

华东医药 (000963.SZ)

增持 (维持)

创新转型赋能成长，不断拓展制药生态圈

我们看好公司在医药工业板块的创新转型战略，FR α -ADC (ELAHERS) 等多款重磅产品已陆续上市，建议关注自研口服小分子单靶点 GLP-1、双靶点、三靶点，三抗等关键临床数据和可能的 BD 潜力。

- **创新转型中的医药白马。**公司历经 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，未来，创新药产业是公司的战略主线。
- **医药商业：营收占比 70%，浙江医药仓储运输龙头。**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，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。
- **医药工业：仿制药板块稳健增长，创新药迎来收获期。**(1) **仿制药：**为公司利润的重要来源，子公司中美华东有多个单品超过亿元的仿制药单品，包括百令胶囊、吡哌布芬片等大单品；(2) **创新药：**创新药管线目前已经突破 80 项，重点布局肿瘤、自免及内分泌三大疾病领域，形成了 ADC、自免外用制剂及 GLP-1 三大特色产品矩阵；GLP-1 领域，构建了口服小分子、单、双、三靶点研发布局；ADC 领域多条研究管线陆续推进，2024 年靶向 FR α 的 ADC 药物爱拉赫获批，自研 ROR1 ADC 获得 FDA 孤儿药认证；自免领域乌司奴单抗 (赛乐信) 成功上市，成为国内首个乌司奴单抗注射液生物类似药，公司创新药发展版图不断拓展，自主研发能力持续提升，为公司提供新的增长动力。
- **工业微生物：专注于 xRNA、特色原料药 & 中间体、大健康 & 生物材料、动物保健四大战略方向。**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，具备微生物工程全链条技术，已建立覆盖微生物药物全生命周期的研发生产体系，构建了跨学科研发平台与产业化资源网络。
- **医美国内国外布局，“注射类+光电仪器”开启全域美学。**围绕“伊妍仕”品牌，建立起涵盖玻尿酸填充剂、肉毒素、医美器械等产品线，积极推动从填充类向功能性医美拓展。旗下 MaiLi Extreme 高端玻尿酸产品已于 2025 年初获得 NMPA 批准，能量源设备 V20-射频于 2024 年获批上市，生美设备即将启动国内上市计划。
- **维持“增持”投资评级。**我们看好公司在创新药领域的布局，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 39.10、43.72、48.76 亿元，同比增长 11%/12%/12%，对应当前 PE19.6、17.6、15.7 倍，维持“增持”投资评级。
- **风险提示：消费需求不及预期风险，技术变革风险，行业竞争加剧风险等。**

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	40624	41906	45036	47966	51181
同比增长	8%	3%	7%	7%	7%
营业利润(百万元)	3453	4325	4807	5371	5984
同比增长	13%	25%	11%	12%	11%
归母净利润(百万元)	2839	3512	3910	4372	4876
同比增长	14%	24%	11%	12%	12%
每股收益(元)	1.62	2.00	2.23	2.49	2.78
PE	27.0	21.9	19.6	17.6	15.7
PB	3.6	3.3	3.0	2.7	2.5

资料来源：公司数据、招商证券

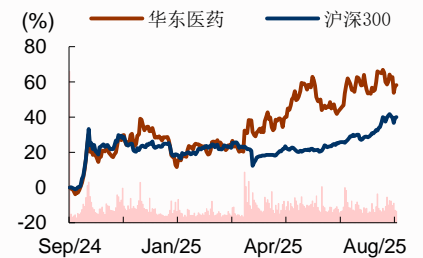
消费品/生物医药
目标估值：NA
当前股价：43.77 元

基础数据

总股本 (百万股)	1754
已上市流通股 (百万股)	1752
总市值 (十亿元)	76.8
流通市值 (十亿元)	76.7
每股净资产 (MRQ)	13.5
ROE (TTM)	15.3
资产负债率	37.9%
主要股东	中国远大集团有限责任公司
主要股东持股比例	41.67%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-0	27	55
相对表现	-9	12	18



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《华东医药 (000963) — GLP-1 领域全方位布局，医美赛道持续深耕》2023-10-25

梁广楷 S1090524010001
lianguangkai@cmschina.com.cn
许菲菲 S1090520040003
xufeifei@cmschina.com.cn
张语馨 S1090524060002
zhangyuxin3@cmschina.com.cn

正文目录

华东医药：创新转型创造新成长元素	4
1、 公司集研发，制造，销售于一身，不断拓展制药生态圈	4
2. 医药商业：长期深耕浙江，拥有专业化的药学服务及市场拓展团队	6
3. 医药工业：仿制药为稳定底盘，创新药收获助力成长	7
3.1 仿制药：传承与创新并重，夯实传统优势	9
3.2 抗肿瘤板块：打造 ADC 生态圈	19
3.4 自免领域管线丰富，市场规模持续增长	25
3.5 工业微生物：专注四大战略板块，国际化客户积累成倍增加	29
4. 医美业务：国内海外布局，推动公司品牌与市场协同升级	29
盈利预测与投资建议	33
风险提示	33

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司股权结构	5
图 3：公司收入及增速	5
图 4：公司归母净利润及增速	5
图 5：公司期间费用情况	6
图 6：公司毛利率及净利率情况	6
图 7：公司收入结构分行业（%）	6
图 8：公司各板块毛利率情况（%）	6
图 9：公司医药商业营业收入与同比增速（亿元，%）	7
图 10：公司医药商业占总营收比重（%）	7
图 11：公司部分产品管线	9
图 12：中国超重/肥胖人数预测（万人）	11
图 13：预估 2030 年中国成年人（≥18 岁）超重肥胖患病率（%）和超重肥胖引起的医疗费	11
图 14：GLP-1 受体激动剂横向对比基础胰岛素（糖化血红蛋白、空腹血糖、体重）	12
图 15：GLP-1 受体激动剂全球市场规模预测（亿美元）	13

图 16: 海外/国内单靶点 GLP-1 部分竞争格局 (黄/白代表海外/国内)	14
图 17: 海外/海内双靶点 GLP-1 部分企业竞争格局 (黄/白代表海外/内)	15
图 18: 海外/国内三靶点 GLP-1 部分竞争格局 (黄/白代表海外/国内)	16
图 19: 华东医药糖尿病领域产品布局	17
图 20: GLP-1 受体激动剂主要产品布局	18
图 21: MASH 适应症研发竞争格局	19
图 22: 癌症药物全球市场规模 (十亿美元)	20
图 23: ADC 药物全球市场规模 (十亿美元)	21
图 24: 全球上市 ADC 药物表	21
图 25: 华东医药肿瘤产品管线布局(白/黄对应国内/海外)	24
图 26: 2018-2023 全球 ADC 授权交易 (十亿美元)	25
图 27: 2018-2023 中美 ADC 授权交易数量 (次)	25
图 28: 2018-2030 中国银屑病市场规模 (百万美元)	26
图 29: 2018-2030 中国特应性皮炎市场规模 (百万美元)	26
图 30: 华东医药自身免疫领域产品管线布局	28
图 31: 华东医药自免在研管线	28
图 32: 2021-2024 工业微生物营业收入及同比增长 (亿元)	29
图 33: 中国医美市场规模 (十亿元)	30
图 34: 公司医美领域营收情况 (万元)	30
图 35: 华东医药国内医美已上市/获批产品	31
图 36: 华东医药海外医美已上市产品	32
图 37: 华东医药医美管线	32
图 38: 收入预测	33
附: 财务预测表	34

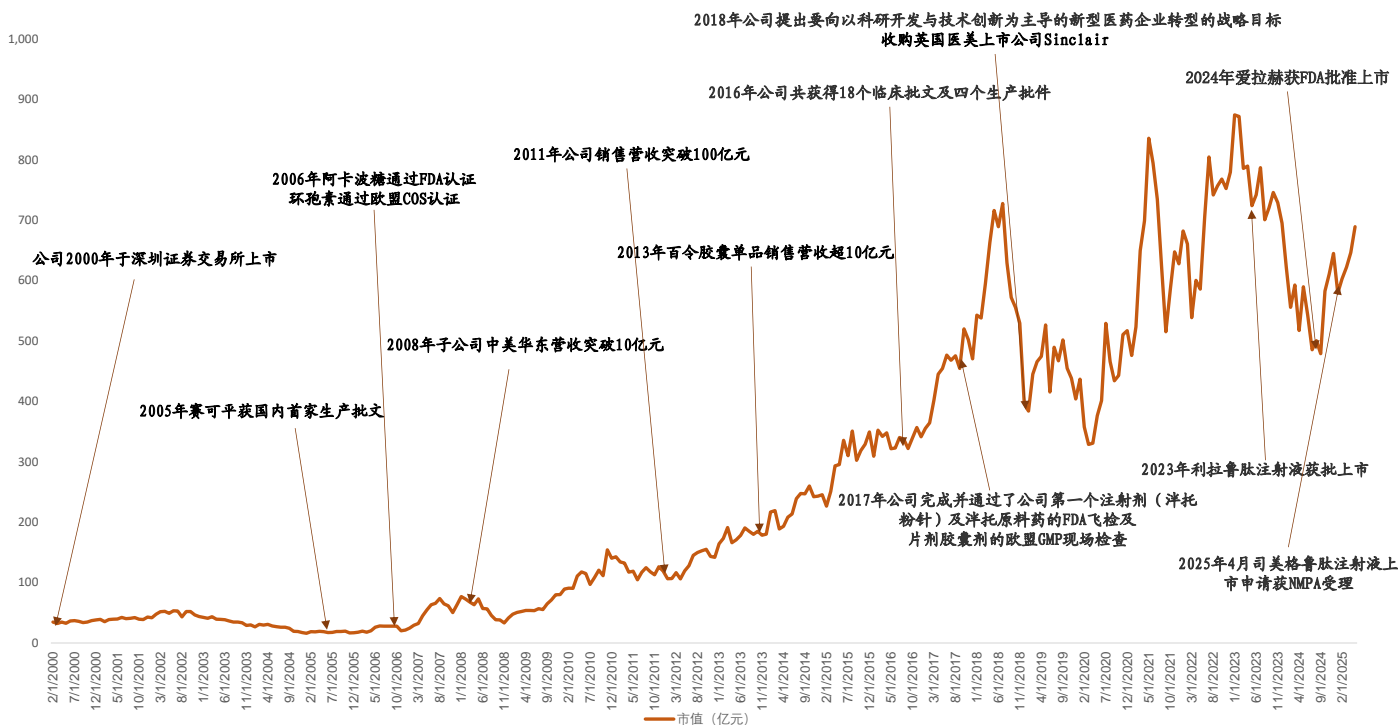
华东医药：创新转型创造新成长元素

1、公司集研发，制造，销售于一身，不断拓展制药生态圈

公司成立于1993年7月，2000年于深交所上市。公司业务覆盖医药全产业链，分为医药工业，医药商业，工业微生物及医美板块，将研发、制造、销售及于一身形成完整和成熟的医药制造体系。

公司主营业务为仿制药，在肾脏病、内分泌、免疫抑制等领域推出了如百令胶囊、吡哌布芬片等大单品，成功建立了成熟的销售渠道和品牌认可度。自2018年推出创新药转型战略以来，公司通过自主研发，外部引入和项目合作等方式，专注于布局医美、肿瘤、自免、内分泌等领域。

图1：公司发展历程

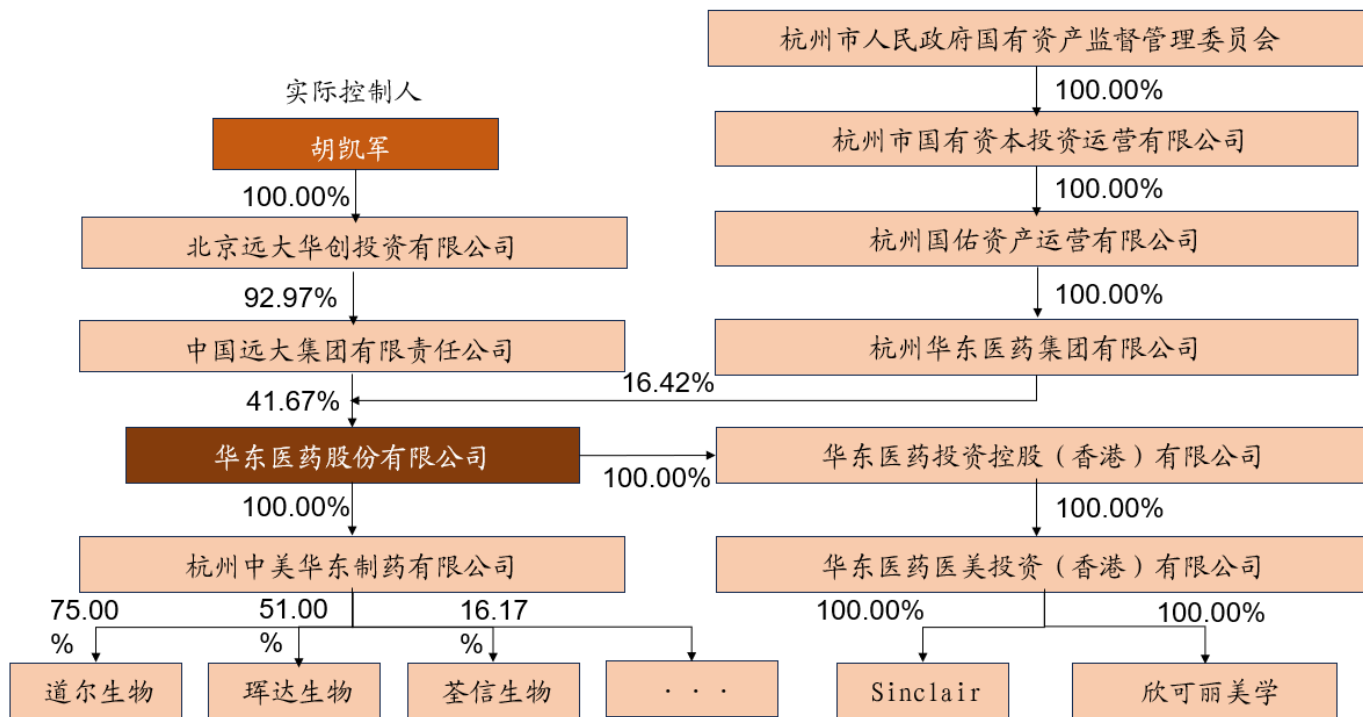


资料来源：公司公告、公司年报、招商证券

公司股权结构集中，背依国资背景。公司控股股东为中国远大集团，持股比例为41.67%，实际控制人为胡凯军，第二大持股股东为杭州国资委，持有公司16.42%股份。公司通过控股子公司拓展医药工业及医美业务，全资子公司中美华东制药专注于医药工业板块，子公司欣可丽美学为国内医美平台，同时公司收购了英国Sinclair公司以拓展海外医美市场。

