

# 医美业务表现亮眼， 战略转型价值兑现

## 核心观点

公司 25 年实现营业收入 26.18 亿元，同比增长 37.7%；实现归母净利润 1.80 亿元，成功实现扭亏为盈；业绩表现符合市场此前预期。公司业绩表现亮眼主要归功于：1) “医美+创新药”双轮驱动战略成效显著，业务重心成功向高增长、高毛利的医美业务偏移，医美板块占比超过 50%，收入同比近翻倍增长，成为公司第一大收入及利润来源；2) 创新药业务进入收获期，商业化加速，收入同比增长 206.3%，亏损大幅收窄；3) 费用端有效管控，行政及研发开支显著下降。整体来看，公司战略转型成果已进入价值兑现期，业绩拐点明确，看好公司长期发展。

## 事件

### 公司发布 2025 年年度报告

3 月 31 日晚，公司发布 2025 年年度报告，实现营业收入 26.18 亿元，同比增长 37.7%。实现归母净利润人民币 1.80 亿元，相较去年同期亏损 2.17 亿元，成功扭亏为盈；业绩增长符合市场此前预期。

## 简评

### 医美业务表现亮眼，战略转型价值兑现

#### 重要财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1,901	2,618	3,491	4,276	4,800
YOY(%)	2.2	37.7	33.4	22.5	12.3
净利润(百万元)	-217	180	654	892	1,158
YOY(%)	-301.1	182.9	264.1	36.3	29.8
毛利率(%)	65.3	68.8	71.9	73.8	77.9
净利率(%)	-24.8	7.1	25.0	27.8	32.2
ROE(%)	-5.0	3.1	10.7	13.7	16.6
EPS(元/股，摊薄)	-0.02	0.02	0.07	0.10	0.12
P/E(倍)	-51.2	61.7	16.9	12.4	9.6
P/B(倍)	2.5	1.9	1.8	1.7	1.6

资料来源：iFinD，中信建投证券

## 四环医药(0460.HK)

### 首次评级

### 买入

袁清慧

yuanqinghui@csc.com.cn  
SAC 编号:S1440520030001  
SFC 编号:BPW879

刘若飞

liuruofei@csc.com.cn  
SAC 编号:S1440519080003  
SFC 编号:BVX723

袁全

yuanquan@csc.com.cn  
SAC 编号:S1440523070006

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn  
SAC 编号:S1440517050001  
SFC 编号:ASZ591

发布日期：2026 年 04 月 30 日

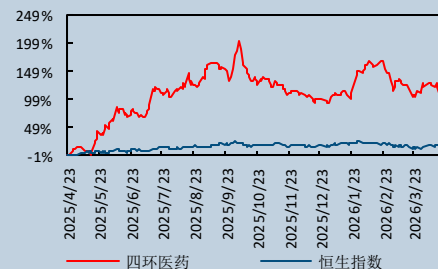
当前股价：1.34 港元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-2.90/-6.40	4.69/6.27	112.70/90.41
12 月最高/最低价(港元)			1.91/0.65
总股本(万股)			932,999.92
流通 H 股(万股)			932,999.92
总市值(亿港元)			125.02
流通市值(亿港元)			122.56
近 3 月日均成交量(万)			3756.41
主要股东			
Proper Process International Limited			30.89%

### 股价表现



2025年，公司实现营业收入26.18亿元，同比增长37.7%，收入端在医美板块的带动下实现大幅增长；实现归母净利润1.80亿元，成功实现扭亏为盈；实现扣非归母净利润0.84亿元，同比增长124.8%；利润端增长较快主要由于：1）“医美+创新药”双轮驱动战略成效显著，业务重心成功向高增长、高毛利的医美业务偏移，医美板块收入同比近翻倍增长，成为公司第一大收入及利润来源；2）创新药业务进入收获期，商业化加速，亏损大幅收窄；3）费用端有效管控，行政及研发开支显著下降。整体来看，公司战略转型成果已进入价值兑现期，业绩拐点明确，业绩符合市场此前预期。

