

科笛-B (02487.HK)

2024 年 03 月 06 日

深筑研发+消费双壁垒，打造领先一体化皮肤学平台

——港股公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

黄泽鹏（分析师）

杨柏炜（联系人）

张思敏（联系人）

huangzepeng@kysec.cn

yangbowei@kysec.cn

zhangsimin@kysec.cn

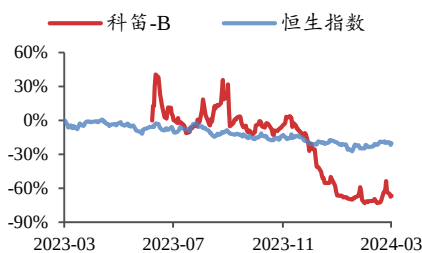
证书编号：S0790519110001

证书编号：S0790122040052

证书编号：S0790123070080

日期	2024/3/6
当前股价(港元)	7.300
一年最高最低(港元)	32.600/5.570
总市值(亿港元)	22.25
流通市值(亿港元)	22.25
总股本(亿股)	3.05
流通港股(亿股)	3.05
近 3 个月换手率(%)	10.1

股价走势图



数据来源：聚源

● 泛皮肤病及护理领域新星，首次覆盖给予“买入”评级

科笛是我国泛皮肤病及护理领域新星，短期看，毛发管线品牌势能提升、核心产品落地贡献增量，护肤品牌亦有望在公司营销赋能下实现快速放量；中长期看，差异化在研管线有序推进叠加公司积极外延拓展，有望带来高成长性。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为-19.82/-4.97/-3.41 亿元，对应 EPS 为-6.52/-1.63/-1.12 元，根据 DCF 估值法测算得合理估值 79 亿元，且总市值/2022 年研发支出为行业中等水平，我们认为公司估值具备性价比，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 全面覆盖+差异化布局打造领先一体化皮肤学平台，商业化进展顺利

泛皮肤病及护理整体市场空间广阔，公司通过全面覆盖+差异化布局打造领先一体化皮肤学平台。（1）**毛发**：已建立全面布局+差异化的丰富产品矩阵，2023 年双 11 期间毛发管线 GMV 实现 1670 万元+（+234%）。核心产品中法国小白管（欧洲市占率第一）主打“清爽”差异点；CU-40102 有望成为国内首个外用非那雄胺产品，改良优势明显。（2）**皮肤**：皮肤药挑选低副作用、低限制、高稳定性等差异化产品进行布局，CU-10201 有望成为国内首个外用米诺环素产品；护肤品合作高端功效护肤品牌欧玛，优秀产品力叠加营销赋能，推动 2023 年双 11 期间护肤品管线 GMV 实现 2480 万元+。（3）**脂肪&局麻**：局部减脂精准切入创新机理产品 CU-20401（安全、无痛优势）；局麻布局稀缺利多卡因丁卡因产品。

● 深筑研发+消费双壁垒，学术资源有效赋能 C 端销售

研发：公司依托独特 CATAME® 技术平台打造具有竞争力的产品管线，剂型开发、高效给药等技术深筑壁垒；同时公司拥有全球化视野的优秀核心团队、大批稀缺技术人才，股权激励+自主培养提升研发人才粘性。**终端销售**：以商业化为核心和驱动，合理组织架构确保各平台、环节围绕着商业化进行支撑和协同。公司具有敏锐需求洞察力和营销嗅觉，已和多个电商平台达成战略合作；同时依托创新管线积累了业内领先学术 PI 资源，有望利用权威专家影响力高效赋能 C 端销售。

● 风险提示：研发进度受阻、销售不及预期、费用失控、医疗事故、监管变化。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2	11	138	250	500
YOY(%)	0	457.7	1110.8	81.9	99.7
净利润(百万元)	(320)	(556)	(1,982)	(497)	(341)
YOY(%)	-204.0	-73.9	-256.7	74.9	31.4
毛利率(%)	79.0	69.8	56.7	59.9	64.9
净利率(%)	-15681.1	-4890.3	-1440.5	-198.4	-68.1
ROE(%)	40.4	44.6	165.7	29.3	16.8
EPS(摊薄/元)	-1.05	-1.83	-6.52	-1.63	-1.12
P/E(倍)	-6.3	-3.6	-1.0	-4.1	-5.9
P/B(倍)	-2.6	-1.6	-1.7	-1.2	-1.0

数据来源：聚源、开源证券研究所（注：汇率换算以 3 月 6 日为准，取 1 人民币=1.1 港元）

目 录

1、覆盖泛皮肤病及护理核心领域，打造皮肤学平台快速成长	4
2、行业空间广阔，全面覆盖+差异化组合打法实现高成长性	7
2.1、泛皮肤病治疗及护理市场空间广阔，供需匹配有望推动行业发展	7
2.2、毛发：市场空间广阔，公司主打全面覆盖，产品切中市场痛点	8
2.3、皮肤：日常疾病发生率高，公司布局核心细分领域差异化单品	12
2.4、减脂：局部脂肪堆积药物市场空间广阔，精准切入差异化创新产品	16
2.5、局麻：表皮麻醉合规产品稀缺，公司布局产品优势显著	21
3、深筑研发+消费双壁垒，学术资源有效赋能 C 端销售	22
3.1、CATAME®技术平台深筑壁垒，人才深度绑定	22
3.2、商业化平台直面终端需求，业界领先专业 PI 资源赋能 C 端	24
4、盈利预测与投资建议	26
4.1、关键建设	26
4.2、盈利预测与投资建议	27
5、风险提示	28
附：财务预测摘要	29

图表目录

图 1：科笛是泛皮肤病治疗及护理领域研发公司，快速成长完善布局	4
图 2：公司布局于毛发、皮肤、脂肪、局麻四大重点板块，产品管线丰富	5
图 3：公司处于发展初期、营收实现高增	5
图 4：由于电商平台促销增加，公司毛利率有所降低	6
图 5：研发费用稳健增长，销售投放匹配产品放量增长	6
图 6：公司控股股东通和毓承为医疗健康领域投资机构	6
图 7：2021 年中国泛皮肤病人均消费水平仍较低	7
图 8：2030 年泛皮肤病市场规模有望突破万亿元	7
图 9：目前泛皮肤病市场供需匹配度仍需提升	7
图 10：脱发类型较多，雄激素性脱发是最常见的类型之一	8
图 11：2023 年脱发病治疗及护理产品市场有望突破 2000 亿元	8
图 12：雄脱患者人数预计将持续增长	9
图 13：雄脱类药物市场规模有望不断扩大	9
图 14：公司在毛发领域全面布局，通过解决传统产品痛点，建立差异化优势	10
图 15：毛发管线收入快速提升	11
图 16：2023 年双 11“法国小白管”登多榜单 TOP1	11
图 17：非那雄胺抑制头皮中睾酮向 DHT 的转化	11
图 18：CU-40102 改良制剂境外临床数据优势明显	11
图 19：主要皮肤病中痤疮和特应性皮炎患病人数最多	12
图 20：2030 年皮肤病药物市场规模有望达到 340 亿元	12
图 21：寻常痤疮根据严重程度不同而有不同表现	12
图 22：寻常痤疮市场规模（亿元）有望不断提升	12
图 23：2030 年银屑病市场规模有望超 500 亿元	13
图 24：2030 年特应性皮炎市场规模有望达将近 300 亿元	13
图 25：CU-10201 的全身米诺环素暴露量低于口服药物	13

图 26: 中国 III 期临床中 CU-10201 有效性显著.....	13
图 27: 米诺环素通过阻止氨基酸进入核糖体来抑制细菌肽链的形成.....	14
图 28: CU-10401 的作用机制是结合并激活 AhR, 促进皮肤屏障正常化.....	14
图 29: 品牌创始人欧玛博士有业内顶尖专业技术.....	15
图 30: 欧玛旗下产品获得多项荣誉.....	15
图 31: 欧玛旗下产品管线储存丰富, 多款明星产品功效清晰.....	15
图 32: 我国肥胖人数预计将不断增加.....	16
图 33: 局部减脂市场不断扩大, 非手术类有望后来居上.....	17
图 34: 局部脂肪堆积管理药物市场规模不断扩大.....	17
图 35: CU-20401 的作用机制更加安全、无痛.....	19
图 36: CU-20401 相比 Kybella 安全性更好.....	19
图 37: CU-20401 能有效降低脂肪厚度.....	20
图 38: CU-20401 能有效促进脂肪坏死.....	20
图 39: CATAME®技术平台搭建完善, 剂型开发、高效给药等技术深筑壁垒.....	22
图 40: 截至 2023H1 公司研发团队人数占比 18%.....	23
图 41: 截至 2023H1 研发团队中博士、硕士占比近 1/2.....	23
图 42: 公司以商业化平台为前端及核心直面终端需求, 各环节进行支撑和协同.....	24
图 43: 公司采取整合线上、线下双渠道的商业模式.....	24
图 44: 青丝几何品牌定位年轻群体.....	25
图 45: 公司与哔哩哔哩、阿里健康等平台建立战略合作.....	25
图 46: 公司拥有业界领先的科学顾问委员会.....	25
表 1: 现有雄脱治疗药物仅有 7 种, 且传统雄脱药物均有痛点.....	9
表 2: 局部脂肪堆积管理药物具有最低的程序持续时间和最低的 SAE 比率, 潜力较大.....	16
表 3: 目前国内尚无获批产品, 且临床中产品多以脱氧胆酸成分为主.....	18
表 4: CU-20401 治疗额下脂肪堆积的 I 期临床试验显示出初步疗效.....	20
表 5: 目前国内获批的表皮麻醉产品仅有两种.....	21
表 6: 利多卡因/丁卡因相比利多卡因/丙胺卡因而言疗效更佳.....	21
表 7: 公司核心高管团队拥有丰富行业经验.....	23
表 8: 公司有望实现高速增长, 预计未来几年核心收入贡献来源于毛发领域.....	26
表 9: 公司总市值/2022 年研发支出比例在可比公司中处于中等水平.....	27
表 10: 预计公司合理估值 79 亿元, 我们认为公司估值具备性价比.....	28

1、覆盖泛皮肤病及护理核心领域，打造皮肤学平台快速成长

科笛是泛皮肤病治疗及护理领域研发公司，快速成长完善布局。科笛集团是泛皮肤病治疗及护理领域的研发公司，由通和毓承及公司 CEO 张乐乐女士于 2019 年创立。公司成立以来实现快速成长：（1）研发管线方面，成立之初即引入特应性皮炎、表皮麻醉乳膏等产品管线切入泛皮肤病领域；2020 年引入多款核心管线并完善了毛发疾病及护理、皮肤疾病及护理、局部减脂等领域的布局，2023 年合作欧玛品牌切入功效护肤领域；2021-2023 年各研发管线按计划/超计划顺利推进。（2）平台及团队方面，公司不断完善研发、技术、生产、管理平台及团队，2023 年江苏省 GMP 生产基地投产，年产能已达 500 万剂。（3）品牌建设方面，2023 年公司以毛发产品为基础，首发自有品牌“青丝几何”。（4）融资方面，公司已完成多轮融资，并于 2023 年 6 月 12 日登陆港交所主板、9 月获纳入沪港通及深港通的港股通股票名单。

图1：科笛是泛皮肤病治疗及护理领域研发公司，快速成长完善布局

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
发展历程	- 由通和毓承以及 CEO 张乐乐创立 - 开启全球项目引进与评估	- 建成 2 个研发中心 - 构建全国学术网络布局 - 完成研发技术平台布局 - 强化研发团队，拓展市场团队	符合欧盟 GMP 标准生产基地开始建设	- 扩充研发/生产/其他管理团队 - 生产基地建成 - 第三代独栋研发中心建成	- 在江苏省的 GMP 生产基地投产，年产能合共约 500 万剂 - 首发自有品牌“青丝几何”	
资本化进程	A 轮融资：通和毓承，2000 万美元	B 轮融资：YF Dermatology Limited、Sequoia Capital China Growth、LBC 等，1.8 亿美元	C 轮融资：Fidelity 等，7500 万美元	香港 IPO 交表	6 月港交所主板上市 9 月获纳入沪港通及深港通的港股通股票名单	
产品布局	- 引入特应性皮炎新药（CU-10101） - 引入表皮麻醉乳膏（CU-30101）	- 引入痤疮治疗新药（CU-10201） - 引入脱发治疗药物（CU-40101、CU-40102） - 引入银屑病药物（CU-10401） - 引入局部脂肪堆积管理药物（CU-20401）	- CU-10201、CU-40102 在海南试点商业化 - CU-20401 进入 I 期临床 - CUP-MNDE、CUP-SFJH 跨境特许/评审 - CU-40102、CU-10201 进入 III 期临床 - CU-40101、CU-20401 递交 IND	- CUP-MNDE、CUP-SFJH 实现内地商业化 - CU-40102、CU-10201 完成 III 期临床受试者入组 - CU-20401 完成 I 期临床 - CU-10101、CU-30101 递交 IND	- CU-10201 获得 CDE 优先审评审批资格、且新药上市申请获受理 - CU-40102 的 III 期临床试验达到主要终点 - CU-30101 的 III 期临床试验完成数据库锁定 - CU-20401 腹部适应症 I 期临床完成数据库锁定 - CU-40101 完成 I 期临床 - 合作欧玛 Phyto-C 品牌	- CU-20401 额下 II 期临床完成首例受试者入组；腹部 I 期临床完成 - CU-40102 新药上市申请获受理 - CU-30101 中国 III 期临床达到主要终点

资料来源：公司招股书、公司公告、公司推介材料、科笛集团公众号、开源证券研究所

布局毛发、皮肤、脂肪、局麻四大重点板块，打造提供综合解决方案的皮肤学平台。公司主要布局毛发疾病及护理、皮肤疾病及护理、局部脂肪堆积管理药物、表皮麻醉等重点板块，致力于打造提供综合解决方案的皮肤学平台。公司目前已有 9 款在研产品（其中 2 款已在海南乐城试行商业化）、5 款自有品牌“青丝几何”旗下产品、多款已实现商业化分销的产品。分板块看，毛发领域适应症较为全面（包括脱发、头皮问题等），并为此全面覆盖丰富的成分和剂型；皮肤领域主要包括皮肤病药物及护肤品，皮肤病药物涉及到特应性皮炎、寻常痤疮、银屑病等核心适应症，并打造了功效、安全性兼备的产品矩阵，护肤品方面与美国高端高功效护肤品牌欧玛 Phyto-C 达成合作；局部减脂市场精准切入 1 款差异化创新产品；表皮麻醉领域布局市场相对空白的优质产品利多卡因丁卡因乳膏。

