

证券研究报告 | 其他生物制品 | 2024年03月29日

零售美护团队·公司深度报告

科笛-B(02487) 商业化为帆，创新作桨，迈向领先泛皮肤学平台型企业

分析师

王泽华

登记编号：S1220523060002

谷寒婷

登记编号：S1220524030001

商业模式：科笛为一家专注于皮肤学的研发型生物制药公司，全面覆盖毛发、皮肤、减脂、表麻四大领域，公司以商业化平台为圆心构筑环状管理结构，以客户需求为指引，以创新为核心驱动，通过自研技术平台构筑剂型技术壁垒；打造线上+线下全渠道布局策略，直面C端需求，构建独有To-B+To-C闭环生态。

拆分公司管线剖析驱动：

(1) 毛发：①**米诺地尔**为最成熟的脱发治疗药物，远期空间有望超百亿，公司当前矩阵布局对标同业最为完善，大单品小白管为欧洲第一品牌，清爽低敏解决使用感痛点，势能有望进一步强化，自有品牌青丝几何上线米诺地尔喷雾处方药定位低敏；此外公司有望24年上市OTC米诺地尔喷剂，未来米诺地尔泡沫剂也有望落地，有望构筑最全米诺地尔矩阵之一；②**公司合作非那雄胺**为全球唯一获批的外用药物，具备强功效基础上解决口服痛点，预计25年国内有望获批上市，将成为下一接力重磅管线；③**公司建立自有品牌“青丝几何”**，二硫化硒洗剂等已显著起量，有望驱动第二曲线快速迭代。

(2) 皮肤：①**妆品：**合作高奢护肤品牌欧玛，定位高收入女性群体，与创始人形象绑定，具备良好品牌基因，合作第一个大促的销售体量超毛发，在进一步资源投入和精细化运营下有望迎来持续放量，与毛发业务形成良好协同；②**皮肤药物：**公司全面布局皮肤病领域，其中公司获批米诺环素泡沫剂为全球唯一获批的外用米诺环素，用泡沫配方打破痤疮治疗局限，适应症扩大至9岁或以上人士，覆盖青少年高发人群，预计24Q4国内获批上市；③**其他：**减脂药物及局麻产品布局有陆续落地。

核心投资逻辑：快速成长的泛皮肤病治疗及护理市场新锐，以商业化为导向以创新为核心驱动。①商业化先行突破系公司22年合作法国Bailleul米诺地尔喷雾剂商业化起量显著，考虑处增长初期仍具超预期可能；②2023年合作高端功效品牌欧玛及自有毛发品牌二硫化硒双11已显著起量，有望驱动第二曲线快速迭代；③未来将从大单品法国小白管单一驱动快速转向多矩阵迭代，24-26年将为重磅管线米诺环素泡沫剂、外用非那雄胺、局麻类产品落地的重要节点。④未来公司全面的管线布局和深厚的研发储备将驱动公司迈向领先泛皮肤学平台型企业。

盈利预测：公司短期商业化驱动强势高增叠加长期研发端高壁垒领先，存在多维度超预期可能性。预计2024-2026年收入约2.83/5.9/10.02亿元，维持“推荐”评级。

风险提示：单一产品收入占比过高的风险；行业竞争加剧的风险；线上商业化进展不及预期的风险；管线研发进程不及预期的风险。

公司盈利预测表

单位/百万	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	139	283	590	1002
(+/-) (%)	1080.53	103.41	108.48	69.76
净利润	-1964	-509	-398	-100
(+/-) (%)	-253.30	74.06	21.82	74.85
EPS	-9.60	-1.67	-1.31	-0.33
ROE (%)	-145.57	-41.09	-32.08	-8.78
P/E	-1.07	-4.40	-5.63	-22.37
P/B	2.31	1.81	1.80	1.96

一、科笛生物：商业化&创新双轮驱动的泛皮肤病治疗及护理市场新锐

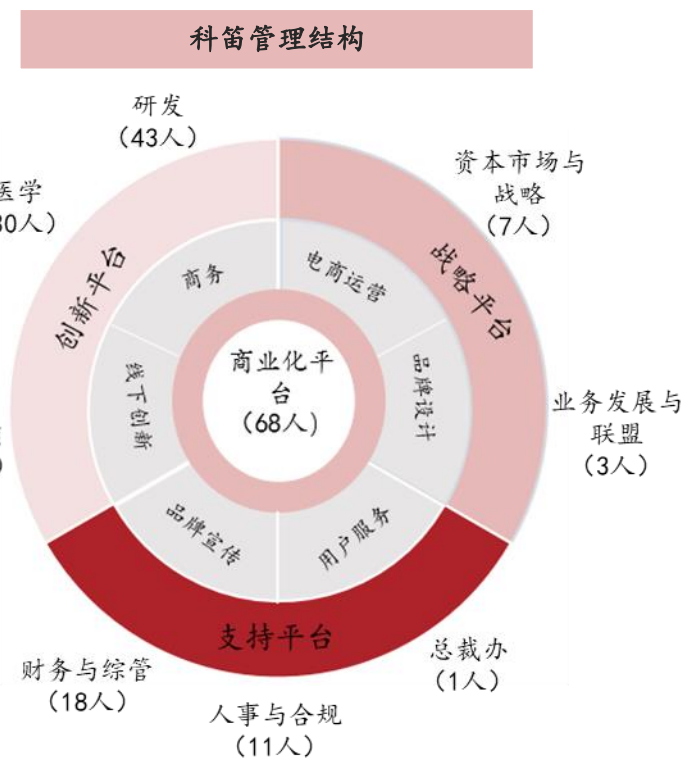
1.1 商业模式：聚焦泛皮肤病治疗及护理市场，商业化为中心，创新力为核心驱动

聚焦泛皮肤病治疗及护理市场，全面覆盖毛发、皮肤、减脂、表麻四大领域，提供一站式解决方案。科笛为一家专注于皮肤学的研发型生物制药公司，目前已全面覆盖毛发疾病及护理、皮肤疾病及护理、局部脂肪堆积管理、表皮麻醉等四大领域，为消费者提供泛皮肤病一站式解决方案。

公司以商业化平台为圆心构筑环状管理结构，以客户需求为指引，以创新为核心驱动。公司调整管理架构为环状，将商业化平台作为中心及核心驱动，搭配创新、战略、支持平台，将从客户需求出发，通过差异化创新产品管线构筑强势壁垒。

公司增长路径：2022年1月法国小白管先行放量，2023年首发自有品牌青丝几何，迎来商业化先行放量，2024-2025年预计多款产品获批上市，为管线落地节点。

公司管线增长路径一览								
	产品	有效成分及描述	发展情况					
			2022年	2023年	2024年	2025年	2025年后	
毛发疾病及护理	CUP-MNDE	米诺地尔喷雾剂（跨境OTC）（Bailleul）	2022年1月独家分销，获批内地商业化					
		米诺地尔喷雾剂（大贸处方药）（青丝几何）	2023年实现商业化					
		米诺地尔喷雾剂（大贸OTC）（青丝几何）	预计2024年获批					
	生发精华、其他毛发及护理产品	二硫化硒洗剂等矩阵护理产品（青丝几何）	2023年6月全球首发自有品牌青丝几何					
	CU-40103	外用米诺地尔泡沫剂	上市					
	CU-40102	外用非那雄胺喷雾剂	预计2025年上市					
	CU-40104	外用度他雄胺药剂	上市					
	CU-40101	外用小分子甲状腺激素受体激动剂搽剂	上市					
	皮肤疾病及护理	CU-10201	外用4%米诺环素泡沫剂	预计2024年H2上市				
		CU-10401	外用本维莫德乳膏剂	上市				
CU-10101		外用新型小分子药剂	上市					
其他	CU-30101	局部外用利多卡因丁卡因乳膏剂	上市					
	CU-20401	重组突变胶原酶	上市					
功效护肤品	欧玛	高端高功效护肤品	2023年与高端功效护肤品牌欧玛合作					



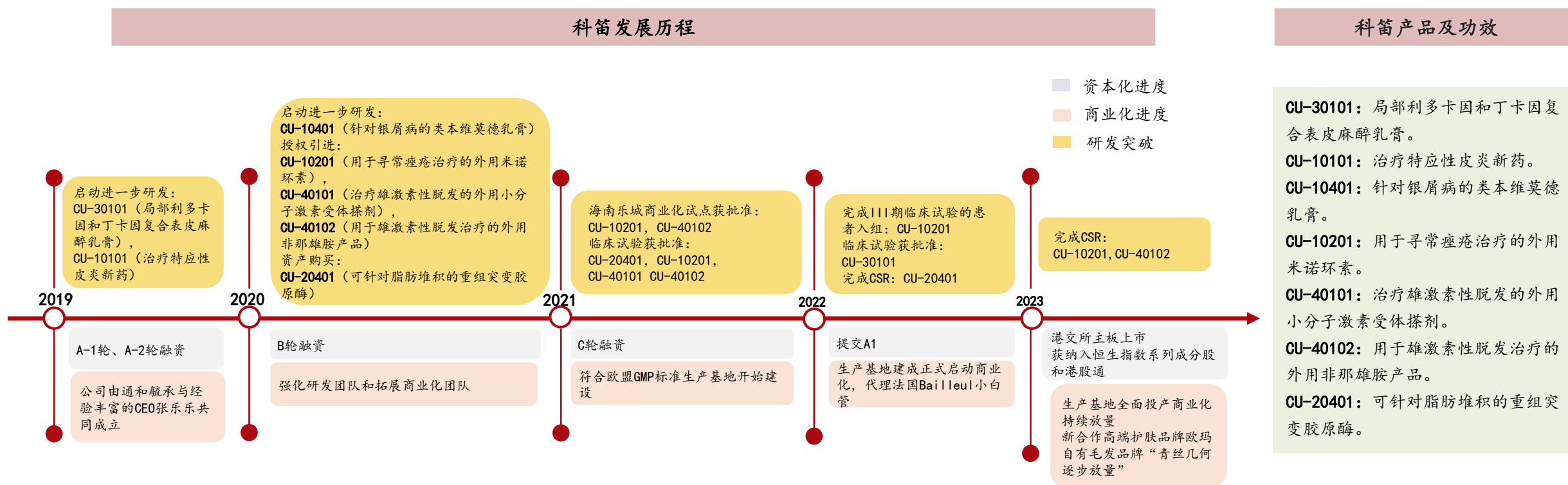
1.2 发展历程：快速成长的泛皮肤病治疗及护理市场新锐

商业化、资本化及研发端多维度均取得多维度进展：

商业化拓展为先：2022年合作法国Bailleul小白管成功起量迈开商业化第一步，2023新合作高端护肤品牌欧玛及自有品牌青丝几何单品起量构筑新增长曲线。

研发端储备深厚亟待落地：当前研发端管线储备深厚，覆盖毛发、皮肤、减脂、局麻等多领域，多款重磅管线米诺环素、非那雄胺、利多卡因丁卡因乳膏有望于2024-2025年获批。

资本化拓展顺利：公司于2023年于港交所上市，上市三个月被获纳入港股通，并于今年3月4日被获纳入恒生指数系列成分股、3月15日被获纳入富时指数。

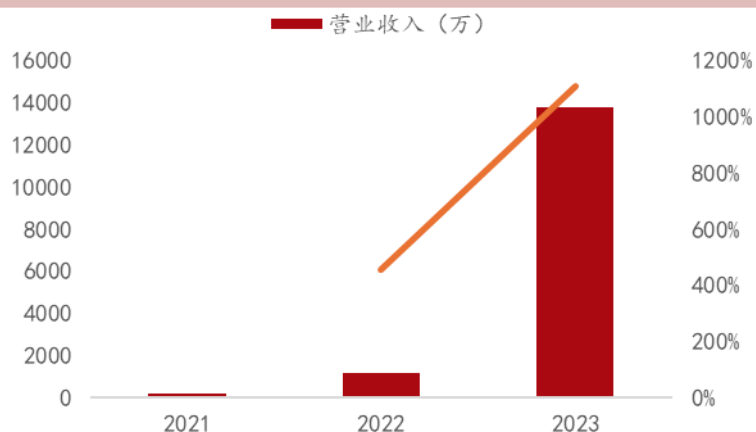


1.3 财务数据：营收处初始起量阶段，当前仍处于投入期

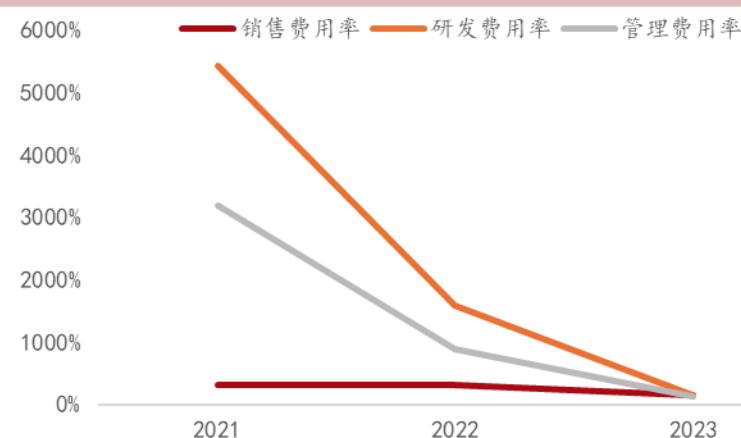
收入：23年收入1.38亿元，yoy+1,111%，两年CAGR为722%，低基数高增。

盈利：毛利率由2022年的69.84%降至23年的51.6%，主系电商平台折扣促销活动增加所致。当前仍处于投入期，23年净亏损19.64亿，其中14.54亿元是由于可转换可赎回优先股公允价值亏损所致，23年经调整净亏损3.29亿元。

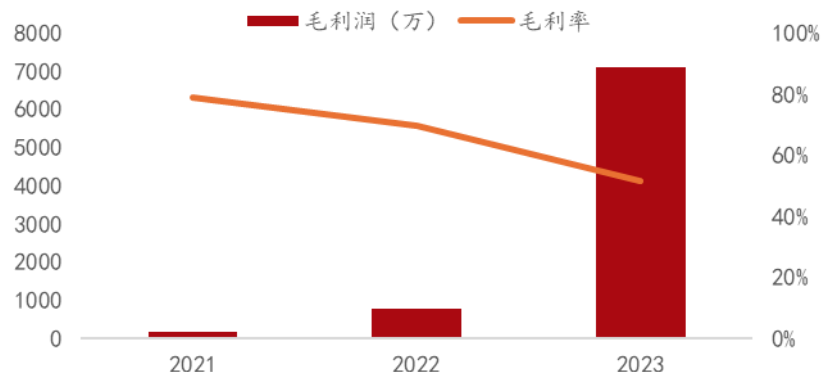
科笛营业收入及yoy



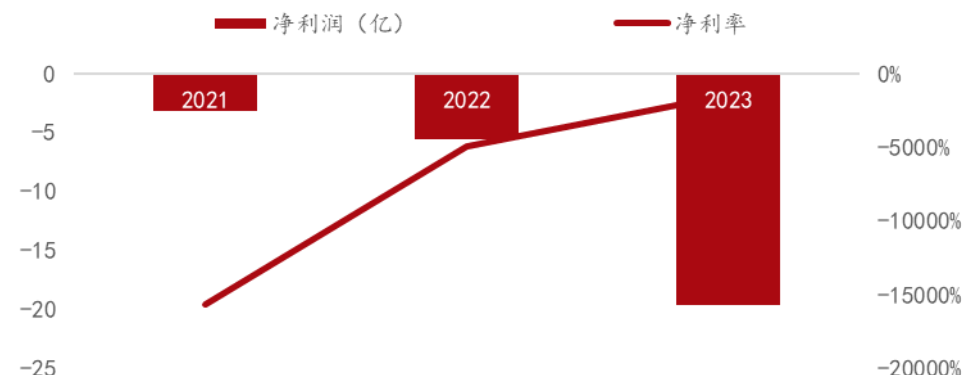
科笛费用率



科笛毛利及毛利率



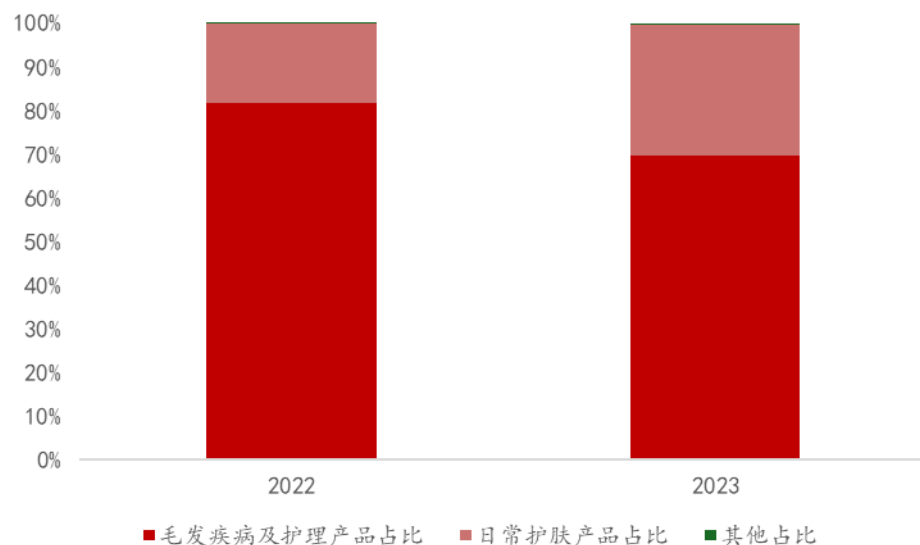
科笛净利润及净利率



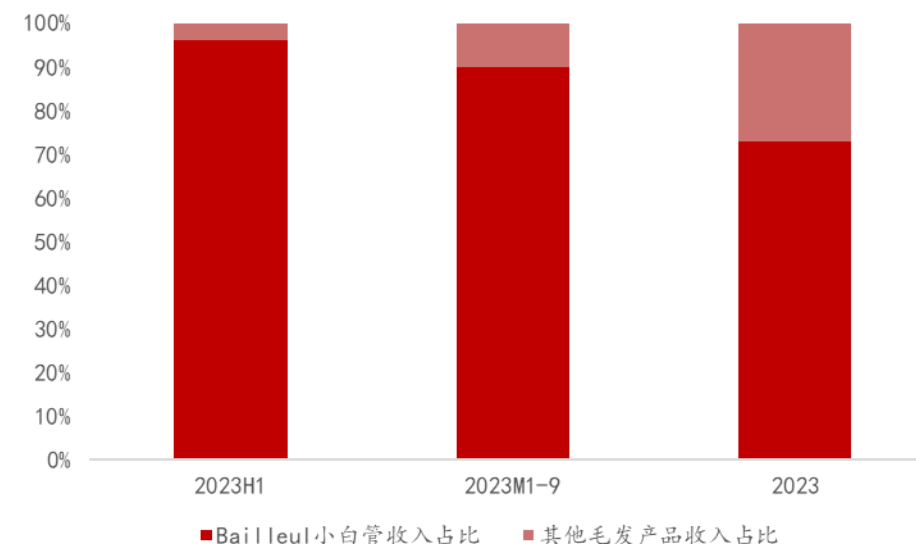
1.4 收入拆分：Bailleul小白管商业化起量显著，毛发/护肤第二曲线逐步接力

