

医药+医美双轮驱动，创新产品渐入收获期

华东医药(000963)

►公司主要推荐逻辑：

公司作为医药工业与商业领域传统龙头，早期凭借前瞻性的仿制药选品能力及强势的渠道推广能力，构建了多个大单品支撑的仿制药矩阵，驱动公司业绩持续增长。在医保控费背景下及集采推进后公司仿制药业务面临压力，传统大品种逐步进入集采尾声边际压力趋缓。与此同时，公司主动转型升级，在“创新药+医美”双轮驱动战略下不断打开第二增长曲线。创新方面，公司重点布局减重、肿瘤、自免等领域，未来几年将陆续迎来新品收获期；医美方面，公司产品数量和覆盖领域均居行业前列，且新品有望陆续获批以持续丰富产品矩阵。公司具备坚实的传统药品业务根基，正通过创新药与医美双引擎构建长期成长新动能，未来伴随产品上市与放量，有望实现从“稳健”到“增长”的估值切换。

►医药工业：存量品种集采影响逐步出清，创新产品逐渐进入收获期

从中美华东占比前10大药物来看，阿卡波糖片/泮托拉唑/吗替麦考酚酯集采影响已出清，24年12月百令系列产品顺利完成全国中成药采购联盟集采续约；后续还未集采品种他克莫司和环孢素为窄治疗窗药物换药风险大，故我们认为短期内集采风险或较小；吡格列酮二甲双胍片目前过评情况4+1，考虑到第10批集采竞争格局均在6家以上，故25年内集采可能性或较小；吡布布芬公司针对晶型专利已对相关企业提起诉讼，已取得积极进展。创新产品方面，公司聚焦肿瘤、内分泌及自免领域，24年中，自免领域公司2款新药乌司奴单抗及利纳西普实现获批上市；肿瘤领域FR α ADC索米妥昔单抗注射液已于2024年11月获NMPA附条件批准上市，与科济药业合作的BCMA CAR-T 2已于24年3月实现商业化销售等。

►医美：全球化运营布局，持续丰富产品矩阵

公司医美产品数量和覆盖领域均居行业前列。注射类方面：公司以再生类为基，持续纵向加深产品系列布局，24年6月发布了伊妍仕2.0版本，伊妍仕S型新增适应症（改善额部轮廓）于2024年11月完成中国临床试验全部受试者入组，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；同时横向布局玻尿酸&肉毒素，MaiLi®Extreme（改善下颌轮廓适应症）已于2025年1月获得NMPA批准上市，独家经销产品注射用重组A型肉毒毒素（YY001）上市许可申请于2024年12月获

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	增持
目标价格：	
最新收盘价：	43.4
股票代码：	000963
52周最高价/最低价：	45.92/25.96
总市值(亿)	761.27
自由流通市值(亿)	760.34
自由流通股数(百万)	1,751.94



分析师：崔文亮

邮箱：cuiwl@hx168.com.cn

SAC NO：S1120519110002

联系电话：

分析师：徐顺利

邮箱：xusl1@hx168.com.cn

SAC NO：S1120522020001

联系电话：010-59775376

联系人：孙曼其

邮箱：sunmq1@hx168.com.cn

SAC NO：

联系电话：

2021.07.29

NMPA 受理。能量源设备方面：Sinclair 通过收购 HighTech 和 Viora 及参股美国 R2 完善对医美设备领域布局，V20 已于 24 年 9 月获批上市，V30 于 25 年 3 月收到 NMPA 注册受理通知，多功能面部皮肤管理平台也将于 25 年内正式实现商业化销售。

► 业绩预测及投资建议

公司为医药工业与商业领域传统龙头，当前传统大品种逐步进入集采尾声边际压力趋缓，在“创新药+医美”双轮驱动战略下不断打开第二增长曲线。考虑到公司存量品种的集采风险逐步出清且新产品获批后有望陆续兑现业绩。故我们预测 2025-2027 年营业收入分别为 453.84/486.95/521.13 亿元，对应 EPS 分别为 2.30/2.60/2.95 元，对应 2025 年 6 月 11 日收盘价 43.4 元/股，对应 PE 分别为 19/17/15 倍，由增持上调至买入评级。

风险提示

行业政策变化及产品降价风险、新药研发风险、新品放量低于预期、投资并购风险、消费需求疲软等。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	40,624	41,906	45,384	48,695	52,113
YoY (%)	7.7%	3.2%	8.3%	7.3%	7.0%
归母净利润(百万元)	2,839	3,512	4,027	4,563	5,180
YoY (%)	13.6%	23.7%	14.7%	13.3%	13.5%
毛利率 (%)	32.4%	33.2%	32.9%	33.8%	34.2%
每股收益 (元)	1.62	2.00	2.30	2.60	2.95
ROE	13.5%	15.2%	14.8%	14.4%	14.0%
市盈率	26.56	21.49	18.76	16.56	14.59

资料来源：公司公告，华西证券研究所

正文目录

1. 华东医药：传统医药领域龙头，积极转型“创新+医美”	5
2. 医药工业：从仿制迈向创新，逐渐筑底后迎来创新兑现期	8
2.1. 仿制药：存量品种集采压力逐渐消化，并持续进行新品布局	8
2.2. 创新药：聚焦内分泌、肿瘤及自免领域，为公司带来增长新机	10
2.2.1. 内分泌：深耕糖尿病+减重等领域，围绕 GLP-1 靶点全方位布局	10
2.2.2. 肿瘤领域：重点聚焦 ADC，并通过自主研发+产品引进等持续布局	14
2.2.3. 自免：自免领域产品线布局丰富，新品获批上市后迎来放量	16
3. 医美：以国际化视野打造产品矩阵，持续加深产品纵向+横向布局	19
3.1. 注射类：公司再生材料&玻尿酸&肉毒等领域均有布局，并持续完善产品矩阵	21
3.2. 能量源设备类：持续完善对医美设备领域布局，涵盖减脂/脱毛/抗衰及身体面部塑形等产品	24
4. 工业微生物&医药商业：工微各业务单元保持较快增长，医药商业稳健增长	25
5. 业绩拆分及盈利预测	27
5.1. 业绩拆分	27
5.2. 盈利预测及投资建议	28
6. 风险提示	28

表目录

表 1：公司业绩拆分及预测	27
表 2：可比公司估值情况（20250611）	28

图目录

图 1：公司发展历程	5
图 2：公司股权结构	5
图 3：公司营业收入及其增长情况（亿元）	6
图 4：公司归母净利润及其增长情况（亿元）	6
图 5：公司综合毛利率及净利率变化情况	6
图 6：公司费用率变化情况	6
图 7：公司主营板块收入占比	7
图 8：公司主营板块毛利率情况	7
图 9：公司海外和国内收入占比	7
图 10：公司海外和国内毛利率情况	7
图 11：中美华东营收及利润情况（亿元）	8
图 18：中美华东药物品种收入结构	8
图 13：仿制药重点品种进展	9
图 14：9 大类糖尿病治疗药物	10
图 15：2018-2034 中国糖尿病药物市场（十亿元）	11
图 16：2018-2034 中国肥胖和超重药物市场（十亿元）	11
图 17：全球及中国长效和短效 GLP-1 药物市场的详情与趋势	12
图 18：全球肥胖创新药在研管线部分靶点分布情况（截至 250430）	12
图 19：公司糖尿病领域全产品线布局（截至 25.4）	13
图 20：公司 GLP-1 主要产品布局	13
图 21：DR10624 受试者与基线相比，第 85 天肝脏脂肪相对变化（%）	14
图 22：公司肿瘤产品布局	15
图 23：公司部分重点在研肿瘤管线	16
图 24：公司自免产品布局	17
图 25：国内样本医院端乌司奴单抗销售额(亿元)	18
图 26：国内乌司奴单抗生物类似药格局	18
图 27：公司部分重点在研自免管线	19
图 28：公司国内医美已上市/获批产品	20
图 29：公司海外医美已上市/获批产品	20
图 30：公司医美板块业务收入	21
图 31：医美注射类产品分类	21

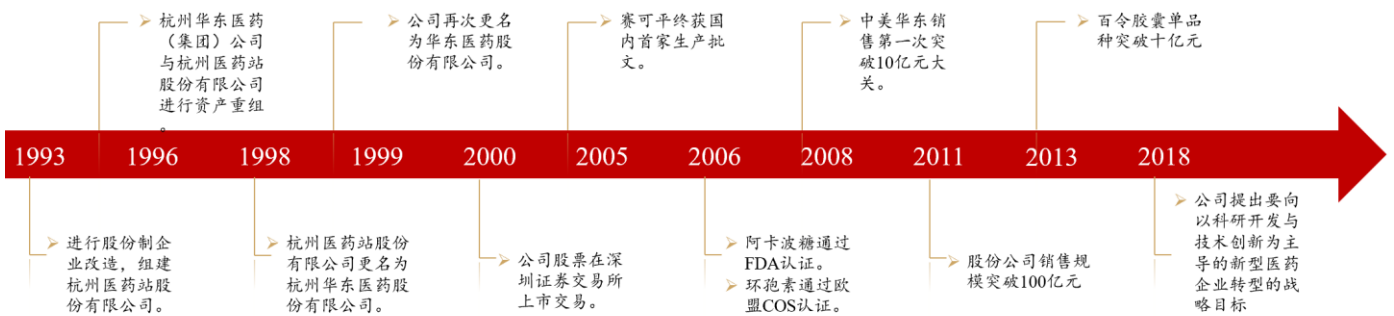
图 32: 中国医美注射材料市场规模及占比 (亿元)	22
图 33: 目前国内已上市的童颜针及少女针	23
图 34: 少女针 S、M、L、E 维持效果差异	23
图 35: 伊妍仕 2.0 版本产品	23
图 36: MaiLi Extreme 用于改善下颏后缩的中国多中心临床研究	24
图 37: MaiLi 系列产品对比	24
图 38: 主要能量源医美项目介绍	25
图 39: 公司工业微生物板块收入及增速情况 (亿元)	26
图 40: 公司商业板块收入及增速情况 (亿元)	26

1. 华东医药：传统医药领域龙头，积极转型“创新+医美”

逻辑梳理：华东医药作为医药工业与商业领域的传统龙头，早期凭借前瞻性的仿制药选品能力及强势的渠道推广能力，构建了多个大单品支撑的仿制药矩阵，驱动公司业绩持续增长。在医保控费背景下及集采推进后公司仿制药业务面临压力，传统大品种逐步进入集采尾声边际压力趋缓。与此同时，公司主动转型升级，在“创新药+医美”双轮驱动战略下不断打开第二增长曲线。创新方面，公司重点布局减重、肿瘤、自免等领域，未来几年将陆续迎来新品收获期；医美方面，公司产品数量和覆盖领域均居行业前列，且新品有望陆续获批以持续丰富产品矩阵。**公司具备坚实的传统药品业务根基，正通过创新药与医美双引擎构建长期成长新动能，未来伴随产品上市与放量，有望实现从“稳健”到“增长”的估值切换。**

华东医药股份有限公司创建于1993年，并于1999年12月在深圳证券交易所上市，历经30余年的发展，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，已发展成为集医药创新研发、生产、经销为一体的大型综合性医药上市公司。同时，公司锚定“创新药产业”战略主线，围绕“靶点+适应症”差异化布局创新产品以提升竞争力，推动创新产品实现从“引进来”到“走出去”的转变。

