

华东医药（000963）深度研究报告系列一

工业加速创新，医美和工业微生物极具成长性

- ❖ **传统医药白马革新求变。**华东医药为国内传统医药白马，过往取得了辉煌的业绩表现。但在集采与医保控费的大环境下，公司经历了传统仿制药企不可避免的阵痛。集采与医保控费让公司的业绩短期增长承压，在政策倒逼传统药企创新转型的产业趋势下，华东医药也在积极寻求变革：第一，医药工业持续加码创新；第二，医美业务不断为公司注入新的活力；第三，工业微生物为医药工业开拓第二增长曲线。
- ❖ **医药工业持续加码创新。**公司在集采后迅速启动转型，通过自主开发、外部引进、项目合作等方式在内分泌、自免和肿瘤三大核心治疗领域布局创新药和生物类似药，短、中、长期均有产品布局。自2023年起，公司在研管线开始迎来收获，利拉鲁肽糖尿病适应症已于2023年3月获批，利拉鲁肽减肥适应症、自免罕见病品种 Arcalyst、肿瘤创新药迈华替尼、乌司奴单抗生物类似药、卵巢癌 ADC 产品 ELAHERE 也有望在2023-2024年陆续获批上市，并在公司强大的商业化能力赋能下实现快速放量，推动公司业绩加速增长。与此同时，早期产品研发也在有序推进，保障公司远期发展。
- ❖ **医美业务不断为公司注入新的活力。**公司通过数起收购快速搭建了注射剂和 EBD（能量源设备）的完整医美产品矩阵，横向整合行业资源，使公司快速跻身国内医美第一梯队。短期看，公司现有核心产品少女针产品力过硬、市场竞争格局良好，辅以公司强大的销售资源，业绩的快速增长大概率有保障。中长期看，2023-2025年公司多款医美产品预期上市推广，注射类产品伊妍仕 M 型、中高端玻尿酸系列 MaiLi 和 Perfectha 有望陆续获批，同时皮肤管理、冷冻溶脂等医美能量源设备将持续升级迭代，公司在医美领域现有和储备的产品管线丰富，战略地位稳固，前景远大。
- ❖ **工业微生物为医药工业开拓第二增长曲线。**2020年公司设立瑋达生物，成立工业微生物事业部，依托原有微生物发酵深厚的产业基础在工业微生物领域快速进行布局，2021-2023年先后收购华昌高科、华仁科技和南农动药，成立美琪健康、瑋益生物，合作共建华东合成生物学产业技术研究院。目前已形成中美华东、瑋达生物、瑋益生物三大微生物研发平台，杭州祥符桥、钱塘新区、江苏九阳、美琪健康、美华高科、芜湖华仁六大产业基地的格局版图，为医药工业提供新的利润增长点。成立仅三年，2022年华东工业微生物板块已取得 5.1 亿元收入。未来工业微生物板块收入体量的快速增加也将对工业板块业绩有更大支撑。
- ❖ **投资建议：**我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 30.2、36.8 和 45.6 亿元，同比增长 20.9%、21.7% 和 23.9%。当前股价对应 PE 为 24、20 和 16 倍。根据分部估值计算，公司 2023 年医药工业对应估值 689 亿元（传统药品 512 亿元+创新药和生物类似药 121 亿元+工业微生物 56 亿元），医美业务对应估值 270 亿元，医药商业对应估值 54 亿元，2023 年公司合理估值为 1014 亿元，对应股价 58 元。维持“推荐”评级。
- ❖ **风险提示：**1、创新药和医美产品研发进度不及预期；2、药品集采和医保控费力度加大；3、内分泌、自免和肿瘤药品市场竞争格局恶化。

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入(百万)	37,715	42,300	47,444	53,733
同比增速(%)	9.1%	12.2%	12.2%	13.3%
归母净利润(百万)	2,499	3,022	3,679	4,556
同比增速(%)	8.6%	20.9%	21.7%	23.9%
每股盈利(元)	1.42	1.72	2.10	2.60
市盈率(倍)	29	24	20	16
市净率(倍)	3.9	3.4	3.0	2.6

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2023 年 5 月 5 日收盘价

推荐（维持）

目标价：58 元

当前价：41 元

华创证券研究所

证券分析师：郑辰

邮箱：zhengchen@hcyjs.com

执业编号：S0360520110002

公司基本数据

总股本(万股)	175,399.53
已上市流通股(万股)	174,972.70
总市值(亿元)	725.80
流通市值(亿元)	724.04
资产负债率(%)	37.97
每股净资产(元)	11.01
12个月内最高/最低价	50.58/32.86

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《华东医药（000963）2022 年半年报点评：医药工业企稳回升，医美业务快速放量》

2022-09-06

《华东医药（000963）2021 年中报点评：二季度业绩下滑幅度收窄，医美业务恢复超预期》

2021-08-10

《华东医药（000963）重大事项点评：MB-102 申报临床获受理，慢性肾病领域治疗和监测有望协同发展》

2021-03-09

## 投资主题

### 报告亮点

本篇报告从公司业务结构出发，分析了医药工业、医美、工业微生物的发展前景、公司竞争优势等，对三大板块估值进行了详细拆解。报告对华东医药的业务进行了深入剖析，结构完整、逻辑清晰、内容详实。

### 投资逻辑

**医药工业持续加码创新。**2023 年公司在研管线开始迎来收获，利拉鲁肽糖尿病适应症已获批，利拉鲁肽减肥适应症、自免罕见病品种 Arcalyst、肿瘤创新药迈华替尼、乌司奴单抗生物类似药、卵巢癌 ADC 产品 ELAHERE 也有望在 2023-2024 年陆续获批上市，并在公司强大的商业化能力赋能下实现快速放量，推动公司业务加速增长。

**医美业务不断为公司注入新的活力。**短期看，公司现有核心产品少女针产品力过硬、市场竞争格局良好，辅以公司强大的销售资源，业绩的快速增长大概率有保障。中长期看，2023-2025 年公司多款医美产品预期上市推广，注射类产品伊妍仕 M 型、中高端玻尿酸系列 MaiLi 和 Perfectha 有望陆续获批，同时皮肤管理、冷冻溶脂等医美能量源设备将持续升级迭代，公司在医美领域现有和储备的产品管线丰富，战略地位稳固，前景远大。

**工业微生物为医药工业开拓第二增长曲线。**2020 年公司成立工业微生物事业部，依托原有微生物发酵深厚的产业基础在工业微生物领域快速进行布局，为医药工业提供新的利润增长点。成立仅三年，2022 年华东工业微生物板块已取得 5.1 亿元收入。未来工业微生物板块收入体量的快速增加也将对工业板块业绩有更大支撑。

### 关键假设、估值与盈利预测

我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 30.2、36.8 和 45.6 亿元，同比增长 20.9%、21.7%和 23.9%。当前股价对应 PE 为 24、20 和 16 倍。根据分部估值计算，公司 2023 年医药工业对应估值 689 亿元（传统药品 512 亿元+创新药和生物类似药 121 亿元+工业微生物 56 亿元），医美业务对应估值 270 亿元，医药商业对应估值 54 亿元，2023 年公司合理估值为 1014 亿元，对应股价 58 元。维持“推荐”评级。

# 目 录

一、华东医药：传统医药白马革新求变 .....	6
二、医药工业：存量业务风险出清，创新布局开启全新发展篇章 .....	7
（一）存量业务集采和医保降价风险基本出清 .....	7
（二）创新布局开启发展新篇章 .....	9
1、内分泌：GLP-1 全面布局，降糖、减肥同步发力 .....	9
2、自免：BD 快速搭建新品管线 .....	14
3、肿瘤：差异化纵深布局 .....	17
（三）公司医药工业有望迎来业绩兑现与估值提升的共振 .....	23
三、医美：产品为王，全球布局 .....	24
（一）打造高端、差异化的注射产品矩阵 .....	25
（二）入局光电，能量源医美器械种类全布局 .....	29
四、工业微生物：布局新蓝海，开拓工业第二增长曲线 .....	32
五、盈利预测与投资评级 .....	33
（一）公司估值 .....	33
（二）盈利预测 .....	35
六、风险提示 .....	35

## 图表目录

图表 1 华东医药在研产品管线	6
图表 2 公司医药工业板块收入及增速	7
图表 3 华东医药集采和医保谈判影响梳理	8
图表 4 华东医药未集采的重点品种梳理	8
图表 5 华东医药阿卡波糖咀嚼片销售额	9
图表 6 华东医药百令片销售额	9
图表 7 华东医药在 GLP-1 领域的布局	9
图表 8 2018-2022 年全球糖尿病药品市场规模	10
图表 9 2018-2022 年全球糖尿病药品市场结构	10
图表 10 2022 年全球销售额前十大糖尿病药品（亿美元）	10
图表 11 中国糖尿病药品市场规模及结构	11
图表 12 中国各 GLP-1 销售额（百万元）	11
图表 13 公司利拉鲁肽糖尿病适应症销售峰值测算	12
图表 14 利拉鲁肽减肥适应症临床数据	12
图表 15 司美格鲁肽减肥适应症临床数据	12
图表 16 诺和诺德利拉鲁肽减肥适应症全球收入	13
图表 17 诺和诺德司美格鲁肽减肥适应症全球收入	13
图表 18 国内 GLP-1 减肥适应症研发布局	13
图表 19 华东医药利拉鲁肽减肥适应症销售峰值测算	14
图表 20 华东医药自免领域新品管线	14
图表 21 全球银屑病药品市场规模及增速	15
图表 22 中国银屑病药品市场规模及增速	15
图表 23 强生乌司奴单抗全球销售收入	15
图表 24 强生乌司奴单抗中国销售收入	15
图表 25 中国乌司奴单抗竞争格局	16
图表 26 华东医药乌司奴单抗生物类似药销售峰值测算	16
图表 27 Arcalyst 关于复发性心包炎 III 期临床试验数据	17
图表 28 Arcalyst 在美国销售收入（亿美元）	17
图表 29 华东医药肿瘤领域创新产品管线	18
图表 30 中国 EGFR-TKI 三代市场份额对比	18
图表 31 各 EGFR 单药一线治疗 NSCLC 的 mPFS(月)	18
图表 32 迈华替尼在脑转移患者中的 PFS（月）	19
图表 33 迈华替尼在合并 TP53 突变患者中的 PFS(月)	19

图表 34 迈华替尼销售峰值测算 .....	19
图表 35 ELAHERE 适应症研发布局 .....	20
图表 36 FR $\alpha$ 高表达铂耐药卵巢癌不同用药方案临床数据 .....	21
图表 37 全球进入临床且靶向 FR $\alpha$ 的 ADC 药物 .....	21
图表 38 ELAHERE 中国销售收入测算 .....	22
图表 39 Heidelberg Pharma 独家的 ATAC 平台 .....	22
图表 40 Heidelberg Pharma 在研 ATAC 产品管线 .....	22
图表 41 全球靶向 BCMA 和 PSMA 的 ADC 药物研发格局 .....	23
图表 42 公司商业代理的肿瘤创新药产品 .....	23
图表 43 公司医药工业收入及预测 .....	24
图表 44 公司医药工业收入结构 .....	24
图表 45 主要国家每千人医疗美容治疗次数（2019 年） .....	24
图表 46 中国医疗美容市场规模（亿元） .....	24
图表 47 中国医美治疗次数（百万次） .....	25
图表 48 新氧平台线上交易订单量占比 .....	25
图表 49 公司外延布局注射类产品 .....	25
图表 50 中国基于聚左旋乳酸的皮肤填充剂市场规模（单位：亿元） .....	26
图表 51 三种再生材料的对比 .....	26
图表 52 中国玻尿酸市场规模（单位：亿元） .....	27
图表 53 国内市场主流的玻尿酸产品 .....	27
图表 54 MaiLi 与乔雅登系列产品性能对比 .....	28
图表 55 中国面部埋植线市场规模（单位：百万元） .....	29
图表 56 NMPA 获批的埋线材料（截至 2023/04） .....	29
图表 57 公司外延布局能量源设备 .....	30
图表 58 国内获批的祛斑色素相关光电医美仪器 .....	30
图表 59 酷雪 Glacial Spa 功效 .....	31
图表 60 国内获批的溶脂瘦身相关光电医美仪器 .....	31
图表 61 公司在工业微生物领域的布局 .....	32
图表 62 公司工业微生物板块收入及预测 .....	33
图表 63 传统药品可比公司估值 .....	33
图表 64 工业微生物可比公司估值 .....	34
图表 65 医美板块可比公司估值 .....	34
图表 66 医药商业可比公司估值 .....	35

## 一、华东医药：传统医药白马革新求变

华东医药为国内传统医药白马，过往取得了辉煌的业绩表现，自 2000 年上市以来公司收入 20 年保持稳健增长，2007-2020 年连续 14 年 ROE 保持在 20% 以上。但在集采与医保控费的大环境下，公司经历了传统药企不可避免的阵痛。2020 年开始，从阿卡波糖集采丢标到百令胶囊医保谈判降价、再到泮托拉唑、吗替麦考酚酯的集采，集采与医保控费让公司的业绩短期增长承压。在政策倒逼传统药企创新转型的产业趋势下，华东医药也在积极寻求变革：

**第一，医药工业持续加码创新。**公司在集采后通过自主开发、外部引进、项目合作等方式在内分泌、自免和肿瘤三大核心治疗领域布局创新药和生物类似药，短、中、长期均有产品布局。自 2023 年起公司在研管线开始迎来收获，利拉鲁肽糖尿病适应症已于 2023 年 3 月获批，利拉鲁肽减肥适应症、自免罕见病品种 Arcalyst、肿瘤创新药迈华替尼、乌司奴单抗生物类似药、卵巢癌 ADC 产品 ELAHERE 也有望在 2023-2024 年陆续获批上市，并有望公司强大的商业化能力赋能下实现快速放量，推动公司业绩加速增长。与此同时，公司早期产品的研发也在有序推进，保障公司远期发展。

图表 1 华东医药在研产品管线

治疗领域	产品	药物类型	适应症	靶点	研发模式	临床前	临床I期	临床II期	临床III期	NDA
内分泌	利拉鲁肽注射液	重组多肽	糖尿病	GLP1R	杭州九源引进					已于2023年3月获批上市
	利拉鲁肽注射液	重组多肽	肥胖/超重	GLP1R	杭州九源引进					已报产，预计2023H2获批
	TTP273	小分子	糖尿病	GLP1R	美国vTv引进					
	阿格列汀	小分子	糖尿病	DPP4	商业化代理					原研回田，2013年中国上市，华东2022年负责销售
	SCO-094	小分子	糖尿病/肥胖/NASH	GLP1R/GIPR	日本Scohia引进					糖尿病适应症进入I期临床，NASH计划申报IND，在国内已完成Pre-IND申请递交并已获得反馈
	DR10624	大分子	糖尿病/肥胖/代谢综合征	GLP-1R/GCGR/FGF21R	参股杭州道尔产品					2022年6月在新西兰完成首例受试者给药
	DR10627	合成多肽	糖尿病/NASH	GLP1R/GIPR	参股杭州道尔产品					II型糖尿病适应症I期临床，NASH适应症计划申报IND
	DR10628	合成多肽	糖尿病/NASH	GLP1R/GIPR	参股杭州道尔产品					IND申请获得受理
	司美格鲁肽注射液	重组多肽	糖尿病	GLP1R	重庆派金引进					I期完成全部患者入组及随访
	HDM1002	小分子	糖尿病	GLP1R	自研					中国美国均已递交IND申请，预计2023年5月同时获得中美双报的批件
	HDM1005	多肽	糖尿病	GLP1R/GIPR	自研					临床前研究
	德谷胰岛素	大分子	糖尿病	INSR	自研					目前已完成I期临床全部受试者给药
雷珠单抗注射液	单抗	黄斑变性	VEGFA	自研					2022年3月首例受试者入组	
HDM7003	小分子	黄斑变性	VEGF	参股美国Ashvattha产品					2022年9月美国完成II期首例患者入组	
自免	HDM3001	单抗	银屑病	IL-12/IL-23	荟信生物引进					III期已达到研究主要终点，计划23Q3递交BLA申请
	Rilonacetab	大分子	复发性心包炎/CAPS/DIRA	IL1A/IL1B	美国Kiniksa引进					海外已上市，国内CAPS适应症预计2023年获批
	Mavrilimumab	单抗	GM-CSF相关心血管疾病	GM-CSFRα	美国Kiniksa引进					
	HDM3002	双抗	系统性红斑狼疮	CD32b/CD79b	美国Provention引进					2022年美国进入IIa期临床，国内IIa期临床申请已获得批准
	HDM5001	小分子	-	-	参股美国Ashvattha产品					明确适应症后再申报临床
肿瘤	迈华替尼	小分子	非小细胞肺癌	EGFR/HER2	自研					2022年上市，华东2022年负责代理销售
	泽沃基奥仑赛	CAR-T	多发性骨髓瘤	BCMA	商业化代理					预计2023年上市，华东负责代理销售
	ELAHERE	ADC	卵巢癌/腹膜癌/输卵管癌	FOLR1	美国Immunogen引进					已达成III期临床入组，预计2024年上市
	HDP-101	ATAC	多发性骨髓瘤	BCMA	德国Heidelberg引进					海外IIa期临床，中国Pre-IND，预计23年国内进临床
	DR30303	单抗	实体瘤	CLDN18.2	参股杭州道尔产品					2022年5月完成I期临床首例患者给药
	HDP-103	ATAC	前列腺癌	PSMA	德国Heidelberg引进					临床前，预计23年国内进临床
	DR30206	三抗	实体瘤	PD-L1/TGF-β/VEGF	参股杭州道尔产品					IND
	DR30318	双抗	实体瘤	CLDN18.2/CD3	参股杭州道尔产品					IND
其他	HDM2003	大分子	实体瘤	PD-L1/PD-L2/IL15RA	与美国AKSO合作开发					临床前
	HDM2005	ADC	实体瘤/血液瘤	-	自研					临床前
其他	MB-102	小分子	诊断显像增强剂	-	美国MediBeacon引进					中国计划递交pre-NDA
	OP-801	小分子	肌萎缩性侧索硬化症	-	参股美国Ashvattha产品					

资料来源：公司公告，药渡，华创证券

**第二，医美业务不断为公司注入新的活力。**公司通过数起收购快速搭建了注射剂和EBD（能量源设备）的完整医美产品矩阵，横向整合行业资源，使公司快速跻身国内医美第一梯队。短期看，公司现有核心产品少女针产品力过硬、市场竞争格局良好，辅以公司强大的销售资源，业绩的快速增长大概率有保障。中长期看，2023-2025 年公司多款医美产品预期上市推广，中高端玻尿酸系列 MaiLi 和 Perfectha 有望陆续获批，同时皮