小白管驱动毛发高增，二硫化硒等新品起量，护肤高效整合放量超预期。公司2023年毛发疾病及护理产品占比达70%，主系核心大单品Bailleul米诺地尔喷雾剂快速放量，23年收入近7000万元，占毛发管线总收入的73%；此外以二硫化硒等为代表的毛发管线第二增长曲线快速启动，除Bailleul法国小白管之外的毛发产品占毛发管线由23年H1的4%迅速提升至23年末的27%。护肤管线欧玛PHYTO自9月合作以来整合效率超预期，全年收入4100万+，占比提升12%至30%。

科笛业务收入结构拆分



科笛毛发业务收入结构走势



1.5 管理团队：全球视野的管理团队为公司搭建坚实的研发壁垒

经验丰富、具有全球视野的管理团队领导，携手搭建研发壁垒。朱琦先生担任首席医学官，拥有超过20年的跨国医药行业经验，曾参与多个产品的战略评估和临床试验，先后效力于强生、罗氏、渤健、艾伯维等领先企业；药政部高级副总裁张春娜女士在研发医药领域积累了超过15年经验，拥有10年跨国制药公司注册主管经验；研发部高级副总裁雷磊博士担任上海强生制药首席科学家，拥有丰富的头皮疾病创新药物研发经验，推动了公司在毛发健康市场的布局。雷磊博士还领导着由41名研发人员组成的团队，人均拥有7年以上的研发经验，他们在皮肤学、外用药品、经皮给药制剂、新型分子和组合物合成等领域提供了支持。这支经验丰富、具备全球视野的团队为公司的泛皮肤健康管理战略提供了技术支持。

全球视野及本土化经验的资深管理团队履历表

姓名	职务	履历
张乐乐	创始人、执行董事兼首席执行官	曾担任上海诺华贸易有限公司的业务发展副经理、卫材（中国）药业有限公司的战略联盟负责人以及参天制药（中国）有限公司的战略项目部负责人。
黄雨青	执行董事及首席财务官	曾担任富瑞金融集团香港有限公司大中华区医药研究首席分析师、开拓药业有限公司(9939)的首席财务官及首席商务官。
朱琦	首席医学官	20多年跨国公司医药背景，在医药（包括非处方药）、医疗器械、保健食品等方面具有丰富经验，参与或负责多个产品的战略评估和临床试验，涵盖包括皮肤病学在内的多个治疗领域，曾就职于罗氏、渤健、艾伯维、美纳里尼等行业领先制药公司。
雷磊	研发部高级副总裁	曾担任上海强生制药有限公司的前首席科学家，在医疗/医药产品开发方面拥有十年经验，发表国际学术论文20余篇，带领上海市新药扶持基金项目。
张春娜	药政部高级副总裁	曾担任跨国制药公司注册主管10余年，在研发医药行业拥有逾15年经验。
徐静欣	生产及质量控制部高级副总裁	在辉瑞、百济神州及阿斯利康等跨国制药公司及国内领先公司的质量保证范畴拥有逾20年经验。
邱佳儒	财务及综合管理部高级副总裁	曾在佳通轮胎（中国）投资有限公司担任高级系统总监及在卡瓦盛邦（上海）牙科医疗器械有限公司担任报告专家

1.6 营销策略：打造线上+线下全渠道布局策略，构建独有To-B+To-C闭环生态

线上：①**专职营销团队制定综合线上营销活动策略，提高品牌知名度。**公司设立具有深刻市场洞察力专职营销团队，专注于在天猫、抖音、知乎及小红书等各类电子商务平台及社交媒体平台开展营销活动，制定针对性的线上市场营销策略；通过在头部媒体增加曝光率而提高品牌知名度、产品推荐、在新兴媒体平台发布信息流广告、向电子商务平台引流来展示及销售产品、直播促销及经验分享等。②**与关键意见领袖合作，直击线上平台不专业痛点。**线上平台推广提升品牌露出，与学术带头人或与学术带头人合作的MCN合作，通过线上直播环节、社交媒体平台发声等多方式提供专业化解决方案的同时实现品牌露出，深化品牌、公司的专业化地位与形象。

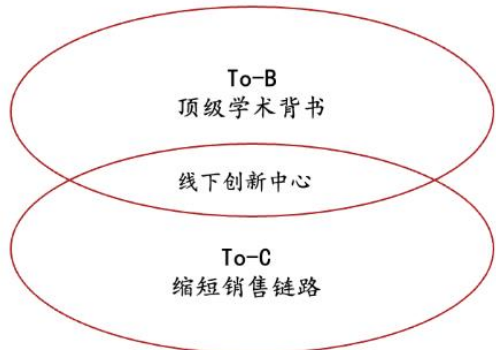
线下：专注于学术带头人及PI教育，通过专业人士推荐提升品牌认知度。建立多人的销售团队，与多家医院/机构有持续的临床试验和研究合作，拥有业内领先的专业PI资源，以学术推广为重点增强品牌意识和认知度。采用面向医生的方式，专注于与学术带头人及PI（目标治疗领域的知名医生及带头专家）以及目标医院的团队带头人及资深医生进行直接互动式沟通，通过专业人士推荐提升品牌认知度，以促进产品在临床方面的差异化。

独有的To-B+To-C闭环生态：To-B端进行强有力的学术推广逐步抢占消费者心智，全面覆盖了全国皮肤科的大PI并与中华医学会等国家权威机构共同制定在毛发和溶脂等领域的行业规范、诊疗指南和实验准则；To-C端建立了线上中心和线下中心的完整环状销售体系，在天猫和京东等头部电商平台均有科笛海外旗舰店，触达所有有需求的消费者，增加购买便利度，

科学顾问资源优势与顶级学术背书



To-B+To-C闭环生态



1.7.1 研发：业界领先科学顾问委员会为研发提供顶级学术背书

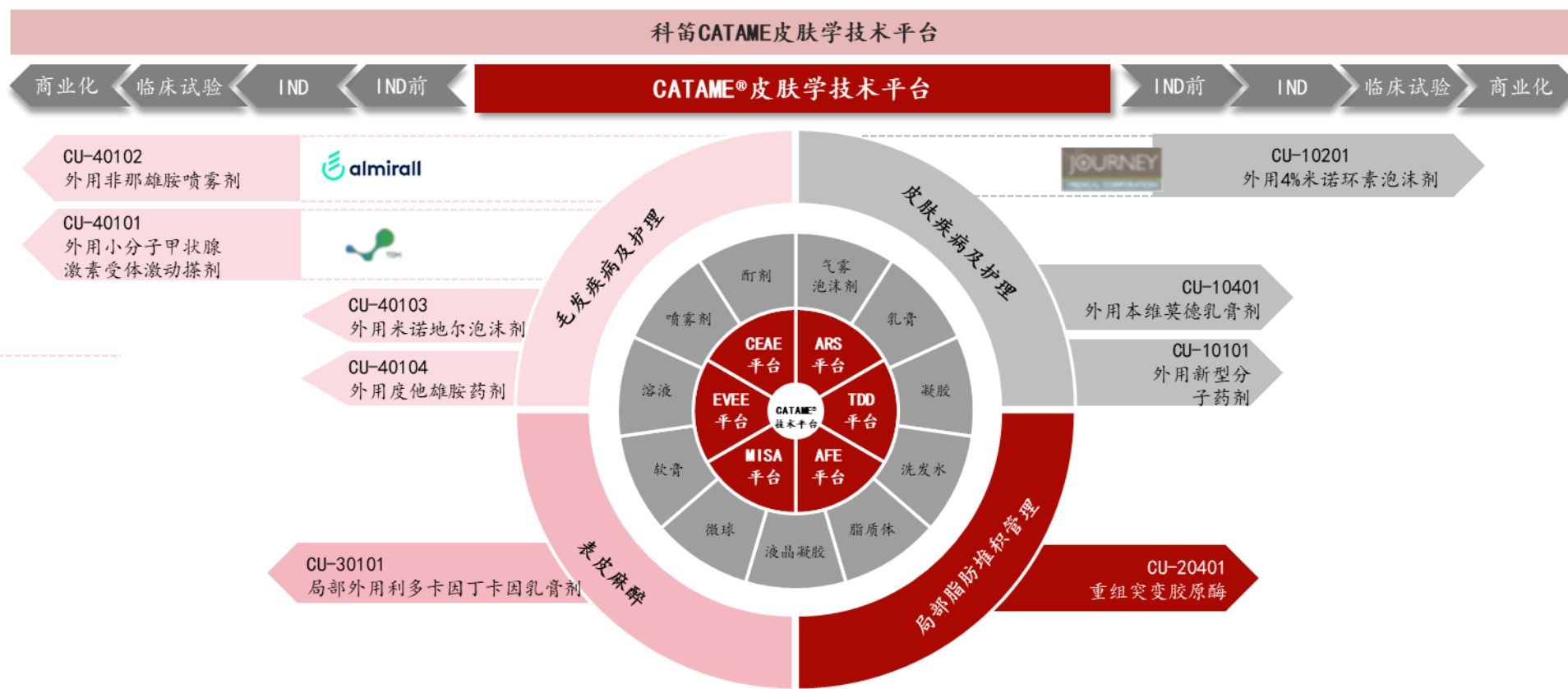
顶尖专家团队齐聚科笛科学顾问委员会，为研发提供关键支持，确保产品达到最高的科学标准。张建中教授是北京大学人民医院皮肤科主任；郑志忠教授是复旦大学附属华山医院皮肤科前任主任，中国医师协会皮肤科分会首任会长；项蕾红教授是复旦大学附属华山医院西院党委书记、复旦大学皮肤病学研究所常务副所长，以及中国医师协会皮肤科分会副会长；杨勤萍教授在复旦大学附属华山医院担任多个重要职务；周城教授为北京大学人民医院皮肤科主任；吴文育教授担任复旦大学附属华山医院皮肤科手术室主任、植发中心主任，杨斌教授是南方医科大学皮肤病医院的党委书记、院长；蒋献教授是四川大学华西医院皮肤科主任；这些杰出的业界专家不仅为科笛生物提供了学术背景和临床经验的支持，还使得公司的产品研发能够紧密贴合市场需求，并始终保持行业的前沿地位。

科学顾问委员会履历表

姓名	履历	职称
张建中	北京大学人民医院	北京大学人民医院皮肤科主任
郑志忠	复旦大学附属华山医院	复旦大学附属华山医院皮肤科前任主任，中国医师协会皮肤科分会首任会长
项蕾红	复旦大学附属华山医院	复旦大学附属华山医院西院党委书记，复旦大学皮肤病学研究所常务副所长，中国医师协会皮肤科分会副会长
杨勤萍	复旦大学附属华山医院	复旦大学附属华山医院皮肤科副主任，华山医院伦理委员会副主任，中华医学会皮肤性病学分会毛发学组副组长
周城	北京大学人民医院	北京大学人民医院皮肤科主任
吴文育	复旦大学附属华山医院	复旦大学附属华山医院皮肤科手术室主任、植发中心主任，中国医师协会皮肤科医师分会皮肤外科亚专业委员会副主任委员
杨斌	南方医科大学皮肤病医院	南方医科大学皮肤病医院党委书记、院长，中华医学会理事、中国医师协会皮肤科医师分会副会长
蒋献	四川大学华西医院	四川大学华西医院皮肤科主任

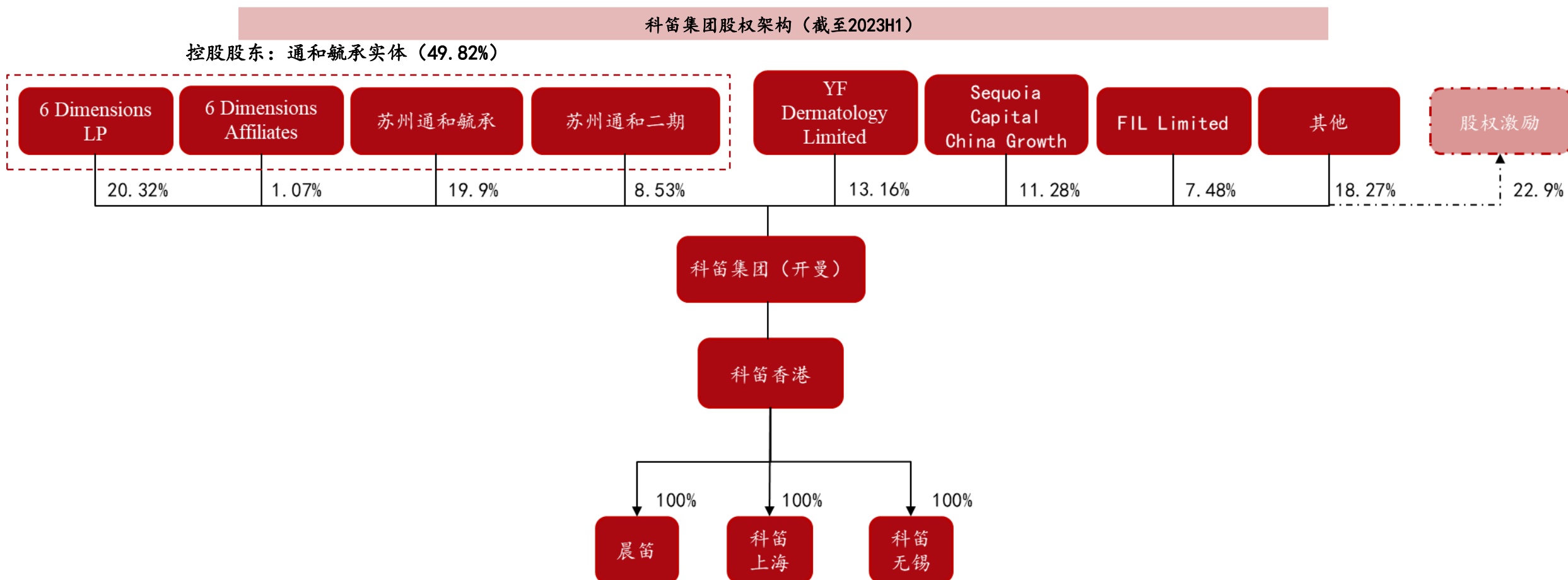
1.7.2 研发：自研CATAME®技术平台构筑剂型开发技术壁垒

公司通过自研CATAME®技术平台构筑剂型开发技术壁垒。CATAME®技术平台由六个独立模块组成，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)平台及离体和功效评价(EVEE)平台。CATAME®技术平台能够整合定制药物经皮给药特性、开发微米和纳米级颗粒、评估制剂质量及稳定性以及在开发过程中进行皮肤药代动力学分析的能力，并开发多种剂型。



1.8 股权架构：通和毓承控股，重磅基金领投

- 通和毓承控股，重磅基金领投。公司控股股东通和毓承实体，包括6 Dimensions Capital、苏州通和二期合计持股约49.82%，通和毓承由通和资本与毓承资本合并成立，其中毓承资本由原药明康德风险投资部门独立而来；其他股东包括云锋基金、红杉资本、Fidelity Investment 富达投资分别持有公司 13.16%、11.28%、7.48%的股权；此外公司披露股权激励计划，相关激励股份数约占总股本比例23%；泰康人寿、中金、清池资本、涌金资本等也是科笛集团的股东。

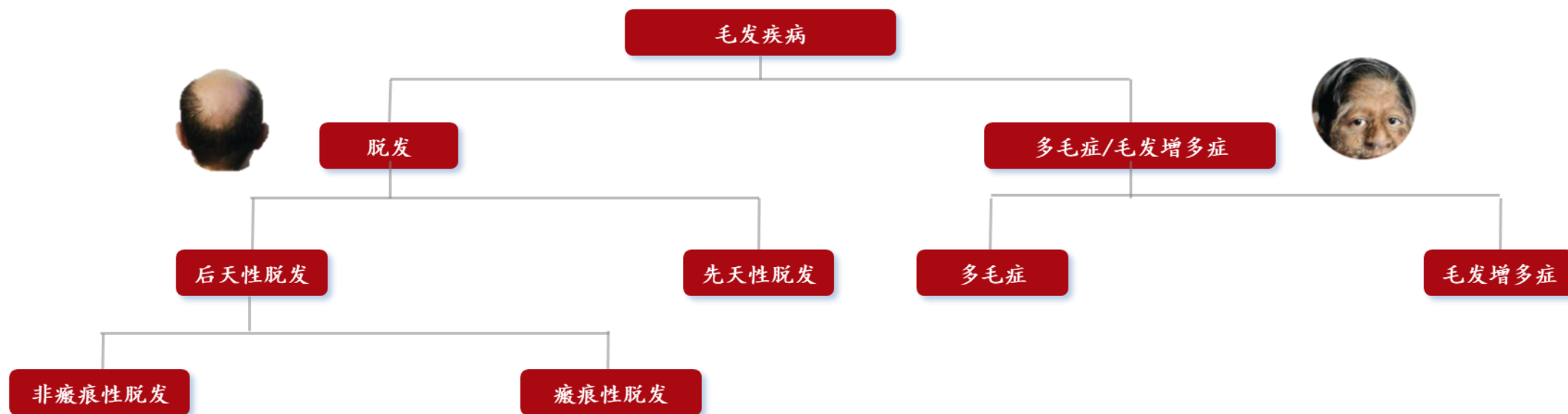


二、毛发：米诺地尔先行，非那雄胺等第二曲线接力

2.1. 脱发类型多样，雄脱为最主要脱发类型

雄激素性脱发治疗为最主要的脱发类型。毛发疾病分为脱发及多毛症/毛发增多症，其中脱发包括后天性脱发与先天性脱发，在后天性脱发中，又分为非瘢痕性脱发与瘢痕性脱发。常见的脱发类型，例如雄激素性脱发、斑秃、梅毒性脱发、休止期脱发等均属于非瘢痕性脱发，其中雄激素性脱发与斑秃是两种最普遍的脱发类型。