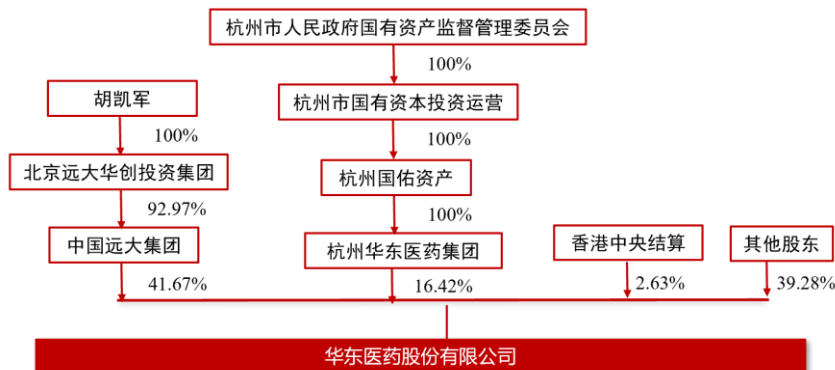
图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，华西证券研究所

公司股权结构稳定。中国远大集团为公司直接控股股东，持有公司41.67%的股份；董事长兼总裁胡凯军先生为公司实控人，通过北京远大华创投资集团间接持有公司38.74%实际控制权。第二大股东为杭州华东医药集团，其控股股东为杭州国佑资产，背靠国资背景。

图2：公司股权结构



资料来源：wind，公司年报，华西证券研究所

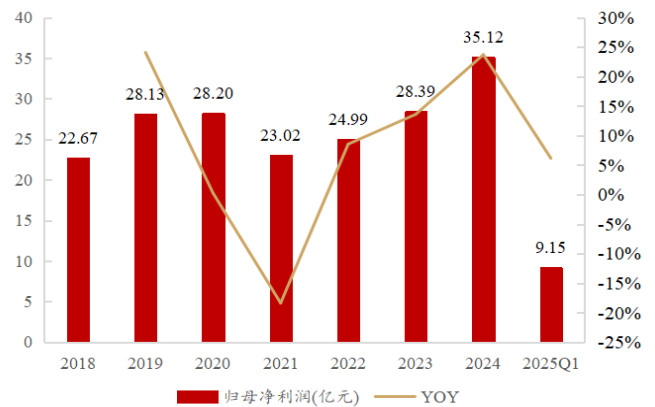
公司经营业绩韧性修复，24 年保持稳健增长态势。从公司营收及归母情况来看，24 年公司实现营业收入 419.06 亿元，同比增长 3.16%；归母净利润 35.12 亿元，同比增长 23.72%；主要得益于公司利拉鲁肽注射液、泽沃基奥仑赛注射液等新产品上市放量等。2025Q1 实现营收 107.36 亿元，同比增长 3.12%；实现归母 9.15 亿元，同比增长 6.06%。

图 3：公司营业收入及其增长情况（亿元）



资料来源：wind，华西证券研究所

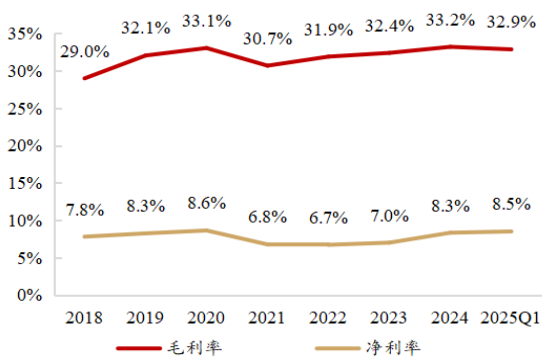
图 4：公司归母净利润及其增长情况（亿元）



资料来源：wind，华西证券研究所

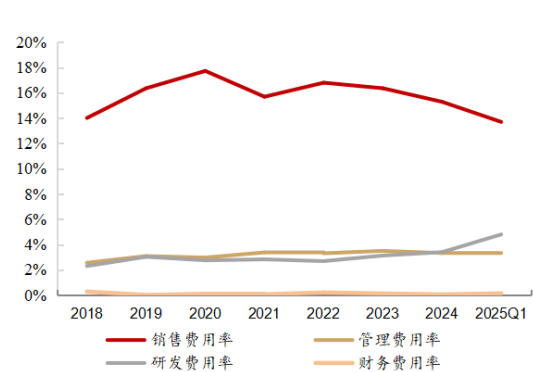
盈利能力稳健，经营效率持续优化。2025 年 Q1 公司毛利率水平 32.9%，净利率水平 8.5%。随着公司创新产品持续推进、医美新品迭代等，高毛利产品矩阵扩容将进一步打开利润空间。费用率方面，销售费用自 2020 年峰值 17.7% 持续收缩至 2025Q1 的 13.7%，研发费用率提升至 4.8%，管理费用率与财务费用率保持稳定。随着公司向创新药及高毛利产品转型，整体经营效率有望不断提升。

图 5：公司综合毛利率及净利率变化情况



资料来源：wind，华西证券研究所

图 6：公司费用率变化情况

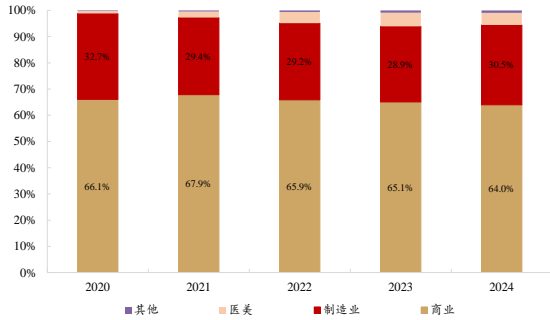


资料来源：wind，华西证券研究所

分板块来看：医药工业为业绩增长核心引擎，医药商业贡献主要收入。公司以医药工业与商业为核心起步，其中医药工业聚焦糖尿病、免疫抑制剂等慢性病领域并逐步加快创新药的投入；医药商业则依托流通网络形成规模优势。18 年通过并购 Sinclair Pharma 战略性切入医美赛道，依托全球化技术引进与本土化运营加速该业务成长。工业微生物板块作为近年新兴领域，通过合成生物学技术布局高附加值原料药及中间体，成为创新驱动的重要补充。从收入构成情况来看，医药商业占比较高 24

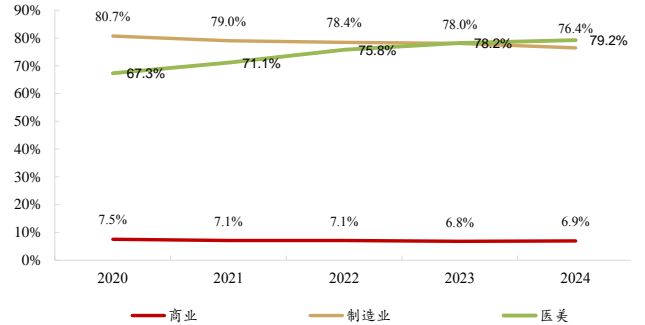
年达到 64%，但其贡献毛利较低；医药工业及医美板块毛利率较高，为公司业绩增长引擎。

图 7：公司主营板块收入占比



资料来源：wind，华西证券研究所

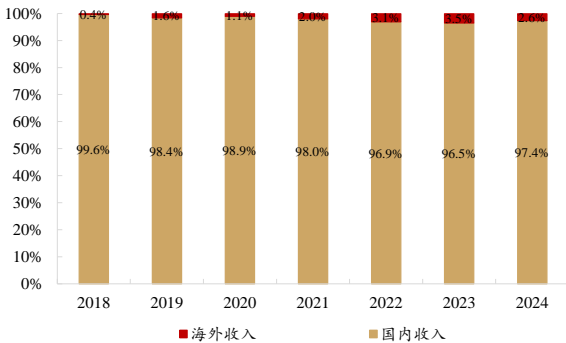
图 8：公司主营板块毛利率情况



资料来源：wind，华西证券研究所

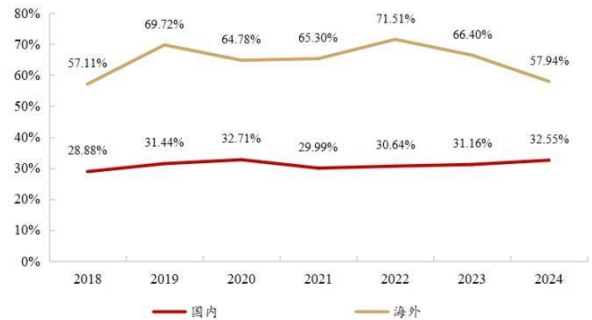
分地区来看：公司主要以国内收入为主，占比 97.4%。24 年公司国内地区收入为 408.11 亿元，占比 97.4%；24 年公司海外收入为 10.95 亿元，占比 2.6%。

图 9：公司海外和国内收入占比



资料来源：wind，华西证券研究所

图 10：公司海外和国内毛利率情况



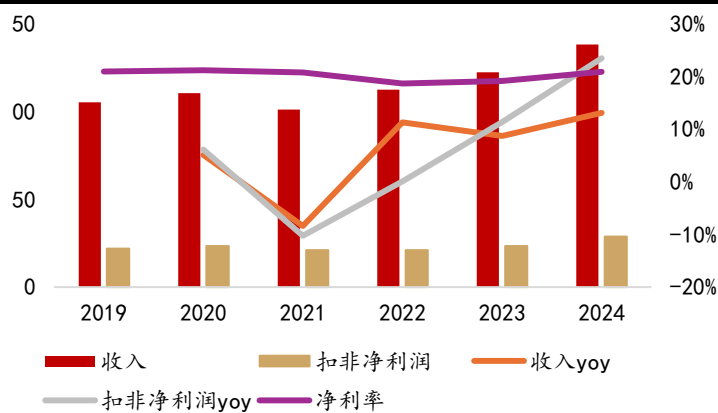
资料来源：wind，华西证券研究所

2. 医药工业：从仿制迈向创新，逐渐筑底后迎来创新兑现期

公司医药工业深耕于专科、慢病及特殊用药领域的研发、生产和销售，具备面向国际的完整医药制造体系，形成以慢性肾病、免疫、肿瘤、内分泌、消化系统、心血管等领域为主的核心产品线，并拥有多个在国内具有市场优势的一线临床用药，且多款产品获得国际注册认证。公司通过自主开发、外部引进、项目合作等方式重点在内分泌、自身免疫和肿瘤三大核心治疗领域的创新药进行研发布局，构建了覆盖研发全周期的差异化创新药管线和良好的产品梯队。公司与多家国际创新研发企业保持研发合作，并与全球多家跨国药企建立了中国市场的产品战略合作关系。

核心子公司中美华东经营继续保持稳健增长态势。24 年实现销售收入（含 CSO 业务）138.11 亿元，同比增长 13.05%，实现扣非归母净利润 28.76 亿元，同比增长 29.04%，成为公司业绩增长核心引擎

