国联证券 GUOLIAN SECURITIES

证券研究报告

非金融公司|公司深度|华东医药（000963）

创新与全球化——双轮驱动高质量成长

请务必阅读报告末页的重要声明

2024年11月21日

报告要点

公司是医药工商业的传统龙头之一，业务范围广泛，渠道及品牌优势突出。公司历史业绩优秀，管理层坚定推进创新转型，重点布局内分泌、肿瘤及自身免疫三大疾病领域及医美业务。公司存量业务经营稳健，2024-2025 年创新药及医美新产品密集获批，有望通过公司强大的销售资源快速放量，实现高质量增长。首次覆盖，给予“买入”评级。

分析师及联系人

郑薇
SAC：S0590521070002

华东医药(000963)

创新与全球化——双轮驱动高质量成长

行　　业：	医药生物/化学制药
投资评级：	买入（首次）
当前价格：	35.26 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1,754/1,751
流通 A 股市值(百万元)	61,743.66
每股净资产(元)	12.56
资产负债率(%)	39.80
一年内最高/最低(元)	42.30/25.96

股价相对走势

相关报告

扫码查看更多

投资要点

➢ 创新驱动转型的传统医药白马

公司是医药工商业一体化龙头公司之一，业务包括医药工业、医药商业、医美、工业微生物四大板块。公司底蕴深厚，经营稳健，历史市场表现优秀，2013-2023 年营收 CAGR 为 9.3%，归母净利润 CAGR 达 14.3%。公司管理层具有全球视野及高效执行力，面对医药行业的深刻变化及挑战，坚定推进公司转型，创新药及医美业务逐步成为新增长点。

➢ 肿瘤、自免、内分泌等药物市场前景广阔

公司重点布局内肿瘤、自身免疫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。以上适应症患者基数庞大，产品渗透率处于高快速提升阶段，市场前景广阔。根据弗若斯特沙利文预计，2030 年中国抗肿瘤药物市场有望增长至 5,866 亿元，2022-2030 年 CAGR 12.4%。2030 年自免药物市场有望增长至 199 亿美元，2022 年-2030 年 CAGR 达 27.0%。2035 年中国肥胖相关医疗支出超过 1700 亿元，2020-2035 年 CAGR 为 10.6%。

➢ 存量产品压力出清，创新业务贡献增量

公司多年来深耕专科、慢病及特殊用药，构筑了良好的品牌效应和雄厚的市场基础，培育了多款销售额达数十亿元的大单品，为公司长期发展提供了稳定增长的现金流。近年来公司积极谋求转型，重点发展创新药、医美等新兴高毛利业务，通过自主开发、外部引进等方式积极布局创新药和差异化仿制药。目前已有多款创新药及医美产品进入临床审评阶段，2024-2025 年新产品密集获批，有望通过公司强大的销售资源快速放量，为公司提供第二增长曲线。

➢ 公司进入高质量增长阶段，给予“买入”评级

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 434.80/471.32/508.93 亿元，同比增速分别为 7.0%/8.4%/8.0%。2024-2026 年归母净利润分别为 33.32/39.40/45.51 亿元，同比增速分别为 17.4%/18.3%/15.5%，EPS 分别为 1.90/2.25/2.59 元/股。对应三年 CAGR 为 17.0%。公司为中国医药工商业龙头企业，品牌、渠道优势明显，创新转型已见成效。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：产品获批不及预期，海外市场开拓不及预期，市场竞争格局恶化

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	37715	40624	43480	47132	50893
增长率	9.12%	7.71%	7.03%	8.40%	7.98%
EBITDA（百万元）	3822	4336	6046	6989	7892
归母净利润（百万元）	2499	2839	3332	3940	4551
增长率（%）	8.58%	13.59%	17.36%	18.25%	15.52%
EPS（元/股）	1.42	1.62	1.90	2.25	2.59
市盈率（P/E）	24.8	21.8	18.6	15.7	13.6
市净率（P/B）	3.3	2.9	2.6	2.3	2.1
EV/EBITDA	22.0	16.9	10.0	8.1	6.7

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 11 月 19 日收盘价

投资聚焦

核心逻辑

公司是医药工商业的传统龙头之一，业务范围广泛，渠道及品牌优势突出。公司加码创新转型，重点布局减重、糖尿病、银屑病等重大适应症，未来几年将迎来管线上市的密集收获期。公司医美业务处于国内第一梯队，核心产品质量及认可度高，多款在研产品有望于三年内获批，有利于维持公司的竞争优势地位和价格体系。随着存量品种集采压力的逐渐释放及高毛利产品的上市放量，公司业绩有望进入高质量增长轨道。

核心假设

- 医药工业：预计 2024-2026 年制药业务产品销量增速分别为 10.5%、16.7%、14.1%。医美板块：预计医美板块整体 2024-2026 年收入增速分别为 4.2%、26.3%、24.0%。工业微生物：预计工业微生物业务 2024-2026 年整体收入增速分别为 30.3%、26.6%、24.9%。医药商业：预计 2024-2026 年收入增速分别为 2%、2%、2%。参考行业平均水平，我们估计公司制药板块、医美板块、工业微生物、医药商业板块净利润率分别为 18%、10%、10%和 2%。

- 参考可比公司，我们给予制药板块 2025 年 20xPE；公司为国内医美国际化龙头企业，业绩兑现持续加速，给予医美板块 2025 年 30xPE；工业微生物板块高速发展，给予工业微生物板块 2025 年 30xPE；公司为全国医药商业龙头，给予医药商业板块 2025 年 10xPE。

盈利预测、估值与评级

- 我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 434.80/471.32/508.93 亿元，同比增速分别为 7.0%/8.4%/8.0%。2024-2026 年归母净利润分别为 33.32/39.40/45.51 亿元，同比增速分别为 17.4%/18.3%/15.5%，EPS 分别为 1.90/2.25/2.59 元/股。对应三年 CAGR 为 17.0%。鉴于公司各业务板块差异较大，分部估值法得公司 2025 年合理市值为 768.1 亿元，绝对估值法得公司 2025 年合理市值为 841.6 亿元。综合相对估值法与绝对估值法估值结果，给予公司 2025 年目标价 48.0 元，对应市值为 841.6 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

投资看点

- 公司重点布局的 GLP-1 行业兼具规模扩大、渗透率提升、集采免疫的增长逻辑，海外映射路径演绎通畅，国内需求未得到充分释放和满足。公司围绕 GLP-1 建立了涵盖口服、注射剂在内的长效、单靶点和多靶点创新药、生物类似药相结合的全方位和差异化产品管线，并且公司深耕内分泌疾病领域多年，销售渠道建设完备，有望快速占据市场份额。

- 在肿瘤领域中公司以抗体偶联药物（ADC）为战略重点，陆续投资、控股、孵化了多家国内拥有领先技术的生物科技公司，逐步打造 ADC 自主研发产业平台，持续开发差异化的 ADC 创新药物。公司自研的差异化 ADC 管线将陆续进入临床阶段。

- 公司医美业务以非手术类医美产品作为重点发展领域，少女针与能量源设备等核心产品快速放量，医美板块盈利能力及占总体营收比重逐步提升。公司核心产品竞争格局较好，管线储备丰富，核心子公司 Sinclair 为全球运营平台，实现了医美全球化经营布局，为公司长远发展提供持续动力。

正文目录

1. 积极求变的传统药企龙头 6
1.1 公司历史底蕴深厚 6
1.2 盈利能力持续修复 8
1.3 加速构建自主创新体系 10
2. 创新药细分市场前景广阔 11
2.1 GLP-1 渗透率快速增长 11
2.2 ADC 出海成为主流 13
2.3 自身免疫病市场持续扩容 15
3. 业务实现高质量发展 17
3.1 存量品种：集采压力逐步出清 17
3.2 创新药：逐步进入商业化收获期 19
3.3 医美：实现全球化经营布局 28
3.4 工业微生物：进入快速增长轨道 36
3.5 医药商业：经营稳健的现金流业务 37
4. 盈利预测、估值与投资建议 38
4.1 盈利预测 38
4.2 估值与投资建议 39
5. 风险提示 41

图表目录

图表 1：华东医药发展历程 6
图表 2：公司管理层行业经验丰富 7
图表 3：公司股权结构 8
图表 4：2019-2024H1 公司营收（亿元） 8
图表 5：2019-2024H1 公司归母净利润（亿元） 8
图表 6：2018-2024H1 公司细分业务毛利率 9
图表 7：2009-2024H1 公司主营业务营收（亿元） 9
图表 8：2009-2024H1 公司主营业务毛利（亿元） 9
图表 9：2019-2024H1 公司毛利率和净利率 10
图表 10：2019-2024H1 公司期间费用率 10
图表 11：华东医药 ADC 全球研发生态圈 10
图表 12：2018-2024H1 司美格鲁肽销售额（亿美元） 11
图表 13：2000-2035E 中国肥胖/超重患病率及相关医疗支出 12
图表 14：2022 年中国糖尿病市场 GLP-1RA 处方渗透率 2% 12
图表 15：2018-2023 中国糖尿病市场 GLP-1RA 处方复合增长率 12
图表 16：全球已获批的 ADC 药物（截至 2024 年 6 月） 13
图表 17：2018-2030E 全球 ADC 药物市场规模（亿美元） 14
图表 18：2018-2023H1 全球 ADC 授权交易 14
图表 19：2018-2023H1 中美 ADC 对外授权交易数量 14
图表 20：中国 ADC 海外授权交易统计 15

图表 21：2023 年 TOP100 药物中免疫类药物数量 16
图表 22：2023 年 TOP100 药物中免疫类销售额（亿美元） 16
图表 23：2018-2030E 中国银屑病市场规模（百万美元） 16
图表 24：2018-2030E 中国特应性皮炎市场规模（百万美元） 17
图表 25：2019-2024H1 中美华东业绩（亿元） 18
图表 26：2019-2024H1 中美华东归母净利率 18
图表 27：公司核心品种集采/医保谈判情况 18
图表 28：公司糖尿病领域全产品线布局（截止至 2024 年 8 月） 20
图表 29：公司 GLP-1 产品布局 20
图表 30：公司 GLP-1 管线临床进度 21
图表 31：公司自免领域的在研创新药管线 22
图表 32：公司自免领域产品布局（截止至 2024 年 8 月） 22
图表 33：IL-12/IL-23 抗体国内竞争格局 23
图表 34：罗氟司特乳膏对银屑病具有良好疗效 23
图表 35：罗氟司特乳膏对特应性皮炎具有良好疗效 24
图表 36：罗氟司特泡沫对银屑病具有良好疗效 24
图表 37：公司肿瘤领域产品布局（截止至 2024 年 8 月） 25
图表 38：FRα 阳性的铂耐药卵巢癌患者中索米妥昔单抗疗效优于标准疗法 ... 26
图表 39：塞纳帕利一线维持治疗可显著改善卵巢癌患者生存 26
图表 40：国内 PARP 抑制剂适应症布局 27
图表 41：泽沃基奥仑赛治疗复发/难治性多发性骨髓瘤疗效优异 27
图表 42：2018-2024H1 公司医美业务收入 28
图表 43：医疗美容项目分类 29
图表 44：2017-2030E 全球医美市场规模（按服务收入计,亿美元） 30
图表 45：2017-2030E 中国医美市场规模（按服务收入计，亿元人民币） 30
图表 46：2020 年主要国家每千人医疗美容治疗次数 30
图表 47：2021 年中国按城市等级划分的医疗美容渗透率 30
图表 48：注射类医美产品分类 31
图表 49：2017-2030E 中国玻尿酸皮肤填充剂产品市场规模（按出厂价计） ... 31
图表 50：2021 年中国玻尿酸皮肤填充剂竞争格局 31
图表 51：2017-2030E 中国肉毒毒素产品市场规模（按出厂价计） 32
图表 52：中国肉毒毒素获批厂家和在研厂家（III 期临床试验及之后阶段） 32
图表 53：再生类产品分类 33
图表 54：2017-2030E 中国基于左旋乳酸的再生类注射剂市场规模 34
图表 55：2021 年无创及微创医美治疗设备及耗材的全球销售结构 34
图表 56：2023-2030E 全球能量源医美设备市场规模 35
图表 57：全球能量源医美消费结构 35
图表 58：公司重点医美产品 35
图表 59：公司工业微生物板块战略布局 37
图表 60：2009-2024H1 医药商业板块毛利及毛利率 38
图表 61：分部估值法估值结果 39
图表 62：可比公司估值 40
图表 63：FCFF 基本假设关键参数 40
图表 64：FCFF 法估值结果（百万元） 41
图表 65：FCFF 估值敏感性测试 41

1. 积极求变的传统药企龙头

1.1公司历史底蕴深厚

华东医药股份有限公司创建于 1993 年，2000 年于深交所上市交易。历经 30 余年的发展，公司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，已发展成为集医药研发、生产、经销为一体的大型综合性医药上市公司。

2018 年前公司业务以中药及仿制药销售为主，在肾脏病、内分泌、消化等领域建立了完备的销售渠道和良好的品牌认可度，打造了百令胶囊、卡博平等多个峰值销售达数十亿元的大单品。2018 年后公司加大研发投入，通过自主开发、外部引进、项目合作等方式，不断丰富肿瘤、内分泌和自身免疫等治疗领域的创新药及生物类似药管线，积极实现从传统药企向国际化创新型药企的转型。

图表1：华东医药发展历程

时间	事件
1993	股份制企业改造，组建杭州医药站股份有限公司
1996	杭州华东医药公司与杭州医药站股份有限公司进行资产重组
2000	公司股票于深圳证券交易所上市交易
2008	全资子公司中美华东销售突破 10 亿元
2011	股份公司销售规模突破 100 亿元
2013	百令胶囊销售突破 10 亿元
2018	提出要向以科研开发与技术创新为主导的新型医药企业转型的战略目标
2018	收购英国上市公司 Sinclair，布局医美行业
2019	阿卡波糖销售突破 30 亿元
2020	与 ImmunoGen 公司合作，布局 ADC 药物
2021	制定工业微生物板块战略规划
2022	认购创新药公司 Heidelberg Pharma35%股权，成为第二大股东
2023	全球首创靶向 FRα 的 ADC 药物索米妥昔单抗递交上市申请

资料来源：公司官网，公司年报，国联证券研究所

公司董事长兼任总经理吕梁先生于 2010 年加入华东医药，历任公司副总经理、总经理，于 2019 年 6 月至今任公司董事长，曾荣获杭州市高层次人才 B 类人才，杭州市优秀企业家等荣誉。华东医药其余高管团队具有公司内多年任职经历，药企管理及医学事务工作经验丰富。

图表2：公司管理层行业经验丰富

吕梁　总经理

- 硕士研究生
- 历任远大资产管理有限公司项目经理、常熟雷允上制药有限公司总经理、华东医药股份有限公司董事、副总经理
- 现任华东医药股份有限公司董事长，兼任总经理

吴晖　副总经理

- 硕士学历，教授级高工
- 历任杭州中美华东制药有限公司技术员、车间主任、总工程师
- 现任杭州中美华东制药有限公司副总经理、华东医药股份有限公司副总经理、工业微生物事业部总经理

朱励　副总经理

- 硕士研究生，会计师
- 历任华东医药中成药分公司会计员、副经理、经理，中西药采购管理部副总监、总监，华东医药商业公司副总经理
- 现任华东医药公司副总经理（分管商业），兼任华东医药商业公司总经理。

邱仁波　财务负责人

- 硕士研究生
- 历任华东医药股份有限公司财务管理本部专员、制造分公司财务科科长，杭州中美华东制药有限公司财务部经理
- 现任杭州中美华东制药有限公司财务总监，华东医药股份有限公司财务负责人

张建飞　副总经理

- 大学本科
- 历任杭州中美华东制药有限公司业务员/主管、武汉大区经理、销售管理二部总监、湖北省药学服务公司总经理、药学服务管理二部总监
- 现任杭州中美华东制药有限公司副总经理