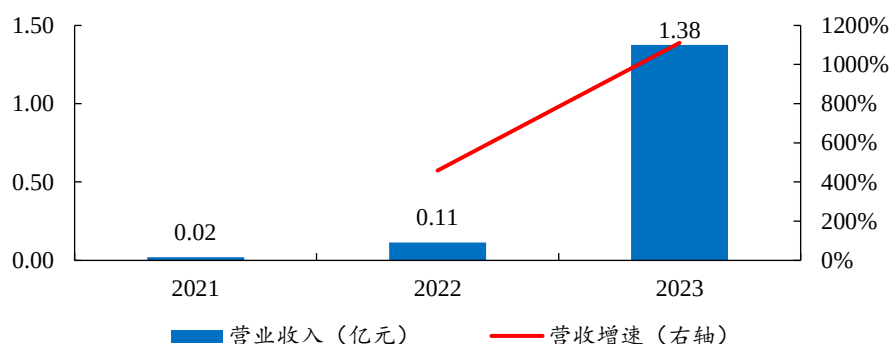
图2：公司布局于毛发、皮肤、脂肪、局麻四大重点板块，产品管线丰富



资料来源：公司招股书、科笛海外天猫旗舰店、青丝几何天猫旗舰店、Baileul®海外京东自营旗舰店、开源证券研究所

发展初期营收高增，毛发疾病及护理产品贡献主要营收。公司营收主要来源于现有商业化产品销售收入，2021/2022/2023 营业收入分别为 0.02 亿元/0.11 亿元(+458%)/1.38 亿元 (+1111%)，实现高速增长。现有产品中毛发疾病及护理产品增长较快，2022 年其营收达到 930 万元 (+2340%)，其中 CUP-MNDE (法国小白管) 实现收入约 920 万元，贡献最大；2023 年功效护肤品牌欧玛实现了不俗的终端表现，亦对公司营收有较大贡献。利润方面，由于公司目前仍处于发展初期，大量产品管线仍在研发投入期，因此还未实现盈利，2023H1 公司录得归母净利润-16.40 亿元，主要系可转换可赎回优先股公允价值变动亏损大幅提升导致 (2022H1/2023H1 分别为 -1.75/-14.54 亿元)，剔除该部分影响后的净利润为-1.86 亿元。

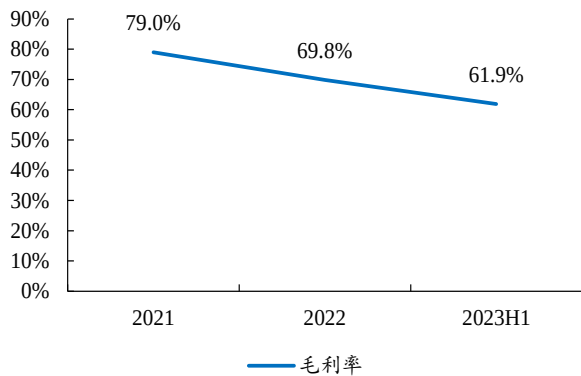
图3：公司处于发展初期、营收实现高增



数据来源：公司招股书、公司公告、开源证券研究所

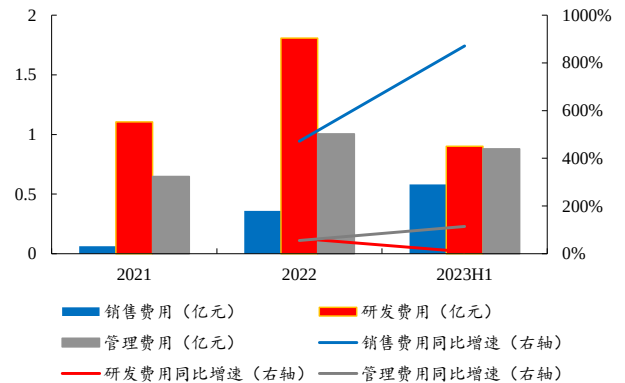
毛利率有所降低、费用增长相对有序，账面现金能充分支撑投入。公司近年来毛利率略有降低，2023H1 毛利率为 61.9% (-6.9pct)，主要系品牌推广力度加大、电商平台折扣促销活动增加所致。费用方面，2023H1 公司研发费用为 0.90 亿元 (+8.0%)，增长较为稳健可控；管理费用 0.88 亿元 (+113.7%)，主要由于 2023 年公司管理人员随业务扩张而增加，叠加股权激励计划开支增加；销售费用 0.58 亿元 (+871.1%)，主因扩大电商、社交平台线上营销活动导致投放大幅增加。此外，截至 2023 年 6 月 30 日，公司现金结余（包括现金及现金等价物总额、三个月以上的定期存款及按公允价值计入损益的金融资产）约为 13.99 亿元，能充分支撑投入。

图4：由于电商平台促销增加，公司毛利率有所降低



数据来源：公司招股书、公司公告、开源证券研究所

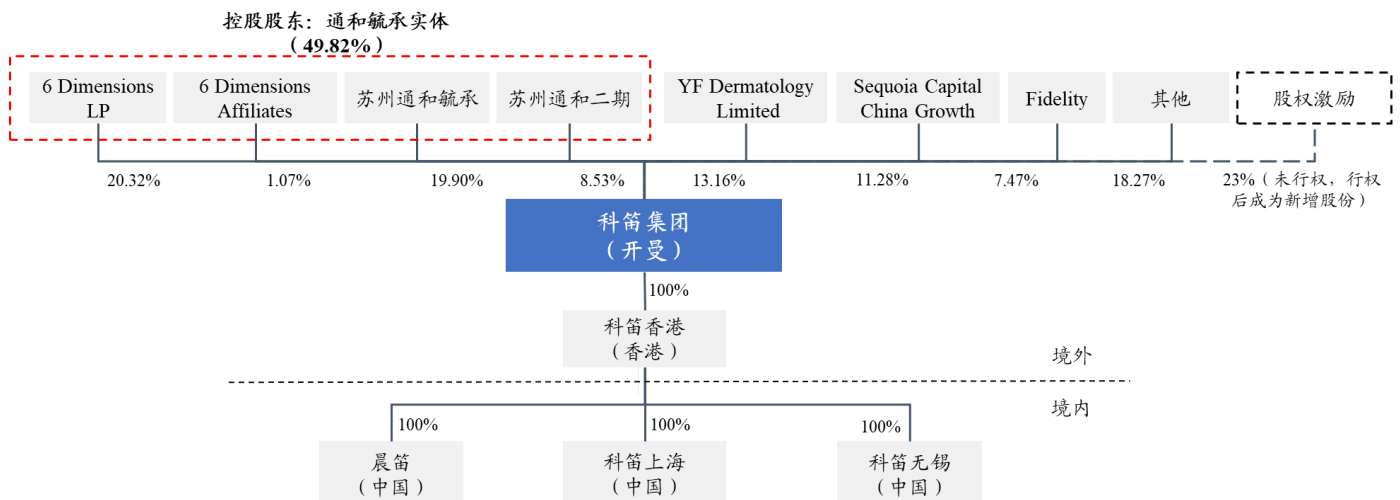
图5：研发费用稳健增长，销售投放匹配产品放量增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

控股股东通和毓承为医疗健康领域投资机构，员工激励充分。截至公司 IPO 发行完成时，公司控股股东为通和毓承实体，持股比例为 49.82%。通和毓承实体为专业医疗保健私募股权基金管理公司通和毓承（由通和资本与毓承资本强强联合合并成立）管理的投资基金，业务广泛覆盖中美等国家。此外，云锋基金、红杉资本、富达投资分别持有公司 13.16%、11.28%、7.47% 的股权。员工激励方面，公司已授出首次公开发售前股权激励计划项下 6981 万股购股权及股份奖励，约占公司总股份的 23%，激励较为充分，能够很好地发挥吸引、激励、留任及奖励公司高管及员工的作用。

图6：公司控股股东通和毓承为医疗健康领域投资机构



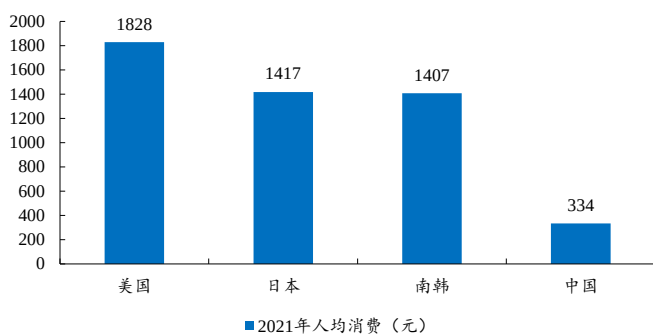
资料来源：Wind、公司招股书、开源证券研究所（注：以上为截止 IPO 发行后的股权结构）

2、行业空间广阔，全面覆盖+差异化组合打法实现高成长性

2.1、泛皮肤病治疗及护理市场空间广阔，供需匹配有望推动行业发展

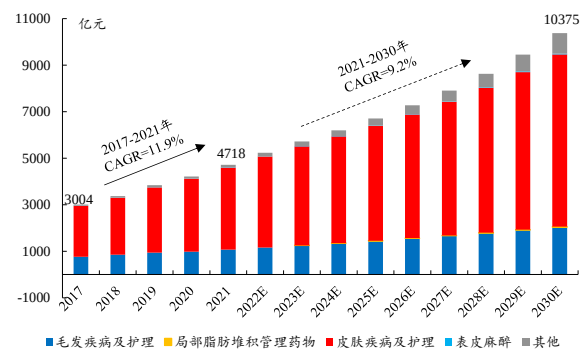
泛皮肤病治疗及护理市场空间广阔，人均消费水平提升潜力大。泛皮肤病治疗及护理市场可分为局部脂肪堆积管理药物、毛发疾病及护理、皮肤疾病及护理和表皮麻醉等领域。近年来随着消费者美丽及健康管理意识提高，泛皮肤病治疗及护理相关的消费越来越被大众所认知和接受，根据 Frost&Sullivan 数据，2021 年我国泛皮肤病治疗及护理终端产品市场规模达 4718 亿元(对应 2017-2021 年 CAGR 为+11.9%)，预计到 2030 年终端市场规模将突破 1 万亿元(对应 2021-2030 年为+9.2%)。整体看，目前行业发展仍不成熟，相应产品渗透率仍然较低；同时，2021 年中国泛皮肤病治疗及护理的人均消费仅有 334 元，相比美国、日本、韩国上千元的消费水平仍有较大差距，未来提升潜力较大。

图7：2021 年中国泛皮肤病人均消费水平仍较低



数据来源：Frost&Sullivan、公司招股书、开源证券研究所

图8：2030 年泛皮肤病市场规模有望突破万亿元

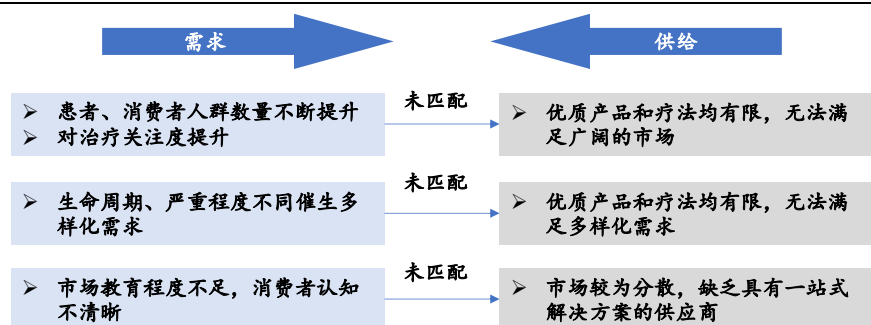


数据来源：Frost&Sullivan、公司招股书、开源证券研究所

需求端教育不足、供给端缺乏优质解决方案，未来供需匹配提升有望推动行业发展。

(1) 需求端：一方面，泛皮肤病患者及消费者人群数量不断增长、对治疗的关注度不断提高，终端需求旺盛；另一方面，产品需求也会由于生命周期、疾病严重程度不同等特点呈现多样化趋势（如青少年时期更需要痤疮类药物，随着年龄增长可能更关注毛发类产品）；此外，市场教育程度仍不足，消费者对于自身所需产品认知不清晰，存在较大改善空间。(2) 供给端：目前在中国获批的泛皮肤病外用药物大多为非专利药物、新型疗法有限，同时也缺乏具有优质一站式解决方案的供应商。我们认为，随着市场教育成熟、切中消费者痛点的优质产品及解决方案涌现，旺盛的终端需求与供给产品匹配度提升有望推动行业发展。