毛发疾病分类示意图



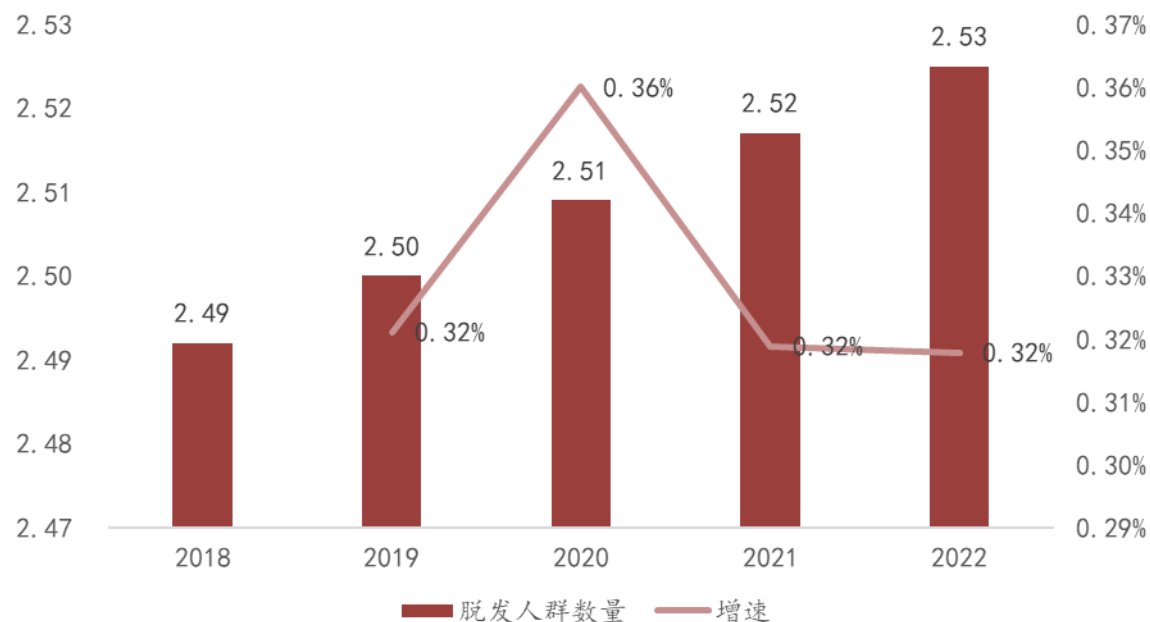
指并无任何瘢痕的脱发。
最常见的原因是**雄激素性脱发**，亦称为由于双氢睾酮（DHT）对毛囊的影响而导致的男性或女性脱发。
例如：**雄激素性脱发**、斑秃、梅毒性脱发、休止期脱发等。

指伴随着瘢痕的脱发，其可能是由多种罕见疾病引起的毛囊破坏形成瘢痕，从而导致永久性脱发。

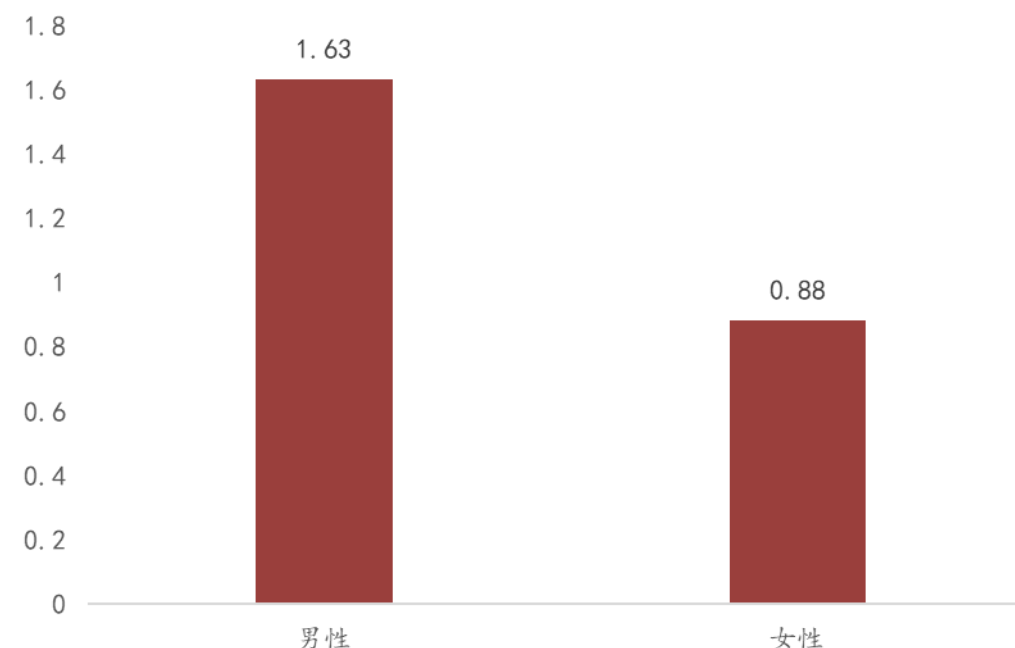
2.1、脱发治疗及护理：我国脱发人群规模超2.5亿，脱发治疗及护理千亿市场

2020年我国脱发人群规模超2.5亿，国民脱发治疗及护理的潜在需求巨大。脱发是我国国民十大健康困扰之一，受生活压力大、作息不规律等问题的影响，我国脱发现象呈现普遍化和年轻化，脱发成为消费者关注的重要健康问题。根据国家卫健委数据显示，2020年中国脱发人群数量就已超过2.5亿人，即平均六个人中就有一人受脱发困扰，其中男性约1.63亿人，女性0.88亿人，30岁以下年轻群体脱发比例高84%，脱发呈现明显的低龄化趋势。随着国民健康意识的提升和对自我形象管理的进一步重视，中国脱发治疗及护理市场正显示出巨大的潜能。

2018-2022年我国脱发人群数量及增速（亿人）



2020年我国脱发男性和女性人数（亿人）

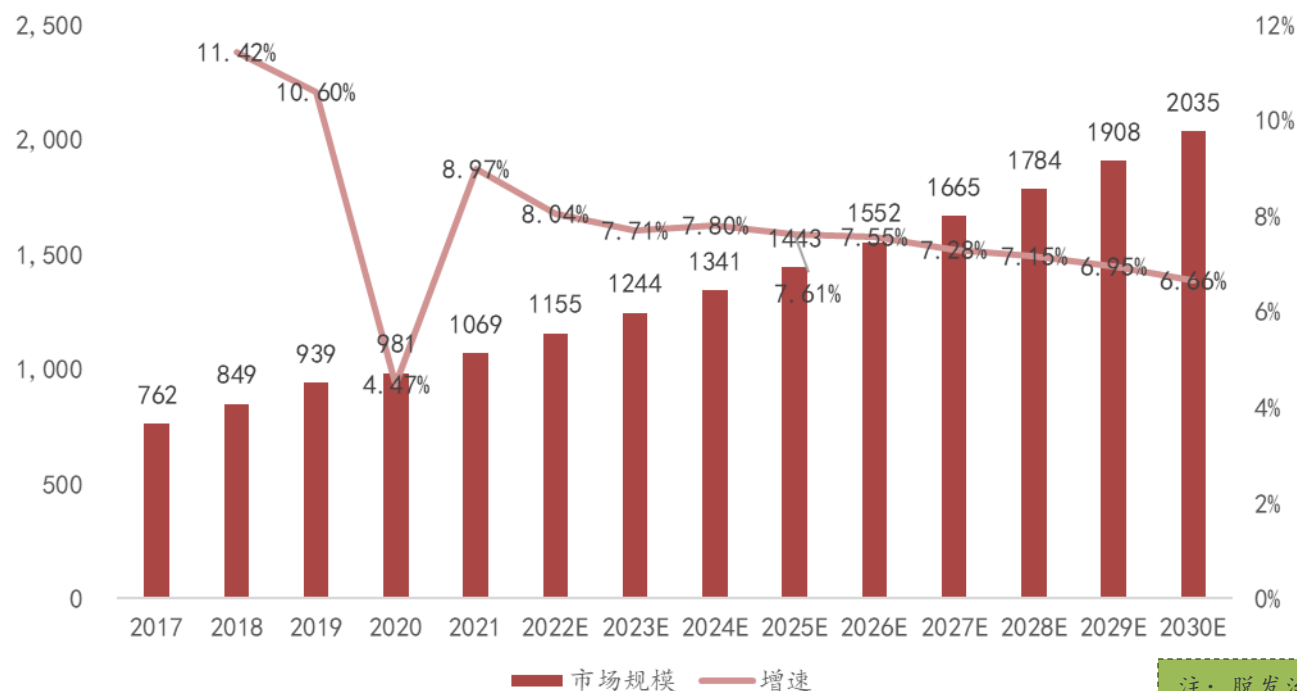


2.1、脱发治疗及护理：我国脱发人群规模超2.5亿，脱发治疗及护理千亿市场

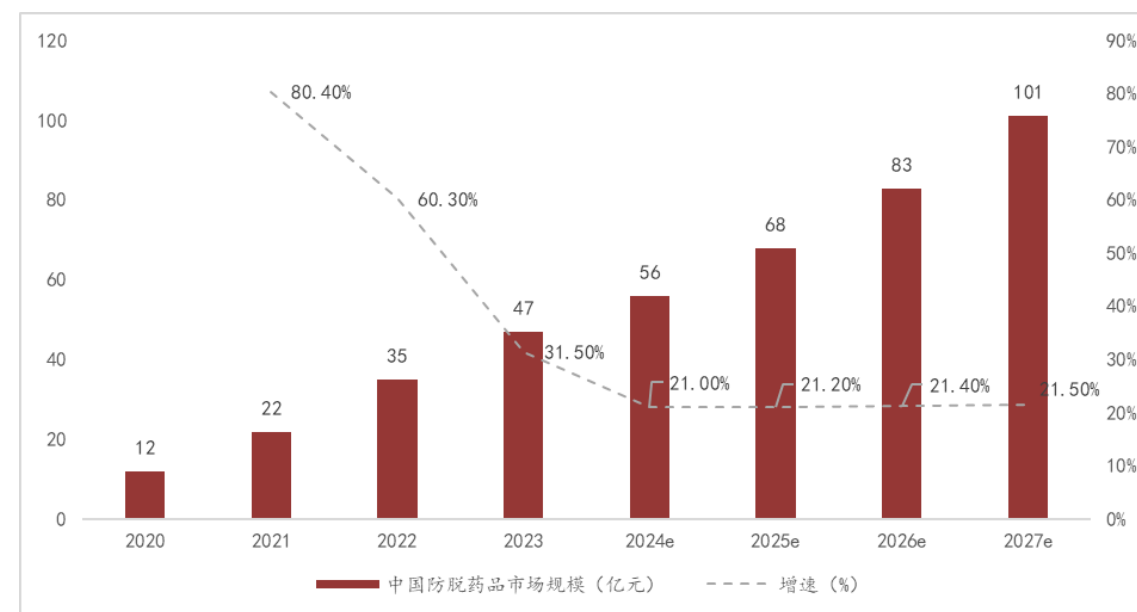
脱发治疗及护理千亿市场，2030年有望突破2000亿。脱发现象与日俱增的同时，市面上各式各样的脱发相关产品和治疗方式也层出不穷，假发片、发际线粉等美妆产品，防脱洗发护发液等洗护产品，内服、外涂的防脱生发药品以及植发等医美/手术方式都受到人们的广泛关注。据弗若斯特沙利文的数据显示，2017-2021年中国脱发症治疗及护理产品的市场规模由762亿元增长至1069亿元，CAGR为8.8%，2021年-2025年预计CAGR为7.8%，2025年至2030年预计CAGR为7.1%，2030年市场规模有望突破2000亿。

其中脱发治疗药物预计2023年规模体量达到47亿，历史3年CAGR达58%，未来有望增长至2027年的101亿，未来4年CAGR达21%。

中国脱发治疗及护理产品的市场规模（亿元）



中国脱发治疗药物市场规模（亿元）



注：脱发治疗及护理产品市场规模口径为毛发移植+脱发治疗药物+毛发养固产品+头发护理产品+假发

2.1、脱发药物空间测算——远期有望达167亿

防脱药品人群渗透率及未来行业空间测算：2023年我国防脱药品的人群渗透率约为5.7%，随着渗透率提升，未来我国防脱药品市场规模有望达167亿元。23年我国脱发人数约2.52亿人，同年我国防脱药品市场规模为47亿元，按照年度使用费330元（每人每年1个疗程*330元）计算，23年我国防脱药品消费人群规模为1424万人，人群渗透率为5.7%。按照未来防脱药品人群渗透率可提升至10%、每人每年防脱药品消费金额提升至660元进行估算，未来我国防脱药品市场规模可达167亿元。

中国防脱药品人群渗透率及未来市场规模测算		
2023年中国防脱药品市场规模（亿元）	47	数据来源：艾瑞咨询
中国脱发人数（亿人）	2.53	数据来源：观研网
防脱药品年度人均消费金额（元）	330	根据主流防脱药品米诺地尔的价格和用法进行估算：目前我国防脱药品的人群渗透还处于较早期阶段，假设每人每年1个疗程，按每疗程330元（三瓶米诺地尔）来计算
2023年中国防脱药品消费人群规模（万人）	1424	防脱药品消费人群规模=防脱药品市场规模/防脱药品年度人均消费金额
2023年中国防脱药品人群渗透率	5.65%	防脱药品人群渗透率=防脱药品消费人群规模/防脱药品主要目标人群规模
未来防脱药品人群渗透率	10%	假设未来渗透率可提升至10%
未来防脱药品目标人群规模（亿人）	2.53	假设未来防脱药品目标人群体量与23年持平
未来防脱药品年度人均消费金额（元）	660	假设随着防脱治疗知识的普及和大众对防脱药物使用方法的进一步了解，每人每年使用疗程数量提升至两个疗程，2疗程/年 * 330元/疗程=660元/年
中国防脱药品未来市场规模（亿元）	167	防脱药品未来市场规模=未来防脱药品目标人群规模*未来防脱药品人群渗透率*未来防脱药品年度人均消费金额

2.2、脱发治疗：药物治疗&植发为主流方式

脱发治疗方案多元，药物治疗及植发是主要治疗模式。1) 药物治疗：脱发治疗药物可分为外用药物和口服药物。①外用药物：外用药物中，米诺地尔凭借其较低的价格、较轻的副作用和较高的安全性成为目前最主流的药物，其疗效经过长期临床实践验证，具有明确的治疗效果，并且已被FDA和NMPA批准用于治疗雄激素性脱发。②口服药物：雄脱口服药物包括非那雄胺、螺内酯、米诺地尔、醋酸环丙孕酮等，其中非那雄胺是目前使用最广泛的一种口服药物。非那雄胺主要通过抑制睾酮转化为二氢睾酮起作用，适用于男性，已获FDA和NMPA批准用于治疗雄激素性脱发。2) 植发：植发是将自体的部分毛囊通过外科手术的方法，使其重新分布于头皮秃发区域或者身体其他毛发缺失部位，移植后的毛发仍保持原有的生长特性，并在移植区域内继续生长，是一种较为成熟、普遍的治疗方法。3) 除药物和植发之外，雄激素性脱发还有自体富血小板血浆、低能量激光治疗等新型治疗方式。