陈波　董秘

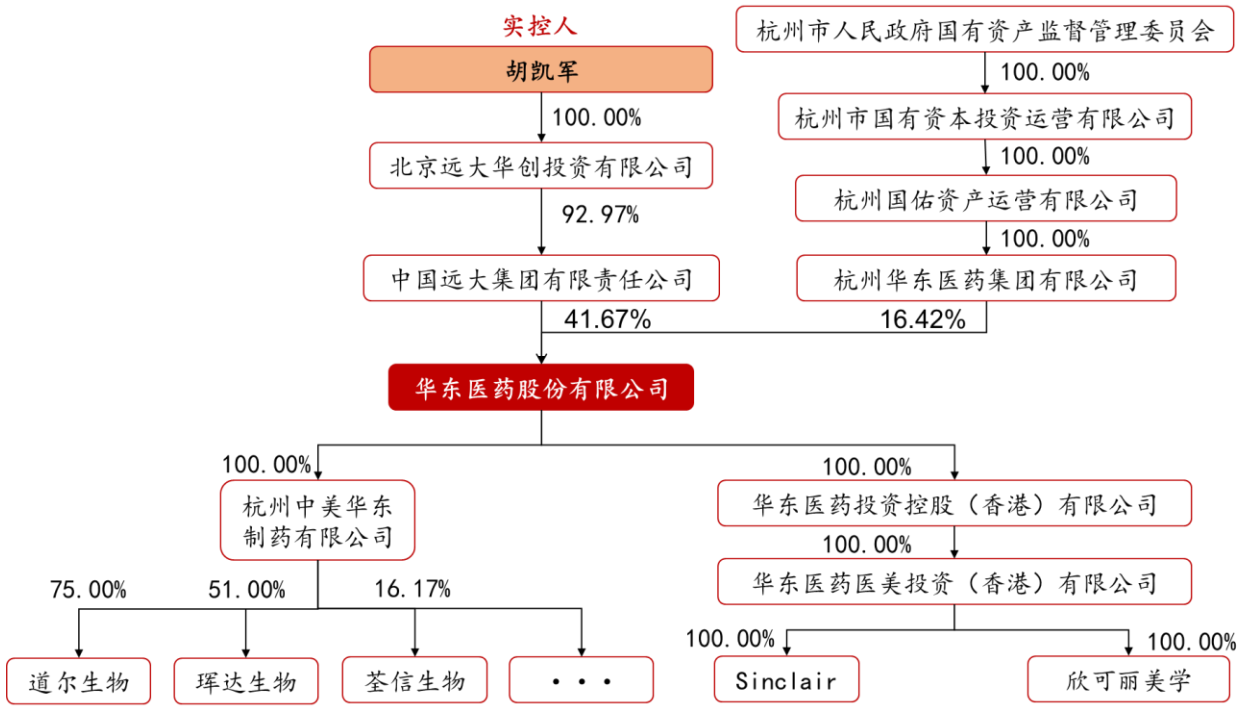
- 硕士研究生，经济师
- 历任华东医药股份有限公司融资部投资专员，融资部副经理，投融资部经理
- 现任华东医药股份有限公司董事会秘书

资料来源：华东医药官网，国联证券研究所

公司股权结构集中，背靠国资背景。公司控股股东为中国远大集团，持股比例41.67%，实控人为胡凯军先生，第二大股东实控人为杭州国资委，持有 16.42%股权。公司通过控股子公司重点拓展医药工业及医美业务，全资子公司中美华东为医药工业平台，子公司欣可丽美学为中国市场的医美运营平台，此外，公司收购了英国上市公司 Sinclair 以进军医美海外市场。

公司陆续投资、控股、孵化了多家拥有领先技术的生物科技公司，逐步打造创新药自主研发产业平台。参股公司包括专注自免生物疗法的荃信生物、ADC 连接子与偶联技术公司诺灵生物、重组蛋白多肽药物研发公司重庆派金、多抗平台型研发公司道尔生物等。

图表3：公司股权结构

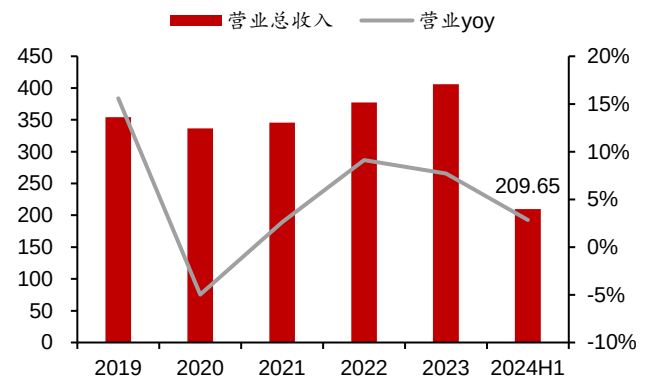


资料来源：公司公告，国联证券研究所

1.2 盈利能力持续修复

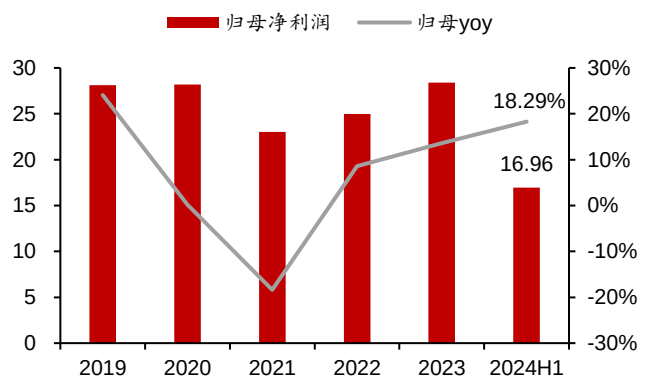
公司整体经营稳健，业务结构优化带动盈利能力稳步提升。2024 年上半年公司实现营业收入 209.65 亿元，同比增长 2.84%；实现归母净利润 16.96 亿元，同比增长 18.29%；实现扣非归母净利润 16.25 亿元，同比增长 13.85%。

图表4：2019-2024H1 公司营收（亿元）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

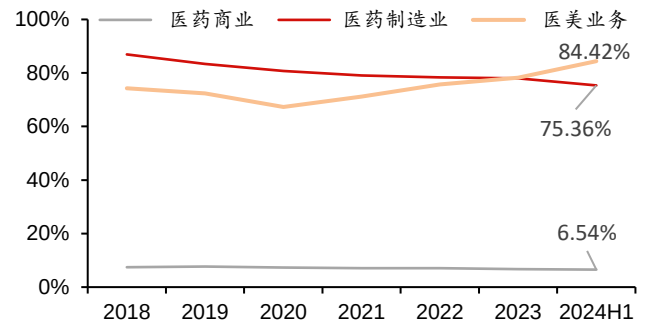
图表5：2019-2024H1 公司归母净利润（亿元）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

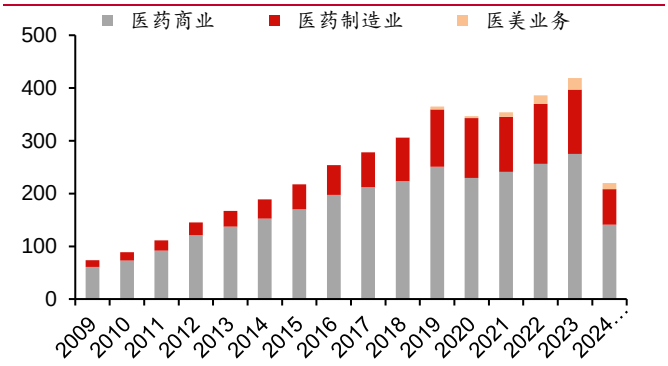
公司的医药商业业务贡献主要收入，医药工业及医美等高毛利业务持续成长。公司医药商业业务深耕浙江市场，是公司营收占比最大的业务，多年来经营稳健，毛利率维持在6.5%以上，为公司提供稳定现金流。近年来高毛利业务医药工业及医美板块营收占比持续升高，已成为公司毛利的主要贡献部分。

图表6：2018-2024H1 公司细分业务毛利率



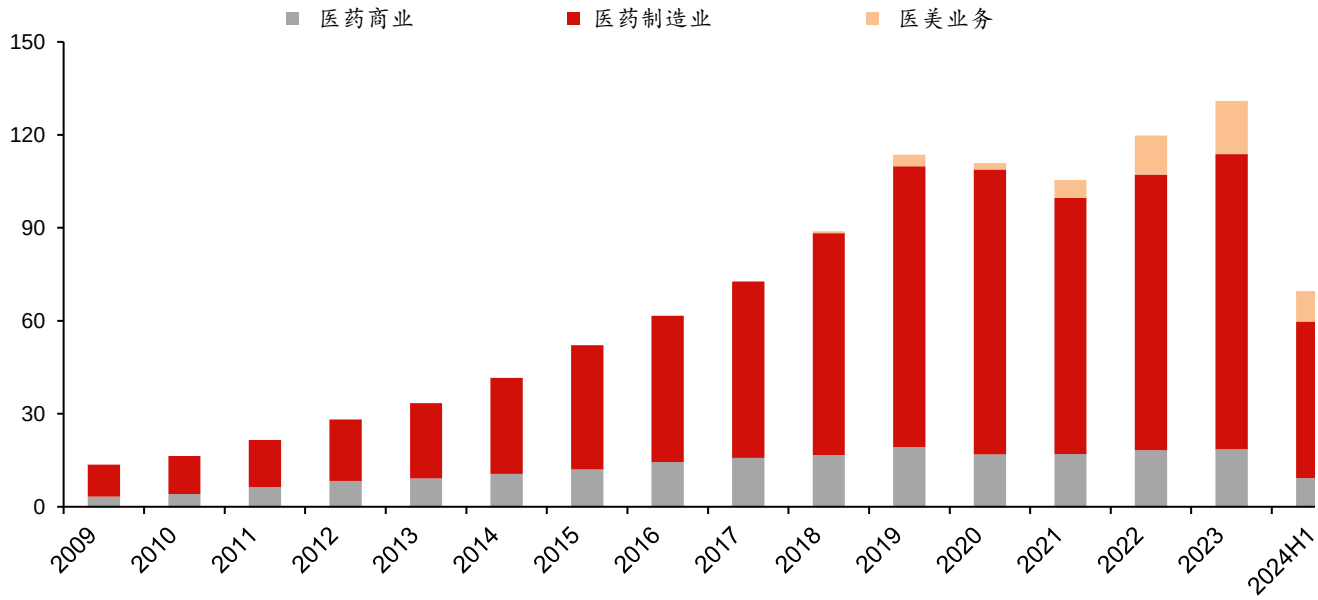
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表7：2009-2024H1 公司主营业务营收（亿元）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

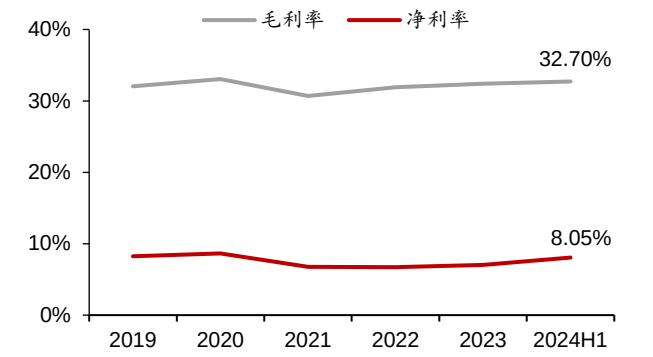
图表8：2009-2024H1 公司主营业务毛利（亿元）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

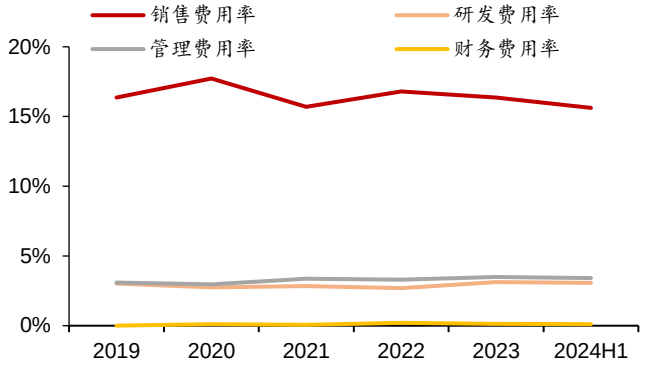
公司期间费用率维持在合理区间，随着集采影响减弱及高毛利业务占比增加，盈利能力逐渐修复。2024H1 公司毛利率 32.70%，同比提升 0.97pct；净利率 8.05%，同比提升 0.99pct。

图表9：2019-2024H1 公司毛利率和净利率



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表10：2019-2024H1 公司期间费用率



资料来源：公司公告，国联证券研究所

1.3加速构建自主创新体系

2018 年公司提出要向以科研开发与技术创新为主导的新型医药企业转型的战略目标。公司坚持“自研+引进”战略，与国内外先进制药及研发企业开展深度战略合作，同时成立了全球新药研发中心，构建覆盖从药物发现、药学研究、临床前研究、临床研究至产业化的药物研发自主创新体系，打造了华东医药全球研发生态圈。

图表11：华东医药 ADC 全球研发生态圈

资料来源：公司 2023 年年报，国联证券研究所

公司创新药研发重点布局内分泌、肿瘤及自身免疫三大领域，形成了 GLP-1、ADC 及自免外用制剂三大特色产品矩阵。围绕糖尿病、肥胖、银屑病、肿瘤等重大适应症，公司通过自主研发、外部合作和产品授权引进等方式形成了覆盖全周期的差异化创新产品管线，目前创新产品管线已超过 70 项，涵盖小分子、单抗、多抗、多肽、ADC、小核酸药物等多种形式。

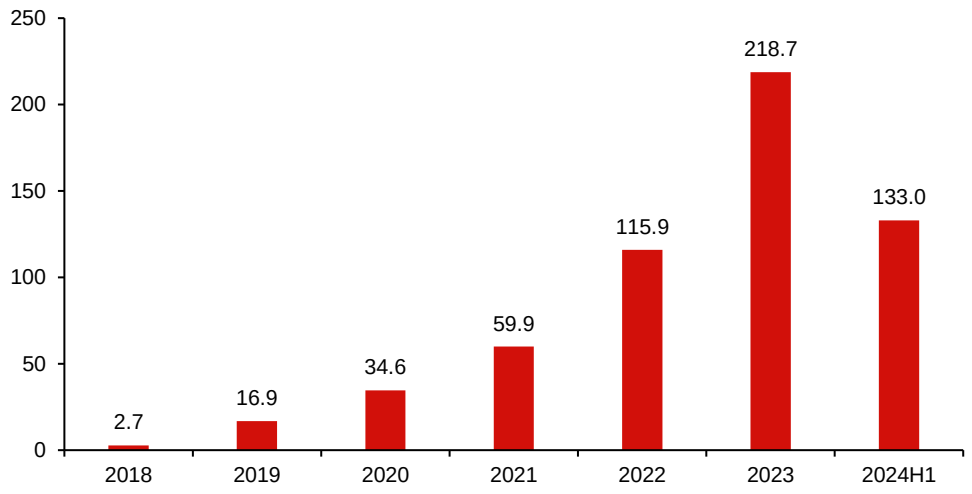
2. 创新药细分市场前景广阔

2.1 GLP-1 渗透率快速增长

胰高血糖素样肽-1（glucagon-like peptide-1，GLP-1）是一种由肠道 L 细胞分泌的肠促胰岛素激素，与受体结合后可增强胰岛素分泌、降低胰高血糖素分泌以降低血糖，并通过中枢及外周机制抑制食欲，人工修饰的 GLP-1 受体激动剂（GLP-1RA）已获批用于治疗 2 型糖尿病及肥胖。

GLP-1RA 兼具严肃医疗及可选消费品属性，商业价值已得到验证。GLP-1RA 在有效降糖、减重的同时，可降低患者出现心血管事件及慢性肾脏病的风险，并有望进一步拓展非酒精性脂肪肝、阿茨海默症等适应症。代表产品司美格鲁肽上市后快速放量，2024H1 销售额达 133 亿美元，同比增长 42.6%，有望超越帕博利珠单抗成为全球年销售额最高的药物，另一款 GLP-1RA 替尔泊肽 2024H1 销售额 66.6 亿美元，同比增长 330%。基于两款 GLP-1RA 持续超预期的市场表现，诺和诺德及礼来多次上调了业绩指引。