#### 四环医药：从传统制药龙头到医美+创新药双轮驱动的综合型医药企业

四环医药成立于2001年，并于2010年在香港联交所主板上市，公司深耕医药行业二十余年，是集医美+创新药+生物药+仿制药等多种业务为一体的集团化医药企业。依托旗下漾颜空间（医美）、轩竹生物（创新药）、惠升生物（糖尿病生物药）三大核心平台，目前公司以医美业务为增长引擎、创新药为长期核心、仿制药为现金流基础，构建了多层次、高壁垒的产品矩阵与研发体系，已成长为覆盖研发、生产、商业化全链条的综合型医药企业。医美板块，公司凭借肉毒毒素产品“乐提葆”的独家代理权及丰富的再生类产品管线，已迅速崛起为行业龙头，成功构建起覆盖注射、光电及医美修复的医美全产业链体系；创新药板块聚焦肿瘤、消化及代谢领域，安久卫等多款1类创新药进入临床后期并逐步商业化。仿制药板块，公司加速分拆并剥离非核心业务，同时保留部分具备市场竞争力的核心优势品种，有望持续贡献稳定现金流。

2025年全年分板块来看：

**1) 医美业务大幅增长，成为第一增长引擎：**医美业务实现分部收益14.85亿元，同比增长99.6%，占总营业收入比重首次突破50%；实现分部业绩盈利8.18亿元，同比增长226.0%，成为集团收入和利润的核心支柱；其中核心大单品肉毒毒素乐提葆®稳健增长，年内销量突破120万瓶，同比增长超过50%，市场占有率进一步提升至22%，后续有望保持健康增长；再生材料、动能素多款新品年内获批后快速放量，多产品矩阵有望持续贡献业绩增量。

**2) 创新药业务进入收获期，商业化提速：**创新药及其他药品业务实现分部收益1.76亿元，同比增长206.3%，分部业绩亏损6.48亿元，同比收窄31.6%，子公司轩竹生物于2025年10月在港交所独立上市，其自研的一类创新药CDK2/4/6抑制剂轩悦宁®（吡洛西利片）和ALK抑制剂轩菲宁®（地罗阿克片）均于2025年获批上市，与安久卫®共同组成肿瘤+消化的“三驾马车”，商业化落地后有望逐步放量。惠升生物在糖尿病领域已构建起覆盖全病程的产品管线，创新及首仿等17个品种已获批并陆续展开销售；在战略合作方面，公司24年9月与华东医药就SGLT-2抑制剂惠优静®（脯氨酸加格列净片）在中国大陆的商业化权益达成独家战略合作，26年2月与东宝药业就德谷胰岛素系列惠优加®、惠优达®等在中国大陆的商业化权益达成独家战略合作，有望通过战略合作实现资源互补，推动公司糖尿病系列产品快速增长；此外，公司司美格鲁肽仿制药降糖适应症的上市申请已获受理，减重适应症III期临床已完成。整体来看，随着多款新品商业化推进，公司创新药板块有望逐步迈入收获期，实现可持续盈利。

**3) 仿制药业务加速资产剥离，提供稳定现金流：**仿制药业务实现分部收益9.56亿元，同比下降13.0%，分部业绩2.83亿元，同比下降20.8%，受到部分仿制药中选集采或被纳入重点监控等因素影响，收入与利润均有所承压；与此同时，公司加速分拆并剥离非核心业务，同时保留部分具备市场竞争力的核心优势品种，叠加新产品陆续商业化，有望持续为集团核心业务的拓展提供稳定的现金流支持。

#### 盈利能力提升，经营质量健康

2025年，公司综合毛利率为68.8%，同比提升3.5个百分点，主要受益于高毛利的医美业务收入占比大幅提升；销售费用率达到了23.7%，同比增长1.03个百分点，主要由于公司加大医美业务及惠升生物产品推广力度；管理费用率达到了19.0%，同比减少20.21个百分点，主要由于股权激励费用下降及精细化管理提效；研发费用率11.1%，同比下降13.8%，主要由于核心研发成果落地进入收获期，随着公司战略性调整研发投入，未来三年医美研发投入将提升至总研发预算的60%，聚焦再生材料、重组胶原蛋白、减重医美等高潜力赛道，为长期增长蓄力。公司财务状况稳健，期末现金及现金等价物等合计约人民币44.0亿元，资金储备充足。