公司通过投资，控股，孵化多家生物科技公司用以发展创新药自主研发平台。控股公司包括专注研发自免生物疗法的荃信生物、多抗平台型研发公司道尔生物、ADC子与偶联技术公司诺灵生物等。

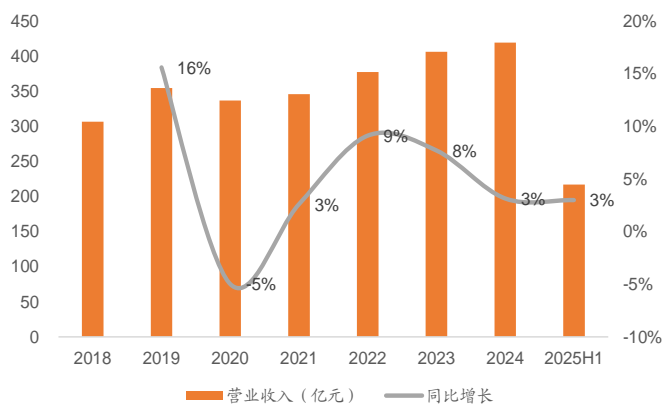
图 2: 公司股权结构



资料来源: 公司公告、招商证券

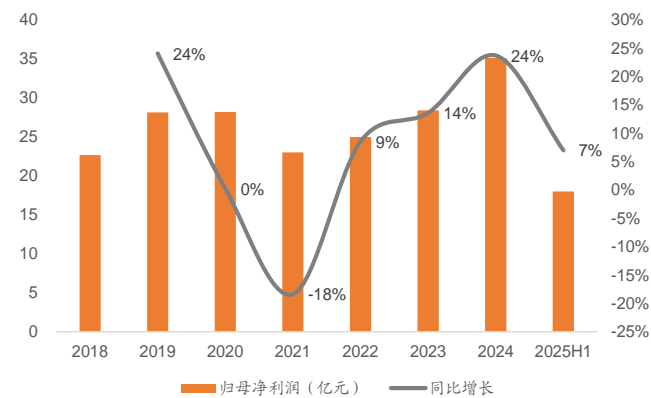
2024 年公司实现营业收入 419 亿元, 较上年同期增长 3%; 实现归母净利润为 35 亿元, 较上年同期增长 24%; 实现扣非归母净利润 34 亿元, 较上年同期增长 22%。

图 3: 公司收入及增速



资料来源: WIND、招商证券

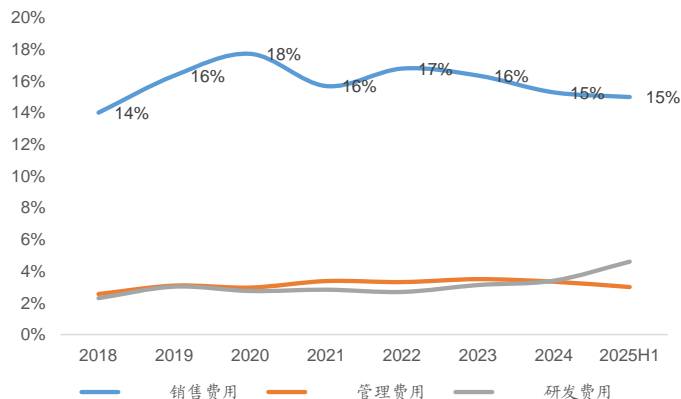
图 4: 公司归母净利润及增速



资料来源: WIND、招商证券

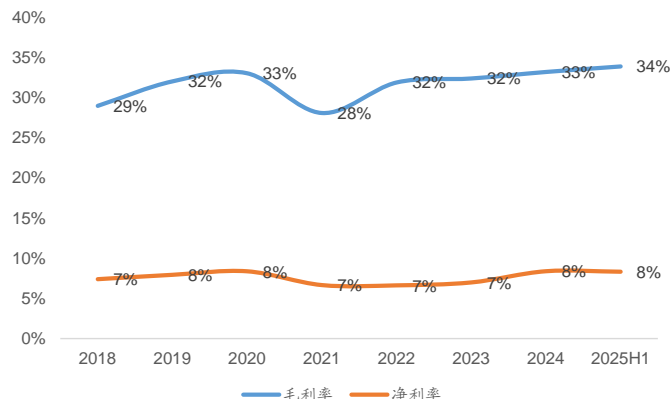
公司销售费用率稳步下降, 盈利能力稳步提升。2024 年公司毛利率为 33%, 净利率为 8%, 期间费用率方面, 自 2018 年战略转型以来不断加大研发投入, 2024 年公司研发费用为 3.4%。销售费用率及管理费用率随着成本结构优化稳中有降。公司毛利率、净利率在 2020 年受到集采及疫情影响有小幅下滑, 已于 2024 年恢复至公司最佳水平, 随着未来创新药研发陆续完成有望进一步提升。

图 5: 公司期间费用情况



资料来源: WIND、招商证券

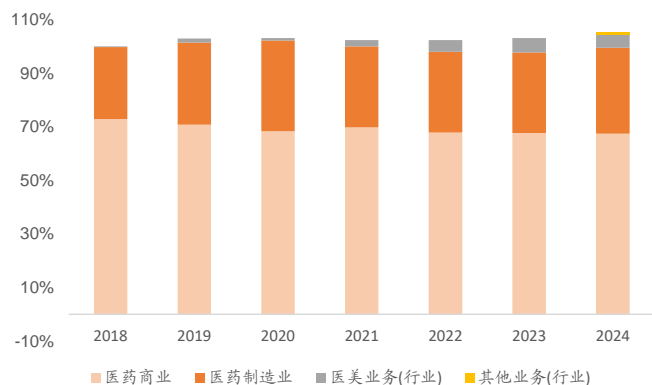
图 6: 公司毛利率及净利率情况



资料来源: WIND、招商证券

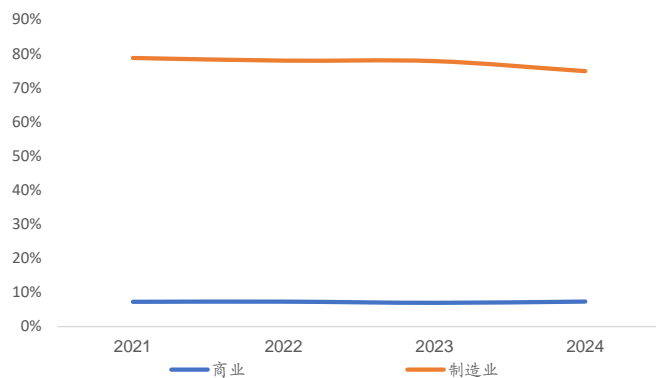
按行业分类, 公司收入来自医药制造业、医美和医药商业三大板块。2024 年公司医药制造板块实现收入 158 亿元 (占比 38%), 较上年同期增长 8%; 医药商业实现收入 285 亿元 (占比 68%), 较上年同期增长 3%; 医美实现收入 23 亿元 (占比 6%), 较上年同期减少 5%。

图 7: 公司收入结构分行业 (%)



资料来源: WIND、招商证券

图 8: 公司各板块毛利率情况 (%)



资料来源: 公司年报、招商证券

2. 医药商业: 长期深耕浙江, 拥有专业化的药学服务及市场拓展团队

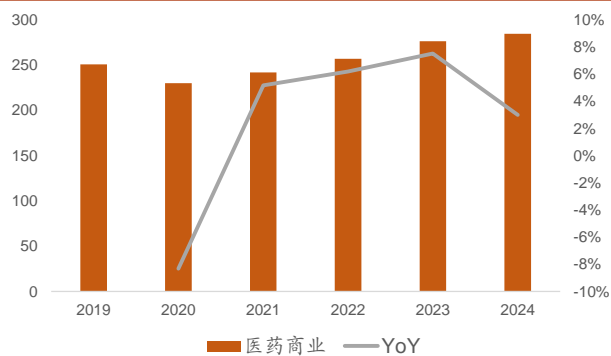
医药商业业务规模及市场占有率持续保持浙江省内领先, 已连续多年稳居中国医药商业药品批发企业十强。公司医药商业聚焦于药品、医疗器械、药材参茸饮片三大业务板块, 并通过以“冷链、疫苗、特药”为特色的医药物流、自有品牌医药电商等创新业务强化核心竞争力。公司医药工业拥有一支专业化的药学服务及市场拓展团队, 推进综合性医院、基层医疗机构、零售及第三终端、互联网线上相结合的营销模式, 销售网络遍布全国 30 多个省(自治区、直辖市)。目前已经与国内外 90% 以上的主流医药企业建立业务合作, 销售网络覆盖浙江所有地市、区县(县级市), 已经实现浙江省公立医院全覆盖, 并在院外市场持续开拓高价值零售药店与民营医疗新客户。公司拥有浙北杭州、浙中金华、浙南温州三大自有医药物流中心, 13 个物流仓库, 总仓储面积超 19 万平方米。2024 年医药商业营收为 285 亿元, 同比增长 3%, 占营收比例 68%, 实现净利润 4.56 亿, 同比

增长 6%。

传统业务上稳固院内配送并加速院外市场拓展，服务创新上拥有国内领先的药学服务专业化团队。(1)药品板块：具有全产品、全渠道、院内院外联动、配送代理协同的综合优势，继续提升三级医院集团化合作，巩固存量市场的份额优势，提升二级医疗市场的渗透率，拓展零售终端和省外非药业务；(2)医疗器械板块：依托规模化配送拓展专业化代理，把握器械耗材集采机遇，依托配送集中化加速提升规模 and 市场份额；(3)药材参茸饮片板块：覆盖基地种植、饮片炮制、自动化煎药、自有品牌功能性产品销售全产业链，以“半日达”为标准在全省布局煎药中心，扩大饮片产能及与种植基地的签约，补充不同等级的饮片，多措并举提高中标率，承接更多订单，提升市场份额。(4)服务创新方面：以创新为发展引擎，通过融合供应商合作、CSO 服务、SPD (Supply、Processing、Distribution, SPD 模式是一种现代化的医院供应链管理模式) 及产学研项目，构筑供应商及医院客户专项服务新模式，精准匹配上下游客户需求，打造“综合药事服务商”，稳固和提高院内配送业务占比，确保份额和规模双增长，并加速院外市场布局。

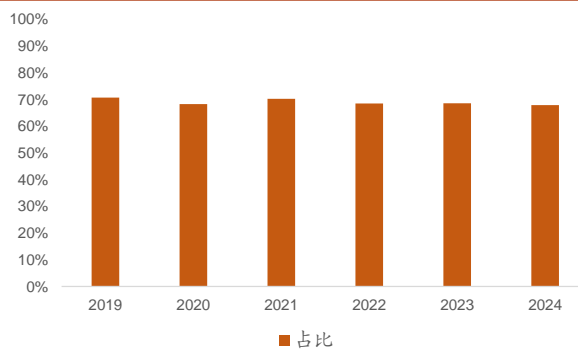
- 统筹化学药、生物制品、高值耗材的代理布局，构建“配送+代理”协同，实现双向赋能；
- 零售升级包括提升“一体化药学服务能力”与拓展“药店+”模式；
- CSO 服务 (Contract Sales Organization, 合同销售组织，提供专业的第三方销售服务) 升级既涵盖赋能传统业务，带来院内配送业务的增量，也有产品聚焦，如血液制品等领域，包括拓展公立医疗机构的医美市场，做好产品迭代与医生培训。

图 9: 公司医药商业营业收入与同比增速 (亿元, %)



资料来源: WIND、招商证券

图 10: 公司医药商业占总营收比重 (%)



资料来源: WIND、招商证券

3. 医药工业: 仿制药为稳定底盘, 创新药收获助力成长

从创新研发趋势来看, 中国新兴生物制药公司持续推动临床试验发展, 中国药企创新研发水平不断提高。据 IQVIA 统计, 总部位于中国的药企开展临床试验的参与度不断提高, 份额从 2008 年的 1% 和 2013 年的 3% 上升到 2023 年的 28%; 近五年来在中国上市的新型活性物质 (NAS) 数量的显著增加, 仅次于美国。

- 据不完全统计, 2024 年中国医药工业领域共完成约 150 项跨境交易合作, 其中 License-out 交易约 110 项, 总金额超过 500 亿美元, 首付款超过 40 亿美元。