图 11：中美华东营收及利润情况（亿元）

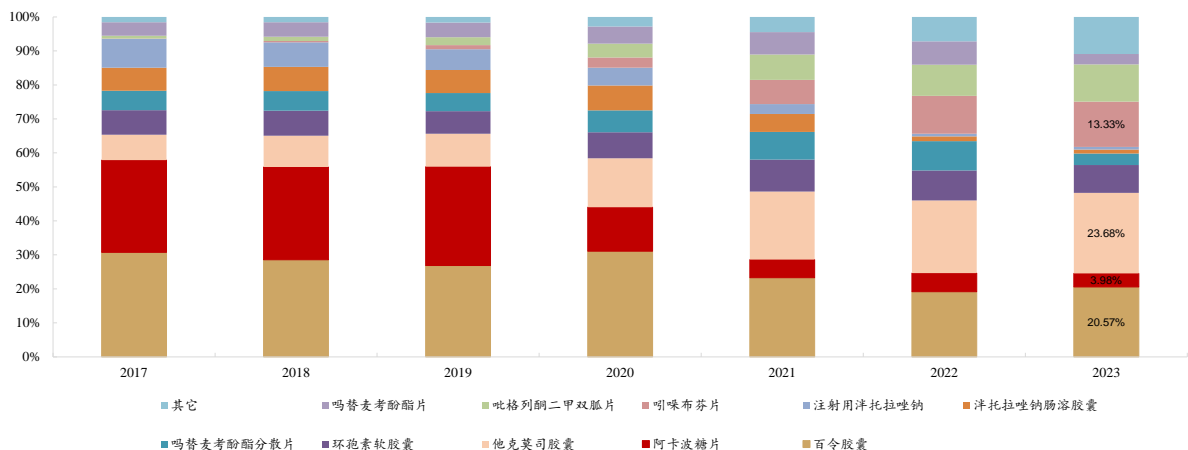


资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.1. 仿制药：存量品种集采压力逐渐消化，并持续进行新品布局

自 2019 年起，在仿制药集采和医保控费等政策背景下，公司产品陆续纳入集采及国谈。对中美华东收入占比前 10 大药物进行分析：

图 12：中美华东药物品种收入结构



资料来源：药融云，华西证券研究所

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

集采负面影响已出清产品：阿卡波糖片是中美华东的核心品种之一，2019年销售收入预计达到30亿元以上，在第二批国家组织药品集中采购中因价格因素未能中标给公司带来经营压力，故自21年起该品种收入下滑明显，目前来看影响已基本筑底。**泮托拉唑**注射剂在第四批国家集中带量采购中中标价格降幅91.02%，故22年公司泮托拉唑产品收入下滑明显。**吗替麦考酚酯**胶囊在第七批国家集中带量采购中中标，故公司吗替麦考酚酯产品23年收入下滑明显。

百令系列方面，第三批全国中成药集采已于24年12月30日开标，百令系列产品顺利完成全国中成药采购联盟集采续约，百令片作为报价代表品中选本次集中带量采购，百令胶囊作为非报价代表品中选本次集中带量采购。受24年百令胶囊新医保目录报销适应症范围扩展至“慢性支气管炎、慢性肾功能不全的患者”的积极因素影响，后续增长有望提速。

他克莫司和环孢素方面，均属于窄治疗窗药物，换药风险大。从过评情况来看，截至目前他克莫司胶囊过评情况3+1，环孢素软胶囊过评情况6+1。环孢素软胶囊在第三批集采时被纳入过国家集采报量名单，但因窄治疗窗和换药风险，后于正式目录中被拿出。我们认为这两个品种短期内集采风险较小。

吡格列酮二甲双胍片：目前从过评情况来看为4+1，考虑到第10批集采竞争格局均在6家以上，故我们认为25年内集采可能性较小。

吡喹酮晶型专利已对相关企业的诉讼，已取得积极进展。目前从过评情况来看已有15家企业过评。24年内公司就15家侵权企业侵犯中美华东“一种吡喹酮晶型D及其制备方法”（专利号：ZL202211596913.5）发明专利的违法行为发起行政裁决、诉讼取得了积极进展，同时积极应对被控侵权企业提起的专利无效宣告请求。国家知识产权局已于2025年1月7日裁定1名请求人撤回无效宣告请求通知书，并于2025年3月12日同时对5名请求人作出《无效宣告请求审查决定书》，维持涉案专利全部有效，其余案件目前还在审理中。故我们认为公司该品种短期内集采风险较小。

除上述存量仿制药大品种外，公司也持续进行重点仿制药新品种布局。

图 13：仿制药重点品种进展

治疗领域	项目名称	规格	最新进展
免疫	他克莫司颗粒	1mg	2024年5月获得NMPA批准上市
免疫	他克莫司缓释胶囊	5mg、1mg、0.5mg	5mg规格于2024年2月获得NMPA批准上市； 1mg、0.5mg规格于2024年6月获得NMPA批准上市
免疫	西罗莫司片	1mg	上市申请于2024年2月获得受理
免疫	西罗莫司凝胶	0.2%	上市申请于2024年1月获得受理
免疫	吗替麦考酚酯干混悬剂	34.98g	2025年2月获得NMPA批准上市
免疫	美沙拉秦肠溶片	0.5g	上市申请于2024年6月获得受理
肿瘤	奥拉帕利片	100mg、150mg	2024年6月获得NMPA批准上市
肿瘤	伊布替尼胶囊	140mg	上市申请于2024年1月获得受理
肿瘤	注射用卡非佐米	60mg	上市申请于2024年2月获得受理
心血管	二十碳五烯酸乙酯软胶囊	1g	上市申请于2024年6月获得受理
抗感染	夫西地酸乳膏	15g:0.3g	2024年11月获得NMPA批准上市
抗感染	注射用硫酸艾沙康唑	200mg	上市申请于2024年8月获得受理
镇痛	注射用氯诺昔康	8mg	2024年10月获得NMPA批准上市
镇痛	酮咯酸氨丁三醇注射液	1ml:30mg	上市申请于2024年8月获得受理
消化	富马酸伏诺拉生片	10mg、20mg	上市申请于2024年1月获得受理
其他	阿达帕林凝胶	0.1%；30g/支	上市申请于2024年11月获得受理

资料来源：公司公告，华西证券研究所

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

2.2.创新药：聚焦内分泌、肿瘤及自免领域，为公司带来增长新机

聚焦肿瘤、内分泌及自免领域，通过自主研发、外部合作和产品授权引进等方式深入布局创新赛道。公司创新研发方面聚焦肿瘤、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。根据公司投关活动记录表，截至 2025 年 4 月公司创新药管线已超 80 项，其中自研项目近 50 项，肿瘤、内分泌、免疫分别约占 40%、30%和 30%。2024 年，公司有 4 个 NDA/BLA 获批，拿到 14 个中国/美国临床批件，完成 5 个 PCC 认定和 15 项自主创新研发项目的立项。

2.2.1.内分泌：深耕糖尿病+减重等领域，围绕 GLP-1 靶点全方位布局

当前主要有 9 大类糖尿病治疗药物。自 1920 年人类使用动物胰岛素治疗糖尿病以来，在 100 年时间里全球共发现、发明约九大类主要糖尿病治疗药物：磺脲类、双胍类、糖苷酶抑制剂类、胰岛素类、噻唑烷二酮类 (TZDs)、格列奈类、GLP-1 类、DPP-IV 抑制剂类、SGLT-2 抑制剂类。纵观目前多样化的糖尿病药物选择，GLP-1 受体激动剂代表了一种相对新颖的治疗手段，不仅能够有效降低糖化血红蛋白水平、降低体重，并且已被证明拥有良好的心血管结局和安全性，克服了传统治疗药物中的一些缺陷。

图 14：9 大类糖尿病治疗药物

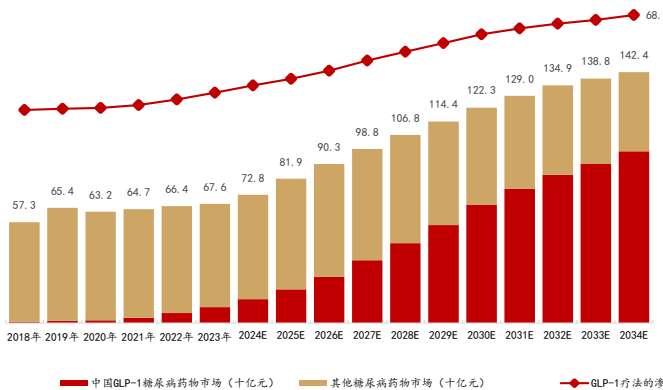
药物种类	HbA1c降低值	低血糖风险	体重变化降低率	对主要心血管不良事件的影响	对糖尿病肾病进展	药物机理	典型药物
GLP-1受体激动剂	最高2.2%*	x	减肥 (4.7%~13.1%)	有益	有益	表现出葡萄糖依赖性的K-ATP通道释放胰岛素并通过激活CAMP依赖的PKA信号通路刺激胰岛素前体基因表达而合成胰岛素，另一方面抑制胰岛α细胞释放胰高糖素而降低血糖。	艾塞那肽、利拉鲁肽。
胰岛素	最高3.5%	√	增重	中性	中性	胰岛素及其类似物的分类主要由在人体中的作用时间决定。相比于人胰岛素，胰岛素类似物在皮下注射后的起效时间、作用峰值、作用持续时间更接近自身分泌的胰岛素，低血糖风险更低且用药依从性更好。	
二甲双胍	最高1.5%	x	减肥 (0.6~3.2%)	潜在有益	中性	抑制肝脏葡萄糖的产生，促进肌肉中葡萄糖的吸收，延缓葡萄糖经由胃肠道的吸收，增加胰岛素敏感性，增加周围组织葡萄糖的无氧酵解，以及抑制肝、肾过度的糖原异生。	二甲双胍
α-葡萄糖苷酶抑制剂	最高0.5%	x	减肥 (1.4%~1.8%)	中性	中性	通过抑制肠黏膜上的α-葡萄糖苷酶，使淀粉分解为葡萄糖的速度减缓，减少和延缓小肠对葡萄糖的吸收以降低血糖，对餐后高血糖的作用比较明显。	阿卡波糖
磺脲类	最高1.5%	√	增重	中性	中性	属于胰岛素促泌剂，主要药理作用是通过与β细胞表面受体相结合，刺激β细胞释放胰岛素从而降低血糖。同时促进肝糖原合成，并减缓肝脏葡萄糖向血液中的释放速率。	格列齐特
格列奈类	最高1.5%	√	增重	未知	中性	为非磺脲类胰岛素促泌剂，作用于胰岛β细胞以促进胰岛素分泌。相比磺脲类药物吸收更迅速，服药后 1 小时左右即可达到峰值。其半衰期较短，能够模仿生理性胰岛素分泌	瑞格列奈
TZDs	最高1.0%	x	增重	中性	中性	通过激动过氧化物酶体一增殖体活化受体γ(PPARγ)，增加脂肪细胞、肝细胞及骨骼肌细胞对胰岛素的敏感性，促进胰岛素靶细胞对血糖的摄取、转运和氧化利用，后时降低血糖。	盐酸吡格列酮
DPP-4i	最高0.9%	x	中性	中性	中性	可抑制胰高血糖素样肽-1(GLP-1)和葡萄糖依赖性促胰岛素分泌多肽(GIP)的灭活，提高内源性GLP-1和GIP的水平，促进胰岛β细胞释放胰岛素，同时抑制胰岛α细胞分泌胰高糖素，从而提高胰岛素水平，降低血糖。	沙格列汀
SGLT-2i	最高1.2%	x	减肥 (1.6%~4.9%)	有益	有益	通过抑制肾脏肾小管中负责从尿液中重吸收葡萄糖的SGLT-2降低肾糖阈，促进原葡萄糖排泄，从而达到降低血液循环中葡萄糖水平的作用。	卡格列净