肤管理、冷冻溶脂等医美能量源设备将持续升级迭代，公司在医美领域现有和储备的产品管线丰富，战略地位稳固，前景远大。

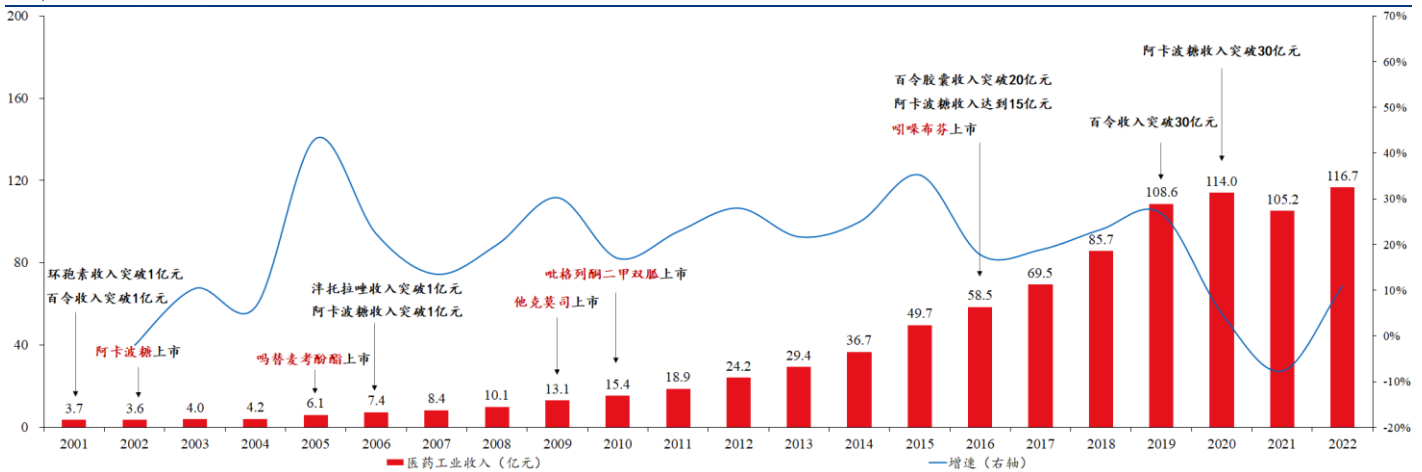
**第三，工业微生物为医药工业开拓第二增长曲线。**2020 年公司设立琿达生物，成立工业微生物事业部，依托原有微生物发酵深厚的产业基础在工业微生物领域快速进行布局，2021-2023 年先后收购华昌高科、华仁科技和南农动药，成立美琪健康、琿益生物，合作共建华东合成生物学产业技术研究院。目前已形成中美华东、琿达生物、琿益生物三大微生物研发平台，杭州祥符桥、钱塘新区、江苏九阳、美琪健康、美华高科、芜湖华仁六大产业基地的格局版图，为医药工业提供新的利润增长点。成立仅三年，2022 年华东工业微生物板块已取得 5.1 亿元收入。未来，工业微生物板块收入体量的快速增加也将对工业板块业绩有更大支撑。

## 二、医药工业：存量业务风险出清，创新布局开启全新发展篇章

### （一）存量业务集采和医保降价风险基本出清

公司医药工业的核心子公司中美华东在 30 余年的发展过程中已形成慢性肾病、移植免疫、内分泌、消化系统四大领域稳定的产品梯队，培育出百令、阿卡波糖两大收入体量超 30 亿元的核心品种以及环孢素、他克莫司、吗替麦考酚酯、泮托拉唑、吡格列酮二甲双胍、吲哚布芬等一线品种。在产品受到集采影响前，公司医药工业板块的业绩表现十分亮眼，2001-2019 年公司医药工业板块收入 CAGR 达到 21%。

图表 2 公司医药工业板块收入及增速



资料来源：Wind，公司公告，华创证券

而受集采和医保谈判的影响，2020-2021 年公司医药工业的业绩增长承压。2020 年中美华东阿卡波糖片在第二批集采中意外丢标，集采结果于 2020Q2 开始执行，2020 年医药工业板块营收 114.0 亿元，同比增长 4.9%，增速大幅放缓。2021 年医药工业营收 105.2 亿元，同比减少 7.7%，收入出现了自 2003 年以来的首次下滑，主要原因包括：1) 百令胶囊在 2020 年医保谈判中降价 33.0% (0.5g/粒) 和 33.8% (0.2g/粒)，结果于 2021Q1 开始执行；2) 公司泮托拉唑注射液中标第四批集采，降价幅度约 91% (相较于最高有效申报价)，集采结果自 2021Q2 开始执行。

**图表 3 华东医药集采和医保谈判影响梳理**

集采/医保谈判	产品	适应症	剂型	结果	执行时间	价格降幅	华东销售额峰值(亿元)	22年华东销售额(亿元)	备注
第二批集采	阿卡波糖	糖尿病	片剂	未中标	20Q2	-	28.6	8.0	
第四批集采	泮托拉唑	胃溃疡	注射剂	中标	21Q2	-91%	8.4	0.7	第四批集采涉及肠溶片和注射剂两个剂型，公司中标注射剂型
第七批集采	吗替麦考酚酯	器官移植排斥	胶囊	中标	22Q4	-62%	0.5	0.5	公司主要剂型为分散片，22年分散片销售额 12.0 亿（-3%）
2020 医保谈判	百令	肾病	胶囊	医保支付价格调整	21Q1	-33%	38.5	26.3	2022 年续标时未降价

资料来源：药渡，中康，公司公告，华创证券（注：第七批集采自 2022 年 11 月开始执行，22 年销售额未充分反应集采的影响）

站在当下时点，我们认为公司存量业务已走出集采和医保谈判的影响，2022 年公司医药工业收入 116.7 亿元，已经实现了 10.9% 的恢复性增长，并且存量业务的恢复态势还将得以延续，主要基于以下三点原因：

- 1) 集采和医保谈判降价结果基本执行完毕。**从执行节奏来看，百令胶囊的医保谈判降价结果已于 2021 年 3 月开始执行，2022 年医保再次续约时没有降价。阿卡波糖片和泮托拉唑注射液的集采结果也分别于 2020 年 4 月和 2021 年 5 月执行，因此产品降价对业绩的扰动已得到了反应充分，2022 年这三个品种收入体量均已进入相对较低的基数区间。
- 2) 未集采的主力品种短期集采风险也比较小。**在公司重点产品管线中，目前还有环孢素、他克莫司、吡格列酮二甲双胍、吡布布芬四款产品未纳入集采。环孢素曾出现在第三批集采报量名单中，但环孢素是窄治疗窗药物<sup>1</sup>，存在换药风险，最终从集采名单中剔除；他克莫司目前暂无厂家过评，仅华东一家正在申报一致性评价；吡格列酮二甲双胍仅有华东医药和江苏德源两家过评，后续无其他厂家申报；吡布布芬为华东独家品种。因此这四款重点产品短期集采的风险较小，且竞争格局良好，未来有望持续稳健增长。

**图表 4 华东医药未集采的重点品种梳理**

产品	剂型	适应症	2022 年销售额(亿元)	过评厂家	一致性评价申报情况	集采影响分析
环孢素	胶囊	器官移植排斥	8.8	3 家（含华东）	1 家	存在换药风险，已从第三批集采名单剔除
他克莫司	胶囊	器官移植排斥	19.3	0 家	1 家（华东）	仅华东申报一致性评价，短期无法达到纳入集采的标准
吡布布芬	片剂	抗血栓	12.0	0 家	1 家（华东）	仅华东申报一致性评价，短期无法达到纳入集采的标准
吡格列酮二甲双胍	片剂	糖尿病	10.6	2 家（含华东）	0 家	仅两家（含华东）过评，短期无法达到纳入集采的标准

资料来源：公司公告，中康，药渡，华创证券

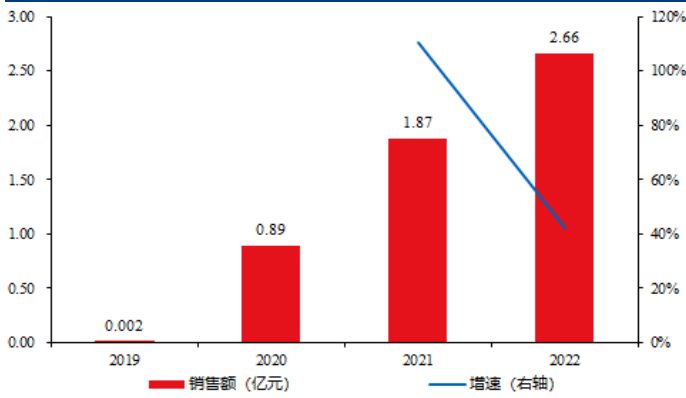
- 3) 多渠道和多剂型的差异化推广带来了新增量。**比如，在阿卡波糖片集采丢标后，公司全面推进阿卡波糖片在基层、院外和自费市场的布局与覆盖，积极开拓零售药店及网上销售新渠道，并通过阿卡波糖普通片和咀嚼片的差异化定位，利用咀嚼片争取院内市场份额。根据中康数据，2022 年公司阿卡波糖咀嚼片的销售额达到 2.66 亿元（+42%）。2022 年 6 月公司阿卡波糖片重新中标河南 13 省联盟集采，无论中标价格如何，都是院

<sup>1</sup> 窄治疗窗药物指治疗药物浓度范围狭窄，治疗量与中毒量接近。



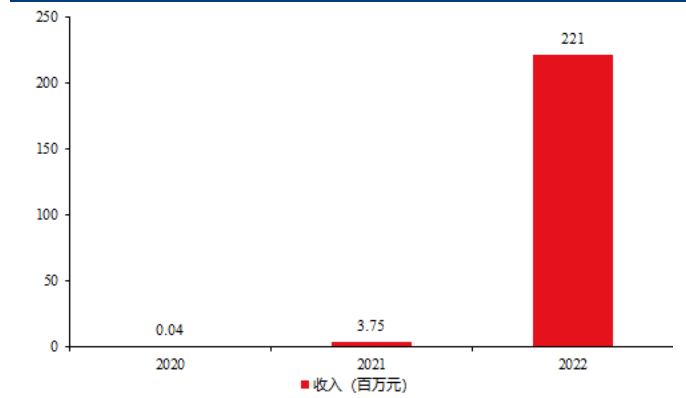
内新的增量。又如，除百令胶囊外，公司的百令片于 2021 年 10 月中标湖北 19 省中成  
药省际联盟集采并实现快速放量，根据中康数据，2022 年百令片销售额已达 2.21 亿元。

图表 5 华东医药阿卡波糖咀嚼片销售额



资料来源：中康，华创证券

图表 6 华东医药百令片销售额



资料来源：中康，华创证券

除此之外，公司新的仿制品种和国际化依然有增长潜力。公司对现有在研的仿制药品种通过定期进行动态评估和梳理，明确了重点聚焦和优先推进的仿制品种。例如，公司 2021 年新获批的恩格列净二甲双胍竞争格局优异且与公司现有产品渠道协同，目前正保持快速放量状态。同时公司也在积极推进制剂出海，注射用泮托拉唑钠（2019）、阿卡波糖片（2020）、注射用达托霉素（2021）已获得 FDA 的 ANDA 批准，2022 年泮托拉唑首次实现公司制剂在美国市场的销售。此外，他克莫司胶囊、注射用醋酸卡泊芬净和磺达肝癸钠注射液也已完成 ANDA 申请的发补资料递交，公司制剂国际化的产品梯队正在持续丰富。

## （二）创新布局开启发展新篇章

### 1、内分泌：GLP-1 全面布局，降糖、减肥同步发力

公司在内分泌（特别是糖尿病）领域销售积淀深厚，拥有强大的糖尿病销售渠道，培育出了 30 亿的重磅品种阿卡波糖，2010 年上市的吡格列酮二甲双胍销售额也突破 10 亿大关。基于其渠道优势，公司在糖尿病领域战略聚焦 GLP-1，从单靶点到多靶点、从生物类似药到小分子、从注射剂到口服片剂、从短效日制剂到长效周制剂进行了全面布局，并且正在积极拓展 GLP-1 有关肥胖、NASH 等适应症。

图表 7 华东医药在 GLP-1 领域的布局

分类	药品	药物类型	给药方式	给药频率	靶点	厂商	适应症	研发进展	进度
单靶点	利拉鲁肽	重组多肽	注射剂	日制剂	GLP1R	华东医药/杭州九源	II 型糖尿病	上市 (2023)	首个获批的国产利拉鲁肽
							肥胖/超重	申报上市	有望成为国产首家减重 GLP-1
	司美格鲁肽	重组多肽	注射剂	周制剂	GLP1R	杭州九源	II 型糖尿病	III 期临床	-
	司美格鲁肽	重组多肽	注射剂	周制剂	GLP1R	重庆涪陵/华东医药	II 型糖尿病	I 期临床	-
	TTP-273	小分子	口服	日制剂	GLP1R	vTv/华东医药	II 型糖尿病	II 期临床	国内进展最快的小分子 GLP-1
	HDM-1002	小分子	口服	-	GLP1R	华东医药	II 型糖尿病	IND 获受	首个中美双报的 GLP-1 小分子
双靶点	DR-10627	合成多肽	注射剂	周制剂	GLP1R/GIPR	道尔生物	II 型糖尿病	I 期临床	-
							NASH	IND	-
	DR-10628	合成多肽	注射剂	周制剂	GLP1R/GCGR	道尔生物	II 型糖尿病/NASH	IND	-
	HDM-1005	多肽	注射剂	周制剂	GLP1R/GIPR	华东医药	-	临床前	-
三靶点	DR-10624	大分子	注射剂	-	GLP1R/GCGR/FGFR1	道尔生物	II 型糖尿病/肥胖/NASH	临床前	首个国产三靶点 GLP-1
	DR-10625	大分子	注射剂	-	GLP1R/GIPR/FGF-21	道尔生物	II 型糖尿病/肥胖/NASH	临床前	首个国产三靶点 GLP-1

资料来源：公司公告，华创证券

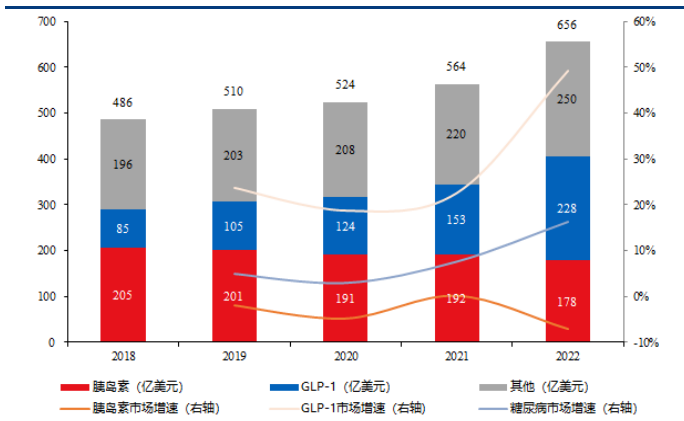
公司 GLP-1 研发进度在国内也十分领先，利拉鲁肽糖尿病适应症已于 2023 年 3 月获批，成为首个上市的国产利拉鲁肽，其减肥适应症也有望于今年年内上市；2017 年公司从美国 VTV 公司引进的 TTP273 是国内进展最快的口服小分子 GLP-1；控股子公司道尔生物的 GLP-1 三靶点产品 DR10624 正在新西兰开展 I 期临床，国内预计 2024 年进入临床；公司自研的 GLP-1 小分子 HDM1002 也有望成为首个中美双报的国产 GLP-1。

内分泌领域除 GLP-1 产品外，公司自主研发的雷珠单抗正在进行 III 期临床入组，拟开发适应症为湿性年龄相关性黄斑变性。2021 年 10 月公司从美国 Ashvattha 引进的治疗黄斑变性的小分子创新药 HDM7003（D-4517.2）正在美国开展 II 期临床。

### 1) 糖尿病

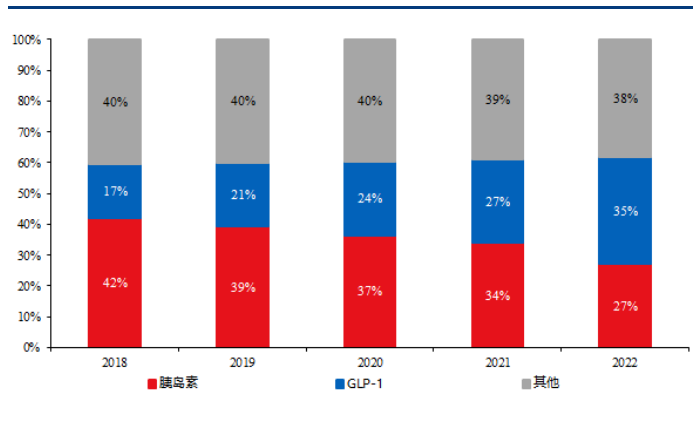
根据诺和诺德的数据测算，2022 年全球糖尿病药品市场规模达到 656 亿美元（约 4513 亿人民币），同比增长 16%。其中 GLP-1 全球市场规模 228 亿美元（约 1569 亿人民币），同比增长 49%，18-22 年 CAGR 为 28%，增长速度远超整体糖尿病药品市场。从用药结构来看，2022 年 GLP-1 的市场占比已经达到 35%，较 2021 年提升 8pct，市场规模首次超过胰岛素，成为目前全球糖尿病药品市场第一大用药。