脱发治疗方式						
治疗方式	所属类别	原理机制	资质	适用人群、用法及效果	优劣势	
米诺地尔	外用药物	增加毛囊生长期持续时间、缩短休止期，以及使缩小的毛囊增大。此外还可能通过促进头皮血液循环来改善毛发的生长	已被FDA和NMPA批准用于治疗雄激素性脱发	男女皆可，男性推荐5%浓度，女性推荐2%浓度。用法为2次/d，1ml/次，涂抹于脱发区域头皮；平均见效时间为6~9个月，有效率可达50%~85%	耐受较好，不良反应发生率低且症状较轻，长期使用安全性较高；可能出现多毛症、刺激性和过敏性皮炎等副作用，停药后即可消退	
非那雄胺	口服药物	通过特异性抑制II型5α还原酶，进而减少双氢睾酮（DHT）的生成和对毛囊的破坏	已被FDA和NMPA批准用于治疗雄激素性脱发	仅男性，内服，推荐剂量为1mg/d，1次/d；用药1年后的有效率可达65%~90%	口服非那雄胺由于增加全身吸收而可能导致前列腺特异性抗原减少、男性乳房发育、睾丸疼痛、过敏反应、性功能受损等副作用	
螺内酯	口服药物	减少肾上腺产生睾酮，同时对DHT与雄激素受体的结合有轻微的竞争作用	作为超适应症用药已被批准使用	仅女性，内服，用法为40~200 mg/d，至少服用1年才会有效果	副作用包括头痛、性欲降低、月经紊乱、体位性低血压、乳房胀痛和高钾血症	
度他雄胺	口服药物	抑制I型5α还原酶和II型5α还原酶，进而减少双氢睾酮（DHT）的生成和对毛囊的破坏	已被美国FDA、日本PMDA和韩国批准用于治疗雄激素性脱发	因影响生育和胎儿健康，仅男性可用，停药后6个月内仍需避孕	治疗男性雄激素性脱发较非那雄胺更有效；可能引起性功能障碍等副作用，但低剂量使用时不良反应体现少，且停药后可自行恢复	
醋酸环丙孕酮	口服药物	可阻止雄激素受体，并通过抑制黄体生成素和卵泡刺激释放而降低睾酮水平	作为超适应症用药已被批准使用	仅女性，在高雄激素的患者中使用醋酸环丙孕酮联合炔雌醇治疗更有效	主要副作用包括体重增加、乳房触痛、性欲降低、抑郁和恶心	
植发	手术	将非脱发区域的毛囊提取并处理后再移植至脱发或秃发区域	在包括中国、美国、日本等在内的多个国家被批准	术后6~9个月看到明显效果，推荐术后继续使用防脱发药物	优势：效果持久，毛发后续不易脱落；劣势：价格较高，取发会导致创伤留疤	
自体富血小板血浆（PRP）	注射	PRP一经激活，血小板内的α颗粒将会释放大量的生长因子，具有改善毛囊微环境、促进毛囊生长的作用	已被FDA批准	用法是将PRP局部注射至脱发区域头皮的真皮层，1次/月，连续注射3~6次可见一定疗效	不良反应主要是注射过程及注射后一段时间内的轻微疼痛	
低能量激光治疗	激光治疗	特定波段范围的激光可穿透表皮层，发挥其“光生物学调节作用”，进而改善毛囊周围微环境	-	用法是隔天激光照射1次，照射15~30 min/d；连续使用3个月以上才可见到一定疗效	不良反应较少，个别患者在照射期间出现头晕、头皮瘙痒，以及机器重量导致的头皮压迫感	

2.2、脱发药物：外用以米诺地尔为主流，口服以非那雄胺为主流

中国用于雄激素性脱发的获批药物一览

药物	商品名	剂型	规格	给药途径	公司	获批日期
米诺地尔	-	喷雾剂	60ml：3g（5%），每喷含米诺地尔7mg	外用	山东京卫（科笛合作）	2021年10月
	-	喷雾剂	60ml：1.2g（2%），每喷含米诺地尔2.8mg	外用	山东京卫（科笛合作）	2021年10月
	-	搽剂	5%（60毫升：3克）	外用	山东京卫	2023年12月
	-	搽剂	2%（60ml：1.2g）	外用	山东京卫	2023年12月
	-	搽剂	100ml：2.0g	外用	四川美大康华康药业	2020年6月
	学瑞	凝胶剂	40g：0.88g	外用	山东博士伦	2020年4月
	-	搽剂	2%（60ml：1.2g）	外用	山西振东安欣	2020年6月
	-	搽剂	60ml：3g	外用	山西振东安欣	2020年6月
	-	酊剂	5%	外用	厦门美商	2020年2月
	-	原料药	-	外用	天津药物研究院药业	2020年5月
	-	搽剂	5%（60毫升：3克）	外用	江苏康缘药业	2023年2月
	-	原料药	-	外用	常州四药制药	2020年8月
	-	泡沫剂	5%（60克：3克）	外用	浙江三生蔓迪	2023年12月
	蔓迪	酊剂	5%（60ml：3g）	外用	浙江万晟药业	2019年12月
	-	搽剂	5%（60毫升：3.0克）	外用	浙江赛默	2024年1月
非那雄胺	-	片剂	-	口服	默沙东	2004年1月
环丙孕酮	-	片剂	-	口服	拜耳	1990年12月

2.2、脱发药物：新药管线一览

国内外雄脱新药研发热度高，多种作用机制的新药当前处在研阶段。目前我国上市雄激素脱发治疗药物均为国外研发或国内厂商仿制药，近年来多家公司着手雄激素性脱发新药研发。截至2023年，我国共有5款治疗雄激素性脱发的新药处于研发阶段，有效成分分别为外用非那雄胺、外用甲状腺激素受体激动剂和外用度他雄胺、外用AR-PROTAC、福瑞他恩（小分子AR拮抗剂）（临床III期已失败），其中前3款新药由科笛报批，后2款由开拓报批。

中国雄激素性脱发新药研发情况

药物	获批公司	活性成分	阶段	末次发布日期
CU-40101	科笛	甲状腺激素受体激动剂	I期	2023年11月
CU-40102	科笛	非那雄胺（5- α 还原酶抑制剂）	III期	2023年12月
CU-40104	科笛	度他雄胺（5- α 还原酶抑制剂）	临床前	-
GT20029	开拓	外用AR-PROTAC	II期	2023年8月
KX-826	开拓／开禧（Koshine）	福瑞他恩（小分子AR拮抗剂）	临床III期（已失败）	2023年12月

2.3 米诺地尔竞争格局：蔓迪、达霏欣定位大众领跑，科笛、Rogaine定位高端强势崛起

竞争格局：蔓迪凭借先发优势领跑米诺地尔全渠道市场，达霏欣起步稍晚但势头强劲，科笛和美国Rogaine培健则通过跨境电商渠道逐渐打开国内市场知名度。①蔓迪据三生制药年报2022年销售额8.91亿元，覆盖2000+家医疗机构在该渠道具有明显优势；②达霏欣22年销售额4.25亿元，销量排名第二，在米诺地尔OTC市场份额为42.34%；③Rogaine培健为全球首款米诺地尔生发泡沫，2020年通过跨境电商进入我国市场，2022年淘宝+京东双平台销售额为5374万元；④科笛旗下米诺地尔产品22年销售额为约920万元。

科笛优势：定位高端，针对性解决油腻，敏感痛点，管线全面布局。旗下法国小白管米诺地尔喷雾剂提升了米诺地尔的可溶解性以促进头皮持续吸收，采用低过敏配方有效减少不良反应，并且涂抹到头皮后质感清爽不油腻。科笛旗下米诺地尔矩阵完备（还有两款亟待获批），此外还配套生发精华、防脱洗发水等，可为消费者对症提供完整生发组合方案。

科笛米诺地尔产品线及国内竞品比较

药物	所属集团	活性成分	剂型	产品特点	技术优势	处方药	商业权利	价格 (单价/规格)
青丝几何	科笛	2%/5%米诺地尔	喷雾剂	低敏无刺激	不含丙二醇 ¹ ，对敏肌友好	√	大中华区	208/60ml
法国小白管	科笛	2%/5%米诺地尔	喷雾剂	清爽生发	质地清爽，丙二醇/乙醇含量低 ²	×	中国大陆	218/60ml
蔓迪	三生制药	5%米诺地尔	酊剂	高浓度米诺地尔 添加毛囊生长营养液	拥有发明专利和省级研究院 含丙二醇 泡沫剂起效周期短 HFC134A渗透技术	×	大中华区	148/60ml
			泡沫剂	清爽不油腻快速高吸收				228/60g
达霏欣	振东安欣	2%米诺地尔（女用） 5%米诺地尔（男用）	搽剂 ³	清爽温和 男女分治	丙二醇含量低	×	大中华区	148/60ml
培健	强生	2%/5%米诺地尔 +AHA果酸	泡沫剂	质地不油腻 原研药品	高纯度米诺地尔 ⁴ （杂质<0.3%） 果酸促进毛孔张开 不含丙二醇	×	全球	269/60g
		2%米诺地尔 +AHA果酸	滴剂					269/60ml
学瑞	博士伦福瑞达	2.2%米诺地尔 卡波姆	凝胶剂	刺激性小 副作用低 容易搓泥	卡波姆延长药物作用时间	×	大中华区	152/40ml

注：1. 丙二醇有助于肌肤保湿，还具有抗菌、防腐的作用，因此广泛应用于许多化妆品和护肤品。但丙二醇也会对易过敏人群造成刺激。高浓度的丙二醇会导致皮肤出现红肿、瘙痒、刺痛等不适感。因此，丙二醇浓度越低，对头皮的刺激性就越小2. 高浓度的丙二醇会吸附油分，因此丙二醇浓度越低，吸附的油分就越少，肤感就越清爽不油腻；3. 由于制作工艺不同，搽剂中的丙二醇浓度低于酊剂，质地更为清爽；搽剂中的乙醇浓度低于酊剂，对皮肤的刺激性小。4. 在一定条件下，生发起效与米诺地尔的浓度和纯度呈正相关。5%米诺地尔溶液（不含丙二醇）原液价格在70元/100ml左右。米诺地尔产品价格主要受到剂型和浓度以及品牌影响。

2.3 毛发业务上市产品矩阵一览

公司目前上市已有5款分销产品、5款自有品牌“青丝几何”旗下产品，包含脱发、护发、头皮感染等多种应用场景，可覆盖毛发疾病的整个周期，形成了各种治疗及护理解决方案，可满足不同需求的消费者，公司当前已成为目前市场上毛发领域布局最全的公司之一。

毛发产品矩阵

产品图片	产品名称	渠道		适应症	产品特点
	CUP-MNDE：米诺地尔喷雾剂	跨境	药品	头顶部位头发逐渐稀疏或脱落的18至65岁成人	(1) 涂抹到头皮后质感清爽；(2) 提升的米诺地尔可溶解性以促进头皮持续吸收；(3) 低过敏配方和较少的不良反应。
	德国酮康唑洗剂			预防和治疗由糠秕孢子菌引起的头皮感染	(1) 温和不刺激；(2) 不含激素
	西班牙防脱生发胶囊			脱发	(1) 新型软明胶-胶囊技术，30min快速吸收；(2) 含锯叶棕提取物等成分，具有广泛耐受性
	CUP-SFJH：荷乐生生发精华		个护	脱发	(1) 无激素；(2) 过敏反应极小；(3) 适合孕期或哺乳期的女性
	法国防脱洗发水			脱发	(1) 米诺CP；(2) 温和不刺激，清爽控油，强韧固发
	精研强韧洗发水	大贸		护发	米诺CP，有效减缓狂脱。(1) 0刺激、0硅油、0硫酸盐；(2) 多效臻护，强韧控油
	复方酮康唑发用洗剂		药品	治疗和预防多种真菌引起的感染	快速起效。治疗和预防多种真菌引起的感染，如头皮糠疹（头皮屑）、脂溢性皮炎和花斑癣
	米诺地尔喷雾剂			治疗男性脱发和斑秃	易敏首选。(1) 0丙二醇含量，低敏不刺激；(2) 富含丙三醇，滋润和养护头皮
	二硫化硒洗剂			维护头皮环境稳定	日常维稳。用于去头屑、头皮脂溢性皮炎、花斑癣(汗斑)
	非那雄胺片			联合用药	联合用药。与米诺地尔喷雾剂联合使用更有效

资料来源：科笛集团介绍，方正证券研究所

2.3 毛发预计获批管线一览

公司预计获批毛发管线药物涵盖多种有效成分和剂型，能够满足多元化的市场需求。公司毛发管线共4款候选药物，分别为CU-40102（外用非那雄胺喷雾剂）、CU-40101（外用小分子甲状腺激素受体激动剂搽剂）、CU-40103（外用米诺地尔泡沫剂）和CU-40104（外用度他雄胺药剂）。其中CU-40102（外用非那雄胺喷雾剂）为公司重点产品，其注册上市审批已获国家药监局受理，并在海南乐城进行商业化试点，预期2025年上市。

科笛未来毛发管线概览								
候选药物	活性成分及制剂	适应症	非处方药/ 处方药	商业权力	来源	所处阶段	进程预告	国家药监局 注册分类 ³
CU-40102 (重点产品)	外用非那雄胺喷雾剂	雄激素性脱发	处方药	大中华区 ¹	获授权 ²	NDA已获国家药监局受理并在海南乐城进行商业化试点	预期2025年上市	5.1
CU-40101	外用小分子甲状腺激素受体激动剂搽剂			亚洲	获授权	临床试验I期	预期2024年启动II期试验	1
CU-40104	外用度他雄胺药剂			全球	自主开发	临床前	预期2024年4季度向国家药监局提交IND	2
CU-40103	外用米诺地尔泡沫剂	脱发	非处方药	全球	自主开发	临床前	预期2024年3季度向国家药监局提交ANDA	3

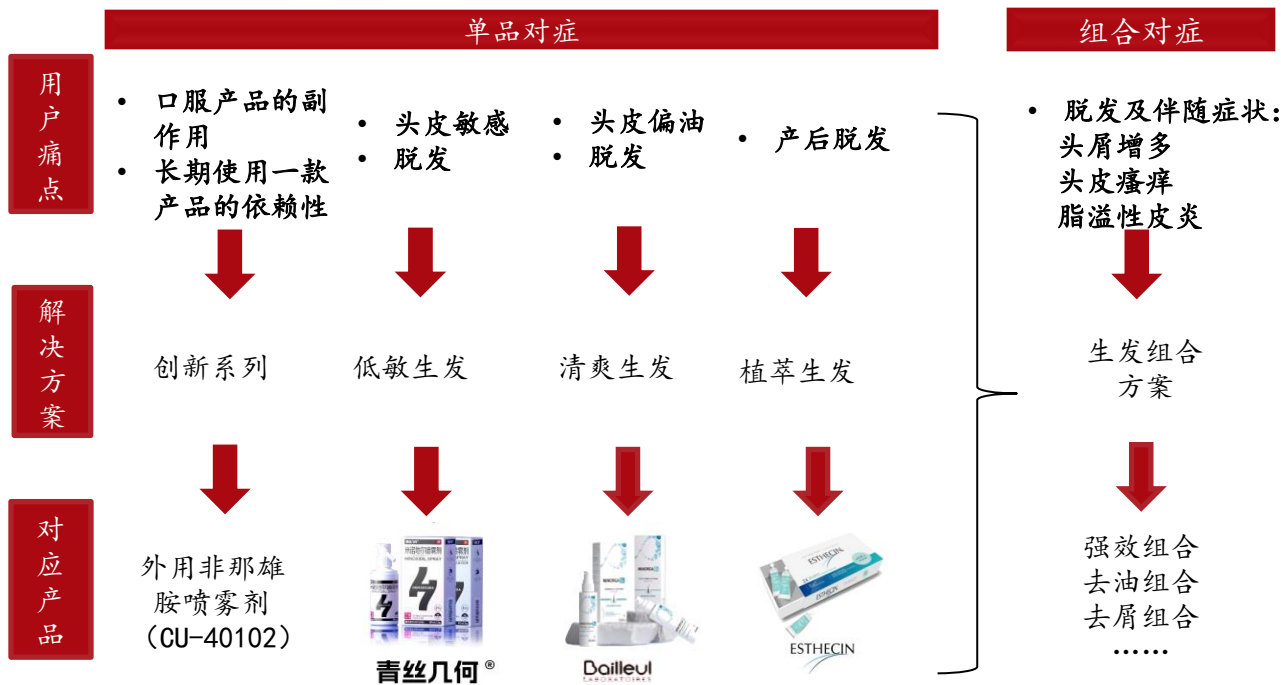
注：
¹ 包括中国内地、香港特别行政区、澳门特别行政区及台湾
² CU-40102外用非那雄胺喷雾剂产品的分成模式：特许权使用费=年销售净额*2%；首期付款5.25百万欧元；其他商业里程碑付款按年度销售净额不同，费用在0.5百万欧元至4.0百万欧元不等
³ 对于尚未获得IND批准的候选产品，其国家药监局注册分类待国家药监局确认

2.3 矩阵优势：全管线布局+产品差异化

全管线优势：公司旗下产品多样。从适应症来看，不仅包括雄脱，还包括普通脱发、头皮问题、产后脱发、敏感肌脱发等；从产品成分来看，包括米诺地尔、非那雄胺、植物精华等多种成分。有利于兼顾消费者多样化需求，形成产品间协同效应。

差异化优势：在全管线覆盖下，公司通过解决传统产品痛点提供更优产品。比如法国小白管丙二醇含量低、青丝几何米诺地尔喷雾不含丙二醇，低敏不刺激，改善使用体验。公司目前在研产品也进行了改良，比如CU-40103米诺地尔泡沫剂通过改变剂型改善使用体验，CU-40102外用非那雄胺喷雾剂将口服改良为外用，便于患者将药物直接精确地涂抹在头皮表面，从而在用药部位保持高浓度，同时可减少口服药常会引起的副作用。