资料来源：Frost & Sullivan，华西证券研究所

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

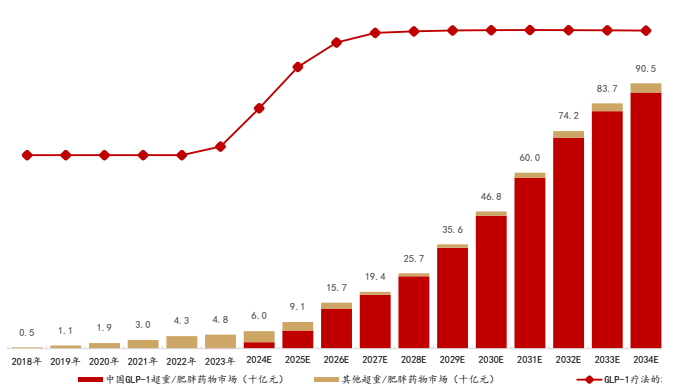
GLP-1 疗法正在重塑代谢性疾病治疗模式，在糖尿病和超重及肥胖等领域均有较好应用前景。GLP-1 通过激活 GLP-1 受体 (GLP-1R) 来发挥生物功能，GLP-1 受体在体内的各种器官和组织中表达，包括脂肪组织、肝脏、心血管系统和中枢神经系统。GLP-1 可作用于胰岛 β 细胞促进胰岛素的合成和分泌，同时 GLP-1 还可作用于胰岛 α 细胞，抑制胰高血糖素的释放。此外，GLP-1 还具有延迟胃排空，抑制食欲，保护胰岛 β 细胞的功能来阻止糖尿病进一步发展的其他作用。GLP-1 类药物主要通过与 GLP-1 受体结合，模拟生理 GLP-1 而发挥作用。相比 2-3 分钟被降解的天然人 GLP-1，许多合成的 GLP-1 受体激动剂有更长的半衰期。同时由于 GLP-1 类药物能够有效降低血糖且无低血糖风险、有显著降低体重的效果及更广的作用范围，其临床治疗地位日益提升。

图 15: 2018-2034 中国糖尿病药物市场 (十亿元)



资料来源: Frost & Sullivan, 华西证券研究所

图 16: 2018-2034 中国肥胖和超重药物市场 (十亿元)

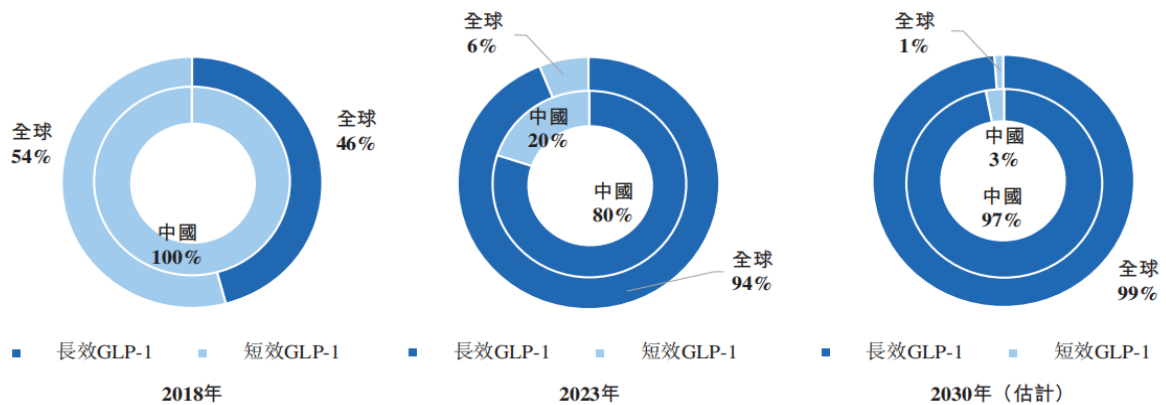


资料来源: Frost & Sullivan, 华西证券研究所

未来 GLP-1 类药物研发趋势将转向口服+长效+多靶点，当前全球获批上市 GLP-1 药物均为多肽类产品且绝大多数均为皮下注射给药。

当前获批绝大多数均为皮下注射给药，皮下注射给药对患者依从性影响巨大，目前 GLP-1 口服制剂的研发方向可分为口服多肽与口服小分子两个主要方向，司美格鲁肽（口服制剂）作为目前唯一可用于口服给药的肽类 GLP-1 受体激动剂虽较传统皮下注射剂已有巨大优势，但其仍有其技术方向本身的诸多局限性（服药条件苛刻）。
 “2025 年 4 月 17 日，礼来公司对外宣布其自主研发的口服小分子 GLP-1 受体激动剂 Orforglipron 在治疗 2 型糖尿病的三期临床试验中取得成功。Orforglipron 为首个成功完成三期临床试验的口服小分子 GLP-1 受体激动剂，服用时无需食物和水限制，不仅在血糖控制和体重减轻方面表现出色，还具有良好的安全性和耐受性。”此外，长效机制提供的便利性更高，可以减少给药频率从而降低患者的负担并提高其依从性，故长效+口服为未来 GLP-1 类药物研发趋势。

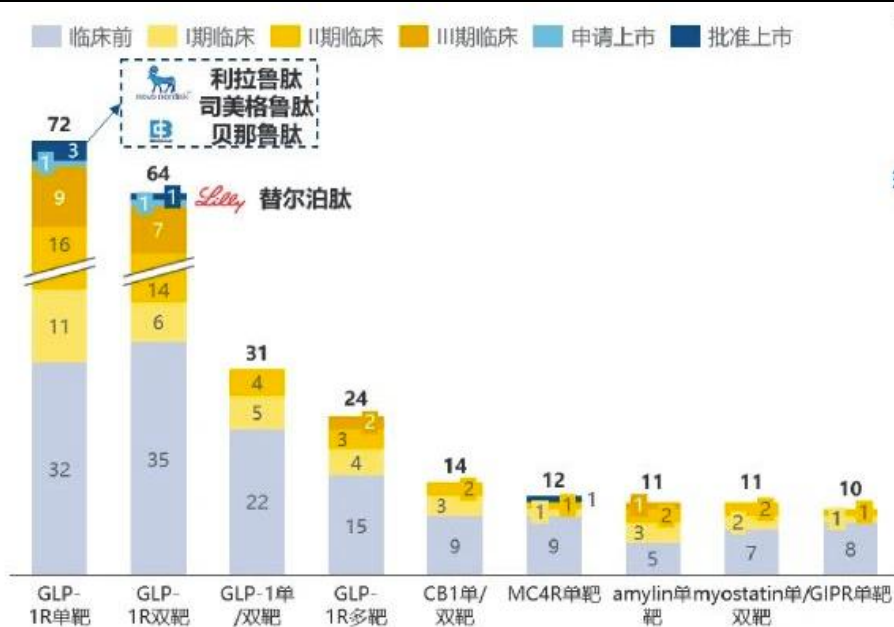
图 17：全球及中国长效和短效 GLP-1 药物市场的详情与趋势



资料来源：Frost & Sullivan，华西证券研究所

从研发靶点情况来看，治疗糖尿病的主流靶标包括 GLP-1R（人胰高血糖素样肽-1 受体）、DPP-4i（二肽基肽酶-4）、SGLT-2i（钠-葡萄糖共转运蛋白 2 抑制剂）以及 GIPR（葡萄糖依赖性促胰岛素多肽受体）和 α -糖苷酶等，还有 GCGR、FGF21R 等潜力靶点。研究发现，双靶点和三靶点的胃肠道激素受体激动剂在减肥和改善血糖方面具有协同优势。以 GLP-1R/GIPR 双靶点激动剂为例，虽然 GIP 单独作为肥胖治疗靶点的吸引力有限，但与 GLP-1 联合使用时，能增强食欲抑制和减肥效果。根据医药魔方数据，从全球肥胖创新与在研管线靶点分布情况来看，肥胖领域不重复靶点共 172 个，靶点组合共 67 个，其中双靶组合 47 个，多靶组合 20 个；以 GLP-1R 为靶点的双靶组合共 13 个，多靶组合共 9 个，相关管线共 88 个。

图 18：全球肥胖创新药在研管线部分靶点分布情况（截至 250430）



资料来源：医药魔方，华西证券研究所

公司持续深耕糖尿病用药，形成了创新药和差异化仿制药产品管线全面布局。公司深耕糖尿病用药领域二十余年，在糖尿病临床主流治疗靶点形成了创新药和差异化仿制药产品管线全面布局，目前商业化及在研产品达到二十余款，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。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 19：公司糖尿病领域全产品线布局（截至 25.4）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

围绕 GLP-1 靶点，公司已构筑包括口服片剂、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产品管线。

图 20：公司 GLP-1 主要产品布局



资料来源：公司公告，华西证券研究所

根据最新进展情况来看：

口服小分子 GLP-1 受体激动剂 HDM1002：已于 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，计划于 2025 年 6 月底前完成全部受试者入组。此外，糖尿病适应症临床 II 期研究正在顺利开展中，公司预计 2025 年 Q3 获得顶线结果，并于 2025 年下半年进入 III 期临床研究。

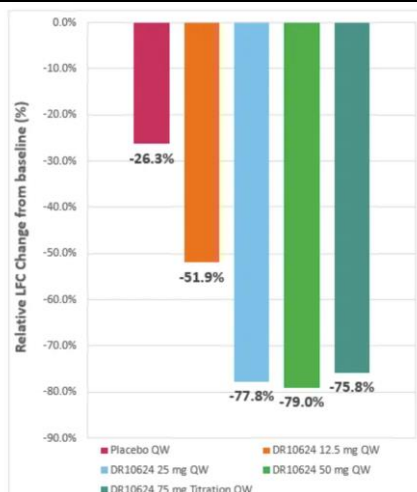
GLP-1R/GIPR 双靶点长效多肽类激动剂 HDM1005 注射液：正在开展体重管理适应症 II 期临床试验，已于 2025 年 4 月完成 II 期全部受试者入组，公司预计 2025 年 Q4 进入 III 期临床研究。此外，糖尿病适应症 II 期临床试验已于 2025 年 4 月完成首例受试者入组。根据公司 2024 年报，HDM1005 注射液新适应症 IND 申请先后获

得 NMPA 批准，分别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、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。

控股子公司道尔生物在研的 FGF21R/GCGR/GLP-1R 三靶点激动剂 DR10624 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，公司预计 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临床试验申请也先后获批。

此外，DR10624 在新西兰治疗肥胖合并高甘油三酯血症的 Ib/IIa 期临床研究结果在荷兰阿姆斯特丹举办的 2025 年欧洲肝病研究学会年会(EASL Congress2025)上首次发布，研究结果显示，DR10624 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 50mg 和 75mg 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%。