图9：目前泛皮肤病市场供需匹配度仍需提升

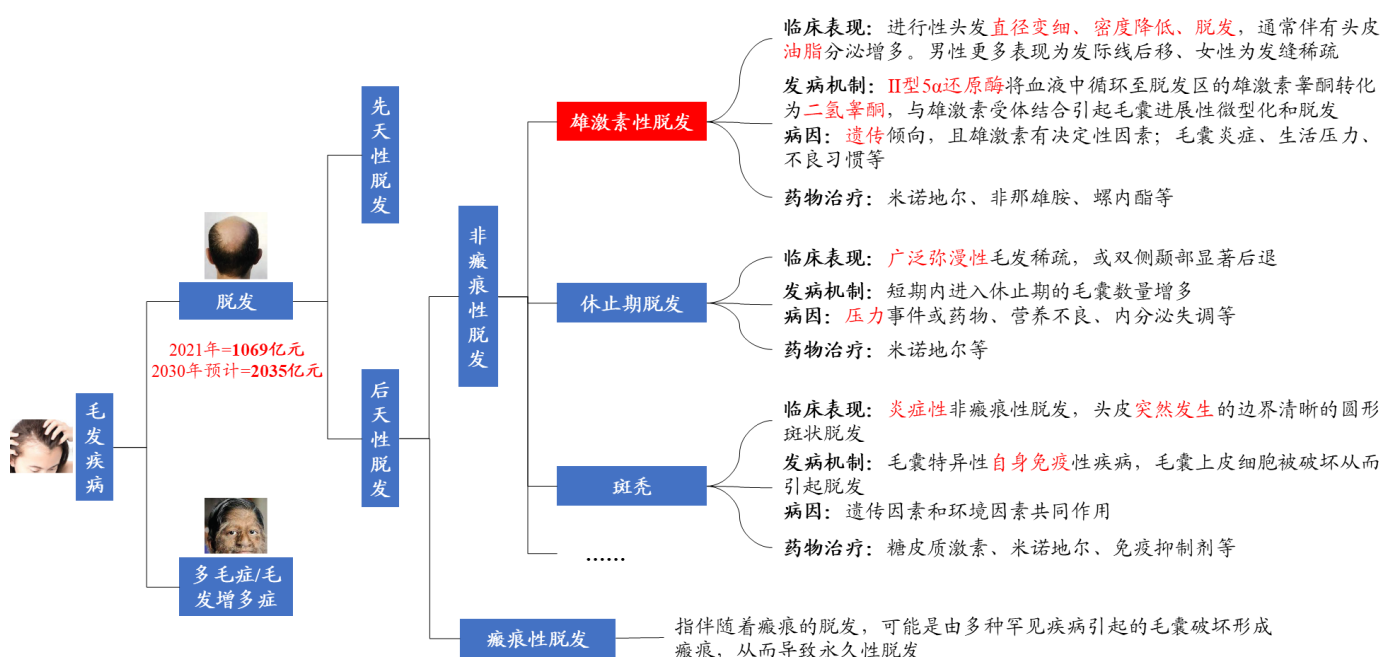


资料来源：开源证券研究所

2.2、毛发：市场空间广阔，公司主打全面覆盖，产品切中市场痛点

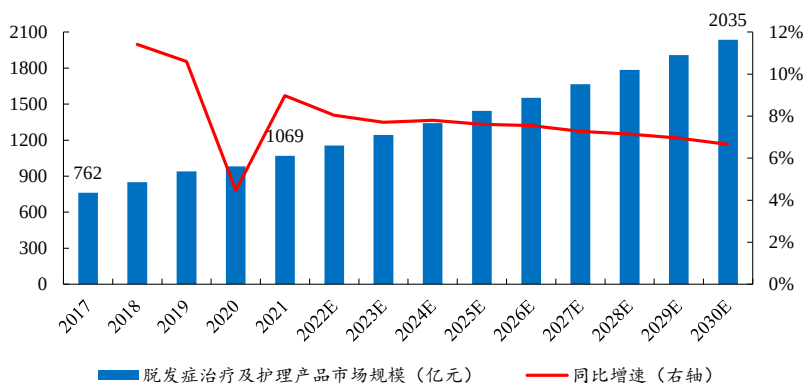
脱发症治疗及护理产品市场空间广阔，雄激素性脱发是最常见毛发疾病类型之一。毛发疾病包括脱发、多毛症/毛发增多症两大类，其中脱发是一种很常见的毛发疾病、主要影响头皮毛发。根据 Frost&Sullivan 数据，2021 年我国脱发人数达到 2.5 亿人，基数较大，脱发症治疗及护理产品市场规模达到 1069 亿元（2017-2021 年 CAGR+8.8%），2030 年市场规模有望达到 2035 亿元。细分来看，脱发症有先天性和后天性，后天性脱发包括瘢痕性脱发（毛囊破坏形成瘢痕，进而导致永久性脱发）和非瘢痕性脱发，其中非瘢痕性脱发中的雄激素性脱发是最常见的脱发类型之一，发病机制主要是 II 型 5 α 还原酶将血液中循环至脱发区的雄激素睾酮转化为二氢睾酮（DHT），再与雄激素受体结合引起毛囊进展性微型化和脱发。

图10：脱发类型较多，雄激素性脱发是最常见的类型之一



资料来源：Frost&Sullivan、公司招股书、《中国人雄激素性脱发诊疗指南》、《中国斑秃诊疗指南（2019）》、中华整形外科公众号、开源证券研究所

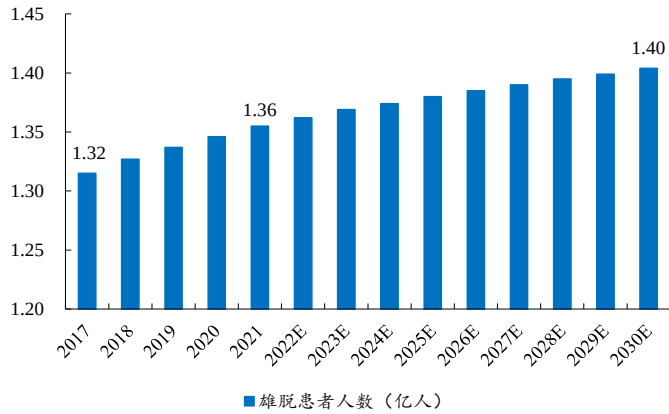
图11：2023 年脱发症治疗及护理产品市场有望突破 2000 亿元



数据来源：Frost&Sullivan、公司招股书、开源证券研究所

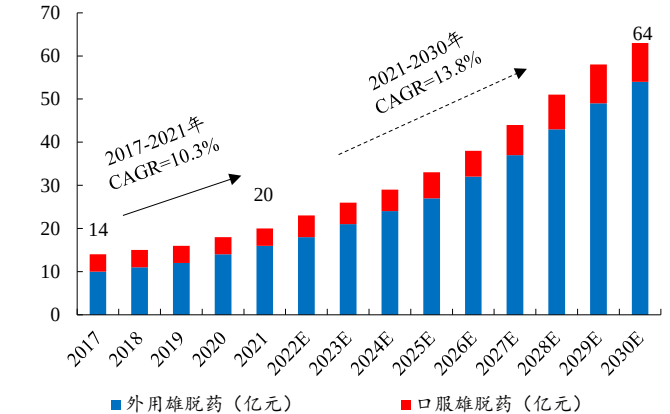
雄激素性脱发人群预计将持续增长，雄脱类药物市场空间广阔。我国雄激素性脱发人群数量非常大，2021 年雄脱患者人数达到 1.36 亿人，占总脱发患者人数一半以上，其中 78.9% 为男性（男性雄脱患病率高于女性），预计到 2030 年将增长到 1.40 亿人。雄脱的典型治疗包括药物及植发，植发属于手术类项目，治疗成本较高、主要用于治疗重度脱发；药物治疗方法更加日常和普遍，2021 年雄脱药物市场规模达 20 亿元，其中外用/口服占比分别为 80%/20%，随着雄脱患者人数增长、消费者重视程度提升，未来口服和外用药物的市场规模都有望持续扩大。

图12：雄脱患者人数预计将持续增长



数据来源：Frost&Sullivan、公司招股书、开源证券研究所

图13：雄脱类药物市场规模有望不断扩大



数据来源：Frost&Sullivan、公司招股书、开源证券研究所

传统雄脱药物均有痛点，布局全面且有优质解决方案的企业有望后来居上。截至 2024 年 1 月，中国获批的治疗雄激素性脱发药物共有 5 种外用米诺地尔、1 种口服非那雄胺和 1 种口服环丙孕酮，其中米诺地尔和非那雄胺是《中国人雄激素性脱发诊疗指南》中推荐度最高的两款产品。但传统药物仍有诸多痛点亟待解决：（1）米诺地尔产品具有丙二醇过敏、直立性低血压等副作用，同时市场现有大多数产品中丙二醇含量较高，容易造成头皮油腻，消费者使用感不佳、依从性差；（2）非那雄胺主要针对男性雄脱患者，但口服制剂具有性功能障碍、抑郁等系统性副作用；（3）环丙孕酮仅适用于严重雄脱的女性患者，但不能用于孕期女性。此外，从竞争格局来看，目前雄脱类药物市场较为分散，布局企业数量较少且仅切入单款产品，没有出现明显龙头，未来我们认为有优质解决方案（解决传统药物痛点）且布局全面的企业有望后来居上，抢占更多市场份额。

表1：现有雄脱治疗药物仅有 7 种，且传统雄脱药物均有痛点

药物	剂型	用药途径	RLD 持有人/首家获批公司	适应症	首次获批日期	是否处方药	产品数量 (仿制药/总计)	每疗程费用(元)	国家医疗保险
米诺地尔	喷雾	外用	京卫药业	雄激素性脱发	2011.1	处方药	2/2	1242	否
	凝胶	外用	博士伦	雄激素性脱发	2005.1	非处方药	1/1	1368	否
	搽剂	外用	振东安欣	雄激素性脱发	2002.1	非处方药	6/6	709	否
	酊剂	外用	万晟药业	雄激素性脱发	2001.1	非处方药及处方药	2/2	680	否
	泡沫剂	外用	万晟药业	雄激素性脱发	2023.12	非处方药	1/1	-	否
非那雄胺	片剂	口服	默沙东	男性雄激素性脱发	2004.1	处方药	多款/多款	961	是
环丙孕酮	片剂	口服	拜耳	女性雄激素性脱发	1990.12	处方药	2/2	1975	是

资料来源：NMPA、公司招股书、开源证券研究所（注：资料截至 2024 年 1 月 14 日）

公司在毛发领域全面布局，有利于充分占领消费者心智。公司在毛发领域搭建丰富的产品矩阵，包括多款已分销产品、5款自有品牌“青丝几何”旗下产品、4款在研中产品，已成为目前市场上毛发领域布局最全的公司之一。从适应症来看不仅包括雄激素性脱发症，还包括普通脱发、头皮问题等；从治疗脱发产品的成分来看，包括米诺地尔、非那雄胺、植物精华等多种成分；从剂型来看包括口服片剂、喷雾剂、搽剂、泡沫剂、洗剂等；从产品种类来看包括处方药、OTC、妆品等。全面布局有利于兼顾消费者多样化需求、形成产品间协同效应（如洗发水、二硫化硒可与米诺地尔搭配使用），并充分占领消费者心智。

通过解决传统产品的痛点、提供优质解决方案来建立差异化竞争优势。在整体全覆盖下，公司重点布局了一些差异化产品，通过解决传统产品痛点提供更优解决方案。

（1）米诺地尔方面，法国小白管、青丝几何米诺地尔喷雾主打低/不含丙二醇，降低由于丙二醇含量较高导致的油腻感，改善使用体验；CU-40103 米诺地尔泡沫剂则通过改变剂型改善使用体验。（2）非那雄胺方面，CU-40102 外用非那雄胺喷雾剂将口服改良为外用剂型，能够实现头皮表面高浓度给药且降低全身毒性及系统性副作用。（3）此外还布局了小分子甲状腺激素受体激动剂、度他雄胺等创新产品。

图14：公司在毛发领域全面布局，通过解决传统产品痛点，建立差异化优势

毛发疾病及护理产品矩阵

	成分	适应症	竞争优势	示意图	价格	终端表现
已分销产品	2%/5%米诺地尔喷雾剂 Bailleul®法国小白管	脱发	【OTC】 ①低丙二醇含量、清爽 ②2021年在意大利、葡萄牙及比利时销量最高		218元/60ml	2022年1月开始分销； 2022年销售额920万元， 天猫国际占比51.2%
	植物提取物生发精华 荷乐生小绿管	脱发	【妆】安全植物成分		1280元/ml	2022年8月开始分销； 2022年销售额3.7万元
	Klinge®德国酮康唑洗剂	头皮糠疹、 脂溢性皮炎	【OTC】轻症预防		99元/60ml	/
	Bailleul®防脱发洗发水	控油、防脱	【妆】日常洗护需求		99元/200ml	/
自有品牌	2%/5%米诺地尔喷雾剂	脱发	【处方药】不含丙二醇		170元/60ml	2023年6月正式推出品牌，与阿里健康、哔哩哔哩等平台达成战略合作   致力于成为年轻人的头发健康专家
	二硫化硒洗剂	毛囊炎、脂 溢性皮炎	【OTC】搭配米诺地尔使用		65元/120g	
	精研强韧洗发水	控油、修护	【妆】日常洗护需求		298元/400ml	
	复方酮康唑洗剂	花斑癣、脂 溢性皮炎	【处方药】头皮问题		69元/100g	
	非那雄胺片	雄脱	【处方药】		278元/90片	
青丝几何®						
在研管线	成分	适应症	竞争优势	临床进展	预计获批	
	CU-40101	外用小分子甲状腺激素受体激动剂搽剂	雄脱	①刺激毛囊于静息期生长 ②全身药物暴露度较低 ③或可同时用于男、女性	2023年11月I期临床试验达到主要终点 1类新药	待定
	CU-40102	外用非那雄胺喷雾剂	雄脱	①保证头皮表面高浓度 ②全身药物暴露及毒性低	2024年1月新药上市申请已获受理 改良药、全球唯一获批、中国唯一在研外用非那雄胺产品，已试点商业化	2024Q4
	CU-40103	外用米诺地尔泡沫剂	脱发	①泡沫剂型质地不油腻	仿制药，临床前阶段	待定
	CU-40104	外用度他雄胺制剂	雄脱	①效果比非那雄胺更好 ②已验证的分子，改良剂型	新药，临床前阶段	待定

资料来源：公司招股书、公司公告、青丝几何公众号、科笛海外天猫旗舰店、青丝几何天猫旗舰店、Bailleul®海外京东自营旗舰店、开源证券研究所

毛发管线收入快速提升，法国小白管终端表现优秀，“青丝几何”品牌势能不断提升。公司毛发管线整体收入快速提升，2023 年 618/双 11 期间毛发管线 GMV 分别实现 940 万元+(+4383%)/1670 万元+(+234%)。目前毛发领域主要贡献收入的产品为 Bailleul® 法国小白管，主打“清爽”和“欧洲市占率第一”两个卖点。2022 年 1 月份正式开始分销，2022 年全年销售额约达到 920 万元；2023 年双 11 期间，法国小白管登上京东海外皮肤用药品牌&单品、天猫国际医药类目单品榜单的 TOP1，表现亮眼。同时，2023 年 6 月公司首发“青丝几何”品牌，目前已搭建起用于解决多种毛发问题的产品矩阵，以“对症生发”作为品牌 Slogan，通过科普对消费者进行教育，积累了大量有毛发问题而没有选用正确产品、治疗方法的客群，品牌势能不断提升。

图15：毛发管线收入快速提升



资料来源：科笛集团公众号

图16：2023 年双 11 “法国小白管” 登多榜单 TOP1

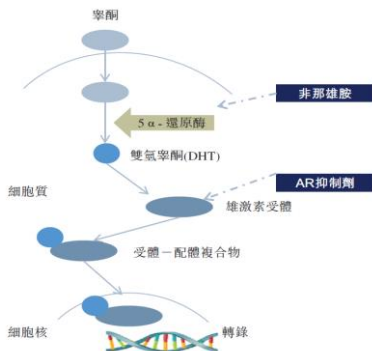


资料来源：科笛集团公众号

CU-40102 是全球唯一获批、中国唯一在研外用非那雄胺，改良优势明显。非那雄胺抑制头皮中睾酮向 DHT（二氢睾酮）的转化，阻断 DHT 及雄激素受体的相互作用，从而延缓雄脱进程。从境外临床数据来看，CU-40102 相比口服非那雄胺产品的改良优势明显：首先其平均疗效相差无几；而平均最大血浆浓度比口服非那雄胺降低 100 倍以上；血清二氢睾酮平均下降率也更低，说明局部给药可以减少血清 DHT 抑制；同时性功能不良事件等发生率有显著降低。中国的 III 期临床结果显示 CU-40102 组受试者疗效均显著优于安慰剂组且差异具有统计学意义，2024 年 1 月 CU-40102 的新药上市申请已获受理，产品有望于 2024 年获批上市并实现销量快速提升。

