

重磅新品初显佳绩，期待后续持续放量

科笛-B (2487.HK)

事件概括:

科笛发布 2025 年度业绩公告，2025 年公司实现营收 3.36 亿元/+20.22%，归母净利润-3.40 亿元/减亏。2025H2 公司实现营收 2.70 亿元/+46.63%，归母净利润-1.01 亿元/减亏。

分析判断:

► 收入端：大单品成功上市，贡献显著收入增量。

集团的两款主要大单品 CU-40102（外用非那雄胺喷雾剂）和 CU-10201（外用 4%米诺环素泡沫剂）于 2025 年 10 月下旬正式商业化。截至 2025 年底，两款产品收益合计超 1 亿元，带动公司收入显著增长。

► 利润端：新品放量&经营效率优化，利润稳步好转。

盈利能力方面，2025 年公司毛利率 58.25%，同比+6.94pct；高毛利产品类别的销售贡献增加以及策略性成本控制措施推动毛利率提升。公司 2025 年亏损由 4.3 亿元大幅减少至 3.4 亿元，新品放量叠加费用投入减少，公司净利润逐步好转。

期间费用率方面，2025 年公司销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 64.96%、38.35%、2.89%、44.22%，同比分别-29.33pct、-12.39pct、-0.99pct、-26.96pct。公司各项费用金额及费用率均明显下降，得益于公司持续优化经营效率，以及收入规模提升带来的规模效应。

► 投资建议:

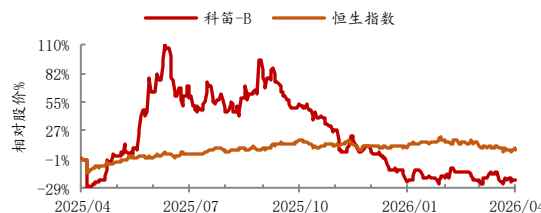
公司以消费痛点为导向，洞察国内未被满足的空白市场，重点布局局部脂肪堆积管理、毛发疾病及护理、皮肤疾病及护理以及表皮麻醉四个领域。目前外用非那雄胺和外用米诺环素已正式商业化并贡献显著业绩增量，将依托优异效果和安全性实现渗透率稳步提升；伴随后续重磅产品逐步落地，业绩有望持续增长。我们预计公司 2026-2028 年营收分别为 5.66 亿元/8.48 亿元/11.70 亿元，归母净利润分别为-0.06 亿元/1.06 亿元/2.79 亿元，EPS 分别为-0.02/0.29/0.77 元，对应 2026 年 4 月 2 日收盘价 4.63 港元，27-28 年 PE 分别为 14/5 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。（1 港元=0.88 元人民币）

风险提示

- 1) 行业竞争加剧；
- 2) 消费不及预期；
- 3) 新品表现不及预期。

评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	首次覆盖
目标价格(港元):	
最新收盘价(港元):	4.63
股票代码:	2487
52 周最高价/最低价(港元):	12.84/3.64
总市值(亿港元)	16.89
自由流通市值(亿港元)	16.89
自由流通股数(百万)	364.73



分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

分析师：杜磊

邮箱：dulei@hx168.com.cn

SAC NO: S1120525100001

盈利预测与估值

财务摘要	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	279.62	336.15	565.92	847.87	1170.23
YoY (%)	103.17%	20.22%	68.35%	49.82%	38.02%
归母净利润(百万元)	-433.81	-340.19	-6.03	106.18	279.35
YoY (%)	77.91%	21.58%	98.23%	1861.61%	163.10%
毛利率 (%)	51.31%	58.25%	60.00%	61.00%	62.00%
每股收益 (元)	-1.41	-1.03	-0.02	0.29	0.77
ROE (%)	-0.45	-0.38	-0.01	0.11	0.22
市盈率	-4.41	-3.87	-245.96	13.96	5.31

资料来源: ifind, 华西证券研究所 (汇率: 1 港元=0.88 元人民币)

正文目录

1. 公司业务：专注毛发及皮肤等领域，重磅新品逐步落地.....	4
2. 毛发：产品管线丰富，提供全面头皮健康解决方案.....	5
3. 皮肤：公司率先获批外用米诺环素，先发优势明显.....	7
4. 医美麻膏：国内暂无合规利丁双卡，公司有望抢占蓝海.....	8
5. 盈利预测及投资建议.....	9
6. 风险提示.....	10