公司全管线布局



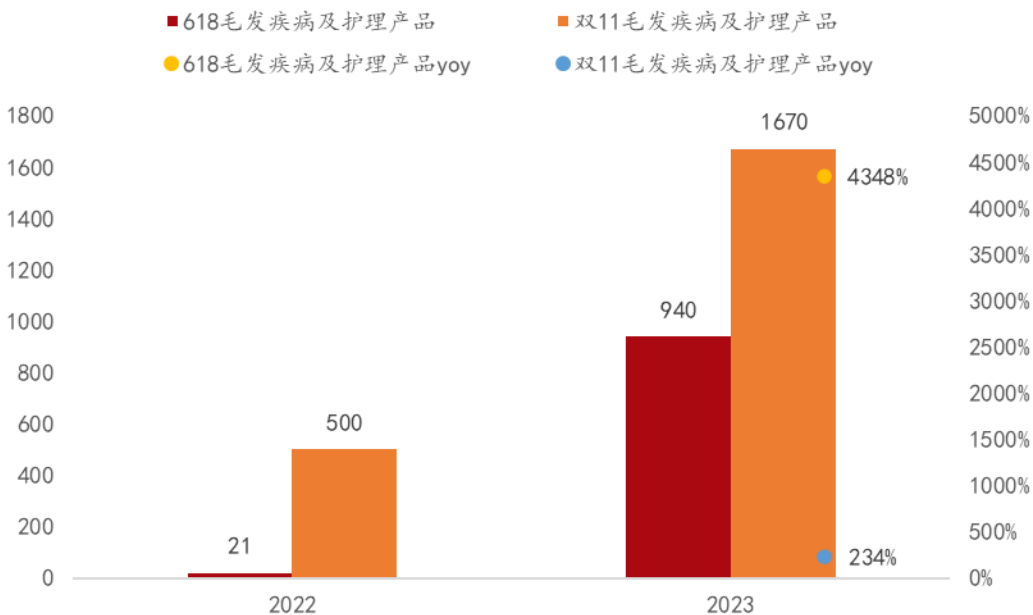
公司主要产品对比

产品	品牌	差异
米诺地尔喷雾剂	青丝几何	0丙二醇含量，低敏不刺激；富含丙三醇，滋润头皮
	巴约尔	含有丙二醇，容易过敏，导致疗效反复不定。
	蔓迪	含有丙二醇，容易过敏，导致疗效反复不定。
	达霏欣	含有丙二醇，容易过敏，导致疗效反复不定。
复方酮康唑发用洗剂	青丝几何	治疗和预防多种真菌引起的感染
	克林格	预防和治疗由糠秕孢子菌引起的头皮感染
	康王	含有激素，较为刺激，治疗和预防多种真菌引起的感染
生发精华	荷乐生	采用天然植物提取物的非激素配方，通过双层磷脂膜包裹将营养物质输送至毛囊根部，用于预防脱发及改善发质

2.3 毛发领域电商平台表现强劲，品牌影响力提升明显

- 公司一直致力于打造高品质产品，以满足广大患者和消费者的需求。旗下多款跨境及大贸产品在市场上获得了广泛认可，销量持续增长。
- 2023年“618活动”期间，毛发疾病及护理产品GMV超940万元人民币，同比大幅上升4,348.0%，在天猫及京东双平台的跨境米诺地尔单SKU类别中销量排名第一。
 - 2023年“双11活动”期间，公司毛发疾病及护理产品GMV超1670万元人民币，同比增加234.0%。集团多个产品在平台上的销量排名前，Baillleul®米诺地尔喷雾剂在京东海外皮肤用药品牌中销量排名第一、京东海外皮肤用药单品中销量排名第一、天猫国际医药类目单品中销量排名第一，青丝几何®二硫化硒洗剂在天猫癣症类目中销量排名第一，Klinge®德国酮康唑洗剂在天猫、京东、拼多多渠道海外单方酮康唑类目中排名第一。

科笛电商平台毛发疾病及护理产品销售额及yoy（万元）



科笛毛发领域双11销售成果

产品	排名
Baillleul米诺地尔喷雾剂	京东海外皮肤用药品牌销量TOP1
	京东海外皮肤用药单品销量TOP1
	天猫国际医药类目单品销量TOP1
青丝几何二硫化硒洗剂	天猫癣症类目销量TOP1
Klinge德国酮康唑洗剂	天猫、京东、拼多多渠道海外单方酮康唑类目销量TOP1

2.3.1大单品法国小白管:欧洲第一品牌，主打质地清爽，解决使用感痛点

法国小白管（CUP-MNDE）是由法国Laboratoires Bailleul International S.A. 开发的商业化非处方米诺地尔喷雾剂，生发率达91%。CU通过低浓度丙二醇和乙醇的配方技术，打造清爽的质地，解决市场中同类产品易造成头皮油腻的痛点。公司于2021年6月获得其在中国内地的独家分销权，并于2022年开始以Bailleul品牌在中国内地进行分同销。



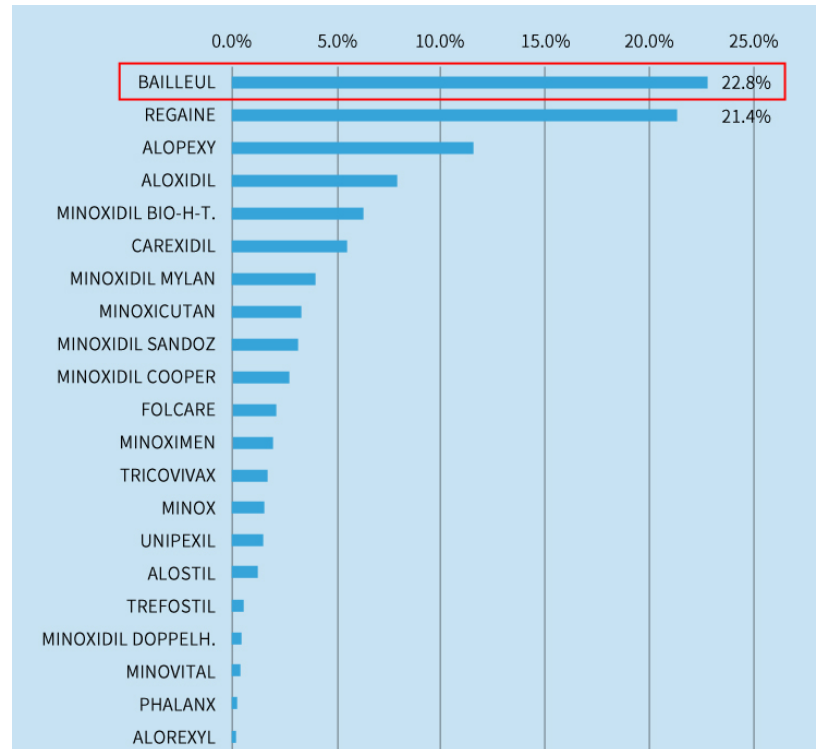
法国小白管基础信息

法国小白管—米诺地尔喷雾剂	
活性成分及制剂	非处方米诺地尔喷雾剂
原制造商	Laboratoires Bailleul International S.A. (LBI)
产品规格	2%浓度：适用于成年男性和女性； 5%浓度：仅适用于男性。
适应症	头顶部位头发逐渐稀疏或脱落的18至65岁成人；
产品特点	1. 低浓度丙二醇，质感清爽不油腻； 2. 低敏配方（低浓度丙二醇）减少不良反应； 3. 提升米诺地尔可溶解性以促进头皮吸收

2.3.1 大单品法国小白管:欧洲第一品牌, 主打质地清爽, 解决使用感痛点

- 品牌为欧洲米诺地尔外用产品TOP1, 解决头皮油腻的使用感痛点, 主打差异化定位, 中国市场潜力巨大。①品牌地位: 欧洲米诺地尔外用产品TOP1: 原研商在法国为TOP1生发品牌, 曾在意大利、葡萄牙和比利时赢得2021年最畅销米诺地尔品牌。根据IQVA MIDAS欧洲数据, Bailleul Minorga 5%&2% Cutaneous Solution于2021年7月至2022年6月在欧洲地区米诺地尔外用品类销量排名第一, 市占率22.8%。②功效端优势: 低敏清爽解决出油痛点。洞察到女性消费者使用治疗脱发产品头皮易出油的痛点, 营造不同于市面其他传统产品的清爽质地, 以提升用户体验感。③产品定位: 高端定位, 女性客群占比较高。品牌定位属于高端生发品牌, 以高端女性市场为主, 在天猫 Bailleul 法国生发小白管人群画像中, 超六成为女性。

IQVIA MIDAS法国小白管欧洲销售数据



2.3.2青丝几何：产品矩阵初显，强调对症生发，大力推广头发健康

产品矩阵：旗下已有5款产品，多款SKU，产品之间能够通过联合用药增强效果，产品矩阵初见雏形。

品牌定位：定位国产高端品牌，价格带处于200元左右；强调对症生发，即针对不同脱发症状，提供科学且有效的防脱生发解决方案。

品牌推广：①**趣味科普：**用公众号科普的方式，推动对头发及头皮健康的科学认知，对症解决头发及头皮问题。②**专家合作：**与中华医学会皮肤性病学分会毛发学组等专业机构和23位专家学者共同发布《2023国民头发与头皮健康蓝皮书》，指引大众全面、科学了解头发与头皮健康知识。③**广告投放：**赞助综艺节目《闺蜜好美》，科普头发健康的重要性。④**平台合作：**上市当日，青丝几何与阿里健康达成战略合作、与B站达成战略合作备忘录，运用线上、线下数字化营销赋能、IP共建、深化行业创新洞察等方式，推动年对头发及头皮健康的科学认知，在C端推广中获得流量支持。

青丝几何旗下产品

产品	图示	适应症	差异化卖点
米诺地尔喷雾剂		脱发	0丙二醇含量，低敏不刺激；富含丙三醇，滋润头皮
复方酮康唑发用洗剂		花斑癣、脂溢性皮炎	治疗、预防多种真菌引起的感染
精研强韧洗发水		控油、修护	米诺CP，断发减少93%，头皮油脂堆积减少90%；0刺激、0硅油、0硫酸盐；
二硫化硒洗剂		毛囊炎、脂溢性皮炎	日常维稳，用于去头屑、脂溢性皮炎、花斑癣
非那雄胺片		雄脱	米诺地尔联合用药

青丝几何趣味科普



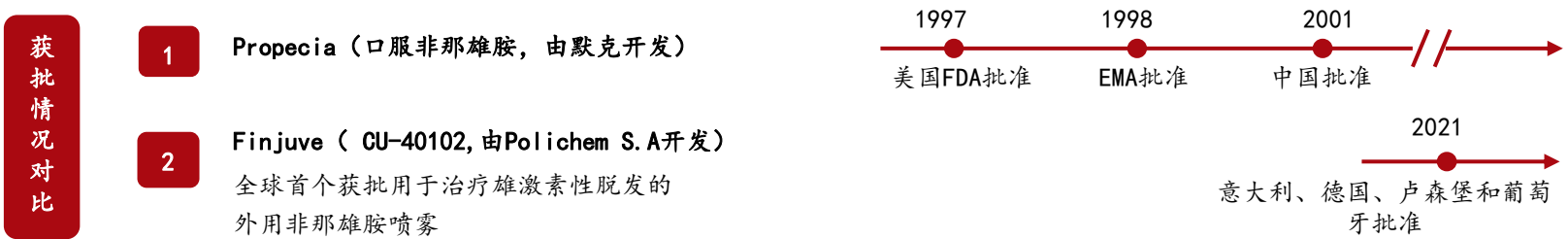
青丝几何与阿里健康达成战略合作



2.3.3 CU-40102：全球唯一获批的外用非那雄胺喷雾剂，为治疗雄脱提供替代性方案

CU-40102是目前唯一用于雄激素性脱发治疗的外用非那雄胺产品，具有巨大市场潜力。非那雄胺是5 α 还原酶的专一性抑制剂，可通过抑制睾酮转化为双氢睾酮并阻止双氢睾酮与雄激素受体的相互作用来治疗男性雄激素性脱发。传统口服剂型的非那雄胺由于增加全身吸收而具有引发性功能障碍、抑郁症等副作用的潜在风险，阻碍其被更广泛的采用。而CU-40102外用剂型非那雄胺喷雾剂可实现精准涂抹，在用药部位保持高浓度，同时可减少口服药常会引起的副作用，为雄激素性脱发治疗提供了一种潜在替代方案。由于非那雄胺独特的化学性质，CU-40102外用制剂难以开发或复制，形成了较高的技术壁垒。在此外临床数据表明，外用非那雄胺在联合外用米诺地尔使用时可能产生协同疗效，这为公司开辟蓝海市场提供了丰富的可能性。

口服非那雄胺与外用非那雄胺对比



	口服非那雄胺	CU-40102 (境外临床)	CU-40102 (中国临床)
主要差异	口服剂型增加全身吸收，引发副作用	外用配方可实现精准涂抹，在头发表面给予高浓度非那雄胺	
有效性	目标区域头发数量变化 ¹ : +21.1根 / ~+10% (基线: 201根)	目标区域头发数量变化 ¹ : +20.2根 / ~+10% (基线: 201根)	目标区域头发数量变化 ² : +12.6根 / ~+10% (基线: 131根)
药物暴露	由于口服因此系统性药物暴露高于外用	在24周内，非那雄胺血浆浓度最高均值低于口服剂型100余倍	中国I期药代动力学研究显示，非那雄胺血浆浓度最高均值低于口服剂型100余倍
治疗相关不良事件发生率	11.9%	9.9%	8.3%

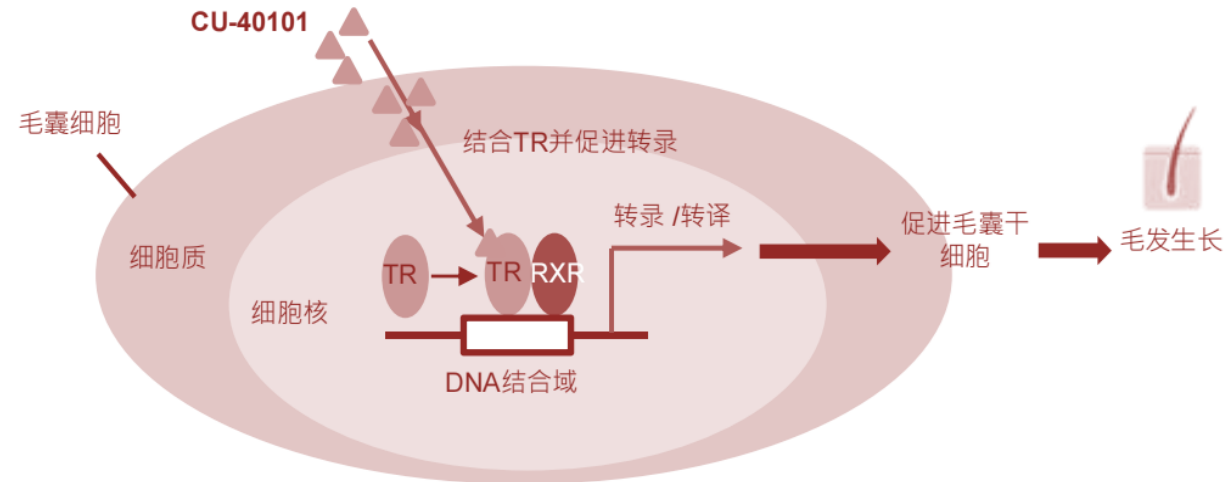
注: ¹ 在1平方厘米的圆形目标区域内;
² 在0.9平方厘米的圆形目标区域内。

2.3.4 CU-40101：小分子甲状腺激素受体激动剂外用搽剂，用于治疗雄激素性脱发

创新性的作用机制：小分子甲状腺激素受体激动剂与毛囊细胞中的甲状腺受体结合，促进患者毛发生长。有关研究表明，甲状腺激素可促进生长发育，而甲状腺功能减退会导致脱发，症状是头发失去光泽、变脆以及休眠毛囊的比例增加。CU-40101结合毛囊细胞细胞核中的转录调控因子(TR)并促进转录，从而促进毛囊干细胞增殖分化、实现毛发生长。目前，受试动物研究中已显示甲状腺激素可促进毛发生长。

竞争优势：1) 药物直接应用于头皮，可减少全身性暴露及相关的副作用。2) 能够促进静息期内毛发的生长。临床前体内研究表明，应用CU-40101可刺激C3H小鼠的背部皮肤上的毛发在自然生长期之前的静息期内的生长。3) CU-40101有不同于目前的雄激素性脱发治疗方法的作用机制，并可能同时用于男性及女性患者。

CU-40101药物的作用机制



三、皮肤：妆品放量，药物蓄势

3.1 妆品拓展——欧玛：定位高端，与创始人形象绑定，具备良好品牌基因

欧玛是由著名科学家欧玛博士创立的护肤品牌，以其科学配方和高效成分著称。欧玛品牌的定位是高奢强功效，品牌与创始人欧玛博士的形象紧密绑定，创始人的个人基因和专业背景为品牌的认可度和信任基础。核心产品之一是油橄榄精华，该产品在行业中具有创新性，代表了品牌在研发上的领先地位。

欧玛博士（Dr. Mostafa Omar）是修丽可品牌的联合创始人之一。他在修丽可的早期发展中发挥了重要作用，特别是在研发稳定型左旋维他命C（L-抗坏血酸）水溶剂配方方面，这一配方对于皮肤抗老化和医学美容领域产生了深远的影响。

欧玛发展历程



3.1.1 创始人奠定品牌基因，定位高奢+高效能护肤

产品特点：高奢护肤、天然功效、科学配方。

产品定位：核心定位高端奢华美妆，专注于高效能产品，定位千元价格带，功效定位双抗一修。品牌与创始人欧玛博士的形象紧密绑定，创始人的个人基因和专业背景提升品牌的认可度。

客群定位：据蝉妈妈，公司客群年龄主要位于18-30岁的高收入女性客户群体，其中18-23岁占比最高，2023年抖音直播和视频渠道分别占比49.04%和41.46%。

欧玛核心产品

核心产品	核心大单品—橄榄精华	爆款单品—色修精华
图示		
成分优势	强功效成份：10%高浓度橄榄叶精粹；天然原料：欧玛自有橄榄种植园	天然421配方：4%熊果苷+2%曲酸+0.5%百里香精粹
功能优势	主打褪红修护、修护屏障、控油祛痘的三效合一功能	适合于痘敏肌，主打14天焕亮肤色、8周淡斑祛印
配方/技术优势	技术优势——无水萃取专利，保留更多活性物质	1997年经典杜克色修配方——多通路层层焕亮，其配方曾授权仙丽施和修丽可使用
销售优势	2023年获【凤凰网】品质甄选维稳精华大奖，2023抖音单品销量4.2万份，销售额达1,451万元	2023抖音单品销量3.8万份，销售额达1,093万元

欧玛2023年抖音渠道产品价格带

价格带	2023年	
	商品数	销售额（万元）
<10	0	0
10-50	0	0
50-100	8	24.1
100-300	16	86
300-500	13	151.3
500-1000	44	286.4
1000-5000	47	903.4
≥5000元	0	0