其他储备产品也具有较大潜力。除 CU-40102 以外，公司还储备了 3 款在研产品，其中 CU-40101 外用小分子甲状腺激素受体激动剂搽剂为 1 类新药，性能优秀、政府支持力度较大，且其商业化进度较快，11 月份 I 期临床试验已达主要终点；CU-40104 外用度他雄胺制剂同样为新药，其功效强于非那雄胺，外用制剂市场潜力较大。

图17：非那雄胺抑制头皮中睾酮向 DHT 的转化



资料来源：Frost&Sullivan、公司招股书

图18：CU-40102 改良制剂境外临床数据优势明显

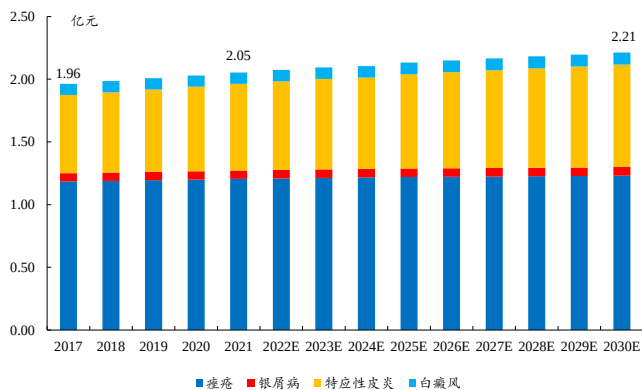
	CU-40102	口服非那雄胺	赋形剂
非那雄胺的平均最大血浆浓度	48Pg/ml	7166Pg/ml	-
血清二氢睾酮下降率	34.50%	55.60%	-
平均疗效	+20.2根头发/cm ²	+21.1根头发/cm ²	+6.7根头发/cm ²
性功能不良事件	2.80%	6.00%	3.90%
鼻咽炎	15.50%	17.90%	13.30%
头痛	9.40%	9.50%	11.00%

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

2.3、皮肤：日常疾病发生率高，公司布局核心细分领域差异化单品

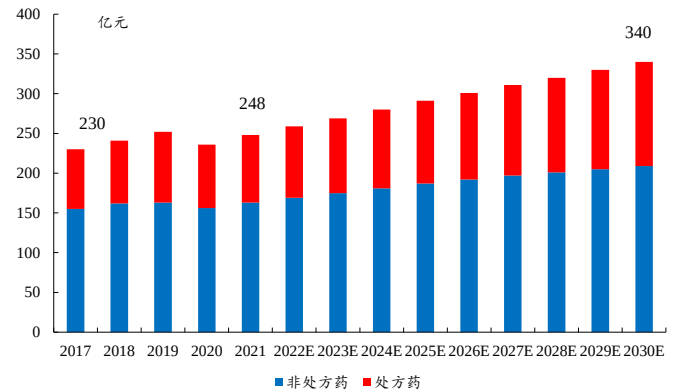
皮肤病患病人数持续上升，相应产品市场规模不断增加。皮肤病与遗传因素、环境因素和饮食习惯等外部因素有关，容易发生/复发，一方面患病人数将持续增加，另一方面患者需要长期治疗及护理、也推动相应市场规模持续增加。根据Frost&Sullivan数据，2021年我国寻常痤疮、特应性皮炎、银屑病、白癜风四种皮肤病总计患病人数为2.05亿人，其中寻常痤疮占比达到58.7%、最为普遍，此外大量人群尽管没有疾病、但存在皮肤问题（如敏感肌）。皮肤疾病及护理产品包括护肤品、药妆品、处方药和非处方药，2021年整体皮肤病及护理产品市场规模达3526亿元，其中药品约248亿元；2030年整体市场规模有望达7402亿元，其中药品有望达340亿元。

图19：主要皮肤病中痤疮和特应性皮炎患病人数最多



数据来源：Frost&Sullivan、公司招股书、开源证券研究所

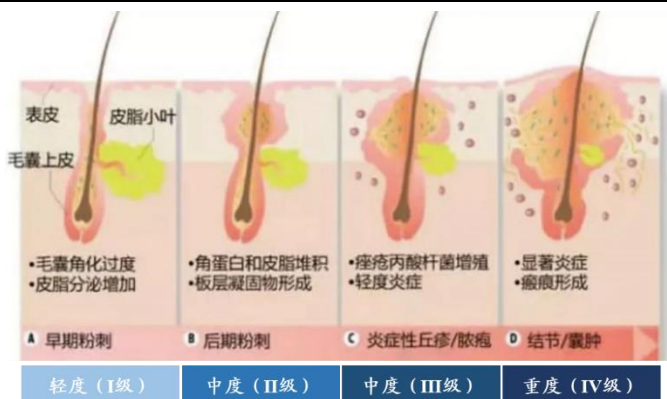
图20：2030年皮肤病药物市场规模有望达到340亿元



数据来源：Frost&Sullivan、公司招股书、开源证券研究所

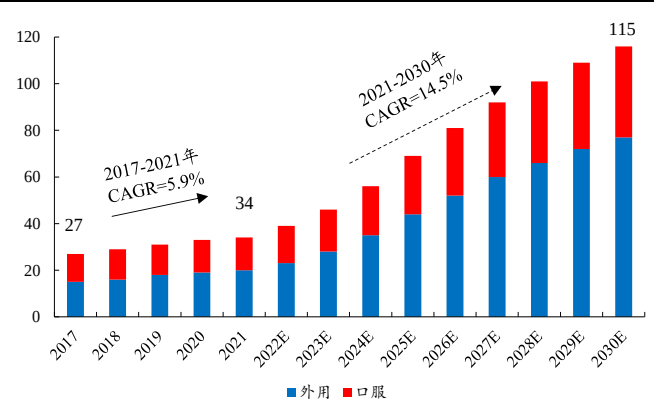
寻常痤疮发生率高，消费者教育提升叠加创新药获批推动市场持续扩容。寻常痤疮是一种好发于青春期并主要累及面部的毛囊皮脂腺单位慢性炎症性皮肤病，可分为三度、四级。根据《中国痤疮治疗指南（2019修订版）》，超过95%的人会有不同程度痤疮发生，3%-7%痤疮患者会遗留瘢痕，给患者身心健康带来较大影响。一方面，大众缺乏科学认知，58.8%的患者采取不正规治疗手段，因此痤疮治疗及护理消费者教育的提升潜力很大。另一方面，痤疮基础治疗方法以外用药物为主，中重度痤疮则需系统治疗的同时辅以外用药物，其中刺激性更小、剂型更优的创新药获批也有望推动市场持续扩容。2021年寻常痤疮市场规模达到34亿元（2017-2021年CAGR为+5.9%），2030年有望增加达到115亿元。

图21：寻常痤疮根据严重程度不同而有不同表现



资料来源：医科院皮肤病医院公众号、开源证券研究所

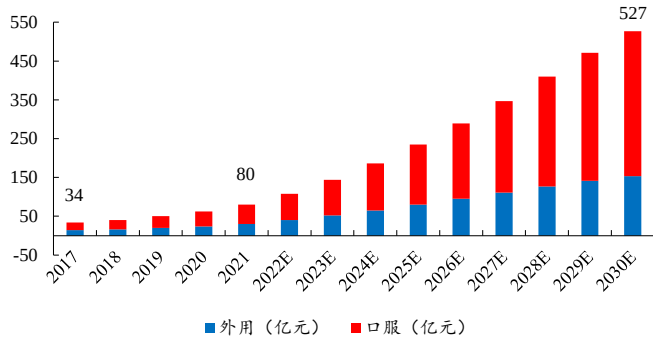
图22：寻常痤疮市场规模（亿元）有望不断提升



数据来源：Frost&Sullivan、公司招股书、开源证券研究所

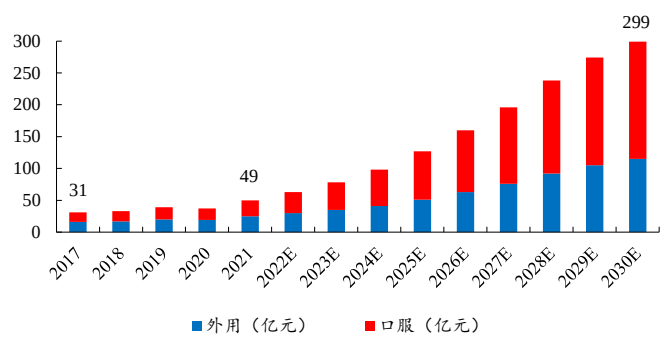
银屑病及特应性皮炎同样具有广阔的市场空间。银屑病是一种常见的、慢性的、全身的、免疫介导的炎症性疾病，往往无法根治；特应性皮炎的临床范围较广，从轻症白色糠疹或手部湿疹到重症红皮皮疹。根据 Frost&Sullivan 数据，中国银屑病/特应性皮炎 2021 年市场规模分别为 80 亿元/49 亿元，2017-2021 年 CAGR 分别为 +23.9%/+12.1%，2030 年其市场规模分别有望达到 527 亿元/299 亿元。

图23：2030 年银屑病市场规模有望超 500 亿元



数据来源：Frost&Sullivan、公司招股书、开源证券研究所

图24：2030 年特应性皮炎市场规模有望达将近 300 亿元

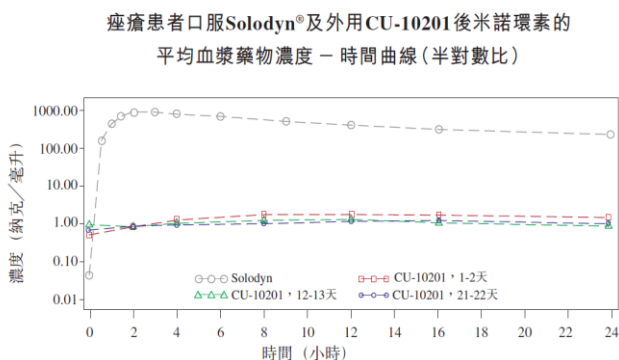


数据来源：Frost&Sullivan、公司招股书、开源证券研究所

公司覆盖核心皮肤病领域，挑选功效优秀的差异化产品进行布局。痤疮领域选择用于治疗中度至重度寻常痤疮的 CU-10201 外用 4%米诺环素泡沫剂，属于最强功效的抗生素改良为外用剂型的产品；银屑病领域选择 CU-10401 外用本维莫德乳膏，疗效、安全性平衡较好；特应性皮炎领域选择 CU-10101 外用新型小分子制剂，非激素、小分子替代药物具备低副作用、低限制、稳定性好等优势。

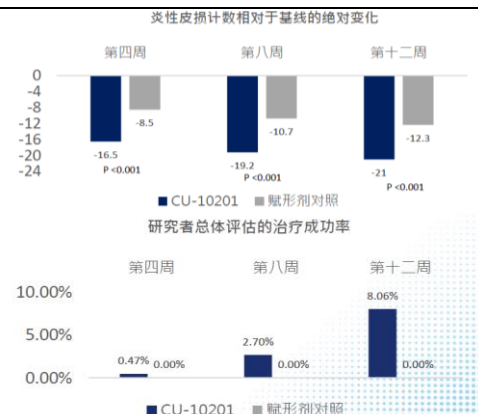
CU-10201 是全球唯一获批、中国唯一在研中外用米诺环素，强功效+低副作用优势显著，适应症年龄拓展市场大幅扩容。米诺环素是一种应用广泛的抗生素，通过阻止氨基酸进入核糖体，从而抑制细菌肽链的形成，且米诺环素对多种生物具有广谱抗菌活性、具有高效性和长效性，在四环素类抗生素中抗菌作用最强。传统的米诺环素为口服制剂，系统性副作用较为严重，而 CU-10201 是外用泡沫制剂，与口服 Solodyn（盐酸米诺环素缓释片）相比，全身药物暴露量显著降低；同时其对痤疮棒状杆菌有较强的抗菌活性、耐药性也较低；中国 III 期临床显示其具有有效性和安全性。目前其适应症拓展到了 9 岁及以上的青少年及成年人，覆盖了痤疮高发人群，市场有望大幅扩容。2023 年 9 月其 NDA 获药监局受理，且此前已获得 CDE 的优先审评审批资格，有望于 2024 年正式获批上市。

图25：CU-10201 的全身米诺环素暴露量低于口服药物



资料来源：公司招股书

图26：中国 III 期临床中 CU-10201 有效性显著



资料来源：公司推介材料

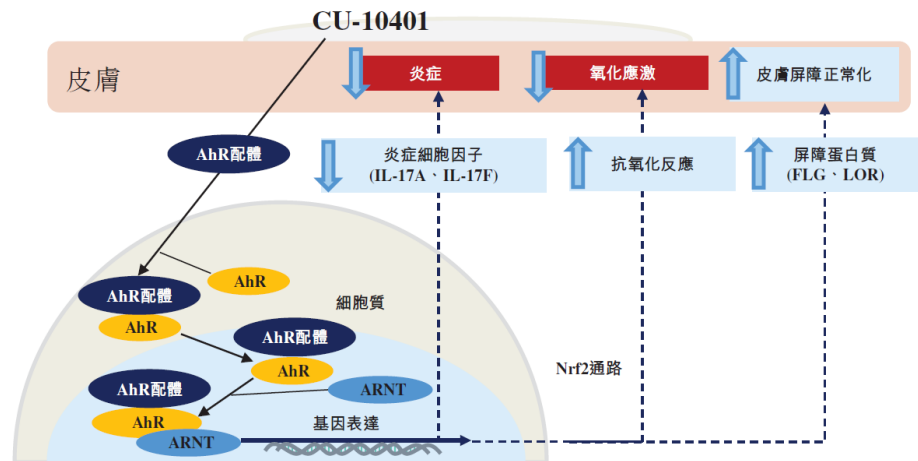
图27：米诺环素通过阻止氨基酸进入核糖体来抑制细菌肽链的形成



资料来源：Frost&Sullivan、公司招股书

CU-10401 在疗效、安全性方面具有综合优势，国内市场潜力较大。CU-10401 的活性成分本维莫德(Tapinarof)是一种 AhR 靶向药品，其作用机制是结合并激活 AhR、减少促炎细胞因子、调节皮肤屏障蛋白表达以促进皮肤屏障正常化。CU-10401 作为一种非甾体小分子化学药物，相比市面上常见的外用皮质类固醇或全身疗法而言副作用风险较低，同时根据《本维莫德乳膏治疗银屑病专家指导意见》，其治疗的复发率为 7.3%，比另一种常用的外用非甾体药物钙泊三醇(8.5%)更低。目前，CU-10401 处于临床前研究阶段，有望成为除原研产品以外首个在中国获批的本维莫德乳膏，市场潜力较大。