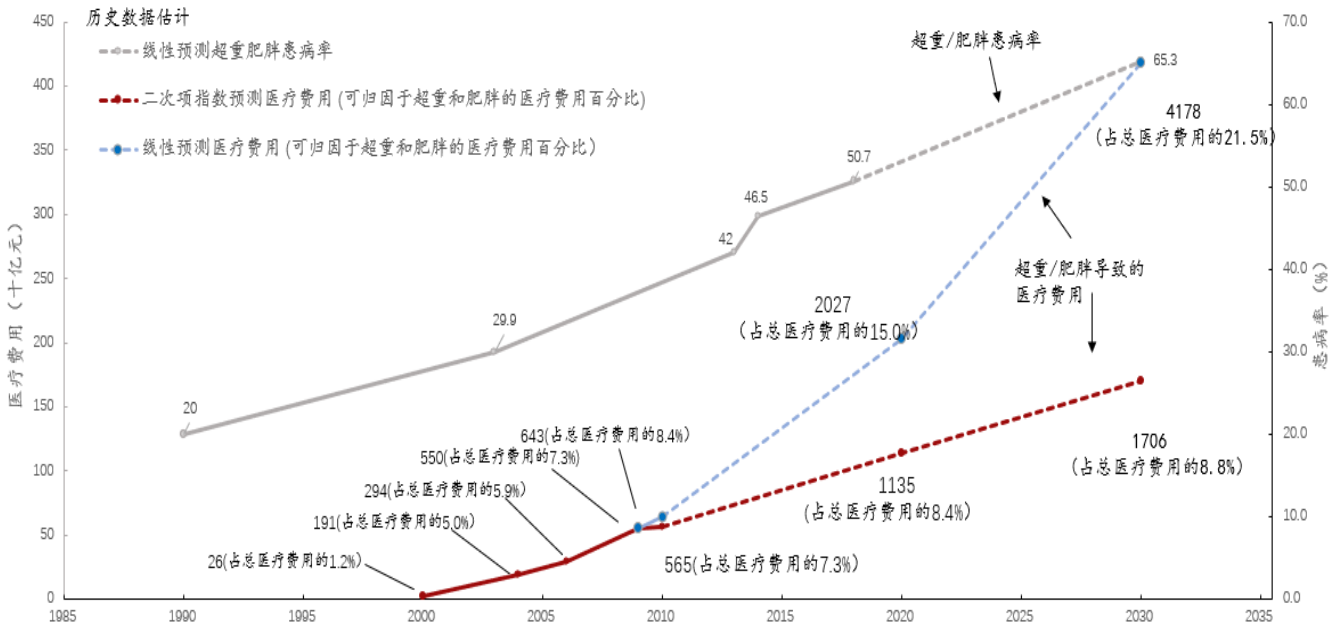
图表12：2018-2024H1 司美格鲁肽销售额（亿美元）



资料来源：诺和诺德财报，国联证券研究所

我国肥胖症、糖尿病患者规模庞大，发病率持续上升。据国际糖尿病联盟统计，2022 年中国糖尿病患者规模达 1.41 亿，预计 2030 年患者规模将达 1.64 亿。2020 年我国成年居民肥胖/超重患病率为 50.7%，预计 2035 年我国糖尿病患者数量将增至 1.64 亿，肥胖/超重患病率将达到 65.3%，肥胖相关医疗支出超过 1700 亿元。

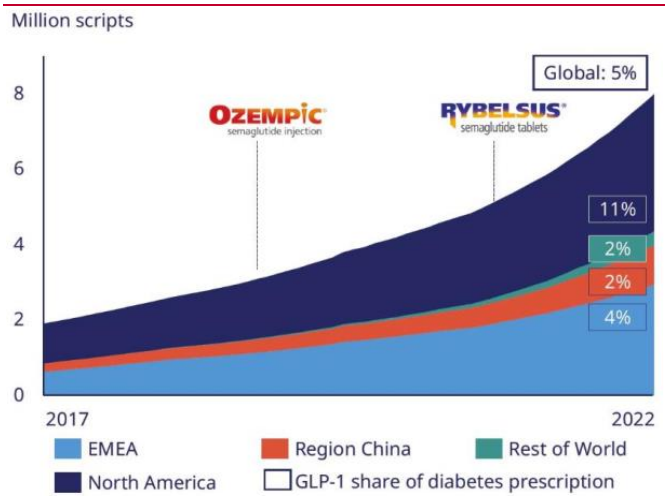
图表13：2000-2035E 中国肥胖/超重患病率及相关医疗支出



资料来源：Wang Y. Health policy and public health implications of obesity in China. Lancet Diabetes Endocrinol，国联证券研究所

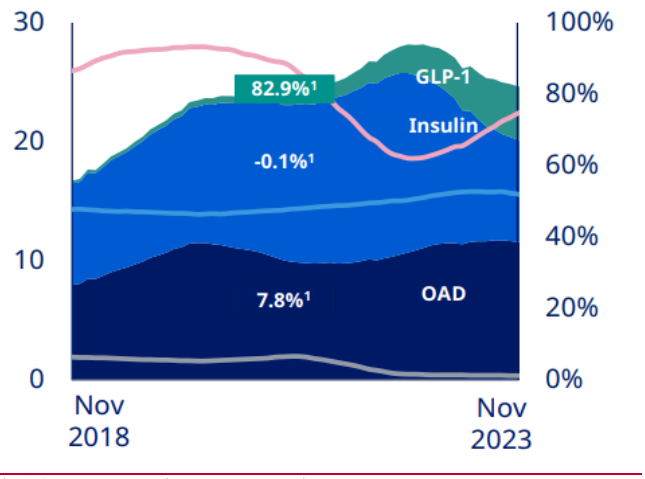
中国市场 GLP-1RA 处方渗透率较低，目前处于高速增长阶段。根据诺和诺德统计，2022 年我国糖尿病处方中 GLP-1RA 渗透率仅为 2%，远低于世界平均水平 5%及美国市场的 8%，仍有较大提升空间。2018-2023 年中国糖尿病市场中 GLP-1RA 处方的年复合增长率达 82.9%，增速远超胰岛素（-0.1%）及口服降糖药物（7.8%）。随着司美格鲁肽及替尔泊肽分别于 2024 年 6 月及 7 月获批减重适应症，国内 GLP-1RA 市场有望获得较大增量，继续保持高速增长。

图表14：2022 年中国糖尿病市场 GLP-1RA 处方渗透率 2%



资料来源：诺和诺德官网，国联证券研究所，网址：https://www.novonordisk.com/content/dam/nncorp/global/en/investors/ir material/annual_report/2024/novo-nordisk-annual-report-2023.pdf

图表15：2018-2023 中国糖尿病市场 GLP-1RA 处方复合增长率



资料来源：诺和诺德官网，国联证券研究所，网址：https://www.novonordisk.com/content/dam/nncorp/global/en/investors/ir material/annual_report/2024/novo-nordisk-annual-report-2023.pdf

2.2ADC 出海成为主流

ADC 药物（Antibody-Drug Conjugates）是一种将抗体和化疗药物通过连接子连接的靶向疗法，旨在将化疗药物精准地输送至目标细胞内，以增强疗效并降低副作用。近年来，ADC 药物在肿瘤治疗领域备受关注，是一类潜力较大的新型抗肿瘤治疗方法。

根据弗若斯特沙利文数据，截至 2023 年 6 月，全球共有 15 款 ADC 药物获批上市，其中 2018 年以来共有 11 款 ADC 药物获批。2019-2022 年期间 FDA 共批准了 8 款 ADC 药物，约占同期获批生物制剂的 15.4%。部分已获批 ADC 药物凭借良好的临床效果已显现出成为重磅药物的潜力，如 Enhertu 于 2019 年 12 月上市，2020 年即取得近 2 亿美元的收入，到 2023 年销售额高达约 16 亿美元。

图表16：全球已获批的 ADC 药物（截至 2024 年 6 月）

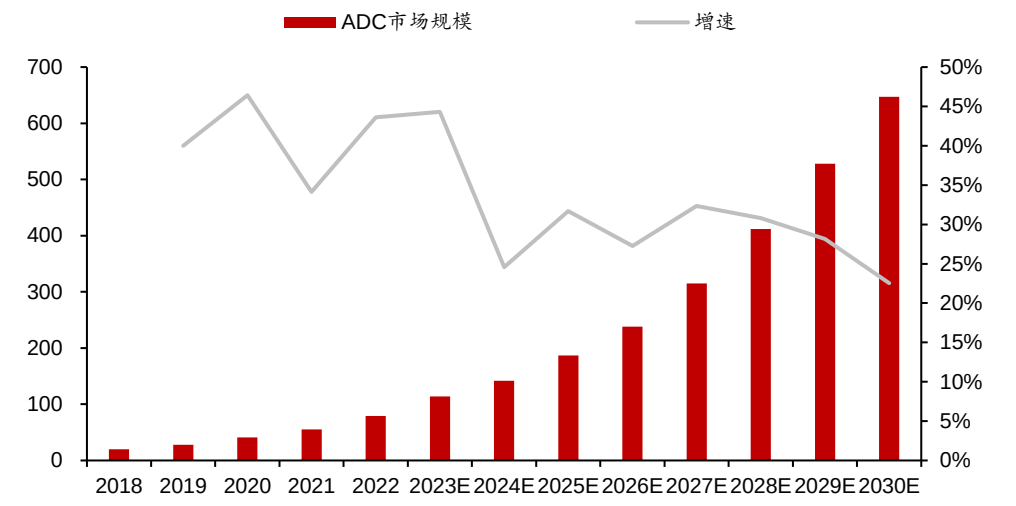
首次批准时间	商业名称	开发商	适应症	靶向
2011 年（FDA）	Adcetris	Seagen/Takeda	典型霍奇金淋巴瘤、系统性间变性大细胞淋巴瘤、退行性大细胞淋巴瘤、蕈样肉芽肿、外周 T 细胞淋巴瘤	CD30
2013 年（FDA）	Kadcyla	罗氏	HER2 阳性乳腺癌	HER2
2017 年（FDA）	Mylotarg	辉瑞	急性骨髓性白血病	CD33
2017 年（FDA）	Besponsa	辉瑞	B 细胞急性淋巴细胞白血病	CD22
2018 年（FDA）	Lumoxiti	阿斯利康	毛细胞白血病	CD22
2019 年（FDA）	Polivy	罗氏	弥漫性大 B 细胞淋巴瘤、大型 B 细胞淋巴瘤	CD79B
2019 年（FDA）	Padcev	Seagen/Astellas	输尿管尿路上皮癌	NECTIN-4
2019 年（FDA）	Enhertu	第一三共/阿斯利康	HER2 臀性乳癌、HER2 低表达乳癌、胃癌、非小细胞肺癌、食道胃部接合部癌	HER2
2020 年（FDA）	Trodelvy	吉利德	三阴性乳癌、输尿管尿路上皮癌、荷尔蒙受体呈阳性的乳腺癌、HER2 阴性乳癌	TROP-2
2020 年（FDA）	Blenrep	葛兰素史克	多发性骨髓瘤	BCMA
2020 年（PMDA）	Akalux	Rakuten Medical	头颈癌症	EGFR
2021 年（FDA）	Zynlonta	ADC Therapeutics	弥漫性大型 B 细胞淋巴癌	CD19
2021 年（NMPA）	Aidexi	荣昌生物	输尿管尿路上皮癌、胃癌、食道胃部接合部癌	HER2
2021 年（FDA）	Tivdak	Genmab/Seagen	子宫颈癌	TF
2022 年（FDA）	Elahere	ImmunoGen/华东医药	卵巢癌、输卵管癌及腹膜转移癌	FR-A

资料来源：医药魔方，国联证券研究所

得益于重磅 ADC 药物在肿瘤治疗领域的广泛应用以及新药研发的不断推进，ADC 行业有望迎来快速发展。根据弗若斯特沙利文数据，全球 ADC 市场规模由 2018

年 20 亿美元增长至 2022 年 79 亿美元，CAGR 为 40.4%，在生物制剂中的占比由 0.8%提升至 2.2%；预计到 2030 年将增长至 647 亿美元，8 年 CAGR 为 30.0%，在生物制剂中的占比有望提升至 8.3%。

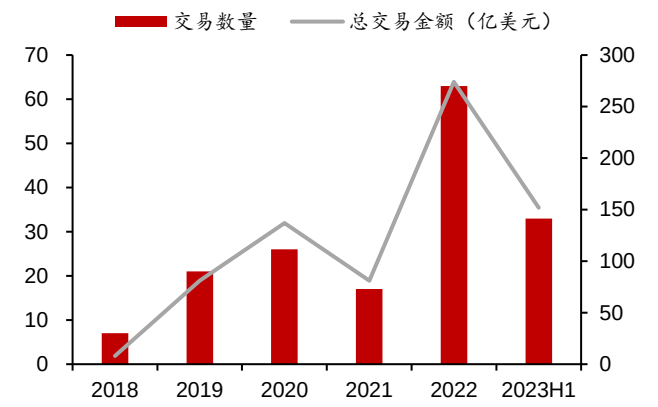
图表17：2018-2030E 全球 ADC 药物市场规模（亿美元）



资料来源：弗若斯特沙利文，国联证券研究所

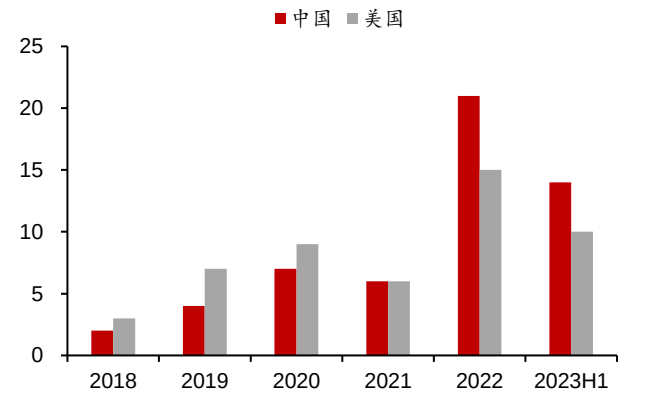
我国 ADC 药物海外授权交易频出，交易金额屡创新高。根据弗若斯特沙利文数据，全球 ADC 授权交易数量由 2018 年 7 笔增长至 2022 年达 63 笔，总交易金额由 2018 年 8 亿美元增长至 2022 年 274 亿美元。

图表18：2018-2023H1 全球 ADC 授权交易



资料来源：弗若斯特沙利文，国联证券研究所

图表19：2018-2023H1 中美 ADC 对外授权交易数量



资料来源：弗若斯特沙利文，国联证券研究所

根据医药魔方数据统计，截至 2023 年底，我国已有至少 16 家企业达成了超 20 笔海外 ADC 授权，受让方不乏 BMS、MSD、GSK 等国际知名企业，表明我国 ADC 药物的研发实力得到了国际普遍认可，也为国内 ADC CXO 企业未来发展奠定了坚

实的基础。

图表20：中国 ADC 海外授权交易统计

交易时间	转让方	受让方	项目	首付款（亿美元）	里程碑付款（亿美元）
2023/12/20	翰森制药	GSK	HS-20093	1.85	15.25
2023/12/15	和铂医药	Seagen	HBM9033	0.53	10.5
2023/12/12	百利天恒（Systimmune）	BMS	BL-B01D1	8	76
2023/10/30	恒瑞医药	Merck	HRS-1167; SHR-A1904; HRS-1167; SHR-A1904	1.71	14.99
2023/10/20	翰森制药	GSK	HS-20089	0.85	14.85
2023/10/12	宜联生物	BioNTech	HER3 ADC	0.7	-
2023/8/7	映恩生物	BioNTech	DB-1305	-	-
2023/5/12	礼新医药	AstraZeneca	LM-305	0.55	5.45
2023/5/7	百力司康	Eisai	BB-1701	0	20
2023/4/13	启德医药	Pyramid Biosciences	GQ1010	0.2	10
2023/4/3	映恩生物	BioNTech	DB-1303; DB-1311	1.7	15
2023/2/23	康诺亚	AstraZeneca	CMG901	0.63	11.25
2023/2/13	石药集团	Corbus Pharmaceuticals	SYS6002	0.08	6.85
2023/1/10	信诺维	AmMax	新一代 ADC	-	-
2022/12/22	科伦博泰	MSD	四项临床前 ADC；一项临床前 ADC；一项临床前 ADC; SKB410	1.75	93
2022/8/15	云顶新耀	Immunomedics	戈沙妥珠单抗	2.8	1.75
2022/7/28	石药集团	Elevation Oncology	SYSA1801	0.27	11.68
2022/7/26	科伦博泰	MSD	SKB315	0.35	9.01
2022/6/8	普众发现	OnCusp Therapeutics	AMT-707	-	-
2022/5/16	科伦博泰	MSD	sacituzumab tirumotecan	0.47	13.63
2022/5/5	礼新医药	Turning Point Therapeutics	LM-302	0.25	1.95
2021/8/9	荣昌生物	Seagen	维迪西妥单抗	2	24

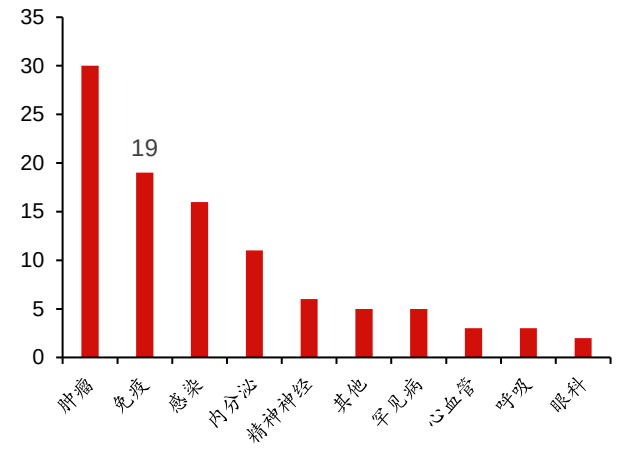
资料来源：各公司公告，医药魔方，国联证券研究所整理

2.3 自身免疫病市场持续扩容

自身免疫疾病患者规模庞大，药物潜在适应症多样，是继肿瘤后的第二大药物市场，历史上诞生了多款销售额达数十亿美元的品种。2023 年全球销售额前 100 的药品中，有 19 款自身免疫类药物，合计销售额达 920 亿美元。靶向 TNF-α 的阿达木