图表 8 2018-2022 年全球糖尿病药品市场规模



资料来源：诺和诺德公司公告，华创证券

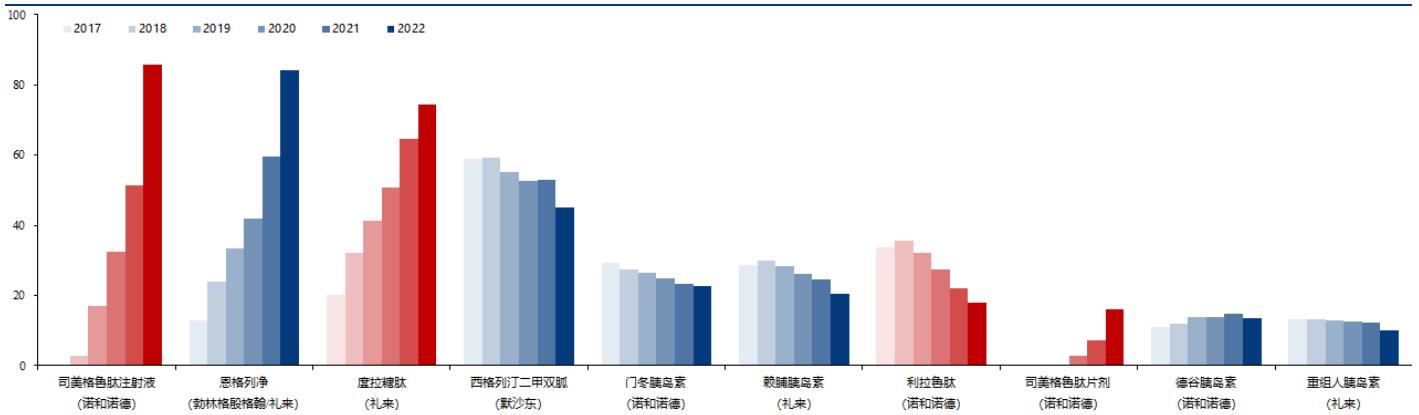
图表 9 2018-2022 年全球糖尿病药品市场结构



资料来源：诺和诺德公司公告，华创证券

2022 年全球糖尿病销售额前十大药物中共有 4 款 GLP-1（区分剂型），诺和诺德的司美格鲁肽注射液于 2017 年 12 月获批上市，2022 年全球收入便达到 86 亿美元（+66%），成为糖尿病用药最大的品种。

图表 10 2022 年全球销售额前十大糖尿病药品（亿美元）

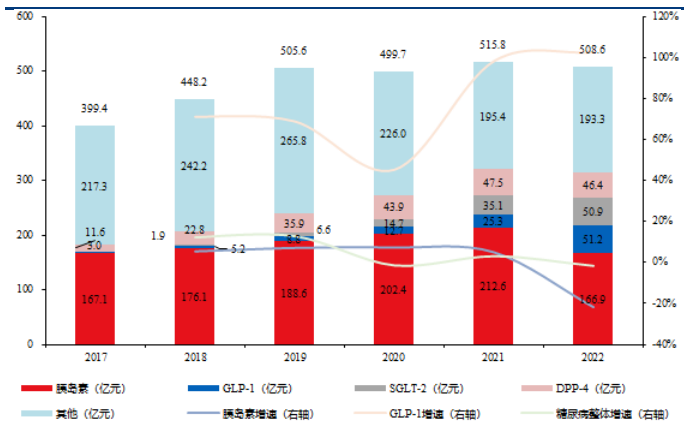


资料来源：相关公司公告，华创证券（注：1、红色为 GLP-1；2、由于恩格列净糖尿病和心衰两大适应症未区分商品名，此处统计数据为两大适应症的合计收入）

中国 GLP-1 起步晚，进口占主导。根据中康数据，2022 年中国 GLP-1 市场规模 51.2 亿元，同比增长 103%，但市场规模在全球仅占 3%（2022 年全球 GLP-1 市场规模为 1569 亿人民币）。从糖尿病用药结构来看，2022 年中国糖尿病 509 亿元的市场中，GLP-1 市场份额占比为 10.1%，较 2021 年提升 5.2pct，提升速度较快，但仍与全球糖尿病市场结构仍有较大差距（2022 年全球 GLP-1 占比 35%）。

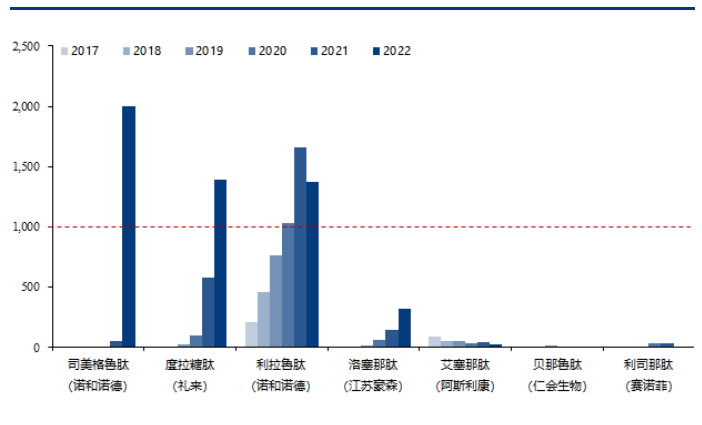
目前中国共有 8 款 GLP-1 上市，6 款为进口产品，且在中国上市的时间普遍要比海外晚 2-5 年时间。国产仅有 2016 年仁会生物上市的贝那鲁肽和 2019 年豪森药业上市的洛塞那肽。从收入体量上来看，根据中康数据，2022 年仅有司美格鲁肽、度拉糖肽和利拉鲁肽三款产品销售收入突破 10 亿元，即使体量最大的司美格鲁肽收入也刚刚突破 20 亿元，与其海外收入体量差距巨大，其他五款 GLP-1 产品收入体量还较小。

图表 11 中国糖尿病药品市场规模及结构



资料来源：中康，华创证券

图表 12 中国各 GLP-1 销售额 (百万元)



资料来源：中康，华创证券（注：艾塞那肽收入统计包括艾塞那肽及艾塞那肽微球两款产品）

2023 年 3 月公司利拉鲁肽糖尿病适应症获得 NMPA 批准，成为首个上市的国产利拉鲁肽。尽管司美格鲁肽、度拉糖肽都在糖尿病适应症上不断抢占利拉鲁肽的市场份额，并且还有 3 家国产利拉鲁肽已经报产、4 家国产正在进行 III 期临床，未来利拉鲁肽整体竞争格局较为激烈。但我们认为：

第一，当前诺和诺德的司美格鲁肽产能极为紧缺，中国司美格鲁肽供应紧张的问题短期难以解决，在中国庞大的患者需求下，短期来看，国内利拉鲁肽仍有发展空间。

第二，GLP-1 下沉空间大，公司的利拉鲁肽在销售方面或将采取与诺和诺德的差异化定价方式，通过价格优势快速拓展诺和诺德推广欠缺的基层市场。

第三，公司在糖尿病领域的销售和商业化能力强，已打造出阿卡波糖、吡格列酮二甲双胍等糖尿病大品种，销售能力不言而喻。

因此，公司利拉鲁肽为首个国产利拉鲁肽，借助公司强大的糖尿病销售渠道仍有望在较短的窗口期内取得可观的销售收入。根据测算，我们预计公司利拉鲁肽糖尿病适应症的销售峰值为 6.3 亿元。

图表 13 公司利拉鲁肽糖尿病适应症销售峰值测算

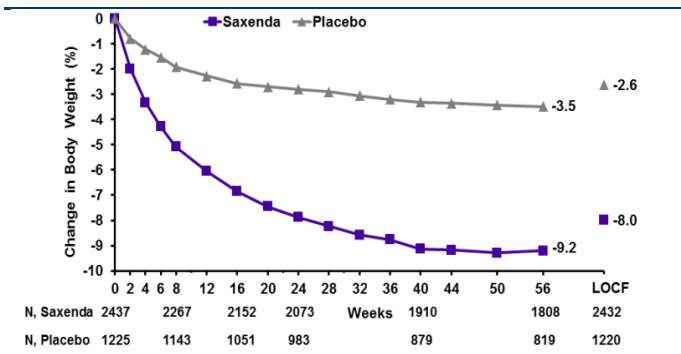
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
中国总人口 (亿)	14.12	14.13	14.12	14.13	14.15	14.16	14.18	14.19	14.20	14.22	14.23	14.25	14.26
yoy		0.1%	-0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
其中:													
0-5岁人口 (亿)	0.78	0.78	0.78	0.78	0.78	0.78	0.78	0.78	0.78	0.78	0.79	0.79	0.79
6-17岁人口 (亿)	1.7	1.70	1.70	1.71	1.71	1.71	1.71	1.71	1.71	1.72	1.72	1.72	1.72
18岁及以上人口 (亿)	11.64	11.65	11.64	11.65	11.66	11.67	11.68	11.70	11.71	11.72	11.73	11.74	11.75
<b>糖尿病适应症</b>													
糖尿病患病率	11.5%	11.6%	11.7%	11.8%	11.9%	12.0%	12.1%	12.2%	12.3%	12.4%	12.5%	12.6%	12.7%
II型糖尿病占比	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
II型糖尿病患者人数 (亿)	1.46	1.48	1.49	1.50	1.52	1.53	1.54	1.56	1.57	1.59	1.60	1.62	1.63
治疗率	32.8%	33.0%	33.2%	33.4%	33.6%	33.8%	34.0%	34.2%	34.4%	34.6%	34.8%	35.0%	35.2%
II型糖尿病用药人数 (亿)	0.48	0.49	0.49	0.50	0.51	0.52	0.52	0.53	0.54	0.55	0.56	0.57	0.57
GLP-1使用率	3%	5%	7%	9%	11%	13%	15%	17%	19%	21%	23%	25%	27%
GLP-1使用人数 (万)	119.8	219.1	320.9	426.1	534.6	646.2	761.1	879.3	1000.7	1125.6	1253.8	1385.4	1520.6
利拉鲁肽用药人数占比	81%	65%	50%	40%	30%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	15%
华东利拉鲁肽市场份额				1%	10%	25%	25%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
使用年费 (万元)				0.4	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
年费调整					-30%	-30%	-20%	-10%	-10%	-5%	-5%	0%	0%
<b>糖尿病销售收入 (亿元)</b>				<b>0.68</b>	<b>4.49</b>	<b>6.33</b>	<b>5.97</b>	<b>4.96</b>	<b>5.08</b>	<b>5.43</b>	<b>5.75</b>	<b>6.35</b>	<b>5.23</b>

资料来源: Wind, 诺和诺德公告, 中华医学会糖尿病学分会《中国2型糖尿病防治指南(2020年版)》, 国家卫健委《中国居民营养与慢性病状况报告(2020年)》, 中康, 华创证券测算

## 2) 肥胖管理

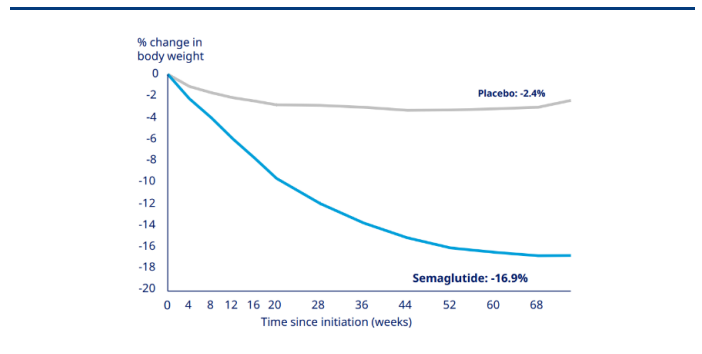
GLP-1 凭借极佳的减重效果已成为全球减肥市场上的重磅品种。目前全球批准用于减肥的 GLP-1 产品为诺和诺德的利拉鲁肽注射液和司美格鲁肽注射液两款产品。2014 年诺和诺德的利拉鲁肽注射液（商品名：Saxenda）获得 FDA 批准用于减肥，其第二代产品司美格鲁肽注射液减肥适应症（商品名：Wegovy）于 2021 年获得 FDA 批准。从临床数据来看，肥胖患者连续 56 周每日注射利拉鲁肽后，平均体重减轻 9%。司美格鲁肽减重效果较利拉鲁肽进一步提升，68 周内平均体重减轻 17%，且只需每周注射一次。同时诺和诺德正在开发司美格鲁肽口服片剂的减重适应症。

图表 14 利拉鲁肽减肥适应症临床数据



资料来源: 利拉鲁肽药品说明书

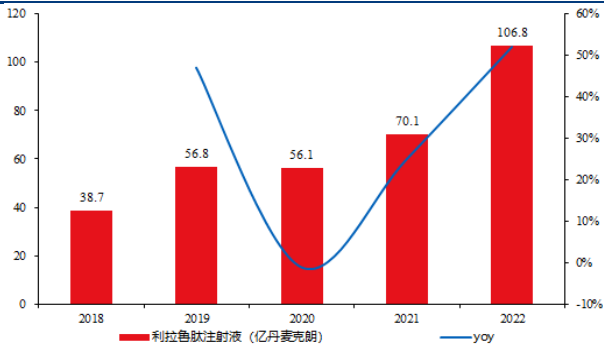
图表 15 司美格鲁肽减肥适应症临床数据



资料来源: 诺和诺德年报

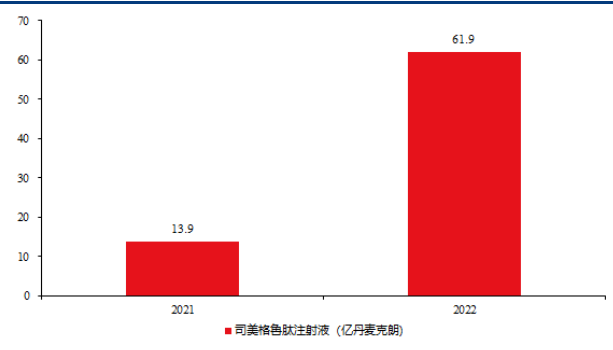
2022 年 Saxenda 在全球的销售收入为 106.8 亿丹麦克朗（约 16 亿美元），同比增长 52%，Wegovy 收入 61.9 亿丹麦克朗（约 9 亿美元），同比增长 346%，产品放量极为迅速。

图表 16 诺和诺德利拉鲁肽减肥适应症全球收入



资料来源：诺和诺德公司公告，华创证券

图表 17 诺和诺德司美格鲁肽减肥适应症全球收入



资料来源：诺和诺德公司公告，华创证券

中国减肥市场存在巨大尚未满足的需求，GLP-1 减肥市场蓄势待发。目前国内仅有奥利司他一款药品获批用于减肥，2022 年市场规模仅 8.2 亿元（华东的奥利司他胶囊为处方药和 OTC 双跨产品）。据《中国居民营养与慢性病状况报告》测算，2022 年中国肥胖人群超过 2 亿，因此国内减肥市场存在着巨大尚未被满足的需求，市场前景广阔。

在 GLP-1 减肥适应症的竞争格局上，华东的利拉鲁肽减肥适应症进展最快，其上市申请已于 2022 年 7 月获得受理，有望成为国内首个获批用于减肥的 GLP-1 产品。

图表 18 国内 GLP-1 减肥适应症研发布局

分类	药品	药物类型	给药方式	给药频率	靶点	厂商	研发进展
单靶点	利拉鲁肽	重组多肽	注射剂	日制剂	GLP1R	华东医药/杭州九源	申报上市
		重组多肽	注射剂	日制剂	GLP1R	江苏万邦	III期临床
	贝那鲁肽	重组多肽	注射剂	日制剂	GLP1R	仁会生物	申报上市
	洛塞那肽	合成多肽	注射剂	日制剂	GLP1R	江苏豪森	III期临床
	司美格鲁肽	重组多肽	注射剂	周制剂	GLP1R	诺和诺德	III期临床
			口服	周制剂			
	格鲁塔珠单抗	大分子（单抗）	注射剂	周制剂	GLP1R	先为达生物	II期临床
	Ecnoghutide	重组多肽	注射剂	周制剂	GLP1R	先为达生物	III期临床
	GZR-18	大分子	注射剂	-	GLP1R	甘李药业	II期临床
	诺利糖肽	小分子	注射剂	日制剂	GLP1R	恒瑞医药	II期临床
SAL0112	小分子	口服	日制剂	GLP1R	信立泰	I期临床	
XW014	小分子	口服	-	GLP1R	先为达生物	临床前	
双靶点	替尔泊肽	合成多肽	注射剂	周制剂	GLP1R/GIPR	礼来	III期临床
	Mazdutide	合成多肽	注射剂	周制剂	GLP1R/GCGR	信达生物	III期临床
	BI-456906	合成多肽	注射剂	周制剂	GLP1R/GIPR	勃林格殷格翰	II期临床
	GMA-106	大分子（双抗）	注射剂	-	GLP1R/GIPR	杭州鸿运华宁	I期临床
	HEC-88473	大分子	注射剂	-	GLP1R/FGF-21	东阳光	I期临床
	RAY-1225	合成多肽	注射剂	周制剂	GLP1R/GIPR	众生药业	I期临床
	BGM-0504	小分子	注射剂	周制剂	GLP1R/GIPR	博瑞生物	I期临床
三靶点	LY-3437943	大分子	注射剂	周制剂	GLP1R/GIPR/GCGR	礼来	I期临床
	DR-10624	大分子	注射剂	-	GLP1R/GCGR/FGFR1	道尔生物	临床前
	DR-10625	大分子	注射剂	-	GLP1R/GIPR/FGF-21	道尔生物	临床前

资料来源：药渡，公司公告，华创证券

根据测算，我们预计公司利拉鲁肽减肥适应症销售峰值为 4.3 亿元，利拉鲁肽糖尿病+减肥适应症合计销售峰值有望达到 10.7 亿元。

图表 19 华东医药利拉鲁肽减肥适应症销售峰值测算

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
中国总人口（亿）	14.12	14.13	14.12	14.13	14.15	14.16	14.18	14.19	14.20	14.22	14.23	14.25	14.26
其中：yoy		0.1%	-0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
其中：0-5岁人口（亿）	0.78	0.78	0.78	0.78	0.78	0.78	0.78	0.78	0.78	0.78	0.79	0.79	0.79
6-17岁人口（亿）	1.7	1.70	1.70	1.71	1.71	1.71	1.71	1.71	1.71	1.72	1.72	1.72	1.72
18岁及以上人口（亿）	11.64	11.65	11.64	11.65	11.66	11.67	11.68	11.70	11.71	11.72	11.73	11.74	11.75
<b>肥胖适应症</b>													
肥胖率	14.7%	14.9%	15.1%	15.3%	15.4%	15.6%	15.8%	16.0%	16.2%	16.4%	16.6%	16.8%	17.0%
其中：6岁以下人口肥胖率	3.6%	3.7%	3.8%	3.9%	4.0%	4.1%	4.2%	4.3%	4.4%	4.5%	4.6%	4.7%	4.8%
6-17岁人口肥胖率	7.9%	8.1%	8.3%	8.5%	8.7%	8.9%	9.1%	9.3%	9.5%	9.7%	9.9%	10.1%	10.3%
18岁及以上人口肥胖率	16.4%	16.6%	16.8%	17.0%	17.2%	17.4%	17.6%	17.8%	18.0%	18.2%	18.4%	18.6%	18.8%
中国肥胖人口（亿）	2.07	2.10	2.13	2.16	2.19	2.22	2.24	2.27	2.30	2.33	2.36	2.39	2.42
yoy		1.4%	1.2%	1.4%	1.4%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
减肥药使用率	0.4%	0.5%	0.6%	0.7%	2.8%	4.6%	6.4%	8.3%	10.1%	11.9%	13.7%	15.6%	17.4%
其中：6-17岁人口用药渗透率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%	0.7%	0.8%	0.9%
18岁及以上人口用药渗透率	0.4%	0.5%	0.6%	1%	3%	5%	7%	9%	11%	13%	15%	17%	19%
用药患者人数（万）	92.7	105.9	126.6	158.4	603.2	1018.6	1444.2	1880.1	2326.3	2782.8	3249.7	3727.0	4214.7
GLP-1使用率	0%	0%	0%	1%	2%	5%	7%	9%	11%	13%	15%	17%	19%
GLP-1使用人数（万）	0.0	0.0	0.0	1.6	12.1	45.8	93.9	159.8	244.3	347.9	471.2	615.0	779.7
利拉鲁肽市场份额				100%	100%	80%	55%	40%	30%	20%	20%	15%	15%
华东利拉鲁肽市场份额				100%	100%	60%	50%	45%	40%	35%	30%	25%	20%
使用年费（万元）				0.4	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
年费调整					-30%	-30%	-20%	-10%	-10%	-5%	-5%	0%	0%
减肥销售收入（亿元）				0.63	3.38	4.31	4.05	4.06	3.72	2.94	3.24	2.64	2.68
利拉鲁肽销售收入（亿元）				1.32	7.87	10.65	10.01	9.02	8.81	8.37	8.99	9.00	7.91