- 2024 年跨国药企引进的创新药候选分子中，有 30%左右来自中国。国产创新药已成为全球医药开发体系的重要供给方，日益得到国际市场的认可。

医药工业板块是公司业绩增长的核心引擎，也是公司业绩的重要来源。中美华东深耕内分泌、自免和肿瘤三大治疗领域，持续完善 KA 准入、学术推广和人员组织发展三大体系建设。核心子公司中美华东 2024 年实现销售收入（含 CSO 业务）138 亿元，同比增长 13%，实现扣非归母净利润 29 亿元，同比增长 29%；2024 年直接研发支出 18 亿（同比增长 11%），直接研发支出占医药工业营收比例为 13%。

百令系列产品顺利完成全国中成药采购联盟集采续约，受百令胶囊新医保目录报销适应症扩大的积极。利鲁平®作为国内首个获批糖尿病和减重双适应症的利拉鲁肽注射液，积极发挥先发和市场渠道优势，自 2023 年获批以来持续保持较快增长，为公司后续 GLP-1 类系列产品商业化奠定良好市场基础。独家商业化的 CAR-T 产品泽沃基奥仑赛注射液赛悦泽®上市首年成功实现商业化落地，在血液肿瘤新赛道的出色成绩也体现出公司药学服务团队的强大推广能力和高效执行力。

创新研发布局内分泌、自免及肿瘤三大领域

- 公司通过自主研发、外部引入及项目合作等方式布局糖尿病、肿瘤、自身免疫三大领域，创新药管线目前已经突破 80 项。随着产品管线的不断丰富，公司创新药种类已持续扩展至包括小分子药物、靶向蛋白降解剂、多肽类药物、抗体药物偶联物（ADC）、双特异性或多特异性抗体药物、小核酸药物等多类型药物实体，以及针对内分泌、自身免疫及肿瘤等疾病的创新疗法的探索。截至 2024 年年报，公司在研项目合计 133 个，其中创新药及生物类似药项目 94 个。
- 自研品种进展方面关注：内分泌领域，单靶点口服 HDM1002 片、HDM1005 注射液、三靶点 HDM10624 等 GLP-1 受体激动剂的临床研发正在加速推进；自研 ROR1 ADC 创新药 HDM2005 获得 FDA 孤儿药认证；自研 HPK-1 PROTAC HDM2006 中美双报，晚期实体瘤一期临床进行中。
- 2024 年，公司全资收购恒霸药业，携手艺妙神州、惠升生物、荃信生物、澳宗生物、韩国 IMB 等国内外优秀的生物制药企业，就 CD19 自体 CAR-T 产品 IM19 注射液、脯氨酸加格列净片惠优静®等优质产品达成战略合作，不断强化各治疗领域的创新药产品管线纵深布局。

图 11: 公司部分产品管线

治疗领域	产品名称	临床前	IND	I期	II期	III期	申请上市	已上市	适应症	
内分泌	利拉鲁肽注射液	→							已上市	糖尿病、体重管理
	德谷胰岛素注射液	→								糖尿病
	司美格鲁肽注射液	→								糖尿病
	德谷门冬双胰岛素注射液	→								糖尿病
	司美格鲁肽注射液	→								体重管理
	HDM1002 (单靶点GLP-1)	→								体重管理
	HDM1002 (单靶点GLP-1)	→								糖尿病
	HDM1005 (双靶点GLP-1)	→								体重管理
	HDM1005 (双靶点GLP-1)	→								糖尿病
	DR10624 (三靶点GLP-1)	→								重度高甘油三酯血症
	DR10624 (三靶点GLP-1)	→								代谢相关脂肪性肝病
	DR10627 (三靶点GLP-1)	→								
	HDM1005 (双靶点GLP-1)	→								MAFLD、MASH、OSA、HFpEF
肿瘤	迈华替尼片	→								非小细胞肺癌
	爱拉赫	→								卵巢癌
	HDM2005	→								晚期恶性肿瘤
	HDM2006	→								晚期实体瘤
	DR30206	→								晚期实体瘤
	DR30303	→								晚期实体瘤
	DR30206	→								联合标准化疗用于消化道肿瘤
	HDM2027	→								BCMA阳性克隆性血液学疾病
	HDM2020	→								实体瘤
	HDM2012	→								实体瘤
HDM2017	→								实体瘤	
自免	乌斯奴单抗注射液	→							已上市	银屑病
	乌斯奴单抗注射液	→								克罗恩病
	HDM3016	→								结节性痒疹
	HDM3016	→								特应性皮炎
	罗氟斯特乳膏	→								特应性皮炎
	罗氟斯特乳膏	→								斑块状银屑病
	IMB-101	→								类风湿关节炎

资料来源: 公司年报, 招商证券

3.1 仿制药: 传承与创新并重, 夯实传统优势

仿制药板块是公司重要的传统业务, 也是公司医药工业板块利润的重要来源。公司仿制药板块大品种包括百令胶囊、吡喹酮片、他克莫司胶囊、吡格列酮二甲

双胍片、环孢素软胶囊等，除上述仿制药大品种外，公司在研多款仿制药品种，重点聚焦免疫、肿瘤等治疗领域。仿制药集采呈现常态化趋势，后续国家集采有望持续得到优化。

百令胶囊销量规模最高时 30 亿元，集采后仍有 20 亿元销售规模。公司核心中成药大品种“百令胶囊”是发酵冬虫夏草菌粉胶囊制剂，适应症为慢性肾脏病，具有调节免疫、抗炎等多重作用。百令胶囊是市场上成熟的中药大品种，根据药智数据，2023 年销售额超 20 亿的中药大品种共 8 个，百令胶囊以销售额 22.69 亿元位列第六，为医保乙类目录，处方药与 OTC 双跨品种。

- **24 年底百令胶囊在全国中成药联盟集采续约价格企稳及适应症的拓展，后续将持续拓展院内和院外市场，有望实现稳定增长。**2020 年进入医保集采名单，2024 年百令胶囊被移入医保常规目录，该产品 2024 年 12 月 31 日顺利完成由湖北省牵头的全国中成药采购联盟集采续约，中标价格调整较小，据《广东省医疗保障局关于执行全国中成药联盟第三批新品和首批扩围接续集中采购中选结果的通知》披露，公司 42 粒与 70 粒规格的百令胶囊价格在此次集采中设定为 43.19 元和 70.66 元。2024 年底发布的《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2024 年）》，将百令胶囊的限定支付范围拓展至“慢性支气管炎、慢性肾功能不全的患者”。
- **目前市面能生产百令系列产品的企业仅华东医药和佐力药业两家。**2024 年以前，百令系列由华东医药独家销售，市场份额集中，渠道覆盖广泛，是公司自产自销的产品，借助其强大的医院终端推广和学术营销网络，使百令胶囊在慢性肾病治疗领域占据了领先地位。2023 年 12 月 29 日，佐力药业推出自主品牌的百令胶囊，其产品为国家药监局批准的同名同方药。百令胶囊从“独家销售”走向“双主体竞争”阶段。2024 年，佐力药业百令系列产品实现营收 1.88 亿元。

吲哚布芬片由中美华东长期优势品种，是公司在心脑血管领域的核心品种。吲哚布芬片是一款老牌的抗血栓药物，其具有与阿司匹林相似的抗血小板聚集机制，成为阿司匹林不耐受的替换药物。2016 年中美华东制药的吲哚布芬片获批上市，并于 2017 年进入国家医保乙类目录。2024 年公司就 15 家侵犯中美华东“一种吲哚布芬晶型 D 及其制备方法”发明专利的违法行为发起行政裁决、诉讼取得了积极进展。

3.2 内分泌领域：GLP-1 全面布局口服小分子、长效双靶点、三靶点

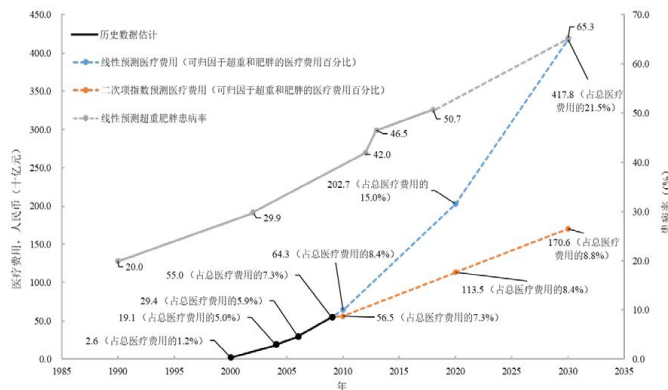
中国肥胖超重人数逐年增加，治疗药物需求巨大。据柳叶刀子刊《柳叶刀·糖尿病与内分泌学》研究表明，随着生活水平提高，预测 2030 年中国超重、肥胖人数将占人口比例 65.3%，预测 2030 年中国肥胖人数将达 2.75 亿人，年复增长率为 4.3%。超重、肥胖人数上升将推动针对于降糖，减重等肥胖相关疾病的医疗费用上升，预计至 2030 年中国成年人由超重、肥胖引起的治疗费用将达 1700 亿元左右，占总医疗费用的 8.8%。

图 12: 中国超重/肥胖人数预测 (万人)

	超重		肥胖		超重/肥胖	
1) 成年人 (≥18 岁)						
年代	2012	2030*	2012	2030*	2012	2030*
全人群	32440.4	51578.0	12825.3	27417.2	45265.7	78995.2
男性	16736.2	28020.6	6683.5	15696.7	23419.7	43657.1
女性	15709.6	23551.0	6147.2	11881.6	21856.8	35415.5
城镇	18357.0	24580.7	7478.8	14031.6	25835.8	38618.6
农村	14300.7	25005.1	5401.3	12527.5	19702.0	37476.4
2) 学龄儿童 (7-17 岁)						
年代					2014	2030*
全人群	-	-	-	-	1783.2	5891.7
城镇	-	-	-	-	2096.9	3486.9
农村	-	-	-	-	1417.7	2484.9

资料来源: 肥胖问题对中国公共卫生的影响和政策应对的启示、招商证券

图 13: 预估 2030 年中国成年人 (≥18 岁) 超重肥胖患病率 (%) 和超重肥胖引起的医疗费



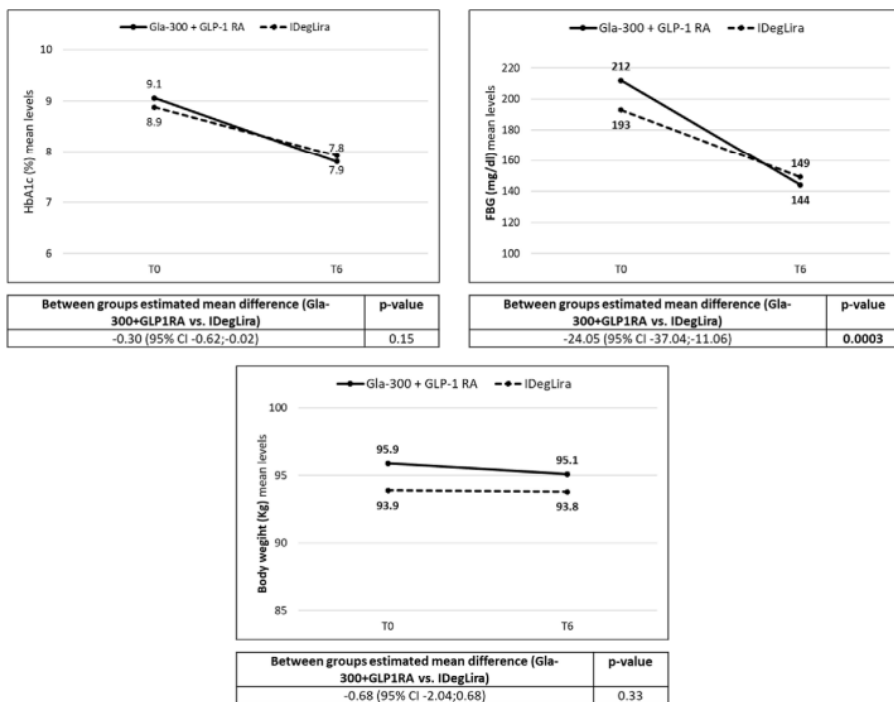
资料来源: 肥胖问题对中国公共卫生的影响和政策应对的启示、招商证券

GLP-1 受体激动剂主要用于治疗 II 型糖尿病及肥胖。胰高血糖素样肽 (GLP-1) 是一种由人小肠分泌的肽类激素, 在人体血糖调节和食欲控制中扮演重要角色。GLP-1 受体激动剂通过模拟 GLP-1 在人体中的作用并拉长作用时间对血糖和食欲进行控制, 更适合长期使用的糖尿病及超重患者。

相较于传统胰岛素, GLP-1 受体激动剂治疗效果更佳。传统胰岛素通过直接注射胰岛素进入体内来进行血糖控制, 对于需要快速控制血糖的患者有较好的使用体验。而 GLP-1 受体激动剂的治疗方式为刺激体内分泌胰岛素和控制食欲, 对 II 型糖尿病和超重问题有更好的治疗效果, 更适宜长期使用。

研究报告显示在 GLP-1 受体激动剂于传统胰岛素的横向对比实验中, GLP-1 受体激动剂显著减少受试者体重, 平均减少 3.71 公斤, 而胰岛素治疗通常伴随着体重增加; 在降低 HbA1c (糖化血红蛋白) 方面 GLP-1 受体激动剂略优于传统胰岛素, 差值为-0.12%; GLP-1 RAs 组的低血糖事件发生率比胰岛素组低 34%, 严重低血糖的趋势也更低; GLP-1 RAs 在降低收缩压、三酰甘油和 LDL 胆固醇方面表现更佳, 但心率略有升高。