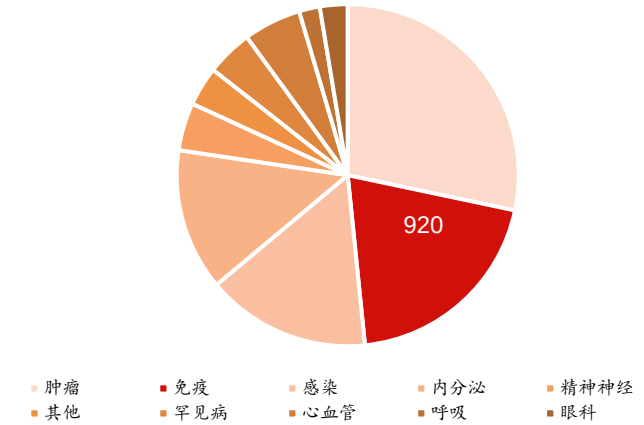
单抗于 2012 年至 2022 年连续蝉联全球销售额最高的药物，峰值销售达 212 亿美元。

图表21：2023 年 TOP100 药物中免疫类药物数量



资料来源：医药魔方，国联证券研究所

图表22：2023 年 TOP100 药物中免疫类销售额（亿美元）

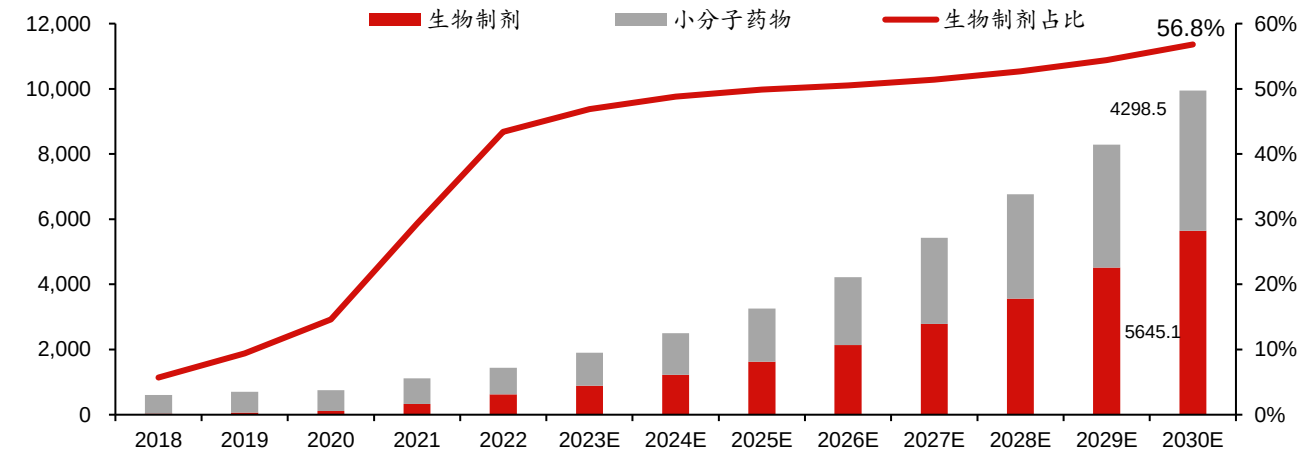


资料来源：医药魔方，国联证券研究所

基于中国庞大的患者基数及自免药物可及性的提高，中国自身免疫疾病药物市场有望快速增长。弗罗斯特沙利文预测中国自免药物市场将从 2022 年的 29 亿美元增长至 2030 年的 199 亿美元，2022 年-2030 年 CAGR 达 27.0%。

银屑病是一种遗传与环境共同作用诱发的免疫介导的慢性、炎症性、系统性疾病。根据弗罗斯特沙利文统计，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%。

图表23：2018-2030E 中国银屑病市场规模（百万美元）

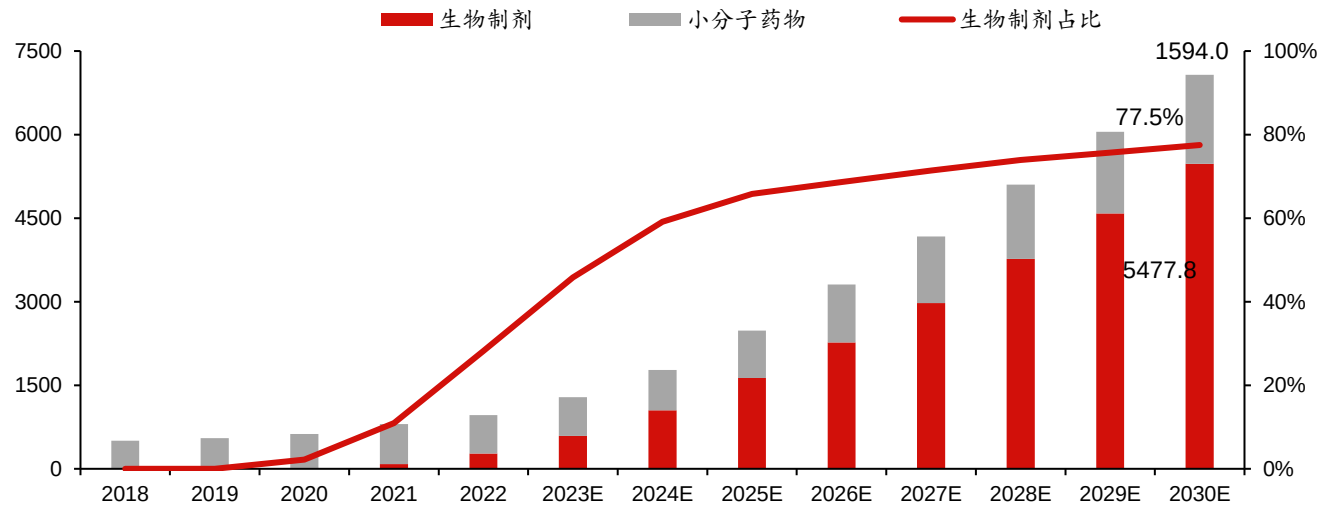


资料来源：荃信生物招股书，国联证券研究所

特应性皮炎是一种慢性、复发性、炎症性皮肤病。其临床表现以皮肤干燥、慢性湿疹样皮损和明显瘙痒为主要特征，给患者生活带来了极大痛苦和不便，患者治疗意愿强烈。特应性皮炎的传统手段以对症治疗为主，对于症状严重的患者，必要时联合糖皮质激素及免疫抑制剂治疗，由于特异性皮炎患者往往需要长期乃至终身用药，因此糖皮质激素及免疫抑制剂的副作用不可忽视。

据弗若斯特沙利文统计，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%。

图表24：2018-2030E 中国特应性皮炎市场规模（百万美元）



资料来源：荃信生物招股书，国联证券研究所

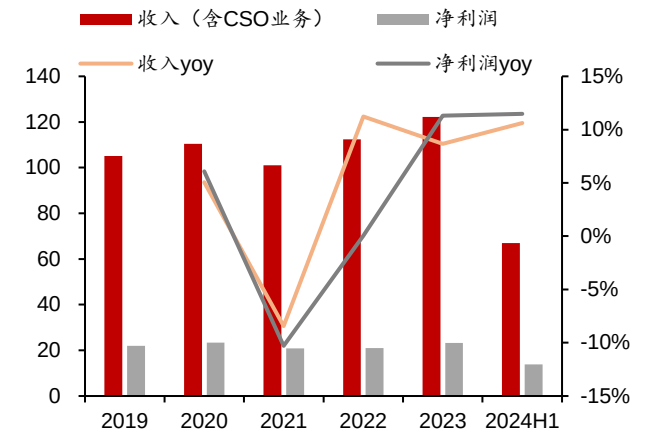
3. 业务实现高质量发展

3.1 存量品种：集采压力逐步出清

公司的医药工业业务以杭州中美华东制药有限公司为主体，产品涵盖中药、免疫抑制剂、内分泌药物、消化系统药物、抗肿瘤药物、心血管药物、抗生素药物等。

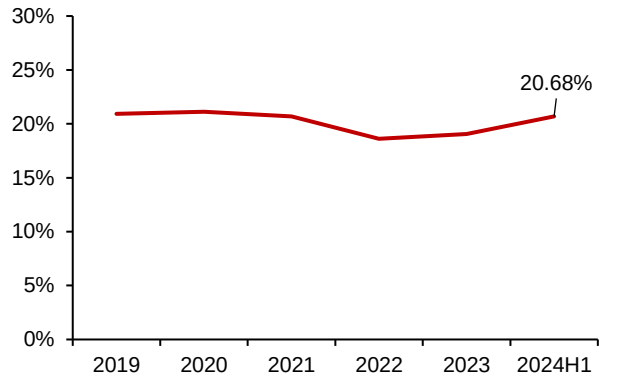
2024H1 中美华东收入达 66.98 亿元，同比增长 10.63%，归母净利润 13.85 亿元，同比增长 11.48%，保持良好增长趋势，2024H1 净利率已恢复至 2021 年水平。

图表25：2019-2024H1 中美华东业绩（亿元）



资料来源：公司公告，国联证券研究所 注：2022 年为扣非净利润

图表26：2019-2024H1 中美华东归母净利率



资料来源：公司公告，国联证券研究所

目前百令片剂、阿卡波糖、吗替麦考酚酯、泮托拉唑等公司核心大品种已完成集采或医保谈判降价。尚未经历集采的大品种包括百令胶囊、他克莫司、吲哚布芬、吡格列酮二甲双胍复方制剂、环孢素。其中环孢素治疗窗较窄，因存在换药风险，从第三批集采名单中剔除。随着公司创新药管线的上市放量及医美、工业微生物等其他板块的发展，存量品种的集采影响将持续缩小。

图表27：公司核心品种集采/医保谈判情况

核心品种	剂型	国家医保	基药	2023 年销售额（亿元）	2023 年销售额占比		集采/医保谈判情况
百令	胶囊剂	乙类	是	28.00	20.87%	24.45%	医保谈判降价约 33%（执行期为 2021 年 3 月-2023 年），后续医保谈判维持原价（执行期为 2023 年 3 月-2024 年），已纳入第三批全国中成药集采征求意见稿
	片剂	乙类	是	4.81	3.58%		中标 2021 年湖北中成药省际联盟集采、2024 年京津冀“3+N”联盟药品集中采购等省际集采
他克莫司	胶囊剂	乙类	否	28.35	21.13%	21.13%	他克莫司缓释胶囊曾进入广东集采，公司产品尚未参与集采
吲哚布芬	片剂	乙类	否	18.75	13.98%	13.98%	/
吡格列酮+二甲双胍，复方	片剂	乙类	否	14.95	11.14%	11.14%	/
阿卡波糖	片剂	甲类	是	9.38	6.99%	8.94%	流标第二批国家集采，中标河南牵头的十三省药品联盟集采

	咀嚼片剂	乙类	否	2.61	1.95%		医保谈判续约维持原价（执行期为 2023 年 3 月-2024 年）
吗替麦考酚酯	分散片剂	乙类	是	5.80	4.33%	5.89%	/
	片剂	乙类	是	0.21	0.16%		/
	胶囊剂	乙类	是	1.89	1.41%		中标第七批国家集采
环孢素	软胶囊	甲类	是	6.60	4.92%	5.02%	/
	口服液	甲类	是	0.14	0.10%		/
恩格列净+二甲双胍，复方	片剂	乙类	否	3.79	2.82%	2.82%	医保谈判降价 14.88%（执行期为 2024-2025 年）
泮托拉唑	肠溶胶囊	乙类	否	1.94	1.45%	2.14%	/
	注射剂	乙类	否	0.93	0.69%		中标第四批国家集采

资料来源：PDB，米内网，公司公告，国联证券研究所 注：2023 年销售额为 PDB 全渠道放大的终端销售数据

3.2 创新药：逐步进入商业化收获期

公司创新研发重点布局内分泌、自身免疫及肿瘤三大领域，创新产品管线超过 70 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。

3.2.1 内分泌及代谢：围绕 GLP-1 布局

公司深耕内分泌领域多年，具备良好的渠道及品牌效应。公司在代谢与内分泌疾病领域拥有丰富经验，经过近二十年经营，已构建了研发、生产、销售的全产业链布局。目前公司覆盖了包括 DPP-4 抑制剂、SGLT-2 抑制剂、GLP-1 受体激动剂、传统口服降糖药在内的多数糖尿病药物品种，产品市场占有率持续保持国内同类产品前列，其中卡博平（阿卡波糖片）峰值销售超过 30 亿元，渠道及品牌建设卓有成效。

图表28：公司糖尿病领域全产品线布局（截止至 2024 年 8 月）

资料来源：2024 年公司半年报，国联证券研究所

在内分泌领域，公司以 GLP-1 靶点为核心，建立了涵盖口服、注射剂在内的长效、单靶点和多靶点创新药、生物类似药相结合的全方位和差异化的产品管线。基于现有管线的优势，公司将继续探索与 GLP-1 相关靶点的创新项目，拓展减重、降脂、NASH、心衰等相关适应症，持续开发具有更高给药依从性、更具临床优势的创新药物。

图表29：公司 GLP-1 产品布局

资料来源：2024 年公司半年报，国联证券研究所

公司的 GLP-1 生物类似药开发进度国内领先，有望凭借先发及渠道优势快速抢

占市场份额。利拉鲁肽的糖尿病适应症已于 2023 年 3 月获得 NMPA 批准上市，肥胖或超重适应症已于 2023 年 6 月获得 NMPA 批准上市，是国内首款获批用于减重的 GLP-1 产品。司美格鲁肽糖尿病适应症已完成 III 期临床研究入组，预计 2024 年 Q4 获得主要终点数据，体重管理适应症的 IND 申请已于 2024 年 9 月底获批。

围绕 GLP-1 靶点公司开发了口服小分子、双靶、三靶等多款创新产品，形成了差异化产品矩阵。公司自主研发的口服小分子 GLP-1 受体激动剂 HDM1002 糖尿病适应症已于 2023 年 5 月获中美双 IND 批准，体重管理适应症已完成 II 期临床研究全部入组，预计 2024 年 Q4 进行 pre-III 期沟通；糖尿病适应症已完成 II 期临床研究首例受试者入组。

公司自主研发的 GLP-1/GIP 双靶点长效多肽类激动剂 HDM1005 用于超重或肥胖人群的体重管理、2 型糖尿病 2 个适应症的中国 IND 申请已于 2024 年 3 月获得批准，并于当月完成中国 Ia 期临床研究首例入组及给药，预计 2024Q4 获得顶线结果，2025 年初启动 II 期临床试验。

控股子公司道尔生物在研的/GCG/GLP-1/FGF21 靶点的多重激动剂 DR10624 已完成 I 期剂量递增研究，目前正在新西兰开展肥胖合并高甘油三酯血症的 Ib/IIa 期临床试验，预计 2024 年底前完成。高甘油三酯血症的国内 II 期临床已启动，已完成首例入组。

图表30：公司 GLP-1 管线临床进度

产品	靶点	适应症	临床前	IND	I 期	II 期	III 期	上市申请
利拉鲁肽	GLP-1 日制剂	糖尿病、肥胖或超重	国内已上市					
司美格鲁肽	GLP-1 周制剂	糖尿病						
DR10624	GLP-1/GCG/FGF21	肥胖合并高甘油三酯血症	海外进展					
			国内进展					
HDM1002	GLP-1 小分子	糖尿病、肥胖或超重						
HDM1005	GLP-1/GIP	糖尿病、肥胖或超重						

资料来源：2024 年公司半年报，国联证券研究所

3.2.2 自身免疫：生物制剂+外用制剂产品矩阵

自身免疫疾病是公司经营多年的慢性病领域，产品种类覆盖全面，发展出环孢素、

他克莫司、吗替麦考酚酯等大单品。截至 2024 年 8 月，公司在自免疾病领域已拥有在研生物药和小分子创新产品 10 余款，重点覆盖银屑病、特应性皮炎等适应症。

图表31：公司自免领域的在研创新药管线

产品	靶点/成分	适应症	临床前	IND	I 期	II 期	III 期	上市申请
利纳西普	IL-1A/IL-1B	复发性心包炎	美国已上市					
罗氟司特乳膏	PDE-4	斑块状银屑病	美国已上市					
		特应性皮炎	美国已上市					
罗氟司特泡沫	PDE-4	脂溢性皮炎	美国已上市					
		头皮及身体银屑病	美国 NDA 申请已受理					
Wynzora 乳膏	卡泊三醇、二丙酸倍他米松	斑块状银屑病	美国、欧洲已上市					
HDM3001	IL-12/IL-23	银屑病						
HDM3016	IL-4R	特应性皮炎						
HDM3002	CD32/CD79	系统性红斑狼疮						
IMB-101	OX40L/TNF α	类风湿关节炎						
IMB-102	OX40L	特应性皮炎					国内进度	海外进度