图表目录

图 1 公司毛发产品管线.....	6
图 2 外用非那雄胺获批历程.....	6
图 3 非那雄胺作用机理.....	7
图 4 CU-40102 和对照组安全数据对比.....	7
图 5 米诺环素作用机理.....	8
图 6 外用米诺环素泡沫剂.....	8
表 1 公司主要产品矩阵.....	4
表 2 公司业绩.....	5
表 3 国内获批治疗雄脱药物.....	5
表 4 中国国家指引的寻常痤疮治疗方案.....	7
表 5 常见治疗寻常痤疮抗菌药物.....	8
表 6 公司收入预测.....	9
表 7 可比公司估值表.....	10

1. 公司业务：专注毛发及皮肤等领域，重磅新品逐步落地

从代理到引进再到自研，发展历程循序渐进。科笛集团于 2019 年由通和毓承联合张乐乐创立，经过多轮融资后，于 2023 年 6 月登陆港交所。公司以消费者痛点为核心导向，通过商业化团队开展深度市场调研，精准挖掘尚未被满足的市场空白，再针对性开展产品开发与生产。这一模式有效规避了过度聚焦研发而忽视市场需求，导致“有品无市”的问题，确保持续推出贴合市场真实需求的产品。公司最终重点布局毛发疾病及护理、皮肤疾病及护理、表皮麻醉以及局部脂肪堆积管理四大领域。

公司发展历程可分为三个阶段，首先通过代理贴牌产品搭建商业化团队与品牌矩阵，再引入差异化产品实现盈利增长，最后推出自研新药。1) 2019-2024 年：公司第一梯队产品以代理产品为主，通过经销商及贴牌模式运营，主要目标是搭建和锻炼商业化团队，尽早产生收入和现金流；2) 2025-2027 年：2025 年开始第二梯队产品（外用米诺环素、外用非那雄胺、局部外用利多卡因丁卡因乳膏剂）逐步落地，此类产品市场空间广阔、竞争格局良好，将成为公司当前阶段的主要增长引擎；3) 2028-2030 年：公司自研新药预计将进入商业化阶段，助力公司业务再上台阶。

表 1 公司主要产品矩阵

治疗领域	药物	活性成分及制剂	适应症	非处方药/处方药	进展
毛发	CU-40102	外用非那雄胺喷雾剂	雄激素性脱发	处方药	已商业化
	CU-40105	自研外用非那雄胺喷雾剂	雄激素性脱发	处方药	注册
	CU-40101	外用小分子甲状腺激素受体激动剂搽剂	雄激素性脱发	处方药	临床一期
	CU-40103	外用米诺地尔泡沫剂	脱发	非处方药	IND
	CU-40104	外用度他雄胺药剂	雄激素性脱发	处方药	IND
皮肤	CU-10201	外用 4%米诺环素泡沫剂	寻常痤疮	处方药	已商业化
	CU-20101	注射用 A 型肉毒毒素	中至重度眉间纹	处方药	临床三期
	CU-10101	外用新型小分子药剂	特异性皮炎	处方药	临床一期
	CU-10401	外用本维莫德乳膏剂	银屑病	处方药	临床前
表皮麻醉	CU-30101	局部外用利多卡因丁卡因乳膏剂	表面皮肤科手术	处方药	注册
脂肪堆积	CU-20401	重组突变胶原酶	额下脂肪堆积	处方药	临床二期
	CU-20401	重组突变胶原酶	腹部脂肪堆积	处方药	临床一期

资料来源：公司公告，华西证券研究所

大单品商业化带动收入显著增长。2025 年上半年公司收入下降，主要系在宏观政策和国际环境影响下，集团决定终止与美国护肤品牌欧玛的代理合作，并将资源调配至 CU-40102（外用非那雄胺喷雾剂）和 CU-10201（外用 4%米诺环素泡沫剂）等新品的商业化。两款新品于 2025 年 10 月下旬正式商业化，截至 2025 年底，两款产品收益合计超 1 亿元，带动公司下半年收入显著增长且利润大幅扭亏。伴随两款单品进一步放量，叠加其他产品陆续商业化，公司业绩有望持续提升。