图 21：DR10624 受试者与基线相比，第 85 天肝脏脂肪相对变化（%）



资料来源：公司公众号，华西证券研究所

司美格鲁肽注射液糖尿病适应症已于 2025 年 3 月递交上市申请获受理。司美格鲁肽注射液体重管理适应症已于 2025 年 2 月完成 III 期临床研究全部受试者入组。

德谷胰岛素注射液的上市申请已于 2025 年 2 月递交并获受理。德谷门冬双胰岛素注射液已于 2024 年 12 月完成 III 期临床全部受试者入组，公司预计 2025 年 Q4 获得顶线结果

2.2.2. 肿瘤领域：重点聚焦 ADC，并通过自主研发+产品引进等持续布局

公司肿瘤领域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，其中重点聚焦 ADC 并通过自主研发+产品引进的方式陆续投资、控股、孵化多家拥有领先技术的生物科技公司形成 ADC 全球研发生态圈。近两年公司商业化品种涵盖 FR α ADC、CAR-T 等，有望为公司带来业绩弹性，早期品种还包括 ROR1 ADC、TGF- β 三抗、PROTAC、BCMA ADC 等新颖品种。

图 22： 公司肿瘤产品布局

华东医药肿瘤产品管线布局 (截至2025年4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)	
	肝癌		泛半蒽素软胶囊 [*] 、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)	赛德泽 ^{**}
	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

注：该列表为不完全统计，研发进度指截至报告发布的国内最高研发进度。
^{*}商业化/市场推广权益
^{**}迈华替尼片被中国NMPA纳入突破性治疗药物程序，用于EGFR罕见突变的非小细胞肺癌。
^{***}HDM2005获美国FDA孤儿药资格认定，用于治疗套细胞淋巴瘤；
HDM2027 (HDP-101) 获美国FDA孤儿药资格认定，用于治疗多发性骨髓瘤。

资料来源：公司公告，华西证券研究所

FR α ADC 索米妥昔单抗注射液已于 2024 年 11 月获 NMPA 附条件批准上市。2020 年公司以付 4000 万美元首付款引进了 ImmunoGen 公司美国 III 期临床在研的全球首个针对叶酸受体 α (FR α) 阳性卵巢癌的 ADC 候选药物，获得其在大中华区（含中国大陆，香港、澳门和台湾地区）独家临床开发及商业化权益，快速提升了公司在肿瘤领域的技术积累。后于 23 年 11 月 30 日，艾伯维宣布收购 ImmunoGen 及其抗肿瘤药物 Elahere，交易总金额约为 101 亿美元。华东的索米妥昔单抗注射液 (Elahere) 已于 2024 年 11 月获 NMPA 附条件批准上市，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 (FR α) 阳性的铂类耐药的表皮性卵巢癌、输卵管癌或原发性腹膜癌成年患者。同时，公司递交的该产品由附条件批准转为常规批准的补充申请于 2025 年 3 月获得受理。**2024 年 3 月 22 日 Elahere 获美国 FDA 批准上市，根据 AbbVie 年报，Elahere 2024 年净收入为 4.79 亿美元；伴随其国内的上市也有望为公司带来较好的增量贡献。**

在血液瘤方面，公司与科济药业合作的 BCMA CAR-T 2 已于 24 年 3 月实现商业化销售，产品市场推广顺利。2023 年 1 月公司与科济药业达成合作获得 BCMA CAR-T 泽沃基奥仑赛 (赛恺泽[®]) 的权益。2024 年 3 月获批以来已完成认证及备案的国内医疗机构数量超过 200 家，截止 2024 年 12 月 31 日已向合作方科济药业下达 154 份有效订单，超额完成全年计划目标。

此外，目前进展较快的 ADC 项目有：

- 1) **公司自主研发的靶向 ROR1 的 ADC 项目 HDM2005：**用于治疗晚期恶性肿瘤，其中国 I 期临床已完成前三个剂量爬坡，均未发生 DLT (剂量限制性毒性)。目前在第四个剂量爬坡给药阶段，同步进入第三个剂量组的扩展阶段。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。

- 2) **HDM2027 (HDP-101)** 的中国 IND 申请已于 2024 年 10 月获批，用于治疗 B 细胞成熟抗原 (BCMA) 阳性克隆性血液学疾病 (如复发/难治性多发性骨髓瘤)。
- 3) 根据公司投关表，公司自主研发特色创新靶点的 ADC 项目分别靶向 MUC17(HDM2012)、CDH17(HDM2017)以及 FGFR2b(HDM2020)，用于治疗消化道肿瘤，计划 2025 年 Q2/Q3 递交中国和美国的 IND 申请。后续，公司在 ADC 领域将继续围绕新靶点、多靶点、新毒素、具有自主知识产权的偶联技术等进行布局。

此外，小分子抗肿瘤药物 **HPK-1PROTAC** (造血祖激酶 1 蛋白降解靶向嵌合体) HDM2006 片在美国 IND 申请于 2025 年 1 月获得 FDA 批准，适应症为晚期恶性肿瘤。此外，HDM2006 片目前正在中国开展用于晚期实体瘤的 I 期临床研究。

控股子公司道尔生物的靶向 **PD-L1/VEGF/TGF-β** 的三靶点抗体融合蛋白注射用 **DR30206**，已于 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。此外，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于 2025 年 4 月获得批准。

图 23：公司部分重点在研肿瘤管线

项目名称	成分类别	靶点	产品最高进度	企业	适应症
DR30206	三抗	PD-L1,VEGF,TGFB	临床I/II期	道尔生物	晚期实体瘤，消化道肿瘤
HDM2005	ADC	ROR1	临床I期	中美华东	实体瘤
HDM2006	PROTAC	HPK1	临床I期	中美华东	实体瘤
HDP-101	ADC	BCMA, Pol II	批准临床	Heidelberg Pharma; 中美华东	复发/难治性多发性骨髓瘤

资料来源：insight，华西证券研究所

2.2.3. 自免：自免领域产品线布局丰富，新品获批上市后迎来放量

公司在自免领域已实现口服小分子药物、生物制剂及外用制剂产品的全覆盖。公司早期在免疫领域布局产品有新赛斯平 (环孢素胶囊)、赛福开 (他克莫司胶囊)、赛可平 (吗替麦考酚酯分散片) 等。近年来公司不断围绕自身免疫领域进行深入布局，先后与荃信生物、美国 ProventionBio、美国 Ashvattha、美国 Kiniksa、美国 Arcutis、丹麦 MC2 等一系列技术先进的国内外创新研发企业进行合作，引进全球领先的创新技术与产品，同时持续提升自身创新研发能力。现有产品及在研产品适应症涵盖移植免疫、银屑病、特应性皮炎、脂溢性皮炎、复发性心包炎、冷吡啉相关的周期性综合征等适应症，覆盖皮肤、风湿、心血管、呼吸、移植等疾病种类，是国内自身免疫性疾病领域种类覆盖较为全面的医药公司之一。截至 24 年底，公司自免领域已拥有在研生物药和小分子创新产品 20 余款。24 年中公司自免领域 2 款新药实现获批上市，分别为乌司奴单抗及利纳西普。

图 24：公司自免产品布局

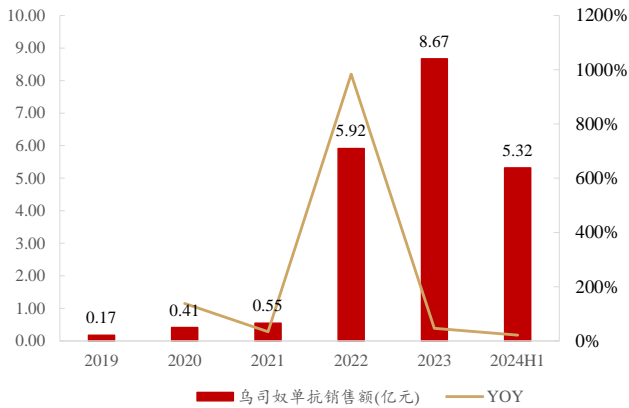


资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司的乌司奴单抗生物类似药为国内首款获批上市。根据银屑病基层诊疗指南（2022 年）流行病学估算，中国银屑病患者人数在 700 万例以上。其中，斑块状银屑病约占所有银屑病病例的 80%~90%，是银屑病中最常见类型。银屑病目前没有治愈的手段，主要治疗手段有外用药治疗、物理治疗、系统治疗（传统药物、生物制剂和小分子靶向药物）等，针对特定细胞因子（如 IL-12、IL-17、IL-23 和 TNF-α）的靶向生物制剂已成为银屑病重要的治疗手段。

Stelara（乌司奴单抗）由强生研发，系全球首个 IL-12/IL-23 双靶点抑制剂，自 2009 年上市以来累计销售额超千亿美元，2023 年销售额首次突破百亿美元（108.58 亿美元），但因专利到期和生物类似药冲击 2024 年销售额同比下滑 4.6%。公司与荃信生物合作开发并由公司独家商业化的乌司奴单抗生物类似药 HDM3001（QX001S）为国内首家，用于治疗成年斑块状银屑病中国上市申请于 2024 年 11 月获批；新增儿童斑块状银屑病适应症上市补充申请于 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。

图 25：国内样本医院端乌司奴单抗销售额(亿元)



资料来源：药融云，华西证券研究所

图 26：国内乌司奴单抗生物类似药格局

品种名称	企业名称	状态
乌司奴单抗注射液	中美华东	成年中重度斑块状银屑病 (24.10.21 获批) 儿童斑块状银屑病 (25.2.28 获批)；克罗恩病 (25.2 申报待 CDE 审批)
乌司奴单抗注射液	石药集团	上市申请 (2024.11.26)
乌司奴单抗注射液	百奥泰	上市申请 (2024.5.9)

资料来源：insight，华西证券研究所

创新产品注射用利纳西普 CAPS 及 RP 适应症获批上市，填补了相关罕见病治疗的空白。 公司从美国 Kiniksa 引进的全球创新产品注射用利纳西普 (ARCALYST®)，中美华东拥有该产品在中国、韩国、澳大利亚、新西兰、印度等 24 个亚太国家和地区 (不含日本) 的独家许可，包括开发、注册及商业化权益。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，填补了相关罕见病治疗的空白。

注射用利纳西普是重组二聚体融合蛋白，可阻断白细胞介素-1 α (L-1 α) 和白细胞介素-1 β (L-1 β) 的信号传导。该产品最早由 Regeneron Pharmaceuticals, Inc. 研发，于 2008 年获得 FDA 批准用于治疗冷吡啉相关周期性综合征 (CAPS)，包括家族性寒冷性自身炎症综合征 (FCAS) 和 Muckle-Wells 综合征。2020 年，FDA 批准其用于治疗 IL-1 受体拮抗剂缺乏症。2017 年，Kiniksa 从 Regeneron 获得了注射用利纳西普的许可。Kiniksa 开发该产品用于治疗复发性心包炎 (RP)。2019 年，该产品 RP 适应症获得 FDA 突破性疗法认定；2020 年，该产品 RP 适应症获得 FDA 孤儿药认定，同年获得欧盟委员会授予的孤儿药认定。2021 年 3 月，该产品 RP 适应症获得 FDA 批准上市，是目前 FDA 批准的第一款也是唯一一款适用于 12 岁及以上人群的复发性心包炎治疗药物。根据 Kiniksa 披露的数据，ARCALYST® 2023 年度净收入为 2.33 亿美元，2024 年前三季度净收入为 2.94 亿美元。