图 14: GLP-1 受体激动剂横向对比基础胰岛素 (糖化血红蛋白、空腹血糖、体重)



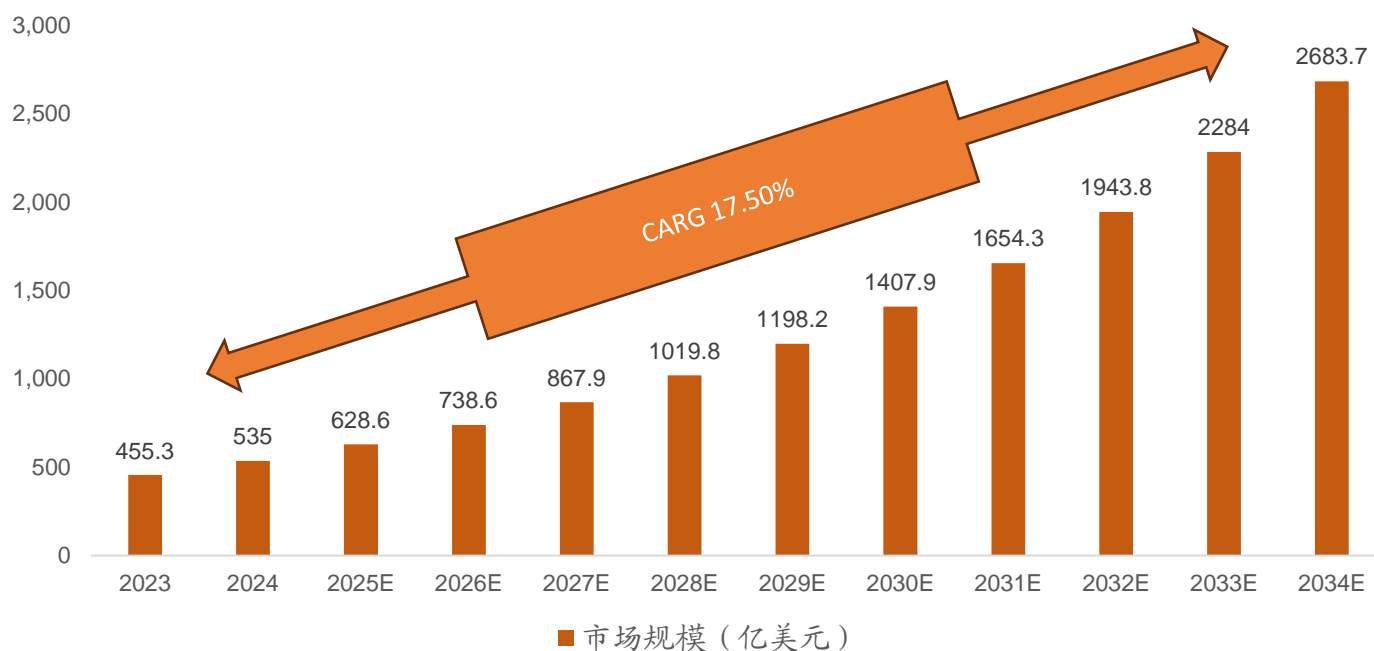
资料来源: Treatment intensification following glucagon-like peptide-1 receptor agonist in type 2 diabetes: Comparative effectiveness analyses between free vs. fixed combination of GLP-1 RA and basal insulin. RESTORE-G real-world study, 招商证券

GLP-1 受体激动剂市场快速增长, GLP-1 的长效化、从单靶点到多靶点、从注射到口服是行业发展的大方向, 减重市场有望迎来快速成长期。根据 Towards Healthcare 的数据, 2024 年, GLP-1 受体激动剂在全球的市场规模已达 535 亿美元, 预计到 2030 年将增长至 1408 亿美元, 年复合增长率(CAGR)约为 17.50%。市场规模的快速增长反映了全球范围内在糖尿病与肥胖治疗方面的巨大临床需求, 也凸显了 GLP-1 类药物在代谢类疾病治疗中的重要战略地位。根据诺和诺德官网, 2024 年诺和诺德司美格鲁肽销售额为 292 亿美元 (同比增长 38%), 根据礼来官网, 2024 年替尔泊肽全球销售额约为 165 亿美元 (同比增长 208%)。

GLP-1 受体激动剂产品将充分受益于以下几方面:

- **市场红利持续释放:** 中国正经历从传统降糖药物向新一代代谢调节剂的转型, GLP-1 产品渗透率持续提升, 为公司新品快速导入与放量奠定基础。
- **适应症拓展与联合治疗趋势:** GLP-1 类药物在治疗 2 型糖尿病的基础上, 正向减重、心血管保护、多囊卵巢综合征 (PCOS) 等方向扩展, 有望扩大处方场景与市场空间。
- **医保政策与支付结构优化:** 随着部分 GLP-1 药物纳入国家医保目录及商业保险支付范围, 患者可及性持续改善, 有助于放大市场体量。
- **本土创新推动进口替代:** 结合自主研发能力, 长效剂型及口服有助于患者依从性的提升, 药企在长效制剂、口服剂型、单药到组合等方面布局, 有望逐步实现国产替代。

图 15: GLP-1 受体激动剂全球市场规模预测 (亿美元)



资料来源: Towards Healthcare, 招商证券

单靶点 GLP-1 受体激动剂以司美格鲁肽代表。诺和诺德的司美格鲁肽类产品在 2024 年创造了全球第三的销售额, 为销售体量最大的单靶点 GLP-1 产品。现阶段有多家公司的单靶点 GLP-1 产品已经上市, 包含仁会生物的贝那鲁肽, 礼来的度拉糖肽, 银诺生物的依苏帕格鲁肽及诺和诺德的司美格鲁肽。除此之外多款单靶点 GLP-1 产品已经入三期临床及注册申报阶段, 有望未来一至三年陆续获批上市。

GLP-1 小分子产品具有较强的 license-out 潜力。2025 年 7 月石药集团与美国上市公司 Madrigal Pharmaceuticals 完成了石药集团临床前 SYH2086 口服单靶点 GLP-1 小分子药物的 Lisence out 协议, 首付款 1.12 亿美金, 潜在里程碑付款达 19.55 亿美金; 2024 年 12 月翰森制药与默沙东达成了临床前 HS-10535 的商业协议, 首付款 1.12 亿美金, 潜在里程碑付款达 19 亿美金。

图 16: 海外/国内单靶点 GLP-1 部分竞争格局 (黄/白代表海外/国内)

靶点	公司	药物名称	剂型	临床前	I期	II期	III期	申请上市	已上市	适应症	
GLP-1	礼来	度拉糖肽	注射剂	→	→	→	→	→	→	降糖	
	诺和诺德	司美格鲁肽	注射剂	→	→	→	→	→	→	降糖	
				→	→	→	→	→	降糖		
			口服片	→	→	→	→	→	降糖		
	银诺生物	依苏帕格鲁肽α	注射剂	→	→	→	→	→	降糖		
	翰森制药 (授予MSD全球许可)	HS-10535	口服片	→	→	→	→	→	→		
	派格生物	PB119	注射剂	→	→	→	→	→	→	降糖	
	先为达生物	WX003利诺格鲁肽	注射剂	→	→	→	→	→	→	降糖	
	恒瑞医药	HRS-7535	口服片	→	→	→	→	→	→	降糖	
	石药集团	TG103	注射剂	→	→	→	→	→	→	→	减重
				→	→	→	→	→	→	降糖	
	甘李药业	GZR18博凡格鲁肽	注射剂	→	→	→	→	→	→	→	减重
				→	→	→	→	→	→	降糖	
	华东医药	HDM1002	口服片	→	→	→	→	→	→	→	降糖、减重
HDM1010		口服片	→	→	→	→	→	→	→	降糖、减重	

资料来源: 各公司年报, 各公司公告, 招商证券

双靶点 GLP-1 受体激动剂产品呈差异化设计, 细化市场分类

- 除了 GLP-1 靶点之外, 第二个靶点基本分为三类, GCGR、GIPR 以及 FGF21R。其中各靶点对降糖及减重的效果出现差异, GCGR 靶点能够促进脂肪代谢及增加能量消耗; GIPR 能够增强 GLP-1 靶点的刺激胰岛素分泌以及降低食欲的功能; FGF21R 通过提升胰岛素敏感性能够促进葡萄糖摄取和抑制脂肪形成, 对于减重有更好的效果。各公司通过不同的靶点组合设计侧重于不同类型适应症的双靶点 GLP-1 产品, 将市场需求进一步细化。
- 礼来的替尔泊肽为全球首个上市的双靶点 GLP-1 产品, 信达生物/礼来的胰高血糖素 (GCG) /胰高血糖素样肽 (GLP-1) 双受体激动剂玛仕度肽 (研发代号: IBI-362) 于 2025 年 6 月在国内获批上市, 用于成人肥胖或超重患者的长期体重控制。其余企业的双靶点研发管线多处于在 II 期至 III 期阶段。

图 17: 海外/国内双靶点 GLP-1 部分企业竞争格局 (黄/白代表海外/国内)

靶点	公司	药物名称	剂型	临床前	I期	II期	III期	申请上市	已上市	适应症			
GLP-1/GCGR	信达生物	IBI-362 (玛仕度肽)	注射剂	→								减重	
				→								降糖	
				→								NASH	
	勃林格殷格翰	Survodutide	注射剂	→								减重	
	恒瑞医药	SHR-1816	注射剂	→									
	派格生物	PB-718	注射剂	→								减重	
	康哲药业	CMS-D005	注射剂	→									
	信立泰 (引进)	DD01	注射剂	→									
GLP-1/GIPR	礼来	替尔泊肽	注射剂	→								降糖	
				→								减重	
	恒瑞医药	HRS9531	注射剂	→								减重	
				→								降糖	
			口服HRS9531	口服片	→								减重
	翰森制药	HS-20094	注射剂	→								减重	
	博瑞医药	BGM0504	注射剂	→								降糖	
	通化东宝	THDBH120	注射剂	→								降糖	
华东医药	HDM1005	注射剂	→								减重,降糖,MASH		
	众生药业	RAY-1225	注射剂	→								降糖	
GLP-1/FGF21R	东阳光药	HEC88473	注射剂	→								减重,降糖	
	正大天晴	AP026	注射剂	→									

资料来源: 各公司年报, 各公司公告, 招商证券

三靶点 GLP-1 受体激动剂产品研发管线数量较少, 多为早期临床阶段

- 该产品通常结合了除 GLP-1 基础靶点外、GIPR、GCGR、FGF21R 三种受体激动机制, 旨在协同发挥作用, 从而在血糖控制、体重管理、能量代谢等方面取得更显著的疗效。通过多靶点协同激活, 三靶点药物有望在改善胰岛素敏感性、促进脂肪氧化、控制食欲等方面展现出超越单靶点或双靶点产品的潜力。
- 礼来的 GLP-1 三靶点药物 Retatrutide 是全球首个进入 III 期临床阶段的 GLP-1/GIPR/GCGR 三重激动剂; 乐普医疗创新药子公司民为生物在三靶点布局口服及皮下注射两种给药方式。
- 三靶点 GLP-1 产品具有可能的 BD 潜力。联邦制药于 2025 年 3 月与诺和诺德签署独家许可协议, 授权权利覆盖全球 (不含中国大陆、香港、澳门和台湾地区) 开发、生产与商业化 UBT251 (当前处临床 II 期), 根据许可协议, 联邦制药获得 2 亿美元首付款, 潜在里程碑付款达 18 亿美元。

图 18: 海外/国内三靶点 GLP-1 部分竞争格局 (黄/白代表海外/国内)

靶点	公司	药物名称	剂型	临床前	I期	II期	III期	申请上市	已上市	适应症
GLP-1/GIPR/GCGR	礼来	LY3437943	注射剂	→	→	→	→			减重/降糖
	乐普医疗(上海民为生物)	MWN101	注射剂	→	→	→				减重
		MWN109	注射剂	→	→	→				减重/降糖
		口服MWN109片	口服	→	→					减重/降糖
	联邦制药	UBT251	注射剂	→	→	→				MASH/CKD
	恒瑞医药	HRS-4729	注射剂	→	→					减重
	德源药业	DYX116	注射剂	→	→					降糖
	众生药业(众生睿创)	RAY-0221	/	→						降糖/减重/MASH
	江苏中新	ZX-2021	注射剂	→	→	→				
GLP-1/GIPR/FGF21R	乐普医疗(上海民为生物)	MWN105	注射剂	→	→					降糖/减重/MASH
GLP-1/GCCR/FGF21R	华东医药	DR10624	注射剂	→	→					血脂异常/脂肪肝

资料来源: 各公司年报, 各公司公告, 招商证券

公司糖尿病领域产品布局完善, 多项重磅产品在研。公司目前拥有多条糖尿病领域管线, 包括传统口服降糖药、 α -糖苷酶抑制剂、DPP-4 抑制剂和 SGLT-2 抑制剂、GLP-1 受体激动剂及长效多靶点激动剂、胰岛素及类似物等多项临床主流靶点, 围绕 GLP-1 靶点, 构筑了包括口服片剂、注射剂在内的长效及多靶点全球创新药及生物类似物相结合的全方位差异化的产品管线。公司在内分泌、代谢领域已拥有小分子和生物药创新产品近 20 款, 多项糖尿病领域的创新产品陆续上市有望为公司提供新的增长动力。