表 2 公司业绩

亿元	22H1	22H2	23H1	23H2	24H1	24H2	25H1	25H2
营业收入	0.0066	0.11	0.34	1.03	0.96	1.84	0.66	2.70
yoy	313.84%	469.88%	5119.30%	864.51%	178.30%	78.20%	-30.64%	46.63%
归母净利润	-2.52	-3.04	-16.40	-3.23	-2.01	-2.33	-2.39	-1.01

资料来源：公司公告，华西证券研究所

2. 毛发：产品管线丰富，提供全面头皮健康解决方案

雄脱为最普遍的脱发类型之一，米诺地尔和非那雄胺为主要雄秃治疗药物。脱发分为先天性（与遗传基因相关）和后天性（受疾病、激素、老化等影响），后天性脱发又分瘢痕性（毛囊永久损伤）和非瘢痕性（毛囊可恢复），非瘢痕性脱发中雄激素性脱发最常见。雄激素性脱发的常见治疗方式包括药物治疗和植发，药物治疗主要包括口服药和外用药，口服剂型成分包括非那雄胺和环丙孕酮，其中环丙孕酮用于治疗女性的雄激素脱发；外用剂型成分包括米诺地尔和非那雄胺；目前国内非那雄胺片和米诺地尔喷雾剂均存在一定数量的仿制产品，外用非那雄胺喷雾剂则仅有科笛一家公司拥有。

表 3 国内获批治疗雄脱药物

成分	剂型	RLD 持有人/ 首个获批准公司	适应症	首次获批日期	产品数量	非处方药 /处方药	国家医保
米诺地尔	喷雾	京卫制药	雄激素性脱发	2011 年 1 月	2	非处方药	否
	凝胶	博士伦	雄激素性脱发	2005 年 1 月	1	非处方药	否
	搽剂	振动安欣	雄激素性脱发	2002 年 1 月	3	非处方药	否
	酊剂	万晟药业	雄激素性脱发	2001 年 1 月	2	非处方药	否
非那雄胺	喷雾	科笛	雄激素性脱发	2025 年 6 月	1	非处方药	否
	片剂	Merck Sharp & Dohme	男性雄激素性脱发	2004 年 1 月	9	处方药	是
环丙孕酮	片剂	Jenapharm	女性重度雄激素性脱发	1990 年 12 月	5	处方药	是

资料来源：公司招股书，华西证券研究所

科笛毛发多管线布局，提供完整解决方案。公司毛发管线包括自有品牌（青丝几何）、跨境引进的代理产品以及在研的产品，其中“青丝几何”品牌专注年轻人头发及头皮健康，目前已自主开发超 6 款产品；跨境产品已有 6 款商业化；在研产品则有 3 款，包括自研的外用米诺地尔泡沫剂和外用度他雄胺药剂，以及获得授权的外用小分子甲状腺激素受体激动剂搽剂。

