

四环医药 (00460.HK)

买入 (维持评级)

再生新品落地, 医美边界不止

投资要点:

- 四环医药再生新品发布, 为国内唯一合规双再生针剂持有者。

7月19日四环医药于北京正式发布旗下3款自研医美新品: 1) PLLA童颜针: 童颜针根据微球粒径分为斯弗妍(大粒径进行深层注射, 刺激胶原再生)与回颜臻(粒径更为细腻, 进行真皮应用的定制基因)两款新品。采用独特膜乳化工工艺和特制精细筛分制备术, 微球粒径控制更均一, 产品降解速率稳定, 独特的SDS投料工艺使微球快速均匀分散。2) PCL倾研: PCL粒径更为均一, 有序引导胶原再生反应, 微球间立体间距合适, 高分散度可避免局部刺激, 产品支撑力优、黏弹性高, 注射流程不位移。

- 不止于应用, 由单产品迈向美学方案的综合治疗时代。

当前医美产品供给持续丰富, 求美趋势与消费痛点要求机构提供更为完备的美学方案, 过去单一的皮肤诊断方式与碎片化的治疗方式将进入升级阶段。漾颜空间创新性提出【SMART皮肤整体管理方案】, 涵盖皮肤信息采集、皮肤诊断、美学评估、合理化组合方案、个性化治疗等阶段, 环环相扣从多维度解决皮肤问题。同时公司已有填充类、毒素类、光电类产品布局, 可以联合治疗方式共同提供美学方案。

- 平台化与渠道力是优势, 医美业务有望进一步放量

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, 核心单品乐提葆肉毒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, 共同构建医美产品矩阵。此次3款再生新品上市显著强化公司管线协同能力, 未来有望联合已有产品与成熟渠道体系进一步发力, 贡献业绩增量。

- 历史业绩包袱逐步出清, 创新药商业化逐步兑现。

对于传统制药业务而言, 我们认为前期受集采影响已基本体现, 仿制药业务有望进入触底企稳阶段。未来重点关注其创新药板块优势, 公司的安奈拉唑钠及国产第二款SGLT-2惠优静创新药等产品上市。旗下子公司轩竹生物已储备10+款在研创新药产品, 其中2款创新药(4个适应症)已处于关键临床或NDA阶段, 可关注商业化兑现进度。

- 盈利预测与投资建议

医美新品上市加强管线协同与业绩兑现度, 我们调整预计公司2025-2027年实现营收23.2/34.4/47.3亿元(前值为23.2/32.4/43.7亿元), 预计增速为22%/48%/37%, 归母净利润为0.6/5.3/7.8亿元(前值为0.6/4.6/6.9亿元), 对应2026年业绩PE为22倍, 维持“买入”评级。

- 风险提示

新品研发和注册风险; 医美产品销售不及预期; 医药政策影响

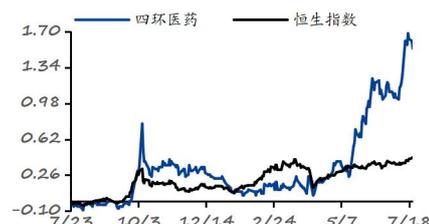
财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入(百万元)	1,861	1,901	2,319	3,440	4,726
增长率	-15%	2%	22%	48%	37%
净利润(百万元)	-54	-217	63	528	783
增长率	97%	-301%	129%	736%	48%
EPS(元/股)	-0.01	-0.02	0.01	0.06	0.08
市盈率(P/E)	-210.7	-52.5	180.3	21.6	14.5
市净率(P/B)	2.6	2.6	2.7	2.5	2.2

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

基本数据

日期	2025-07-22
收盘价:	1.34 港元
总股本/流通股本(百万股)	9,330.00/9,193.58
流通市值(百万港元)	12,319.40
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)	1.44/0.50

一年内股价相对走势



团队成员

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

相关报告

1、跨越制药边界, 成就美与创新——2025.06.09



图表 1: 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	3,229	3,423	营业总收入	1,901	2,319	3,440	4,726
应收款项合计	1,016	1,084	1,613	2,319	主营业务收入	1,901	2,319	3,440	4,726
存货	417	676	972	1,237	营业总支出	2,411	2,645	3,392	4,275
其他流动资产	763	572	744	807	营业成本	659	813	1,191	1,628
流动资产合计	5,718	5,580	6,558	7,786	营业开支	1,752	1,832	2,201	2,647
固定资产净额	2,007	1,746	1,561	1,356	营业利润	-510	-326	48	452
权益性投资	648	648	648	648	净利息支出	275	-35	-34	-39
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	334	690
其他非流动资产	162	499	500	500	非经常项目损益	0	0	0	0
非流动资产合计	4,814	4,722	4,640	4,447	除税前利润	-428	-142	334	690
资产总计	10,532	10,302	11,198	12,233	所得税	43	-20	47	97
应付账款及票据	273	298	465	636	少数股东损益	-255	-186	-241	-189
循环贷款	137	203	170	187	持续经营净利润	-216	63	528	782
其他流动负债	2,900	2,996	3,672	4,215	非持续经营净利润	0	0	0	0
流动负债合计	3,310	3,497	4,307	5,038	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	528	783
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	0.06	0.08
非流动负债合计	2,272	2,155	2,140	2,037					
负债总计	5,582	5,652	6,447	7,075					
归属母公司所有者权益	4,372	4,259	4,600	5,196					
少数股东权益	577	391	151	-38					
股东权益总计	4,949	4,650	4,751	5,158					
负债及股东权益总计	10,532	10,302	11,198	12,233					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流		946	1,395	1,249	成长能力				
净利润	-217	63	528	783	营业收入增长率	-0.4%	22.0%	48.3%	37.4%
折旧和摊销		1,471	1,469	1,199	归母公司净利润增长率	-301.1%	129.1%	736.4%	48.2%
营运资本变动		-198	-92	-327	获利能力				
其他非现金调整		-390	-510	-406	毛利率	65.3%	65.0%	65.4%	65.6%
投资活动现金流		-1,029	-1,213	-821	净利率	-11.4%	2.7%	15.3%	16.6%
资本支出		-1,155	-1,431	-1,111	ROE	-4.9%	1.5%	11.9%	16.0%
长期投资	77	1	-26	17	ROA	-2.0%	0.6%	4.9%	6.7%
其他长期资产		124	244	274	偿债能力				
融资活动现金流		-191	-201	-234	资产负债率	53.0%	54.9%	57.6%	57.8%
借款增加	-292	20	-83	-69	流动比率	1.7	1.6	1.5	1.5
股利分配	0	-177	-187	-187	速动比率	1.6	1.4	1.3	1.3
普通股增加	0	0	0	0	每股指标(元)				
其他融资活动现金流		-34	69	21	每股收益	0.0	0.0	0.1	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	0.6
					估值比率				
					P/E	-53	180	22	15
					P/B	3	3	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：hfjys@hfzq.com.cn