资料来源：Wind，诺和诺德公告，中华医学会糖尿病学分会《中国2型糖尿病防治指南（2020年版）》，国家卫健委《中国居民营养与慢性病状况报告（2020年）》，中康，华创证券测算

## 2、自免：BD快速搭建新品管线

自免是公司传统核心优势领域之一，已培育出环孢素、他克莫司、吗替麦考酚酯三大主力品种，集采后公司在自免领域瞄准了银屑病、系统性红斑狼疮等大适应症，通过 BD 快速搭建了新品管线。2020 年公司引进了荃信生物的银屑病品种—乌司奴单抗生物类似药 HDM3001（QX001S）；2021 年公司获得 Provention Bio 治疗系统性红斑狼疮双抗 PRV-3279 在大中华区的独家临床开发及商业化权益。2022 年公司从 Kiniksa 引进两款自免产品 Arcalyst（治疗冷吡啉相关的周期性综合征/IL-1 受体拮抗剂缺乏症/复发性心包炎）及 Mavrilimumab（治疗 GM-CSF 相关的心血管疾病）在包括中国在内的 24 个亚太国家和地区独家许可。

图表 20 华东医药自免领域新品管线

产品及靶点/作用机制	适应症	临床前	IND	I期临床	II期临床	III期临床	上市申请	国内进展		海外进展	
								合作伙伴	权益地区		
HDM3001 (QX001S) IL-12/IL-23	银屑病							QYuns 荃信生物	中国大陆		
HDM3002 (PRV-3279) CD32b/CD79b	系统性红斑狼疮							proventionbio Intercepting and preventing disease	大中华区		
Arcalyst (Rilonacept) IL1A/IL1B	复发性心包炎							美国已上市			
	冷吡啉相关的周期性综合征							美国已上市		KINIKSA	24个亚太国家和地区
	IL-1受体拮抗剂缺乏症							美国已上市			
Mavrilimumab GM-CSFRα	GM-CSF相关的心血管疾病										
HDM5001 (OP-101)	过度炎症							Ashvattha THERAPEUTICS			

资料来源：公司公告，华创证券（注：Arcalyst 预计 2023 年内在 中国递交冷吡啉相关周期性综合征的 BLA 申请）

### ■ HDM3001

HDM3001（QX001S）为公司与荃信生物合作开发的乌司奴单抗生物类似药，拟开发适

应症为斑块状银屑病，目前 III 期临床已完成全部患者招募，公司计划 2023Q3 递交 BLA 申请并有望于 2024 年获批，成为国内首款上市的乌司奴单抗生物类似药。

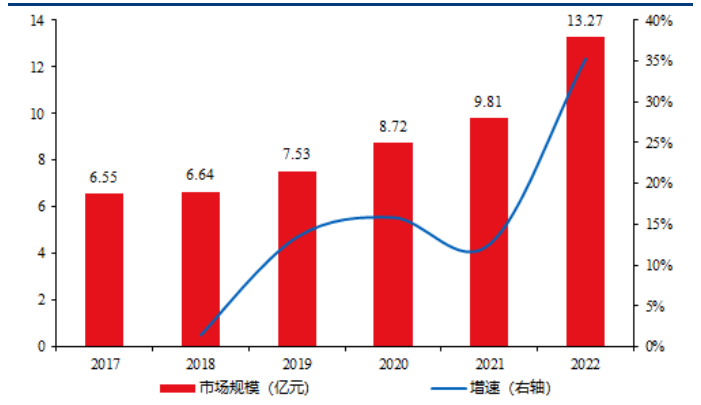
根据 Globenewswire，2022 年全球银屑病市场规模 185 亿美元，同比增长 8%，并且诞生了阿达木单抗（TNF- $\alpha$ ）、乌司奴单抗（IL-12/23 抑制剂）、司库奇尤单抗（IL-17 抑制剂）、瑞莎珠单抗（IL-23 抑制剂）等多款“重磅炸弹”。根据中康数据，2022 年中国银屑病市场 13 亿元，同比增长 35%，市场规模远远小于全球，主要由于中国银屑病治疗渗透率低以及阿达木单抗和乌司奴单抗等大品种医保准入时间晚未能放量所致。

图表 21 全球银屑病药品市场规模及增速



资料来源: Globenewswire, 华创证券

图表 22 中国银屑病药品市场规模及增速

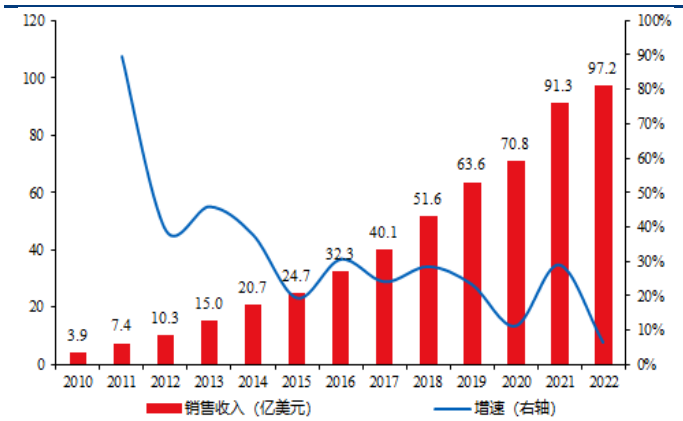


资料来源: 中康, 华创证券

乌司奴单抗为全人源化靶向抑制 IL-12、IL-23 的单克隆抗体，通过特异性结合 IL-12 和 IL-23 的共有亚基 p40 阻断银屑病发病的免疫进程。乌司奴单抗原研为强生，2009 年获得 FDA 批准用于治疗斑块银屑病，随后又拓展了银屑病关节炎、克罗恩病、溃疡性结肠炎适应症。2022 年强生乌司奴单抗全球销售收入 97.2 亿美元，同比增长 6%，2010-22 年 CAGR 为 31%。

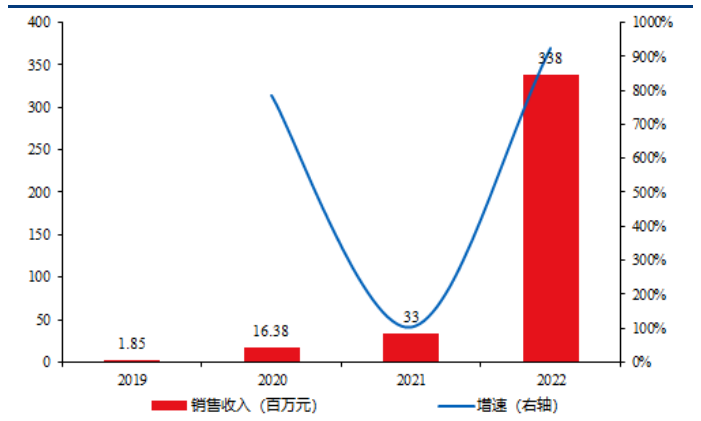
2017 年乌司奴单抗在中国获批上市，但由于前期高昂的治疗费用未能实现放量（医保前患者自付年费约 14 万元）。2021 年乌司奴单抗通过谈判进入医保目录，降价约 75%。根据中康数据，2022 年强生的乌司奴单抗中国销售额 3.38 亿元，同比增长 924%。随着医保准入带来用药渗透率的持续提升，乌司奴单抗在中国依然有巨大增长潜力。

图表 23 强生乌司奴单抗全球销售收入



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 24 强生乌司奴单抗中国销售收入



资料来源: 中康, 华创证券

除原研强生外，目前国内共有四款乌司奴单抗生物类似药布局，从竞争格局来看，华东医药/荃信生物的 HDM3001 进展最快，有望成为首个国产乌司奴单抗，后续百奥泰和石药集团两家产品进度靠前，整体竞争格局十分良好。

**图表 25 中国乌司奴单抗竞争格局**

产品	厂商	适应症	研发进展	状态开始时间	备注
Stelara (商品名: 喜达诺)	强生(原研)	斑块银屑病	上市	2017年11月	2021年进入医保目录
		克罗恩病	上市	2020年3月	
HDM3001	荃信生物/华东医药	斑块银屑病	III期临床	2021年5月	已完成全部患者入组, 预计23Q3递交BLA
BAT-2206	百奥泰	斑块银屑病/克罗恩病/银屑病关节炎/溃疡性结肠炎	III期临床	2021年6月	已完成全部患者入组
乌司奴单抗生物类似药	石药集团	斑块银屑病	III期临床	2023年1月	
GLR-1027	甘李药业	银屑病	临床前	-	

资料来源: 药渡, 华创证券

中国银屑病用药市场空间广阔, 乌司奴单抗正处快速放量期, 而公司产品上市后, 有望借助价格优势进一步加速渗透。根据测算, 我们预计华东医药乌司奴单抗生物类似药上市的销售峰值有望达到 8.4 亿元。

**图表 26 华东医药乌司奴单抗生物类似药销售峰值测算**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
中国总人口(亿)	14.12	14.13	14.12	14.13	14.15	14.16	14.18	14.19	14.20	14.22	14.23	14.25	14.26
yoy		0.1%	-0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
银屑病患病率	0.50%	0.51%	0.52%	0.53%	0.54%	0.55%	0.56%	0.57%	0.58%	0.59%	0.60%	0.61%	0.62%
中国银屑病患病人数(万)	706.00	720.63	734.24	749.11	764.01	778.93	793.89	808.87	823.89	838.93	854.00	869.10	884.23
斑块状银屑病比率	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%
中重度银屑病患者比率	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
中重度斑块状银屑病患者人数(万)	120.02	122.51	124.82	127.35	129.88	132.42	134.96	137.51	140.06	142.62	145.18	147.75	150.32
生物制剂使用比率	6%	11%	16%	21%	26%	31%	36%	41%	46%	51%	56%	61%	66%
生物制剂使用人数(万)	7.20	13.48	19.97	26.74	33.77	41.05	48.59	56.38	64.43	72.74	81.30	90.13	99.21
乌司奴单抗市占率	0.1%	0.1%	10%	15%	20%	25%	30%	35%	30%	30%	30%	30%	30%
<b>乌司奴单抗用药人数(万)</b>	<b>0.01</b>	<b>0.02</b>	<b>2.00</b>	<b>4.02</b>	<b>6.76</b>	<b>10.27</b>	<b>14.58</b>	<b>19.74</b>	<b>19.33</b>	<b>21.82</b>	<b>24.39</b>	<b>27.04</b>	<b>29.76</b>
华东市占率	-	-	-	-	2%	10%	15%	30%	27%	24%	21%	18%	15%
年费(万元)	-	-	-	-	3.00	1.50	1.50	1.43	1.43	1.43	1.43	1.43	1.43
降价幅度	-	-	-	-	-	-50%	0%	-5%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>HDM3001销售收入(亿元)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>0.41</b>	<b>1.54</b>	<b>3.28</b>	<b>8.44</b>	<b>7.44</b>	<b>7.46</b>	<b>7.30</b>	<b>6.94</b>	<b>6.36</b>

资料来源: Wind, 药渡, 中华医学会皮肤性病学会银屑病专业委员会《中国银屑病诊疗指南(2022版)》, 中康, 华创证券测算

### ■ Arcalyst

IL-1 抑制剂 Riloncept (商品名: Arcalyst) 是公司 2022 年从 Kiniksa 引进的自免产品。Riloncept 为一款皮下注射的重组二聚体融合蛋白, 可阻断 IL-1 $\alpha$  和 IL-1 $\beta$  的信号传导 (IL-1 $\alpha$  & IL-1 $\beta$  cytokine trap)。

Riloncept 最早由美国 Regeneron 研发, 2008 年获得 FDA 批准用于治疗冷吡啉相关的周期性综合征 (cryo-pyrim-associated periodic syndromes, CAPS)。2020 年, FDA 批准其用于治疗 IL-1 受体拮抗剂缺乏症 (deficiency of interleukin-1 receptor antagonist, DIRA)。2017 年, Kiniksa 公司获得 Regeneron 的许可, 将 Riloncept 用于开发治疗复发性心包炎。

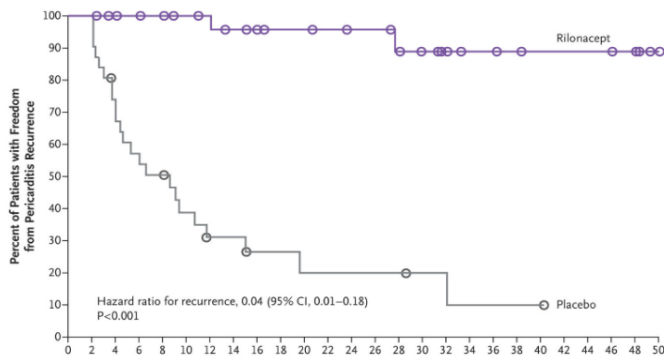
2019 年 Riloncept 获得 FDA 突破性疗法认定, 2020 年被授予用于治疗心包炎 (包括复发性心包炎) 的孤儿药认定。2021 年 3 月 Riloncept 获得 FDA 批准, 用于治疗复发性心包炎, 是目前 FDA 批准的唯一一款适用于 12 岁及以上人群的治疗复发性心包炎药物。Riloncept 的获批主要基于其关键性 III 期临床试验结果 (NCT03737110)。试验结果显



示，导入期（n=86）Rilonacept 治疗反应的中位时间为 5 天，治疗反应率为 97%，C 反应蛋白（C-reactive protein, CRP）水平恢复正常的中位时间为 7 天；随机撤药期（n=61）Rilonacept 组心包炎复发率为 7%（2/30），安慰剂组为 74%（23/31）。因此，试验结果表明 Rilonacept 能够迅速缓解复发性心包炎的发作，同时显著降低后续心包炎再次复发的风险。

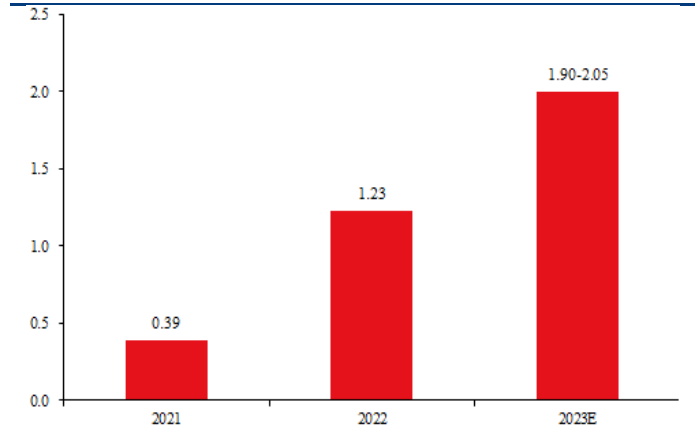
根据 Kiniksa 公告，2022 年 Arcalyst 收入为 1.23 亿美元（约 8.4 亿人民币），同比增长 218%，2023 年公司规划收入将达到 1.90-2.05 亿美元（同比增长 55-67%）。

图表 27 Arcalyst 关于复发性心包炎 III 期临床试验数据



资料来源: Klein, A., et al. Phase 3 Trial of Interleukin-1 Trap Rilonacept in Recurrent Pericarditis, 华创证券

图表 28 Arcalyst 在美国销售收入（亿美元）



资料来源: Kiniksa 公司公告, 华创证券

在中国，2018 年 Arcalyst 被纳入 CDE 发布的《临床急需境外新药名单（第一批）》，用于治疗冷吡啉相关的周期性综合征。华东医药在 2022 年引入 Arcalyst 后于 2022 年 7 月向 CDE 递交了 CAPS 适应症的 Pre-BLA 申请，2023 年 1 月纳入优先审评，预计将于年内获批并迅速启动商业销售，同时后续还有望向 DIRA 和复发性心包炎两大适应症拓展。

### 3、肿瘤：差异化纵深布局

肿瘤是公司创新研发布局的核心战略领域之一，公司通过自主研发+外部合作+产品授权引进的方式在肿瘤领域形成了丰富的创新管线，拥有近十款全球创新药，药物类型涵盖小分子、ADC、单抗/多抗、CAR-T（代理）、中药（代理）。

图表 29 华东医药肿瘤领域创新产品管线

产品及靶点/作用机制	适应症	临床前	IND	I期临床	II期临床	III期临床	上市申请	国内进展		海外进展	
								合作伙伴	权益地区		
淫羊藿素	肝细胞癌						中国已上市	SHENGEN PHARMA GROUP	中国大陆27个省份独家市场推广权		
泽沃基奥仑赛注射液 BCMA	多发性骨髓瘤							CARSGEN THERAPEUTICS	中国大陆独家商业化权益		
迈华替尼 EGFR/HER2	非小细胞肺癌							自研			
ELAHERE FOLR1	卵巢癌/腹膜癌/输卵管癌						美国已上市	immur·gen	大中华区		
HDP-101 BCMA	多发性骨髓瘤							Heidelberg PHARMA	20 个亚洲国家和地区		
DR30303 CLDN18.2	实体瘤										
DR30318 CLDN18.2/CD3	前列腺癌							道尔生物 DORR BIOLOGICS			
DR30206 PD-L1/TGF-β/VEGF	实体瘤										
HDP-103 PSMA	前列腺癌							Heidelberg PHARMA	20 个亚洲国家和地区		
HDM2003 PD-L1/PD-L2/IL15RA	实体瘤							AKSO BIOPHARMACEUTICALS			
HDM2005	实体瘤/血液瘤							自研			