图28：CU-10401 的作用机制是结合并激活 AhR，促进皮肤屏障正常化



资料来源：Frost&Sullivan、公司招股书

CU-10101 相比常用治疗方法具有低副作用、低限制、稳定性好等优势。特应性皮炎的治疗选择有限，表皮类固醇药物是最常用的治疗方法，一方面，CU-10101 是一种针对特应性皮炎的非激素、小分子药物，可减轻皮质类固醇相关的副作用及限制，且局部用药能直接到达病灶区域；另一方面，通过优化的软膏配方改善化合物本身的不稳定性，相比其他剂型更稠厚、作用时间更长。体外细胞模型药效试验结果表明 CU-10101 具有舒缓及抗炎作用，有可能在特应性皮炎治疗中取得良好疗效，目前产品处于临床前阶段，公司计划于 2024Q2 向国家药监局提交 IND 申请。

除了在皮肤病治疗药物上的布局以外，公司也同时入局日常场景下的护肤品领域，致力于全面综合解决消费者的皮肤问题。

独家合作高端高功效护肤品牌欧玛，创始人具有业内顶尖技术实力、产品深受消费者认可。公司已成为美国高端高功效护肤品牌欧玛 PHYTO-C 在中国的独家合作伙伴，在功效护肤领域开辟高潜力业务。欧玛品牌创始人 Dr. Mostafa Omar 专研左旋 VC 技术十多年，具有业内顶尖技术实力，1994 年成功研发稳定性 VC 水溶剂第一代配方，2011 年获得橄榄生叶提取物专利，2012 年创新性将 VC 与硒进行结合并获得美国国家癌症研究中心认可。在专业技术支撑下，欧玛品牌具有优秀功效（抗红、抗氧、修护黄金三角），成为广泛应用的院线产品。2020 年正式进入中国市场，2021 年获得天猫国际美妆新店 TOP1，2023 年在天猫进口精华热销榜、祛痘精华热销榜上均位列 TOP2，深受消费者认可。

图29：品牌创始人欧玛博士有业内顶尖专业技术



资料来源：科笛集团公众号

图30：欧玛旗下产品获得多项荣誉

·荣获多项荣誉·

天猫国际美妆新店 (2021年)	TOP1
年度灭火稳肤精华大奖 (2022年)	★★★★★
天猫进口精华热销榜 (2023年)	TOP2
天猫进口祛痘精华热销榜 (2023年)	TOP2

资料来源：科笛集团公众号

欧玛旗下产品管线丰富，公司的商业化积淀有望为品牌的终端推广赋能。欧玛品牌整体定位高端，致力于解决内源肌肤问题、打造健康防御屏障，旗下已储存了多个针对不同皮肤问题的产品管线。其中明星产品油橄榄修护精华为市面上抗红产品天花板，此外多款产品及系列具有清晰功效和差异化定位，未来有望沿着大单品+多矩阵的路径实现良好发展。公司依托毛发管线已搭建了完善的商业平台、积累了丰富的营销经验及优秀的市场洞察力，同时储存了大量定位高端、愿意购买优质产品的客户，营销及客群上的积淀均能为欧玛品牌赋能，2023 年双 11 期间公司护肤品管线（主要由欧玛贡献）GMV 实现 2480 万元+，验证终端推广顺利。

图31：欧玛旗下产品管线储存丰富，多款明星产品功效清晰

·产品管线储存丰富·



·明星产品·

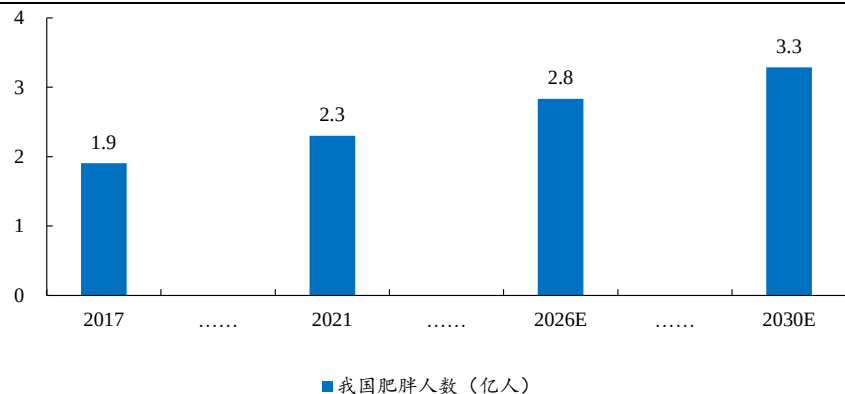
橄榄修护精华	色修基础精华	红丝绒精华	B5保湿精华	C15抗氧精华
抗红天花板	痘印橡皮擦	元气抗初老	密集高保湿	匀亮小灯泡
998元/30ml	659元/30ml	599元/15ml	699元/30ml	1099元/30ml

资料来源：科笛集团公众号、PhytoCeuticals 天猫海外旗舰店、欧玛官网、开源证券研究所

2.4、减脂：局部脂肪堆积药物市场空间广阔，精准切入差异化创新产品

中国肥胖人群数量较大，局部减脂的人群范围更广、需求更加刚性。Frost&Sullivan 数据显示，2021 年中国肥胖人数已有 2.3 亿人，到 2030 年预计有 3.3 亿人，位居全球首位，我国居民正面临严峻肥胖问题，减重市场空间广阔。而局部减脂相对于全身减重而言人群范围更广，不仅肥胖人士有局部减脂需求，正常体重人群也存在局部减脂需求；同时，减重可以通过运动、健康饮食等手段有所成效，而局部脂肪堆积更难以通过以上方式明显改善，因此往往需要借用外力干预，需求相对刚性。

图32：我国肥胖人数预计将不断增加



数据来源：Frost&Sullivan、爱美客招股书、开源证券研究所

局部减脂市场空间广阔，局部脂肪堆积管理药物 SAE 比率最低、潜力较大。根据 Frost&Sullivan 数据，2021 年局部脂肪堆积管理治疗市场规模为 153 亿元（2017-2021 年 CAGR+27.4%），未来将持续加速成长，2030 年市场规模有望达 2428 亿元（2021-2030 年 CAGR+36.0%），空间广阔。局部减脂分为手术类和非手术类（局部脂肪堆积管理药物和能量减脂），非手术类项目更加安全，2021 年其占比为 35.9%，未来有望持续提升。具体来看，吸脂手术是通过 SAL、WAL 等物理方式粉碎局部脂肪组织并将其吸出；能量减脂即通过能量破坏皮下层的脂肪细胞或导致脂肪细胞凋亡；局部脂肪堆积管理药物通过胶原酶、脱氧胆酸、磷脂酰胆碱等物质诱导脂肪细胞凋亡并通过免疫系统排除，其程序持续时间和 SAE 比率均为最低，项目潜力较大。

人群增长、市场教育提升叠加新品获批上市，局部脂肪堆积管理药物市场有望高速增长。（1）由于现代人久坐、缺乏运动、摄入油腻食品等不健康的生活方式，肥胖人群及局部（如腹部等）脂肪堆积严重的人群数量预计将持续增长，且为保持理想效果，消费者通常具有较高复购率；（2）中国市场已有多款局部脂肪堆积药物在研中，未来有望获批，新品上市将较大推动市场发展；（3）局部脂肪堆积药物的知名度和可及性不断提高，市场教育（包括消费者和医生）随之提升。在上述因素的驱动下，局部脂肪堆积管理药物市场有望高速增长，根据 Frost&Sullivan 数据，2030 年市场规模有望达到 24.40 亿元（2023-2030 年 CAGR 为+61.1%）。

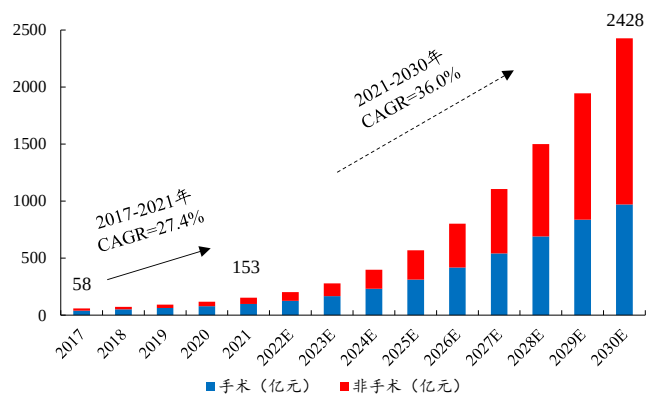
表2：局部脂肪堆积管理药物具有最低的程序持续时间和最低的 SAE 比率，潜力较大

局部脂肪堆积管理药物		能量减脂	吸脂手术
介绍	功能性成分主要包括脱氧胆酸及重组突变胶原酶	能量减脂是一种非手术程序，通过使用各种形式的能量（如低温、超声波、激光、射频等）设备来减脂及身体塑形。	吸脂是一种利用抽吸技术将脂肪从身体的特定区域，如腹部、臀部、大腿、臀部、手臂或颈部等部位去除的外科手术，可以单独进行，也可以与其他整形手术一起进行，如自体脂肪移植或腹壁整形
		减脂	

	局部脂肪堆积管理药物	能量减脂	吸脂手术
机制	给药至皮下脂肪组织并破坏脂肪细胞的细胞膜或脂肪细胞的细胞外基质，诱导脂肪细胞凋亡。其后身体的免疫系统通过淋巴系统和肝脏清除脂肪酸	设备放置在待治疗区域，为脂肪细胞聚集的皮下层带来能量，从而破坏脂肪细胞或导致脂肪细胞凋亡。其后身体免疫系统通过淋巴系统和肝脏清除脂肪酸	SAL、WAL 等物理粉碎局部脂肪组织，通过切口将脂肪吸出。激光溶脂、UAL 等依靠能量诱使脂肪细胞膨胀及破裂，然后通过针头吸出溶解液
主要设备	无需设备	酷塑(Zeltiq)、优立塑 V3 (赛诺龙)	Body-jet (Human Med)、VASER (Solta Medical) SP Dynamis (Fotona)
程序持续时间	15 至 20 分钟	约 1 小时	2 至 4 小时
侵入力	术后疼痛较轻的 微创 治疗	非侵入性 操作	术后疼痛明显的 侵入性 手术
完全恢复时间	2 至 4 周	一周内	1 至 3 个月
副作用	对于脱氧胆酸: 肿胀(65.8%, 中位病程: 9 至 10 天)、瘀青(54.6%)、麻木(49.6%)、红斑(38%)、硬结(22.5%)等	红斑(26.3%)、麻木(9.1%)、瘀青(3.7%)、水肿/肿胀(2.5%)等	肿胀(几乎每个程序, 病程: 4 至 6 周)、血清肿(3.5%)、表面不规则(8.2%)、皮肤松弛(4.2%)等
SAE 比率	对于脱氧胆酸: 0.1% (下颌神经损伤恢复) 对于重组突变胶原酶: 0	0.7% (反常性脂肪增生)	0.1%, 致命并发症的比率为 1/5000
治疗限制	肝脏代谢负荷大, 需要多次治疗才能看到效果且各项治疗间隔时间长	高费用, 有冻伤和红斑的风险, 效果依赖包括仪器探头在内的技术因素	由于不均匀的脂肪去除导致的永久性凹凸不平及褶皱皮肤, 皮肤下临时造口的液体定期引流, 依赖操作者, 高费用, 侵入性
疗效	根据核磁共振成像, 额下体积较基线减少 10%或以上的患者比例为 43.3%	卡尺测量平均减少 14.7%至 28.5%	取决于手术过程中吸出脂肪组织的体积

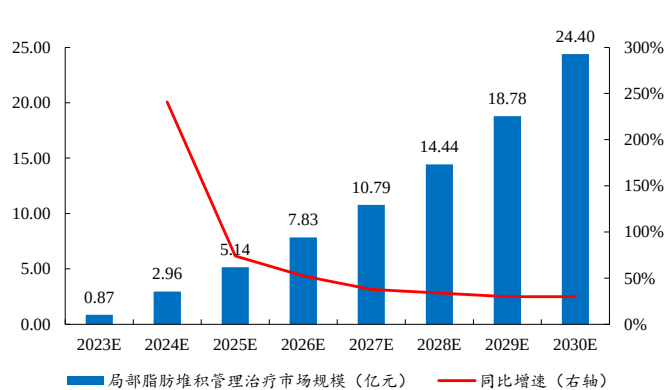
资料来源: Frost&Sullivan、公司招股书、开源证券研究所 (注: SAE 比率指严重不良事件发生比率)

图33: 局部减脂市场不断扩大, 非手术类有望后来居上



数据来源: Frost&Sullivan、公司招股书、开源证券研究所

图34: 局部脂肪堆积管理药物市场规模不断扩大



数据来源: Frost&Sullivan、公司招股书、开源证券研究所

中国内地暂无获批产品，全球产品多以脱氧胆酸成分、额下适应症为主。从市场竞争格局来看，中国内地暂无获批产品，全球入局公司亦有限，其中仅 Kybella、V-OLET 为获批上市的产品。从核心成分来看多以化学药物脱氧胆酸为主、副作用较大，其中仅科笛的 CU-20401 核心成分为生物制剂；从作用机制来看大多数产品是作用于脂肪细胞的细胞膜，其中科笛的产品作用于脂肪细胞附着的细胞外基质；从适应症来看仅科笛有腹部适应症，其他均仅有额下适应症。