资料来源：2024 年公司半年报，国联证券研究所

图表32：公司自免领域产品布局（截止至 2024 年 8 月）

资料来源：2024 年公司半年报，国联证券研究所

银屑病、特应性皮炎是公司自免领域的发展重点，围绕该适应症公司发展了包括生物制剂+外用制剂的产品矩阵。公司在从生物制剂向外用制剂延伸，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，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。此外，公司与 Arcutis Biotherapeutics 达成合作，获得了罗氟司特乳膏及泡沫剂型的国内权益。

图表33：IL-12/IL-23 抗体国内竞争格局

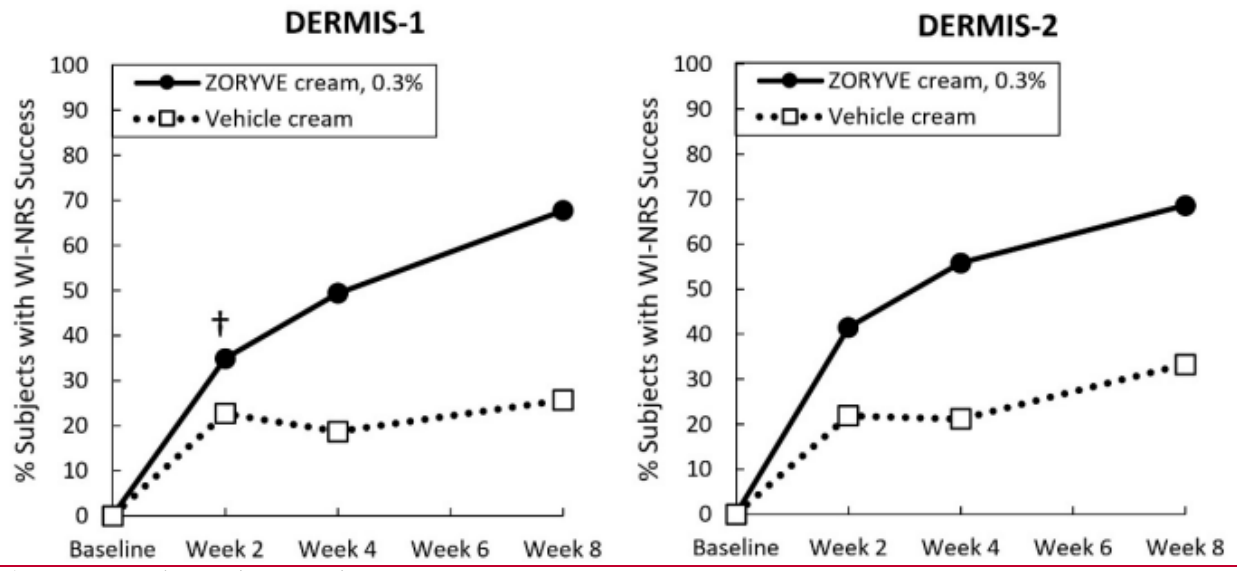
管线	公司	主要适应症	临床进度	时间
乌司奴单抗	强生	斑块银屑病；克罗恩病	已上市	2017 年 11 月
HDM3001	华东医药/荃信生物	斑块银屑病	已上市	2024 年 11 月
BAT2206	百奥泰	斑块银屑病；克罗恩病	申报上市	2024 年 5 月
AK101	康方生物	斑块银屑病；溃疡性结肠炎	申报上市	2023 年 8 月
SYSA1902	石药集团	斑块银屑病	临床 III 期	2023 年 1 月

资料来源：医药魔方，国联证券研究所

HDM3001 是公司与荃信生物合作开发的乌司奴单抗生物类似药，已于 2024 年 11 月获批上市，是国内首款上市的乌司奴单抗生物类似药。原研产品为强生公司研发的 IL-12/IL-23 单抗，用于治疗银屑病、克罗恩病等自身免疫病，2023 年全球销售额达 108.6 亿美元。

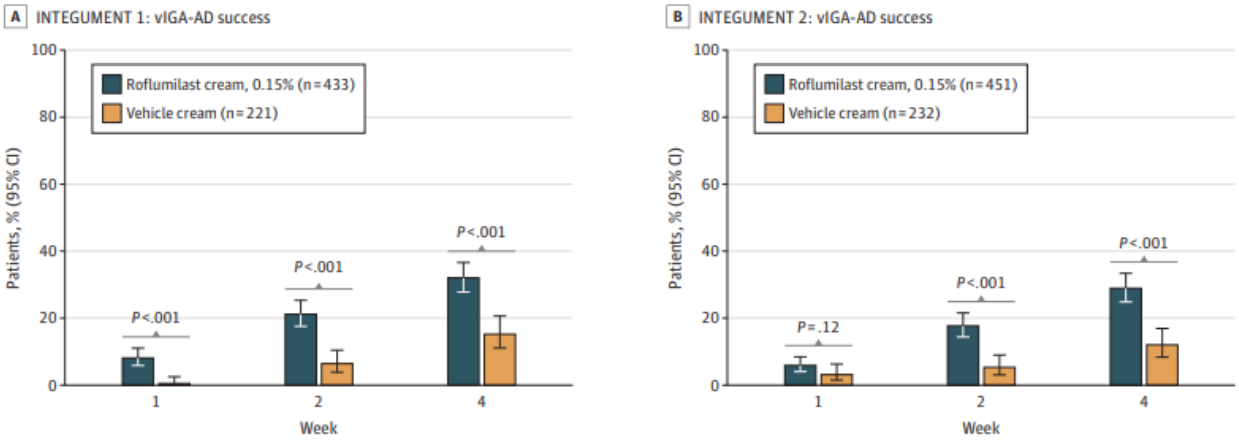
罗氟司特乳膏采用专有的 HydroARQ 技术，与传统的激素类外用制剂相比，每日仅需用药一次，提高了便利度和患者依从性。外用剂型可以快速清除银屑病斑块并减少身体所有受影响部位的瘙痒症状，安全性及耐受性较好，并可用于面部、腋下、乳房下方、腹股沟或臀部等特殊部位。该产品已获得 FDA 批准用于治疗银屑病中国 IND 申请已于 2024 年 9 月获得批准。

图表34：罗氟司特乳膏对银屑病具有良好疗效



资料来源：ZORYVE 药品说明书，国联证券研究所

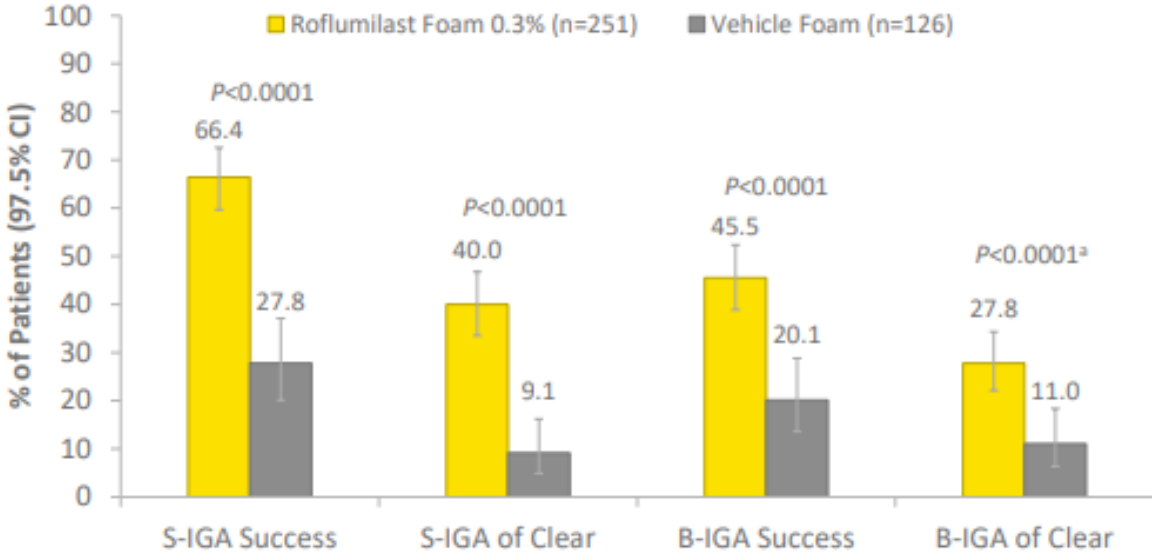
图表35：罗氟司特乳膏对特应性皮炎具有良好疗效



资料来源：Roflumilast Cream, 0.15%, for Atopic Dermatitis in Adults and Children: INTEGUMENT-1 and INTEGUMENT-2 Randomized Clinical Trials. JAMA Dermatol，国联证券研究所

罗氟司特泡沫可以克服传统外用制剂的不足，对于头皮等有毛发覆盖的皮肤银屑病和脂溢性皮炎具有良好疗效，目前已获批用于 9 岁及以上患者的脂溢性皮炎，并已递交治疗头皮及身体银屑病的补充上市申请。

图表36：罗氟司特泡沫对银屑病具有良好疗效



资料来源：2024 AAD，国联证券研究所

Wynzora 乳膏由公司从 MC2 Therapeutics 引进，为卡泊三醇和二丙酸倍他米松组合的水性乳膏，目前已在欧美获批用于斑块型银屑病的局部治疗。该药膏采用 PAD™ 技术，通过新型水包油配方及递送系统，提高了有效成分的渗透性、溶解度和稳定性，使两种药物成分能够保持稳定，克服了传统外用制剂需要多次使用的不足，每日仅需使用一次，是目前全球唯一获批用于银屑病的该组分日制剂。

3.2.3 肿瘤：重点发展 ADC 技术平台

肿瘤领域是公司医药工业重点发展的三大核心治疗领域之一。截止至 2024 年 8 月，通过自主研发及外部合作，公司在肿瘤领域已建立了超过 30 项的肿瘤创新药管线，涵盖小分子、单抗、多抗、ADC、CAR-T 等多种药物形式，已有一款产品实现商业化，3 项管线进入 NDA 阶段。

图表37：公司肿瘤领域产品布局（截止至 2024 年 8 月）

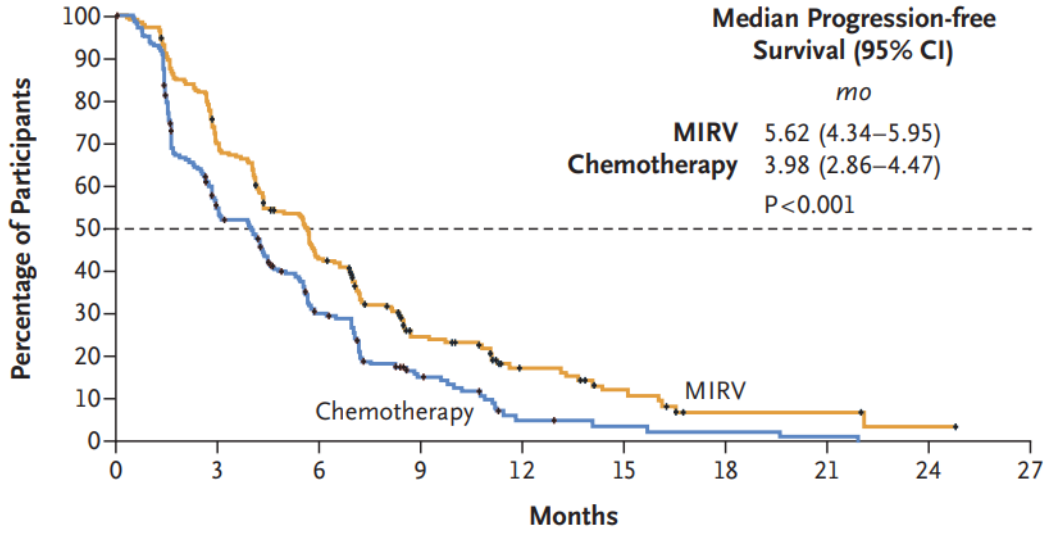
产品	靶点	适应症	临床前	IND	I 期	II 期	III 期	上市申请	已获批
HDM2002	FRα	铂耐药卵巢癌	美国已上市						
塞纳帕利	PARP	卵巢癌							
MET306	EGFR	非小细胞肺癌							
DR30303	CLDN18.2	实体瘤							
DR30206	PDL1/VEGF/TGFβ	实体瘤							
HDM2003	PD1/IL15	膀胱癌							
HDM2006	HPK1	实体瘤							
HDM2031	PSMA	前列腺癌							
赛恺泽	BCMA	多发性骨髓瘤							
IM19	CD19	弥漫大 B 细胞淋巴瘤							
		急性 B 淋巴细胞淋巴瘤							
		套细胞淋巴瘤							
HDM2005	ROR1	晚期恶性肿瘤						国内进度	海外进度
HDM2027	BCMA	多发性骨髓瘤							

资料来源：2024 年公司半年报，国联证券研究所

在实体瘤领域中公司以抗体偶联药物（ADC）为战略重点，陆续投资、控股、孵化了多家国内拥有领先技术的生物科技公司，已形成华东医药独有的全球研发生态圈。

索米妥昔单抗（ELAHERE®，HDM2002）是公司从 ImmunoGen 引进叶酸受体 α（FRα）ADC，该药是全球首款靶向 FRα 的 ADC 药物。MIRASOL 研究证实在 FRα 表达阳性的铂耐药卵巢癌患者中，索米妥昔单抗的疗效及安全性数据均优于标准化疗（中位 PFS 5.62 月 vs 3.98 月，≥3 级不良事件发生率 41.7% vs 54.1%），该产品已在美国获批上市，针对铂耐药卵巢癌的中国上市许可申请已于 2023 年 10 月获得受理，目前处于审评阶段。

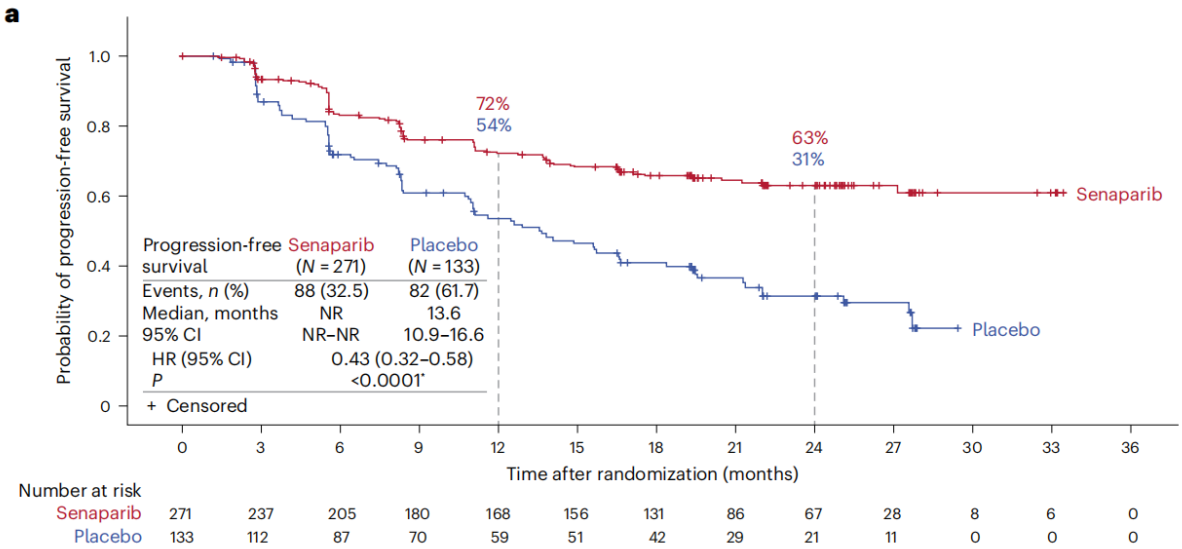
图表38：FRα 阳性的铂耐药卵巢癌患者中索米妥昔单抗疗效优于标准疗法



资料来源：2023 ASCO，国联证券研究所

塞纳帕利是公司从英派药业引进的聚二磷酸腺苷核糖聚合酶(PARP)抑制剂，中国上市申请已于 2023 年 8 月获受理，适用于晚期上皮性卵巢癌、输卵管癌或原发性腹膜癌成人患者对一线含铂化疗达到完全缓解或部分缓解后的维持治疗。