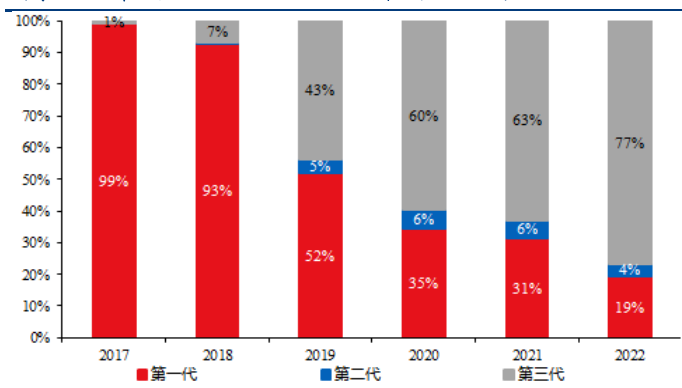
资料来源：药渡，公司公告，华创证券

### 1) 迈华替尼开启公司肿瘤创新药销售序幕

EGFR-TKI（表皮生长因子受体酪氨酸激酶抑制剂）是一线治疗晚期 EGFR 敏感突变、非小细胞肺癌（NSCLC）的常见药物。目前中国共有 8 款已上市的 EGFR-TKI 药物。根据中康数据，2022 年中国 EGFR-TKI 药物市场规模达到 98.5 亿元（+6%），自首个三代 EGFR-TKI 药物奥希替尼 2017 年上市后，三代 EGFR-TKI 市场份额不断提升，2022 年三代 EGFR-TKI 市场 75.8 亿元（占比 77%），一代和二代药物市场规模合计 22.7 亿元。

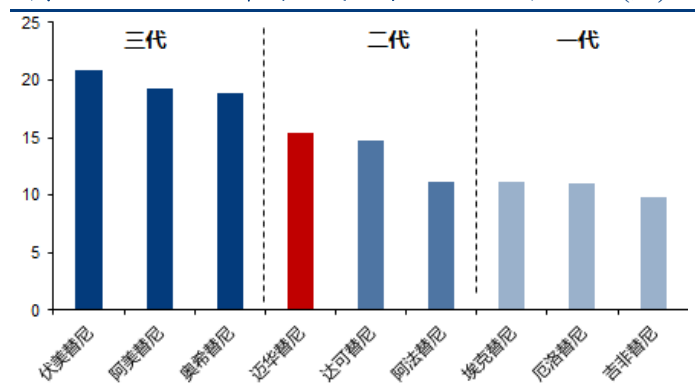
迈华替尼是公司自主研发的第二代 EGFR-TKI 药物，目前已完成 III 期临床受试者整体入组，公司预计 23Q2 获得 III 期研究 PFS 事件数后开展上市申报工作，有望于 2024 年在国内获批上市，成为公司在肿瘤领域首个上市的创新药。根据其 Ib/II 期临床数据来看，迈华替尼一线治疗晚期 EGFR 突变 NSCLC 中位 PFS 为 15.4 个月，ORR 和 DCR 分别为 84.9% 和 97.2%，mPFS 数据优于当前国内已上市的 5 款一、二代 EGFR-TKI。

图表 30 中国 EGFR-TKI 三代市场份额对比



资料来源：中康，华创证券

图表 31 各 EGFR 单抗一线治疗 NSCLC 的 mPFS(月)

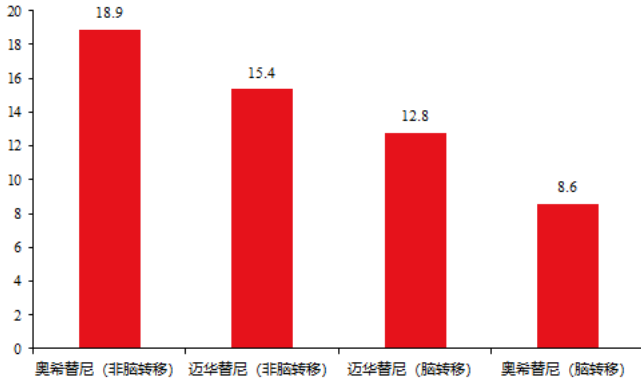


资料来源：Matteo Canale et al. The Role of TP53 Mutations in EGFR-Mutated Non-Small-Cell Lung Cancer: Clinical Significance and Implications for Therapy, 医药魔方，华创证券

同时在其临床研究中发现，在 29% 存在基线脑转移的患者中，迈华替尼的 ORR 达 87.1%，PFS 12.8 个月，OS 25.2 个月。此外，入组患者中 47.8% 的 EGFR 敏感突变患者

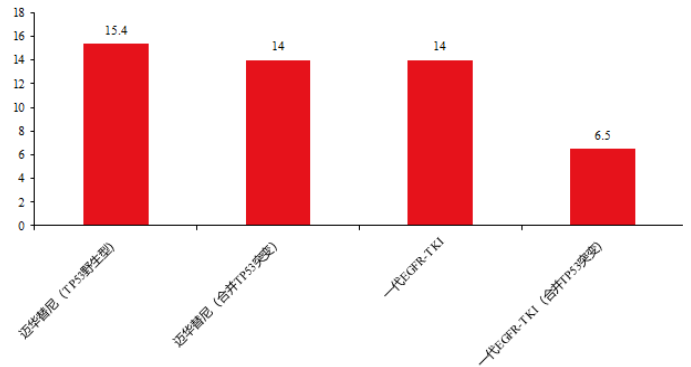
合并 TP53 突变，20.3% 的患者合并 EGFR 扩增，合并 TP53 突变或 EGFR 扩增的患者单纯使用常规靶向药物的 PFS 显著短于非合并突变患者，而合并 TP53 突变或 EGFR 扩增的患者与非合并突变患者接受迈华替尼治疗具有相当的 PFS（14.0 个月 vs 15.4 个月）。

图表 32 迈华替尼在脑转移患者中的 PFS（月）



资料来源: James C H Yang et al. Osimertinib in Patients With Epidermal Growth Factor Receptor Mutation-Positive Non-Small-Cell Lung Cancer and Leptomeningeal Metastases: The BLOOM Study, 华创证券

图表 33 迈华替尼在合并 TP53 突变患者中的 PFS(月)



资料来源: H Hou et al. Concurrent TP53 mutations predict poor outcomes of EGFR-TKI treatments in Chinese patients with advanced NSCLC, 华创证券

当前国内 EGFR-TKI 药物市场竞争较为激烈，一代吉非替尼、厄洛替尼和二代阿法替尼三款产品已经被集采；贝福替尼、瑞泽替尼、艾维替尼等多款三代产品报产；四代产品也陆续进入临床。尽管迈华替尼为二代产品，但基于其在脑转移患者、合并 TP53 突变和 EGFR 扩增患者中的显著疗效，我们认为迈华替尼依然能够构筑起差异化的竞争优势，取得一定的市场份额。根据测算，我们预计迈华替尼的销售峰值约为 5.4 亿元。

图表 34 迈华替尼销售峰值测算

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
中国新发肺癌患者人数 (万人)	81.60	84.21	86.91	89.69	92.56	95.52	98.58	101.73	104.99	108.34	111.81	115.39	119.08
NSCLC比例	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
NSCLC患者人数 (万人)	65.28	67.37	69.52	71.75	74.05	76.42	78.86	81.38	83.99	86.68	89.45	92.31	95.27
晚期占比	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
EGFR突变比率	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
Ex19del或L858R突变比率	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%
目标患者人数 (万人)	13.87	14.32	14.77	15.25	15.73	16.24	16.76	17.29	17.85	18.42	19.01	19.62	20.24
1L治疗率	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
用药患者人数 (万人)	12.48	12.88	13.30	13.72	14.16	14.61	15.08	15.56	16.06	16.58	17.11	17.65	18.22
迈华替尼市场份额	-	-	-	-	0.3%	2.0%	5.0%	7.0%	5.0%	4.0%	3.7%	3.4%	3.1%
迈华替尼用药患者 (万人)	-	-	-	-	0.04	0.29	0.75	1.09	0.80	0.66	0.63	0.60	0.56
PFS (月)	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
迈华替尼月费 (万元)	-	-	-	-	0.70	0.35	0.35	0.33	0.33	0.33	0.33	0.33	0.33
降价幅度	-	-	-	-	-	-50%	0%	-5%	0%	0%	0%	0%	0%
迈华替尼销售收入 (亿元)	-	-	-	-	0.45	1.53	3.96	5.43	4.01	3.31	3.16	2.99	2.82

资料来源: 健康界, 医药魔方, Matteo Canale et al. The Role of TP53 Mutations in EGFR-Mutated Non-Small-Cell Lung Cancer: Clinical Significance and Implications for Therapy, 华创证券测算

## 2) ADC 差异化布局, 全产业链覆盖

公司通过参股和产品引进快速形成了 ADC 全球研发生态圈，先后与美国 ImmunoGen、德国 Heidelberg 等多家企业合作，引进创新技术与产品。同时公司坚持源头创新，持续加大在 ADC 领域的差异化纵深布局，先后投资了抗体研发生产公司荃信生物、ADC 连接器与偶联技术公司诺灵生物，孵化了拥有 ADC 药物毒素原料全产品线的琿达生物，控股了多抗平台型研发公司道尔生物，形成公司独有的 ADC 全球研发生态圈，逐步打造差异化的 ADC 自主研发平台，根据公司 2022 年年报，公司计划通过自研与 BD 等多种方式，在三年内立项超 10 款 ADC 创新产品。

## ■ ELAHERE

2020年10月，公司与美国 ImmunoGen 签署协议，华东医药支付 4000 万美元首付款和最高可达 2.65 亿美元的里程碑付款以及约定比例的销售分成，获得 ImmunoGen 用于治疗铂耐药卵巢癌的 ADC 药物 Mirvetuximab Soravtansine（商品名：ELAHERE，研发代码 IMGN853、HDM2002）的大中华区独家临床开发及商业化权益。

ELAHERE 是 FDA 批准首个卵巢癌治疗的 ADC 药物，由 FR $\alpha$  结合抗体、可裂解的连接子和美登木素生物碱 DM4 组成，用于治疗叶酸受体  $\alpha$ （Folate receptor  $\alpha$ ，FR $\alpha$ ）阳性且既往接受过 1-3 线全身治疗方案的铂耐药卵巢上皮性癌、输卵管癌或原发腹膜癌的成年患者。同时 ELAHERE 还在拓展 FR $\alpha$  高表达的铂敏感卵巢癌患者以及探索联合贝伐珠单抗/卡铂等用药治疗方案。

图表 35 ELAHERE 适应症研发布局

适应症	研究项目	用药方案	试验类型	临床进展	已公布临床数据	
					ORR	mPFS
FR $\alpha$ 高表达铂耐药卵巢癌	SORAYA	单药	单臂关键性试验	2022年11月获得FDA加速批准上市	32.4%	4.3
FR $\alpha$ 高表达铂耐药卵巢癌	MIRASOL	单药	随机确定性试验	III期完成全部入组，预计23Q2公布顶线数据	-	-
FR $\alpha$ 高表达铂敏感卵巢癌	PICCOLO	单药	随机性试验	II期完成全部入组，预计23年公布ORR数据	64%	-
FR $\alpha$ 高表达铂敏感卵巢癌	GLORIOSA	ELAHERE+贝伐珠单抗	单臂试验	III期临床正在入组	52%	10.1
FR $\alpha$ 阳性铂敏感卵巢癌	420 STUDY	ELAHERE+卡铂	单臂试验	II期临床正在入组	89%	16.5

资料来源：ImmunoGen 公告，华创证券

在女性生殖系统肿瘤中，卵巢癌具有低生存率、高复发率的特点，80%的卵巢癌患者在化疗后都会复发，且最终经历多线化疗后演变为铂耐药<sup>2</sup>。铂耐药卵巢癌患者目前标准疗法为非铂类化疗单药治疗或联合贝伐珠单抗治疗。此外研究发现，卵巢癌中 FR $\alpha$  的表达比率达到 76-89%<sup>3</sup>，根据 ImmunoGen 发起的 FORWARD 研究，化疗对 FR $\alpha$  高表达的铂耐药卵巢癌患者的 ORR 为 10.0%，mPFS 仅有 3.3 个月，预后效果较差。

2022年11月14日，ELAHERE 治疗 FR $\alpha$  高表达铂耐药卵巢癌适应症获得 FDA 加速批准上市，成为全球首个靶向 FR $\alpha$  的 ADC 药物。在其关键性的 SORAYA 试验（单臂研究）中，入组 106 名铂耐药卵巢癌患者均为 FR $\alpha$  高表达、先前已接受过 1-3 线治疗方案且至少接受过一线含贝伐珠单抗治疗的铂耐药卵巢癌患者，SORAYA 研究的主要终点为经研究者评估的 ORR，关键次要终点为 DOR。临床数据显示，研究者评估的 ORR 为 31.7%（化疗为 ORR 10.0%），mDOR 为 6.9 个月，mPFS 为 4.3 个月（化疗 mPFS 为 3.3 个月），ELAHERE 临床获益明显。

<sup>2</sup> Matulonis, U. et al. Efficacy and Safety of Mirvetuximab Soravtansine in Patients With Platinum-Resistant Ovarian Cancer With High Folate Receptor Alpha Expression: Results From the SORAYA Study

<sup>3</sup> Scaranti, M. et al. Exploiting the folate receptor  $\alpha$  in oncology

**图表 36 FR $\alpha$  高表达铂耐药卵巢癌不同用药方案临床数据**

适应症	治疗药物	用药方案	临床数据				数据来源
			ORR	mDOR	mPFS	mOS	
FR $\alpha$ 高表达铂耐药卵巢癌	ELAHERE	单药	31.7%	6.9	4.3	13.8	SORAYA 研究
	化疗	单药	10.0%	-	3.3	12.0	FORWARD 研究
	ELAHERE+贝伐珠单抗	二联	52.0%	9.4	10.1	-	FORWARD 研究

资料来源: Matulonis, U. et al. Efficacy and Safety of Mirvetuximab Soravtansine in Patients With Platinum-Resistant Ovarian Cancer With High Folate Receptor Alpha Expression: Results From the SORAYA Study, ImmunoGen 公告, 华创证券

ELAHERE 目前正在开展另一项国际多中心、随机、对照 III 期研究 (MIRASOL 研究), MIRASOL 研究是一项旨在将 ELAHERE 的加速批准转为完全批准的确证性关键试验, 现已完成全部患者入组, 预计 23Q2 获得顶线数据。同时 ELAHERE 正在开展 FORWARD 研究, 探索 ELAHERE 联合贝伐珠单抗对于 FR $\alpha$  高表达铂耐药卵巢癌的治疗。根据其已公布数据显示, ELAHERE 联合贝伐珠单抗治疗 FR $\alpha$  高表达铂耐药卵巢癌的 ORR 为 52.0%, mPFS 达到 10.1 个月, 数据更加积极。

目前全球共有 5 款靶向 FR $\alpha$  的 ADC 药物进入临床或获批上市, ELAHERE 是唯一已上市产品。根据 ImmunoGen 公告, ELAHERE 仅 2022 年 12 月上市一个月就取得 240 万美元的销售收入, 放量十分迅速。

**图表 37 全球进入临床且靶向 FR $\alpha$  的 ADC 药物**

产品	公司	抗体	毒素	适应症	用药方案	全球最高研发进展	中国研发进展
ELAHERE	ImmunoGen / 华东医药	抗 FR $\alpha$ 单抗	美登木素生物碱 DM4	FR $\alpha$ 高表达铂耐药卵巢癌	单药	加速批准上市	III 期临床
				FR $\alpha$ 高表达铂敏感卵巢癌	单药	确定性临床	-
					ELAHERE+贝伐珠单抗	III 期临床	-
					单药	II 期临床	-
FR $\alpha$ 阳性铂敏感卵巢癌	ELAHERE+卡铂	II 期临床	-				
MORAb-202	BMS/卫材	farletuzumab	艾日布林	FR $\alpha$ 阳性实体瘤	单药	II 期临床	-
STRO-002	Sutro/天士力	抗 FR $\alpha$ 单抗	SC239	卵巢癌/子宫内膜癌	单药	I 期临床	-
				卵巢癌	STRO-002+贝伐珠单抗	I 期临床	-
PRO-1184	普方生物	-	依喜替康	晚期实体瘤	单药	I/II 期临床	I 期临床
BAT-8006	百奥泰	抗 FR $\alpha$ 单抗	拓扑异构酶 I 抑制剂	晚期实体瘤	单药	-	I 期临床

资料来源: 药渡, 公司公告, 华创证券

在中国, 2020 年华东医药引进 ELAHERE 后, 加入其国际 III 期多中心, 2022 年 8 月完成首例受试者入组, 预计公司将于 2023H2 向 NMPA 递交 BLA 申请并有望于 2024 年获批上市。此外, 普方生物的 PRO-1184 和百奥泰的 BAT-8006 尚处临床 I 期, ELAHERE 进度较为领先。考虑到中国广阔的市场前景和极佳的竞争格局, 我们测算, ELAHERE 的 FR $\alpha$  高表达铂耐药卵巢癌适应症在中国销售峰值有望达到 13.7 亿元。后续如果向卵巢癌前线治疗以及联合用药方向的拓展, ELAHERE 在中国的销售空间将会进一步提升。

图表 38 ELAHERE 中国销售收入测算

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
FR $\alpha$ 高表达铂耐药卵巢癌 (2-4L)					上市								
中国卵巢癌新发人数 (万人)	5.50	5.58	5.67	5.75	5.80	5.86	5.92	5.98	6.04	6.10	6.16	6.22	6.28
铂耐药比例	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%
铂耐药卵巢癌患者人数 (万人)	3.58	3.63	3.68	3.74	3.77	3.81	3.85	3.88	3.92	3.96	4.00	4.04	4.08
FR $\alpha$ 高表达比例	89%	89%	89%	89%	89%	89%	89%	89%	89%	89%	89%	89%	89%
FR $\alpha$ 高表达铂耐药卵巢癌患者人数 (万人)	3.18	3.23	3.28	3.33	3.36	3.39	3.42	3.46	3.49	3.53	3.56	3.60	3.63
ELAHERE 市场份额					1%	10%	30%	45%	40%	35%	30%	30%	30%
ELAHERE 用药人数 (万人)					0.03	0.34	1.03	1.56	1.40	1.23	1.07	1.08	1.09
mPFS (月)					5.6	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6
月费用 (万元)					2.50	1.75	1.75	1.58	1.58	1.58	1.58	1.58	1.58
费用变化						-30%	0%	-10%	0%	0%	0%	0%	0%
ELAHERE 销售收入 (亿元)					0.47	3.32	10.06	13.72	12.32	10.89	9.42	9.52	9.61