欧玛2023年抖音客群年龄分布

年龄段	直播占比	视频占比
18-23岁	49.04%	41.46%
24-30岁	35.69%	38.41%
31-40岁	13.22%	15.85%
41-50岁	1.79%	1.83%
>50岁	0.25%	2.44%

3.1.2 产品矩阵全面，解决用户诉求

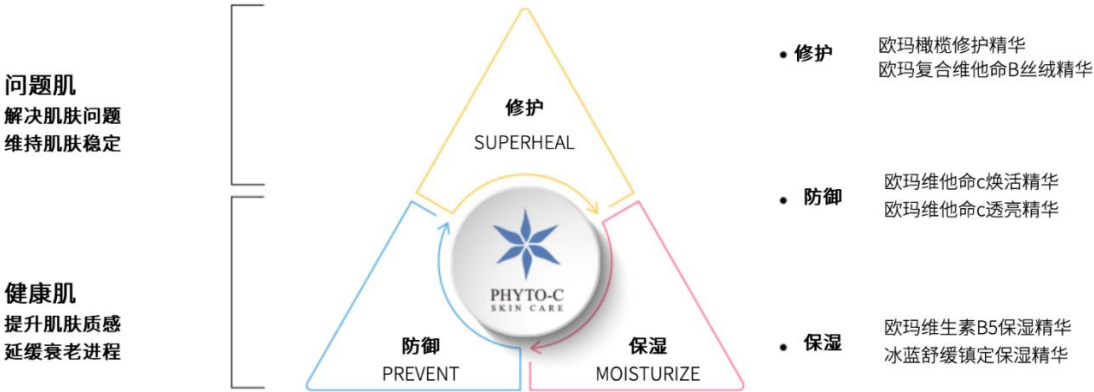
欧玛核心产品矩阵覆盖全面的肌肤问题，为用户解决硬核护肤诉求。这一源自实验室的皮肤学级护肤品牌，专注开发先进有效的护肤配方，解决泛红/敏感、红/黑/黄/黯等色沉问题、红血丝/细纹/色斑/粗糙等初老问题、暗沉/松弛/熟龄肌及屏障受损/干燥等肌肤问题。

欧玛产品矩阵						
肌肤问题	产品系列	对应单品	价格	类型	产品图片	产品功效
泛红/敏感	SUPERHEAL	橄榄修复精华	1048元/30mL	修护		抗红修复，抗氧化。（1）改善突发红肿痘痘、面部泛红；（2）改善受损肌肤屏障
		橄榄抗氧精华	1040元/30mL			美白抗衰双效合一。改善熟龄肌皱纹、斑点瑕疵、炎症烂脸、粗糙暗沉等问题
		橄榄精华乳	1649元/60g			淡纹提亮。（1）抗红维稳，加倍保湿；（2）针对性改善细纹皱纹、暗沉斑点
红血丝/细纹/色斑/粗糙等初老问题	Clinical	红丝绒精华	1120元/30mL			抗皱修护。（1）促进肌肤微循环，提亮肤色；（2）淡化细纹皱纹；（3）专为脆弱敏感肌研发
红/黑/黄/黯等色沉问题	PHYTO	色修基础精华	619元/30mL			祛痘印美白。（1）改善红/褐/黑痘印；（2）淡化炎症色沉与色斑
		色修专研精华	719元/30mL			美白及抗菌。（1）加强改善色素沉着，改善偏黄暗哑；（2）提升皮肤紧致及光泽度
	Hyper	速白瓶精华	-			抑黑焕亮。改善肤色不均、氧化暗沉、痘印色斑、粗糙蜡黄、干燥缺水的肌肤问题
暗沉/松弛/熟龄肌	Antioxidant	C15精华	1140元/30mL	防御		去黄抗氧。（1）改善突发红肿痘痘、面部泛红；（2）改善受损肌肤屏障
	Cleanse&Toner	果酸平衡水	419元/200mL	保湿		调节肌肤pH值。（1）改善出油，去闭口黑头；（2）瓦解皮肤表面色沉，收缩毛孔
屏障受损/干燥	Moisturize	B5保湿精华	829元/30mL			舒缓修护。改善肌肤干痒紧绷、干纹、起皮，科学平衡水油
		冰蓝精华	630元/30mL			抗红补湿。（1）深层改善缺水状况；（2）改善敏感肤质；（3）增强弹性，减淡幼纹

3.1.2产品结构：油橄榄精华大单品驱动

当前以大单品油橄榄精华为核心驱动，双渠道大单品占比均超50%。

分系列产品解决多维度问题



抖音渠道TOP单品

抖音	2023年		2024年（截止3.15）	
	产品	占比	产品	占比
1	橄榄精华	64.91%	橄榄精华	53.38%
2	橄榄精华+红丝绒精华套组	12.68%	色修精华	13.87%
3	色修精华	10.68%	橄榄精华+色修精华	8.81%
4	红丝绒精华	4.89%	橄榄精华+色修精华+果酸平衡水套组	7.99%
5	果酸平衡水	1.38%	橄榄精华乳	7.78%

天猫渠道TOP单品

天猫	2023年		2024年（截止2月）	
	产品	占比	产品	占比
1	橄榄精华	80.30%	橄榄精华	76.23%
2	色修精华	10.79%	色修精华	9.72%
3	橄榄精华+色修精华	2.98%	橄榄精华+色修精华	4.84%
4	果酸平衡水	1.94%	果酸平衡水	3.92%
5	B5精华液	1.47%	B5精华液	1.92%

3.1.3 品牌形象：独立实验室研发高端品牌，主打“双抗一修”

定位独立实验室研发高端院线品牌：①欧玛品牌拥有独立实验室和橄榄种植园，为高端科研院线品牌之一。2005年「欧玛PHYTO-C」品牌正式成立，28年间专注植萃功效护肤。②创始人欧玛博士具备专业科研背景。欧玛博士曾任教于罗德岛大学药学系并在医学研究中心从事研究工作，研发的左旋维他命C、杜克色修配方、无水萃取专利提供了专业的科研背景。获得美国国家癌症研究中心NCI及与美国国立卫生研究院NIH的研发经费支持。

主打“双抗一修”进行品牌形象巩固：2023年11月，科笛作为欧玛推广合作伙伴，提出了“双抗一修”的黄金三角概念，营造功效感，PHYTO-C欧玛橄榄精华于2023年获“凤凰网”品质甄选维稳精华大奖，扩大品牌影响力。

定位“双抗一修”黄金三角



创始人欧玛博士

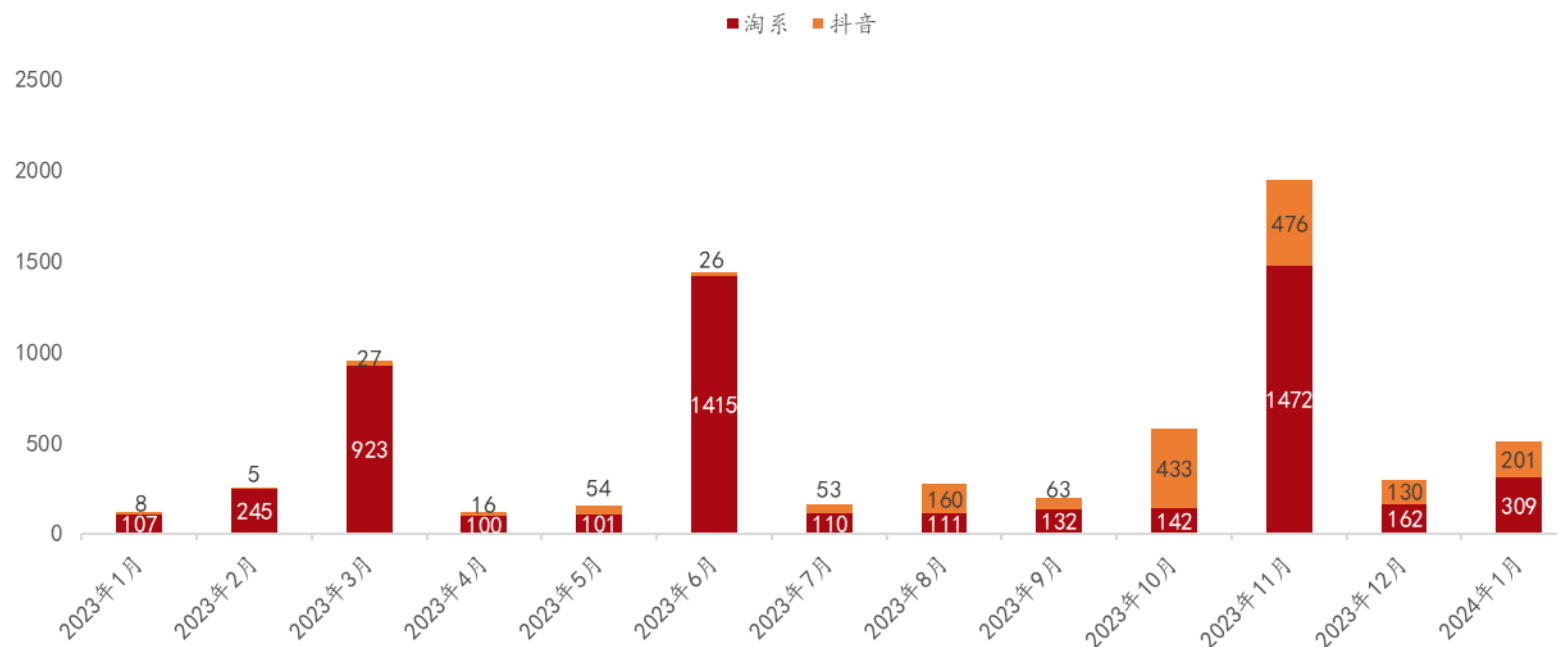


Dr. Mostafa Omar
左旋VC之父
植物化学科学家
国际知名生药学专家

3.1.4 着力线上渠道布局，淘系海外旗舰店成绩亮眼

依托科笛推广优势，欧玛以线上天猫平台为核心布局销售渠道：科笛于23年9月开始负责欧玛品牌在国内的品牌推广活动，在国内目前主要以线上形式为主，优先借助科笛发展成熟的线上渠道起量，未来预计铺设院线渠道。在接手后第一个线上重要大促节点“双11”，欧玛营造最大特色“功效感”，提出“双抗一修，黄金三角”概念，主打抗炎+抗氧化，深受消费者青睐，23年双11日常护肤产品GMV超2480万，同比增加374%，欧玛橄榄修复精华在天猫进口控油精华热卖榜中排名第一。合作科笛以来，Q4欧玛淘系GMV占前三季度的54.75%，抖音GMV为前三季度的252.18%，营收大幅提升。

欧玛线上平台（淘系、抖音）GMV表现亮眼（单位：万元）



3.2 科笛皮肤药物管线：全面覆盖

公司皮肤药物管线覆盖全面，分别用于寻常痤疮、特应性皮炎和银屑病的治疗。其中，CU-10201产品处于商业化阶段亟待获批，其余两款产品均处于临床前阶段。

图表：科笛皮肤疾病及护理产品管线

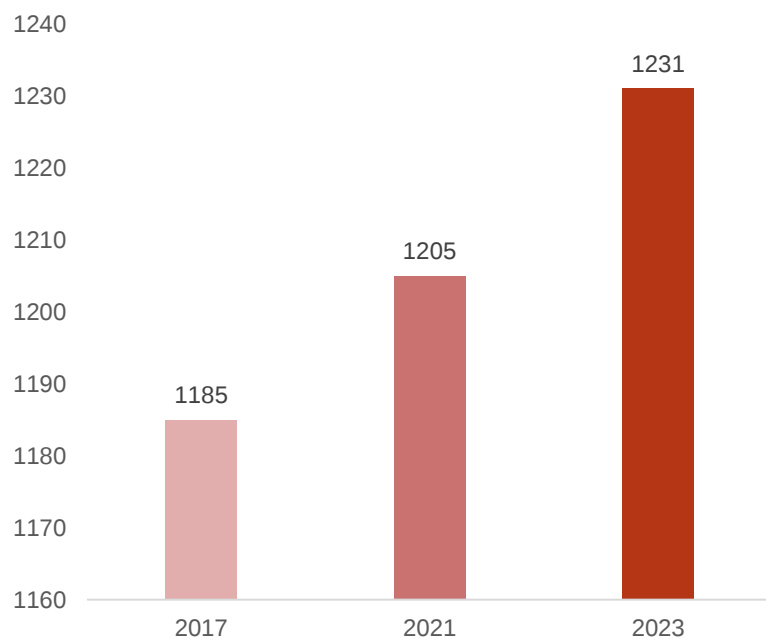
候选药物	活性成分及制剂	适应症	非处方药/处方药	商业权力	来源	所处阶段	进程预告	国家药监局注册分类2	商机	竞争优势
★ CU-10201 重点产品	外用4%米诺环素泡沫剂	寻常痤疮	处方药	大中华区 ¹	获授权	商业化	于2023年第四季度向国家药监局提交新药申请	5.1	中国寻常痤疮患病率2017-2021年CAGR 0.4%，预期2025年达122百万	● 米诺环素可有效抑制细菌肽链的形成； ● 泡沫配方优化患者体验且提高其遵从性； ● 低全身药物暴露； ● 对痤疮丙酸杆菌有强烈抗菌作用并且抗药性发生率低。
CU-10101	外用新型小分子药剂	特应性皮炎		大中华区 ¹ 、日本、南韩和东南亚	获授权	临床前	于2024年第二季度向国家药监局提交IND申请	1	中国特应性皮炎患病率2017至2021年CAGR 2.6%，预期2025年达75.2百万	● 在临床前研究中显示对于特应性皮炎具有良好治疗前景； ● 优化的配方及对患者的皮肤更友好； ● 非激素特性避免与皮质类固醇相关的副作用和限制； ● 外用配方可直达患处。
CU-10401	外用本维莫德乳膏剂	银屑病		大中华区 ¹ 、日本、南韩和东南亚	收购		于2026年向国家药监局提交ANDA	4	中国银屑病患病率2017至2021年CAGR 0.5%，预期2025年达6.8百万	● 潜在成为首个在中国获批的本维莫德乳膏仿制药； ● 具有更低的副作用风险； ● 复发率低且没有钙泊三醇可能引起的血清钙升高的风险。

资料来源：科笛集团介绍，方正证券研究所注：1包括中国内地、香港特别行政区、澳门特别行政区及台湾；2对于尚未获得IND批准的候选产品，其国家药监局注册分类待国家药监局确认。

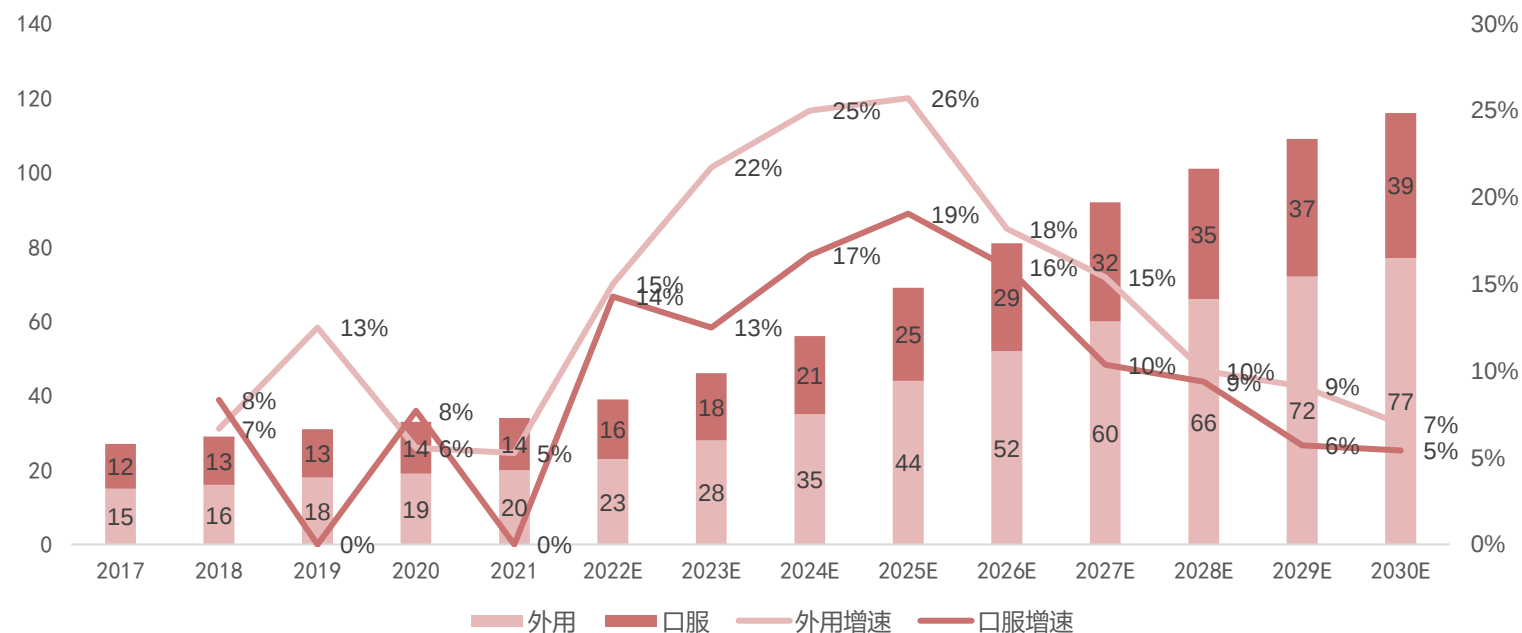
3.2.1 寻常痤疮市场：患者体量大，市场增长强势，外用药增速高于口服药

寻常痤疮是一种以开放性或闭合性粉刺和炎症病变为显著特征的慢性炎症皮肤疾病，包括丘疹、脓疱及结节，在青少年及青壮年中尤为常见。据统计，中国寻常痤疮患病人数由2017年的1.185亿增至2021年的1.205亿，预计于2023年将达到1.231亿，呈逐步上升趋势；不断上升的痤疮患病人数和消费者不断增加的皮肤护理意识使中国痤疮治疗市场规模不断增长。针对寻常痤疮的药物治主要有外用和口服两种剂型，2025年外用和口服药物市场规模分别有望达44亿元和25亿元，对应2021-2025E CAGR分别为22.2%和14.7%，预计外用药物增速整体高于口服药物增速。