图表39：塞纳帕利一线维持治疗可显著改善卵巢癌患者生存



资料来源：Senaparib as first-line maintenance therapy in advanced ovarian cancer: a randomized phase 3 trial. Nat Med 30, 1612–1621 (2024)，国联证券研究所

塞纳帕利定位于卵巢癌全人群一线的维持治疗，与索米妥昔单抗互为协同，有望提升公司在卵巢癌适应症中的竞争优势。

图表40：国内 PARP 抑制剂适应症布局

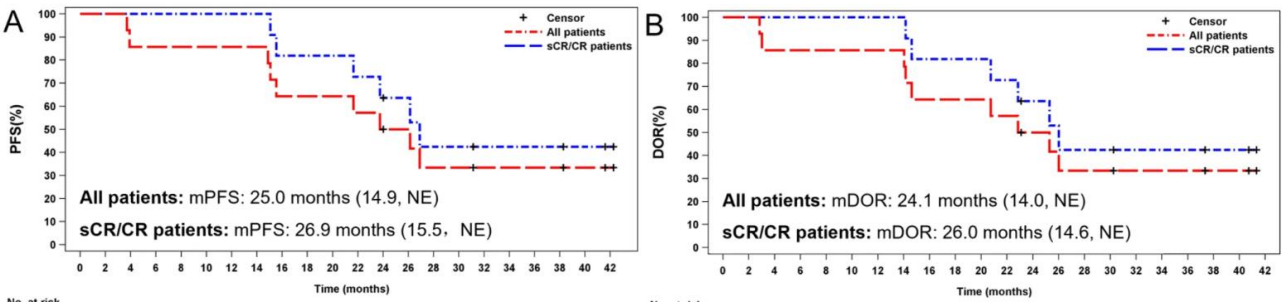
药物	公司	上市时间	卵巢癌相关适应症
奥拉帕利	阿斯利康/默沙东	2018 年 8 月	铂敏感复发性卵巢癌维持治疗 BRCA1/2 突变晚期卵巢癌一线维持治疗
尼拉帕利	GSK/再鼎	2019 年 12 月	铂敏感复发性卵巢癌维持治疗 晚期卵巢癌一线维持治疗
氟唑帕利	恒瑞医药	2020 年 12 月	三线治疗伴有胚系 BRCA 突变铂敏感复发性卵巢癌 铂敏感复发性卵巢癌维持治疗 晚期卵巢癌一线维持治疗
帕米帕利	百济神州	2021 年 4 月	三线治疗伴有胚系 BRCA 突变铂敏感复发性卵巢癌
塞纳帕利	华东医药/英派药业	2023 年 8 月 NDA	晚期卵巢癌一线维持治疗

资料来源：医药魔方，国联证券研究所

在血液瘤领域中，公司持续加码嵌合抗原受体修饰 T 细胞疗法(CAR-T)，公司的环孢素等多款重点产品在血液疾病中使用广泛，完善的渠道建设及品牌效应有助于 CAR-T 疗法的商业化推进。

2023 年 1 月与科济药业达成合作获得 BCMA CAR-T 泽沃基奥仑赛（赛恺泽®）的权益，自 2024 年 3 月商业化上市以来，销售状况良好。公司已组建独立的商业化团队全面推广赛恺泽，产品市场推广顺利，截至 2024 年 7 月 31 日，接受赛恺泽使用培训和通过认证的医疗机构已达 129 家。公司建立了集市场准入、医学服务、运营服务、物流管理为一体的商业化平台，在医院认证、DTP 药房、冷链运输、创新支付等多个环节全覆盖，高度专业化的团队，为每个订单提供专业化的全流程服务，保障每个订单成功执行。

图表41：泽沃基奥仑赛治疗复发/难治性多发性骨髓瘤疗效优异



资料来源：2023 AHH，国联证券研究所

赛恺泽的商业化成绩增强了公司持续拓展 CAR-T 产品管线的信心。公司于 2024 年 8 月与艺妙神州合作，获得 CD19CAR-T 产品 IM19 注射液的权益。IM19 注

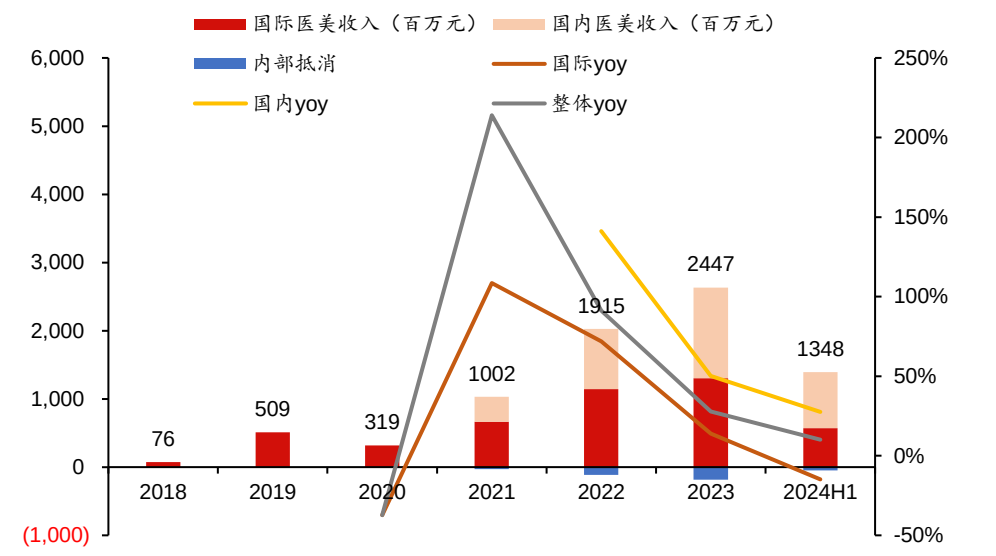
射液布局复发难治弥漫大 B 细胞淋巴瘤（r/r-DLBCL）、急性 B 淋巴细胞白血病（B-ALL）和套细胞淋巴瘤（MCL）三大适应症。针对 r/r-DLBCL 后线治疗的研究即将完成 II 期确证性临床试验，预计于 2024Q4 递交 BLA。此外，针对 B-ALL 和 MCL 的 I 期临床研究已完成受试者回输，即将进入 II 期临床试验阶段。IM19 的顺利推进，将进一步夯实公司在商业化细胞治疗中的领先地位。

3.3 医美：实现全球化经营布局

公司自 2018 年收购 Sinclair 起，开始全球化布局医美业务。全资子公司 Sinclair 是海外医美运营平台，总部位于英国，主要销售 Ellansé、玻尿酸以及面部提拉埋线等产品，同时通过其全资子公司 High Tech 和 Viora 在全球市场研发及拓展能量源医美器械业务；全资子公司欣可丽美学为中国市场运营平台，目前 Ellansé“伊妍仕”在国内官方合作医院数量已超 600 家，培训认证医生数量超过 1000 人。

公司医美业务快速发展。2018-2023 年海外医美收入 CAGR 达 76.55%，国内医美业务从 2021 年上市拳头产品 Ellansé“伊妍仕”后快速放量，2021-2023 年 CAGR 达 90.34%。2024H1 公司医美收入 13.48 亿元，同比增长 10.14%（剔除内部抵消因素），其中国内业务（包含医美自营产品、医药商业代理医美产品及自有减肥 OTC 产品）维持较好增速，达 27.56%；海外业务受全球经济增长乏力及能量源设备业务阶段性需求波动影响，下降 14.81%。

图表42：2018-2024H1 公司医美业务收入



资料来源：公司公告，国联证券研究所

3.3.1 非手术类医美备受青睐

医疗美容指的是通过手术、医疗器械、药品及其他医疗技术来改变外观或改善生理机能的所有医学治疗，其中可分为手术类治疗及非手术类治疗。手术类治疗旨在通过外科手术类治疗改善外观，主要包括医美整形手术。**非手术类医疗美容治疗主要包括注射类治疗、能量源类治疗及其他非手术类治疗。**

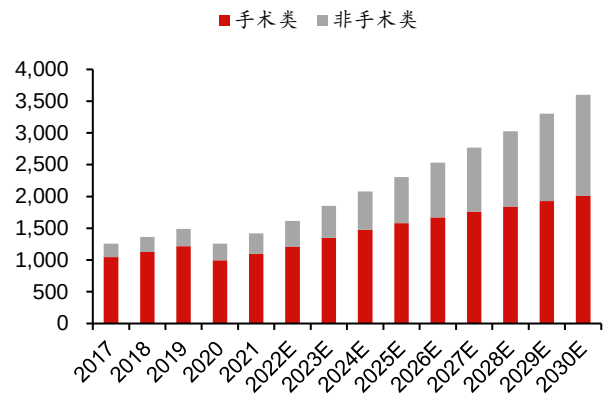
图表43：医疗美容项目分类

手术/非手术	主要分类项目	细分项目
非手术类	注射类项目	玻尿酸注射、肉毒毒素注射、水光针、溶脂针等
	激光美容	激光祛斑、点阵激光、激光脱毛、激光祛痣等
	无创年轻化	热频射、热玛吉等
	其他	线雕、果酸换肤、痤疮治疗、冷冻减脂等
手术类	眼部整形	眼睑整形术、填补泪沟、眉间纹去皱术、填充下眼睑等
	鼻部整形	歪鼻/鼻孔矫正、重建/塑鼻、鹰钩鼻矫正
	胸部手术	平胸、乳房下垂矫正、乳头乳晕整形等
	吸脂手术	腹部吸脂、臀部吸脂、手臂和腿部吸脂等
	面部重塑	下颌整形、改变脸型、瘦脸、面部凹陷填充等
	其他	唇裂、腭裂修复、植发等

资料来源：Deloitte，国联证券研究所

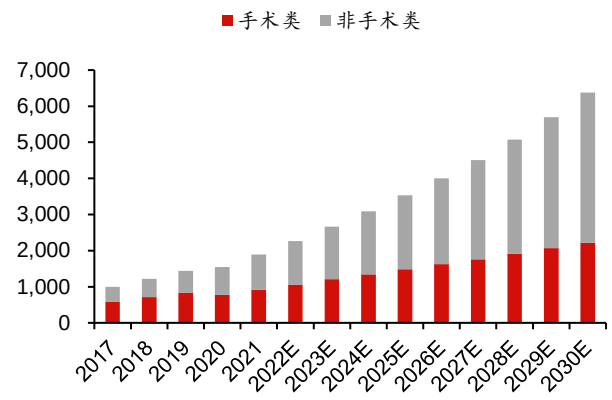
非手术类市场增速高于手术类。非手术类医美由于治疗风险和创伤更小，且恢复时间较快，性价比高，近年来备受青睐，2021 年全球非手术类医美市场规模为 321 亿美元，占比 23%，2017-2021 年 CAGR 达 11.2%，预计将增长至 2030 年 1594 亿美元，2021-2030 年 CAGR 达 19%，高于手术类医美 2021-2030 年 CAGR 7.0%。2021 年中国非手术类医美市场规模为 977 亿元，占比 52%，2017-2021 年 CAGR 达 24.9%，预计将增长至 2030 年 4157 亿元，2021-2030 年 CAGR 达 17.5%；高于手术类医美 2021-2030 年 CAGR 10.4%。

图表44：2017-2030E 全球医美市场规模（按服务收入计,亿美元）



资料来源：爱美客 H 股招股书，弗若斯特沙利文，国联证券研究所

图表45：2017-2030E 中国医美市场规模（按服务收入计，亿元人民币）

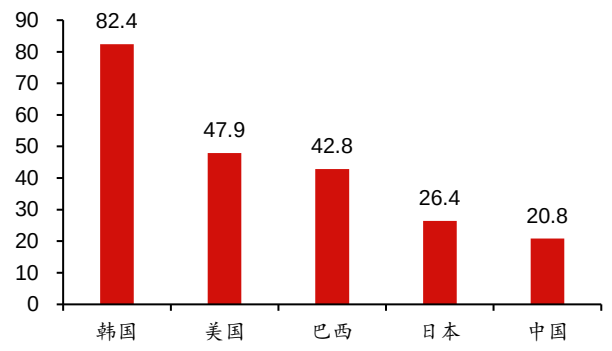


资料来源：爱美客 H 股招股书，弗若斯特沙利文，国联证券研究所

2020 年中国医美渗透率不及韩国、美国等国家的 1/2，按城市等级来看，中国二三线城市有较大增长潜力，未来随着行业技术的发展、中国人均可支配收入增加、居民对于医美接受度的提升，中国渗透率有望增长。

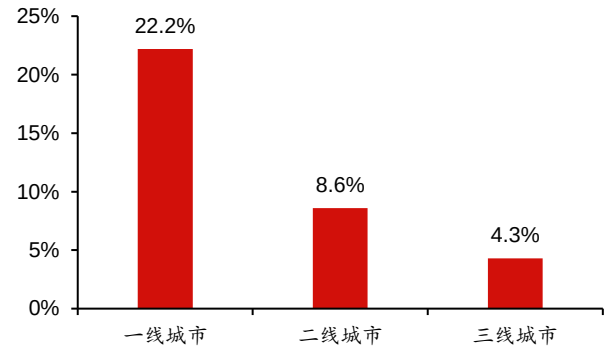
各国的消费结构占比不同，日本、韩国、美国、中国、巴西的非手术医美占比分别为 79%、62%、68%、50%、32%，其中至少 90%的非手术医美为抗衰老治疗。

图表46：2020 年主要国家每千人医疗美容治疗次数



资料来源：爱美客 H 股招股书，弗若斯特沙利文，国联证券研究所

图表47：2021 年中国按城市等级划分的医疗美容渗透率



资料来源：爱美客 H 股招股书，弗若斯特沙利文，国联证券研究所

3.3.2 注射类：再生类为快速发展的新兴赛道

按核心成分区分，注射类医美产品可分为玻尿酸类、胶原蛋白类、再生材料类、肉毒素类、外泌体类产品。根据《中国医美行业 2022 年度洞悉报告》，按疗程量口径，2021 年中国注射类医美项目中有 66%为玻尿酸类，33%为肉毒素类。而胶原蛋

白类、再生材料类产品成为快速发展的新兴轻医美赛道。

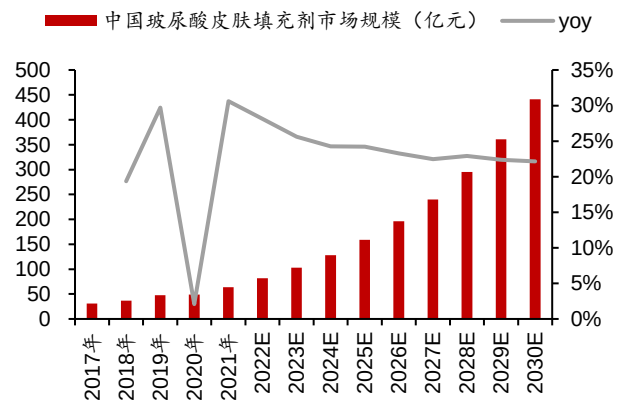
图表48：注射类医美产品分类

产品分类	核心成分	作用机理	适用范想/适应症	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、皮肤补水 等	伊婉、乔雅登、瑞蓝、嗨体、润致、海薇、海魅、姣兰等
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、皮肤美容等	爱贝美、肤柔美、肤丽美、弗缦、肤力原、薇旖美、肤莱美等
再生材料类	聚乳酸 (PLA)，聚己内酯(PCL)、聚乙烯醇(PVA)、聚甲基丙烯酸甲酯(PMMA)等	注射到真皮深层，以刺激胶原再生	鼻唇沟皱纹等面部凹陷	伊妍仕、艾维岚、濡白天使、艾塑菲等
肉毒素类	A 型肉毒毒素	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	衡力、保妥适、吉适、乐提葆，西马等
外泌体类	外泌体	对抗光老化、促进皮肤修复等	疤痕修复、皮肤老化等	/

资料来源：弗若斯特沙利文，国联证券研究所

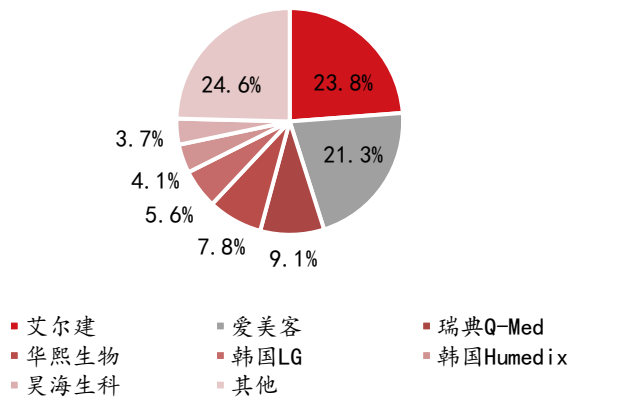
2021 年中国玻尿酸填充剂产品市场规模为 64 亿元，2017-2021 年 CAGR 达 19.7%，2030 年有望增长至 441 亿元，2021-2026 年 CAGR 为 25.0%，2026-2030 年 CAGR 为 22.5%，在工艺技术进步、产品品种增加、产品品牌力提升下，行业有望持续扩容。行业竞争格局较为集中，2021 年 CR3 达 45.1%，其中美国艾尔建和中国爱美客市占率均超 20%。

图表49：2017-2030E 中国玻尿酸皮肤填充剂产品市场规模（按出厂价计）



资料来源：爱美客 H 股招股书，弗若斯特沙利文，国联证券研究所

图表50：2021 年中国玻尿酸皮肤填充剂竞争格局

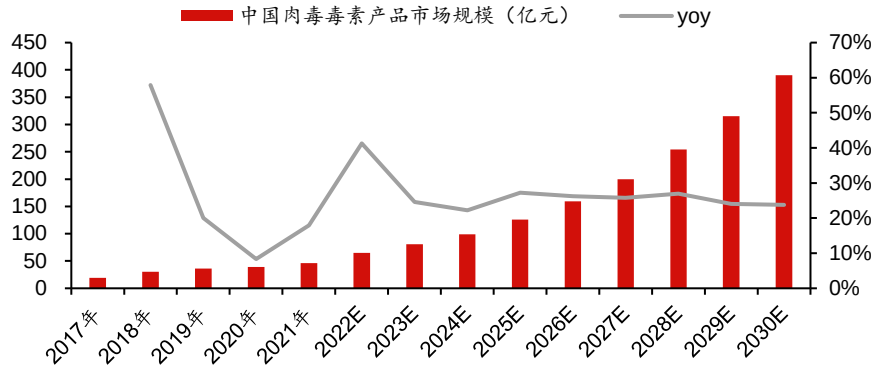


资料来源：爱美客 H 股招股书，弗若斯特沙利文，国联证券研究所

肉毒素类产品通过阻断神经和肌肉间的信号传导，以放松肌肉，减小肌肉体积，

达到局部除皱、瘦脸、瘦腿等功效。**2021 年中国肉毒毒素产品市场规模为 46 亿元，随着肉毒毒素获批产品的增加，预计增长至 2030 年 390 亿元，2021-2026 年 CAGR 达 28%，2026-2030 年 CAGR 达 25.1%。**

图表51：2017-2030E 中国肉毒毒素产品市场规模（按出厂价计）



资料来源：爱美客 H 股招股书，弗若斯特沙利文，国联证券研究所

目前中国有 6 个厂家获批肉毒毒素，3 个厂家在上市申请中，3 个厂家在临床 III 期试验阶段。**2023 年 11 月华东医药与重庆誉颜制药签订关于重组 A 型肉毒毒素 YY001 产品的《独家经销协议》，目前该产品均处于临床 III 期试验阶段。**

图表52：中国肉毒毒素获批厂家和在研厂家（III 期临床试验及之后阶段）

获批上市				
分类	公司	原产国	产品	获批时间
国产	兰州生物技术开发有限公司(国药集团)	中国	衡力	1993
进口	Revance（复星医药许可引进）	美国	达希斐（DAXXIFY）	2024
	Merz Pharmaceuticals GmbH	德国	西马(XEOMIN)	2024
	Hugel(四环医药代理)	韩国	乐提葆(Letybo)	2020
	Ipsen（Galderma 经销）	英国	吉适(Dysport)	2020
	艾尔建	爱尔兰	保妥适(BOTOX)	2009
在研				
分类	公司	原产国	研发进展	
进口	大熊制药	韩国	上市申请	
	艾尔建	爱尔兰	上市申请	
	Huons（爱美客独家经销权）	韩国	上市申请	
	JETEMA	韩国	临床 III 期	
	inibio	韩国	临床 III 期	
国产	重庆誉颜制药（华东医药独家经销权）	中国	临床 III 期	

资料来源：药监局，米内网，弗若斯特沙利文，国联证券研究所

再生类产品指以生物医用高分子材料作为主要成分，通过刺激人体再生胶原蛋白，从而达到紧致抗衰等美容效果，常见的生物医用高分子材料主要为聚乳酸和聚己内酯。目前国内有 4 款再生类注射产品获批，包括爱美客的濡白天使、长春圣博玛的艾维岚、江苏吴中的艾塑菲、**华东医药的拳头产品伊妍仕**。

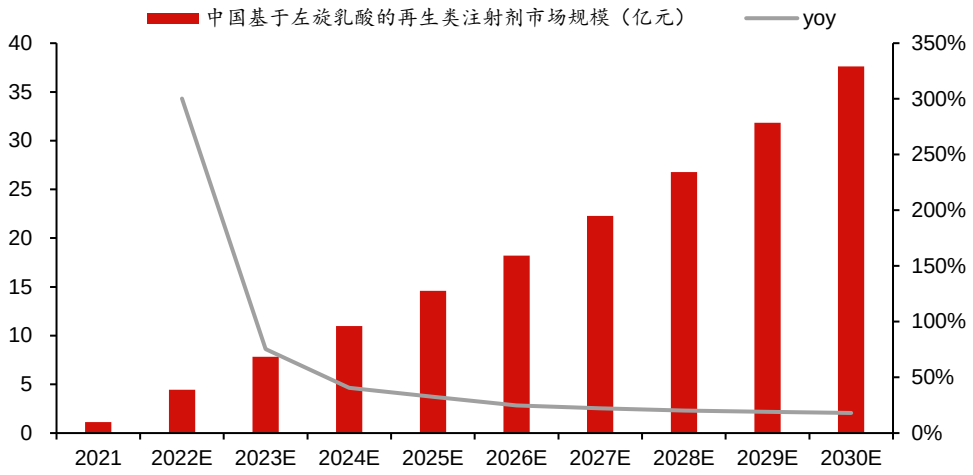
图表53：再生类产品分类

分类	品牌	厂家	主要成分	适用范围	使用方法	治疗周期	效果维持时间	无痛占比	价格（元）	获批时间
聚乳酸（PLA）	濡白天使	爱美客	聚左旋乳酸(PLLA) -乙二醇共聚物微球、交联透明质酸钠、盐酸利多卡因	适用于真皮深层、皮下浅层及深层注射填充纠正中、重度鼻唇沟皱纹	无需复溶，预装针剂	建议术后 10-12 个月进行二次补打	1-2 年	62%	12800/0.75mL	2021 年 6 月
	艾维岚	长春圣博玛	聚左旋乳酸(PLLA)微球、甘露醇、羧甲基纤维素钠	适用于注射到真皮深层，以纠正中重度鼻唇沟皱纹	冻干粉，需要复溶	3 次注射为一个疗程，每次间隔 1 个月	1-2 年	44%	18800/340mg	2021 年 4 月
	AestheFill 艾塑菲	江苏吴中	聚双旋乳酸微球+羧甲基纤维素	用于注射到面部真皮深层，以纠正中重度鼻唇沟皱纹	冻干粉，需要复溶	4-6 周，1 年 3 次	1-2 年		19800/200mg	2024 年 1 月
聚己内酯（PCL）	伊妍仕 Ellanse S	华东医药	30%聚己内脂微米晶球（PCL）+70%羧甲基纤维素（CMC，水溶性凝胶）	用于皮下层植入，以纠正中重度鼻唇沟皱纹	无需复溶，预装针剂	3-6 次一个疗程，每次间隔 1 个月	1-2 年	59%	18800/1ml	2021 年 4 月

资料来源：弗若斯特沙利文，新氧，头豹研究院，国联证券研究所

相较于传统医美注射类产品，再生类产品在起到即刻填充作用的同时还可促进自身胶原蛋白的再生，**效果维持时间更长**；注射后的肿胀感、透光感、僵硬感更小，**效果更佳自然**；聚乳酸和聚己内酯在人体内最终代谢为二氧化碳和水，几乎不会有残留物，**安全性更高**。2021 年中国基于左旋乳酸的再生类注射剂市场规模达 1.11 亿元，预计增长至 2030 年 37.6 亿元，2021-2026 年 CAGR 达 74.9%，2026-2030 年 CAGR 达 19.9%，加上以聚己内酯等生物医用材料为基础的产品，再生类注射剂市场空间预计更加广阔。

图表54：2017-2030E 中国基于左旋乳酸的再生类注射剂市场规模

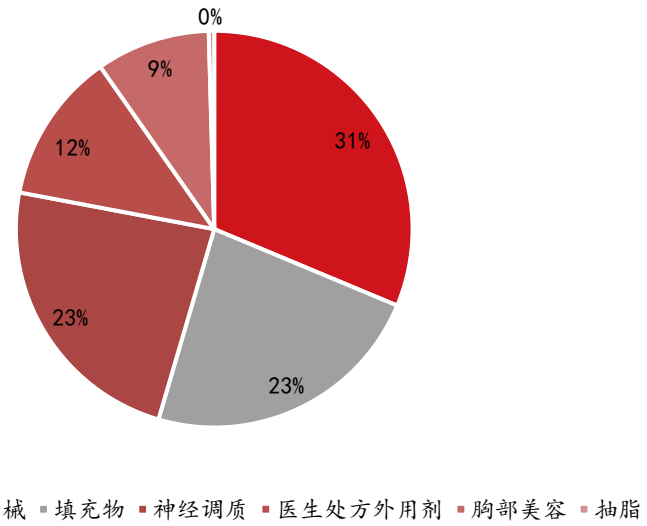


资料来源：爱美客 H 股招股书，弗若斯特沙利文，国联证券研究所

3.3.3 能量源设备：市场最大的非手术医美赛道

能量源医美设备主要利用激光、强脉冲光、射频、超声等光电技术，作用于皮肤不同层次，达到皮肤管理（美白嫩肤、痤疮治疗、疤痕修复、祛斑等）、紧肤塑形（修身紧肤、身体塑形）、脱毛等效果。根据 Medical Insight 数据，**能量源医美器械为市场占比最大的无创和微创医美赛道。**

图表55：2021 年无创及微创医美治疗设备及耗材的全球销售结构



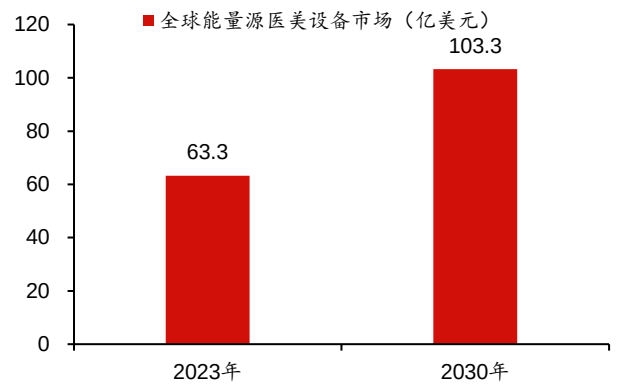
资料来源：复锐医疗科技招股书，Medical Insight，国联证券研究所

2023 年全球能量源医美设备市场规模达 63.3 亿美元，随着光电技术的进步，治

疗效果的提升，消费者追求更美的自己，人口老龄化驱动抗衰、塑形等需求，行业规模**有望增长至 2030 年 103.3 亿美元，2023-2030 年 CAGR 达 10.3%**。其中，按治疗类别划分，修身及紧肤的能量源医美销售占比最高，且逐年提升。

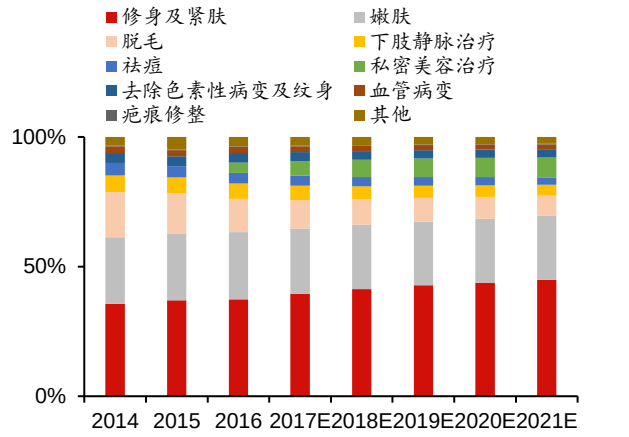
根据 QYResearch，全球能量源医美设备行业集中度较高，2023 年 CR10 达 68%，前十企业分别为 Cynosure、Syneron、Zeltiq、Luminus、复锐医疗、Cutera、Fotona、El.En、Solta、Merz，企业主要通过技术创新、产品研发、市场拓展，维持市场领先地位。

图表56：2023-2030E 全球能量源医美设备市场规模



资料来源：QYResearch，国联证券研究所

图表57：全球能量源医美消费结构



资料来源：Medical Insight，国联证券研究所

公司在海内外上市医美产品达 26 款，在研全球创新产品 14 款，包含“无创+微创”、“面部+身体”、“产品+技术”、“注射+能量源设备”等多元化联合治疗。其中注射类产品覆盖再生类、玻尿酸和肉毒素三大品类；能量源设备覆盖皮肤管理、紧肤塑形、脱毛等主流治疗领域。目前公司已形成综合化产品集群，产品数量和覆盖领域均居行业前列，并搭建起全球化医美营销网络，覆盖全球 80 多个国家和地区。

图表58：公司重点医美产品

子公司/合作公司	细分领域	产品名称	功效	上市/研发情况
注射填充类				
Sinclair	再生类	Ellansé“伊妍仕”注射用聚己内酯微球	用于皮下层植入以纠正中到重度鼻唇沟皱纹	全球 60 多个国家或地区获注册认证或上市准入；中国已上市 S 型，M 型已完成临床随访。 2024 年 6 月发布第二代新品——伊妍仕®臻妍™、伊妍仕®紧妍™、伊妍仕®致臻™
		Lanluma 聚左旋乳酸类胶原蛋白刺激剂	面部和身体填充剂	32 个国家和地区上市，已落地海南博鳌乐城，完成中国临床首例入组

Kylane	玻尿酸	MaiLi 系列 新型高端含利多卡因透明质酸	面部填充	欧盟 CE 认证，自海外上市以来受到市场认可，MaiLi Extreme 中国递交上市申请 MaiLi Precise 完成临床入组
重庆誉颜	肉毒	YY001 重组 A 型肉毒素	治疗中、重度眉间纹	中国临床 III 期出组，临床数据统计分析阶段
ATGC		ATGC-110 零复合蛋白成分肉毒素	治疗中、重度眉间纹	拥有包括中国、美国、欧洲等区域的全球独家许可（不含印度），韩国的非独家许可
KiOmed	壳聚糖	皮肤动能素（天然非动物源羧烷基壳聚糖注射剂）	抗衰，改善肤质	提交欧盟 CE 认证申请
		3 款 KiOmed 填充剂产品（天然非动物源羧烷基壳聚糖和透明质酸注射剂）	唇部、面部填充塑形	研发阶段
子公司/合作公司	**细分领域**	**产品名称**	**功效**	**上市/研发情况**
能量源设备				
美国 R2	皮肤管理	酷雪 Glacial Spa	皮肤美白提亮	美国、韩国、中国已上市
爱尔兰 EMA Aesthetics		Préime DermaFacial	面部清洁，去角质、补水复活和滋养肌肤	欧美已上市
西班牙 High Tech	紧肤塑形	Cooltech Define	身体减脂塑形	欧盟 CE 认证，澳洲 TGA 认证，海外已上市
		Sculpt&Shape	全身塑形、紧肤、减脂和减少皱纹等面部年轻化治疗	欧洲已上市
美国 Viora		Reaction™	改善眼周细纹、法令纹及口周纹路，精致下颌轮廓线条	美国 FDA 认证，海外上市多年，中国已上市
西班牙 High Tech	脱毛	Primelase	脱毛	全球 11 个国家或地区上市销售
美国 Viora	多功能能量源设备	V 系列（V10、V20、V30)	皮肤紧致、身体和面部塑形、皮肤年轻化、脱毛等	美国 FDA 认证、欧盟 CE 认证、海外已上市。V20 已于 2024 年 9 月获批

资料来源：公司公告，国联证券研究所

3.4 工业微生物：进入快速增长轨道

公司在工业微生物领域已深耕 40 余年，有着深厚的产业基础。2021 年公司提出了工业微生物发展战略，形成了以中美华东工微研发、华东合成生物学产业技术研究院、珲达生物、珲益生物、珲信生物和生基材料为核心的研发集群，建设杭州祥符桥、钱塘新区、江苏九阳、湖北美琪、安徽美华、芜湖华仁、南农动药七大产业化基地。公司围绕 xRNA、特色原料药＆中间体、大健康＆生物材料、动物保健四大方向战略布局，具有覆盖菌种构建、代谢调控、酶催化、合成修饰、分离纯化等微生物工程技术各阶段的高水平能力。

图表59：公司工业微生物板块战略布局

业务板块	子公司	项目进度
xRNA	珲信生物 安徽美华 芜湖华仁	核苷单体、修饰和保护性核苷及帽的结构几大产品库，定位成为 xRNA 类药物的制造端服务商，mRNA 酶原料、分子诊断酶原料开发以及 mRNACDMO 服务
特色原料药&中间体	珲达生物	以 ADC 原料为创新业务，包括抗肿瘤、抗感染等微生物来源的高技术壁垒原料产品，定位成为高活性原料药物制造的服务商；
大健康&生物材料	湖北美琪	聚焦骨骼健康、脑健康、抗氧化、个护医美、新型注射类药用材料进口替代等产业方向，打造自动化、标准化工业制造体系，目标定位 C 端产品市场
动物保健	南农动药	聚焦宠物治疗、宠物营养以及水营养水环境三个方向，通过研发驱动、市场引领以及生产保障，努力成为国内宠物和水产动保行业的领军者

资料来源：2024 年年报，国联证券研究所

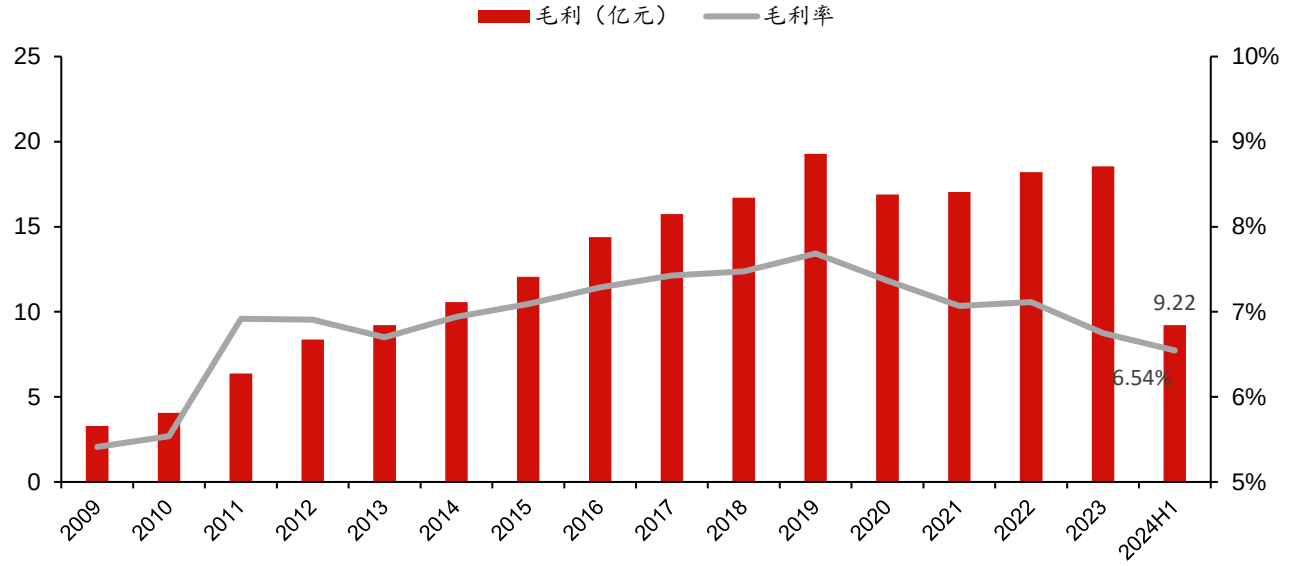
截止至 2024 年半年度报告发布时，工业微生物领域已开展立项研发项目累计 361 项，包括 xRNA 原料 63 项（含子项目 225 个），特色原料药&中间体 76 项，大健康原料&生物材料 30 项，动物保健 30 项，整体销售趋势持续向好，2024H1 实现销售收入 2.85 亿元，同比增长 27.43%。

3.5 医药商业：经营稳健的现金流业务

公司医药商业业务以药械配送、产品代理、三方物流为主要模式，拥有中西药、医疗器械、药材参茸、健康产业四大业务板块，在浙江省内已设立 11 家地区子公司，以及浙北、浙中、浙南三大自有医药物流基地，还有零售连锁药房、门诊部等，客户覆盖全省 11 个地市、90 个区县（县级市）。传统业务具备全产品、全网络、批零协同的优势，中医药板块已形成从基地种植到饮片炮制、自动化煎药中心、自有品牌功能性产品的全产业链。

公司医药商业板块连续多年蝉联中国医药商业企业十强，业务经营稳健，是公司营收占比最高的业务板块，毛利率始终维持在 6.5%以上，为公司长期发展提供了稳定的现金流。2024 年上半年，实现营业收入 135.52 亿元，同比下降 0.58%，累计实现净利润 2.18 亿元，同比增长 0.90%。

图表60：2009-2024H1 医药商业板块毛利及毛利率



资料来源：iFind，国联证券研究所

4. 盈利预测、估值与投资建议

4.1 盈利预测

关键假设：

医药工业：随着存量品种集采压力释放，叠加创新药产品上市后放量，预计 2024-2026 年制药业务产品销量增速分别为 10.5%、16.7%、14.1%。

医美板块：全球经济形势好转后消费复苏，预计医美板块整体 2024-2026 年收入增速分别为 4.2%、26.3%、24.0%。

工业微生物：公司产能利用率持续提升，预计工业微生物业务 2024-2026 年整体收入增速分别为 30.3%、26.6%、24.9%。

医药商业：预计维持平稳增长，预计 2024-2026 年收入增速分别为 2%、2%、2%。

基于以上假设，我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 434.80/471.32/508.93 亿元，同比增速分别为 7.0%/8.4%/8.0%。2024-2026 年归母净利润分别为 33.32/39.40/45.51 亿元，同比增速分别为 17.4%/18.3%/15.5%，EPS 分别为 1.90/2.25/2.59 元/股。对应三年 CAGR 为 17.0%。

4.2 估值与投资建议

考虑公司各业务板块间差异性较大，我们采用分部估值法进行估值。参考行业平均水平，我们估计公司制药板块、工业微生物、医美板块、医药商业板块净利润率分别为 18%、10%、10%和 2%。

公司存量品种集采风险逐步出清叠加创新药管线落地，我们给予制药板块 2025 年 20xPE；公司为国内医美国际化龙头企业，业绩兑现持续加速，给予医美板块 2025 年 30xPE；工业微生物板块处于高速发展期，给予工业微生物板块 2025 年 30xPE；公司为全国医药商业龙头，给予医药商业板块 2025 年 10xPE。分部估值得公司 2025 年合理市值为 768.1 亿元，对应目标价 43.8 元。

图表61：分部估值法估值结果

细分业务	关键假设	年度		
		2024E	2025E	2026E
制药	营业收入（百万元）	13998.0	16332.8	18632.0
	净利率	18%	18%	18%
	净利润（百万元）	2519.6	2939.9	3353.8
	PE 倍数	20	20	20
	分部估值（亿元）	503.9	588.0	670.8
医美	营业收入（百万元）	2550.1	3219.7	3993.6
	净利率	10%	10%	10%
	净利润（百万元）	255.0	322.0	399.4
	PE 倍数	30	30	30
	分部估值（亿元）	76.5	96.6	119.8
工业微生物	营业收入（百万元）	684.0	865.8	1081.5
	净利率	10%	10%	10%
	净利润（百万元）	68.4	86.6	108.1
	PE 倍数	30	30	30
	分部估值（亿元）	20.5	26.0	32.4
医药商业	营业收入（百万元）	28193.9	28757.8	29333.0
	净利率	2%	2%	2%
	净利润（百万元）	563.9	575.2	586.7
	PE 倍数	10	10	10
	分部估值（亿元）	56.4	57.5	58.7
合计	相对估值（亿元）	657.3	768.1	881.7

资料来源：国联证券研究所

图表62：可比公司估值

可比业务	公司简称	总市值（亿元）	净利润（百万元）			市盈率		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
制药	科伦药业	480	3,002	3,414	3,937	16	14	12
	复星医药	717	3,131	3,841	4,565	23	19	16
	人福医药	366	2,294	2,647	3,051	16	14	12
	平均值					18	16	13
医美	华熙生物	292	586	766	931	50	38	31
	爱美客	652	2,113	2,549	3,030	31	26	22
	平均值					40	32	26
工业微生物	川宁生物	302	1,436	1,706	1,934	21	18	16
	凯赛生物	272	494	682	883	55	40	31
	平均值					38	29	23
商业	国药股份	259	2,202	2,391	2,593	12	11	10
	九州通	272	2,303	2,602	2,954	12	10	9
	平均值					12	10	9

资料来源：ifind，可比公司盈利预测来自 ifind 一致预期，总市值更新至 2024.11.19，国联证券研究所整理

考虑到公司创新药管线丰富，因此我们亦采用 DCF 法进行绝对估值法估值。假设公司永续增长率为 1.5%。

图表63：FCFF 基本假设关键参数

估值假设	数值	注释
无风险利率 Rf	2.15%	十年期国债收益率
市场预期回报率 Rm	7.52%	参考近 10 年沪深指数平均收益率
β 值	1.20	参考同行业公司平均值
Ke	8.59%	
Kd	0.03%	
有效税率 Tx	16.5%	
WACC	7.87%	Ke*E/(D+E)+Kd*D/(D+E)*(1-Tx)
第二阶段年数（年）	6	
第二阶段增长率	3%	
永续增长率	1.5%	

资料来源：ifind，国联证券研究所

在绝对估值 FCFF 模型测算下，公司的合理市值为 841.6 亿元，对应目标价 48.0 元。

图表64：FCFF 法估值结果（百万元）

FCFF 估值	现金流折现值	价值百分比
第一阶段	11,477.03	13.42%
第二阶段	22,029.69	25.76%
第三阶段（终值）	52,005.87	60.82%
企业价值 AEV	**85,512.60**	
加：非核心资产	581.66	0.68%
减：带息债务（账面价值）	1,399.83	1.64%
减：少数股东权益	534.65	0.63%
股权价值	**84,159.77**	98.42%
除：总股本（股）	1,754,262,548.00	
每股价值（元）	**47.97**	

资料来源：iFind，国联证券研究所

图表65：FCFF 估值敏感性测试

		永续增长率						
		1.13%	1.24%	1.36%	1.50%	1.65%	1.82%	2.00%
WACC	4.88%	83.49	85.51	87.87	90.68	94.03	98.10	103.12
	5.37%	73.79	75.32	77.09	79.17	81.63	84.59	88.17
	6.50%	58.14	59.02	60.03	61.19	62.55	64.14	66.03
	7.87%	46.23	46.74	47.31	47.97	48.73	49.61	50.64
	9.52%	37.02	37.31	37.64	38.02	38.44	38.93	39.50
	10.47%	33.20	33.42	33.67	33.95	34.27	34.64	35.06
	12.67%	26.80	26.92	27.06	27.22	27.40	27.60	27.83

资料来源：iFind，国联证券研究所

参照同行业可比公司估值并考虑到公司成长性，结合绝对估值法及相对估值法，我们认为公司 2025 年合理市值为 841.6 亿元，对应目标价 48.0 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

5. 风险提示

1）产品获批不及预期。创新药研发面临周期长、投入大、门槛高、监管严等多重风险，若产品进度不及预期，可能影响公司未来的收益实现。

2）海外市场开拓不及预期。医美业务海外市场开拓面临诸多不确定性，包括地缘政治、汇率波动等，可能会对公司营收造成影响。

3）市场竞争格局恶化。医药行业存在同质化竞争，如竞争格局恶化，核心产品放量可能不及预期。

财务预测摘要

资产负债表 单位:百万元

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3996	4663	8347	11357	15029
应收账款+票据	8210	8896	9239	10015	10814
预付账款	500	279	407	441	477
存货	4495	4290	4783	5058	5358
其他	366	367	382	413	444
流动资产合计	**17568**	**18497**	**23158**	**27284**	**32122**
长期股权投资	1659	1536	1417	1298	1178
固定资产	4148	4291	4184	3896	3428
在建工程	873	913	761	609	457
无形资产	2280	2334	1855	1348	814
其他非流动资产	4664	5939	5759	5580	5411
非流动资产合计	**13624**	**15013**	**13976**	**12731**	**11287**
资产总计	**31192**	**33509**	**37133**	**40015**	**43410**
短期借款	948	822	1922	1422	922
应付账款+票据	5902	6102	6163	6518	6905
其他	3303	3878	4008	4248	4508
流动负债合计	**10153**	**10803**	**12094**	**12188**	**12335**
长期带息负债	1136	577	412	245	80
长期应付款	287	107	107	107	107
其他	439	440	440	440	440
非流动负债合计	**1863**	**1124**	**959**	**792**	**627**
负债合计	**12016**	**11927**	**13053**	**12980**	**12962**
少数股东权益	599	535	570	612	661
股本	1754	1754	1754	1754	1754
资本公积	2378	2446	2446	2446	2446
留存收益	14446	16847	19310	22222	25586
负债和股东权益总计	**31192**	**33509**	**37133**	**40015**	**43410**

现金流量表 单位:百万元

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	2533	2846	3367	3982	4600
折旧摊销	712	819	1918	2126	2324
财务费用	78	51	61	54	13
存货减少(增加为"-")	-521	205	-492	-275	-301
营运资金变动	-1136	-70	-786	-522	-519
其它	716	77	638	420	446
经营活动现金流	**2382**	**3929**	**4705**	**5786**	**6563**
资本支出	-1036	-1786	-1000	-1000	-1000
长期投资	-1261	-382	0	0	0
其他	-139	418	-26	-26	-26
投资活动现金流	**-2436**	**-1751**	**-1026**	**-1026**	**-1026**
债权融资	626	-684	934	-667	-665
股权融资	4	0	0	0	0
其他	-730	-710	-930	-1082	-1200
筹资活动现金流	**-100**	**-1393**	**5**	**-1749**	**-1865**
现金净增加额	**-163**	**791**	**3684**	**3011**	**3671**

利润表 单位:百万元

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	**37715**	**40624**	**43480**	**47132**	**50893**
营业成本	25682	27462	28859	30519	32334
税金及附加	208	233	237	257	278
销售费用	6335	6645	7174	7777	8397
管理费用	2265	2691	3000	3629	4224
财务费用	78	51	61	54	13
资产减值损失	-4	-7	-11	-12	-13
公允价值变动收益	28	-14	0	0	0
投资净收益	-142	-220	-153	-153	-153
其他	32	151	98	93	89
营业利润	**3061**	**3453**	**4082**	**4824**	**5571**
营业外净收益	-30	13	-15	-15	-15
利润总额	**3031**	**3466**	**4067**	**4809**	**5556**
所得税	498	620	700	827	956
净利润	**2533**	**2846**	**3367**	**3982**	**4600**
少数股东损益	33	8	36	42	49
归属于母公司净利润	**2499**	**2839**	**3332**	**3940**	**4551**

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	9.12%	7.71%	7.03%	8.40%	7.98%
EBIT	9.12%	13.11%	17.37%	17.82%	14.49%
EBITDA	10.86%	13.47%	39.42%	15.61%	12.92%
归属于母公司净利润	8.58%	13.59%	17.36%	18.25%	15.52%
获利能力					
毛利率	31.90%	32.40%	33.63%	35.25%	36.47%
净利率	6.72%	7.01%	7.74%	8.45%	9.04%
ROE	13.45%	13.49%	14.17%	14.91%	15.28%
ROIC	14.4%	13.6%	15.6%	ROIC	14.37%
偿债能力					
资产负债率	38.52%	35.59%	35.15%	32.44%	29.86%
流动比率	1.7	1.7	1.9	2.2	2.6
速动比率	1.2	1.3	1.5	1.8	2.1
营运能力					
应收账款周转率	4.6	4.6	4.7	4.7	4.7
存货周转率	5.7	6.4	6.0	6.0	6.0
总资产周转率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
每股指标(元)					
每股收益	1.4	1.6	1.9	2.2	2.6
每股经营现金流	1.4	2.2	2.7	3.3	3.7
每股净资产	10.6	12.0	13.4	15.1	17.0
估值比率					
市盈率	24.8	21.8	18.6	15.7	13.6
市净率	3.3	2.9	2.6	2.3	2.1
EV/EBITDA	22.0	16.9	10.0	8.1	6.7
EV/EBIT	27.1	20.9	14.6	11.7	9.5

数据来源:公司公告、iFinD,国联证券研究所预测;股价为 2024 年 11 月 19 日收盘价

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%～10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

法律主体声明

本报告由国联证券股份有限公司或其关联机构制作，国联证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“国联证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

国联证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

权益披露

国联证券国际金融有限公司跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务关系，且雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号玖安广场A座4层
上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