.41	-32.59	-51.17
投资损失	219.71	129.19	69.33	39.33	-60.67
营运资金变动	-69.57	-912.45	-469.37	-430.63	-346.49
其他经营现金流	62.24	150.98	10.83	16.14	33.84
投资活动现金流	-1,750.55	-2,170.27	-50.16	-55.47	-73.17
资本支出	1,786.46	1,839.97	0.00	0.00	0.00
长期投资	-381.76	-530.14	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-3,155.26	-3,480.10	-50.16	-55.47	-73.17
筹资活动现金流	-1,393.36	-749.66	-3,566.39	-1,321.99	-1,420.94
短期借款	-125.14	1,489.96	-2,312.34	0.00	0.00
长期借款	-558.61	-491.33	-85.88	-74.66	-62.37
其他筹资现金流	-709.61	-1,748.29	-1,168.17	-1,247.34	-1,358.58
现金净增加额	791.25	781.99	1,431.60	4,177.44	4,542.26

利润表(百万元)					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	40,623.78	41,905.71	44,910.00	48,350.00	51,500.00
营业成本	27,461.73	27,988.55	29,859.20	31,812.35	33,846.60
营业税金及附加	232.59	250.64	257.94	277.69	295.79
销售费用	6,645.41	6,408.52	6,848.78	7,445.90	7,931.00
管理费用	1,420.19	1,397.39	1,482.03	1,658.41	1,714.95
研发费用	1,270.80	1,425.66	1,526.94	1,692.25	1,802.50
财务费用	51.19	22.26	31.41	-32.59	-51.17
资产减值损失	-6.52	-41.01	-18.57	-19.99	-21.29
信用减值损失	-25.76	-112.18	-76.83	-82.72	-88.11
其他收益	172.49	199.89	155.05	155.05	155.05
公允价值变动收益	-13.76	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-219.71	-129.19	-69.33	-39.33	60.67
资产处置收益	4.32	-5.46	2.37	2.37	2.37
营业利润	3,452.93	4,324.74	4,896.40	5,511.37	6,069.03
营业外收入	50.55	88.01	48.72	48.72	48.72
营业外支出	37.49	111.23	62.22	62.22	62.22
利润总额	3,465.99	4,301.51	4,882.90	5,497.87	6,055.53
所得税	619.59	807.33	864.12	972.95	1,071.64
净利润	2,846.40	3,494.19	4,018.78	4,524.92	4,983.89
少数股东损益	7.54	17.92	14.35	16.16	17.80
归属母公司净利润	2,838.86	3,512.10	4,004.43	4,508.76	4,966.09
EBITDA	4,336.42	5,188.54	6,301.48	6,903.01	7,481.34
EPS (元)	1.62	2.00	2.28	2.57	2.83

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	7.71	3.16	7.17	7.66	6.51
营业利润(%)	12.79	25.25	13.22	12.56	10.12
归属于母公司净利润(%)	13.59	23.72	14.02	12.59	10.14
获利能力					
毛利率(%)	32.40	33.21	33.51	34.20	34.28
净利率(%)	6.99	8.38	8.92	9.33	9.64
ROE(%)	13.49	15.23	15.44	15.46	15.18
ROIC(%)	13.97	16.24	16.71	19.09	21.57
偿债能力					
资产负债率(%)	35.59	37.79	30.67	29.40	28.21
净负债比率(%)	-15.12	-12.21	-25.36	-36.91	-46.79
流动比率	1.71	1.53	2.02	2.34	2.64
速动比率	1.28	1.14	1.53	1.85	2.15
营运能力					
总资产周转率	1.21	1.11	1.18	1.15	1.11
应收账款周转率	4.57	4.15	4.43	4.43	4.43
应付账款周转率	6.28	6.26	5.90	5.90	5.90
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.62	2.00	2.28	2.57	2.83
每股经营现金流(最新摊薄)	2.24	2.14	2.88	3.17	3.44
每股净资产(最新摊薄)	12.00	13.15	14.78	16.62	18.65
估值比率					
P/E	27.03	21.85	19.16	17.02	15.45
P/B	3.65	3.33	2.96	2.63	2.35
EV/EBITDA	16.95	11.93	11.81	10.22	8.86

- **医美产品临床试验或审评进度不及预期风险：**公司正在进行临床试验或审批中的医美产品较多，注射类产品临床试验本身具有不确定性，能量源产品审评亦具有不确定性，可能造成研发投入回报不及预期影响。
- **销售不及预期风险：**医美产品销售受到宏观环境等因素影响，存在销售不及预期风险。
- **投资并购风险：**公司围绕医美领域进行投资并购，若未来收购的公司经营状况出现波动，可能存在商誉减值的风险。
- **不良医疗事件可能对行业造成冲击超出预期风险。**

分析师介绍

贺菊颖：中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。

2020年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名。2018年Wind“金牌分析师”医药行业第3名，2018第一财经最佳分析师医药行业第1名。2013年新财富医药行业第3名，水晶球医药行业第5名。

袁清慧：中山大学本科，佐治亚州立大学硕士。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发。2018年加入中信建投证券研究发展部，专注于创新药及靶向药伴随诊断研究，深度跟踪全球及中国新药研发、商业化趋势。

赖俊勇：北京大学理学/经济学双学士，北京大学药物化学硕士，以第一作者发表多篇SCI论文。2021年加入中信建投证券研究发展部，主要负责合成生物学、基因测序、原料药等板块研究。

研究助理

赵旭： zhaoxu1@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15%以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
		卖出	相对跌幅15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。



法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投

北京

朝阳区景辉街16号院1号楼18层

电话：(8610) 56135088

联系人：李祉瑶

邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海

浦东新区浦东南路528号上海证券大厦南塔21楼2103室

电话：(8621) 6882-1612

联系人：翁起帆

邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳

福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼

电话：(86755) 8252-1369

联系人：曹莹

邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港

中环交易广场2期18楼

电话：(852) 3465-5600

联系人：刘泓麟

邮箱：charleneliu@csci.hk