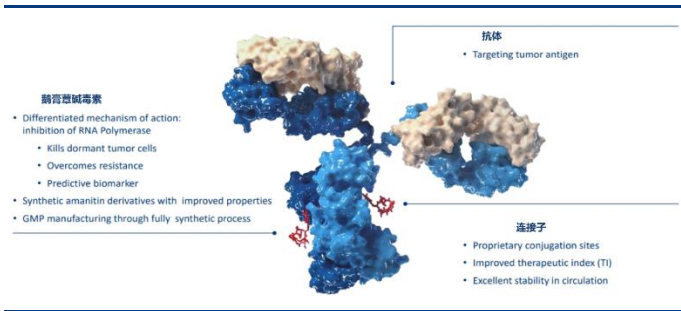
资料来源：弗若斯特沙利文，ImmunoGen 公告，药渡，国家医保局，华创证券测算

### ■ ATAC 平台

2022 年华东医药与德国 Heidelberg 签署战略合作协议，华东以 1.05 亿欧元的价格收购 Heidelberg Pharma 35% 的股权，成为 Heidelberg Pharma 的第二大股东。同时中美华东支付 2000 万美元首付款和最高不超过 4.5 亿美元的开发、注册及销售里程碑付款，以及从个数到低两位数的分级的净销售额提成费，获得 Heidelberg Pharma 两款在研产品 HDP-101、HDP-103 在中国大陆等 20 个亚洲国家和地区的独家许可。此外公司还获得了 Heidelberg Pharma 另外两款在研产品 HDP-102、HDP-104 的独家选择权。

Heidelberg Pharma 拥有 ATAC (Antibody Targeted Amanitin Conjugates, 抗体-鹅膏蕈碱偶联物) 技术平台，是全球首个成功将 Amanitin (鹅膏蕈碱) 开发用于癌症治疗的公司。鹅膏蕈碱是鹅膏毒素的一种，该毒素及其为核心制成的 ATAC 药物具有以下特点：1) 作用范围广：Amanitin 是目前全球已知唯一 RNA 聚合酶 II 抑制剂，不仅对快速分裂的肿瘤细胞具有杀伤作用，还可以杀伤处于静默期的肿瘤细胞；2) 安全性高：Amanitin 分子亲水性强可有效降低 ATAC 药物聚集、可迅速被肾脏清除、游离毒素的细胞毒性和肝毒性显著降低；3) 特异性强：对染色体 17p 缺失 (Del (17p)) 有效性更强。

图表 39 Heidelberg Pharma 独家的 ATAC 平台



资料来源：Heidelberg Pharma 公司公告

图表 40 Heidelberg Pharma 在研 ATAC 产品管线

Product	Target	Indication	Research	Preclinic	Phase	Partners	
					I	II	III
HDP-101	BCMA	Multiple myeloma (DLBCL/CLL)	██████████	██████████			Huadong (Asia)
HDP-102	CD37	Non-Hodgkin Lymphoma	██████████	██████████			Huadong (Asia, option)
HDP-103	PSMA	Prostate cancer	██████████	██████████			Huadong (Asia)
HDP-104	GCC	Gastro intestinal (e.g. CRC)	██████████	██████████			Huadong (Asia, option)
HDP-XX	n/a	Solid and hematological tumors	██████████	██████████			Proprietary

资料来源：Heidelberg Pharma 公司公告

华东引进的 HDP-101 和 HDP-103 分别为靶向 BCMA 和 PSMA 的 ATAC 药物。目前 HDP-101 正在开展用于治疗复发/难治多发性骨髓瘤的海外 I/IIa 期临床试验，并已于 2022 年 2 月完成首例受试者给药。HDP-103 是目前正在开展临床前研究，目标适应症为转移性去势抵抗性前列腺癌 (mCRPC)。

参股 Heidelberg 除了引进 HDP-101 和 HDP-103 两款 ADC 产品外，更为重要的是，公司能够将其自身深厚的 ADC 研发技术积淀与其 ATAC 技术平台进行有机融合，持续开发差异化的 ADC 创新药物。

**图表 41 全球靶向 BCMA 和 PSMA 的 ADC 药物研发格局**

靶点	产品	公司	适应症	全球最高研发进展	中国研发进展
BCMA	Belantamab mafodotin	GSK	多发性骨髓瘤	2020 年上市（2022 年撤市）	III 期
	HDP-101	Heidelberg/华东医药	多发性骨髓瘤	I/IIa 期	-
	MEDI2228	Medimmune Llc	多发性骨髓瘤	I 期	-
	Ispectamab debotansine	BMS	多发性骨髓瘤	I 期	-
	AMG-224	安进	多发性骨髓瘤	I 期	-
	JS-115	君实生物	多发性骨髓瘤	-	临床前
	SG-1116	杭州尚健	白血病	-	临床前
PSMA	ARX-517	Ambrx Inc	前列腺癌	I 期	-
	HDP-103	Heidelberg/华东医药	前列腺癌	临床前	-
	CB-108	Crescendo Biologics	-	临床前	-

资料来源：药渡，华创证券

### 3) 商业化代理快速形成销售

2022 年 1 月，公司获得了盛诺基治疗晚期肝细胞癌的中药创新药淫羊藿素软胶囊（商品名：阿可拉定）在中国 27 个省份的独家市场推广权，淫羊藿素已于 2022 年 5 月正式实现商业化销售。

2023 年 1 月，公司与科济药业签署合作协议，公司获得科济药业治疗复发/难治多发性骨髓瘤 CAR-T 候选产品泽沃基奥仑赛注射液（CT-053）于中国大陆的独家商业化权益，CT-053 上市申请已于 2022 年 10 月获得 NMPA 受理，有望于 2023 年获批上市。两款产品有望依托华东医药强大的商业化能力实现快速放量。

**图表 42 公司商业代理的肿瘤创新药产品**

产品	产品类型	适应症	合作方	合作时间	产品获批时间	合作权益
淫羊藿素软胶囊	中药	晚期肝细胞癌	盛诺基	2022 年 1 月	2022 年 1 月	华东获得其在中国大陆 27 个省份独家市场推广权
泽沃基奥仑赛注射液	CAR-T	复发/难治多发性骨髓瘤	科济药业	2023 年 1 月	预计 2023 年	华东获得其在中国大陆地区的独家商业化权益

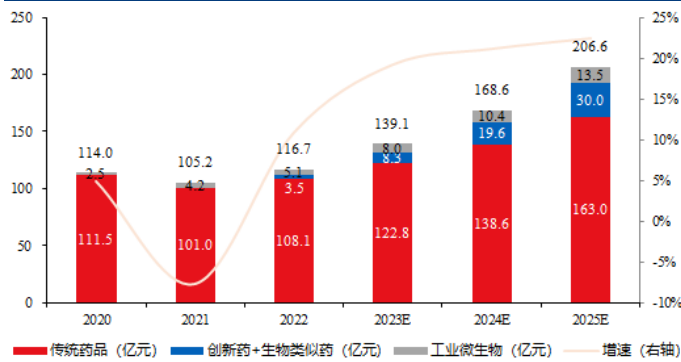
资料来源：公司公告，华创证券

### （三）公司医药工业有望迎来业绩兑现与估值提升的共振

在业绩方面，医药工业板块已在 2022 年重回增长，并且增长态势有望在 2023 年延续。自 2023 年起，公司的创新药和生物类似药在研产品陆续上市并贡献收入增量，新品的上市将进一步推动公司业绩加速增长。同时随着新品的快速放量，创新药和生物类似药在公司医药工业板块的收入占比将会持续提升。

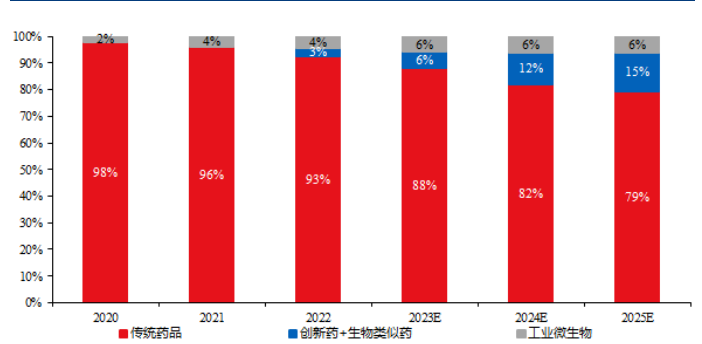
在估值方面，公司通过自主研发和外部合作引进的方式快速打造了内分泌、自免和肿瘤三大创新产品梯队。内分泌已形成了国内 GLP-1 的全面布局，口服小分子 HDM1002 正在准备中美双报，GLP-1 双靶点产品 HDM1005 具备成为全球 best in class 的潜力，三靶点 DR10624 正在新西兰开展 I 期临床；自免领域，公司引入 Provention Bio 治疗系统性红斑狼疮的双抗 PRV-3279，从 Kiniksa 引获得 Arcalyst、Mavrilimumab 两款自免产品；肿瘤领域，公司构建了全球 ADC 研发生态圈，参股德国 Heidelberg 整合 ATAC 技术平台，自主研发的 HDM2005 也正在临床前研究，公司规划 3 年内立项 10 款 ADC 产品。随着公司早期重磅产品关键性临床数据的读出，公司估值也存在进一步提升的空间。

图表 43 公司医药工业收入及预测



资料来源：公司公告，华创证券预测（注：创新药+生物类似药业务包含商业化代理确认到公司部分的收入）

图表 44 公司医药工业收入结构



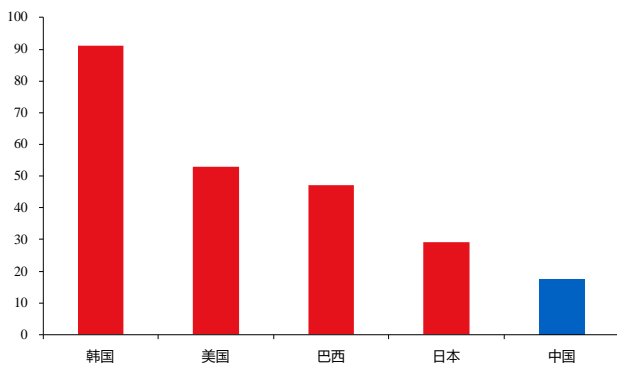
资料来源：公司公告，华创证券预测（注：创新药+生物类似药业务包含商业化代理确认到公司部分的收入）

### 三、医美：产品为王，全球布局

深耕医美赛道 10 余年，通过外延收购和高效整合华东医药成为国内少数拥有“再生针剂+玻尿酸+光电+体重管理”完整医美版图的公司。聚焦全球医美高端市场，公司依托英国、荷兰、法国、瑞士、西班牙和以色列六个全球化研发中心，以及 Sinclair 在荷兰、法国、美国、瑞士、保加利亚和以色列六个全球化生产基地，形成集研发、生产制造、市场营销于一体的国际化医美业务，搭建起全球化医美营销网络，目前产品销售已覆盖全球 80 多个国家和地区。

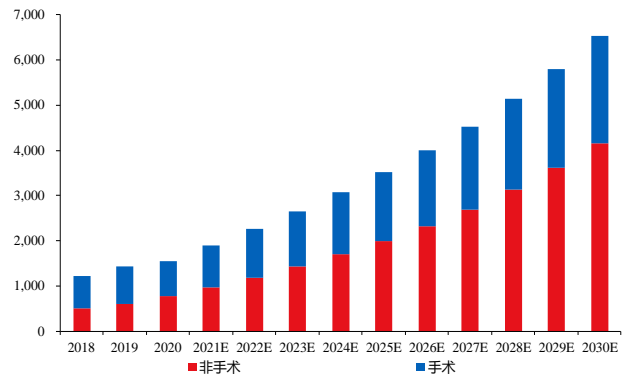
随着国内经济增长和消费升级，国内医美行业迅速崛起。根据 Frost&Sullivan 数据，2019 年我国大陆地区每千人接受医美治疗次数为 17 次，日本、巴西和美国分别为 29 次、47 次和 53 次，而韩国则为 91 次，我国医美渗透率与发达国家存在较大差距，潜在市场广阔。国内足够的市场规模，加上医美产品的日益丰富与技术进步的驱动，将持续满足更多求美人群的需求。据 Frost&Sullivan 预测，预计 2030 年中国医疗美容市场规模将超过 6500 亿元。

图表 45 主要国家每千人医疗美容治疗次数（2019 年）



资料来源：弗若斯特沙利文，转引自爱美客港股招股书，华创证券

图表 46 中国医疗美容市场规模（亿元）



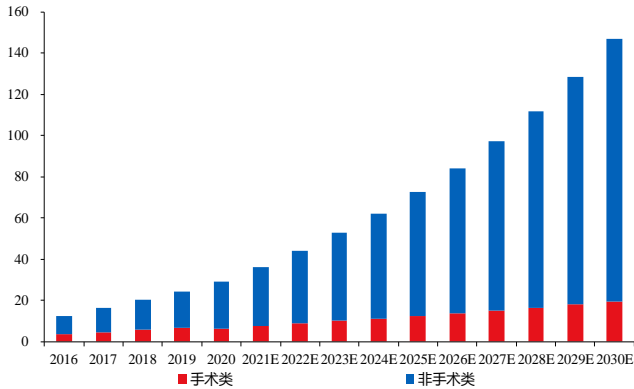
资料来源：弗若斯特沙利文，转引自爱美客港股招股书，华创证券

非手术类医美市场在产品效果和复购习惯的驱动下快速发展。与手术类项目相比，非手术类轻医美项目具有高频低价、风险较小、恢复期短等特点，更加受到消费者的青睐。据 Frost&Sullivan，2030 年医疗美容治疗中非手术和手术治疗次数有望分别达到 1.28 和 0.2 亿次，21-30 年间 CAGR 18%和 11%。据《2022 年新氧医美行业白皮书》，新氧平台



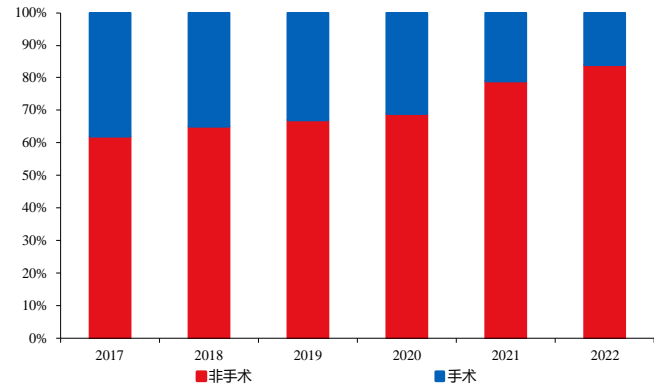
线上交易订单中非手术类项目占比快速提升，2022年非手术类订单占比达到84%。

图表 47 中国医美治疗次数（百万次）



资料来源：弗若斯特沙利文，转引自爱美客港股招股书，华创证券

图表 48 新氧平台线上交易订单量占比



资料来源：新氧《2022年新氧医美行业白皮书》，华创证券

### （一）打造高端、差异化的注射产品矩阵

华东医药宁波公司自 2013 年开始独家代理国内首个韩国玻尿酸产品“伊婉”，强势进军潜力巨大的医美市场。随着国内玻尿酸市场的产品矩阵完善、市场教育充分，定位精准的差异化产品与布局广泛的稳定渠道成为生产厂商更重要的竞争优势。过去几年公司积极引进导入期的再生针剂、中高端玻尿酸针剂以及水光针、动能素等升级创新品种，同时借助公司过往在医药工业销售基因为医美业务有效赋能。

图表 49 公司外延布局注射类产品

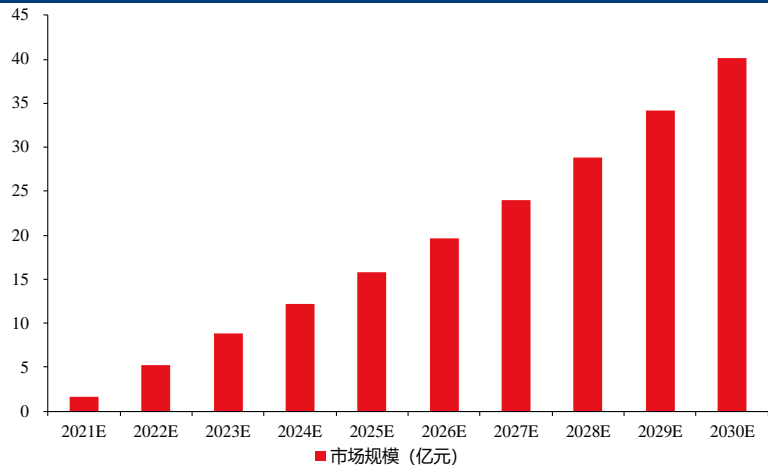
时间	公司名称	与公司关系	核心业务	销售区域
2018 年 11 月	Sinclair	公司现金要约方式收购 100% 股权	Silhouette 埋线系列、Ellans é 注射用长效微球等	产品销售已覆盖全球 80 多个国家和地区
2020 年 10 月	瑞士 Kyleane 公司	Sinclair 公司持有 Kyleane 公司 20% 股权	MaiLi 系列，含利多卡因成分的新型玻尿酸	2020Q1 获得 MaiLi 系列高端玻尿酸产品的全球独家许可
2021 年 9 月	比利时 KiOmed	产品独家许可协议	1 款皮肤动能素（skin booster）产品和 3 款填充剂产品	除美国以外的全球其他区域

资料来源：公司公告，华创证券

### 1、Ellans éS，再生时代领跑者

再生针剂主要成分为 PLLA（Poly-L-Lactic-Acid 聚左旋乳酸）或 PCL（Polycaprolactone 聚己内酯），均为人工合成的高分子材料，可刺激胶原蛋白再生以实现填充效果。相比普通胶原蛋白，再生针剂具有较好的自然度、长效性和安全性，比一般玻尿酸有更高的定价，主打高端市场。据 Frost&Sullivan 预测，2030 年国内仅基于聚左旋乳酸的皮肤填充剂以出厂价口径计的市场规模将超过 40 亿元，2025-2030 年的年复合增长率达 20.4%。