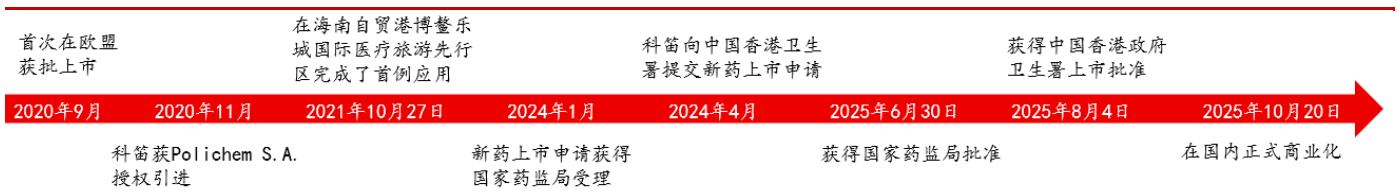
图 1 公司毛发产品管线



资料来源：公司公告，华西证券研究所

CU-40102：全球唯一获批的外用非那雄胺，科笛获得大中华区独家代理权。外用非那雄胺产品 Finjuve 由瑞士 Polichems. a. 开发，于 2020 年 9 月在欧盟上市，目前已在德国（商品名 Finjuve）、意大利（商品名 Caretopic）、韩国等地区上市，是全球首个亦是唯一一个获批用于雄激素性脱发治疗的外用非那雄胺产品。非那雄胺本身透皮能力较弱，CU-40102 通过水合药剂技术优化了剂型，该技术以羟丙基壳聚糖水溶液为载体，配合喷雾泵实现均匀可控给药，药液干燥后在头皮形成透明薄膜，持续释放药物，使其高效渗透至毛囊所在的深层皮层。科笛于 2020 年购入该产品大中华区（中国内地、台湾、香港和澳门）的商业权利，拥有自 2020 年起 15 年的独家代理权。2024 年 1 月 CU-40102 获得国家药监局受理，2025 年 6 月 30 日获批，10 月下旬正式商业化，同时布局美团、天猫京东等电商平台及自有旗舰店等线上渠道，以及公立医药和部分药房等线下渠道。

图 2 外用非那雄胺获批历程

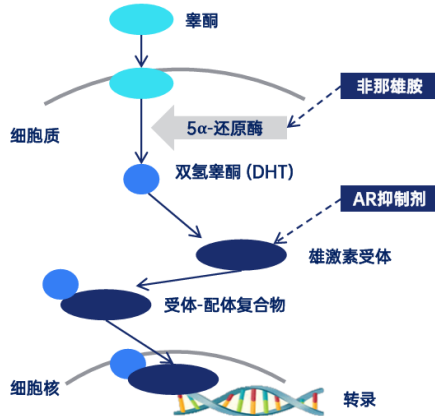


资料来源：公司公告，华西证券研究所

外用非那雄胺相对口服的安全性更高，有效性相近。非那雄胺通过抑制 II 型 5 α -还原酶，抑制睾酮向双氢睾酮 (DHT) 的转化，降低 DHT 与毛囊的雄激素受体结合，从而减缓毛囊萎缩以治疗脱发；但口服非那雄胺会系统性降低体内 DHT 水平，易引发性功能障碍并伴随心理压力与焦虑。相较之下，外用非那雄胺在具备与口服剂剂相近疗效的同时安全性更优，根据 Polichem S.A. 的三期临床数据显示，二者使用 6 个月均可使头发数量增加约 10%，而外用给药后血浆药物浓度较口服低约 100 倍，性功能不良发生率仅 2.8%，显著低于口服组及安慰剂组。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 3 非那雄胺作用机理



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 4 CU-40102 和对照组安全数据对比

口服非那雄胺		CU-40102 (境外临床)
口服剂型增加全身吸收，引发副作用	主要差异	外用配方可实现精准涂抹，在头发表面给予高浓度非那雄胺
目标区域头发数量变化 ² ： +21.1根 / ~+10% (基线：201根)	有效性	目标区域头发数量变化 ² ： +20.2根 / ~+10% (基线：201根)
由于口服因此系统性药物暴露高于外用	药物暴露	在24周内，非那雄胺血浆浓度最高均值低于口服剂型100余倍
试验组性功能障碍发生率低于安慰剂组，显示安全性良好		

资料来源：公司公告，华西证券研究所

3. 皮肤：公司率先获批外用米诺环素，先发优势明显

抗菌药物为中重度痤疮治疗的一线推荐用药，传统产品存在一定痛点。寻常痤疮又称“青春痘”，是一种累及毛囊皮脂腺的慢性炎症性皮肤病，好发于面部及前胸、后背，临床上主要表现为粉刺、丘疹、脓疱、囊肿或结节，常伴有毛孔粗大和皮脂溢出，在青少年和青壮年中尤为明显。根据《寻常痤疮基层诊疗指南指南 2019》，依据皮损性质，寻常痤疮可以分为4级，其中I、II级以外用药物为主，III、IV级痤疮在系统治疗的同时辅以外用药物。不管是外用还是系统用药，抗菌类药物在中重度痤疮治疗中均为主要选择，抗菌药物则首选米诺环素，产品使用超50年，具有较高市场认可度，但口服容易出现头晕、药疹、肝损害、光敏反应等系统性副作用；外用抗菌药物包括林可霉素、红霉素及其衍生物克林霉素和夫西地酸等，虽然刺激作用较弱，但容易出现细菌耐药性。