寻常痤疮患病人数（单位：千万）



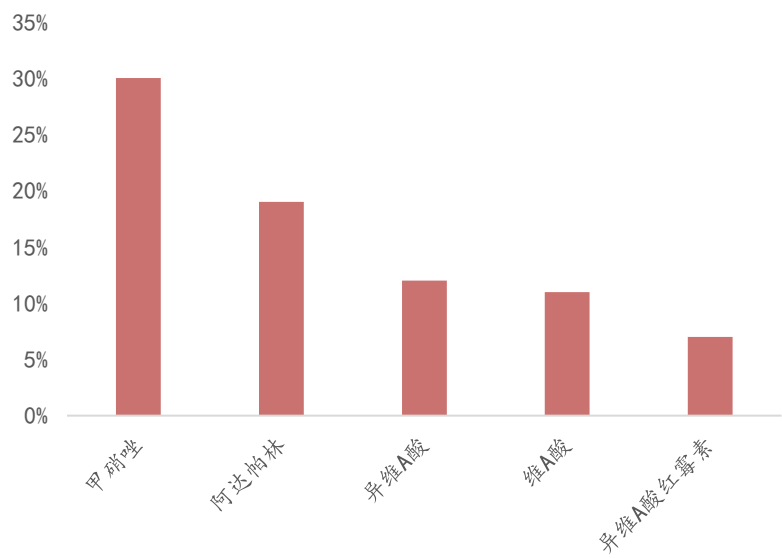
寻常痤疮治疗市场规模（单位：亿元）



3.2.2 寻常痤疮市场：产品的竞争格局以及适用范围

治疗轻度痤疮，以外用药物治疗为主，在耐受的前提下可外用维A酸制剂。对于中重度痤疮，口服抗生素结合外用药物治疗是最佳方式。常用的痤疮外用制剂包括维A酸类、过氧苯甲酰和抗生素。常用的治疗痤疮的口服抗生素为四环素、多西环素和米诺环素。据统计，外用制剂占有主要的市场份额，其中抗生素（甲硝唑）领域占据了市场主导份额，其次是维A酸类。

B2C皮肤用药-痤疮类通用名排行TOP5



不同类型寻常痤疮的优先推荐治疗方式

	治疗方法	轻度（Ⅰ级）	中度（Ⅱ级）	中度（Ⅲ级）	重度（Ⅳ级）
外用药	维A酸类	1	0	0	0
	过氧苯甲酰	2	0.5	1	1
	抗菌药物	0	0.5	1	1
系统用药	抗菌药物	0	2	1	1
	维A酸类	0	0	2	1
	抗雄激素	有抗雄激素指征的患者需配合抗雄激素治疗			
	糖皮质激素	0	2	1	1

注：1一线选择，优先推荐；2二线选择，次要推荐；0不推荐；此表仅罗列最常用治疗手段

3.2.2 寻常痤疮市场：外用米诺环素泡沫剂与主流药物对比

截至2023年1月30日，在中国获批的外用寻常痤疮药物有25种，种类繁多。其中，痤疮治疗的首选口服药物通常是四环素（米诺环素、强力霉素）或大环内酯（红霉素、阿奇霉素），而孕妇不能服用四环素，科笛引进的外用4%米诺环素泡沫剂（CU-10201）是全球首个也是唯一一个获批准用于寻常痤疮治疗的外用米诺环素，且适用九岁及以上儿童和成人患者使用，备受消费者期待。CU-10201通过儿童药拿到CDE优先审评审批资格，NDA受理到获批时间预计将显著缩短。

外用4%米诺环素泡沫剂与主流药物对比

治疗方式	所属类别	原理机制	适应症	优劣势
CU-10201	外用	抗菌、抗炎效果	中度至重度痤疮	耐受性良好，痤疮丙酸杆菌的抗药性比率低，药物相关的严重不良反应率较低
口服米诺环素	口服	抗菌、抗炎效果	中度至重度痤疮	耐受性良好，孕妇禁用，副作用包括前庭毒性、胃肠道不良反应、肝毒性
其他外用抗生素	外用	抗菌、带/不带抗炎效果	中度至重度痤疮	耐受性良好，痤疮丙酸杆菌的抗药性比率高，副作用包括局部皮肤刺激
维A酸	外用	消除粉刺和抗炎效果以及正常化毛囊皮脂腺脱皮	轻度至中度痤疮	需要逐渐建立耐受性，副作用包括致畸性和日光过敏
过氧苯甲酰	外用	抗菌、轻度抗炎和消除粉刺效果	中度至重度痤疮	需要逐渐建立耐受性，副作用基于浓度的局部皮肤刺激

3.2.2 CU-10201：用泡沫配方打破痤疮治疗局限，区别于中国主流外用痤疮治疗

【产品特点】：独特泡沫配方作用机制+强效抗菌效果

【产品优势】：

- ① 作为被广泛认可的抗生素，米诺环素具有抗炎特性，可有效抑制细菌肽链的形成。



- ② 泡沫配方优化患者体验且提高其遵从性

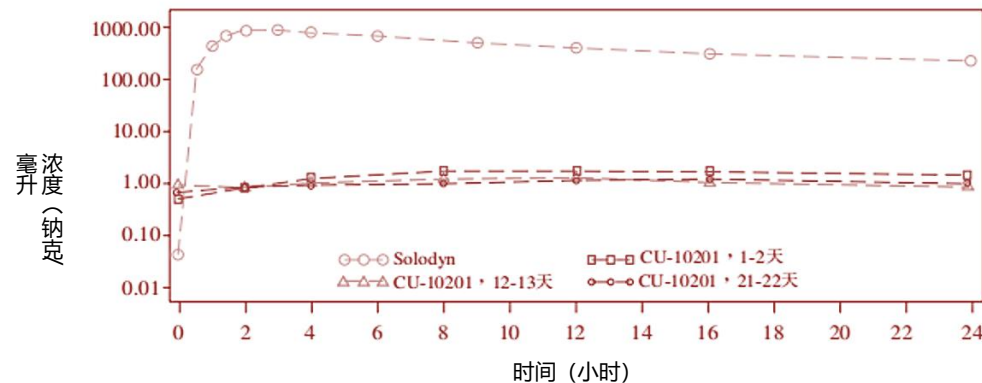
- ✓ 减少皮肤刺激
- ✓ 更有效地将药物输送至痤疮部位
- ✓ 舒适的质感可提升患者的遵从性



- ③ 低全身药物暴露

每日最大剂量为4克CU-10201持续使用最多21天后，米诺环素的系统性暴露数量较口服1毫克/千克solodyn低730-794倍。

体痤疮患者口服Solodyn及外用CU-10201后米诺环素的平均血浆药物浓度-时间曲线（半对比数）



- ④ 对痤疮丙酸杆菌有强烈抗菌作用并且抗药性发生率低

体外抗菌作用：CU10201与夫西地酸软膏和溶液的抑制直径对比

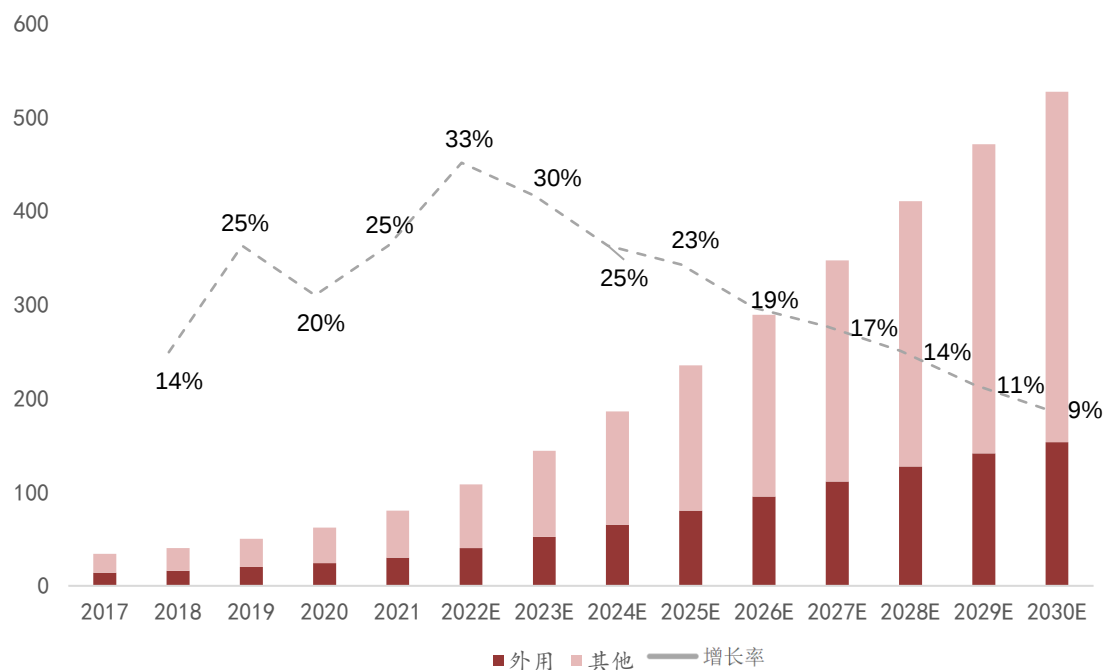
细菌	CU-10201直径抑制	溶液直径抑制	夫西地酸直径抑制
金黄色葡萄球菌6538	>40, >40, >40毫米	13, 21, 20毫米	>40, >40, >40毫米
铜绿假单胞菌9027	40, 40, 40毫米	0, 0, 0毫米	11, 12, 16毫米
葡萄球菌 (MRSA) 43300	>40, >40, >40毫米	17, 18, 20毫米	40, 40, 38毫米
化脓性脓肿19615	38, 43, 40毫米	12, 15, 11毫米	10, 12, 22毫米
痤疮丙酸杆菌1182	32, 30, 35毫米	不适用	不适用

3.2.3 银屑病&特应性皮炎市场

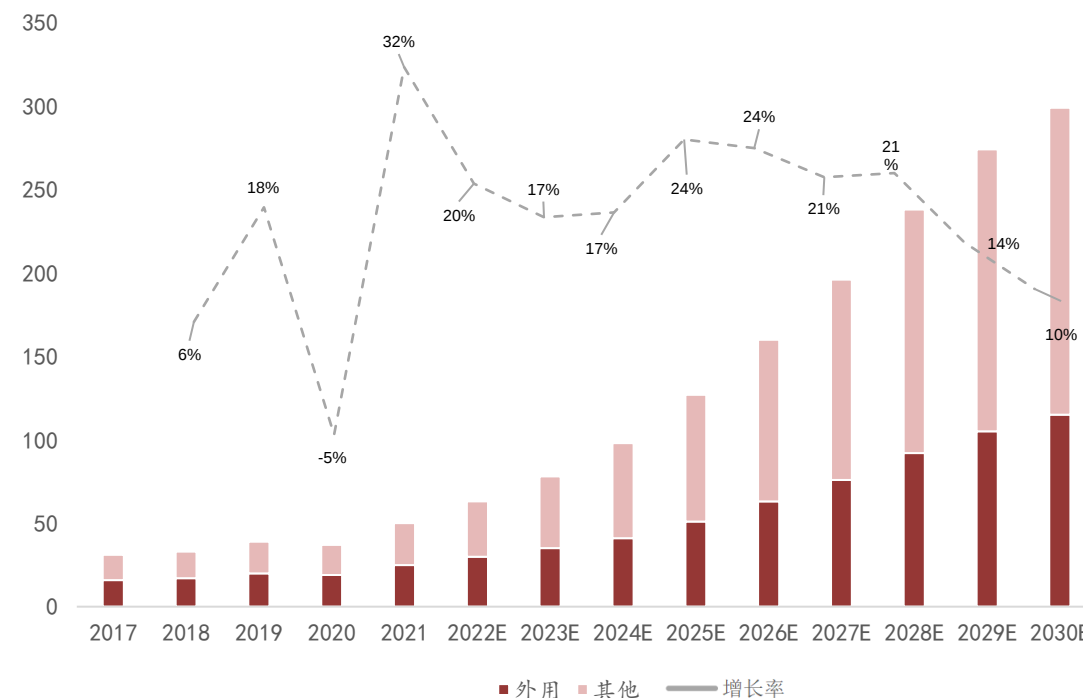
银屑病：全世界约有1.25亿人受到银屑病的困扰，2021年银屑病外用药市场规模已经达到30亿元，同比增速25%，且预计2021-2025年行业将维持20%以上的增速，显示着现阶段及未来巨大的市场需求，本维莫德乳膏适用于成年轻至中度寻常性银屑病患者。

特应性皮炎：中国的特应性皮炎患病人数由2017年的6240万增加到2021年的6910万，预计于2030年达到8170万。2021年特异性皮炎外用药市场规模已经达到25亿元，同比增速32%，未来预计2021-2027年行业规模增速将维持在20%左右。

银屑病治疗药物销售额（人民币：亿元）



中国特应性皮炎治疗药物销售额（人民币：亿元）



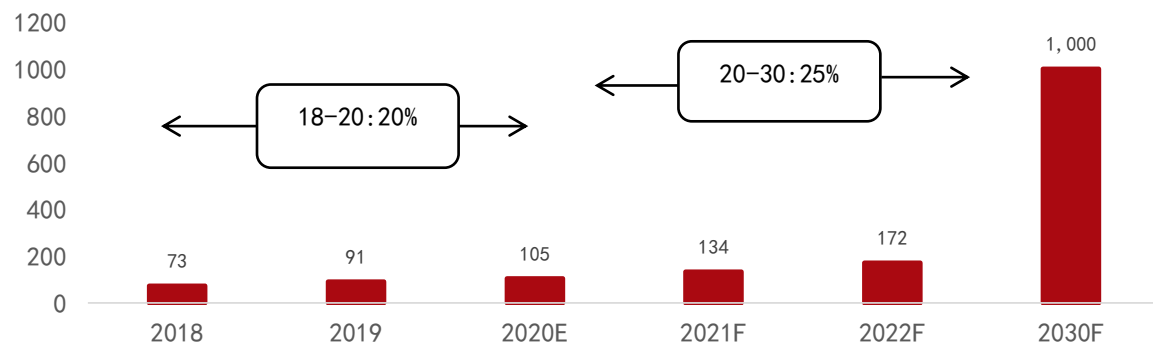
四、其他：减脂&局麻

4.1 减脂药物市场需求强盛、空间广阔并有望高速增长

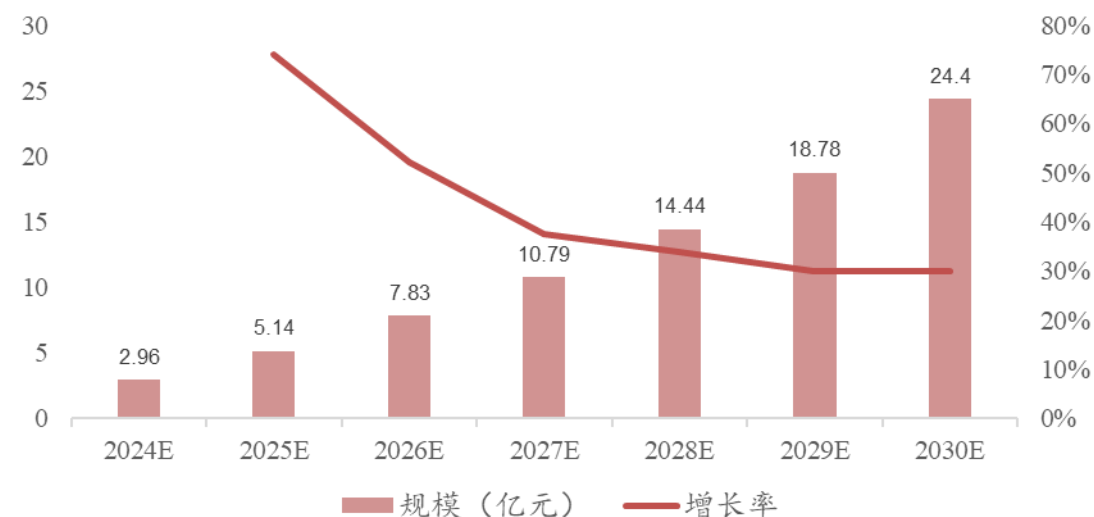
中国肥胖人群数量较大，局部脂肪堆积管理药物市场空间广阔：据德勤数据，中国塑形行业市场（主要包含手术、无创光电和生活塑形）2020年规模约105亿，并将维持10年约25%的CAGR增长至2030年的1000亿；局部脂肪堆积管理药物未来市场空间较大，预计2030年达到24.4亿元。

新品获批上市及临床渗透率提高，减脂药物市场有望高速增长：非手术溶脂正在高速发展，具备低风险、副作用小、效果佳等特性，不断吸引消费者，预计获批后将较大推动市场发展，产品上市后各产品制造商对医生的教育及推广有望继续提高产品的临床渗透率。

塑形市场规模（亿元）



中国局部脂肪堆积管理药物市场规模（亿元）

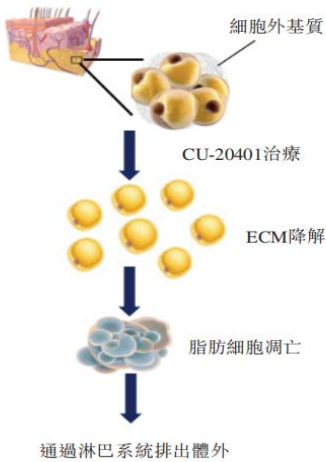


4.1 局部脂肪堆积管理药物核心产品CU-20401：一种重组突变胶原酶

CU-20401是一种可针对脂肪堆积的重组突变胶原酶，给药途径为皮下注射。由于脂肪细胞通常附著于由胶原网络组成的细胞外基质上，CU-20401作为胶原酶降解皮下脂肪层中的细胞外基质胶原，导致脂肪细胞凋亡。