### 展望 2026 年：医美新品放量驱动高增，创新药减亏增厚利润

2026年公司将持续推进战略转型落地：**1) 医美业务：**作为核心增长引擎，核心大单品乐提葆销量有望进一步提升，同时25H2上市的童颜针、少女针、动能素等再生及水光类新品将迎来首个完整销售年，有望通过组合销售带动新品快速放量；在此基础上，随着公司产品矩阵持续完善及渠道规模化效应，有望驱动医美板块盈利能力持续提升；**2) 创新药业务：**逐步迈入收获期，轩竹生物轩悦宁®（吡洛西利片）、轩菲宁®（地罗阿克片）均于2025年获批上市，25年底轩悦宁®已进入医保，2026有望实现较好放量；惠升生物德谷胰岛素系列、加格列净等产品已分别与东宝药业、华东医药达成商业化合作，有望通过战略合作实现资源互补，推动公司糖尿病系列产品快速增长；随着多款新品商业化推进，公司创新药板块有望逐步迈入收获期，实现可持续盈利；**3) 仿制药业务：**公司将继续优化产品结构，剥离非核心资产，有望持续提供稳固现金流支持。

### 盈利预测及投资评级

我们认为，公司“医美+创新药”双轮驱动战略成效显著，已进入价值兑现期：医美业务凭借行业领先的全品类合规产品矩阵和渠道规模化效应，新品放量后有望驱动医美板块盈利能力持续提升；创新药业务随着产品商业化加速和研发费用优化，亏损有望大幅收窄，进一步增厚利润；仿制药业务将加速分拆及剥离未达预期及不符合长期战略的仿制药和非核心业务，保留部分具备市场竞争力的核心优势品种，为公司持续提供现金流。我们预计，公司2026-2028年实现营业收入分别为34.91亿元、42.76亿元和48.00亿元，归母净利润分别为6.54亿元、8.92亿元和11.58亿元，折合EPS（摊薄）分别为0.07元/股、0.10元/股和0.12元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 风险分析

1、新产品推广不及预期及市场竞争加剧风险：公司未来增长高度依赖医美新产品的持续放量，若市场接受度、渠道铺设速度不及预期，或肉毒毒素等核心产品面临更激烈的价格竞争，可能影响公司业绩增速；2、创新药商业化风险：创新药业务虽已进入收获期，但核心产品的市场放量和医保执行仍面临不确定性，后续研发管线的推进亦存在风险，可能影响该板块的盈利进程；3、政策监管风险：医美和医药行业均受严格的政策监管。未来若国家在医美产品审批、营销合规或药品集采等方面出台更严厉的政策，可能对公司经营带来不利影响。

## 分析师介绍

### 袁清慧

中信建投研究发展部医药及大健康联席组长，医药行业首席分析师。中山大学理学本科，佐治亚州立大学理学硕士，北卡大学教堂山分校医学院研究学者。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发，擅长创新药产业研究。2018年加入中信建投证券研究发展部。

2020年-2023年新财富最佳分析师医药行业入围、第5名、第4名、第3名团队核心成员，2024-2025年证券时报医药行业最佳分析师第2名团队核心成员。2024年-2025年新浪金麒麟创新药行业最佳分析师第1名、第2名。

### 刘若飞

医药消费及生物制品首席分析师，北京大学生物技术硕士，2017年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖中药、医药商业、生物制品、原料药、CRO、基因测序等细分领域。

2025年、2024年、2023年、2022年、2021年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、第二名、第三名、第四名、第五名团队核心成员。

### 袁全

中信建投证券医药分析师，耶鲁大学医疗管理硕士，曾就职于瑞士信贷香港投行部，2021年加入中信建投证券研究发展部，主要负责中药、医美、原料药、医药商业、全球视野研究等细分领域，2024年、2023年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、第三名团队核心成员。

### 贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名。2018年Wind“金牌分析师”医药行业第3名，2018第一财经最佳分析师医药行业第1名。2013年新财富医药行业第3名，水晶球医药行业第5名。

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现, 也即报告发布日后的 6 个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准; 新三板市场以三板成指为基准; 香港市场以恒生指数作为基准; 美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5% 之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10% 之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及其附属机构(以下合称“中信建投”)制作, 由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的, 不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格, 本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下, 本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础, 不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料, 但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断, 该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更, 亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件, 而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况, 报告接收者应当独立评估本报告所含信息, 基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策, 中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保, 亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内, 中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益, 也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点, 分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系, 分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可, 任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容, 亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有, 违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层  
 电话: (8610) 56135088  
 联系人: 李祉瑶  
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室  
 电话: (8621) 6882-1600  
 联系人: 翁起帆  
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼  
 电话: (86755) 8252-1369  
 联系人: 曹莹  
 邮箱: caoying@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
 中环交易广场 2 期 18 楼  
 电话: (852) 3465-5600  
 联系人: 刘泓麟  
 邮箱: charleneliu@csci.hk