公司糖尿病领域仿制药上市表现良好。目前公司主要的糖尿病仿制药为吡格列酮二甲双胍片、阿卡波糖降糖片、利鲁平(利拉鲁肽注射液)及司美格鲁肽类似药。

- **吡格列酮二甲双胍片(拥有商业化权益):** 2024 年销量超 13 亿元, 作为公司的糖尿病领域核心产品, 用于 2 型糖尿病治疗, 通过二甲双胍降低肝糖输出, 吡格列酮激活 PPAR- γ 受体, 提升组织对胰岛素的反应。
- **阿卡波糖:** 用于 2 型糖尿病治疗, 2024 年销量接近 10 亿, 2020 年被纳入医保集采名单, 销售价格降幅较大。
- **利鲁平:** 利鲁平®是国内首个获批糖尿病和减重双适应症的利拉鲁肽注射液。公司发挥先发优势和市场渠道优势, 自 2023 年获批以来持续快速增长, 2024 年销量超 1 亿元, 为公司后续 GLP-1 类系列产品商业化奠定良好市场基础。
- **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; 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。

图 19: 华东医药糖尿病领域产品布局



资料来源: 公司公告, 招商证券

公司针对单、多靶点 GLP-1 受体激动剂布局丰富。公司布局了口服小分子、双靶点、三靶点 GLP-1 受体激动剂研发, 同时公司研发的利拉鲁肽注射液仿制药已经获批上市, 司美格鲁肽仿制药于 2025 年 3 月进入 NMPA 上市审批流程, 预计 2025 年获批上市。

- HDM1002: 自主研发的口服小分子 GLP-1 受体激动剂, 减重降糖同步开发, 目前已进入 III 临床。** HDM1002 于 2025 年 8 月获得体重管理适应症 II 期临床研究顶线结果, 研究结果显示, 连续给药 12 周, 200mgBID 组、400mgQD 组降体重效果明显好于安慰剂组, 具有较好的减重效果, 且安全性和耐受性良好。计划 2025 年 4 月完成体重管理适应症临床 III 期研究的首例受试者入组。此外, 糖尿病适应症临床 II 期研究正在顺利开展中, 中期分析盲态结果显示糖化血红蛋白 (HbA1c) 相比基线, 呈线性下降趋势, 总体安全性良好。于 2025 年 3 月进入 III 期临床受试者入组。
- HDM1005: 自主研发的长效双靶点进入国内临床 II 期研究, 新适应症研究获批。** 公司自主研发的 GLP-1R/GIPR 双靶点长效多肽类激动剂 HDM1005 (poterepatide) 注射液, 已在中国获批 2 型糖尿病、超重或肥胖人群的体重管理、代谢相关脂肪性肝病 (MAFLD) /代谢相关脂肪性肝炎 (MASH)、“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“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”多个适应症的美 IND。该产品在中国开展的糖尿病适应症已于 2025 年 4 月完成临床 II 期首例受试者入组, 及体重管理适应症于 2025 年 4 月完成临床 II 期全部受试者入组。
- DR10624: 全球首创长效三靶点激动剂, 多适应症同步开发**

 - 控股子子公司浙江道尔生物科技有限公司在研的 FGF21R/GCGR/GLP-1R 三靶点激动剂 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 II 期临床研究;
 - 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;

c) 此外，DR10624 在新西兰开展的肥胖合并高甘油三酯血症的 I b/II a 期临床试验已完成，研究结果入选 2025 年欧洲肝脏研究协会年会（EASL Congress 2025）的最新突破研究（Late breaker）。

图 20: GLP-1 受体激动剂主要产品布局



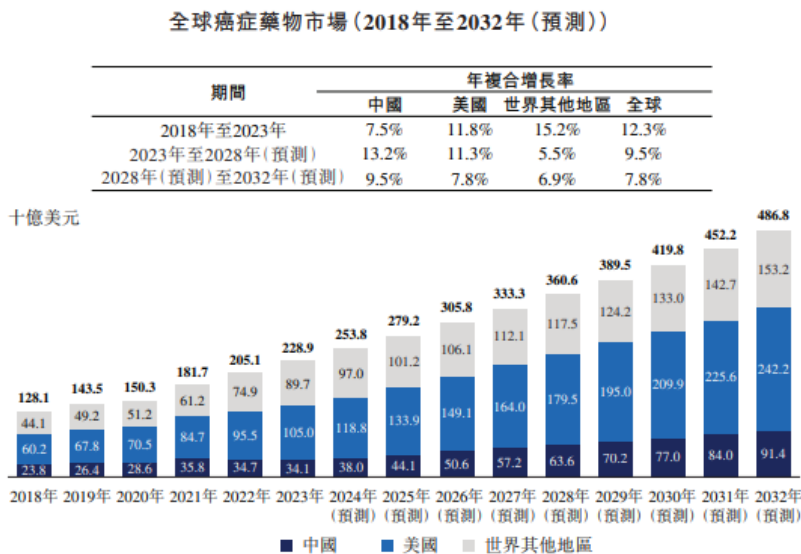
资料来源：公司年报，招商证券

在 EASL 会议中发布的研究数据显示 DR10624 在减重，降糖表现优异，同时展现出优秀的降低肝脏脂肪的药效。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 $\geq 8\%$ 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%。对于肝脏脂肪含量相对降低 50% 这一指标（LFC 相对降低 50% 在临床一般认为可以大概率取得脂肪肝炎的组织学缓解，即 MASH resolution）。

MASH 适应症研究获批将大幅拓展公司产品受众

- 市场获批 MASH（代谢相关脂肪性肝炎）适应症的产品共有两款，分别为 Resmetirom 与 Saroglitazar；Resmetirom 于 2024 年 3 月 14 日经 FDA 获批上市，Saroglitazar 于 2020 年在印度获批上市。
- 市场预测 MASH 及相关适应症的北美市场规模将于 2033 年达 171.5 亿美元，年复增长率约为 17%。我们预计随着 MASH 适应症治疗药物的逐步开发上市，市场规模增速将通过治疗选择增多及治疗方式普及进一步增加。
- 目前有 660 余家机构对超过 280 个靶点进行 MASH 适应症的研究，研究进度普遍在 II 期临床至 III 期临床之间。公司的双靶点 GLP-1 受体激动剂产品已经获得 MASH 适应症 IND 批准，三靶点 GLP-1 受体激动剂产品的 MASH 研究已进入 II 期临床，预计未来将拓展除减重，降糖外的应用范围，为产品增长提供持续动力。

图 22: 癌症药物全球市场规模 (十亿美元)



资料来源: 映恩生物招股书, 弗罗斯特沙利文, 招商证券

PD(L)-1 作为肿瘤免疫治疗的核心靶点, 其广谱抗癌作用及持久抗肿瘤作用奠定了在 IO 治疗领域的基石地位, 但由于免疫微环境的复杂性及耐药性, PD(L)-1 治疗仍无法完全满足临床需求。化疗正逐步被抗体偶联药物 (ADC, Antibody-Drug Conjugate) 技术迭代, 免疫治疗中单抗正逐步被双抗甚至多抗迭代, 随着多种治疗模式的深入探索, 下一代 IO 双抗联合 ADC 有望成为肿瘤领域新的趋势和方向。

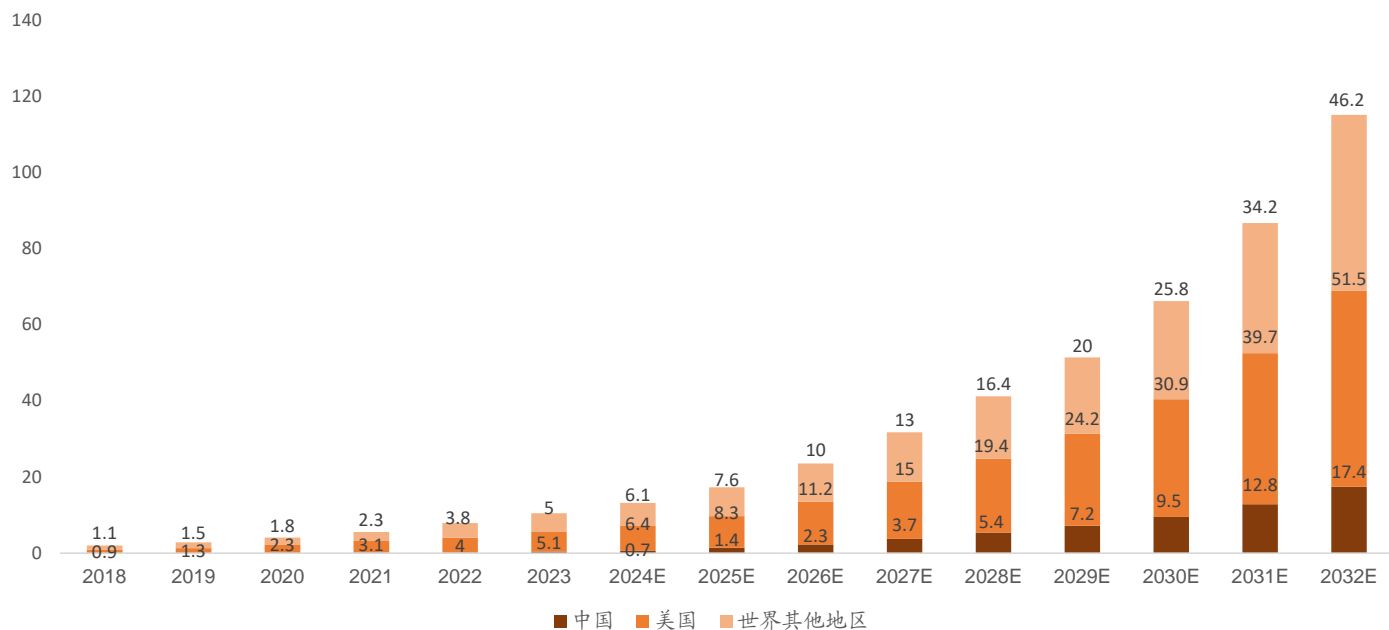
ADC 作为新型抗癌靶向药物结合了单克隆体的特异性与小分子细胞毒药物的清除恶性细胞的能力, 在肿瘤治疗领域表现良好。ADC 类抗癌药物的优势在于靶向性强, 对患者造成的负担较小。

ADC 药物正逐步取代化疗, 市场规模增长迅速。传统癌症治疗主要方式是手术化疗, 而 ADC 作为近年肿瘤精准治疗领域的前沿突破, 其在国际市场的规模正呈现出持续增长。根据弗罗斯特沙利文数据, 全球 ADC 市场由 2018 年的 20 亿美元增长至 2023 年的 104 亿美元, 年复增长率达 38.6%, 并预计自 2023 年至 2028 年及 2028 年至 2032 年将分别按照 31.8% 及 29.2% 的年复增长率增长, 于 2032 年达 1151 亿美元。

一方面 ADC 药物通过将靶向抗体与高效细胞毒性小分子药物连接, 能实现对肿瘤细胞的精准打击, 在提升治疗效果的同时显著降低系统性副作用, 满足了临床未被满足的治疗需求;

另一方面, ADC 技术平台完成了多个核心环节的关键性突破, 推动了 ADC 药物的迭代。随着抗体工程化水平持续提高, 使得靶点识别更精准、内吞效率更高; 连接器从早期不稳定的非特异性链接, 发展为酶敏感、酸敏感等多类型智能释放系统, 显著提高了药物在体内的稳定性与靶点选择性; 载药毒素的种类也不断丰富, 从传统微管蛋白抑制剂扩展至 DNA 拓扑异构酶抑制剂、双链断裂毒素等, 杀伤力更强且覆盖更广泛的肿瘤类型。同时, 偶联技术日益精细化, DAR (Drug-to-Antibody Ratio) 控制更精准、偶联位点更均一, 提升了 ADC 药物的质量一致性与产业化能力。

图 23: ADC 药物全球市场规模 (十亿美元)



资料来源: 弗罗斯特沙利文, 映恩生物招股书, 招商证券

2019 年 ADC 药物完成第三代突破, 在疗效水平的大幅进步推进了新一代 ADC 药物的研发热潮。截至 2025 年初, 全球有 17 款 ADC 药物获得批准上市, 覆盖包括白血病, 乳腺癌, 卵巢癌等多种恶性肿瘤。

图 24: 全球上市 ADC 药物表

通用名	商品名	靶点	适应症	批准年份	公司
Gemtuzumab ozogamicin	Mylotarg	CD33	急性髓性白血病 (AML)	2000/2017	辉瑞 (Pfizer)
Brentuximab bedotin	Adcetris	CD30	霍奇金淋巴瘤、系统性间变性大细胞淋巴瘤	2011	Seagen/武田制药
Trastuzumab emtansine	Kadcyla	Her2	Her2 阳性乳腺癌	2013	罗氏 (Roche)
Inotuzumab ozogamicin	Besponsa	CD22	急性淋巴细胞白血病 (ALL)	2017	辉瑞 (Pfizer)
Moxetumomab pasudotox	Lumoxiti	CD22	毛细胞白血病 (HCL)	2018	阿斯利康 (AstraZeneca)
Polatuzumab vedotin	Polivy	CD79b	弥漫性大B细胞淋巴瘤 (DLBCL)	2019	罗氏 (Roche)
Enfortumab vedotin	Padcev	Nectin-4	尿路上皮癌	2019	阿斯利康/第一三共
Sacituzumab govitecan	Trodely	TROP-2	三阴性乳腺癌 (TNBC)	2020	吉利德科学 (Gilead)
Belantamab mafodotin	Blenrep	BCMA	多发性骨髓瘤 (2022年撤回FDA)	2020	葛兰素史克 (GSK)
Loncastuximab tesirine	Zynlonta	CD19	大B细胞淋巴瘤 (DLBCL)	2021	ADC Therapeutics
Tisotumab vedotin	Tivdak	TF	复发性或转移性宫颈癌	2021	Seagen/Genmab
Mirvetuximab soravtansine	ELAHERE	FR α	铂类耐药卵巢癌	2022	ImmunoGen/华东医药
Disitamab vedotin	Aidixi	HER2	HER2 阳性胃癌、尿路上皮癌	2021	荣昌生物 (RemeGen)
Cetuximab sarotalocan	Akalux	EGFR	头颈部鳞癌 (光动力ADC)	2020	樂天医疗 (Rakauten Medical)
Datopotamab deruxtecan	Datroway	TROP-2	HR 阳性、HER2 阴性乳腺癌	2025	阿斯利康/第一三共
Patritumab deruxtecan	HER3-Dxd	HER3	非小细胞肺癌 (NSCLC)	2025	第一三共/默克
Telisotuzumab vedotin	ABBV-399	c-Met	非小细胞肺癌 (NSCLC)	2025	艾伯维 (AbbVie)