科笛临床试验进展：已完成CU-20401治疗额下脂肪堆积（额下脂肪）的人体受试者I期临床试验，及治疗腹部脂肪堆积（腹部脂肪）的I期临床试验。CU-20401治疗额下脂肪堆积（额下脂肪）的II期临床试验已完成首例受试者入组。

CU-20401作用机制



CU-20401管线信息

治疗领域	候选药物	活性成分及制剂	适应症	非处方药/处方药	商业权力	来源	国家药监局注册分类	临床前	IND	I期	II期	III期	注册	商业化	已完成里程碑	预期启动商业化
局部脂肪堆积管理药物	CU-20401重组突变胶原酶		额下脂肪堆积（额下脂肪）	处方药	亚洲	收购	I								于2023年第三季度启动II期	2028年
			腹部脂肪堆积（腹部脂肪）												于2024年完成I期	2028年

4.1 CU-20401安全有效，兼具额下和腹部适应症，具有市场先发优势

安全有效，在减脂市场中具有吸引力。在额下脂肪堆积人群中显示出初步疗效，根据2022年11月完成的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），无严重不良事件；疗效方面，接受CU-20401治疗后，患者评估的额下脂肪相对基线均有下降，临床医生评估的额下脂肪下降1分的比例在37.5%-75.0%；与能量减脂及吸脂手术比较，CU-20401治疗的程序时间最短、SAE比率最低及治疗成本最低，使其成为局部脂肪堆积管理的一种具吸引力的治疗选择。

直击市场痛点，在中国蓝海市场中具有先发优势：直击目前全球唯一在售溶脂产品脱氧胆酸（kybella）的要害，通过高度选择性靶向脂肪细胞的创新机制，解决了注射疼痛、恢复期长、易反弹等巨大的市场痛点；CU-20401是国家药品注册管理办法中的1.1类创新药，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。

CU-20401 与其他减脂方案对比

	CU-20401	能量减脂	吸脂手术
程序时间	15-20分钟	1小时	2至4小时
侵入力	术后疼痛较轻的微创治疗	非侵入性手术	感受到明显术后疼痛的侵入性手术
完全恢复时间	2-4周	1周内	1-3个月
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)
SAE比率	不明确；I期临床试验无报告病例	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，侵入性等

4.1 同业管线竞争：中国内地暂无获批产品，蓝海可期

中国局部脂肪堆积药物市场仍为蓝海。目前，中国并无获批准的局部脂肪堆积管理药物，南京诺瑞特、科笛与南京迈诺威三款候选产品仍处于临床试验阶段。

科笛CU-20401产品差异化创新：从核心成分来看局部脂肪堆积药物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。

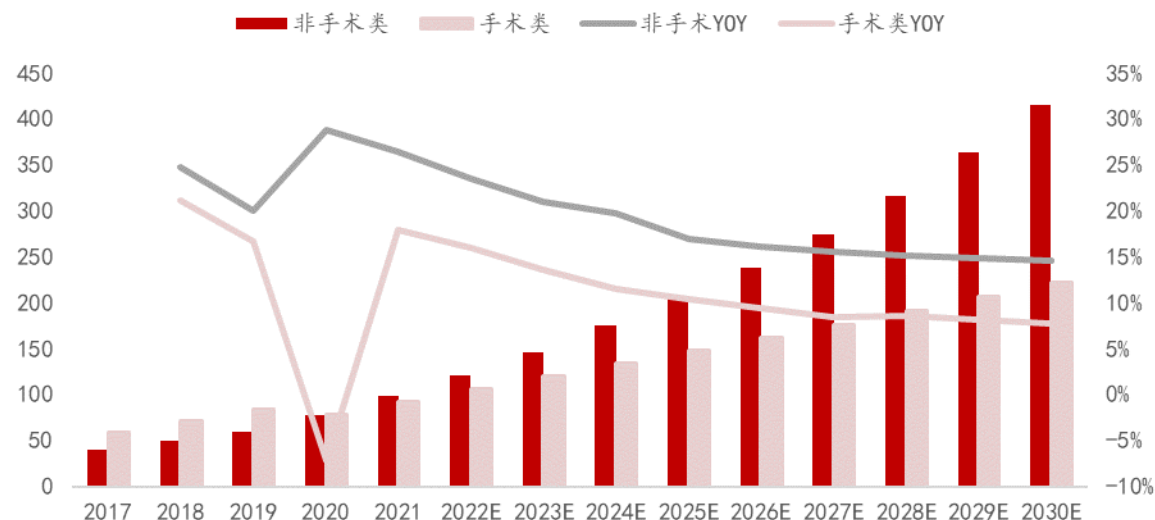
亚洲局部脂肪堆积药物市场竞争格局

药物	公司	适应症	最高开发阶段	地区	首次公布日期	核心成分	药品类型	作用机制	作用位点
CU-20401	科笛	改善成年人额下脂肪堆积	I期已完成	中国	2021年8月	重组突变胶原酶	生物制剂	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。	脂肪细胞附著的细胞外基质中的胶原蛋白
		改善成人腹部脂肪堆积	I期（进行中）		2021年8月				
V-OLET	大熊	成年人因额下脂肪堆积而导致的中重度轮廓隆起	批准	韩国	2021年8月	脱氧胆酸	化学药物	溶解脂肪细胞膜，导致脂肪细胞解体。	脂肪细胞的细胞膜
Belkyra/Kybella	爱力根	改善成年人中重度凸起或伴随丰满额下脂肪外观	批准	中国香港 中国台湾	2018年5月 2017年5月			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。	
MT921(胆酸)	Medytox	中重度额下脂肪	III期	韩国	2022年1月	胆酸		该药可以溶解脂肪细胞膜，导致脂肪细胞解体。	
脱氧胆酸	南京诺瑞特	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	III期	中国	2021年9月	脱氧胆酸		PPC选择性地引起细胞凋亡和脂肪细胞的脂肪分解。	
AYP-101	AMIpHarm	中重度额下丰满	II期	韩国	2019年6月	多烯磷脂酰胆碱		该药可以溶解脂肪细胞膜，导致脂肪细胞解体。	
脱氧胆酸	南京迈诺威	额下脂肪	IND批准	中国	2021年7月	脱氧胆酸	化学药物	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。	脂肪细胞的细胞膜
脱氧胆酸	江苏吴中	局部溶脂	仿制药药学研究	中国	2022年12月			该药可以溶解脂肪细胞膜，导致脂肪细胞解体。	
RZL-012	复锐医疗	减少额下脂肪凸起	II期	中国	2020年9月	化学合成小分子			
脱氧胆酸	爱美客	减少额下脂肪凸起	临床前在研阶段	中国	2021年	脱氧胆酸			

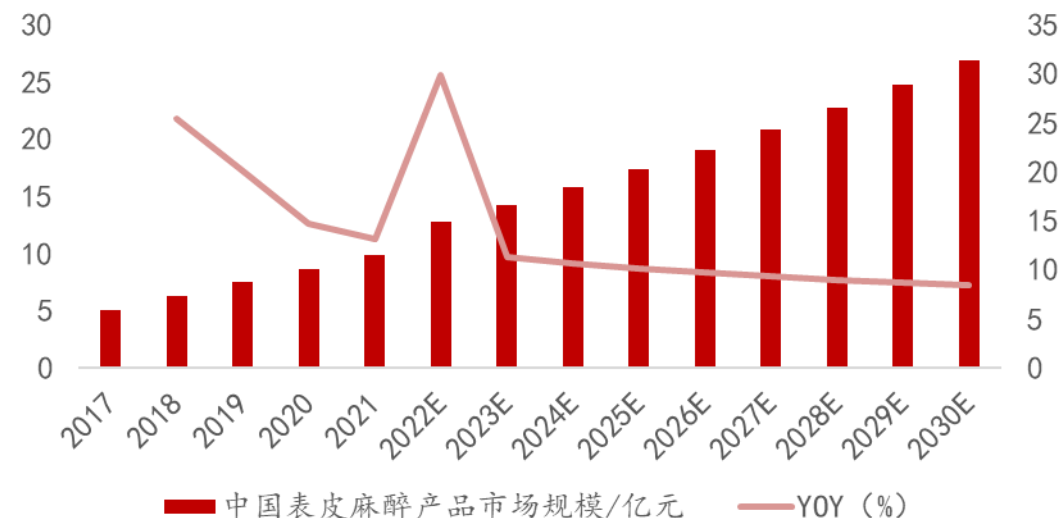
4.2 表皮麻醉行业保持稳健增长，预期未来空间更进一步扩大

中国医美市场迅速扩大，表皮麻醉的需求随之增长，未来发展空间有望扩大。中国表皮麻醉产品市场保持稳健增长，根据弗若斯特沙利文，2021 年中国表皮麻醉产品市场规模为 9.9 亿元，2017-2021 年 CAGR +18.3%；该机构预计 2030 年中国表皮麻醉产品市场规模有望达到 26.9 亿元，其中 2021-2025E CAGR +15.3%；2025E-2030E CAGR +9.1%。

图表：中国医疗美容市场规模（十亿元）



图表：中国表皮麻醉产品市场规模（亿元）



4.2 行业竞争：国内同行较少研发利多卡因／丁卡因，管线竞争具有先发优势

利多卡因/丁卡因具有起效快、长效方便的双重优势：与市面上其他表皮麻醉相比：接受利多卡因／丁卡因治疗的受试者报告的疼痛评分明显低于接受利多卡因／丙胺卡因治疗的受试者。利多卡因起效快，丁卡因作用时间持久。二者复配，药效更强，作用时间更久。中国当前没有获批的利多卡因和丁卡因复合产品，且现获批的产品均为小剂量包装，预计难以满足医美相关需求，而科笛研发的CU-30101目前已处于利多卡因/丁卡因最高研发状态，如果能抢先批准上市，有望填补表皮麻醉市场空白。

利多卡因/丁卡因与利多卡因/丙胺卡因疗效对比

成分	疗效	常见副作用	给药部位	用后吸收
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
利多卡因/丙胺卡因	67.5%的受试者报告疼痛得到了充分缓解 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% 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/丁卡因在研机构进度对比

通用名称	公司	主要适应症	产品开发阶段	首次公布日期
利多卡因/丁卡因	科笛	表皮麻醉镇痛（用于浅表皮肤科手术）	临床三期	2023年2月
利多卡因/丁卡因	爱美客		临床三期	2023年10月
利多卡因/丁卡因	橘友生物科技		临床申请批准	2023年11月

五、盈利预测及估值

5. 盈利预测及估值

公司未来核心增长驱动假设：

(1) 毛发类业务：①预计短期跨境OTC产品 Bailleul法国小白管处于高速增长期，仍为核心驱动，预计24-26年收入1.2/1.8/2.45亿，同比+72%、50%、36%。②其他毛发护理产品等因二硫化硒等放量预计24-26年收入0.5/0.8/1.2亿元。③重磅产品非那雄胺预计25年获批，25-26年预计收入0.5/1.5亿元；汇总毛发类24-26年预计收入1.83/3.6/6.26亿元，同比+90%、97%、74%。

(2) 皮肤类药物：预计米诺环素将于2024H2获批，预计24-26年收入0.1/0.6/1.2亿元。

(3) 功效护肤：欧玛继双11表现亮眼后，预计延续增长，预计24-26年收入0.8/1.5/2亿元。

综合预计公司24-26年收入2.83/5.9/10.02亿元，维持“推荐”评级。

同业估值对比表（单位：百万元）

股票代码	股票简称	市值 (亿元)	收入（百万元）			PS		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
1530.HK	三生制药	132	8,719	9,635	10,558	1.5	1.4	1.3
000963.SZ	华东医药	539	46,264	51,029	—	1.2	1.1	—
688366.SH	昊海生科	151	3,235	3,901	4,603	4.7	3.9	3.3
2487.HK	科笛-B	22	283	590	1,002	7.7	3.7	2.2

主营业务分业务收入预测（单位：百万元）

科笛(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	137.62	283.00	590.00	1,001.61
YOY	1111%	106%	108%	70%
毛发类	96.3	183.0	360.0	626.1
YOY	749%	90%	97%	74%
CUP-MNDE（跨境OTC）	69.8	120	180.0	245.0
YOY	693%	72%	50%	36%
生发精华、其他毛发及护理产品	23.5	50.0	80.0	120.0
YOY	1049%	113%	60%	50%
CUP-MNDE（大贸OTC）		5	35.0	60.0
YOY				71%
CU-40102（'外用非那雄胺外用喷雾剂）			50.0	150.0
YOY				200%
其他	3.00	8.00	15.00	51.11
皮肤类		10.0	60	120
YOY				100%
CU-10201（外用米诺环素泡沫剂）		10	60	120
YOY				100%
功效护肤品	41.3	80	150	200
YOY		94%	88%	33%
欧玛	41.3	80	150	250
YOY		94%	88%	67%
其他	0.0	10.0	20.0	55.5
YOY				
CU-30101（利多卡因丁卡因乳膏）				25.5
其他	0.0	10	20	30

注：2023年部分拆分数据为估算

六、风险提示

- 1、单一产品收入占比过高的风险：公司当前核心增长仍由代理法国小白管驱动，整体存在代理大单品占比过高的风险；
- 2、行业竞争加剧的风险：米诺地尔为基础成熟脱发产品，当前竞品较多，存在行业竞争加剧的风险；
- 3、线上商业化进展不及预期的风险：公司当前线上渠道为核心驱动，若线上商业化进展不及预期，则公司收入增长或将受到冲击。
- 4、管线研发进程不及预期的风险：公司当前多款管线仍亟待落地，存在管线研发进程不及预期的风险。

附录：公司财务预测表（单位：百万人民币）

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	139	283	590	1002
营业成本	67	113	221	351
销售费用	208	283	354	401
管理费用	186	198	207	200
财务费用	-19	0	0	0
营业利润	-538	-509	-398	-100
利润总额	-1964	-509	-398	-100
所得税	0	0	0	0
净利润	-1964	-509	-398	-100
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	-1964	-509	-398	-100
EBITDA	-1958	-509	-398	-100
EPS（元）	-9.60	-1.67	-1.31	-0.33

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-485	-550	-475	-114
净利润	-1964	-509	-398	-100
折旧摊销	25	0	0	0
少数股东权益	0	0	0	0
营运资金变动及其他	1454	-40	-77	-14
投资活动现金流	-131	-153	-109	-80
资本支出	-50	-51	-55	-50
其他投资	-81	-102	-54	-30
筹资活动现金流	422	400	400	0
借款增加	6	0	0	0
普通股增加	423	400	400	0
其他	-7	0	0	0
现金净增加额	-194	-303	-185	-194

附录：公司财务预测表（单位：百万人民币）

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1416	1343	1483	1575	成长能力(同比增长率%)				
现金	473	170	-14	-209	营业收入	1080.53	103.41	108.48	69.76
应收账款	62	33	70	111	营业利润	-74.12	5.26	21.82	74.85
存货	45	181	354	487	归属母公司净利润	-253.30	74.06	21.82	74.85
其他	836	958	1074	1186	获利能力(%)				
非流动资产	290	341	396	446	毛利率	51.60	60.00	62.50	65.00
固定资产	178	198	218	238	净利率	-1426.91	-180.00	-67.50	-10.00
无形资产	56	87	122	152	ROE	-145.57	-41.09	-32.08	-8.78
其他	57	57	57	57	ROIC	-128.88	-35.65	-27.83	-7.53
资产总计	1707	1684	1880	2022	偿债能力				
流动负债	255	342	535	778	资产负债率(%)	20.96	26.41	33.95	43.56
短期借款	129	129	129	129	净负债比率(%)	-21.03	1.53	16.41	34.88
应付账款及票据	0	31	61	97	流动比率	5.56	3.93	2.77	2.03
其他	125	181	344	551	速动比率	5.38	3.40	2.11	1.40
非流动负债	103	103	103	103	营运能力				
长期借款	60	60	60	60	总资产周转率	0.09	0.17	0.33	0.51
其他	43	43	43	43	应收账款周转率	4.42	5.92	11.47	11.08
负债合计	358	445	638	881	应付账款周转率	/	7.20	4.76	4.41
股本	0	0	0	0	每股指标(元)				
储备	1349	1240	1241	1141	每股收益	-9.60	-1.67	-1.31	-0.33
归属母公司股东权益	1349	1240	1241	1141	每股经营现金	-1.59	-1.80	-1.56	-0.38
少数股东权益	0	0	0	0	每股净资产	4.44	4.07	4.07	3.74
股东权益合计	1349	1240	1241	1141	估值比率				
负债和股东权益	1707	1684	1880	2022	P/E	-1.07	-4.40	-5.63	-22.37
					P/B	2.31	1.81	1.80	1.96
					EV/EBITDA	-1.44	-4.43	-6.14	-26.34

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为C3及以上等级的投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

类别	评级	说明
公司评级	强烈推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有20%以上的涨幅。
	推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的涨幅。
	中性	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数在-10%和10%之间波动。
	减持	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的跌幅。
行业评级	推荐	分析师预测未来12个月内行业表现强于同期基准指数。
	中性	分析师预测未来12个月内行业表现与同期基准指数持平。
	减持	分析师预测未来12个月内行业表现弱于同期基准指数。
基准指数说明		A 股市场以沪深300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普500指数为基。



方正证券研究所

专注 · 专心 · 专业

北京市西城区展览路48号新联写字楼6层
长沙市天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层

上海市静安区延平路71号延平大厦2楼
深圳市福田区竹子林紫竹七道光大银行大厦31层

广州市天河区兴盛路12号楼隼峰院2期3层方正证券