图表 50 中国基于聚左旋乳酸的皮肤填充剂市场规模（单位：亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文、转引自爱美客港股招股书，华创证券 \*以出厂价计

自 2021 年国内批准首个再生针剂以来，目前仅有三款产品正式上市，当前还处在蓝海市场。公司再生针剂产品 Ellans éS（俗称“少女针”）主要由 30% PCL 和 70% CMC 组成，具有“填充+修复”双重功效。少女针注射到皮下组织后先通过 CMC 进行快速填充，PCL 微球会重启人面部皮下的胶原新生，重塑胶原支架，产生自然、安全、持久的效果，因此少女针也被认为是“玻尿酸+童颜针”的结合体。据海外对 Ellans é®使用后大量数据统计显示，其中肿胀/结节等不良反应发生率为 0.02%-0.03%，产品安全可靠。

图表 51 三种再生材料的对比

产品	少女针	濡白天使	艾维岚
公司	华东医药	爱美客	圣博玛
获批时间	2021 年 4 月	2021 年 6 月	2021 年 4 月
主要成分	约 30% 聚己内酯 (PCL) 微球+约 70% 羧甲基纤维素 (CMC) 凝胶载体	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	聚左旋乳酸(PLLA)微球、甘露醇和羧甲基纤维素钠组成的冻干粉
适应症	用于皮下层植入，以纠正中到重度鼻唇沟皱纹	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	适用于注射到真皮深层，以纠正中重度鼻唇沟皱纹
必要操作	储存在预装注射器中	储存在预装注射器中	给药前，需要在生理盐水中溶解
效果	即时填充+胶原再生	即时填充+胶原再生	胶原再生
覆盖医院数量 (家)	500+ (截至 2022 年底)	600 家医美机构 (截至 2022 年底)	N.A
培训医生数量 (名)	1100+ (截至 2022 年底)	700+ (截至 2022 年底)	
销售团队 (人)	近 200 人 (截至 2021 年末)	335 (截至 2022 年底)	
终端单价 (元)	18800 元/1ml	11000-12800 元/0.75ml	18800 元/1ml

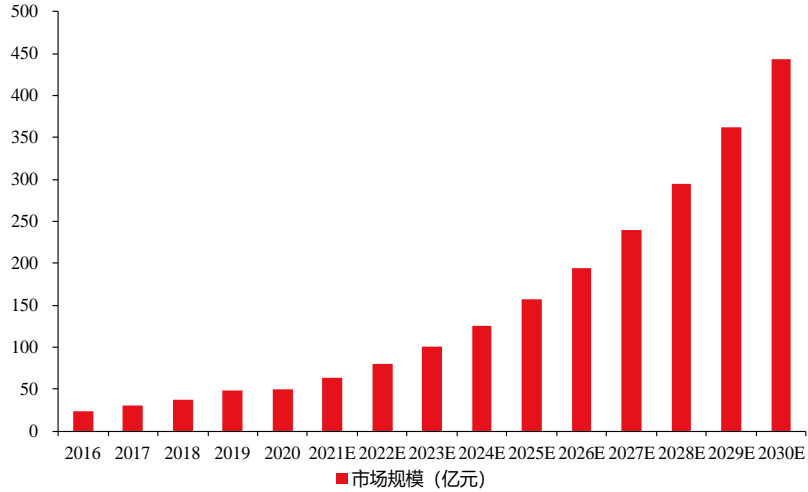
资料来源：新氧 APP，NMPA，华创证券

Ellans éS 于 2009 年即获得了 CE、FDA 认证，海外使用已经 10 余年，产品有效性和安全性得到了广泛验证，消费者端也形成了一定认知。2021 年 8 月，伊妍仕在国内正式上市后，市场营销方面相比其他新推出产品更加顺畅，产品快速放量。少女针而且持续领跑国内医美再生填充领域高端市场，并已经成为公司国内医美板块收入贡献主要来源。2022 年，子公司欣可丽美学即实现营业收入 6.26 亿元，并实现较好盈利。

## 2、玻尿酸产品聚焦中高端市场

作为获批时间最早、应用最成熟、性价比高的产品，玻尿酸在国内医美注射类市场中依然占据主流地位。根据 Frost&Sullivan 预测，中国玻尿酸市场规模将于 2023 年超过 100 亿元，在医美注射类治疗服务不断发展及玻尿酸产品类型迭代的推动下，预计 2030 年国内玻尿酸市场规模达到 443 亿元，23-30 年玻尿酸的市场规模 CAGR 24%。

图表 52 中国玻尿酸市场规模（单位：亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文、转引自爱美客港股招股书，华创证券 \*出厂价口径

国内玻尿酸市场产品矩阵已经较为完善。进口品牌如乔雅登和瑞蓝主打高端市场，国产品牌的优势在于性价比显著，当前主要占据中低端市场，未来或会面临激烈的同质化竞争。华东医药采取定位高端的高举高打策略，通过收购抢滩中高端玻尿酸市场，形成中高端产品矩阵。

图表 53 国内市场主流的玻尿酸产品

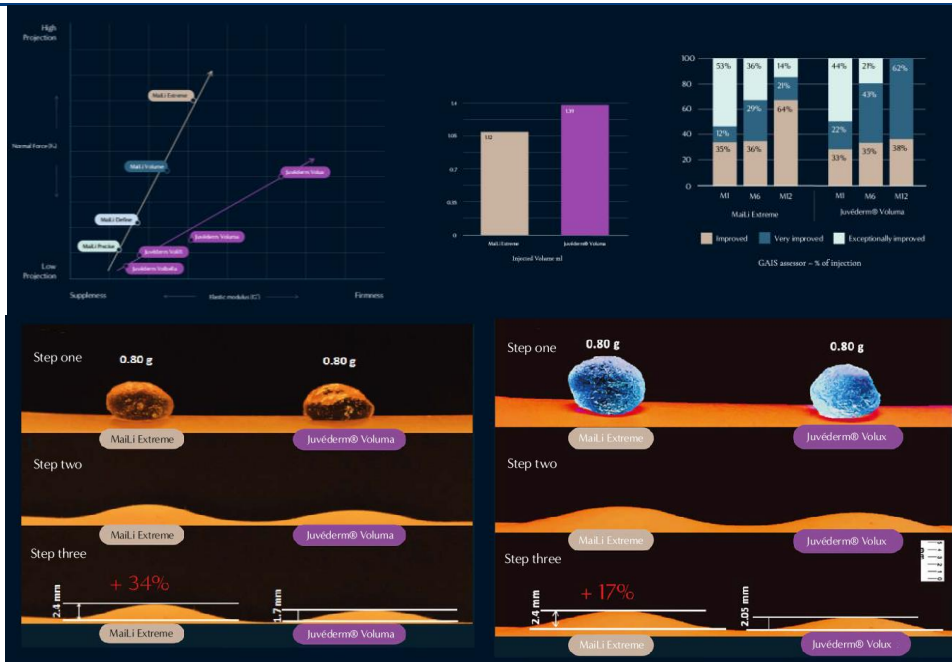
商品名	注册人名称	生产国或地区	使用时长	恢复时间	作用周期	终端价格
乔雅登极致	艾尔建 Allergan	法国	10-20min	5-7 天	1-2 年	5000-7000 元/0.8mL
乔雅登雅致	艾尔建 Allergan	法国	10-20min	5-7 天	1 年	2800-3800 元/0.8mL
铂金瑞蓝	Q-Med AB	瑞典	10-20min	5-7 天	8-12 个月	1800-2500 元/1mL
法思丽	科妍生物科技股份有限公司	中国台湾	10-20min	5-7 天	12-18 个月	700-1000 元/1mL
润百颜黑金	华熙生物科技股份有限公司	中国	10-20min	5-7 天	9 个月	400-700 元/1mL
伊婉 C	LG 化学	韩国	5-10min	5-7 天	6-9 个月	400-1000 元/1mL
海薇	北京蒙博润生物科技有限公司	中国	10-20min	5-7 天	9 个月	400-700 元/1mL
爱芙莱	爱美客技术发展股份有限公司	中国	10-30min	3-5 天	6 个月	400-1500 元/1mL
欣菲聆	杭州协合医疗用品有限公司	中国	10-20min	5-7 天	6 个月	200-500 元/1mL

资料来源：新氧 APP，华创证券

公司 MaiLi 系列定位高端玻尿酸市场，是目前全球维持效果时间最长的玻尿酸产品之一。MaiLi 玻尿酸产品于 2020 年 6 月获得欧盟 CE 认证，2021H1 于欧洲上市。MaiLi 系列产品力强劲，其主要优势体现在：1) 内含利多卡因，可以减轻玻尿酸注射过程的疼痛感；2) 使用了 OxiFree 专利制造技术减少了产品中的交联剂用量，透明质酸改性程度低，提供持久卓越的填充效果。据 MaiLi 官网披露，MaiLi 系列产品在回弹力、注射体积以及充盈效果上都明显优于乔雅登。2023 年 1 月 4 日，公司的新型高端含利多卡因注射用

透明质酸钠填充剂 MaiLi Extreme 已顺利完成中国临床试验全部受试者入组，开始随访。

图表 54 MaiLi 与乔雅登系列产品性能对比



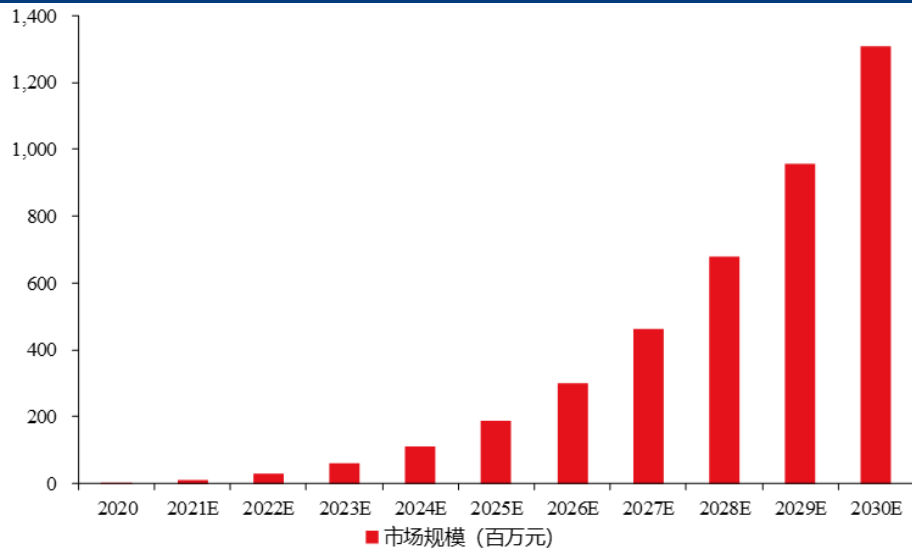
资料来源: MaiLi 官网, 华创证券

公司 Perfectha 系列作为新一代双相玻尿酸填充剂，定位中高端玻尿酸，目前是 Sinclair 公司核心单品之一。Perfectha 系列的产品优势体现在：1）几乎无 BDDE（1,4-丁二醇二缩水甘油醚，交联剂）残留，临床使用时限超过 12 年，不良事件发生率极低；2）兼具高弹性和缓慢的酶降解能力，填充效果持久；3）易于注射，具有优异的流动特性。Perfectha 系列在原基础上添加了利多卡因成分，有效提升注射体验感，于 2021 年 5 月获得欧盟 CE 认证。截至 2022 年报，Perfectha 正在准备国内注册相关工作。

### 3、埋线

面部埋植线是可植入皮肤的可吸收蛋白线，利用其提拉、固定作用来使下垂的软组织复位，达到改善皮肤松弛状态的目的。埋植线产品通常采用的材料包括 PDO 类聚合物（包括 PPDO）及聚乳酸，面部埋植线在中国被归为第三类医疗器械。面部提拉微创手术可以帮助求美者解决面部下垂问题，手术期短、见效快、性价比高。目前国内的面部埋植线产品市场处于起步阶段，据 Frost&Sullivan 预测，中国的埋线市场规模（出厂价）在 2030 年将达到 13.07 亿元，2025-2030 年复合增长率为 47.5%。

图表 55 中国面部埋植线市场规模（单位：百万元）



资料来源：弗若斯特沙利文、转引自爱美客港股招股书，华创证券 \*出厂价口径

与其他面部埋线产品相比，公司的 Silhouette 是一种革命性的 3D 锥形悬挂缝合线，采用 PLLA+PLGA 材料可立即产生面部提升效果，并刺激胶原蛋白再生，具有更持久的提升效果。截至 2022 年报，用于中面部提拉的 Silhouette Instalift 系列产品的国内临床试验已完成部分受试者入组，各时间节点随访正在进展中。

图表 56 NMPA 获批的埋线材料（截至 2023/04）

	产地	材料	作用周期	恢复时间	适用项目
恒生 PPDO 线	国产	聚对二氧环己酮 (PPDO)	1-2 年左右	1 个月左右	埋线隆鼻、埋线提升
美国 QUILL 快翎线	美国	聚酯、聚对二氧环己酮	1-2 年左右	5-7 天	埋线隆鼻、埋线提升
TIGHTLY 紧恋	国产	聚对二氧环己酮 (PPDO)	6-8 个月左右	3-5 天	埋线隆鼻、埋线提升
美拉酷 KJ 可吸收缝线	韩国	聚对二氧环己酮 (PPDO)	1-2 年左右	1 个月左右	埋线隆鼻、埋线提升
网润线/meshfill	韩国	聚对二氧环己酮 (PPDO)	12 个月左右	5-7 天左右	埋线隆鼻、埋线提升
爱拉丝提提拉线/LINE	韩国	聚对二氧环己酮 (PPDO)	12 个月左右	5-7 天左右	埋线隆鼻、埋线提升
爱拉丝提私密线/PM sling	韩国	聚丙烯	5 年左右	1 周	手术紧缩阴道、埋线隆鼻、埋线提升
强生鱼骨线	美国	聚对二氧环己酮 (PPDO)	1-1.5 年左右	1-3 天	埋线隆鼻、埋线提升

资料来源：新氧 APP，华创证券

#### 4、其他

此外，公司还积极布局了水光针、动能素等产品。2021 年 9 月，Sinclair 与比利时 KiOmed 的交易主要涉及 4 款在研 KiOmedine 壳聚糖医美产品，包括 1 款皮肤动能素产品和 3 款填充剂产品。其中，皮肤动能素产品预计将于今年获得欧盟 CE 认证，3 款填充剂产品预计将于 2024 年之后陆续获得欧盟 CE 认证。公司持续推进全球化医美战略，进一步丰富医美填充类产品管线，积极向上游生物新材料领域拓展，形成高端差异化布局。

#### (二) 入局光电，能量源医美器械种类全布局

光电类医美项目具有无创便捷、客单价低、消费者初次尝试心理门槛低等显著优势。据

《2022年新氧医美行业白皮书》，2022年光电设备在轻医美市场中占比达53%，是求美者最受欢迎的项目。从机构终端看，医美机构通常在1-1.5年对医美设备进行更新换代，更换周期相对较短，并且设备更新换代较快，医美设备生产厂商迎来了发展机遇。据新氧数据研究院《2021中国医美抗衰消费趋势报告》，预计2025年光电类医美消费市场规模将达到508亿元。与注射类布局思路类似，公司借助收购和参股的形式切入医美光电设备领域，布局皮肤管理、身体塑形、脱毛和多功能能量源设备等全品类医美器械。

图表 57 公司外延布局能量源设备

时间	公司名称	与公司关系	核心业务	销售区域
2019年4月	美国 R2 Dermatology	联营企业	医美领域冷冻祛斑和美白相关医疗器械	获得 R2 相关冷冻美白医疗器械产品在中国大陆、日本、韩国等 34 个亚洲国家或地区的独家分销权
2021年2月	西班牙 High Tech	100% 股权	主要产品包括冷冻溶脂及激光脱毛等系列产品	通过直接经营（西班牙、英国等）和分销伙伴在全球数十个国家和地区开展业务
2022年2月	美国 Viora	100% 股权	Viora 具备采用激光、强脉冲光、射频、高压喷射和微晶磨皮等技术的先进产品组合	全球 60 多个国家/地区开展销售业务

资料来源：公司公告，华创证券

### 1、皮肤管理

皮肤管理是轻医美领域的重点细分项目之一。通常皮肤管理分为基础管理、清洁管理、焕肤管理、美白管理、祛痘管理、逆龄管理和敏感管理等 8 大类项目，几大类项目分别结合医学治疗和生活美容护理，通过手法、仪器、产品三者结合的方式进行连续治疗和管理，达到改善皮肤疾患、维持皮肤青春活力的状态。目前国内医疗美容机构使用的光电器械主要以德国、以色列和美国等发达国家进口设备为主，国产光电设备还处在发展初期。公司通过外延收购医美能量源设备公司，扩大公司在全球的市场渠道布局，同时各类医美能量源设备也有望陆续在国内注册上市销售。

图表 58 国内获批的祛斑色素相关光电医美仪器

产品名称	厂家	使用时长	恢复时间	作用周期	适用范围
Q Max 点阵祛斑王	德国 Fotona 欧洲之星激光	20-30min	5-7 天	3-5 年	色素性治疗激光
德国 MCL31 铒激光	德国 Asclepion 公司	5-10min	5-7 天	3-5 年	祛除皱纹、表皮痣、汗管瘤等
Sinon 调 Q 宝石激光治疗系统	以色列 Alma (飞顿) 激光	10-30min	1 个月	1-2 年	治疗良性色素性病变
新威锋准分子光	武汉奇致激光	5-10min	0-1 天	1-2 年	针对白癜风、银屑病和各类皮炎治疗
美国巅峰 XTRAC 准分子激光	巅峰皮肤科技有限公司	5-10min	0-1 天	1-2 年	用于白癜风、银屑病和过敏性皮炎治疗
赛诺秀 C6 雪肤仪	美国 Cynosure 赛诺秀公司	30min	1 个月	1-2 年	改善各种色素性病变
德国大 Q	德国 HLS 公司	20-30min	5-7 天	9 个月	专注色素治疗
飞顿 II 号	以色列 Alma (飞顿) 激光	30min	1 个月	6 个月	综合了嫩肤、脱毛、血管、色素及妊娠纹等美容应用
奇致调 Q Nd:YAG 激光	武汉奇致激光	5-10min	5-7 天	3-6 个月	色素激光治疗项目
Revlite SI 色素纹身治疗工作站	美国 Cynosure 赛诺秀	20-30min	0-1 天	3-6 个月	色素纹身治疗激光
科英 Q 开关 Nd:YAG	科英激光股份公司	5-10min	1-3 天	1-3 个月	去除色素
Vbeam Perfecta	Candela Corporation	10-20min	5-7 天	1-3 个月	治疗色素性病变