资料来源: 各公司公告, 各公司年报, 招商证券

公司致力于打造全球领先的肿瘤创新药研发平台, 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。目前, 公司已有多条 ADC 候选药物处于临床前或 IND 申报阶。公司目前通过自主研发、对外授权合作、技术引进等方式, 加快 ADC 技术平台建设。例如, 公司与国内外 ADC 原料和连接子核心供应商建立长期合作机制, 确保药物开发原材料的质量和稳定性。

爱拉赫: 引进全球首创靶向 FR α ADC 新药索米妥昔单抗注射液® (ELAHERE®), 研发代码: IMGN853), 治疗卵巢癌治疗药物

■ 公司于 2020 年 10 月 20 日与 ImmunoGen 签订协议引入爱拉赫, 适应症为

既往接受过 1-3 线系统性治疗的叶酸受体 α (FR α) 阳性的铂类耐药的上皮性卵巢癌、输卵管癌或原发性腹膜癌成年患者。

- 独家授予中美华东在区域内进行临床开发及商业化的权利。根据协议约定，公司将分阶段支付最高可达 3.05 亿美元的里程碑付款，及根据该产品在授权区域内当年销售额达成的不同，按照约定比例进行支付销售额提成费。截至 2024 年 12 月 31 日，公司已累计支付 6,750 万美元。
- 爱拉赫于 2024 年 11 月通过 NMPA 附条件上市批准，并于 2025 年 3 月 10 日 NMPA 接受附条件转常规批准申请。公司将于 2025 年下半年起陆续开始在国内正式商业化销售，公司将积极推动产品的医保谈判及市场覆盖。根据艾伯维公司公告，截至 2024 年 9 月 30 日，爱拉赫全球销量突破 3.3 亿美元。

赛凯泽：引进 BCMA CAR-T 产品，治疗复发、难治多发性骨髓瘤

- 公司于 2023 年 1 月获得凯兴生命用于治疗复发、难治多发性骨髓瘤的全人抗自体 BCMA (B 细胞成熟抗原) CAR-T (嵌合抗原受体 T 细胞) 候选产品泽沃基奥仑赛注射液赛凯泽®于中国大陆的独家商业化权力。协议约定公司应支付首付款 2 亿元，及最高不超过 10.25 亿元的注册及销售里程碑付款。截至 2024 年 12 月 31 日，华东医药已累计支付 2.75 亿元。
- 上市首年成功实现商业化落地，自 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。

派舒宁 (CSO)：PAR1 抑制剂派舒宁 (塞纳帕利胶囊)，治疗卵巢癌

- 华东医药独家推广的卵巢癌维持治疗创新药派舒宁 (塞纳帕利胶囊) 于 2025 年 1 月获批上市。首年实现快速商业化落地。公司积极推动挂网及医院准入工作，目前已经布局超过 100 家 DTP 药房，覆盖超过 300 家医院。公司积极推进该产品纳入各地惠民保及商业保险，目前已纳入西湖益联保、沪惠保、充惠保、嘉兴惠民保及太保-沪享保等惠民保及商业保险。

公司重点在研产品

自研靶向 ROR1 ADC HDM2005：一期临床，获得 FDA 孤儿药认证，该项目位于 ROR1 ADC 全球临床研发第一梯队

- 公司首个自主研发 ADC 项目，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。ROR1 靶点药物研发竞争格局较为良好。与 HER2, TROP2 等热门靶点几百款正在研发的药物不同，根据药融网数据，全球正在开展的 ROR1 靶点相关研究一共 88 项，其中进度最快的是默沙东在 2020 年以 27.5 亿美元收购 VelosBio 获得的 zilovetamab vedotin，目前已经进入三期临床。
- 公司的 HDM2005 在试验设计以及终点设定与默沙东 ROR1 产品相同。公司已于 2024 年 8 月完成该产品的中国 I 期临床首例受试者入组，已完成前四个剂量爬坡，均未发生 DLT (剂量限制性毒性)，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 (Orphan Drug Designation, ODD)。

自研 HPK-1 PROTAC (造血祖激酶 1 蛋白降解靶向嵌合体) HDM2006: 一期临床

- 公司首个自主研发的小分子抗肿瘤药物, 适应症为晚期实体瘤。全球在研 HPK-1 靶向药物 50 余项, 而同时应用 PROTAC 技术的药物数量更少。PROTAC 通过诱导蛋白泛素化实现靶点“彻底降解”, 作为靶向药物前沿开发技术相较于传统小分子抑制剂在持久性和耐药性克服方面具有优势。
- 公司在中国的 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。2025 年 1 月, HDM2006 在美国 IND 申请获得 FDA 批准, 适应症为晚期恶性肿瘤。

子公司道尔生物自研靶向 PD-L1/VEGF/TGF- β 的三靶点抗体融合蛋白注射用 DR30206: 一期临床

- DR30206 是由 75% 控股子公司道尔生物自主研发并拥有全球知识产权的靶向 PD-L1/VEGF/TGF- β 的三靶点抗体融合蛋白注射用 DR30206, 适应症为非小细胞肺癌及多种实体瘤。相较于传统 PD-L1 单抗抑制剂, 多抗靶向药物体现出更好治疗效果, 更高的技术壁垒及更复杂, 更有效的作用机制。
- DR30206 针对的非小细胞肺癌患者基数庞大; 肺癌是全球最大癌种, 据世界癌症研究基金会数据, 2022 年新增肺癌患者为 248 万余人。而在肺癌患者中, 据美国癌症协会数据统计, 约 87% 的肺癌类型为非小细胞肺癌。
- 截至 2025 年 3 月公司已完成了 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。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获得受理, 并于 2025 年 4 月获得批准, 同意本品开展临床试验。预计上半年启动 DR30206 联合标准化疗的 Ib 期临床研究。

另有布局三款差异化 ADC 靶点。HDM2020 (靶向 FGFR2b)、HDM2012 (靶向 MUC-17) 和 HDM2017 (靶向 CDH17)。

- 靶向 MUC17 的 HDM2012 已获得中国和美国的 IND 批准, 用于治疗晚期实体瘤的中国 I 期临床试验于 2025 年 8 月完成首例受试者给药, 为全球首个进入临床阶段的 MUC17 ADC。
- 靶向 FGFR2b 的 HDM2020 已获得中国和美国的 IND 批准, 用于治疗晚期实体瘤的中国 I 期临床试验于 2025 年 8 月完成首例受试者给药。
- 靶向 CDH17 的 HDM2017 已于 2025 年 7 月完成中国 IND 递交。
- 双靶点 ADC HDM2024 正有序推进临床前研究, 预计于 2025 年第四季度提交 IND 申请。

图 25: 华东医药肿瘤产品管线布局(白/黄对应国内/海外)

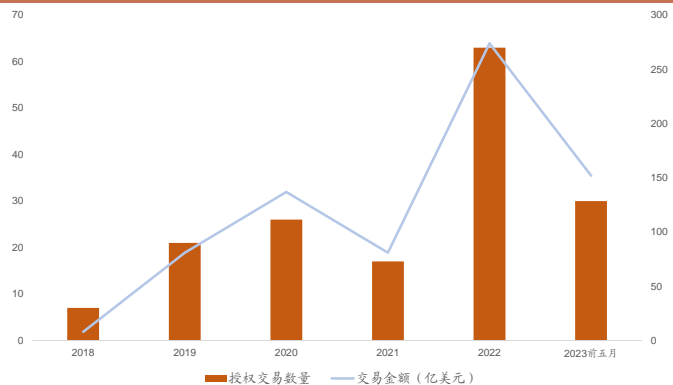
领域	适应症	在研产品	靶点选择	类型	合作方	临床前	I/II期临床	III期临床	商业化
实体瘤	卵巢癌	爱拉赫	FR α	ADC	ImmunoGen	→	→	→	→
		派舒宁	PARP	小分子化药	君实生物 美派药业	→	→	→	→
	非小细胞肺癌	迈华替尼片 (NDA/BLA)	EGFR/HER2	小分子化药	/	→	→	→	→
	肝细胞癌	淫羊藿素软胶囊	/	小分子化药	/	→	→	→	→
		注射用奥沙利铂	/	小分子化药	/	→	→	→	→
	乳腺癌	来曲唑片	/	小分子化药	/	→	→	→	→
		阿那曲唑片	/	小分子化药	/	→	→	→	→
	结直肠癌	注射用奥沙利铂	/	小分子化药	/	→	→	→	→
	前列腺癌	HDM2031	PSMA	ADC	/	→	→	→	→
	实体瘤	HDM2005	ROR1	ADC	/	→	→	→	→
		HDM2006	HPK1	小分子PROTAC	/	→	→	→	→
		DR30206	PD-L1/VEGF/TGF β	三靶点抗体融合蛋白	道尔生物	→	→	→	→
		DR30303	Claudin 18.2	小分子化药	道尔生物	→	→	→	→
		HMD2020	/	ADC	/	→	→	→	→
		HDM2012	/	ADC	/	→	→	→	→
HDM2017		/	ADC	/	→	→	→	→	
血液瘤	复发/难治性多发性骨髓瘤	HDM2027	BCMA	ADC	Heidelberg Pharma	→	→	→	→
	复发/难治性B细胞淋巴瘤	HDM2005	ROR1	ADC	/	→	→	→	→
	弥漫大B细胞淋巴瘤	HDM2005	ROR1	ADC	/	→	→	→	→
	非霍奇金淋巴瘤	IM19	CD19	CAR-T	IMB	→	→	→	→
	骨髓增生异常综合征	注射用地西他滨	/	小分子化药	/	→	→	→	→

资料来源: 公司年报, 招商证券

根据弗若斯特沙利文 (Frost & Sullivan) 数据, 2022 年全球 ADC 授权交易数量达到 **63 项**, 交易总金额达 **274 亿美元**。进入 2023 年, 仅在前五个月内已完成 **30 项交易**, 交易金额达 **152 亿美元**, 市场热度持续攀升, 整体增速保持在 **15% 以上**。值得关注的是, 在 2023 年前五个月完成的 ADC 授权交易中, 约 **47% 由中国企业主导**, 表明中国 ADC 创新能力与国际市场对接活跃度正在显著增强。

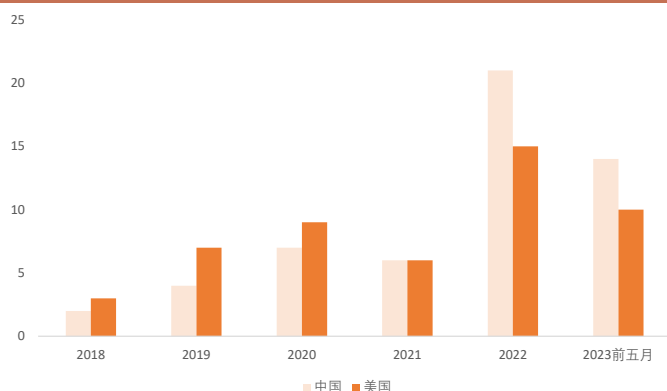
在此背景下, 公司明确表达了积极拓展海外合作的战略意愿, 当前正主动接洽有海外市场资源、临床开发能力或商业网络的跨国药企或生物技术公司, 探索针对核心管线品种的联合开发、区域授权、全球授权等多种合作模式, 以推动产品在国际市场的价值实现。

图 26: 2018-2023 全球 ADC 授权交易 (十亿美元)



资料来源: 弗罗斯特沙利文、招商证券

图 27: 2018-2023 中美 ADC 授权交易数量 (次)



资料来源: 弗罗斯特沙利文、招商证券

3.4 自免领域管线丰富, 市场规模持续增长

公司在自免领域研发管线丰富, 覆盖品种全面, 包括了银屑病, 类风湿关节炎, 特应性皮炎等多种适应症药品。在 2024 年全球药品销售额前一百中, 共有 15 款自免产品上榜, 其中利生奇珠单抗, 乌斯奴单抗, 阿达木单抗名列前茅。

全球自免市场规模持续扩张, 中国市场潜力待发掘。 自身免疫及过敏性疾病是仅次于肿瘤的全球第二大领域, 根据弗若斯特沙利文统计, 自免及过敏性疾病于 2022 年的市场规模为 1875 亿美元, 占有所有药物总额的 12.5%。中国自免领域市场发展尚处于起步阶段, 据弗若斯特沙利文统计, 2020 年中国自免患者超 4.2 亿人, 美国患者人数为 1 亿人, 但中国的自免领域市场规模仅为 72 亿美元, 规模为美国市场规模的 7.5%。

