



乐普医疗 (300003.SZ)

增持 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

严肃医疗强背景，医美筑新增长极

投资逻辑

降维布局医美赛道，构建新增长极。公司作为心血管器械龙头，凭借严肃医疗¹背景优势切入医美市场，产品布局覆盖童颜针、水光针、PDRN 及热玛吉，短期快速增厚利润。渠道端复用冠脉支架“农村包围城市”策略，快速渗透中小机构，目前大型连锁医美机构覆盖率已超 80%，后续将进一步下沉至二三线城市。

- 童颜针使用心脏支架同源材料，通过低价策略快速打开市场。110mg 规格定价与新氧奇迹童颜 3.0 持平，上市后销售迅速起量，8 月初发货至 10 月底含税收入已达 1 亿元，公司认为未来有望进入行业品牌前三。
- PDRN (三文鱼针) 预计最早于 2026 年第一季度在国内获批上市，有望成为国产 PDRN 注射首证。产品将切入当前国内 PDRN “有需求、有原料产能、但无合规注射产品”的蓝海市场。

传统业务企稳，创新药械形成接力。25H1 医疗器械板块收入占比 52.7%，药品占比 33.2%。医疗器械板块中结构性心脏病业务成为核心增长动力，25H1 收入+32.06%，神经调控等新领域管线布局完善；药品板块在仿制药集采后，通过结构优化与零售转型，毛利率回升至 62.75%。公司持续向创新药械转型，控股子公司民为生物专注 GLP-1 多靶点药物研发，为长期增长奠定基础。

盈利预测、估值和评级

公司传统业务趋稳，医美、神经调控、创新药构筑新增长极。我们预测 2025/2026/2027 年公司实现营业收入 64.57 亿/77.92 亿/92.43 亿元，同比+5.79%/+20.68%/+18.62%，归母净利润 10.48 亿/12.85 亿/15.31 亿元，同比+324.34%/+22.64%/+19.13%，对应 EPS 为 0.57 元/0.70 元/0.83 元。基于公司在心血管器械领域的龙头地位，短期医美板块开拓新增长曲线、快速增厚利润，药品业务从仿制药向创新药具备长期增长空间，给予公司 2026 年 30 倍估值，对应目标价 21 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

可转债到期风险；获证进度不达预期风险；医用高值耗材、药品带量采购风险；存货偏高风险；资产减值风险；行业竞争加剧风险。

国金证券研究所

分析师：杨欣 (执业 S1130522080010)

yangxin1@gjzq.com.cn

分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

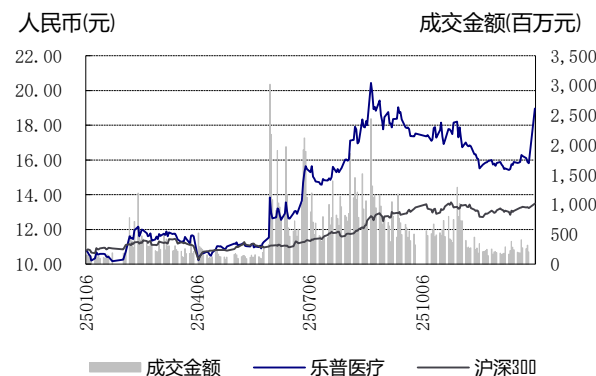
zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：杨雨钦 (执业 S1130524110005)

yangyuqin@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：18.97 元

目标价 (人民币)：21.00 元



公司基本情况 (人民币)

| 项目 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 7,980 | 6,103 | 6,457 | 7,792 | 9,243 |
| 营业收入增长率 | -24.78% | -23.52% | 5.79% | 20.68% | 18.62% |
| 归母净利润(百万元) | 1,258 | 247 | 1,048 | 1,285 | 1,531 |
| 归母净利润增长率 | -42.88% | -80.37% | 324.34% | 22.64% | 19.13% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.669 | 0.131 | 0.568 | 0.697 | 0.831 |
| 每股经营性现金流净额 | 0.53 | 0.39 | 1.03 | 0.99 | 1.15 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 7.88% | 1.62% | 6.46% | 7.56% | 8.55% |
| P/E | 24.15 | 86.36 | 27.23 | 22.21 | 18.64 |
| P/B | 1.90 | 1.40 | 1.76 | 1.68 | 1.59 |

来源：公司年报、国金证券研究所

¹ 注：报告中“严肃医疗”主要指以疾病诊断治疗为核心目的的医疗活动，对应公司心血管外科器械、仿制药等板块；“消费医疗”主要指以提升生活品质为目的的医疗消费，对应公司医美注射产品等板块。



内容目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 一、传统业务企稳，布局神经调控、创新药新增长极 | 4 |
| 1.1 医疗器械：心血管植入为核心，神经调控短期新增长极 | 5 |
| 1.2 药品：仿制药结构占比下降，未来增长转向医美（短期）/创新药（长期） | 6 |
| 二、降维布局医美新增长曲线，显著增厚利润 | 7 |
| 2.1 童颜针：心脏支架同源材料高安全性，价格定位亲民 | 9 |
| 2.2 水光针：PDRN 有望 26Q1 获国内首证 | 11 |
| 2.3 射频：依托成熟射频技术平台，热玛吉已进入注册申报 | 13 |
| 三、盈利预测与投资建议 | 14 |
| 盈利预测 | 14 |
| 投资建议及估值 | 16 |
| 四、风险提示 | 16 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图表 1：2023 年后公司研发加码，研发费用率居行业前列 | 4 |
| 图表 2：2023 年公司医疗器械板块收入压缩，2024 年集采后药品板块收入、毛利率均大幅下滑 | 4 |
| 图表 3：CEO 蒲忠杰为公司实际控制人，控股子公司心泰医疗、民为生物 | 5 |
| 图表 4：截至 25H1 冠脉植介入主要获批产品 | 5 |
| 图表 5：截至 25H1 结构性心脏病主要获批产品 | 5 |
| 图表 6：公司医疗器械收入规模位于行业头部（亿元） | 6 |
| 图表 7：集采后创新产品推动公司医疗器械毛利率提升 | 6 |
| 图表 8：心血管植介入创新产品矩阵商业化进程 | 6 |
| 图表 9：结构性心脏病在研管线 | 6 |
| 图表 10：2025 年零售端收入结构优化，2025 年上半年推动毛利率回升 | 7 |
| 图表 11：创新药研发管线核心产品研发进度 | 7 |
| 图表 12：医美企业净利率远高于严肃医疗企业，集采后药企加速布局医美赛道增厚利润 | 8 |
| 图表 13：医美注射类产品核心成分对比 | 8 |
| 图表 14：公司医美类产品管线进展 | 8 |
| 图表 15：玻尿酸可分解为二氧化碳和水，随呼吸和体液排出体外 | 9 |
| 图表 16：童颜针赛道已进入红海竞争 | 9 |
| 图表 17：悦雅颜系列产品共三种规格，功能分别为专注填充和改善肤质 | 10 |
| 图表 18：中高交联度玻尿酸具备填充塑性效果，低交联度玻尿酸主要用于改善肤质 | 11 |
| 图表 19：PDRN 分解产物通过激活 A2A 受体/补救途径两条路径发挥作用，兼具修复与促进再生 | 12 |
| 图表 20：全球 PDRN 应用领域规模分布 | 12 |



| | |
|--------------------------------------|----|
| 图表 21: 按销售区域划分 PDRN 市占率 | 12 |
| 图表 22: PDRN 国内在研公司进程..... | 12 |
| 图表 23: 热玛吉效果呈现渐进式, 单次可持续一年 | 13 |
| 图表 24: 热玛吉已迭代至第五代 | 13 |
| 图表 25: 热玛吉等深层抗衰设备在抗衰资深群体中渗透率较高 | 14 |
| 图表 26: 分板块盈利预测 | 14 |
| 图表 27: 费用预测 | 15 |
| 图表 28: 可比公司估值比较 | 16 |



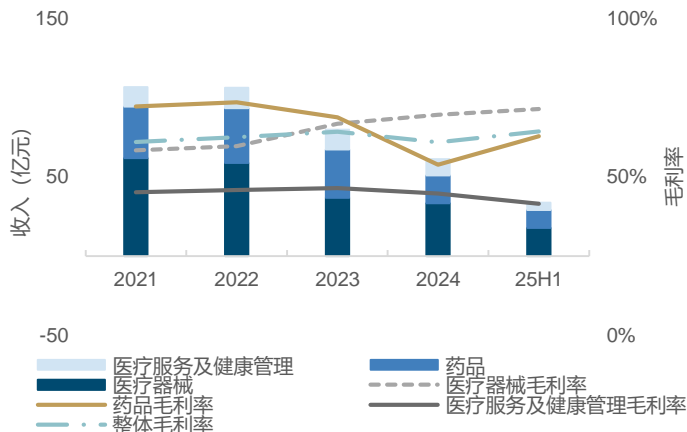
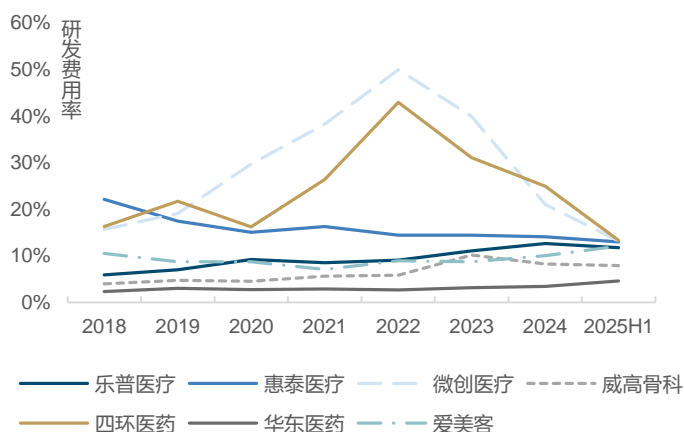
一、传统业务企稳，布局神经调控、创新药新增长极

公司是我国最早从事心脏介入医疗器械研发与制造的企业之一，长期致力于提供覆盖心血管疾病全生命周期的整体解决方案，目前已形成医疗器械、药品、医疗服务及健康管理三大业务板块。医疗器械板块以心血管介入产品为核心，涵盖冠脉支架、药物涂层球囊、切割球囊、血管通路类耗材、封堵器及起搏器等。药品板块聚焦心血管领域，已构建涵盖原料药与制剂的平台化布局。

2023 年以来，公司医疗器械板块收入受体外诊断业务急剧收缩及行业集采政策影响，短期业绩承压。2025 年核心业务趋于稳定，同时布局医美、创新药等新增长极。近两年板块收入的波动主要源于体外诊断业务的结构调整：2023 年医疗器械板块收入下滑主要因体外诊断业务收入同比骤降 77.79%（上年同期高基数源于新冠相关检测产品销售）。若剔除该业务，板块营业收入实际同比增长 6.70%；2024 年医疗器械板块收入减少 3.48 亿元，其中体外诊断业务收入下降即贡献 3.5 亿元。2024 年药品板块受氯吡格雷集采影响收入同比下降 42.25%，2023、2024 年归母净利润分别同比下滑 42.88%、80.37%。公司积极推进业务调整与战略拓展应对行业变革，短期通过切入医美注射市场，快速补充现金流、增厚利润；中长期则通过控股子公司民为生物，持续布局 GLP-1 类创新药研发，培育新增长动力。2023 年后公司在研发上持续加码，25H1 研发费用率 12%，位于行业前列。目前公司核心业务已逐步趋稳，心血管器械业务保持市场领先地位，药品业务运行渐回平稳。2025 年上半年，医疗器械与药品板块收入同比分别增长 1.3%、下降 1.52%，波动显著收窄。截至 25Q3，公司经营性现金净流量已回升至 10.13 亿元，整体运营质量持续改善。

图表1：2023 年后公司研发加码，研发费用率居行业前列

图表2：2023 年公司医疗器械板块收入压缩，2024 年集采后药品板块收入、毛利率均大幅下滑



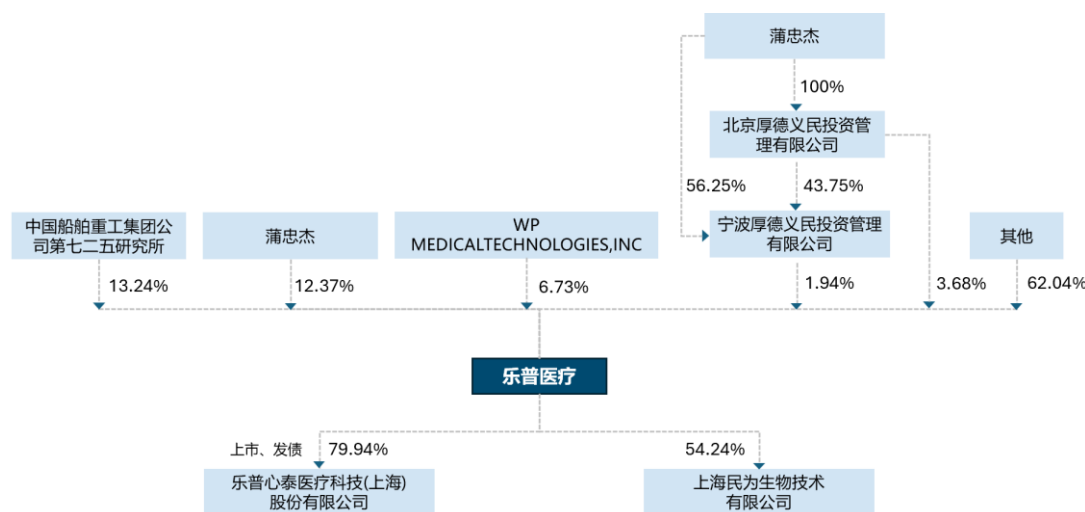
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

公司股权结构稳定，董事长蒲忠杰为实际控制人。蒲忠杰先生、WP MEDICAL TECHNOLOGIES, INC、北京厚德义民投资管理有限公司、宁波厚德义民投资管理有限公司存在一致行动关系，截至 2026 年 1 月 6 日蒲忠杰先生及其一致行动合计持股 24.72%。旗下子公司包括心泰医疗、民为生物。公司持有民为生物 54.24% 股权，持有心泰医疗 79.94% 股权。心泰医疗整体发展较为平稳，25H1 资产 22.79 亿元，营业收入 3.25 亿元，同比增长 32.36%；净利润达 1.82 亿元，同比增长 29.81%。



图表3: CEO 蒲忠杰为公司实际控制人，控股子公司心泰医疗、民为生物



来源: Wind, 国金证券研究所

1.1 医疗器械: 心血管植入为核心，神经调控短期新增长极

公司医疗器械板块 2025 年上半年占总收入比重为 52.7%，主要涵盖心血管植介入、体外诊断及外科麻醉三大业务，其中心血管植介入为核心业务。2025 年上半年，心血管植介入业务实现营业收入 123,859.80 万元，同比增长 7.57%，占医疗器械板块收入的 70%，细分为：①冠脉植介入业务收入 88,122.56 万元，占心血管植介入收入的 71%，同比增长 3.60%，主要增长动力来源于“药可切”组合（药物球囊、可降解支架、切割球囊）、声波球囊及金属心脏支架；②结构性心脏病业务收入 32,871.46 万元，占心血管植介入收入的 26%，同比增长 32.06%，增长主要由可降解 PFO 封堵器及 TAVR（心泰医疗）等产品驱动。

图表4: 截至 25H1 冠脉植介入主要获批产品

| | | | |
|-------|-------|--------------------------------|------|
| 冠脉植介入 | 支架 | Partner®血管内药物(雷帕霉素)洗脱支架系统 | III类 |
| | | Nano plus®血管内无载体含药(雷帕霉素)洗脱支架系统 | III类 |
| | | GuReater®钴基合金雷帕霉素洗脱支架系统 | III类 |
| | | NeoVas®生物可吸收冠状动脉雷帕霉素洗脱支架系统 | III类 |
| | 药物球囊 | Vesselin®药物涂层冠脉球囊导管 | III类 |
| | | Vitality mini®药物涂层冠脉球囊扩张导管 | III类 |
| | 功能性球囊 | Vesscide®切割球囊系统 | III类 |
| | | VessCrack™一次性使用冠脉血管内冲击波导管/设备 | III类 |
| | | Vesspebble™冠脉乳突球囊扩张导管 | III类 |
| | | Vessridge®冠脉棘突球囊扩张导管 | III类 |
| | | REATCHOR™ 锚定球囊扩张导管 | III类 |
| | 诊断类 | 血流储备分数测量仪 | III类 |
| | | VessTec™一次性使用压力微导管 | III类 |
| | 血管通路类 | 导丝/导管/一次性介入配件/PTCA 球囊扩张导管等 | III类 |

来源: 公司 2025 半年报, 国金证券研究所

图表5: 截至 25H1 结构性心脏病主要获批产品

| | | | |
|--------|-------------|--------------------------|------|
| 结构性心脏病 | 先心类封堵器 | MemoPart®房间隔缺损封堵器（双瓣） | III类 |
| | | MemoCarna®房间隔缺损封堵器（氧化膜） | III类 |
| | | MemoPart®室间隔缺损封堵器（双瓣） | III类 |
| | | MemoCarna®室间隔缺损封堵器（氧化膜） | III类 |
| | | MemoPart®动脉导管未闭封堵器（双瓣） | III类 |
| | | MemoCarna®动脉导管未闭封堵器（氧化膜） | III类 |
| | 心源性卒中预防类封堵器 | MemoSorb®全降解封堵器系统 | III类 |
| | | MemoSorb®生物可降解房间隔缺损封堵器 | III类 |
| | | MemoLefort®左心耳封堵器 | III类 |
| | 瓣膜类 | MemoSorb®生物可降解卵圆孔未闭封堵器 | III类 |
| | | ScienCrown®经导管植入式主动脉瓣膜系统 | III类 |
| | 通路类 | Ceniper®一次性房间隔穿刺系统 | III类 |
| | | RF-Lance®射频穿刺发生器/穿刺针 | III类 |

来源: 公司 2025 半年报, 国金证券研究所

面对集采常态化挑战，公司医疗器械板块通过持续的产品创新与管线迭代，已构建了有效的风险缓冲与增长接力机制。截至 2025 年，公司在心血管植介入、结构性心脏病及神经调控等领域共拥有超过 25 条在研管线，其中预计 4 条于 2025 年获批，17 条于 2028 年前获批，形成了层次分明、接续有力的创新产品矩阵，确保其器械板块在集采背景下仍能实现稳健的长期增长。

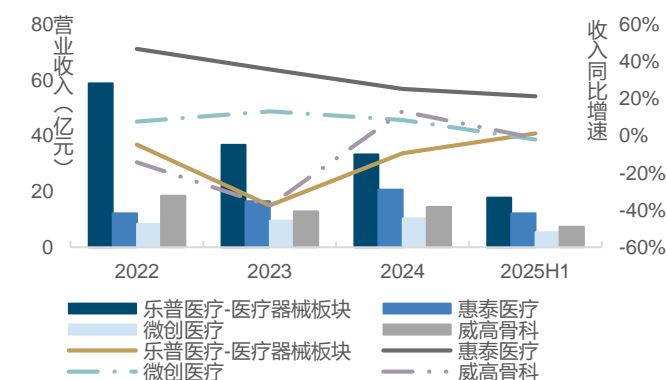
- 公司核心产品中，冠脉支架、药物球囊已被纳入集采，其中药物球囊于 2025 年 12 月纳入国采，切割球囊预计将进入集采。凭借良好的价格维护与续约策略，集采对存量收入的冲击已趋于可控，其中支架续约价上涨 23.7%，公司切割球囊出厂价远低于终端价格，集采后虽然终端价格相对降低，但销售量预计相应增长。从毛利率表现来看，公司医疗器械板块 2023 年大幅升至 67%且持续提升，25H1 毛利率达 71%，而同样支架业务参与集采的微创医疗毛利率在 2023 年下滑至 56%，未见明显回升。公司当前增长动力已转向未受集采影响或影响较小的新产品，在冠脉植介入领域，“药可切”组合虽在行业整顿期承压，但冠脉通路类产品保持增长，同时具有定价优势的声



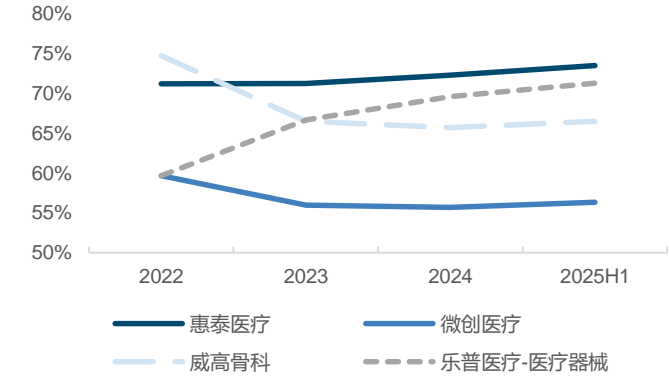
波球囊已开始贡献收入，终端价约 1.7 万元，预计能有效对冲切割球囊等产品未来可能的价格下行，25H1 公司医疗器械板块收入 177,646.94 万元，同比增长 1.30%，板块业绩企稳。

图表6：公司医疗器械收入规模位于行业头部（亿元）

图表7：集采后创新产品推动公司医疗器械毛利率提升



来源：Wind，国金证券研究所



来源：Wind，国金证券研究所

- 公司拥有丰富的在研管线，其商业化节奏快于集采进程，为中长期增长提供保障。
 - (1) 冠脉与血管介入领域：近期已有冠脉棘突球囊 Vessridge 获批，血管内超声 (IVUS) 已报产。后续包括紫杉醇外周球囊、药物涂层外周球囊及射频消融系统等多款产品在研，将陆续上市。
 - (2) 结构性心脏病领域（心泰医疗）：核心产品 MemoClip-A 二尖瓣修复系统已进入二期临床，预计 2027 年获批。同时，公司积极拓展外周介入，生物可降解主动脉封堵器等产品已进入临床阶段，布局长远。
 - (3) 神经调控新领域：公司已开辟神经调控新赛道，共有 4 条在研管线，且均计划于 2025 年内获批，有望快速形成新的收入贡献点。

图表8：心血管植入介入创新产品矩阵商业化进程

图表9：结构性心脏病在研管线

| | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
|--------|-----------------------|----------------------|----------------------|-------------------------|
| 冠脉植入 | ☆血管内超声 (IVUS) | ☆氧化膜卵圆孔未闭 PFO 封堵器 | ☆生物可降解左心耳 LAA 封堵器 | ☆经导管主动脉瓣系统 (反流适应症 TAVR) |
| 结构性心脏病 | ☆经心尖二尖瓣夹修复系统 (TMVr-A) | ☆经心尖二尖瓣修复系统 (TMVCRS) | ☆经股二尖瓣夹修复系统 (TMVr-F) | |
| 外周介入 | 快速血栓抽吸导管 | 外周斑块旋切 | ☆主动脉腔内封堵器 | ☆生物可降解主动脉封堵器 |
| CRM | Qinming8632 全自动起搏器 | 兼容核磁共振心脏起搏器 (CBA) | ☆房颤脉冲电场消融导管/设备 (PFA) | ☆肾动脉去神经消融导管/设备 |
| 电生理 | ☆房颤冷冻球囊系统/导管 (CBA) | ☆植入式心脏收缩力调节器 (CCM) | 小直径经导管左心室辅助装置 (LVAD) | 经导管左心室辅助装置 (LVAD) |
| 心脏管理 | | ☆植入式心脏再同步治疗起搏器 (CRT) | ☆植入式心脏再同步治疗起搏器 (CRT) | 经导管冠脉保护左心室辅助装置 |
| 神经调控 | 植入式脑深部神经刺激器 (DBS) | 植入式迷走神经刺激器 (VNS) | 植入式脊髓神经刺激器 (SCS) | 植入式骶神经刺激器 (SNM) |

来源：公司 2025 半年报，国金证券研究所

| 类别 | 产品 | 研制 | 临床前 | 临床 | 注册申报 | 预期获证时间 |
|------|--------------------------------|----|-----|----|------|--------|
| 封堵器 | Bio-Lefort®生物可降解左心耳封堵器 | √ | √ | √ | | 2027Q3 |
| | MemoSorb® 氧化膜卵圆孔未闭封堵器 | √ | √ | √ | √ | 2026Q3 |
| 主动脉瓣 | ScienMelon®经导管植入高分子瓣叶人工心脏瓣膜 | √ | √ | | | 2029Q3 |
| | 经导管主动脉瓣系统 (返流适应症 TAVR) | √ | √ | | | 2028Q2 |
| | ScienChute®经导管主动脉瓣狭窄治疗系统 | √ | | | | 2027Q4 |
| | ScienChute®脉冲声波发生设备 | √ | | | | 2027Q4 |
| 二尖瓣 | MemoClip-A®经心尖二尖瓣修复系统 (TMVr-A) | √ | √ | √ | | 2026Q4 |
| | MemoChord®经心尖二尖瓣修复系统 (TMVCRS) | √ | √ | √ | | 2027Q2 |
| | MemoClip-F®经股二尖瓣夹修复系统 (TMVr-F) | √ | √ | | | 2027Q2 |
| | 经导管二尖瓣置换系统 (TMVR) | √ | √ | | | 2029Q2 |

来源：公司 2025 半年报，国金证券研究所

1.2 药品：仿制药结构占比下降，未来增长转向医美（短期）/创新药（长期）

公司为国内心血管疾病管理用药平台企业，产品涵盖原料药与制剂。前已纳入带量采购的仿制药包括硫酸氢氯吡格雷片和阿托伐他汀钙片，2021 年起已经历两轮仿制药带量采购。2024 年受国家“四同药品”价格治理影响，院内降价压力传导至院外，非医保药品价格同步承压，药品板块毛利率大幅下滑至 53.75%，叠加实体药店行业景气度下行，公司零售端纯销与发货短期明显下滑，药品销售量下滑 11.5%，药品板块收入整体大幅下滑 42.25%。

2025 年上半年，随着零售端发货逐步恢复，公司仿制药业务已趋于平稳。期内药品板块实现营业收入 11.17 亿元，同比小幅下降 1.52%，环比大幅增长 79.34%。其中，制剂收入 9.75 亿元，同比增长 3.89%，环比增长 107.59%；原料药收入 1.42 亿元，同比下降 27.44%，环比下降 7.28%。原材料存货自 2024 年大幅清理至 7.48 亿元后，在 2025 年上半年保持



稳定。同时，受益于收入结构持续优化，非阿托伐他汀钙、非氯吡格雷类产品占比稳步提升，板块毛利率快速回升至 62.75%，整体盈利能力和运营效率均呈现改善趋势。为应对核心药品集采，公司持续优化收入结构战略，收缩仿制药业务资源投入，逐步将重心转向创新药及皮肤科注射类产品研发，同时积极调整销售策略，将重心转向 OTC 零售端，以优化业务布局，增强长期竞争力。

图表10：2025 年零售端收入结构优化，2025 年上半年推动毛利率回升

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025H1 |
|---------------|--------|--------|---------|---------|--------|
| 药品收入 | 32.58 | 34.38 | 30.44 | 17.58 | 11.17 |
| yoy | -4.50% | 5.52% | -11.47% | -42.25% | -1.52% |
| 药品毛利率 | 72.14% | 73.47% | 68.69% | 53.75% | 62.75% |
| 药品销售量 yoy | 15.37% | 5.37% | 6.78% | -11.50% | - |
| 公司库存（账面价值，亿元） | 19.39 | 22.67 | 22.89 | 20.30 | 20.21 |
| 库存商品 | 8.09 | 9.69 | 9.43 | 9.59 | 9.14 |
| 原材料 | 7.78 | 9.18 | 10.67 | 7.48 | 7.53 |
| 在产品 | 3.51 | 3.80 | 2.79 | 3.23 | 3.54 |
| 公司库存周转天数 | 147.6 | 205.8 | 192.7 | 330.2 | 328.1 |

来源：Wind，公司年报，国金证券研究所

公司通过控股民为生物，专注降糖及代谢领域药物研发，其 GLP-1 等多靶点管线已进入临床二期。公司核心在研产品 MWN101（GLP-1/GCG/GIP 三重激动剂）已针对肥胖及 2 型糖尿病适应症完成 II 期临床试验，为国内同靶点药物中进展最快。此外，MWN105 与 MWN109 注射液均处于肥胖适应症 II 期临床；MWN109 片（肥胖/2 型糖尿病）与 MWX203 注射液则处于 I 期临床阶段，管线梯队层次清晰，覆盖代谢领域多个重要方向。

图表11：创新药研发管线核心产品研发进度

| 项目 | 靶点 | 类型 | 适应症 | 剂型 | 临床前 | 临床 | |
|--------|------------------|----------|-----------|-----|-----|----|----|
| | | | | | | 一期 | 二期 |
| MWN101 | GLP-1/GIP/ GCG | Fc 融合蛋白 | 2 型糖尿病、肥胖 | 注射液 | √ | √ | √ |
| MWN105 | GLP-1/GIP/ FGF21 | Fc 融合蛋白 | 2 型糖尿病、肥胖 | 注射液 | √ | √ | √ |
| MWN109 | GLP-1/GIP/GCG | 脂肪酸链修饰多肽 | 2 型糖尿病、肥胖 | 注射液 | √ | √ | √ |
| | | | | 片剂 | √ | √ | |
| MWX203 | / | siRNA | 血脂异常 | 注射液 | √ | √ | |

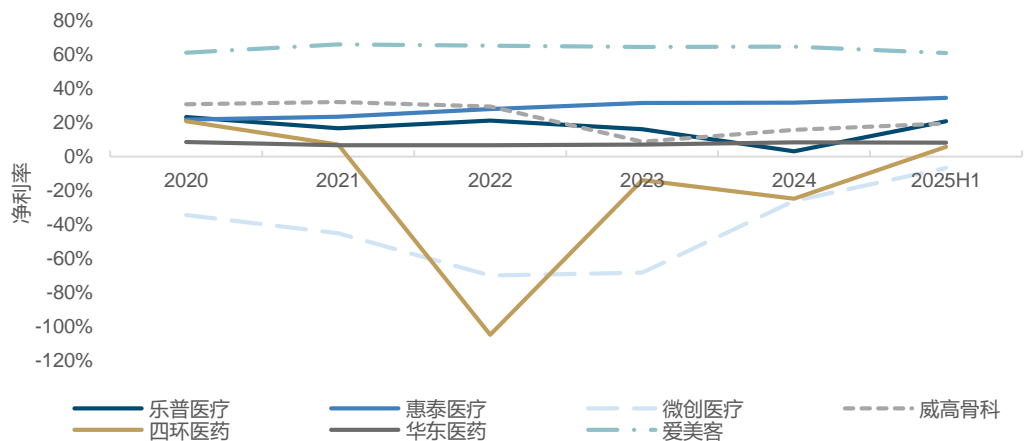
来源：公司 2025 半年报，国金证券研究所

二、降维布局医美新增长曲线，显著增厚利润

医美行业整体盈利能力显著高于严肃医疗领域。爱美客净利率长期保持在 60%以上，相比之下，头部医疗器械企业净利率通常位于 20%-35%区间，而受集采影响的仿制药企业净利率则普遍承压。高利润驱使包括乐普医疗、四环医药、华东医药在内的多家药械企业积极布局医美赛道，以对冲集采压力，快速增厚利润。此类具备严肃医疗背景的公司，凭借深厚的研发积累与药械注册审评经验，在进入医美领域时具备显著的技术优势和监管审批经验。药企的集中入局加剧了以童颜针、少女针为代表的相对成熟细分市场的竞争；同时也有望凭借其研发实力，推动以 PDRN（多聚脱氧核糖核苷酸）等为代表的新成分、新产品加速获批与上市，延续国产产品在医美领域的替代路径，并引领细分技术方向的升级迭代。