表3：目前国内尚无获批产品，且临床中产品多以脱氧胆酸成分为主

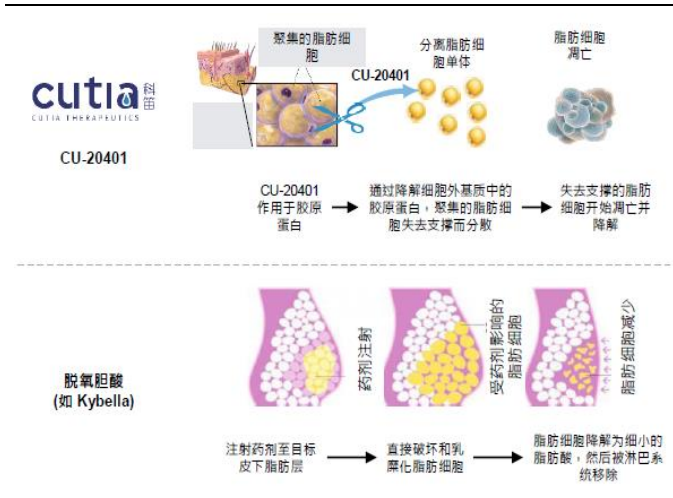
	Kybella	CU-20401	RZL-012	V-OLET	MT921	AYP-101	脱氧胆酸	脱氧胆酸
公司	艾尔建	科笛	复锐医疗科技	大熊	Mdeytox	AMIpharm	南京诺瑞特	南京迈诺威
适应症	改善成年人中重度凸起/伴随丰满额下脂肪外观	改善成年人额下脂肪堆积、改善成人腹部脂肪堆积	-	成年人因额下脂肪堆积而导致的中重度轮廓隆起	中重度额下脂肪	中重度额下丰满	改善成年人因额下脂肪堆积而导致的中重度轮廓隆起/面部过度丰满	额下脂肪
核心成分	脱氧胆酸	重组突变胶原蛋白酶	5-[3,6-二溴-9H-一唑啉-9-基]-N, N, N-三甲基戊烷-1-氯化铵	脱氧胆酸	胆酸	多烯磷脂酰胆碱	脱氧胆酸	脱氧胆酸
药品类型	化学药物	生物制剂	化学药物	化学药物	化学药物	化学药物	化学药物	化学药物
作用机制	溶解脂肪细胞膜，导致脂肪细胞解体	降解脂肪细胞的 ECM，导致脂肪细胞失去支持并诱导脂肪细胞凋亡	破坏细胞膜的完整性，导致细胞坏死，随后产生炎症反应并形成纤维化组织	溶解脂肪细胞膜，导致脂肪细胞解体。	胆酸对脂肪分解(涉及破坏和分解脂肪细胞脂质双层的过(程)特别有效	PPC 选择性地引起细胞凋亡和脂肪细胞的脂肪分解	溶解脂肪细胞膜，导致脂肪细胞解体	溶解脂肪细胞膜，导致脂肪细胞解体
作用位点	脂肪细胞的细胞膜	脂肪细胞附着的细胞外基质中的胶原蛋白	脂肪细胞的细胞膜	脂肪细胞的细胞膜	脂肪细胞的细胞膜	脂肪细胞的细胞膜	脂肪细胞的细胞膜	脂肪细胞的细胞膜
脂肪细胞后果	细胞溶解及坏死	随后细胞凋亡	细胞溶解及坏死	细胞溶解及坏死	细胞溶解及坏死	细胞溶解及坏死	细胞溶解及坏死	细胞溶解及坏死
对额下脂肪堆积的疗效	在 III 期试验中，52.2% 的患者在第二个疗程后、71.5% 的患者在第四个疗程后 CRSMFRS 下降 1 分	在 I 期试验中，37.5%-75.0% 的受试者在一个疗程后 CR-SMFRS 下降 1 分	I 期研究并无汇报案例	在 III 期试验中，71.5% 的患者在第六个疗程后 CR-SMFRS 下降 1 分或 1 分以上	并无汇报案例	并无汇报案例	并无汇报案例	并无汇报案例
注射部位	血肿(I 期试验为 24.4%，III 期试验为 71.5%)	- 血肿(66.7%) - 红斑(16.7%)	I 期研究并无汇报案例	麻木(11.9%)	并无汇报案例	并无汇报案例	并无汇报案例	并无汇报案例

	Kybella	CU-20401	RZL-012	V-OLET	MT921	AYP-101	脱氧胆酸	脱氧胆酸
常见副作用	- 麻木(I 期试验为 4.9%, III 期试验为 66.2%) - 红斑(I 期试验为 19.5%, III 期试验为 26.6%) - 水肿(I 期试验为 7.3%, III 期试验为 60.4%) - 肿胀(III 期试验为 33.2%) - 疼痛(I 期试验为 29.3%, III 期试验为 69.5%)	- 疼痛(81.3%) - 水肿/肿胀(100%)		- 水肿(14.7%) - 硬化(19.3%) - 疼痛(11.0%)				
SAE	下颌神经损伤恢复	I 期研究并无严重不良事件	I 期研究无汇报案例	下颌神经损伤	并无汇报案例	并无汇报案例	并无汇报案例	并无汇报案例
治疗次数	最多 6 次单次治疗	现阶段未有足够数据厘定	非公开资料	最多 6 次单次治疗	非公开资料	非公开资料	非公开资料	非公开资料
注射次数	取决于治疗区域和皮下脂肪厚度	取决于治疗区域和皮下脂肪厚度	取决于治疗区域和皮下脂肪厚度	取决于治疗区域和皮下脂肪厚度	取决于治疗区域和皮下脂肪厚度	取决于治疗区域和皮下脂肪厚度	取决于治疗区域和皮下脂肪厚度	取决于治疗区域和皮下脂肪厚度
地区	中国香港、中国台湾	中国	中国、美国	韩国	韩国	韩国	中国	中国
获批进度	获批	I 期	美国完成 II 期, 计划在中国开展 III 期	获批	III 期	II 期	III 期	IND 批准

资料来源：公司招股书、开源证券研究所（注：蓝色底纹代表国内产品，临床数据并非头对头比较）

公司精准切入差异化创新产品 CU-20401，相比其他竞品更加安全、无痛。公司精准切入差异化创新产品 CU-20401，主要成分是一种重组突变胶原酶，其作用机制类似“分子剪刀”，通过降解皮下脂肪层中的细胞外基质胶原，导致脂肪细胞失去支持而凋亡，相比竞品直接破坏脂肪细胞膜的作用机制而言更加安全、无痛。同时，它的酶活性约为野生型胶原酶的 10%，催化速率更低、更加温和，有效减少脂肪细胞堆积从而减少瘀伤、疼痛等副作用。从临床数据来看其红斑、感觉异常、瘙痒等发生率低于 Kybella，尤其是浮肿、疼痛天数显著低于 Kybella，显示出优越的性能。

图35：CU-20401 的作用机制更加安全、无痛



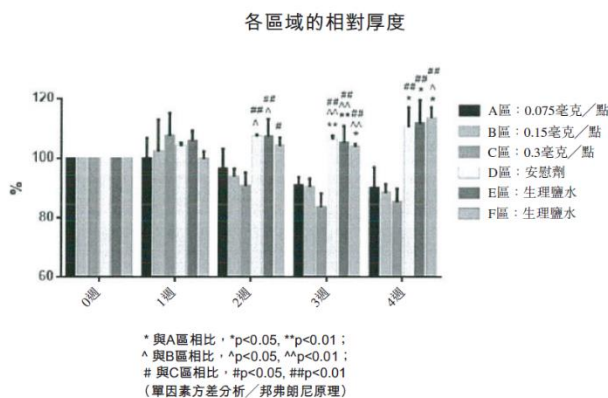
资料来源：公司推介材料

图36：CU-20401 相比 Kybella 安全性更好

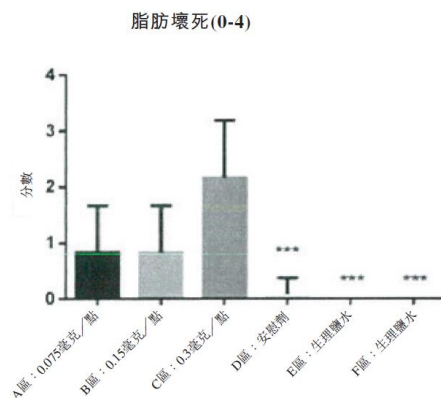
	不良反应	Kybella (N=513)	CU-20401 (N=48) I期
比重 %	注射部位反应	96 %	100 %
	浮肿 / 肿胀	87 %	100 %
	血肿/淤血	72 %	67 %
	疼痛	70 %	81 % (注射部位疼痛)、73 % (触痛)
	红斑	27 %	17 %
	感觉异常	14 %	6 % (烧灼感)
	瘙痒	12 %	4 %
平均持续天数	浮肿 / 肿胀	10~11	4~7
	疼痛	7	2 (注射部位疼痛), 3 (触痛)

资料来源：公司推介材料（注：以上非头对头对比）

CU-20401 可有效减少过量脂肪堆积，I 期临床试验显示出安全性和初步疗效。首先，从临床前动物研究的相关数据可以看到，CU-20401 给药后脂肪组织的厚度显著降低，脂肪细胞坏死分数也显著更高，并且呈现出剂量依赖性。其次，公司已于 2022 年 11 月完成 I 期临床试验，安全数据方面，大部分受试者仅出现 1 级 TEAE（治疗后不良事件），只有 1 名受试者出现次 3 级 TEAE 并已治愈，所有受试者均无严重不良事件，说明 CU-20401 具有良好安全性及耐受性；疗效方面，接受 CU-20401 治疗后，患者评估的颌下脂肪相对基线均有下降，临床医生评估的颌下脂肪下降 1 分的比例在 37.5%-75.0%，且颌下皮肤松弛程度相对基线也均有下降，对面部及下巴的满意度评分在 3 分以上的患者比例在 37.5%-75.0%，以上数据均说明 CU-20401 在颌下脂肪堆积人群中显示出初步疗效。

图37: CU-20401 能有效降低脂肪厚度


资料来源：公司招股书（注：以上为临床前动物研究数据）

图38: CU-20401 能有效促进脂肪坏死


资料来源：公司招股书（注：以上为临床前动物研究数据）

表4: CU-20401 治疗颌下脂肪堆积的 I 期临床试验显示出初步疗效

试验设计						有效性数据				
治疗组	配方 (mg)	剂量 (ml)	每剂浓度 (mg/ml)	接收剂 量次数	总剂量 (mg)	PR-SMFRS 从基线下降	SLRS 从基线下降	CR-SMFRS 下降 1 分比例	SMF 评分 ≥3 比例	SMF 相对基线降低至少 10%的受试者比例
A1	0.02	0.2	0.1	2	0.04	0.5±0.76	0.1±0.35	62.5%	50.0%	0
A2	0.04	0.2	0.2	2	0.08	0.8±0.71	0.1±0.35	37.5%	75.0%	12.5%
B1	0.04	0.2	0.2	4	0.16	1.3±0.71	0.1±0.35	50.0%	50.0%	37.5%
B2	0.06	0.2	0.3	4	0.24	0.8±0.71	0.6±0.52	75.0%	50.0%	25.0%
C1	0.06	0.2	0.3	6	0.36	1.0±0.53	0.6±0.52	50.0%	50.0%	25.0%
C2	0.08	0.2	0.4	6	0.48	0.6±0.74	0.3±0.46	37.5%	37.5%	12.5%

数据来源：公司招股书、开源证券研究所（注 1：SMF 指颌下脂肪（Submental Fat）；注 2：PR-SMFRS 是患者报告以评估脂肪堆积程度，评分越低堆积越少；注 3：SLRS 是医生评估颌下皮肤松弛情况，评分越低松弛程度越轻；注 4：CR-SMFRS 是临床医生报告以评估颌下脂肪堆积程度，评分越低堆积程度越轻，下降 1 分即表明有效；注 5：SMF 评分反映患者对面部及下巴的满意度）

CU-20401 研发进度顺利，“颌下”和“腹部”适应症同时进行临床、有望先后获批。CU-20401 是国家 1 类新药，具有“颌下”和“腹部”两大适应症，可同时进行临床试验，目前研发进度顺利，颌下适应症已完成 II 期临床试验首例受试者入组，腹部适应症也已完成 I 期临床试验。同时，CU-20401 也是目前中国市场在研产品中唯一一款有腹部适应症的产品，未来两大适应症产品有望先后获批，获取市场先发优势。

2.5、局麻：表皮麻醉合规产品稀缺，公司布局产品优势显著

中国表皮麻醉应用范围广、市场获批产品稀缺。表皮麻醉剂可应用于消费及临床场景，在消费场景中（如微创类项目），通常在浅表皮肤手术程序之前应用表皮麻醉剂，在临床实践中，在穿刺程序及浅表组织手术前应用表皮麻醉剂，此外还可作为联合其他麻醉剂的浸润麻醉预处理等，应用范围较广。2021 年中国表皮麻醉产品市场规模达到 9.86 亿元（2017-2021 年 CAGR 为+18.3%），2030 年市场规模有望达到 26.90 亿元。目前国家药监局获批的仅有两种表皮麻醉产品，成分均为利多卡因/丙胺卡因。

表5：目前国内获批的表皮麻醉产品仅有两种

品牌名称	成分	给药途径	公司	获批准日期	非处方药 /处方药	适应症	治疗费用	国家医 疗保险	药物种类
EMLA	利多卡因/ 丙胺卡因	外用	阿斯利康	1998 年 1 月	处方药	表皮麻醉镇痛 （穿刺程序及 表皮手术）	人民币 312.0 元 （面积为 10 平方 厘米的皮肤）	否	新药
复方利多卡 因乳膏	利多卡因/ 丙胺卡因	外用	同方药业	2006 年 1 月	处方药	表皮麻醉镇痛 （穿刺程序及 表皮手术）	人民币 98.6 元 （面积为 10 平方 厘米的皮肤）	否	仿制药

资料来源：Frost&Sullivan、公司招股书、开源证券研究所（注：仅考虑穿刺程序及浅表皮肤手术程序的表皮麻醉产品）

公司布局稀缺利多卡/因丁卡因产品 CU-30101，具有起效快&长效双重优势、且更为方便。CU-30101 是一种局部利多卡因/丁卡因复合表皮麻醉乳膏，一方面，它与所有获 FDA 批准的表皮麻醉剂相比有同样甚至更高浓度的利多卡因和丁卡因活性成分；另一方面，利多卡因弥散快、弥散范围广，而丁卡因是一种长效氨基酸酯，可在表皮角质层中浓缩，因此产品具有起效快&长效的双重优势。研究表明，在表皮麻醉治疗 30 分钟后，75%接受利多卡因/丁卡因的受试者表示有较大疼痛缓解，比例高于接受利多卡因/丙胺卡因的受试者（67.5%），同时，利多卡因/丙胺卡因乳膏需要塑料封堵，而利多卡因/丁卡因为自封堵，对于使用者而言更为方便。2024 年 1 月 CU-30101 的 III 期临床试验达到主要终点，预计 2026 年获批上市。

表6：利多卡因/丁卡因相比利多卡因/丙胺卡因而言疗效更佳

主要成分	疗效	常见副作用	给药部位	用后吸收
利多卡因/ 丙胺卡因	67.5%的受试者报告疼痛得到充分缓解 60.0%的受试者愿意再次使用此产品	- 苍白（青白或变白）：37% - 红斑：30% - 温度变化感觉：7% - 肿胀：6% - 发痒：2%	需要皮肤科手术的 完整皮肤表面	需要塑料封堵
利多卡因/ 丁卡因	75.0%的受试者报告疼痛得到充分缓解 82.5%的受试者愿意再次使用此产品	- 红斑：47% - 皮肤变色（变白、瘀斑、紫癜）：16% - 肿胀：14%	需要皮肤科手术的 完整皮肤表面	暴露在空气中形成 自聚焦薄膜