其次，公司目前在研管线包括：

公司 23 年 8 月与美国 Arcutis 达成合作获得了罗氟司特乳膏 (ZORYVE®) 及泡沫剂型 (ARQ-154) 的大中华区及东南亚的生产及商业化权益。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。氟司特是一种磷酸二酯酶-4 (PDE4) 抑制剂；PDE4 是一种细胞内酶，可增加促炎介质的生成并减少抗炎介质的生成，抑制 PDE4 可减轻炎症反应。PDE4 与多种炎症性疾病有关，包括银屑病，特应性皮炎和慢性阻塞性肺病等。ZORYVE® 乳膏是首个也是目前唯一一个被批准用于治疗斑块状银屑病 (包括间擦性银屑病) 的局部外用 PDE4 抑制剂。

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。

公司与韩国 IMBiologics 公司合作的 HDM3019 (IMB-101)，用于类风湿关节炎的中国 IND 申请已于 2025 年 3 月获批。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

公司自研产品 HDM3010 目前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。

图 27：公司部分重点在研自免管线

项目名称	类别	靶点	产品最高进度	企业	适应症
HDM3010	化药改良型新药	JAK1,JAK2	临床III期（白癜风）；I/II期（结节性痒疹的）	中美华东	结节性痒疹，非节段型白癜风
HDM3019	生物制品新药（双抗）	TNF- α , OX40L	临床I/II期	中美华东	类风湿关节炎
罗氟司特乳膏	化药改良型新药	PDE4	临床III期	中美华东, DPT Laboratories, Ltd., Arcutis Biotherapeutics INC	斑块状银屑病，特应性皮炎
HDM3016	生物制品新药（单抗）	IL-4R α	临床III期（结节性痒疹/中重度特应性皮炎）；临床II期（慢性鼻窦炎伴息肉）	荃信生物	结节性痒疹，中重度特应性皮炎，慢性鼻窦炎伴息肉

资料来源：insight，华西证券研究所

3. 医美：以国际化视野打造产品矩阵，持续加深产品纵向+横向布局

公司医美业务秉承“全球化运营布局，双循环经营发展”战略，现已成为公司重要增长极。公司医美业务以国际化视野，通过前瞻性布局，打造了综合化、差异化的产品矩阵，产品数量和覆盖领域均居行业前列，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，融合“无创+微创”“面部+身体”“产品+技术”“注射+能量源设备”等多元化联合治疗手段，在注射类产品实现再生类、玻尿酸和肉毒素三大品类的全覆盖并形成差异化管线。

从布局医美领域过程来看，近年来公司持续加深业务的纵向+横向布局：

公司最早于 2013 年通过子公司宁波公司代理韩国 LG 公司玻尿酸产品起步；2018 年收购英国医美类上市公司 Sinclair100% 股权，获得 Silhouette 埋线系列、Ellansé 注射用长效微球、PerfectHA 玻尿酸等产品

2019 年与美国 R2 公司签署战略合作协议，取得其冷冻祛斑设备 F1 和全身美白设备 F2 在亚洲 34 个国家或地区的独家分销权，布局能量源医美器械领域；

2020 年 Q1 签署 MaiLi 系列高端玻尿酸产品全球独家许可基础之上与 Kylane 公司的深度战略合作，并于 10 月获得 Kylane 公司 20% 股权。2020 年 8 月，与韩国 Jetema 公司合作拿下 A 型肉毒素产品在中国的独家代理权；同时成立子公司欣可丽美学，作为公司国内医美业务的运营主体。

2021 年 Sinclair 完成对西班牙能量源型医美器械公司 High Tech 收购，将冷冻减脂（Cooltech®酷塑）、脱毛等身体塑形设备纳入产品线；同年，华东医药与比利时 KiOmed 公司合作，获得 4 款在研的创新型壳聚糖医美产品在皮肤修复领域的全球（除美国外）独家许可。

2022 年 Sinclair 完成能量源型医美器械公司 Viora 的收购，并于 2022 年从爱尔兰 EMA Aesthetics 引进的能量源设备 Prême DermaFacial（获得除德国、英国外的全球分销权）。

2023 年公司深化肉毒素赛道布局：先后与韩国 ATGC 公司及重庆誉颜公司达成合作，引进两款在研创新产品——A 型肉毒素 ATGC-110 和重组 A 型肉毒素 YY001。

图 28：公司国内医美已上市/获批产品



资料来源：公司公告，华西证券研究所

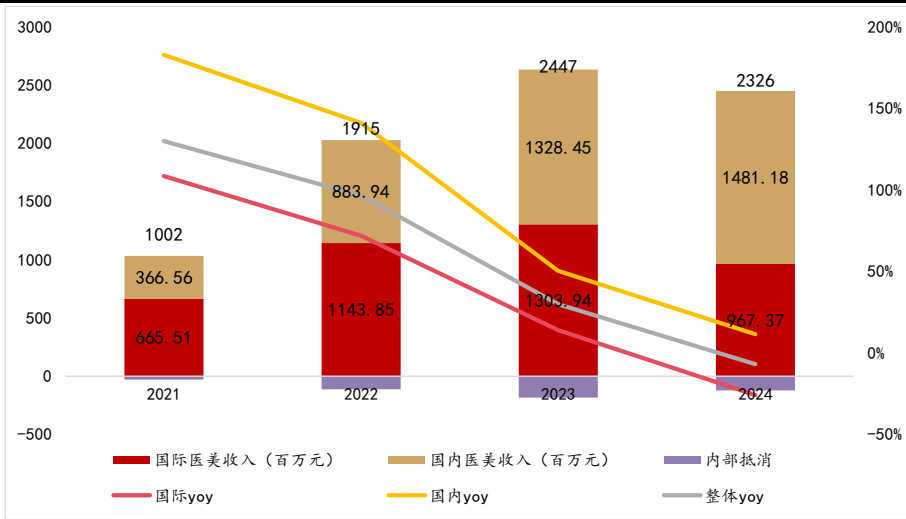
图 29：公司海外医美已上市/获批产品



资料来源：公司公告，华西证券研究所

24 年公司医美业务营收达到 23.26 亿元（剔除内部抵消因素），同比下降 4.94%。24 年国内医美全资子公司欣可丽美学实现营业收入 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。国内医美业务自 2021 年 8 月 Ellansé“伊妍仕”上市后快速放量，24 年实现同比+11.5%。全资子公司英国 Sinclair 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（能量源设备）业务内部调整和需求波动影响，24 年实现营业收入约 9.67 亿元人民币，同比下降 25.8%。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。后续随着国内外消费市场的回暖及公司多个差异化新品陆续获批上市，公司医美板块有望企稳回升，不断释放成长潜能打开中长期成长空间。

图 30：公司医美板块业务收入



资料来源：公司公告，华西证券研究所

3.1. 注射类：公司再生材料&玻尿酸&肉毒等领域均有布局，并持续完善产品矩阵

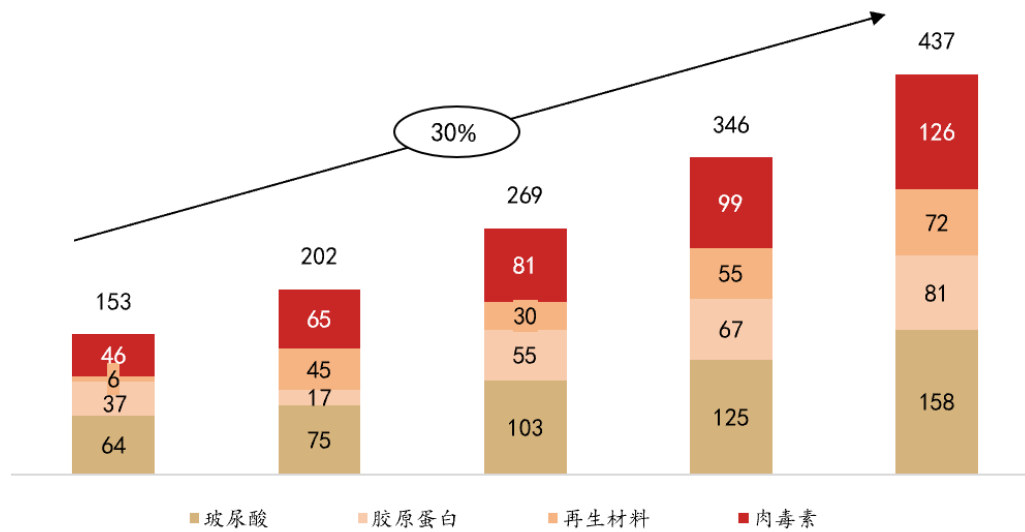
医美注射类产品百花齐放，其中再生类及胶原蛋白市场增速快。医疗美容通常分为手术和非手术类，其中非手术类可分为光电类及注射类。注射类产品主要包括玻尿酸类、胶原蛋白类、以聚乳酸代表的再生制剂类、肉毒素类，及新兴起的外泌体类等类别。其中玻尿酸、胶原蛋白和再生材料均属于医疗器械领域，而肉毒毒素则属于医疗用毒性药品范畴。从注射类市场结构来看，根据摩熵咨询数据，我国玻尿酸和肉毒素使用广泛、应用成熟、应用频率最高故市场规模最大，但近些年增速放缓，2023年市场规模占比分别为38%、30%；再生材料作增速最快，市场份额持续提升；胶原蛋白市场占比较为稳定以大约22%的增速稳步增长。

图 31：医美注射产品分类

产品分类	核心成分	作用机理	适用范围/适应症	代表产品
玻尿酸类	交联/非交联透明质酸钠	注射到真皮层和/或皮下组织，以填充增加组织容积；通过所含透明质酸钠等材料的保湿、补水等作用，改善皮肤状态	面部凹陷填充、皮肤补水等	伊婉、乔雅登、瑞蓝、嗨体、润致、海薇、海魅、姣兰等
胶原蛋白类	动物源/重组胶原蛋白	注射到真皮层和/或皮下组织，以填充增加组织容积、刺激胶原再生	面部凹陷填充、皮肤美容等	爱贝芙、肤柔美、肤丽美、弗缦、肤力原、薇旖美、肤莱美等
再生材料类	聚乳酸 (PLA)、聚己内酯 (PCL)、聚乙烯醇 (PVA)、聚甲基丙烯酸甲酯 (PMMA) 等	注射到真皮深层，以刺激胶原再生	鼻唇沟皱纹等面部凹陷	伊妍仕、艾维岚、濡白天使、艾塑菲等
肉毒素类	A型肉毒毒素	阻断神经和肌肉间的信号传导，以放松肌肉，减小肌肉体积	局部除皱、瘦脸、瘦腿等	衡力、保妥适、吉适、乐提葆、西马等
外泌体类	外泌体	对抗光老化、促进皮肤修复等	疤痕修复、皮肤老化等	/

资料来源：Frost & Sullivan，华西证券研究所

图 32：中国医美注射材料市场规模及占比（亿元）



资料来源：Frost & Sullivan，华西证券研究所

自 21 年中国地区三款再生类产品上市以来，再生注射剂市场热度持续增加。医美再生注射类产品是人工合成的生物医用高分子材料，通常以微球的形式被注射到真皮层和/或皮下组织，作为异物持续刺激人体自身的胶原蛋白再生从而起到持久重塑紧致、美容抗衰的作用；此外，微球结构还具备优良的机械支撑性能，能即刻填充皮肤凹陷大部分再生材料为可降解材料，在几年内可逐渐降解，不会造成异物残留注射部位为真皮深层、皮下层；注射部位较深时若产品本身不含利多卡因，可额外搭配利多卡因使用。常见医美注射类再生材料包含聚乳酸(PLA)、聚己内酯(PCL)、聚乙烯醇(PVA)、羟基磷灰石(HA)、聚甲基丙烯酸甲(PMMA)。其中聚乳酸、聚己内酯因其分子量可控和生物可降解的特性更受市场青睐。**中国大陆地区的医美再生注射剂市场相比欧美等国及中国台湾地区起步较晚，2021 年伴随艾维岚、濡白天使、伊妍仕上市后迅速掀起再生类市场热潮。**

截至目前，国内共有 7 款童颜针获批+3 款少女针获批，市场格局较好。截至目前，国内有 7 款童颜针获批，包括艾维岚（圣博玛）、濡白天使（爱美客）、艾塑菲（江苏吴中）、塑妍萃（高德美）、普丽妍（普丽妍）、四环医药和乐普医疗的童颜针。少女针方面，国内有 3 款包括伊妍仕（华东医药）、塑妍真（谷雨春）和四环医药的 PCL 少女针。

图 33：目前国内已上市的童颜针及少女针

品类	商品名	所属公司	获批上市时间
童颜针	艾维岚	长春圣博玛	2021/4/19
	濡白天使	爱美客	2021/6/24
	艾塑菲	江苏吴中	2024/1/17
	塑妍萃	高德美	2024/9/30
	普丽妍	南京普丽妍	2024/11/21
	童颜针	四环医药	2025/4/23
	聚乳酸面部填充剂	乐普医疗	2025/5/30
少女针	伊妍仕	华东医药	2021/10/25
	塑妍真	谷雨春	2024/8/27
	PCL少女针	四环医药	2025/3/31

资料来源：insght，医美部落，华西证券研究所

公司持续加深再生类产品布局：

1) **伊妍仕 2.0 版本的升级：**2024 年 6 月 19 日，Sinclair 欣可丽美学旗下 ELLANSÉ®伊妍仕®发布第二代新品“再生高定系列”，伊妍仕 2.0 版本为了更精准地满足面部不同部位与层次（骨膜层/韧带筋膜/皮下脂肪层）的需求，采用了精细筛分技术，在 PCL 微球的粒径上进行了精细分级，分别是伊妍仕®臻妍（大微球）、伊妍仕®致臻（中微球）和伊妍仕®紧妍（小微球）。

2) **持续推进不同型号少女针的研发：**少女针共有 S、M、L、E 四个型号，主要的区别在于作用时间不同，注射部位不同。Ellansé®伊妍仕®S 型新增适应症（改善额部轮廓）于 2024 年 11 月完成中国临床试验全部受试者入组，目前正在随访中；该系列的长效胶原再生的 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。

3) **其它再生类品种布局：**除伊妍仕外，公司还在再生类领域布局了童颜针聚左旋乳酸胶原蛋白刺激剂 Lanluma®（改善下颌缘轮廓适应症）已于 2024 年 11 月完成中国临床试验全部受试者入组，目前正在随访中。

图 34：少女针 S、M、L、E 维持效果差异

型号	持效时间（约）
S 型	12 个月
M 型	24 个月
L 型	36 个月
E 型	48 个月

资料来源：MEDSKIN 官网，华西证券研究所

图 35：伊妍仕 2.0 版本产品



资料来源：公司官网，华西证券研究所

公司医美矩阵丰富，在玻尿酸/肉毒素等领域均有布局：

高端玻尿酸方面：MaiLi®系列共有 4 款产品，分别是 MaiLi® Precise、MaiLi® Define、MaiLi® Volume 和 MaiLi® Extreme。MaiLi®Precise（纠正眶下凹陷适应症）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，正在进行安全性随访；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 月获得 NMPA 批准上市。MaiLi 采用“无氧”交联科技，颠覆性地用惰性无氧环境

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

来对玻尿酸进行交联，再从凝胶中去除活性氧，以达到减少所需的化学交联剂的用量并保护 HA 交联链，减缓降解的优势；OxiFree 的独特科技使得 MAILI 魅俪可以在更少的产品用量下，具有更强的支撑能力和丰盈效果。

图 36: MaiLi Extreme 用于改善下颌后缩的中国多中心临床研究



前瞻性、多中心、随机、无治疗对照、评估者设盲、优效性研究，入组159例受试者，试验组106例，对照组53例。分别评估注射后即刻、末次注射后第1个月、3个月、6个月、9个月和12个月的有效性与安全性。
多中心包括上海市第九人民医院，上海交通大学医学院，上海，李青峰；中山大学附属第三医院，广州，赖维；四川大学华西口腔医院，四川成都，王杭；北京医院，北京，赵红艺。

资料来源：《Efficacy and Safety of Chin Augmentation Using MaiLi-E, a Lidocaine-Containing Cross-Linked Sodium Hyaluronate Gel》，华西证券研究所

图 37: MaiLi 系列产品对比

产品名称	临床用途	针头尺寸 (G×长度)	HA浓度 (mg/mL)	是否含麻
Precise	细纹	30G×1/2"	15.0 mg/mL	是
Define	中度褶皱；唇部塑形	30G×1/2"	18.0 mg/mL	是
Volume	体积填充	27G×1/2"	21.0 mg/mL	是
Extreme	颧骨、颞部、下颌下颏	27G×1/2"	24.0 mg/mL	是

资料来源：《Comprehensive Evaluation of Injectability Attributes in OxiFree™ Dermal Fillers: MaiLi® Product Variants and Clinical Case Reports. Gels.》，华西证券研究所

肉毒素方面：公司独家经销产品注射用重组 A 型肉毒毒素（YY001）上市许可申请于 2024 年 12 月获 NMPA 受理，目前正在审评阶段。

此外，新材料壳聚糖真皮注射填充剂 KIO021 于 2024 年 12 月取得组长单位伦理批件，即将正式进入临床试验阶段。

3.2. 能量源设备类：持续完善对医美设备领域布局，涵盖减脂/脱毛/抗衰及身体面部塑形等产品

能量源医美器械不同技术原理作用皮肤层次不同。能量源医美指将激光、射频、超声波等能量形式应用于医疗美容，其作用于不同皮肤层则对应解决不同的问题。大部分光波类设备到达位置为真皮层，随着技术进步，射频、超声波应用的设备则可达更深的筋膜层，因此修身紧肤效果较好。能量源医美设备作用于表皮皮肤可达到消炎抗菌、祛痘、祛斑和美白的作用，作用于真皮层可达到紧致、除皱、刺激再生等目的，作用于皮下脂肪层可达到减脂瘦身的目的，而作用于 SMAS 筋膜层则可刺激胶原蛋白再生，达到抗衰老的目的。

图 38：主要能量源医美项目介绍

能量源形式	工作原理	医美领域的应用	代表产品
激光	利用核心部激光器所发出的不同波段激光与生物组织间发生光子生物学效应，不伤害周边皮肤组织	祛斑及纹身、嫩肤、脱毛、痤疮治疗、疤痕修复等	二氧化碳激光、皮秒激光
强脉冲光	由氙弧灯产生的强光，经由不同滤光片滤过，以获取制定波长范围内的光能量，达到选择性破坏色素、毛囊、血管等结构，同时一定程度上刺激真皮胶原纤维增生的美容效果	嫩肤、脱毛等	光子嫩肤
射频	加热皮肤层，热量会使水分子与纤维胶原蛋白分离，达到立刻收紧皮肤作用，同时刺激新的胶原蛋白再生而进一步收紧皮肤	修身、紧致、私密美容等	热玛吉、热拉提
聚焦超声	利用高强度聚焦式超声波，作用于皮下，聚集热能，温度可达到 65°C-70°C，在不伤害皮肤表面的同时，作用于真皮层、脂肪层、筋膜层，起到拉紧松弛皮肤，溶脂塑形并刺激胶原蛋白再生的效果，与上述技术相比作用层级较深	面部、颈部提拉、减脂等	Ultherapy (FDA 获批)、优立塑 (NMPA 获批)
冷冻溶脂	利用脂肪细胞不耐冷的特征，在特定低温环境下使细胞结晶，并且凋亡，最终通过新陈代谢将脂肪细胞排出体外，从而达到减脂塑形的效果	NMPA 获批腹部和腰部适应症	酷塑

资料来源：《医美能量源设备白皮书》蛋壳研究院，华西证券研究所

Sinclair 通过收购 HighTech 和 Viora 及参股公司美国 R2，持续完善对医美设备领域的布局。High Tech 产品主要专注身体减脂和脱毛，Viora 产品应用范围主要覆盖抗衰老、身体及面部塑形等领域。国内市场方面，2022 年功能性肤色管理生美设备酷雪®上市，2023 年射频治疗仪芮艾堤®上市。V20 已于 2024 年 9 月获批上市；V30（射频+强脉冲光+Nd:YAG 激光高端集成多功能平台机）于 2025 年 3 月收到国家药品监督管理局（NMPA）的注册受理通知；多功能面部皮肤管理平台 Prème DermaFacial 也将于 2025 年内正式实现商业化销售，作为一款智能化高科技美容仪器，设备搭载 IoT（物联网）技术，集螺旋真空、微晶磨皮、微电流、超声等先进技术为一体，一站式满足清洁与抗衰需求，为国内求美者提供个性化专业护理方案。

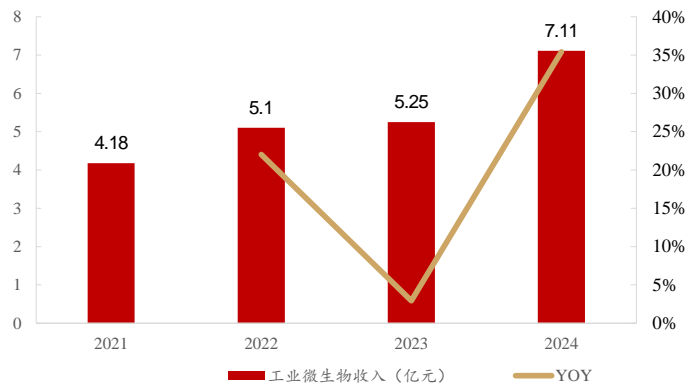
4.工业微生物&医药商业：工微各业务单元保持较快增长，医药商业稳健增长

工业微生物聚焦合成生物及生物医药产业升级两大战略方向，业绩实现较快增长。公司工业微生物领域聚焦合成生物技术创新与生物医药产业升级两大战略方向，重点推进 xRNA 原料、特色原料药&中间体、大健康&生物材料、动物保健四大核心业务板块。经过四十载的积淀，公司形成了以中美华东工业微生物研发为中枢，联动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等的研

发矩阵，并形成了杭州祥符桥、钱塘新区、江苏九阳、湖北美琪、安徽美华、芜湖华仁和南农动药七大产业化基地，拥有目前浙江省内最大规模的发酵单体车间和行业领先的微生物药物生产能力。