图表12：医美企业净利率远高于严肃医疗企业，集采后药企加速布局医美赛道增厚利润



来源：Wind，国金证券研究所

医美注射类产品的成分迭代由技术理念跃迁驱动，从早期的物理填充，演进至刺激再生，并迈向生物修复的新阶段。当前，注射类产品主要涵盖玻尿酸、胶原蛋白、再生材料（如 PLLA/PCL）、肉毒素及外泌体等类别；其中，玻尿酸、胶原蛋白与再生材料归属医疗器械范畴，而肉毒素则按医疗用毒性药品管理。

图表13：医美注射类产品核心成分对比

| 产品分类 | 核心成分 | 作用机理 | 适用范围/适应症 | 产品特点 | 起效时间 | 维持时间 | 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、皮肤美容 | 凝胶型；应用广，组织相容性好；但代谢快，需反复注射，易吸水、位移、残留交联剂 | 立即生效 | 半年至一年 | 海魅月白、海魅、姣兰、海薇、乔雅登、瑞蓝 |
| 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 | 胶原蛋白是人体本身存在物质，效果更加自然，2-3 天见效；但代谢较快、持续时间相对较短 | 通常注射后 | 6-12 个月 | 弗缦、肤柔美、肤丽美、肤力原、薇旖美、肤莱美 |
| 再生材料类 | PLA、PCL、PVA、PMMA 等 | 注射到真皮深层，刺激胶原再生 | 鼻唇沟皱纹等面部凹陷 | 注射周期较长，需要 2-4 次，每次间隔 3-8 周左右 | 不添加玻尿酸需 1 个月起效时间 | 18-30 个月 | 伊妍仕、艾维岚、濡白天使、塑妍萃 |
| 肉毒素类 | A 型肉毒素 | 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 | 一般为液体形式注入，存在一定毒性，需要专业医疗机构使用 | 1-2 周左右 | 5-10 个月 | 衡力、保妥适、吉适、乐提葆、思奥美 |

来源：嘉世咨询，弗若斯特沙利文，国金证券研究所

公司医美管线目前主要布局童颜针系列、水光针系列、PDRN 和热玛吉，肉毒素系列中重组 A 型肉毒素注射液已于 2025 年 8 月启动临床。

图表14：公司医美类产品管线进展

| 分类 | 产品 | 进展 |
|-----|------|--------------------|
| 童颜针 | 一代 | 聚乳酸面部填充剂 |
| | 二代 | 含聚左旋乳酸微球的交联透明质酸钠凝胶 |
| 水光针 | 基础水光 | 注射用透明质酸钠溶液 |
| | 复合水光 | 注射用交联透明质酸钠凝胶 |
| | 三文鱼针 | 注射用透明质酸钠复合溶液 |



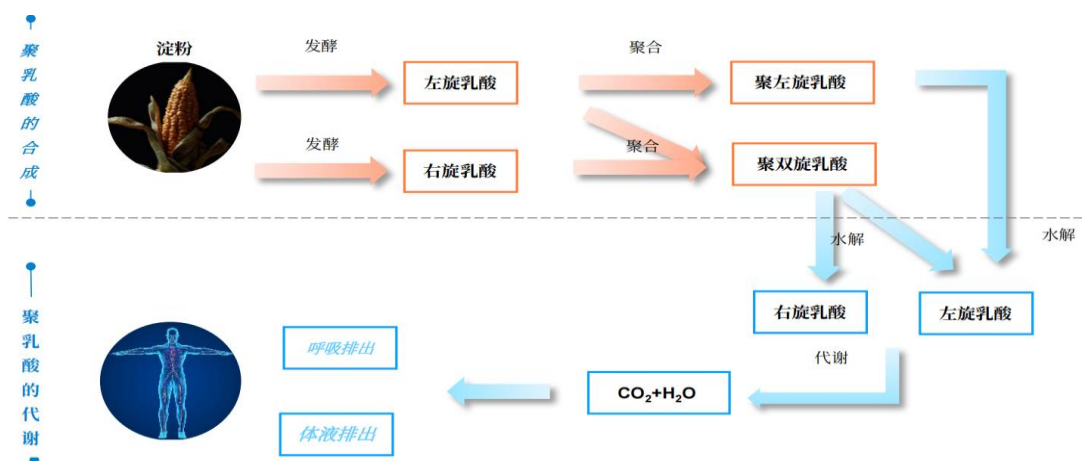
| 分类 | 产品 | 进展 |
|------|---------------|----------------|
| 肉毒素 | 重组 A 型肉毒毒素注射液 | 2025 年 8 月启动临床 |
| 射频仪器 | 热玛吉 | 已提交注册 |

来源：公司公告，国金证券研究所

2.1 童颜针：心脏支架同源材料高安全性，价格定位亲民

童颜针（聚乳酸填充剂）通过活性再生机制区别于传统填充材料。传统再生材料主要依赖异物反应被动刺激胶原包裹，而聚乳酸注入后可分解为乳酸，并直接参与成纤维细胞的活性再生过程，从激活合成、抑制降解、稳定结构及能量供应等多途径协同促进胶原蛋白新生，最终代谢为水和二氧化碳排出体外，具有更好的生物相容性与再生效率。

图表 15：聚乳酸可分解为二氧化碳和水，随呼吸和体液排出体外



来源：沙利文，国金证券研究所

国内童颜针市场已步入红海竞争阶段。自 2021 年圣博玛的艾维岚和爱美客的濡白天使率先获批并实现快速增长后，2024 年起市场竞争格局骤然加剧。一方面具备国际背景的产品加速进入，韩国丽臻生物 AestheFill 以及拥有 25 年临床数据的全球首款 FDA 批准产品塑妍萃（Sculptra）相继登陆，凭借其品牌与临床背书抢占高端市场。另一方面，国产产品在 2024-2025 年密集上市，包括普丽妍、四环医药（斯弗妍、回颜臻）、乐普医疗、西宏医药、爱唯缇等多个品牌，供给端短期内大幅扩容。竞争激化下头部企业增速显著放缓，爱美客凝胶类注射产品销售额同比增速从 2023 年的 81.43% 骤降至 2024 年的 5.01%。后续华东医药、尚礼生物等企业的同类产品预计将于 2025-2026 年上市，市场参与者将继续增加，产品同质化竞争进一步加剧，行业已进入以价格、渠道与品牌差异化为核心的红海竞争阶段。

图表 16：童颜针赛道已进入红海竞争

| 产品名称 | 产地 | 公司名称 | 品牌名称 | 获批时间 | 价格区间 |
|---------------|----|--|------------|-------------|----------------------|
| 艾维岚 | 中国 | 圣博玛生物科技 | 洛唯乐 | 2021 年 4 月 | 4000-6000 元/340mg |
| 濡白天使 | 中国 | 爱美客 | 濡白天使 | 2021 年 6 月 | 2000-5000/0.75ml |
| 艾塑菲 | 韩国 | Regen Biotech（爱美客控股） | AestheFill | 2024 年 1 月 | 8000-10000 元/200mg |
| 塑妍萃 | 法国 | GALDERM | SCULPTRA | 2024 年 9 月 | 9000-10000 元/367.5mg |
| 普丽妍 | 中国 | 普丽妍生物科技 | 普丽妍 | 2024 年 11 月 | 9000-17000 元/367.5mg |
| 斯弗妍/回颜臻 | 中国 | 四环医药 | 斯弗妍、回颜臻 | 2025 年 4 月 | 2000-5000 元/75mg |
| 悦雅颜 | 中国 | 乐普医疗 | 悦雅颜 | 2025 年 5 月 | 6000-7000 元/220mg |
| 爱唯缇 | 韩国 | 原研：PRP SCIENCE Co., Ltd. 中国代理：上海爱唯缇 | Olidia | 2025 年 7 月 | 15800 元/支 |
| 丽真然 | 中国 | 康哲药业 | 丽真然 | 2025 年 7 月 | 13800 元/支 |
| 注射用聚左旋乳酸微球填充剂 | 中国 | 浙江微度（横店集团旗下） | - | 2025 年 10 月 | - |



| 产品名称 | 产地 | 公司名称 | 品牌名称 | 获批时间 | 价格区间 |
|------|----|------|------|------|------|
|------|----|------|------|------|------|

待获批：华东医药、尚礼生物等

来源：新氧，国金证券研究所

在童颜针市场已进入红海竞争的背景下，公司产品凭借心脏支架同源材料的安全性保障和差异化的定价策略，有望依托其成熟的渠道网络实现快速市场渗透。2025 年 6 月 3 日公司聚乳酸面部填充剂获得 NMPA 注册批准，产品系列名为“悦雅颜”；二代产品为含聚左旋乳酸的交联透明质酸钠凝胶，是再生材料类+玻尿酸类（童颜水光）的复合产品，无需复配，目前仍处于临床试验阶段，据公司预计 2026 年 Q4 获批。

（1）心脏支架同源材料，精准粒径控制支持水光复配

公司童颜针采用了与全球首款冠脉生物可吸收支架“Neovas”相同的 PLLA 材料，该材料历经长期、大量的临床数据验证，具备优异的生物相容性，能有效避免免疫排斥、异常炎症或毒性反应。同时公司凭借在植介入医疗器械领域积累的规模化精密制造经验，确保了产品中有效成分的高纯度与杂质含量的极低控制。自 2025 年 8 月初上市以来，产品市场反馈积极，已实现含税收入约 1 亿元，表现超预期。

公司通过精准的粒径工程技术，支持童颜水光复配打法。公司 220mg 及 110mg 规格产品中，PLLA 微球粒径小于 35 微米且分布均匀，炎症反应轻微，适用于童颜水光等浅层注射，可与水光针复配使用，主要用于改善肤质。而更大粒径的逆龄童颜产品则专为深层注射设计，核心功效为促进胶原转化、重建支撑框架，解决面部松弛与凹陷等深层衰老问题。

（2）以低价策略打开市场，顺应行业价格下行趋势

公司 110mg 及 220mg 规格终端指导价分别为 2980 元与 5800 元，适用于浅层童颜水光复配打法。以行业低价标杆新氧为例，其与西宏医药定制的“奇迹童颜 3.0”（仅适用于浅层水光）复配套餐定价为 2999 元起，公司小规格产品在定价上已直接进入同一价格带。公司 370mg 规格终端指导价为 8800 元，适用于深层注射以改善松弛、凹陷等结构性衰老问题。低价策略使得公司产品能够快速打开低线市场的同时，可同步拓宽需要大剂量、深层次治疗的客户群体。

当前医美终端机构营销成本高企，叠加线上平台普及与行业集中度提升，获客成本将进一步降低，进而带动长期终端价格下行。在此趋势下，公司产品定价已处于行业低位，未来面临的出厂价压力相对较小。同时，公司以经销为主的中小机构渠道网络具备更高的价格弹性，能够为经销商与终端机构保留更稳定的利润空间，有利于维持渠道合作积极性与终端推广动力。公司产品依托安全性与剂型适应方面的优势，有望加速在低线市场的渗透，实现价稳量升。参考爱美客在濡白天使获批次年即实现凝胶类收入 6.38 亿元的表现，公司童颜针依托差异化定价与渠道策略，具备快速放量的潜力。

图表 17：悦雅颜系列产品共三种规格，功能分别为专注填充和改善肤质

| 产品 | 规格 | 标示装量 | PLLA 微球含量 | PLLA 微球大小 | 终端指导价 | 主要功能 | 推广机构 |
|------|-----------|---------|-----------|-----------|--------|------|-------------------------------------|
| 逆龄童颜 | LPPLF-370 | 370mg/瓶 | 150mg/瓶 | 35-60 微米 | 8800 元 | 专注填充 | 专业医美机构 |
| 珍珠童颜 | LPPLF-220 | 220mg/瓶 | 90mg/瓶 | 20-35 微米 | 5800 元 | 改善肤质 | 低线城市机构主推，机打为主，弥补医生技术水平不足；小颜泵与美团合作推广 |
| 小颜泵 | LPPLF-110 | 110mg/瓶 | 45mg/瓶 | 小粒径尺寸 | 2980 元 | | |

来源：公司公告，国金证券研究所

（3）渠道策略：复用冠脉支架“农村包围城市”战略

公司医美业务复用冠脉支架“农村包围城市”的渠道战略。在非公领域，公司对大型连锁机构采取直营模式，对中小机构以经销为主，并借助平台及电商填补区域空白，目前公司已在大部分一二线城市及省会城市已完成第一轮机构订货会，后续将加大覆盖常住人口在 50-100 万的二三线城市，渠道进一步下沉。在公立医院端，公司依托心血管领域积累的院内资源，计划组建专门团队协助发展皮肤科业务。凭借覆盖超 9000 家医疗机构的网络及成熟的学术推广体系，公司能有效复用专家资源，通过学术会议与医生教育精准触达目标科室，为医美业务持续渗透提供支持。

医美终端在一线地区集中度提升的背景下，公司从中小机构切入、逐步向上的策略更易于打开市场。据《中国医美行业 2025 年度洞悉报告》，2024 年行业客单价同比下降 10%，但消费人数同比增长 10.7%，总规模突破 3100 万人，市场正从高单价驱动转向广覆盖发展。行业对比来看，产品定价中高区间的爱美客 2024 年收入同比仅增长 5.45%，较 2023 年 478% 的同比增速大幅下滑；其中 2024 年直销收入占比 66%，同比增长 12%，经销占比仅 34%，同比下降 6%，且收入高度集中于华东地区，占比 39%。而依托价格优势与轻医美连锁模式



的终端下游新氧实现快速增长, 25Q3 美容治疗服务业务营收同比大幅增长 304.6%, 达 1.8 亿元, 进一步验证大众化、轻医美方向的成长潜力。

公司由下至上、梯次渗透的战略已在童颜针业务上取得阶段性成果。目前童颜针产品收入约 20% 来自 KA 渠道覆盖的大型连锁机构, 大型品牌连锁医美旗下对应 300 多家医美机构, 通过 KA 直销渠道, 公司产品已进入其中 260 家左右, 渗透率超 80%; 该类机构决策流程较长, 产品仍处上量阶段, 预计四季度贡献将进一步提升。童颜针的大部分收入则来源于经销覆盖的中小机构, 决策链条短、上量快, 目前已进入约 1500-2000 家, 美团平台上已有 150 家机构上架公司产品, 形成差异化渠道布局。

2.2 水光针: PDRN 有望 26Q1 获国内首证

水光针是以透明质酸钠(玻尿酸, HA)为核心成分的皮肤注射类产品, 其理化性质与临床应用效果主要取决于交联度, 即玻尿酸分子与交联剂结合的比例。一般交联度越高, 产品的支撑性与持久性越强, 适用于深层填充与轮廓塑形; 交联度越低, 则质地更柔软、流动性更好, 常用于浅层补水、改善细纹等肤质提升需求。公司于 2025 年 7 月及 8 月先后获批两款水光针产品, 形成差异化布局: ①注射用透明质酸钠溶液: 交联度低, 流动性好, 适用于真皮浅层注射, 主要用于改善皮肤干燥、暗沉等问题, 实现基础保湿与亮肤; ②注射用交联透明质酸钠凝胶: 具备一定交联结构, 可通过手工注射至真皮深层, 提供即时支撑效果, 适用于需一定塑形与填充的适应症。

图表18: 中高交联度玻尿酸具备填充塑性效果, 低交联度玻尿酸主要用于改善肤质

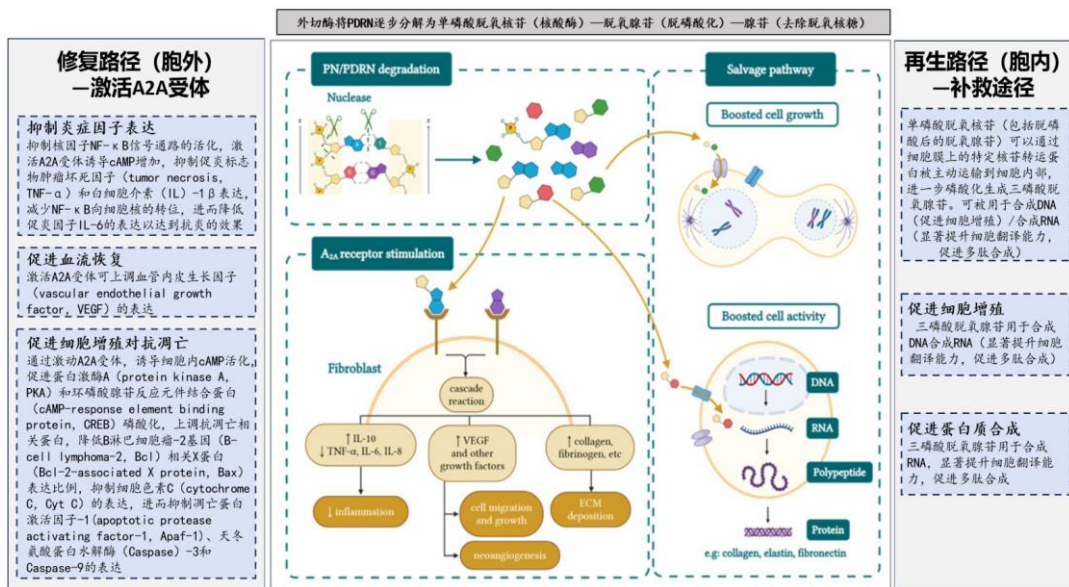


来源: 沙利文, 国金证券研究所

PDRN (多聚脱氧核糖核苷酸) 是一种从三文鱼精子或鳟鱼睾丸等来源提取的 DNA 聚合物, 其分子量通常在 50-1500 kDa 之间。其结构由脱氧核苷酸长链构成, 无免疫原性与全身毒性, 不易引起免疫反应。在作用机制上, PDRN 通过双重通路同步发挥抗炎与抗衰功效: 一方面抑制炎症因子释放、缓解组织炎症; 另一方面可被细胞吸收利用, 促进组织修复与再生, 从而实现综合性的年轻化改善效果。



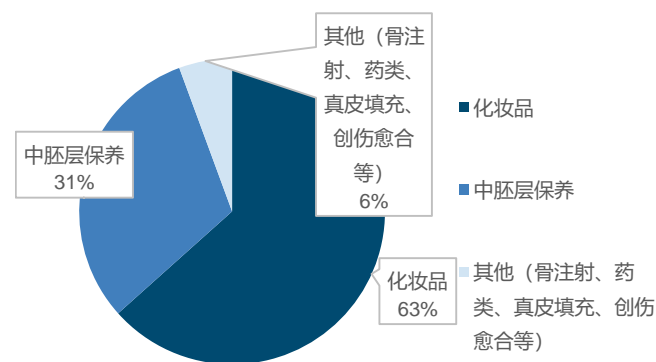
图表19: PDRN 分解产物通过激活 A2A 受体/补救途径两条路径发挥作用, 兼具修复与促进再生



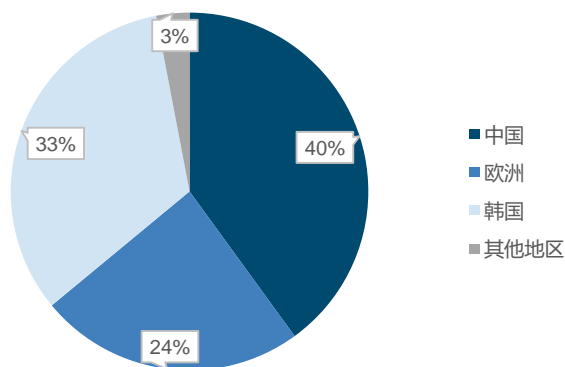
来源: Biomolecules 2025, 15(1), 148, FBeauty 未来迹, 国金证券研究所; ECM-细胞外基质; IL-白细胞介素; PDRN-聚脱氧核糖核苷酸; PN-多核苷酸; TNF-肿瘤坏死因子; VEGF-血管内皮生长因子

PDRN 产业化应用起源于欧洲, 并于 2008 年在韩国医美市场走向成熟, 形成了从药品到医美再到美妆的降维拓展路径。中国市场认知起步较晚, 医美端整体处于“有需求、有原料、缺产品”的状态。据 Valuates Reports, 中国已成为全球最大的 PDRN 市场, 约占全球需求的 40%。从全球应用结构看, 中胚层保养等医美用途占比 31%, 医美端应用潜力明确。但国内 PDRN 医美端受限三类医疗器械审批门槛, 供给端呈现鲜明反差, 上游原料供应成熟, 国内企业如瑞吉明生物、润辉生物等已具备成熟生产能力, 位于全球供应链第二梯队, 但下游产品仍由国际品牌主导, 且目前均无合规医美产品获批。除公司外, 华熙生物、江苏吴中等企业正通过投资、收购或自主研发积极入局。随着国产三类证的角逐逐步推进, PDRN 有望在中国市场迎来国产替代与行业扩容的双重机遇。

图表20: 全球 PDRN 应用领域规模分布



图表21: 按销售区域划分 PDRN 市占率



来源: Valuates Reports, 国金证券研究所

来源: Valuates Reports, 国金证券研究所

图表22: PDRN 国内在研公司进程

| 企业名称 | 核心产品 / 应用 | 合规资质 / 里程碑 |
|------------------|------------------------------|---|
| 润辉生物技术 (威海) 有限公司 | 医美级 PDRN 原料、高端医药中间体 | - 医疗器械主文档登记 (M2023092-000, 2023/8/14) |
| 瑞吉明 (山东) 生物科 | 重组三文鱼 PDRN 原料 (全球首款)、PDRN-TS | - 多次医疗器械主文档登记: M2024089-000 (2024/3/15, PDRN 原料)、 |



| | | |
|------------------------|--|--|
| 技术有限公司 | 型原料、PN 系列多核苷酸 | M2025274-000 (2025/7/31, PDRN 原料)、M2025275-000 (2025/7/31, PN 原料) |
| 海雅透凝有限公司 | 多聚脱氧核糖核苷酸原材料 | - 医疗器械主文档登记 (M2024199-000, 2024/6/19) |
| 华熙生物科技股份有限公司 | PDRN 精华水、医美级 PDRN 原料 | - 医疗器械主文档登记 (M2024284-000, 2024/8/22, PDRN 原材料) |
| 烟台德胜海洋生物科技有限公司 | 多聚脱氧核糖核苷酸相关原料 / 中间体 | - 医疗器械主文档登记 (M2024300-000, 2024/10/16) |
| 南京乐辐生物科技有限公司 | 多聚脱氧核糖核苷酸相关产品 | - 医疗器械主文档登记 (M2024307-000, 2024/10/16) |
| 湖北益航医疗集团有限公司 | PDRN 原料、PN (多聚核苷酸) 相关产品 | - 医疗器械主文档登记: M2025092-000 (2025/4/16, PDRN 主文档)、M2025101-000 (2025/4/16, PN 主文档) |
| 东弘耀兴 (广州) 国际再生医学科技有限公司 | 医疗器械级 / 化妆品级 PDRN 原料 | - 医疗器械主文档登记: M2025119-000 (2025/4/16, PDRN 主文档)、M2025184-000 (2025/5/29, PN 主文档) |
| 上海辉文生物技术股份有限公司 | 多聚脱氧核糖核苷酸 (PDRN-C) 原料 | - 医疗器械主文档登记 (M2025173-000, 2025/5/29, PDRN-C 原料主文档) |
| 恒昱生物制药公司 | 医用级 PDRN 原料、PDRN/PN 再生医学产品 | - 中国首批 PDRN 三类械临床研究启动 |
| 江苏吴中 | 注射用透明质酸钠 - PDRN 复合溶液 (国内首个申报三类械, III 期临床已完成) | - 中国临床试验注册中心登记号: ChiCTR2500098765 - 与丽徠科技达成 PDRN 产品独家合作 |
| 翎美生物 | PDRN/PN 原料 | - 医疗器械主文档登记 (M2025092-000/M2025101-000) |
| 泰格捷通 | PDRN 再生医学临床研究整体解决方案 | - 2025 年启动中国首批 PDRN 临床研究项目 |

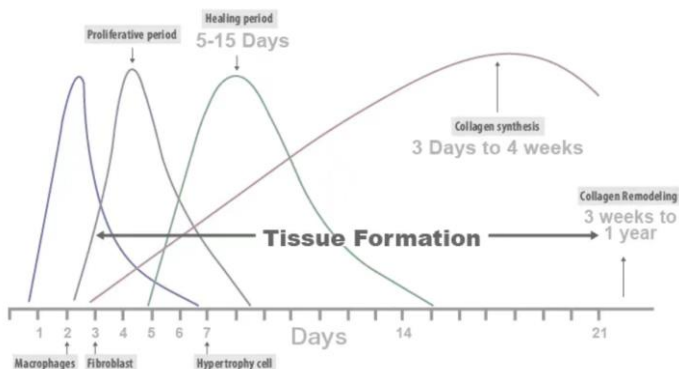
来源: 国家药品监督管理局, 国金证券研究所

2.3 射频: 依托成熟射频技术平台, 热玛吉已进入注册申报

热玛吉 (Thermage) 是美国 Solta 公司生产的单极射频设备, 自 2002 年获 FDA 批准、2009 年进入中国以来, 已成为深层面部年轻化治疗的标志性技术。其核心原理是通过单极射频在真皮深层产生均匀热效应, 促使胶原纤维即刻收缩, 并启动远期胶原新生与重塑, 从而实现紧致、提拉及肤质改善的综合效果。作为能量最强的单极射频技术, 热玛吉可实现较深 (真皮及皮下组织) 且均匀的加热。治疗后胶原纤维收缩即刻带来皮肤收紧, 随后 3-6 个月内, 热刺激诱导的愈合反应促进新生胶原与弹性蛋白, 逐步改善松弛、静态纹及轻度下垂。

与常见多极射频相比, 单极射频穿透更深、能量更集中, 单次治疗效果维持时间更长 (通常可达 1 年左右), 适合作为年度深度维养项目。多极射频虽治疗舒适度高, 但作用层次较浅、维持时间较短 (约 1-2 个月), 需多次治疗累积效果。热玛吉对设备稳定性及医生操作技术要求较高。治疗时需定点施术, 以确保足够的热量积累与胶原反应; 滑动操作易导致热量分散、效果下降, 且可能影响冷却系统工作, 增加烫伤、水泡等风险。

图表23: 热玛吉效果呈现渐进式, 单次可持续一年



图表24: 热玛吉已迭代至第五代



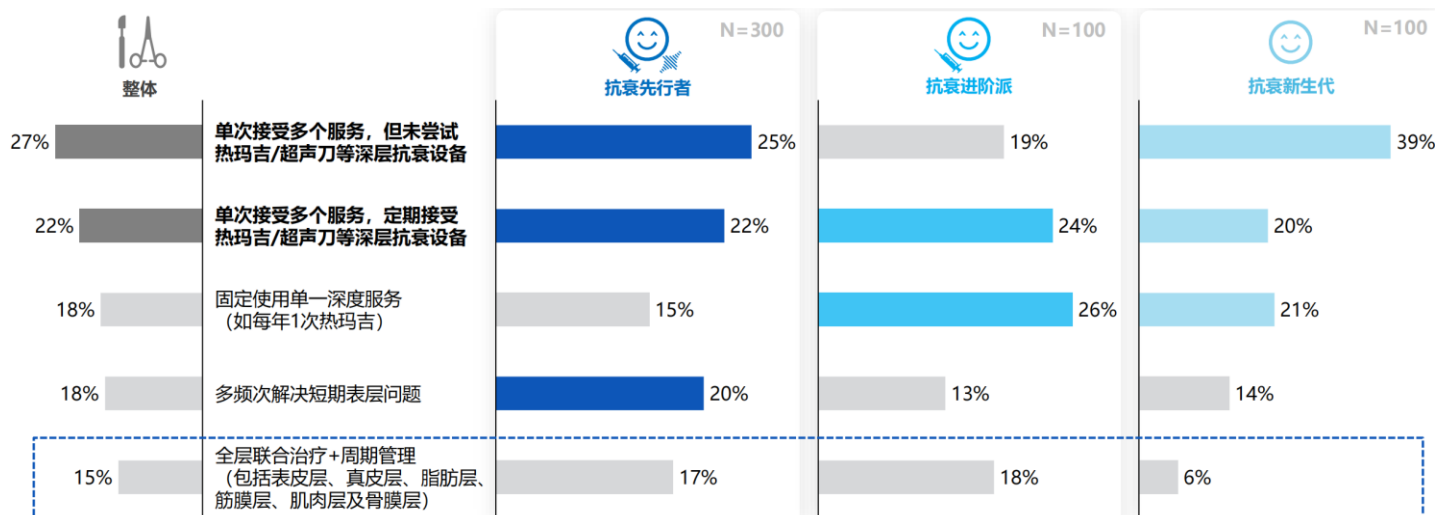


来源：Kenji Joel 公众号，国金证券研究所

来源：Kenji Joel 公众号，国金证券研究所；注：国外 FLX 为第四代，CPT 为第三代

公司的热玛吉设备已进入注册申报阶段，并同步开展生产准备工作。依托在心血管射频消融等领域积累的成熟技术平台（已获批的射频仪器包括射频消融仪 LP-RFA-200A/一次性静脉腔内射频闭合导管 FireZip®、RF-Lance® 射频穿刺发生器/穿刺针等），公司能够实现高功率下的精准能量控制，为开发安全、高效的热玛吉设备提供了扎实的技术基础。结合公司由下至上的梯度渗透渠道策略，热玛吉上市后有望快速切入中小型医美机构的深层次抗衰设备市场，与现有注射类耗材业务形成协同，进一步提升在年轻抗衰消费群体中的综合渗透率与品牌影响力。

图表25：热玛吉等深层抗衰设备在抗衰资深群体中渗透率较高



来源：沙利文，国金证券研究所

三、盈利预测与投资建议

盈利预测

(1) 分板块盈利预测

· 医疗器械：结构心脏病业务带动板块持续增长，创新产品矩阵丰富，受集采影响较小。考虑 25H1 公司医疗器械板块收入同比回正，且行业恢复正常增长，预计 2025-2027 年公司医疗板块收入同比+5%/+10%/+10%，创新产品带动毛利率提升，预计 2025-2027 年毛利率分别为 71.3%/71.3%/71.3%。

· 药品：25H1 公司零售端逐步恢复发货，收入实现显著减亏。在药品集采常态化背景下，公司主动战略性收缩仿制药业务投入，并将资源向医美与创新药研发倾斜。随着药品板块收入结构持续优化，预计将推动其毛利率实现长期改善。预计 2025-2027 年公司药品板块收入同比+5%/+10%/+10%，毛利率分别为 63%/63%/63%。

· 医美：公司童颜针自 8 月初上市以来销售进展顺利，截至 10 月底实现含税收入约 1 亿元。目前公司已完成在主要一二线及省会城市的第一轮机构订货会，后续将加速向二三线城市渠道下沉。据 9 月中下旬的微信声量指数监测，公司童颜针在九大主要品牌中已位列第四，显示品牌认知快速提升，公司认为未来有望进入行业前三。参考爱美客濡白天使在获批次年实现凝胶类收入 6.38 亿元的表现，公司童颜针具备较强的放量潜力。在此基础上，若公司 PDRN、热玛吉等产品于 2026 年顺利获批，预计医美板块 2025-2027 年收入将分别达到 1.5 亿元/10 亿元/19.1 亿元；2024 年医美可比公司中爱美客、昊海生科、华熙生物分别为 95%/70%/74%，公司作为医美赛道新入局者，预计板块毛利率 2025-2027 年分别为 80%/80%/80%。

· 医疗服务及健康管理：板块业务占比降低，25H1 收入同比-4%，预计 2025-2027 年板块收入同比-5%/-5%/-5%，毛利率分别为 40%/40%/40%。

图表26：分板块盈利预测

| 收入项目（百万元） | 2022 | 2023 | 2024 | 1H25 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
|-----------|------|------|------|------|-------|-------|-------|



| 收入项目（百万元） | 2022 | 2023 | 2024 | 1H25 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 10,609.44 | 7,979.90 | 6,103.27 | 3,369.38 | 6,456.53 | 7,791.97 | 9,243.22 |
| yoy | -0.47% | -24.78% | -23.52% | -0.43% | 5.79% | 20.68% | 18.62% |
| 营业成本 | 3,983.29 | 2,853.29 | 2,387.65 | 1,204.22 | 2,277.71 | 2,605.66 | 2,945.46 |
| 毛利 | 6,626.16 | 5,126.61 | 3,715.62 | 2,165.17 | 4,178.82 | 5,186.31 | 6,297.76 |
| 毛利率 | 62.46% | 64.24% | 60.88% | 64.26% | 64.72% | 66.56% | 68.13% |
| 医疗器械 | | | | | | | |
| 收入 | 5,878.85 | 3,674.28 | 3,326.49 | 1,776.47 | 3,492.82 | 3,842.10 | 4,226.31 |
| yoy | -4.71% | -37.50% | -9.47% | 1.30% | 5.00% | 10.00% | 10.00% |
| 成本 | 2,370.24 | 1,224.07 | 1,011.38 | 509.48 | 1,002.44 | 1,102.68 | 1,212.95 |
| 毛利 | 3,508.61 | 2,450.21 | 2,315.11 | 1,266.99 | 2,490.38 | 2,739.42 | 3,013.36 |
| 毛利率 | 59.68% | 66.69% | 69.60% | 71.32% | 71.30% | 71.30% | 71.30% |
| 药品 | | | | | | | |
| 收入 | 3,438.09 | 3,043.79 | 1,757.75 | 1,117.44 | 1,845.64 | 2,030.20 | 2,233.22 |
| yoy | 5.52% | -11.47% | -42.25% | -1.52% | 5.00% | 10.00% | 10.00% |
| 成本 | 912.02 | 952.90 | 813.03 | 416.21 | 664.43 | 751.17 | 826.29 |
| 毛利 | 2,526.07 | 2,090.89 | 944.72 | 701.23 | 1,181.21 | 1,279.03 | 1,406.93 |
| 毛利率 | 74.17% | 68.69% | 53.75% | 62.75% | 63.00% | 63.00% | 63.00% |
| 医美 | | | | | | | |
| 收入 | | | | | 150.00 | 1,000.00 | 1,910.00 |
| yoy | | | | | | 566.67% | 91.00% |
| 成本 | | | | | 15.00 | 100.00 | 191.00 |
| 毛利 | | | | | 120.00 | 800.00 | 1,528.00 |
| 毛利率 | | | | | 80.00% | 80.00% | 80.00% |
| 医疗服务及健康管理 | | | | | | | |
| 收入 | 1,292.50 | 1,261.83 | 1,019.03 | 475.47 | 968.08 | 919.67 | 873.69 |
| yoy | 4.91% | -2.37% | -19.24% | -4.05% | -5.00% | -5.00% | -5.00% |
| 成本 | 701.03 | 676.32 | 563.24 | 278.53 | 580.85 | 551.80 | 524.21 |
| 毛利 | 591.48 | 585.51 | 455.79 | 196.95 | 387.23 | 367.87 | 349.48 |
| 毛利率 | 45.76% | 46.40% | 44.73% | 41.42% | 40.00% | 40.00% | 40.00% |

来源：公司年报，国金证券研究所

（2）费用预测

• 销售费用：公司医美销售团队主要来自内部转岗，具备良好的产品与合规认知。目前销售以订货会为主要推动方式，单场成交率可达 40%-50%，效率较高，因此短期内无需投入大量额外推广费用。公司 110mg 小规格童颜针与美团等平台展开合作，预计将带来销售费用增加，考虑到 25H1 公司销售费用率为 16.28%，预计公司 2025-2027 年销售费用率分别为 16.5%、18%和 20%。

• 管理费用：预计 2025-2027 管理费用率分别为 10%/10.5%/10.8%。

• 研发费用：公司多个在研管线需持续投入，预计 2025-2027 研发费用率分别为 12%/12%/12%。

图表27：费用预测

| | 2022 | 2023 | 2024 | 25H1 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销售费用率 | 19.17% | 20.36% | 23.54% | 16.28% | 16.50% | 18.00% | 20.00% |
| 管理费用率 | 7.00% | 10.22% | 13.10% | 9.25% | 10.00% | 10.50% | 10.80% |
| 研发费用率 | 9.02% | 11.02% | 12.61% | 11.72% | 12.00% | 12.00% | 12.00% |

来源：Wind，国金证券研究所



投资建议及估值

我们在严肃医疗领域选取惠泰医疗（心血管及外周血管耗材）、威高骨科（高值耗材）、恒瑞医药（创新药龙头）、华东医药（药品板块仿制药为基础、进军医美）作为可比公司，在医美领域选取爱美客（布局玻尿酸、童颜针等）、华熙生物（布局透明质酸等）、昊海生科（布局玻尿酸等）、四环医药（布局童颜针、少女针）作为可比公司。基于公司在心血管器械领域的龙头地位，短期医美板块开拓新增长曲线、快速增厚利润，药品业务从仿制药向创新药具备长期增长空间，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润 10.48 亿/12.85 亿/15.31 亿元，对应 EPS 为 0.57 元/0.70 元/0.83 元，给予公司 2026 年 30 倍估值，对应目标价 21 元，首次覆盖给予“增持”评级。

图表28：可比公司估值比较（截止 2026 年 1 月 5 日）

| 代码 | 名称 | 股价（元） | EPS | | | PE | | |
|-----------|------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2025E | 2026E | 2027E | 2025E | 2026E | 2027E |
| 严肃医疗 | | | | | | | | |
| 688617.SH | 惠泰医疗 | 256.29 | 5.82 | 7.33 | 9.34 | 55.71 | 44.19 | 34.67 |
| 688161.SH | 威高骨科 | 29.30 | 0.73 | 0.86 | 1.01 | 40.00 | 34.05 | 29.11 |
| 600276.SH | 恒瑞医药 | 63.08 | 1.35 | 1.58 | 1.83 | 46.46 | 39.8 | 34.36 |
| 000963.SZ | 华东医药 | 39.66 | 2.3 | 2.59 | 2.84 | 17.33 | 15.42 | 14.07 |
| 平均值 | | | | | | 39.88 | 33.36 | 28.05 |
| 医美 | | | | | | | | |
| 300896.SZ | 爱美客 | 144.95 | 4.84 | 5.59 | 6.2 | 33.11 | 28.67 | 25.87 |
| 688363.SH | 华熙生物 | 44.76 | 0.86 | 1.17 | 1.44 | 52.25 | 38.11 | 31.04 |
| 688366.SH | 昊海生科 | 45.26 | 1.82 | 2.03 | 2.27 | 24.68 | 22.07 | 19.76 |
| 0460.HK | 四环医药 | 1.32 | 0.02 | 0.06 | 0.09 | 74.16 | 22.80 | 14.15 |
| 平均值 | | | | | | 46.05 | 27.91 | 22.71 |
| 300003.SZ | 乐普医疗 | 18.97 | 0.57 | 0.70 | 0.83 | 33.37 | 27.21 | 22.84 |

来源：Wind，国金证券研究所；股价为 2026 年 1 月 5 日收盘价，华东医药、恒瑞医药、惠泰医疗、爱美客采用国金预测，其他均采用 wind 一致预测。

四、风险提示

（1）可转债到期风险：公司于 2021 年 3 月发行了总额 16.38 亿元的可转换公司债券“乐普转债”，转股期至 2026 年 3 月 29 日。在转股期内，公司股票多次触发“乐普转债”转股价格向下修正条款。在转股期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的 80% 时，公司董事会会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决，截至 2025 年 11 月 3 日，转股价格调整为 27.86 元/股。公司于 12 月 5 日公告，在存续期内不再向下修正转股价格。截至 2026 年 1 月 5 日，公司股价收于 18.97 元。

（2）获证进度不及预期风险：目前 PDRN 在国内尚无评审先例，监管趋严背景下，企业可能面临更复杂的药理毒理学数据补充需求，而常规一年的补正周期或不足以完成长期安全性研究等深度临床验证，导致首批申报产品存在失败风险，整体获证进度可能延迟。

（3）医用高值耗材、药品带量采购风险：公司增长主动力中的“药可切”组合（药物球囊、可降解支架、切割球囊）中冠脉支架、药物球囊已被纳入集采，切割球囊预计将进入集采，药品中硫酸氢氯吡格雷片和阿托伐他汀钙片从 2021 年起已经历两轮仿制药带量采购。目前，医用耗材和仿制药的带量采购已实现常态化，预计未来集采范围和覆盖地区将进一步扩大。公司医疗器械和药品板块将持续受到带量采购政策的影响。

（4）存货偏高风险：虽然公司库存由 2023 年的 24 亿元降至 25H1 的 20.21 亿元，其中主要为原材料库存的下降，但公司库存周转天数仍偏高，2024 年公司存货周转天数为 330 天，高于迈瑞医疗（116 天）、惠泰医疗（229 天）等可比公司，若运营效率改善不达预期则存货水平可能反弹。

（5）资产减值风险：公司商誉比重较高，2024 年商誉占总资产 14%，且 2023 至 2024 年连续计提商誉减值 0.33 亿元、0.63 亿元。同期存货亦有减值，2023 年、2024 分别计提存货跌价准备 1.29 亿元、1.68 亿元，年合计减值金额占净利润比重较高，若后续再次计



提大额减值将显著影响净利润。

(6) 行业竞争加剧风险：公司童颜针面临市场降价压力与潜在竞争加剧的双重挑战。一方面，新氧等平台已通过定制化产品将终端价格下探至 2999 元起，对公司主打性价比的定价体系形成直接挤压。另一方面，华东医药等具备药企背景的竞争对手正加速同类产品布局，若其后续采取激进定价策略，行业价格竞争可能进一步加剧，童颜针销售收入存在不达预期的风险。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

| | 2022 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 主营业务收入 | 10,609 | 7,980 | 6,103 | 6,457 | 7,792 | 9,243 |
| 增长率 | | -24.8% | -23.5% | 5.8% | 20.7% | 18.6% |
| 主营业务成本 | -3,983 | -2,853 | -2,388 | -2,278 | -2,606 | -2,945 |
| %销售收入 | 37.5% | 35.8% | 39.1% | 35.3% | 33.4% | 31.9% |
| 毛利 | 6,626 | 5,127 | 3,716 | 4,179 | 5,186 | 6,298 |
| %销售收入 | 62.5% | 64.2% | 60.9% | 64.7% | 66.6% | 68.1% |
| 营业税金及附加 | -117 | -97 | -86 | -77 | -109 | -129 |
| %销售收入 | 1.1% | 1.2% | 1.4% | 1.2% | 1.4% | 1.4% |
| 销售费用 | -2,034 | -1,625 | -1,437 | -1,065 | -1,403 | -1,849 |
| %销售收入 | 19.2% | 20.4% | 23.5% | 16.5% | 18.0% | 20.0% |
| 管理费用 | -743 | -816 | -799 | -646 | -818 | -998 |
| %销售收入 | 7.0% | 10.2% | 13.1% | 10.0% | 10.5% | 10.8% |
| 研发费用 | -957 | -879 | -770 | -775 | -935 | -1,109 |
| %销售收入 | 9.0% | 11.0% | 12.6% | 12.0% | 12.0% | 12.0% |
| 息税前利润 (EBIT) | 2,775 | 1,710 | 623 | 1,616 | 1,921 | 2,212 |
| %销售收入 | 26.2% | 21.4% | 10.2% | 25.0% | 24.7% | 23.9% |
| 财务费用 | -93 | -85 | -42 | -121 | -141 | -149 |
| %销售收入 | 0.9% | 1.1% | 0.7% | 1.9% | 1.8% | 1.6% |
| 资产减值损失 | -72 | -195 | -344 | -40 | -3 | -4 |
| 公允价值变动收益 | 4 | 3 | 0 | -250 | -300 | -300 |
| 投资收益 | -75 | -17 | -90 | 0 | 0 | 0 |
| %税前利润 | n.a | n.a | n.a | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 营业利润 | 2,623 | 1,547 | 253 | 1,204 | 1,477 | 1,760 |
| 营业利润率 | 24.7% | 19.4% | 4.1% | 18.7% | 19.0% | 19.0% |
| 营业外收支 | -11 | 7 | -27 | 0 | 0 | 0 |
| 税前利润 | 2,612 | 1,554 | 226 | 1,204 | 1,477 | 1,760 |
| 利润率 | 24.6% | 19.5% | 3.7% | 18.7% | 19.0% | 19.0% |
| 所得税 | -367 | -262 | -28 | -157 | -192 | -229 |
| 所得税率 | 14.1% | 16.9% | 12.6% | 13.0% | 13.0% | 13.0% |
| 净利润 | 2,245 | 1,292 | 197 | 1,048 | 1,285 | 1,531 |
| 少数股东损益 | 42 | 34 | -50 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司的净利润 | 2,203 | 1,258 | 247 | 1,048 | 1,285 | 1,531 |
| 净利率 | 20.8% | 15.8% | 4.0% | 16.2% | 16.5% | 16.6% |

现金流量表 (人民币百万元)

| | 2022 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 净利润 | 2,245 | 1,292 | 197 | 1,048 | 1,285 | 1,531 |
| 少数股东损益 | 42 | 34 | -50 | 0 | 0 | 0 |
| 非现金支出 | 640 | 799 | 1,000 | 568 | 548 | 567 |
| 非经营收益 | 248 | 129 | 82 | 220 | 486 | 502 |
| 营运资金变动 | -342 | -1,230 | -545 | 101 | -457 | -438 |
| 经营活动现金净流 | 2,791 | 990 | 735 | 1,938 | 1,861 | 2,163 |
| 资本开支 | -903 | -836 | -629 | -637 | -643 | -643 |
| 投资 | -670 | -416 | -254 | -550 | -300 | -300 |
| 其他 | -26 | -634 | 139 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金净流 | -1,599 | -1,886 | -744 | -1,187 | -943 | -943 |
| 股权募资 | 2,116 | 299 | 7 | 394 | 0 | 0 |
| 债权募资 | -687 | 442 | 874 | -617 | 672 | 575 |
| 其他 | -1,016 | -1,033 | -1,367 | -581 | -700 | -815 |
| 筹资活动现金净流 | 413 | -293 | -485 | -804 | -27 | -240 |
| 现金净流量 | 1,625 | -1,209 | -486 | -54 | 891 | 980 |

资产负债表 (人民币百万元)

| | 2022 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金 | 5,467 | 4,221 | 3,718 | 3,589 | 4,427 | 5,370 |
| 应收账款 | 2,266 | 2,032 | 1,921 | 2,083 | 2,514 | 2,983 |
| 存货 | 2,267 | 2,289 | 2,030 | 1,957 | 2,099 | 2,293 |
| 其他流动资产 | 749 | 784 | 767 | 705 | 741 | 779 |
| 流动资产 | 10,749 | 9,325 | 8,436 | 8,335 | 9,781 | 11,424 |
| %总资产 | 43.9% | 37.3% | 34.3% | 33.5% | 37.0% | 40.6% |
| 长期投资 | 2,896 | 2,870 | 2,767 | 3,067 | 3,067 | 3,067 |
| 固定资产 | 4,118 | 4,610 | 4,524 | 4,752 | 4,952 | 5,125 |
| %总资产 | 16.8% | 18.4% | 18.4% | 19.1% | 18.7% | 18.2% |
| 无形资产 | 5,922 | 6,440 | 6,950 | 6,884 | 6,798 | 6,719 |
| 非流动资产 | 13,735 | 15,697 | 16,137 | 16,564 | 16,662 | 16,742 |
| %总资产 | 56.1% | 62.7% | 65.7% | 66.5% | 63.0% | 59.4% |
| 资产总计 | 24,484 | 25,022 | 24,573 | 24,899 | 26,444 | 28,167 |
| 短期借款 | 1,941 | 1,538 | 1,893 | 1,414 | 2,086 | 2,661 |
| 应付款项 | 2,002 | 1,585 | 1,195 | 1,244 | 1,448 | 1,668 |
| 其他流动负债 | 1,380 | 636 | 524 | 657 | 608 | 654 |
| 流动负债 | 5,323 | 3,759 | 3,613 | 3,315 | 4,141 | 4,982 |
| 长期贷款 | 732 | 1,542 | 2,016 | 2,016 | 2,016 | 2,016 |
| 其他长期负债 | 2,059 | 2,224 | 2,205 | 1,806 | 1,753 | 1,716 |
| 负债 | 8,114 | 7,525 | 7,833 | 7,136 | 7,910 | 8,714 |
| 普通股股东权益 | 15,146 | 15,976 | 15,201 | 16,224 | 16,995 | 17,914 |
| 其中：股本 | 1,881 | 1,881 | 1,881 | 1,881 | 1,881 | 1,881 |
| 未分配利润 | 9,590 | 10,195 | 9,434 | 10,063 | 10,834 | 11,753 |
| 少数股东权益 | 1,224 | 1,521 | 1,539 | 1,539 | 1,539 | 1,539 |
| 负债股东权益合计 | 24,484 | 25,022 | 24,573 | 24,899 | 26,444 | 28,167 |

比率分析

| | 2022 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|--------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 1.171 | 0.669 | 0.131 | 0.568 | 0.697 | 0.831 |
| 每股净资产 | 8.054 | 8.495 | 8.083 | 8.801 | 9.219 | 9.718 |
| 每股经营现金净流 | 1.484 | 0.527 | 0.391 | 1.030 | 0.990 | 1.150 |
| 每股股利 | 0.341 | 0.331 | 0.277 | 0.223 | 0.273 | 0.326 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 14.54% | 7.88% | 1.62% | 6.46% | 7.56% | 8.55% |
| 总资产收益率 | 9.00% | 5.03% | 1.00% | 4.21% | 4.86% | 5.44% |
| 投入资本收益率 | 11.49% | 6.36% | 2.43% | 6.16% | 6.90% | 7.48% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | -0.47% | -24.78% | -23.52% | 5.79% | 20.68% | 18.62% |
| EBIT 增长率 | 5.77% | -38.39% | -63.54% | 159.16% | 18.93% | 15.13% |
| 净利润增长率 | 28.12% | -42.88% | -80.37% | 324.34% | 22.64% | 19.13% |
| 总资产增长率 | 18.29% | 2.20% | -1.80% | 1.33% | 6.20% | 6.52% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 61.4 | 83.7 | 98.2 | 98.0 | 98.0 | 98.0 |
| 存货周转天数 | 192.7 | 291.4 | 330.2 | 320.0 | 300.0 | 290.0 |
| 应付账款周转天数 | 113.3 | 140.7 | 120.1 | 120.0 | 120.0 | 120.0 |
| 固定资产周转天数 | 89.6 | 128.7 | 238.7 | 221.5 | 178.9 | 145.8 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -9.56% | 0.83% | 9.11% | 6.61% | 5.44% | 3.29% |
| EBIT 利息保障倍数 | 30.0 | 20.1 | 14.8 | 13.3 | 13.6 | 14.9 |
| 资产负债率 | 33.14% | 30.07% | 31.87% | 28.66% | 29.91% | 30.94% |

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 0 | 4 | 15 | 17 | 26 |
| 增持 | 0 | 1 | 2 | 2 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0.00 | 1.20 | 1.12 | 1.11 | 1.00 |

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|-----------------------------------|-----------------------------------|--|
| 电话：021-80234211 | 电话：010-85950438 | 电话：0755-86695353 |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编：201204 | 邮编：100005 | 邮编：518000 |
| 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼 | 地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧 | 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806 |



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究