表 4 中国国家指引的寻常痤疮治疗方案

严重程度	等级	一线用药	二线用药
轻度	第一级 (小脓包)	外用维甲酸	1) 过氧化苯甲酰; 2) 壬二酸; 3) 果酸; 4) 传统中药
轻度	第二级 (丘疹)	1) 外用维甲酸+过氧化苯甲酰 +/-外用抗生素; 2) 过氧化苯甲酰+外用抗生素	1) 口服抗生素+外用维甲酸+/-过氧化苯甲酰+/-外用抗生素; 2) 壬二酸; 3) 蓝及红光联合疗法; 4) 水杨酸或复合酸; 5) 传统中药
中度	第三级 (丘疹及脓疱)	口服抗生素+外用维甲酸+/-过氧化苯甲酰+/-外用抗生素	1) 口服异维甲酸; 2) 蓝及红光联合疗法; 3) 光动力疗法; 4) 激光疗法; 5) 水杨酸或复合酸; 6) 传统中药
重度	第四级 (结节及囊肿)	1) 口服异维甲酸+/-过氧化苯甲酰/外用抗生素; 2) 口服抗生素+过氧化苯甲酰/外用抗生素+口服异维甲酸 (强烈的炎症用)	1) 口服抗生素+外用维甲酸+/-过氧化苯甲酰; 2) 光动力疗法; 3) 全身糖皮质激素; 4) 传统中药

资料来源：公司招股书，华西证券研究所

表 5 常见治疗寻常痤疮抗菌药物

用药方式	抗菌药物	适应症	优势	痛点
外用	林可霉素、红霉素及其衍生物克林霉素和夫西地酸等	适用于丘疹、脓疱等浅表性炎性皮损	外用抗菌药物较少出现刺激反应	易诱导痤疮丙酸杆菌耐药，不推荐作为寻常痤疮外用的首选及单独或长期使用
系统用药	米诺环素	III、IV级寻常痤疮首选及II级寻常痤疮外用治疗效果不佳者；特殊类型痤疮	在毛囊皮脂腺单位中药物浓度高，耐药发生率低	常见不良反应为头晕，可能出现药疹、肝损害、光敏反应、色素沉着和菌群失调等
	多西环素		-	常见不良反应为胃肠道反应，可能出现药疹、肝损害、光敏反应、色素沉着和菌群失调等

资料来源：公司招股书，华西证券研究所

米诺环素具有吸收性强和耐药性良好等优势，科笛国内进度领先。四环素类抗生素自 20 世纪 40 年代问世以来凭借广谱抗菌性得到广泛应用，米诺环素作为第二代代表药物于 1967 年优化合成、1971 年在美国上市，相较于第一代四环素，其口服吸收更充分、半衰期更长、组织穿透力更强，且对部分耐药菌有效，自 80 年代起成为治疗中重度炎症性痤疮的一线口服药物，但全身给药易带来神经系统、消化系统及血液系统等不良反应。为解决这一问题，美国 Foamix 公司依托其分子稳定技术平台，于 2019 年 10 月推出全球首款米诺环素泡沫剂型，在提升外用透皮吸收效果的同时大幅降低全身副作用。科笛于 2020 年 4 月与 Foamix 达成合作，获得米诺环素系列产品在大中华区的独家权益，其中核心产品 CU-10201 外用 4%米诺环素泡沫剂于 2024 年 11 月在国内获批，2025 年 10 月下旬启动商业化并同步布局线上线下渠道，线下有望更快实现销售放量；尽管米诺环素制剂已无专利保护，国内亦有 4 款外用仿制药获批临床，但研发进度均落后于科笛，CU-10201 有望凭借先发优势在上市后快速抢占市场。

图 5 米诺环素作用机理



资料来源：公司招股书，华西证券研究所

图 6 外用米诺环素泡沫剂



资料来源：公司公告，华西证券研究所

4. 医美麻膏：国内暂无合规利丁双卡，公司有望抢占蓝海

科笛突破 CU-30101 技术壁垒，国内进度领先。表皮麻醉剂可通过表面给药实现局部镇痛，广泛用于消费及临床场景，主流成分为利多卡因、丙胺卡因与丁卡因；利多卡因与丙胺卡因复配为临床常用方案，而丁卡因麻醉效果更强，与利多卡因复配的利丁双卡产品起效更快、无需封包、镇痛效果优于传统利丙双卡因，能有效解决合规性与用户体验问题。原研利多卡因丁卡为 Pliaglis 乳膏，已于 2006 年在美国上市。科笛 CU-30101 攻克了丁卡因易水解、复配稳定性差等技术难点，于 2024 年 7 月提交

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

ANDA，为国内进展最快的利丁双卡麻膏，有望成为首款获批产品，未来将主攻医美机构与三甲医院皮肤科。

5. 盈利预测及投资建议

基本假设：

1) 毛发：CUP-MNDE（外用米诺地尔喷雾剂）、CUP-SFJH（生发精华）、青丝几何等前期产品矩阵将继续贡献收入，CU-40102（外用非那雄胺喷雾）在 2025 年 10 月上市，有望依托稀缺特性快速起量，后续公司 CU-40103（外用米诺地尔泡沫剂）等产品线逐步落地，将推动毛发业务继续快速增长。

2) 皮肤：CU-10201（外用 4%米诺环素泡沫剂）产品在 2025 年 10 月商业化，依托更低副作用和良好作用效果等优势迅速获得市场认可，2026 年低基数下高速增长，后续伴随渗透率提升延续快增趋势。

3) 表皮麻醉：CU-30101（局部外用利多卡因丁卡因乳膏剂）已于 2022 年在海南乐城试点，并创造部分收入，有望在 2026 年前后在中国大陆商业化，并逐步贡献收入。

4) 护肤品：公司自营护肤品经营稳定，有望维持增长。

5) 毛利率：伴随公司大单品上量，毛利率预计稳步提高。

根据以上假设，我们预计公司 2026-2028 年营收分别为 5.66 亿元/8.48 亿元/11.70 亿元，归母净利润分别为-0.06 亿元/1.06 亿元/2.79 亿元，EPS 分别为-0.02/0.29/0.77 元，对应 2026 年 4 月 2 日收盘价 4.63 港元，27-28 年 PE 分别为 14/5 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。（1 港元=0.88 元人民币）

表 6 公司收入预测

单位：万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	27,961.50	33615.20	56592.38	84786.60	117022.77
yoy	103.17%	20.22%	68.35%	49.82%	38.02%
毛发类	16500.00	25150.00	39565.00	56642.55	68294.68
yoy	71.88%	52.42%	57.32%	43.16%	20.57%
皮肤类	253.00	3778.30	10106.13	17976.74	23302.42
yoy	900.00%	1393.40%	167.48%	77.88%	29.63%
表皮麻醉	--	--	2000.00	5000.00	20000.00
yoy	--	--	--	150.00%	300.00%
功效护肤品	11208.50	4686.90	4921.25	5167.31	5425.67
yoy	170.93%	-58.18%	5.00%	5.00%	5.00%

资料来源：ifind，华西证券研究所（2024-2025 年收入拆分均为假设值）

表 7 可比公司估值表

公司简称	股票代码	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
爱美客	300896.SZ	114.98	347.92	6.50	4.94	5.18	5.87	27.29	35.92	22.19	19.58
昊海生科	688366.SH	39.88	84.41	1.80	1.72	1.76	2.03	33.01	34.60	22.64	19.69
巨子生物	2367.HK	28.34	303.49	2.10	1.83	1.96	2.21	20.39	23.40	12.72	11.27
四环医药	0460.HK	1.41	131.55	-0.02	0.02	0.07	0.10	--	29.21	18.35	12.85
均值				2.59	2.13	2.24	2.55	26.90	30.78	18.97	15.85
科笛	2487.HK	4.63	16.89	-1.41	-1.03	-0.02	0.29	--	--	--	13.96

资料来源：wind，华西证券研究所（收盘价为 2026/4/2。港股收盘价及市值为港元，其余均为人民币，汇率：1 港元=0.88 元人民币。可比公司估值均采用 ifind 一致预测，其中港股 2025 年 EPS 为已公布的实际值）

6. 风险提示

- 1) 行业竞争加剧：若毛发及皮肤市场竞争进一步加剧，公司产品后续需直面国产同类产品的激烈竞争，可能承受价格和销售压力。
- 2) 消费不及预期：若国内消费市场承压，叠加全球经济不确定性，可能抑制医美需求。
- 3) 新品进展不达预期：公司布局产品矩阵丰富，若后续新品的进展不及预期，将明显影响公司远期业绩表现。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	336.15	565.92	847.87	1170.23	净利润	-340.19	-6.03	106.18	279.35
YoY (%)	20.22%	68.35%	49.82%	38.02%	折旧和摊销	40.00	35.00	32.00	30.00
营业成本	140.36	226.37	330.67	444.69	营运资金变动	-50.00	-19.01	-16.07	-15.26
营业税金及附加					经营活动现金流	-347.81	-2.35	96.56	255.47
销售费用	218.37	158.46	186.53	210.64	资本开支	-9.85	4.00	4.00	4.00
管理费用	128.92	101.87	127.18	140.43	投资	200.00	-15.00	-10.00	-75.00
财务费用	9.71	10.19	11.02	11.70	投资活动现金流	205.15	16.80	35.89	-12.99
资产减值损失					股权募资	-10.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	-0.50	-0.50	-0.50	债务募资	40.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	-337.81	-23.64	75.31	233.05	筹资活动现金流	20.00	-15.49	-16.34	-19.38
营业外收支					现金净流量	-120.66	0.96	118.11	225.10
利润总额	-340.19	-6.03	106.18	279.35	主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
所得税	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力				
净利润	-340.19	-6.03	106.18	279.35	营业收入增长率	20.22%	68.35%	49.82%	38.02%
归属于母公司净利润	-340.19	-6.03	106.18	279.35	净利润增长率	21.58%	98.23%	1861.61%	163.10%
YoY (%)	21.58%	98.23%	1861.61%	163.10%	盈利能力				
每股收益 (元)	-1.03	-0.02	0.29	0.77	毛利率	58.25%	60.00%	61.00%	62.00%
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	净利率率	-101.20%	-1.07%	12.52%	23.87%
货币资金	265.01	265.97	384.08	609.18	总资产收益率 ROA	-26.04%	-0.45%	7.20%	15.75%
预付款项					净资产收益率 ROE	-38.43%	-0.68%	10.73%	21.98%
存货	35.46	44.02	50.52	55.59	偿债能力				
其他流动资产	0.59	0.57	0.85	1.17	流动比率	3.87	3.68	3.84	4.60
流动资产合计	1042.65	1109.74	1287.03	1619.43	速动比率	3.73	3.53	3.69	4.44
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	现金比率	0.98	0.88	1.15	1.73
固定资产	155.05	115.05	78.05	43.05	资产负债率	32.23%	33.96%	32.95%	28.37%
无形资产	57.89	58.89	59.89	60.89	经营效率				
非流动资产合计	263.63	224.63	188.63	154.63	总资产周转率	0.25	0.43	0.60	0.72
资产合计	1306.28	1334.37	1475.65	1774.06	每股指标 (元)				
短期借款	166.64	166.64	166.64	166.64	每股收益	-1.03	-0.02	0.29	0.77
应付账款及票据	15.36	22.01	27.56	30.88	每股净资产	2.43	2.42	2.71	3.48
其他流动负债	80.49	101.87	127.18	140.43	每股经营现金流	-0.95	-0.01	0.26	0.70
流动负债合计	269.72	301.83	334.94	351.99	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	84.57	84.57	84.57	84.57	估值分析				
其他长期负债	66.71	66.71	66.71	66.71	PE	-3.87	-245.96	13.96	5.31
非流动负债合计	151.28	151.28	151.28	151.28	PB	1.64	1.68	1.50	1.17
负债合计	421.00	453.11	486.22	503.27					
股本	0.05	0.05	0.05	0.05					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00					
股东权益合计	885.28	881.25	989.43	1270.79					
负债和股东权益合计	1306.28	1334.37	1475.65	1774.06					

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。