近年中国自免市场规模持续增长, 由 2020 年的 72 亿美元增长至 2022 年的 90 亿美元, 年复合增长率约为 12%。生物制剂比重由 2020 年的 10% 增加至 20.4%。据弗若斯特沙利文的预测, 2030 年中国自免市场规模将增至 415 亿美元, 自 2022 年起的年复合增长率为 21.1%, 生物制剂占比将增至 60%。

公司自身免疫领域在研管线丰富, 覆盖范围广。

在自免领域, 公司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、冷吡琳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。截至目前, 公司在自免领域已拥有在研生物药和小分子创新产品 20 余款。同时, 公司创新药研发中心自主开发了多个全新靶点和生物学机制的免疫疾病早期项目, 均在顺利推进中。公司自身免疫领域向外用制剂延伸, 搭建了外用制剂研发平台, 稳步推进外用制剂、复杂制剂等研发创新。目前公司全资子公司华东医药(西安)博华制药有限公司已建成三条外用制剂生产线。公司在研和进入商业化的外用制剂产品已达 10 项。

自免及过敏性疾病可分为四大类: 皮肤病、风湿疾病、呼吸道疾病及消化道疾病。 公司目前主要研发方向为主要用于治疗从属于皮肤病的银屑病和特应性皮炎的外用制剂及单抗药物。

■ 银屑病是一种遗传与环境共同作用诱发的免疫导的慢性、炎症性、系统性疾

病。根据弗若斯特沙利文统计，2021年中国银屑病患者规模达670万人，银屑病药物市场规模11.12亿美元，预计2030年将增至99.4亿美元，对应2021-2030年CAGR为27.7%，其中生物制剂的市场份额将从2021年的29.3%上升至2030年的56.8%。

- 2022年中国约有7030万特应性皮炎患者，其中约50%为儿童及青少年，预计到2030年特应性皮炎患者将增加到7850万人，其中30%为中重度患者。2022年中国特应性皮炎药物市场规模约为9.7亿美元，预计2030年药物市场规模将达到70.7亿美元，2022-2030年CAGR达28.2%。

图 28: 2018-2030 中国银屑病市场规模 (百万美元)

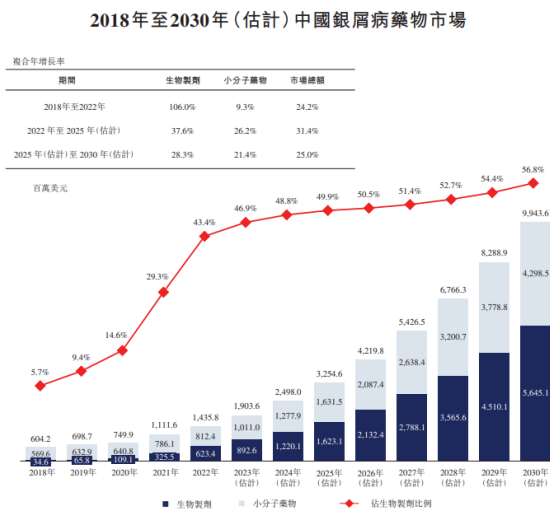


图 29: 2018-2030 中国特应性皮炎市场规模 (百万美元)



资料来源：弗若斯特沙利文、荃信生物招股书、招商证券

资料来源：弗若斯特沙利文、荃信生物招股书、招商证券

- 公司多项自免领域药品2025年陆续进入收获期，24M12乌司奴单抗类似药已上市，24M11利纳西普已上市，罗氟斯乳膏/泡沫有望于2026-2027年获批上市。

乌司奴单抗类似药 (赛乐信 HDM3001 (QX001S))

- 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赛乐信 HDM3001 (QX001S) 为国内首家，也是公司自免管线首个实现商业化的生物类似药，用于治疗成年斑块状银屑病及补充申请的克罗恩病。公司于2020年8月14日与荃信生物签署 QX001S 中国境内的联合开发及独家商业化协议，向荃信生物支付3千万元首付款以及以完成 III 期临床药品样本制作作为里程碑的付款2千万元。后续赛乐信在中国累计销售的税前利润将以 50:50 的比例进行分成。
- 2024年强生公司的乌司奴单抗作为全球药品销量前十的大单品，公司研发上市的赛乐信在临床实验中显示出与乌司奴单抗相当的临床疗效、安全性、免疫原性及 PK 特性。
- 赛乐信的银屑病适应症中国上市申请于2024年11月获批。同时，新增儿童斑块状银屑病适应症的补充申请于2025年3月获批。此外，用于克罗恩病的上市许可申请和补充申请已于2025年2月获得受理。公司在自身免疫银屑病治疗领域形成单抗、口服及外用制剂的“黄金产品组合”，将为国内成人及儿童银屑病患者带来更多用药选择，实现全周期全人群覆盖。

利纳西普（炎朵®/ARCALYST®）

- 公司于2022年2月与美国 Kiniksa 达成引进的全球创新产品注射用利纳西普（ARCALYST®）的协议，协议授权公司在大中华区、韩国、澳新以及其他共计 24 个除日本外的亚太国家的独家开发、注册及商业化。公司向 Kiniksa 支付首付款 1200 万美元并于 2025 年 1 月以利纳西普在中国上市作为里程碑支付 2000 万美元。后续将以开发进度，监管以及销量的维度支付最高不超过 6.4 亿美元的里程碑付款，后续 Kiniksa 有权获得年度净销售额十几至二十几不等的分级特许权使用费。
- 利纳西普用于治疗冷吡啉相关的周期性综合征(CAPS)和复发性心包炎(RP)适应症的中国上市申请分别在 2024 年 11 月与 2024 年 12 月获批。

罗氟司特（PDE4 抑制剂）乳膏/泡沫：两项适应症在中国均完成 III 期首例受试者入组

- 2023 年 8 月公司与美国上市公司 Arcutis Biotherapeutics, Inc. 签订了《产品独家许可协议》。6 公司获得 Arcutis 全球创新的罗氟司特外用制剂（包括罗氟司特乳膏剂 ZORYVE®和罗氟司特泡沫剂 ARQ-154）的独家许可，包括开发、注册、生产及商业化权益。公司将向 Arcutis 支付 3,000 万美元首付款，最高不超过 6,425 万美元的开发、注册及销售里程碑付款，将在相关注册里程碑完成后，以及该产品在许可区域内年净销售额达到约定的金额后进行支付，分级两位数的净销售额提成费，将根据许可产品在合作区域内当年净销售额达成的规模不同按照分级的比例进行支付。截至 2024 年 12 月 31 日，公司已累计支付 3,150 万美元。
- 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。该产品已于美国上市，2024 年罗氟司特系列产品总销售额达到 1.66 亿美元。

重磅靶点 IL-4R α 产品 QX005N(HDM3016)研发进度领先：两项适应症 III 期均完成首例受试者入组

- QX005N 公司与荃信生物合作的创新药 HDM3016（QX005N（IO-4R α 单抗），适应症为结节性痒疹和中重度特应性皮炎。目前市面上的 IL-4R α 产品共有两款；度普利尤单抗为首个获 FDA 批准的 IL-4R α 抑制剂，是全球最畅销的过敏性疾病药品之一，于 2024 年达到 131 亿美元的年销售额。而国内最先上市的 IL-4R α 产品为康诺亚的康悦达（CM310），于 2024 年 9 月获得特应性皮炎适应症上市批准，上市三个月销量达到 550 万美元。其余进行该靶点研究的公司进度多为 II 至 III 期，公司研发进度属于领先梯队。
- 公司于 2024 年 7 月 21 日与荃信生物签订合作开发协议，根据协议，本期公司支付里程碑款项 4500 万元。HDM3016 目前已取得已取得 PN 适应症的突破性疗法（BTD）认定。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。

图 30: 华东医药自身免疫领域产品管线布局



资料来源: 公司年报, 招商证券

图 31: 华东医药自免在研管线

产品编号 / 名称	适应症	靶点	技术类型	合作方	临床前	IND	I/II期	III期	NDA	商业化
IMB-101	类风湿关节炎	OX40L + TNFα (双特异)	生物药 (双抗体)	IMB	→					
IMB-102	特应性皮炎	OX40L	生物药 (单抗)	IMB	→					
QX005N	特应性皮炎 结节性痒疹	IL-4Rα	生物药 (人源单抗)	荃信生物	→					
ZORYVE乳膏 (0.3%)	银屑病	PDE4 (磷酸二酯酶4)	小分子化药 (外用)	Arcutis Bio	→	→	→	→	→	→
ZORYVE乳膏 (0.15%)	特应性皮炎	PDE4	小分子化药 (外用)	Arcutis Bio	→	→	→	→	→	→
ZORYVE乳膏 (0.05%)	特应性皮炎	PDE4	小分子化药 (外用)	Arcutis Bio	→	→	→	→	→	→
ZORYVE泡沫 (0.3%)	银屑病、脂溢性皮炎	PDE4	小分子化药 (外用)	Arcutis Bio	→	→	→	→	→	→
Wynzora乳膏	银屑病	他扎罗汀 + 倍他米松联合	小分子+激素 (复方外用)	MC2 Therapeutics	→	→	→	→	→	→
HDM3010	结节性痒疹 白癜风	JAK1	小分子JAK抑制剂	/	→					

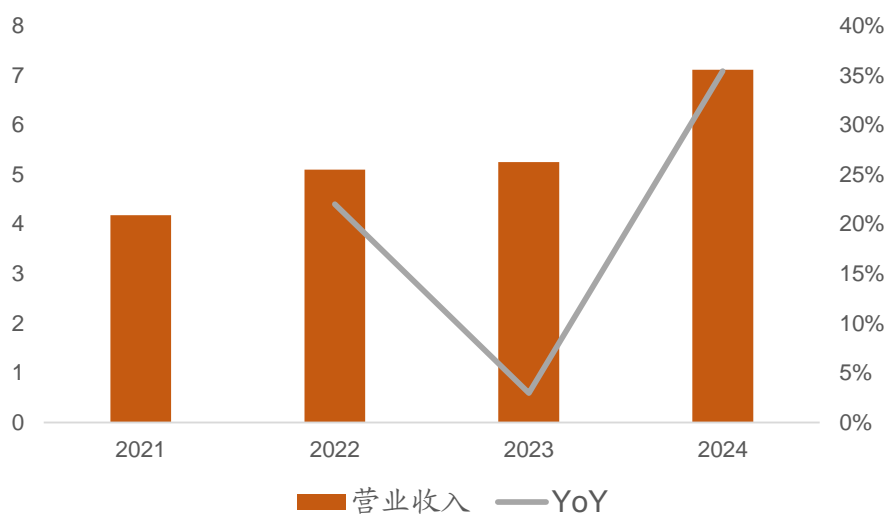
资料来源: 公司年报, 招商证券

3.5 工业微生物：专注四大战略板块，国际化客户积累成倍增加

公司工业微生物板块专注于 xRNA、特色原料药&中间体、大健康&生物材料、动物保健四大战略方向。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，具备微生物工程全链条技术，已建立覆盖微生物药物全生命周期的研发生产体系，构建了跨学科研发平台与产业化资源网络。

公司 2024 年工业微生物合计实现销售收入 7 亿元，同比增长 43%。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%。公司在多年探索中逐步提升工业微生物生产水平及市场接受程度。

图 32：2021-2024 工业微生物营业收入及同比增长（亿元）



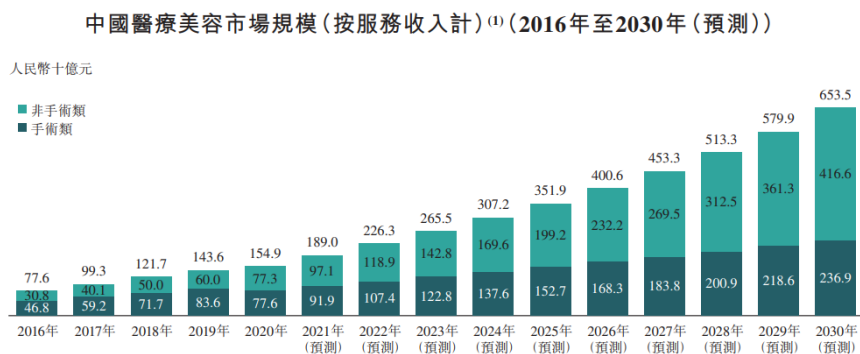
资料来源：公司年报，招商证券

持续推进微生物领域研发，搭建高效率研发团队。公司工业微生物团队构建了以资深行业专家为核心、新生代科研骨干为支撑的复合型人才梯队，形成了兼具深厚技术积淀与创新活力的专业化运营体系。在研发方面，目前研发人员中硕博占比 27%。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。

4. 医美业务：国内海外布局，推动公司品牌与市场协同升级

中国医美市场增长迅速，非手术类产品由于创口较小，风险较低同时恢复时间较短更受消费者青睐。2020 年非手术类医美市场规模达到 773 亿，同时预估 2030 年非手术类医美市场将达 4166 亿，增速高于手术类医美市场。非手术类医美产品可以分为：注射类项目、激光美容、无创年轻化及其他。

图 33: 中国医美市场规模 (十亿元)