截至 24 年底，公司工业微生物领域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。工业微生物各业务单元也均保持较快增长，24 年合计实现销售收入 7.11 亿元，较去年同期增长 43.12%。其中，特色原料药&中间体板块增长 38%，xRNA 板块增长 20%，大健康&生物材料板块增长 142%，动物保健板块增长 33%。25Q1 公司工业微生物板块收入保持较快增长，同比增长 29.98%，后续随着海外市场的积极拓展，板块业务将有望延续良好发展势头。

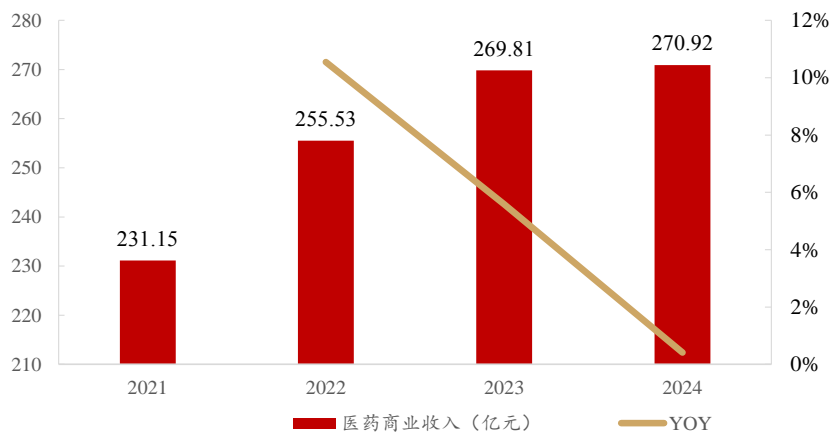
图 39：公司工业微生物板块收入及增速情况（亿元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

医药商业：经营稳健，已连续多年稳居中国医药商业药品批发企业十强。2024 年公司医药商业积极应对支付端控费与消费端偏弱的双重挑战，整体继续保持稳健发展，24 年实现营业收入 270.92 亿元，同比增长 0.41%，净利润 4.56 亿元，同比增长 5.58%。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，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。25Q1 公司医药商业整体保持稳健增长，实现营业收入 69.34 亿元，同比增长 3.23%，实现净利润 1.15 亿元，同比增长 7.33%。

图 40：公司商业板块收入及增速情况（亿元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

5. 业绩拆分及盈利预测

5.1. 业绩拆分

核心假设

- **医药工业：**考虑到公司存量仿制药大品种纳入集采及国谈影响已陆续出清，公司持续布局创新产品，聚焦肿瘤、内分泌及自免领域等，渐入收获期。24 年公司索米妥昔单抗注射液/乌司奴单抗/利纳西普等产品陆续获批上市等带来新增量。故我们预期 25-27 年公司医药工业板块分别实现收入 156.06/171.67/188.84 亿元，增速分别为 13%/10%/10%。
- **医药商业：**考虑到公司作为传统医药商业龙头，业务保持较稳健增长。故我们预期 25-27 年医药商业板块分别实现收入 284.47/298.69/313.62 亿元，增速分别为 5%/5%/5%。
- **医美：**考虑到公司持续加深医美业务的纵向+横向布局，MaiLi®Extreme（改善下颌轮廓适应症）已于 2025 年 1 月获得 NMPA 批准上市，Ellansé®伊妍仕®M 型（改善颧部凹陷适应症）已于 2025 年 1 月获得 NMPA 注册受理通知，后续医美矩阵新品获批后有望带来增量。故我们预期 25-27 年公司医美板块分别实现收入 25.35/29.16/33.53 亿元，增速分别为 9%/15%/15%。
- **工业微生物：**考虑到公司重点推进 xRNA 原料、特色原料药&中间体、大健康&生物材料、动物保健四大核心业务板块，研发项目数量较多后续有望保持较快增长。故我们预期 25-27 年公司工业微生物分别实现收入 9.95/13.44/18.14 亿元，增速分别为 40%/35%/35%。

表 1：公司业绩拆分及预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
医药工业						
收入 (百万元)	11244	12217	13811	15606.43	17167.07	18883.78
YOY	11.23%	8.65%	13.05%	13.00%	10.00%	10.00%
毛利率(%)				74.00%	74.00%	74.00%
医药商业						
收入 (百万元)	25553	26981	27092	28446.6	29868.9	31362.4
YOY	10.55%	5.59%	0.41%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率(%)				6.00%	6.00%	5.00%
医美						
收入 (百万元)	1915	2447	2326	2535.3	2915.6	3353.0
YOY	91.12%	27.78%	-4.94%	9.00%	15.00%	15.00%
毛利率(%)				76.00%	76.00%	76.00%
工业微生物						
收入 (百万元)	510	525	711	995.4	1343.8	1814.1
YOY	22.01%	2.94%	35.43%	40.00%	35.00%	35.00%
毛利率(%)				50.00%	50.00%	50.00%
合计						

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

营业总收入	37715	40624	41906	45383.77	48695.43	52113.26
同比(%)	9.12%	7.71%	3.16%	8.30%	7.30%	7.02%
毛利	12031.1	13162.2	13917.0	14932.11	16473.55	17842.44
销售毛利率(%)	31.90%	32.40%	33.21%	32.90%	33.83%	34.24%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

5.2.盈利预测及投资建议

公司为医药工业与商业领域传统龙头，当前传统大品种逐步进入集采尾声边际压力趋缓，在“创新药+医美”双轮驱动战略下不断打开第二增长曲线。考虑到公司存量品种的集采风险逐步出清且新产品获批后有望陆续兑现业绩。故我们预测 2025-2027 年营业收入分别为 453.84/486.95/521.13 亿元，对应 EPS 分别为 2.30/2.60/2.95 元，对应 2025 年 6 月 11 日收盘价 43.4 元/股，对应 PE 分别为 19/17/15 倍，由增持上调至买入评级。

表 2：可比公司估值情况 (20250611)

代码	公司	股价 (元/股)	EPS				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600276.SH	恒瑞医药	54.71	0.99	1.07	1.23	1.43	46	52	45	39
000513.SZ	丽珠集团	38.83	2.26	2.49	2.74	3.03	16	14	13	12
002422.SZ	科伦药业	37.99	1.83	1.85	2.08	2.4	21	21	18	16
			平均				28	29	25	22
000963.SZ	华东医药	43.40	2.00	2.30	2.60	2.95	21	19	17	15

资料来源：wind，华西证券研究所。注：除花园生物外，盈利预测均为 wind 一致预测

6.风险提示

- **行业政策变化及产品降价风险：**医药行业是一个高度竞争和创新的行业，需不断适应市场变化和政策调整，近年来，集采、医保谈判等各项政策持续推进，逐渐规范化、常态化、系统化。与此同时，地缘政治、宏观经济政策等外部因素也扰动着企业经营与市场行情，新药产品也可能面临着价格降低风险。
- **新药研发风险：**创新产品研发周期较长，从研发到上市，需要经历临床前研究、临床试验、申报注册、获准生产、商业化落地等过程，周期长且受诸多不确定性因素影响，例如国家政策、市场因素、监管审批等。新药上市后放量也需要一定的过程和时间，还有可能遇到降价等风险，可能会产生研发投入回报不及预期等影响。
- **新品放量低于预期：**公司新品存在销售不及预期风险。
- **药品价格下降风险：**近年来为实现公司创新转型发展战略，公司围绕创新药、医美以及工业微生物领域，持续进行投资并购活动，形成商誉。如果未来收购的公司经营状况出现波动，则可能存在商誉减值的风险，从而对公司当期经营业绩带来不良影响。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

- **消费需求疲软：**医美板块的放量较受居民消费力和消费需求的影响。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	41,906	45,384	48,695	52,113	净利润	3,494	4,041	4,565	5,178
YoY (%)	3.2%	8.3%	7.3%	7.0%	折旧和摊销	865	876	931	976
营业成本	27,989	30,452	32,222	34,271	营运资金变动	-891	-445	-289	-482
营业税金及附加	251	261	283	305	经营活动现金流	3,749	4,383	5,207	5,675
销售费用	6,409	6,808	7,304	7,661	资本开支	-1,708	-1,702	-1,773	-1,986
管理费用	1,397	1,498	1,607	1,720	投资	-530	-186	-24	-73
财务费用	22	0	0	0	投资活动现金流	-2,170	-1,761	-1,787	-2,048
研发费用	1,426	1,543	1,704	1,824	股权募资	0	-2	0	0
资产减值损失	-41	-8	-10	-14	债务募资	988	137	574	807
投资收益	-129	10	10	10	筹资活动现金流	-750	214	574	807
营业利润	4,325	4,910	5,574	6,330	现金净流量	782	2,833	3,994	4,435
营业外收支	-23	0	0	0					
利润总额	4,302	4,910	5,574	6,330	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	807	869	1,010	1,152	成长能力				
净利润	3,494	4,041	4,565	5,178	营业收入增长率	3.2%	8.3%	7.3%	7.0%
归属于母公司净利润	3,512	4,027	4,563	5,180	净利润增长率	23.7%	14.7%	13.3%	13.5%
YoY (%)	23.7%	14.7%	13.3%	13.5%	盈利能力				
每股收益	2.00	2.30	2.60	2.95	毛利率	33.2%	32.9%	33.8%	34.2%
					净利率	8.4%	8.9%	9.4%	9.9%
					总资产收益率 ROA	9.3%	9.6%	9.5%	9.4%
					净资产收益率 ROE	15.2%	14.8%	14.4%	14.0%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力				
货币资金	5,276	8,109	12,103	16,538	流动比率	1.53	1.75	1.92	2.07
预付款项	400	446	420	480	速动比率	1.14	1.35	1.55	1.70
存货	4,776	5,095	5,308	5,743	现金比率	0.38	0.58	0.79	0.96
其他流动资产	10,599	10,792	11,712	12,711	资产负债率	37.8%	34.3%	33.0%	32.1%
流动资产合计	21,052	24,442	29,543	35,472	经营效率				
长期股权投资	1,544	1,730	1,753	1,826	总资产周转率	1.17	1.13	1.08	1.01
固定资产	4,422	4,676	4,755	4,825	每股指标 (元)				
无形资产	3,645	4,115	4,727	5,525	每股收益	2.00	2.30	2.60	2.95
非流动资产合计	16,827	17,716	18,571	19,640	每股净资产	13.15	15.49	18.09	21.04
资产合计	37,879	42,158	48,115	55,112	每股经营现金流	2.14	2.50	2.97	3.24
短期借款	2,312	2,671	3,245	4,052	每股股利	0.93	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	7,044	7,143	7,609	8,253	估值分析				
其他流动负债	4,437	4,146	4,498	4,866	PE	21.49	18.76	16.56	14.59
流动负债合计	13,794	13,960	15,352	17,171	PB	2.63	2.78	2.38	2.05
长期借款	14	14	14	14					
其他长期负债	507	501	501	501					
非流动负债合计	521	515	515	515					
负债合计	14,315	14,475	15,867	17,687					
股本	1,754	1,754	1,754	1,754					
少数股东权益	504	518	520	518					
股东权益合计	23,564	27,682	32,247	37,425					
负债和股东权益合计	37,879	42,158	48,115	55,112					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。