资料来源：新氧 App，华创证券

公司持续推动医美能量源设备在国内的上市。公司冷冻祛斑仪器 Glacial Rx (F1) 由美国子公司 R2 公司自主研发，该产品能够在无皮肤损伤和持续炎症反应的情况下提亮肤色，减少黑素沉淀，具有祛除皮肤的良性色素病变和低温缓解疼痛、肿胀、炎症和血肿的功效。截至 2022 年底，Glacial Rx (F1) 在亚太地区已陆续获得韩国、新加坡的上市许可，国内注册检测正在有序开展中。

2022 年公司引进冷触美容仪的生活美容版本酷雪 Glacial Spa (F0)。该产品利用冰息技术能够有效抑制并瓦解黑色素，同时舒缓敏感、紧致轮廓、提升面部线条，达到抑黑修红、全方位焕亮肌肤的功效。2022 年 3 月，酷雪 Glacial Spa 正式在中国市场上市。截至 2022 年底，酷雪已与国内超过 40 家美业机构开展商业化合作，2023 年公司将进一步加快市场覆盖的步伐。

**图表 59 酷雪 Glacial Spa 功效**



资料来源：酷雪 glacial spa 官网，华创证券

**2、紧肤塑形**

据《中国居民营养与慢性病状况报告（2020 年）》，2020 年 18 岁及以上的人口肥胖率达到 16.4%，且居民的超重、肥胖率持续上升，居民超重肥胖问题亟待解决。通常而言，运动、饮食和医美等方式是纤体瘦身的重要方式，其中利用光电医美设备减肥安全性高、恢复期短、疗程轻松，相对容易被求美者接受。目前国内溶脂瘦身相关的设备主要以进口品牌为主。

**图表 60 国内获批的溶脂瘦身相关光电医美仪器**

产品名称	厂家	使用时长	恢复时间	作用周期	能量源
Liposonix 热立塑	美国 Solta Medical	1-1.5h	5-7 天	10 年	超声波
UltraShape 优立塑	以色列赛诺龙-凯黛乐 (Syneron-Candela) 公司	30min-1h	1-3 天	10 年	聚焦超声
酷塑冷冻减脂	美国医疗技术公司 ZELTIQ Aesthetics Inc	1-1.5h	5-7 天	10 年	激光
黄金微雕	深圳半岛医疗	30min-1h	1-3 个月	3-5 年	射频
优丽肤 UNIFORM	以色列 Alma (飞顿) 激光	30min-1h	1 个月左右	2-3 年	射频
以色列魔塑刀 Reaction	以色列 Viora	30min-1h	0-1 天	6 个月-2 年	射频
Vanquish ME 隔空溶脂	英国医学美容仪器权威 BTL Aesthetics	30min-1h	1-3 天	9 个月	射频
VelaShape 超凡薇拉电波微溶脂仪	以色列赛诺龙-凯黛乐 (Syneron-Candela)	20-30min	1-3 天	6 个月左右	射频
欧洲之星火凤凰	德国 Fotona 欧洲之星激光公司	30min-1h	1-3 天	3-6 个月	NA

Venus Freeze 磁雕精灵	以色列 VenusConcept 公司	20-30min	1-3 天	3-6 个月	NA
维纳斯 REFIT		30min 左右	0-1 天	3-6 个月	射频
美修斯 Emsculpt	英国医学美容仪器权威 BTL Aesthetics	30min 左右	2-5 天	1-3 个月	电磁波

资料来源：新氧 App，华创证券

公司在身体塑形业务方面有较全面的产品布局。1) 子公司 High Tech 凭借多年的专业化研发及市场开发，冷冻溶脂系列品牌的用户认可度较高。Medical insight 行业报告显示，2019 年其冷冻溶脂产品在 EMEA 地区塑形和紧肤设备市场占有率排名第二。High Tech 自被公司收购后，其冷冻溶脂、激光和射频类产品业务持续保持高速增长。2) 子公司 Viora 公司的核心产品 Reaction 主要用于身体及面部塑形、皮肤紧致。Reaction 采用多频射频 CORE 技术，具有三个不同的射频频率通道（0.8MHz、1.7MHz 和 2.45MHz）和额外的第四个多通道模式，结合了所有三个射频频率，主要优点包括卓越的治疗控制、精确的靶向、更广泛的皮肤和皮下效应以及更高的能量吸收，实现了更好的临床效果。公司于 23Q2 起在国内销售推广该产品。

#### 四、工业微生物：布局新蓝海，开拓工业第二增长曲线

华东医药在工业微生物领域深耕 40 余年，拥有深厚的产业基础和产业转化能力，核心品种百令胶囊、阿卡波糖、环孢素、他克莫司、吗替麦考酚酯等均为工业微生物产品。公司工业微生物研发能力覆盖菌种构建、代谢调控、分离纯化、酶催化、合成修饰等微生物工程技术各个阶段，微生物发酵产品规模和技术水平均处于业内领先水平。

2020 年公司设立琿达生物，成立工业微生物事业部，依托原有微生物发酵深厚的产业基础在工业微生物领域快速进行布局。

2021 年：1) 公司与安琪酵母合资成立了美琪健康，定位公司微生物大健康产业化平台，推进微生物大健康产品研发、生产和销售；2) 收购华昌高科，聚焦于核苷系列产品、微生物来源半合成抗寄生虫药物及其他药物的产业化。

2022 年：1) 公司设立琿益生物，打造合成生物学技术平台；2) 收购华仁科技，加速核苷版块发展，进一步提升公司工业微生物核苷业务的市场竞争力。

2023 年：公司收购南农动药，快速抢滩宠物动保和水产动保细分赛道，重点发力两大蓝海市场。

图表 61 公司在工业微生物领域的布局

时间	子公司	定位	设立方式	业务领域	备注
2020 年 01 月	琿达生物	创新研发平台	自设	抗生素、ADC 原料以及 CDMO 业务	-
2021 年 11 月	美琪健康	大健康业务运营平台	合资成立	个护和医美等大健康领域	预计 2023H2 开始贡献收入
2021 年 12 月	美华高科	产业化平台	收购	核苷产品	预计 2023 年开始贡献收入
2022 年 05 月	琿益生物	合成生物学技术平台	自设	合成生物学研发	-
2022 年 08 月	华仁科技	核苷产业化平台	收购	小核酸药物和核酸诊断试剂用核苷原料	
2023 年 04 月	南农动药	动保业务平台	收购	宠物动保和水产动保产品	收购完成后纳入中美华东合并报表

资料来源：公司公告，华创证券



通过三年时间的布局，公司工业微生物现已形成中美华东、瑛达生物、瑛益生物三大微生物研发平台，杭州祥符桥、钱塘新区、江苏九阳、美琪健康、美华高科、芜湖华仁六大产业基地的格局版图，业务发展包括创新药物（核酸&ADC 药物）原料、医药原料药&中间体、大健康&医美原料、宠物动保和特色生物材料五大方向。

根据公司公告，2022 年公司工业微生物事业部收入 5.1 亿元（+22%），主要业务来源包括高端原料药 CMO 及 CDMO、核苷类产品等。2022 年，公司已完成了美华高科一期的技改工作，二期项目也在积极规划，公司在核苷领域的产能将不断提升。2023 年美琪健康也有望正式投产并贡献收入，拓展工业微生物的业务范围。

图表 62 公司工业微生物板块收入及预测



资料来源：公司公告，华创证券预测

## 五、盈利预测与投资评级

### （一）公司估值

#### 1、医药工业

医药工业板块具体来看，主要业务可分为传统药品、创新药+生物类似药、工业微生物三大部分，对于传统药品和工业微生物两部分选择可比公司估值，创新药+生物类似药部分进行 DCF 估值。

#### ■ 传统药品

根据测算，我们预计 2023 年公司传统药品收入合计为 122.8 亿元，同比增长 14%。按照 20%的利润率计算，公司传统药品 2023 年利润为 24.6 亿元。可比公司选择人福医药、恩华药业和京新药业三家公司，给予公司传统药品部分 2023 年 21 倍 PE，对应估值为 512 亿元。

图表 63 传统药品可比公司估值

证券代码	公司名称	总市值 (亿元)	PE		
			2023E	2024E	2025E
600079.SH	人福医药	443.77	20	17	14
002262.SZ	恩华药业	288.17	26	21	17

002020.SZ	京新药业	131.48	16	14	12
平均 PE			21	17	14

资料来源：Wind，华创证券（注：1、估值为Wind一致预期；2、股价以2023/05/05收盘价为准）

### ■ 创新药+生物类似药

2023年3月利拉鲁肽糖尿病适应症获批，减肥适应症也有望于年内获批，Arcalyst也有望于2023年内上市（但公司当前申报适应症为冷吡啉相关周期综合征，国内患者池仅千人，后续DIRA和复发性心包炎适应症尚未披露申报规划，暂不给估值）；2024年公司迈华替尼、乌司奴单抗生物类似药和卵巢癌ADC产品ELAHERE预计会上市。参照DCF估值测算，我们预计上述产品合计估值为121亿元。

### ■ 工业微生物

假定公司2023年工业微生物板块实现57%的增长，对应收入8亿元，净利率按照20%计算，2023年公司工业微生物板块净利润1.6亿元。可比公司选择华恒生物、博瑞医药和奥锐特三家公司，给予公司2023年35倍PE，对应工业微生物板块估值为56亿元。

图表 64 工业微生物可比公司估值

证券代码	公司名称	总市值（亿元）	PE		
			2023E	2024E	2025E
688639.SH	华恒生物	166.07	37	26	19
688166.SH	博瑞医药	96.83	33	27	22
605116.SH	奥锐特	102.44	35	27	21
平均 PE			35	27	21

资料来源：Wind，华创证券（注：1、估值为Wind一致预期；2、股价以2023/05/05收盘价为准）

## 2、医美业务

假设公司2023年医美板块实现56%的增长，对应收入30亿元，净利率15%，则实现净利润4.5亿元。可比公司选择爱美客，给予公司2023年60倍PE，对应医美板块估值270亿元。

图表 65 医美板块可比公司估值

证券代码	公司名称	总市值（亿元）	PE		
			2023E	2024E	2025E
300896.SZ	爱美客	1129.83	59	42	31

资料来源：Wind，华创证券（注：1、估值为Wind一致预期；2、股价以2023/05/05收盘价为准）

## 3、医药商业

假定公司2023年医药商业板块实现收入270亿元（+5%），净利润为4.2亿元。可比公司选择九州通、国药股份、上海医药三家公司，给予公司2023年13倍PE，对应医药

商业板块估值为 54 亿元。

图表 66 医药商业可比公司估值

证券代码	公司名称	总市值 (亿元)	PE		
			2023E	2024E	2025E
600998.SH	九州通	304.69	12	10	8
600511.SH	国药股份	315.38	14	13	12
601607.SH	上海医药	851.39	13	12	11
平均 PE			13	11	10

资料来源：Wind，华创证券（注：1、估值为 Wind 一致预期；2、股价以 2023/05/05 收盘价为准）

综合来看，2023 年公司医药工业板块估值为 689 亿元，其中传统药品估值 512 亿元，创新药和生物类似药估值 121 亿元，工业微生物估值 56 亿元；公司医美业务板块估值为 270 亿元；医药商业板块估值 54 亿元。因此，公司 2023 年合理市值为 1014 亿元。

## （二）盈利预测

我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 30.2、36.8 和 45.6 亿元，同比增长 20.9%、21.7%和 23.9%。当前股价对应 PE 为 24、20 和 16 倍。根据分部估值计算，公司 2023 年医药工业对应估值 689 亿元（传统药品 512 亿元+创新药和生物类似药 121 亿元+工业微生物 56 亿元），医美业务对应估值 270 亿元，医药商业对应估值 54 亿元，2023 年公司合理估值为 1014 亿元，对应股价 58 元。维持“推荐”评级。

## 六、风险提示

- 1、创新药和医美产品研发进度不及预期；
- 2、药品集采和医保控费力度加大；
- 3、内分泌、自免和肿瘤药品市场竞争格局恶化。

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,996	8,276	11,612	15,723
应收票据	8	2	3	5
应收账款	7,199	7,731	8,800	10,010
预付账款	500	400	427	488
存货	4,495	4,822	5,249	5,648
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	1,369	1,205	1,397	1,567
流动资产合计	17,568	22,436	27,488	33,441
其他长期投资	14	14	14	14
长期股权投资	1,659	300	300	300
固定资产	3,982	4,221	4,533	4,909
在建工程	873	873	873	873
无形资产	2,280	2,415	2,603	2,840
其他非流动资产	4,817	4,822	4,826	4,829
非流动资产合计	13,624	12,645	13,149	13,766
<b>资产合计</b>	<b>31,192</b>	<b>35,081</b>	<b>40,637</b>	<b>47,208</b>
短期借款	948	1,148	1,348	1,548
应付票据	1,029	827	925	1,055
应付账款	4,873	4,778	5,267	5,717
预收款项	1	1	1	2
合同负债	146	164	184	209
其他应付款	2,275	2,275	2,275	2,275
一年内到期的非流动负债	148	148	148	148
其他流动负债	732	888	1,063	1,284
流动负债合计	10,153	10,229	11,212	12,238
长期借款	1,051	2,344	3,838	5,538
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	811	811	811	812
非流动负债合计	1,863	3,155	4,650	6,350
<b>负债合计</b>	<b>12,016</b>	<b>13,384</b>	<b>15,861</b>	<b>18,587</b>
归属母公司所有者权益	18,578	21,091	24,155	27,962
少数股东权益	599	606	621	658
<b>所有者权益合计</b>	<b>19,176</b>	<b>21,697</b>	<b>24,775</b>	<b>28,620</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>31,192</b>	<b>35,081</b>	<b>40,637</b>	<b>47,208</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,382</b>	<b>3,221</b>	<b>3,729</b>	<b>4,597</b>
现金收益	3,240	3,821	4,529	5,473
存货影响	-521	-326	-427	-399
经营性应收影响	-998	-422	-1,093	-1,269
经营性应付影响	1,725	-298	588	580
其他影响	-1,065	447	131	213
<b>投资活动现金流</b>	<b>-2,436</b>	<b>292</b>	<b>-1,240</b>	<b>-1,411</b>
资本支出	-871	-1,066	-1,234	-1,403
股权投资	-674	1,359	0	0
其他长期资产变化	-890	-1	-7	-8
<b>融资活动现金流</b>	<b>-100</b>	<b>766</b>	<b>847</b>	<b>925</b>
借款增加	526	1,492	1,695	1,900
股利及利息支付	-579	-719	-851	-1,029
股东融资	175	175	175	175
其他影响	-221	-181	-171	-121

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>37,715</b>	<b>42,300</b>	<b>47,444</b>	<b>53,733</b>
营业成本	25,682	27,992	30,270	32,904
税金及附加	208	225	255	287
销售费用	6,335	7,191	8,421	9,941
管理费用	1,249	1,497	1,779	2,096
研发费用	1,016	1,489	1,945	2,654
财务费用	78	67	68	66
信用减值损失	-69	-69	-69	-69
资产减值损失	-4	-4	-4	-4
公允价值变动收益	28	28	10	0
投资收益	-142	-142	-142	-142
其他收益	93	50	0	0
<b>营业利润</b>	<b>3,061</b>	<b>3,711</b>	<b>4,511</b>	<b>5,580</b>
营业外收入	8	8	8	8
营业外支出	38	38	38	38
<b>利润总额</b>	<b>3,031</b>	<b>3,680</b>	<b>4,480</b>	<b>5,549</b>
所得税	498	618	753	932
<b>净利润</b>	<b>2,533</b>	<b>3,062</b>	<b>3,728</b>	<b>4,617</b>
少数股东损益	33	40	49	61
<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,499</b>	<b>3,022</b>	<b>3,679</b>	<b>4,556</b>
NOPLAT	2,598	3,118	3,784	4,672
EPS(摊薄)	1.42	1.72	2.10	2.60

**主要财务比率**

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	9.1%	12.2%	12.2%	13.3%
EBIT 增长率	9.1%	20.5%	21.4%	23.5%
归母净利润增长率	8.6%	20.9%	21.7%	23.9%
<b>获利能力</b>				
毛利率	31.9%	33.8%	36.2%	38.8%
净利率	6.7%	7.2%	7.9%	8.6%
ROE	13.5%	14.3%	15.2%	16.3%
ROIC	20.0%	18.0%	17.7%	17.9%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	38.5%	38.2%	39.0%	39.4%
债务权益比	15.4%	20.5%	24.8%	28.1%
流动比率	1.7	2.2	2.5	2.7
速动比率	1.3	1.7	2.0	2.3
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.2	1.2	1.2	1.1
应收账款周转天数	65	64	63	63
应付账款周转天数	61	62	60	60
存货周转天数	59	60	60	60
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.42	1.72	2.10	2.60
每股经营现金流	1.36	1.84	2.13	2.62
每股净资产	10.59	12.02	13.77	15.94
<b>估值比率</b>				
P/E	29	24	20	16
P/B	4	3	3	3
EV/EBITDA	20	17	14	12

## 医药组团介绍

### 组长、首席研究员：郑辰

复旦大学金融学硕士。曾任职于中海基金、长江证券。2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名。

### 联席首席研究员：刘浩

南京大学化学学士、中科院有机化学博士，曾任职于海通证券、长江证券。2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名团队成员。

### 高级研究员：李婵娟

上海交通大学会计学硕士。曾任职于长江证券。2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名团队成员。

### 高级分析师：黄致君

北京大学硕士，2020 年加入华创证券研究所。

### 研究员：王宏雨

西安交通大学管理学学士，复旦大学金融硕士。2023 年加入华创证券研究所。

### 研究员：万梦蝶

华中科技大学工学学士，中南财经政法大学金融硕士，医药金融复合背景。2021 年加入华创证券研究所。

### 研究员：张艺君

清华大学生物科学学士，清华大学免疫学博士。2022 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：朱珂琛

中南财经政法大学金融硕士。2022 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：胡怡维

美国哥伦比亚大学硕士。2022 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	资深销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	邵婧	高级销售经理	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522