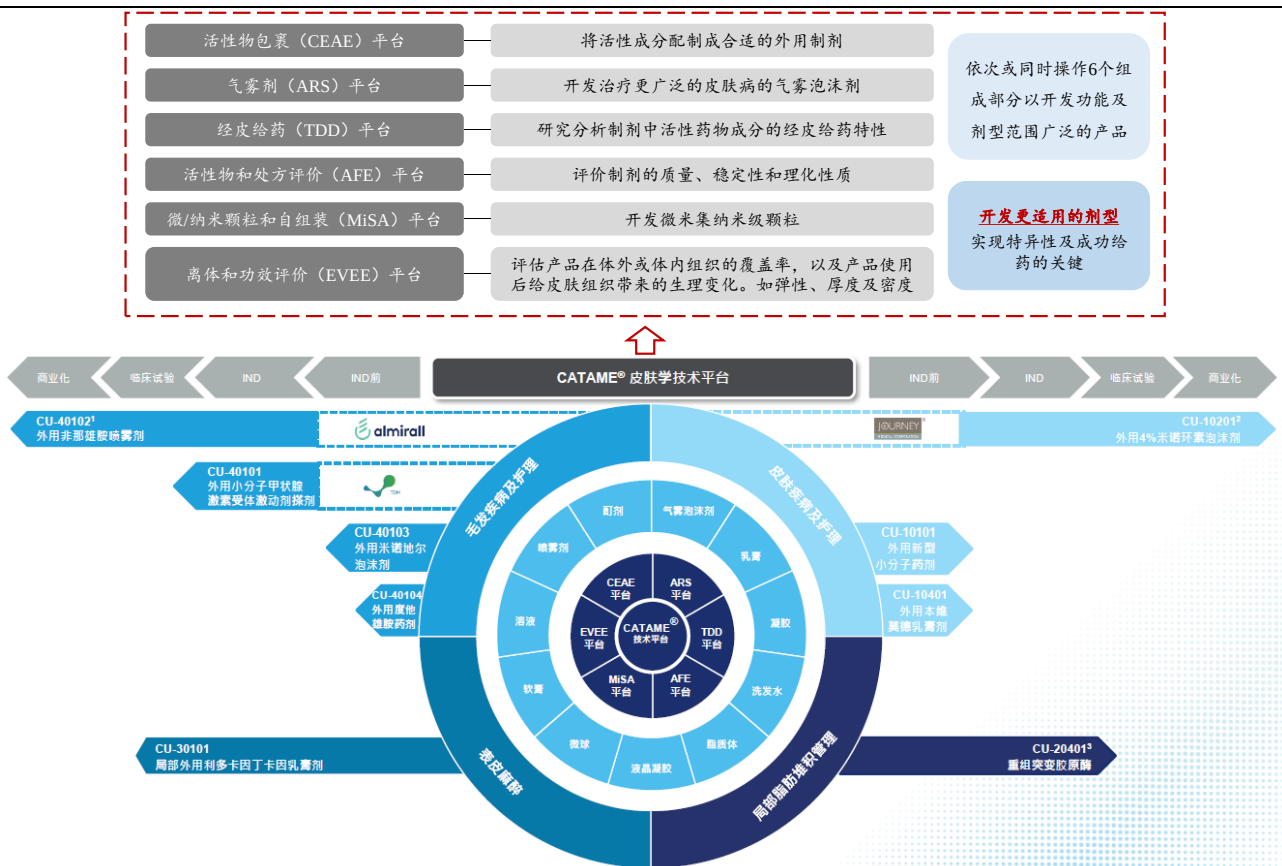
资料来源：Frost&Sullivan、公司招股书、开源证券研究所

3、深筑研发+消费双壁垒，学术资源有效赋能 C 端销售

3.1、CATAME®技术平台深筑壁垒，人才深度绑定

CATAME®技术平台搭建完善，剂型开发、高效给药等技术深筑壁垒。公司 CATAME®技术平台由 6 个独立模块组成，包括活性物包裹（CEAE）平台、气雾剂（ARS）平台、经皮给药（TDD）平台、活性物和处方评价（AFE）平台、微/纳米颗粒和自组装（MiSA）平台、离体和功效评价（EVEE）平台。通过定制药物的经皮给药能力、开发微米及纳米级颗粒、评估制剂质量和稳定性以及进行皮肤药代动力学分析等，帮助设计出最适用的剂型（药物特异性及成功给药的关键）。通过该平台，公司已经打造了一个具有竞争力的乳膏、喷雾剂、软膏、气雾泡沫剂及其他剂型产品管线。总体来看，公司在制剂方面拥有大量 Know-how，剂型开发、高效给药等技术壁垒深厚，有望在产品功效、质量、工艺等方面优于同业公司。

图39：CATAME®技术平台搭建完善，剂型开发、高效给药等技术深筑壁垒



资料来源：公司招股书、公司推介材料、开源证券研究所

核心高管团队拥有丰富及全球化行业经验，股权激励深度绑定人才。一方面，公司多位核心高管拥有丰富的海内外行业经验，首席执行官张乐乐女士曾在卫材药业（中国）、参天制药（中国）等行业知名公司供职，并负责过产品管理、营销推广、业务发展、战略管理等多条线工作，拥有丰富跨领域经验。首席医学官朱琦先生曾在强生、罗氏、艾伯维等多家知名药企有超过 20 年行业经验；此外研发部、药政部、生产与质量控制部高级副总裁等管理层均有着丰富的从业经验。另一方面，公司设置员工激励计划，对核心管理层和部分员工授予了一定比例的购股权及股份激励，有助于深度绑定人才和公司利益。

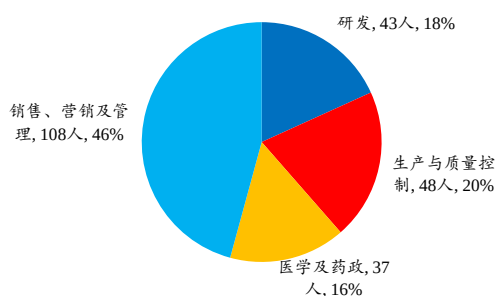
表7：公司核心高管团队拥有丰富行业经验

姓名	年龄	加入时间	岗位	人员简介
张乐乐	45	2019年9月	公司创始人兼首席执行官	上海医药工业研究院硕士学位，有20年+中国医药行业经验，6年+直接皮肤科经验。 (1) MNC方面，曾在山德士中国担任BD经理；在卫材中国历任高级战略联盟经理、管理及发展卓越部总裁（负责销售及营销培训以及在线推广）、优化及开发部主管（负责业务发展、销售及营销）等；曾任参天中国战略项目部门负责人。 (2) 本土化经验方面，曾在参天科瑞任总经理，从零启动、并全程主导参天科瑞眼科基地建设；此外具有国内上市公司销售市场经验，有台资公司研发生产经验。
黄雨青	33	2021年5月	首席财务官	复旦大学传播学学士学位，在资本市场有丰富的经验。曾在富瑞金融集团香港有限公司担任大中华区首席医药分析师；2017年获评机构投资者财新大中华最佳分析师榜单医疗行业三大最佳分析师之一；曾任开拓药业首席财务官兼首席商务官。
朱琦	50	2019年9月	首席医学官	上海中医药大学硕士学位，逾20年医疗行业经验。 曾于强生、罗氏、渤健、艾伯维、美纳里尼、博士伦等海内外制药公司任职。精通产品生命周期管理，新产品评估开发、注册临床试验、上市后研究和药物警戒等。
雷磊	38	2020年1月	研发部高级副总裁	上海交通大学药物科学博士学位，在医疗/医药产品开发方面拥有逾10年经验。 曾与明尼苏达矿业制造医用器材（上海）担任高级产品开发工程师；后于上海强生制药担任高级科学家及首席科学家。
张春娜	44	2019年10月	药政部高级副总裁	上海交通大学医学硕士学位，在研发医药行业拥有逾15年经验，在开发新型给药系统及医药产业化方面拥有7年经验，并参与国家高新技术发展计划项目。 曾于上海医药工业研究院有限公司、日本千寿制药北京代表处及千寿制药任职。
徐静欣	44	2020年12月	生产与质量控制部高级副总裁	沈阳药科大学学士学位，在医疗产品质量管理方面拥有逾20年经验。 曾于辉瑞、阿斯利康无锡工厂和日本米原工厂、百济神州任职。
郭佳儒	39	2019年8月	财务与综合管理部高级副总裁	上海财经大学会计学学士学位；曾任佳通轮胎高级系统总监；曾在卡瓦盛邦(上海)担任报告专家；具有美国注册会计师资格。

资料来源：公司招股书、开源证券研究所（注：年龄为截至2023年5月数据）

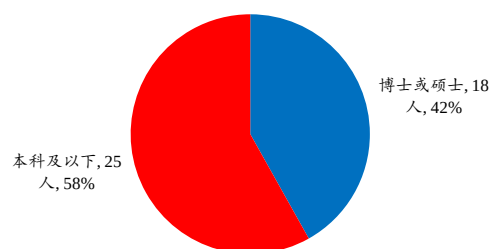
公司已积累大批行业稀缺技术人才，年轻化有望为公司发展提供良好动力。(1) 员工数量：近年来公司处于高速成长期，员工数量随之不断增长，截至2022.11/2023H1，研发、生产与质量控制、医学及药政团队人数分别为32/43人、32/48人、31/37人，2023H1员工比例分别为18.2%/20.3%/15.7%。(2) 人才质量：研发团队已通过搭建+培养的方式积累了大批行业稀缺技术人才，其中博士、硕士学历占比接近1/2，且来自不同医学背景，实际行业经验丰富，具备多样化及深厚知识，能够有效加强在皮肤学、外用及经皮给药制剂和输送以及新型分子和组合物的合成方面的研发能力。此外，2023H1员工平均年龄仅为约33.8岁，年轻化有望为公司发展提供良好动力。

图40：截至2023H1公司研发团队人数占比18%



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

图41：截至2023H1研发团队中博士、硕士占比近1/2

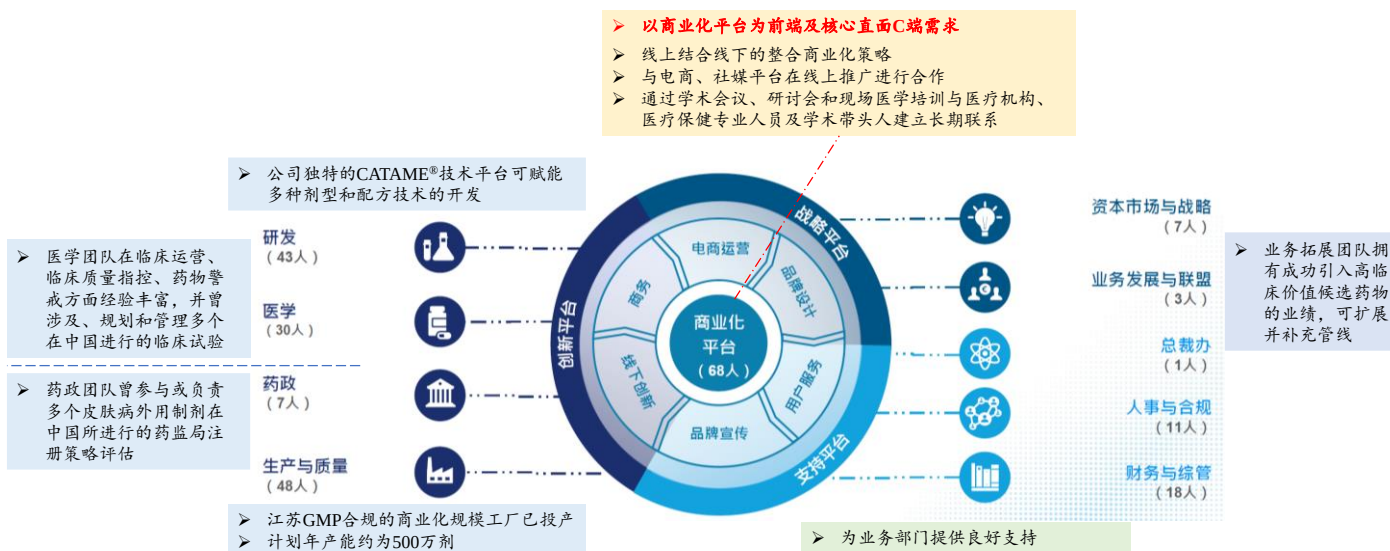


数据来源：公司招股书、开源证券研究所

3.2、商业化平台直面终端需求，业界领先专业 PI 资源赋能 C 端

以商业化为核心直面 C 端需求，各环节进行支撑和协同。区别于一般医药企业，公司整体以商业化为核心和驱动，并以合理的组织架构确保各平台、各环节围绕着商业化进行支撑和协同。一方面通过商业化平台直面终端需求，线上线下相结合的整合商业化策略为终端推广打好基础，以商业化为核心驱动的业务循环有助于公司保持敏锐的商业洞察，为后续研发、注册、生产、销售等环节提供正确的方向。另一方面创新平台、战略平台、支持平台紧紧围绕商业化平台，研发、注册、生产、销售等环节为商业化提供支撑和协同，有助于业务的良性、高效循环。

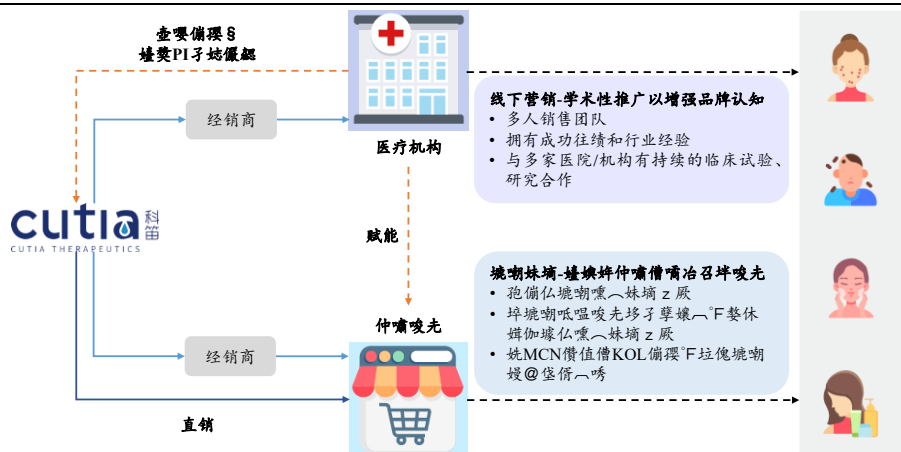
图42：公司以商业化平台为前端及核心直面终端需求，各环节进行支撑和协同



资料来源：公司招股书、公司推介材料、开源证券研究所

整合线上、线下双渠道的商业化模型，有望全面渗透泛皮肤病及护理市场。公司整合线上+线下的渠道：一方面，在线上渠道直接进行产品销售，同时专注于电商及社交平台营销，与 MCN 机构、KOL 进行合作推广，采用种草方式更贴近消费者；另一方面，通过线下的学术合作积累专业 PI 资源、与医疗机构建立良好关系，在开拓线下渠道的同时为线上平台赋能，通过学术性推广增强品牌认知；综合来看，线上+线下双渠道的商业化模型有望全面渗透泛皮肤病及护理市场，有力推动终端销售。