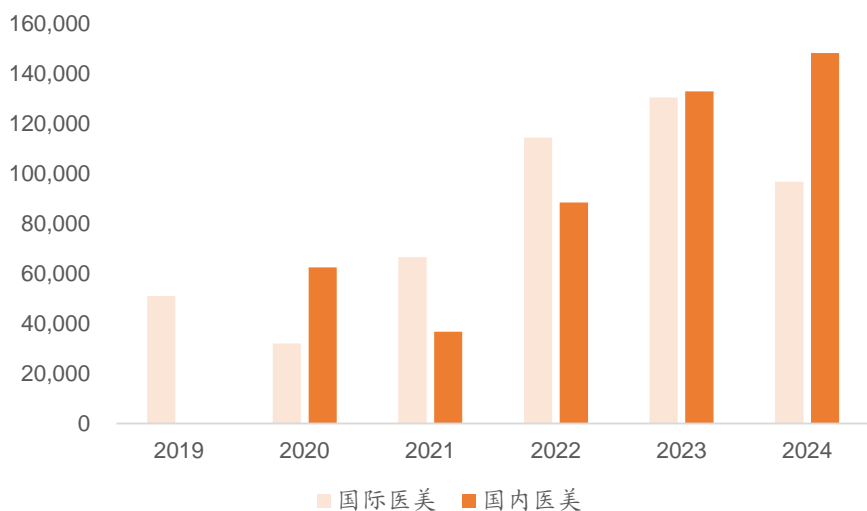
资料来源: 爱美客港股招股书, 招商证券

公司在医美赛道的布局日益深化, 形成以“伊妍仕”自主品牌为核心的产品矩阵, 涵盖玻尿酸注射填充剂、肉毒素、医美器械等多个细分领域, 全面打造“药品+医美”协同发展的新增长极。

2024年, 公司医美板块国内外合计营业收入 23 亿 (剔除内部抵消因素), 同比下降 5%。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。

- 国际: 全资子公司英国 Sinclair 作为公司全球医美业务运营平台, 积极拓展旗下医美注射填充剂及 EBD 类产品的全球市场销售, 受全球经济增长乏力及 EBD 业务内部调整和需求波动影响, 2024 年实现营业收入 10 亿, 同比下降 26%, 公司持续推进医美产品海外注册工作。
- 国内: 国内医美全资子公司欣可丽美学 2024 年营业收入 14 亿元, 同比增长 8%。(1) 光电类: 公司积极布局一系列功能性医疗器械, 光学射频治疗仪芮颜琨®(V20)已于 2024 年 9 月获得 NMPA 批准上市;(2)注射类: 推动 MaiLi 系列、Ellansé®伊妍仕 M 型、聚左旋乳酸胶原蛋白刺激剂 Lanluma®及独家经销产品注射用重组 A 型肉毒毒素在国内的临床、注册及销售。

图 34: 公司医美领域营收情况 (万元)



资料来源: 公司年报, 招商证券

国内市场销售体系逐步成熟。公司旗下的中美华东是公司医美业务的主要运营平台，在 2018 年便引进玻尿酸品牌“伊妍仕”作为主力注射类项目产品，截至 2024 年末，Ellansé®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。公司近年持续完善玻尿酸注射填充剂的产品线，MaiLi Extreme 高端透明质酸（玻尿酸）注射填充产品于 2025 年初获得了 NMPA 的上市批准，预计将驱动国内医美营收增长。

图 35：华东医药国内医美已上市/获批产品



资料来源：公司年报，招商证券

公司积极拓展海外市场，推进医美产品海外注册工作。自 2018 年收购英国 Sinclair，公司着手全球化医美业务布局。目前，公司持续推进伊妍仕系列在东南亚、中东、拉美等新兴医美消费地区的销售，同时稳步拓展欧洲市场。公司通过持续外部引入各功能型的非手术类医美器械逐步完善海外销售产品。

图 36: 华东医药海外医美已上市产品



资料来源: 公司年报, 招商证券

图 37: 华东医药医美管线

医美管线			
类别	产品	上市地区	批注
注射类	伊妍仕1.0	中国+海外	注射用聚己内酯微球面部填充剂
	伊妍仕2.0	中国+海外	注射用聚己内酯微球面部填充剂
	MaiLi Extreme	中国+海外	含利多卡因注射用交联透明质酸钠凝胶
	Lanluma	海外	聚左旋乳酸胶原蛋白刺激剂
	Perfectha	海外	透明质酸钠填充剂
	Silhouette	海外	提拉埋线
光电类	芮颜堤	中国+海外	强脉冲光射频治疗仪
	芮艾堤	中国+海外	射频治疗仪
	酷雪	中国+海外	功能性肤色管理设备
	Cooltech	海外	冷冻减脂仪
	Cooltech Define	海外	冷冻减脂仪
	ElySION Pro	海外	激光脱毛仪
	Primelase Excellence	海外	多功能皮肤管理平台
	Prémie DermaFacial	海外	冷冻治疗仪
	Glacial Rx	海外	无创皮肤导入仪
	Infusion	海外	钻石微晶焕肤设备
	Pristine	海外	无针微创高压喷射仪
	Reaction	海外	射频抗衰治疗仪
	Sculpt&Shape	海外	全身塑形&面部年轻化旋转射频治疗仪
V系列 (含芮颜堤)	海外	多功能治疗仪	

资料来源: 公司年报, 公司公告, 招商证券

盈利预测与投资建议

收入预测：我们预计 2025-2027 年分别实现收入 450/480/512 亿元，同比增长 7.47%/6.51%/6.70%。

我们预计随公司的创新药战略将进入集中收获期，多个重点研发板块的创新产品即将落地，成为驱动公司收入与利润持续增长的重要引擎。（1）医药工业：考虑到公司在医药工业领域创新药占比持续提升，有望贡献更多业绩增量，同时，考虑到公司自研品种逐步增加，有可能的 BD 潜力，我们预计公司在医药工业板块有望维持较快增长，预计 2025-2027 年分别同比增长 11%/14%/14%；（2）医药商业：考虑到公司在医药商业板块的业务体量较大，在国内医药流通领域的龙头地位较为稳固，预计维持稳定增长，预计 2025-2027 年分别同比增长 5%/5%/5%；（3）公司在医美领域持续拓展国内海外布局，在医美注射剂及能量源医美领域持续深耕，有望持续拓展产品矩阵，考虑到公司国内外新产品的陆续上市及海外非经常性因素理顺，预计国内医美和国际医美迎来恢复性增长。

图 38：收入预测

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(万元/冻结)	3,544,570	3,368,306	3,441,774	3,748,859	4,026,135	4,190,571	4,503,564	4,796,610	5,118,080
YoY		-4.97%	2.18%	8.92%	7.40%	4.08%	7.47%	6.51%	6.70%
1、医药商业	2,509,801	2,301,085	2,420,373	2,570,658	2,764,110	2,847,055	2,989,408	3,138,878	3,295,822
YoY		-8.32%	5.18%	6.21%	7.53%	3.00%	5%	5%	5%
占比	71%	68%	70%	69%	69%	68%	66%	65%	64%
2、医药制造业	1,086,488	1,139,836	1,051,919	1,166,601	1,483,447	1,577,802	1,790,600	2,029,028	2,296,310
YoY		4.91%	-7.71%	10.90%	27.16%	6.36%	13.49%	13.32%	13.17%
占比	31%	34%	31%	31%	37%	38%	40%	42%	45%
2.1、工业	1,035,568	1,045,573	948,712	963,823	1,266,353	1,375,270	1,526,550	1,740,267	1,983,904
YoY		0.97%	-9.26%	1.59%	31.39%	8.60%	11%	14%	14%
2.2、医美业务(行业)	50,919	94,263	100,202	191,495	244,708	232,620	264,050	288,761	312,406
YoY		85.12%	6.30%	91.11%	27.79%	-4.94%	13.51%	9.36%	8.19%
占比	1%	3%	3%	5%	6%	6%	6%	6%	6%
2.2.1、国际医美	50,919	31,916	66,551	114,385	130,394	96,737	99,639	104,621	109,852
YoY		-37.32%	108.52%	71.88%	14.00%	-25.81%	3%	5%	5%
2.2.2、国内医美	62,347	36,656	88,393	132,845	148,118	164,411	164,411	184,140	202,554
YoY		-41.21%	141.14%	50.29%	11.50%	11%	12%	10%	

资料来源：公司公告、招商证券

盈利预测与投资建议：公司目前进入创新药转型收获期，各项创新药成果落地将为公司营收及利润增长提供动力。预计 2025-2027 年归母净利润分别为 39.10、43.72、48.76 亿元，同比增长 11%/12%/12%。

风险提示

消费需求不及预期风险：考虑到公司产品包含国内外医美及中成药，均受到消费大环境影响，由于部分产品的客单价较高，消费者可能延迟消费，对公司的产品销售可能产生影响

创新药销售不达预期，技术变革风险、产品研发进展不及预期：考虑到公司的在创新药领域的布局广泛，覆盖产品种类多，由于新药上市后可能受到技术变革、医保支付方式等因素的影响，对公司医药工业部分的销售可能产生影响。

行业竞争加剧风险：考虑到医美注射类产品种类逐步增加，公司新获批的产品可能面临行业价格竞争加剧，对公司产品的销售可能产生影响。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	18497	21052	21714	25292	29079
现金	4663	5276	4760	7216	9840
交易性投资	16	0	0	0	0
应收票据	7	11	11	12	13
应收款项	7455	8425	9055	9644	10290
其它应收款	291	403	433	461	492
存货	4290	4776	5134	5484	5808
其他	1773	2160	2321	2474	2636
非流动资产	15013	16827	16313	15848	15426
长期股权投资	1536	1544	1544	1544	1544
固定资产	4140	4422	4672	4894	5090
无形资产商誉	5925	7592	6833	6149	5534
其他	3412	3270	3265	3261	3259
资产总计	33509	37879	38028	41139	44505
流动负债	10803	13794	11684	12206	12688
短期借款	822	2312	0	0	0
应付账款	6102	7044	7572	8089	8566
预收账款	137	175	188	201	212
其他	3741	4263	3924	3917	3909
长期负债	1124	521	521	521	521
长期借款	521	14	14	14	14
其他	604	507	507	507	507
负债合计	11927	14315	12205	12727	13209
股本	1754	1754	1754	1754	1754
资本公积金	2362	2504	2504	2504	2504
留存收益	16931	18802	21081	23693	26601
少数股东权益	535	504	484	461	437
归属于母公司所有者权益	21048	23060	25339	27951	30859
负债及权益合计	33509	37879	38028	41139	44505

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3929	3749	4467	4926	5301
净利润	2846	3494	3890	4350	4851
折旧摊销	737	774	1269	1221	1177
财务费用	107	87	25	25	25
投资收益	188	83	(71)	(71)	(71)
营运资金变动	102	(640)	(647)	(599)	(682)
其它	(52)	(49)	0	0	0
投资活动现金流	(1751)	(2170)	(685)	(685)	(685)
资本支出	(1607)	(1728)	(755)	(755)	(755)
其他投资	(144)	(442)	71	71	71
筹资活动现金流	(1393)	(750)	(4299)	(1785)	(1992)
借款变动	(732)	872	(2643)	0	0
普通股增加	0	(0)	0	0	0
资本公积增加	89	142	0	0	0
股利分配	(509)	(1632)	(1631)	(1760)	(1967)
其他	(241)	(132)	(25)	(25)	(25)
现金净增加额	785	829	(517)	2457	2623

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	40624	41906	45036	47966	51181
营业成本	27462	27989	30084	32137	34035
营业税金及附加	233	251	269	287	306
营业费用	6645	6409	6887	7195	7677
管理费用	1420	1397	1502	1535	1638
研发费用	1271	1426	1532	1487	1587
财务费用	51	22	25	25	25
资产减值损失	(28)	(159)	0	0	0
公允价值变动收益	(14)	0	0	0	0
其他收益	172	200	200	200	200
投资收益	(220)	(129)	(129)	(129)	(129)
营业利润	3453	4325	4807	5371	5984
营业外收入	51	88	90	88	88
营业外支出	37	111	111	111	111
利润总额	3466	4302	4786	5348	5960
所得税	620	807	896	998	1110
少数股东损益	8	(18)	(20)	(22)	(25)
归属于母公司净利润	2839	3512	3910	4372	4876

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	8%	3%	7%	7%	7%
营业利润	13%	25%	11%	12%	11%
归母净利润	14%	24%	11%	12%	12%
获利能力					
毛利率	32.4%	33.2%	33.2%	33.0%	33.5%
净利率	7.0%	8.4%	8.7%	9.1%	9.5%
ROE	14.3%	15.9%	16.2%	16.4%	16.6%
ROIC	13.1%	14.4%	15.2%	16.3%	16.5%
偿债能力					
资产负债率	35.6%	37.8%	32.1%	30.9%	29.7%
净负债比率	5.1%	7.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.7	1.5	1.9	2.1	2.3
速动比率	1.3	1.2	1.4	1.6	1.8
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2
存货周转率	6.3	6.2	6.1	6.1	6.0
应收账款周转率	5.5	5.3	5.1	5.1	5.1
应付账款周转率	4.6	4.3	4.1	4.1	4.1
每股资料(元)					
EPS	1.62	2.00	2.23	2.49	2.78
每股经营净现金	2.24	2.14	2.55	2.81	3.02
每股净资产	12.00	13.15	14.45	15.93	17.59
每股股利	0.58	0.93	1.00	1.12	1.25
估值比率					
PE	27.0	21.9	19.6	17.6	15.7
PB	3.6	3.3	3.0	2.7	2.5
EV/EBITDA	21.4	17.6	13.9	12.8	11.8

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。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；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

- 强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上
- 增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间
- 中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

- 推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数
- 中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。