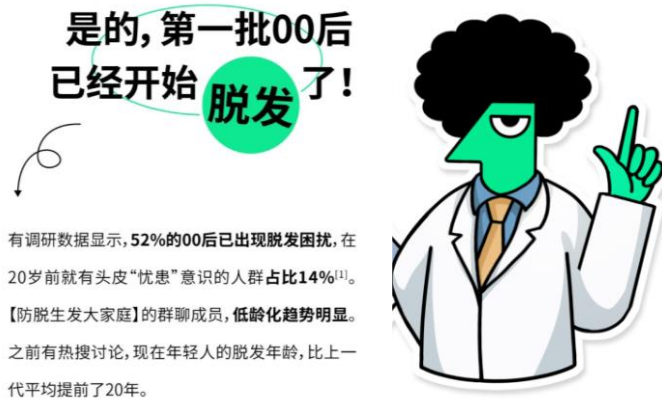
图43：公司采取整合线上、线下双渠道的商业模式



资料来源：公司招股书、开源证券研究所

商业洞察能力较强，营销嗅觉敏锐、已和多个电商平台达成战略合作。公司有较强的商业洞察能力，识别并切入市场上现有产品的痛点及差异化需求，通过切中这些痛点及差异化需求建立丰富的产品管线，同时，公司营销嗅觉敏锐，打造的“青丝几何”品牌将消费者画像定位到年轻群体，用趣味科普的方式，推动年轻人对头发及头皮健康的科学认知、提前预防、对症解决头发及头皮问题；公司也与哔哩哔哩、阿里健康等平台建立战略合作，有望在 C 端推广中得到充分的流量支持。

图44：青丝几何品牌定位年轻群体



资料来源：青丝几何公众号

图45：公司与哔哩哔哩、阿里健康等平台建立战略合作



资料来源：青丝几何公众号

公司依托创新管线与业内专业 PI、机构建立良好关系，有望利用权威影响力赋能 C 端。公司具有多款皮肤科领域的核心创新药管线，因此与多位业内知名 PI、机构建立了良好关系，拥有业界领先的科学顾问委员会，其中包括中华医学会皮肤分会的多位权威专家。公司有望与这些经验丰富的医生及相应机构实现密切合作，更好地发现、满足医疗需求；同时，在消费者越来越注重科学性的背景下利用权威专家的影响力进行良好市场教育，能够更好地为 C 端赋能。2023 年 12 月，公司发布《2023 国民头发与头皮健康蓝皮书》，从源头上筛选出消费者最关注的问题，由行业权威专家进行既具有专业性又通俗易懂的解答，为消费者教育提供了强力背书。

图46：公司拥有业界领先的科学顾问委员会



资料来源：公司推介材料

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键建设

（一）营收端假设

毛发领域：公司未来几年核心收入贡献来源于毛发领域，我们预计 2023-2025 年有望实现营收 0.93/1.61/3.02 亿元；毛发领域管线较多，其中 CU-40102 是全球唯一获批、中国唯一在研中用于治疗雄脱的外用非那雄胺产品，我们预计 CU-40102 经风险调整后的销售额有望在 2025 年达到 0.14 亿元，并在 2035 年达到 11.35 亿元的峰值。

皮肤病领域：预计 2023-2025 年有望实现营收 0.00/0.06/0.82 亿元；其中 CU-10201 是全球唯一获批、中国唯一在研中外用米诺环素产品，我们预计其经风险调整后的销售额有望在 2025 年达 0.82 亿元，在 2035 年达到 8.67 亿元的峰值。

护肤领域：预计 2023-2025 年有望实现营收 0.45/0.83/1.16 亿元；欧玛品牌主打高端市场，产品功效显著，我们预计欧玛品牌 2025 年有望实现营收 1.12 亿元，2035 年有望实现营收 8.50 亿元。

减脂&局麻领域：局部减脂的相应产品 CU-20401 计划 2028 年获批上市，我们预计其有望于 2035 年达到经风险调整后的销售额峰值 5.87 亿元；表皮麻醉产品 CU-30101 受益于市场相对空白，且具有快速、长效的差异化优势，我们预计其有望于 2035 年达到经风险调整后的销售额峰值 6.31 亿元。

表8：公司有望实现高速增长，预计未来几年核心收入贡献来源于毛发领域

（单位：百万元）	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2.04	11.37	137.62	250.35	499.98
YOY		457.7%	1110.8%	81.9%	99.7%
毛发治疗及护理	0.38	9.30	92.93	160.77	301.51
YOY		2340.4%	899.5%	73.0%	87.5%
皮肤治疗及护理		0.02	0.03	6.32	82.44
YOY			30.0%	21047.7%	1203.7%
护肤品	1.66	2.05	44.66	83.26	116.04
YOY		23.4%	2083.8%	86.4%	39.4%

数据来源：公司招股书、开源证券研究所

（二）利润端假设

毛利率：创新药行业进入门槛较高、需要大量投入成本，且公司产品主打中高端，2023 年主要由于促销增加、毛利率有所下滑，我们预计未来毛利率将有所上升，后续随着生产规模加大逐渐稳定并有望呈现提升趋势。

费用率：（1）研发费用率，随着各管线研发进展以及产品上市后带来的收入增长，我们预计研发费用率会有所下降；（2）销售费用，考虑到公司尚处品牌建设阶段，销售费用投放仍将有较大提升，而销售费用率将随着收入规模大幅增长而有所下降；（3）管理费用率有望受益于规模效应而下降。

4.2、盈利预测与投资建议

科笛是我国泛皮肤病及护理领域新星，深耕毛发、皮肤（皮肤病药物&护肤品）、减脂、局麻等领域，基于广阔行业空间，公司采取“全面覆盖+差异化”组合打法，解决未被满足的需求及市场痛点，构筑良好竞争格局。公司核心竞争力在于医药研发壁垒深厚，同时以商业化为核心的模式相比其他医疗公司也更具优势。

我们认为：（1）短期来看，科笛毛发产品方面法国小白管终端表现亮眼、“青丝几何”品牌势能不断提升，2024 年外用非那雄胺喷雾剂有望上市并贡献增量；皮肤方面合作的护肤品牌欧玛产品力优秀且产品管线储备丰富，营销赋能下潜力较大。公司通过与各电商平台的战略合作获得 C 端流量资源倾斜，依托领先 PI 资源为 C 端营销赋能，消费者教育不断提升，有望实现加速销售放量，短期业绩确定性较强。（2）中长期来看，公司在研管线丰富且具有差异化优势，商业化进程将有序推进；同时公司也积极寻求业务拓展，扩大泛皮肤病领域版图，未来各管线相继获批叠加高潜力外延机会有望贡献持续高成长性。

我们预计公司 2023-2025 年营业收入为 1.38/2.50/5.00 亿元，归母净利润为 -19.82/-4.97/-3.41 亿元，对应 EPS 为 -6.52/-1.63/-1.12 元。

由于公司有很多创新药管线且仍处于研发前期，现阶段还无法产生稳定且有一定规模的营收、利润，传统 PS/PE 估值不适用，而研发支出是体现其管线价值的重要参考指标。因此采用总市值与 2022 年研发支出的比例作为同业对比的标准。（1）一方面，选择与公司业务模式有相似部分的公司：同样有毛发管线业务的医药公司开拓药业-B、三生制药、振东制药，以及同时具有医药和医美管线的龙头公司华东医药；（2）另一方面，选取部分同样根据 18A 规则在港股上市的制药公司（分别选取大市值龙头公司信达生物和小市值成长型公司亚盛医药-B）作为参照。可以看到，公司总市值/2022 年研发支出为 11.19，在可比公司中处于中等水平。考虑到公司的研发&消费双壁垒以及高成长性，我们认为未来发展潜力较大。

表9：公司总市值/2022 年研发支出比例在可比公司中处于中等水平

证券代码	股票简称	评级	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	2022 年研发支出 (亿元)	总市值/ 2022 年研发支出
9939.HK	开拓药业-B	未评级	4	0.96	8.28	0.52
000963.SZ	华东医药	买入	575	32.79	10.16	56.62
1530.HK	三生制药	未评级	115	4.71	6.93	16.57
300158.SZ	振东制药	未评级	52	5.02	1.78	28.96
1801.HK	信达生物	未评级	572	35.23	28.71	19.91
6855.HK	亚盛医药-B	未评级	63	21.82	7.43	8.52
平均					10.55	21.85
2487.HK	科笛-B	买入	20.22	6.64	1.81	11.19

数据来源：Wind、开源证券研究所（注 1：收盘价日期为 2024/3/6,；注 2：汇率换算以 2024 年 3 月 6 日为准，取 1 人民币=1.1 港元）

此外，我们以 2024 年 3 月 1 日的数据为基准，选择 DCF 模型通过企业股权现金流折现方式对公司进行估值，关键假设如下：

- （1）无风险收益率：参考评估基准日最新的 10 年期美国国债收益率，假设为 4.2%；
- （2）风险溢价：参考恒生指数风险溢价，假设为 9%；

(3) 风险系数 β ：取同样遵循港股《上市规则》第 18A 章上市的制药公司为可比公司，参考 2021.1.1-2024.2.23 时间段的加权调整 β ，假设公司 β 值为 1.2；

(4) 永续增长率：保守估计公司永续增长率为 1.0%；

测算得到公司合理估值为 79.16 亿元，对应每股价值 25.98 元，截至 2024 年 3 月 6 日，公司市值为 20.22 亿元，我们认为公司估值具备性价比。

综上，首次覆盖，给予“买入”评级。

表10：预计公司合理估值 79 亿元，我们认为公司估值具备性价比

项目	假设值	项目	测算值
无风险利率 R_f	4.2%	β	1.2
风险溢价 R_p	9.0%	所得税率	15.0%
市场预期收益率	13.2%	K_e	15.0%
永续增长率	1.0%	WACC	12.9%
债务水平	20.0%	权益价值（亿元）	79.16
平均借贷成本	5.0%	每股价值（元）	25.98

数据来源：Wind、开源证券研究所

5、风险提示

研发进度受阻：如果在研管线的研发进度受阻，将导致获批上市进度不及预期，公司后续增长将受到影响；

销售不及预期：公司已上市产品若不能在终端销售中获得消费者认可，公司业绩及增长动力将受到影响；

费用失控：若过度依赖研发及销售费用投放导致费用失控，或侵蚀公司盈利能力；

医疗事故：若产品研发过程中出现医疗事故，可能会影响公司声誉、加大其他在研管线的获批难度。

监管变化：公司主要产品包括药品和医疗器械，若监管政策发生较大变化，可能会导致产品获批上市受到影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,402	1,145	1,234	808	513
现金	203	466	360	123	(268)
应收账款	-0	0	12	15	40
存货	2	20	391	447	555
其他流动资产	1,197	659	471	223	186
非流动资产	93	301	331	247	237
固定资产及在建工程	26	179	138	114	97
无形资产及其他长期资产	67	122	193	134	141
资产总计	1,495	1,447	1,565	1,056	750
流动负债	19	77	145	133	168
短期借款	-0	-0	-0	-0	-0
应付账款	0	-0	4	1	5
其他流动负债	19	77	141	132	163
非流动负债	2,266	2,616	2,616	2,616	2,616
长期借款	-0	-0	-0	-0	-0
其他非流动负债	2,266	2,616	2,616	2,616	2,616
负债合计	2,285	2,693	2,761	2,749	2,784
股本	0	0	423	423	423
储备	(791)	(1,246)	(1,612)	(2,109)	(2,450)
归母所有者权益	(791)	(1,246)	(1,190)	(1,687)	(2,027)
少数股东权益	-0	-0	-0	-0	-0
负债和股东权益总计	1,495	1,447	1,571	1,062	757

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	(160)	(236)	(816)	(386)	(320)
税前利润	(320)	(556)	(1,982)	(497)	(341)
折旧和摊销	10	19	73	65	60
营运资本变动	(34)	(29)	(376)	(24)	(110)
其他	184	330	1,470	70	70
投资活动现金流	(411)	462	(1,329)	149	(70)
资本开支	(26)	(135)	(40)	(50)	(50)
其他	(385)	597	(1,289)	199	(20)
融资活动现金流	481	(10)	2,039	-0	-0
股权融资	484	-0	2,039	-0	-0
银行借款	-0	-0	-0	-0	-0
其他	(3)	(10)	-0	-0	-0
汇率变动对现金的影响	(7)	47	-0	-0	-0
现金净增加额	(97)	263	(106)	(237)	(390)
期末现金总额	203	466	360	123	(268)

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2	11	138	250	500
营业成本	(0)	(3)	(60)	(101)	(175)
营业费用	(6)	(36)	(206)	(213)	(250)
管理费用	(65)	(100)	(220)	(225)	(200)
其他收入/费用	(110)	(180)	(178)	(149)	(149)
营业利润	(180)	(309)	(526)	(437)	(274)
净财务收入/费用	6	16	14	11	4
其他利润	(145)	(263)	(1,470)	(70)	(70)
除税前利润	(320)	(556)	(1,982)	(497)	(341)
所得税	-0	-0	-0	-0	-0
少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-0
归母净利润	(320)	(556)	(1,982)	(497)	(341)
EBITDA	(170)	(290)	(453)	(373)	(214)
扣非后净利润	(197)	(219)	(532)	(267)	(141)
EPS(港元)	-1.16	-2.01	-7.17	-1.79	-1.23

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	0	457.7	1110.8	81.9	99.7
营业利润(%)	5.2	-71.6	-70.5	16.9	37.3
归属于母公司净利润(%)	-204.0	-73.9	-256.7	74.9	31.4
获利能力					
毛利率(%)	79.0	69.8	56.7	59.9	64.9
净利率(%)	-15681.1	-4890.3	-1440.5	-198.4	-68.1
ROE(%)	40.4	44.6	165.7	29.3	16.8
ROIC(%)	22.8	24.8	44.2	25.9	13.5
偿债能力					
资产负债率(%)	152.9	186.1	176.5	260.4	371.0
净负债比率(%)	25.7	37.4	30.3	7.3	-13.2
流动比率	72.8	14.8	8.5	6.1	3.1
速动比率	72.7	14.5	5.8	2.7	-0.2
营运能力					
总资产周转率	0.0	0.0	0.1	0.2	0.6
应收账款周转率	0	232.0	22.0	18.0	18.0
应付账款周转率	1.3	20.5	30.0	40.0	60.0
存货周转率	0.5	0.3	0.3	0.2	0.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	-1.05	-1.83	-6.52	-1.63	-1.12
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.53	-0.78	-2.68	-1.27	-1.05
每股净资产(最新摊薄)	-2.60	-4.10	-3.91	-5.53	-6.65
估值比率					
P/E	-6.3	-3.6	-1.0	-4.1	-5.9
P/B	-2.6	-1.6	-1.7	-1.2	-1.0

数据来源：聚源、开源证券研究所（注：汇率换算以3月6日为准，取1人民币=1.1港元）

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn