

江苏吴中 (600200.SH)

买入(首次评级)

依托药企基因，医美赛道破局之路可期

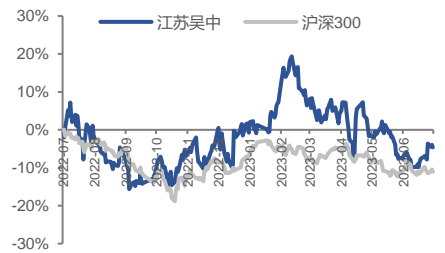
当前价格： 7.5 元

目标价格： 9.27 元

基本数据

总股本/流通股(百万股)	712/710
总市值/流通市值(百万元)	5342/5322
每股净资产(元)	2.58
资产负债率(%)	53.36
一年内最高/最低(元)	9.31/6.58

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 刘畅

执业证书编号: S0210523050001

邮箱: lc30103@hfzq.com.cn

分析师 高兴

执业证书编号: S0210522110002

邮箱: gx3970@hfzq.com.cn

相关报告

投资要点:

➤ **医药+医美双赛道齐头并进。**公司成立于1994年，1996年通过成立苏州中凯生物制药厂布局医药业务，2019年公司确定以医药大健康产业为核心的发展方向，2021年起加速医美布局，目前公司已形成“以医药为核心，重点培育医美产品，投资赋能”的业务格局。医药板块：拥有研发-生产-销售的完整产业链，产品涵盖抗病毒/抗感染、免疫调节、抗肿瘤、消化系统、心血管类等领域。医美板块：2021年起重点布局，已搭建医美事业部、吴中美学、吴中美学(香港)业务运营平台，拥有玻尿酸、童颜针等海外高端产品的独家代理权，并重点打造胶原蛋白自有技术平台。

➤ **依托药企基因切入医美赛道，医美战略思路清晰。**公司深耕医药行业二十余年，医药改革背景下药企转型迫切，公司确立以医药和医美为核心的发展战略，夯实医药产业核心地位，重点培育医美行业，力争形成具有一定市场地位的大健康产业集群。公司医美业务围绕“代理权引进-合作研发/技术引进-自主研发”三步走思路逐步推进，目前已通过投资并购获取海外品牌代理权快速切入医美市场，并加强联合研发和引进核心技术培养自研能力，未来重点打造自有技术平台，建立技术端和产品端的竞争壁垒。

➤ **股权激励共享发展成果，充分调动员工积极性。**2022年1月，公司发布2021年限制性股票激励计划，拟以3.68元/股的价格授予143名激励对象，共计412.43万股，约占总股本的0.58%（激励计划草案公告日）。此激励计划的业绩考核目标为，以2021年营收/净利润为基数，22-24年公司营业收入不低于10%/20%/30%，或22-24年净利润不低于10%/20%/30%。

➤ **盈利预测与投资建议：**考虑医美业务尚未贡献利润，且医药业务业绩承压明显，我们采用市销率法对公司进行估值分析。公司目前收入主要来自医药业务，医美收入体量较小，伴随童颜针产品获批上市医美收入占比有望有较大提升，因此我们选取医药和医美赛道的代表性公司作为估值参考，剔除最大和最小值之后可比公司23-25年平均PS为2.74/2.34/2.04，考虑公司医美业务收入在24年后将逐步释放，给予公司24年PS为2.3，24年收入预计为28.7亿元，对应市值66.0亿元，目标价格9.27元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

➤ **风险提示：**行业竞争加剧，新产品上市不及预期，医美消费需求不及预期。

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,775	2,026	2,302	2,870	3,350
增长率	-5%	14%	14%	25%	17%
净利润(百万元)	23	-76	7	121	201
增长率	104%	-435%	109%	1598%	66%
EPS(元/股)	0.03	-0.11	0.01	0.17	0.28
市盈率(P/E)	235.2	-70.1	747.4	44.0	26.5
市净率(P/B)	2.9	3.0	3.0	3.0	3.1

数据来源：公司公告、华福证券研究所

投资要件

关键变量

变量一：公司深耕医药核心主业，产品线丰富，研产销一体化优势显著，2020年后受疫情影响阶段性承压，展望未来，公司持续推进创新药研发、一致性评价项目及开拓 CDMO 业务，产品线有望进一步扩充，预计 2023-2025 年医药营收增速分别为 12%/8%/8%，毛利率维持稳定。

变量二：依托药企基因快速切入医美领域，婴芙源重组胶原蛋白生物修复敷料先行上市打通销售渠道，独家代理 Aesthefill 童颜针预计 23 年下半年获批上市后贡献较多收入，预计 2023-2025 年医美实现营收 0.1/4.13/7.16 亿元，考虑再生针剂高毛利，拉动毛利率上行，23-25 年毛利率为 60%/85%/85%。

变量三：医美新品陆续上市，导致销售费用率持续上行，预计 23-25 年销售费用率为 22.3%/22.7%/23.3%；医美业务运行效率提升，预计管理费用率稳中有降，23-25 年管理费用率预计为 5.8%/5.6%/5.5%；重点打造胶原蛋白自有技术平台，持续加入研发投入，预计 23-25 年研发费用率达 1.5%/1.6%/1.7%。

我们区别于市场的观点

1、市场担心医美产品的推新问题，我们认为公司可以通过自研和并购等多种方式进行产品推新，且公司药企背景深厚，目前在研管线十分清晰，持续推进上市中，再生针剂、玻尿酸填充剂等产品未来均有望落地，市场的担心无虞。2、市场担心注射类医美产品竞争格局恶化问题，我们认为医美产品优势显著且有一定的稀缺性和创新性，具备市场竞争力，格局恶化影响有限。3、市场担心疫情防控措施优化后海外医美消费会分流掉内地的消费，我们认为境外医美消费交通成本较高，且内地医美治疗技术已较为成熟，影响有限。

股价上涨的催化因素

童颜针 Aesthefill、玻尿酸等产品获批上市；童颜针产品上市后销售表现超预期。

估值和目标价格

考虑医美业务尚未贡献利润，且医药业务业绩承压明显，我们采用市销率法对公司进行估值分析。公司目前收入主要来自医药业务，医美收入体量较小，伴随童颜针产品获批上市医美收入占比有望有较大提升，因此我们选取医药和医美赛道的代表性公司作为估值参考，剔除最大和最小值之后可比公司 23-25 年平均 PS 为 2.74/2.34/2.04，考虑公司医美业务收入在 24 年后将逐步释放，给予公司 24 年 PS 为 2.3，24 年收入预计为 28.7 亿元，对应市值 66.0 亿元，目标价格 9.27 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

投资风险

行业竞争加剧，新产品上市不及预期，医美消费需求不及预期。

正文目录

1	立足医药，瞄准医美，构建大健康新格局	5
1.1	多次转型优化主业，老牌药企加速医美布局	5
1.2	医药主业地位凸显，盈利能力改善可期	6
1.3	股权结构稳定，股权激励绑定核心员工利益	7
2	医美板块布局思路清晰，培育增长新动能	8
2.1	药企基因赋能医美发展，并购自研卡位中高端市场	8
2.2	Aesthefill 童颜针上市在即，打造独家中高端再生类产品	10
2.3	独家代理 Humedix 的 HARA 玻尿酸，量价俱佳	12
2.4	自研+外部合作布局重组胶原蛋白产品，产业平台加速落地	12
3	医药板块打通研产销全产业链，积极开拓 CDMO 业务	14
4	盈利预测及投资建议	17
4.1	盈利预测	17
4.2	相对估值	18
5	风险提示	18

图表目录

图表 1:	公司打造医药+医美双赛道模式	5
图表 2:	公司过往因业务调整导致业绩波动较大	6
图表 3:	公司从 2018 年开始，医药业务成为主业	6
图表 4:	低毛利业务相继剥离后，毛利率不断攀升	7
图表 5:	公司期间费用率逐年改善	7
图表 6:	公司股权结构稳定	7
图表 7:	公司管理团队背景丰富，兼具管理经验和专业知识储备	8
图表 8:	公司发布股权激励计划，体现发展决心	8
图表 9:	医美板块整体发展由代理权引进方式逐步拓展至自主研发	9
图表 10:	公司医美产品管线布局丰富	9
图表 11:	医美业务的组织架构划分清晰	10
图表 12:	医美业务的核心团队成员均具备丰富的从业经验	10
图表 13:	童颜针通过刺激胶原蛋白达到抗衰效果	10
图表 14:	中国再生类产品 2021-2025CAGR 达 54.73%	10
图表 15:	Aesthefill 童颜针具备注射浓度可调节等多种优势	11
图表 16:	中国玻尿酸填充剂市场规模持续攀升	12
图表 17:	中国重组胶原蛋白产品市场规模高速增长	13
图表 18:	重组胶原蛋白注射类市场增速可观	13
图表 19:	重组胶原蛋白医用敷料市场增长强劲	14
图表 20:	公司首个重组胶原蛋白品牌婴芙源图片	14
图表 21:	公司医药业务研发体系完善	14
图表 22:	公司医药重点产品均已纳入省级医保，产品质量广受认可	15
图表 23:	公司药品打造多种销售模式，积极应对医药业务市场变化	16
图表 24:	国内医药 CDMO 市场规模持续扩张	16
图表 25:	公司业务拆分（单位：百万元）	17
图表 26:	公司期间费用率预测	18

图表 27: 可比公司估值表 (截至 2023 年 7 月 13 日)	18
图表 28: 医美产品收入和毛利率对 24 年公司归母净利润的敏感性测试.....	19
图表 29: 财务预测摘要.....	20

1 立足医药，瞄准医美，构建大健康新格局

1.1 多次转型优化主业，老牌药企加速医美布局

坚持深耕医药行业，融合医药、医美和投资综合发展。公司前身江苏吴中实业股份有限公司成立于1994年（2021年更名为江苏吴中医药发展股份有限公司），1996年通过成立苏州中凯生物制药厂布局医药业务，并先后涉足服装、房地产、化工等行业（后出于对行业前景考量和客观因素等陆续剥离）；2019年公司确定以医药大健康产业为核心的发展方向，2021年起加速医美布局，目前公司以形成“以医药为核心，重点培育医美产品，投资赋能”的业务格局。

医药板块：运营主体为江苏吴中医药集团有限公司，拥有研发-生产-销售的完整产业链，产品涵盖抗病毒/抗感染、免疫调节、抗肿瘤、消化系统、心血管类等领域。

医美板块：2021年起重点布局，已搭建医美事业部、吴中美学、吴中美学（香港）业务运营平台，拥有玻尿酸、童颜针等海外高端产品的独家代理权，并重点打造胶原蛋白自有技术平台。

投资板块：江苏吴中医药产业投资有限公司主导运营，围绕大健康产业链深化投资布局，推动公司并购整合、外延式扩张及产业基金的设立参与。

图表 1：公司打造医药+医美双赛道模式

主营 纺织 + 医药	1994年	定向募集设立江苏吴中实业股份有限公司，收购兼并吴县制衣厂等校办企业布局纺织业务
	1996年	成立苏州中凯生物制药厂，布局医药业务
	1998年	收购苏州第六制药厂
	1999年	发行A股在上交所上市
	2000年	收购苏州长征制药厂；成立江苏吴中苏药医药开发有限责任公司
	2001年	成立江苏吴中医药销售有限公司和江苏吴中生物医药研究所有限公司
主营 医药 + 兼营 房地产 化工 投资	2005年	整合医药资源，成立江苏吴中医药集团有限公司
	2010年	转让江苏吴中服装集团有限公司股权，剥离服装业务 收购苏州隆兴置业有限公司，成立吴中置业，布局房地产业务
	2016年	收购响水恒利达科技化工有限公司，布局化工业务
	2018年	成立江苏吴中医药产业投资有限公司，深化投资布局
	2019年	转让江苏吴中置业有限公司股权，剥离房地产业务 制定《五年战略规划（2020-2024）》，确定以医药大健康产业为核心的发展方向
	2020年	子公司响水恒利达退出响水生态化工园区，终止化工业务
主营 医药 + 医美 + 兼营 投资	2021.4	成立医美事业部
	2021.6	战略控股成都尚礼汇美生物科技有限公司
	2021.10	成立全资子公司江苏吴中美学生物科技有限公司
	2021.12	收购达透医疗51%股权
	2022.8	吴中美学首个自有品牌婴童源上市，推出两款重组胶原蛋白生物修复敷料
	2022.9	设立全资子公司吴中美学（香港）有限公司
	2023.4	发布定增预案，拟募资不超12亿元，用于研发及产业化基地一期项目

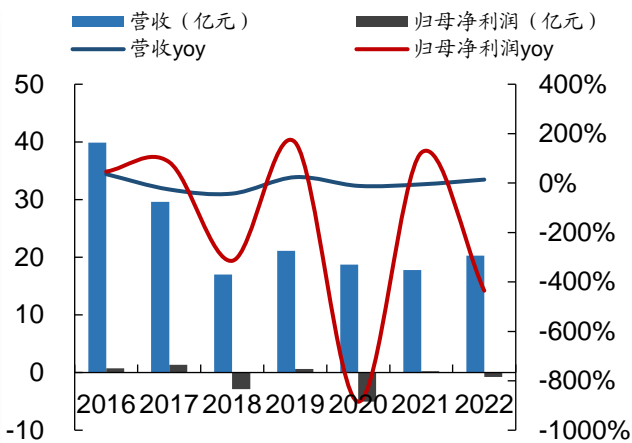
数据来源：公司官网、公司官方微信公众号、公司公告，华福证券研究所

1.2 医药主业地位凸显，盈利能力改善可期

历次业务调整下公司营收及业绩表现相对波动。2016-2021 年公司营收和业绩均呈现较大波动，具体来看，2016 年收购响水恒利达并表增收，2017 年剥离贵金属加工业务导致收入下滑，2018 年响水恒利达因化工园区环保整治停产叠加商誉计提大额减值导致营收和业绩均大幅下降，2020 年疫情影响下经营承压，同时响水恒利达退出化工园区并计提大额资产减值准备导致业绩大幅下滑；2021 年公司扭亏为盈，化工业务已完全剥离，业务体系已基本理顺。2022 年公司营收 20.26 亿元/+14.12%，归母净利润-0.76 亿元/-435.43%，未来医美产品持续落地+疫后恢复有望带动公司营收和业绩提升。

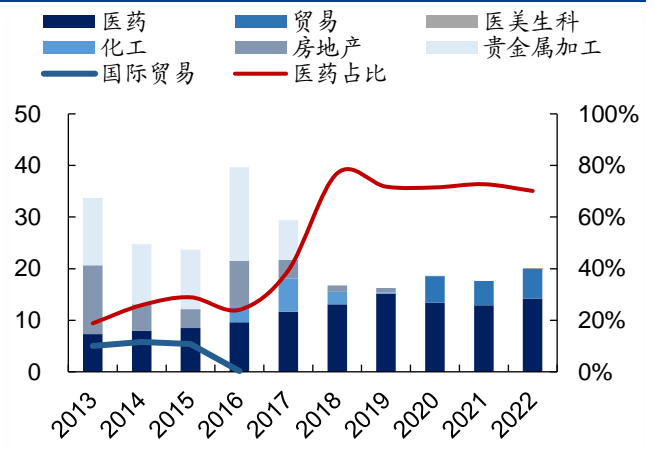
分业务来看，医药主业地位日渐清晰。伴随房地产、贵金属加工、化工等业务相继剥离，公司医药营收占比大幅提升，2016-2019 年医药收入从 9.59 亿元增长至 15.15 亿元，占比从 24.05%提升至 71.79%。2020 年起受国内疫情影响，医药业务相对承压，收入有所下滑，占比维持在 70%+。截至 2022 年底，公司仅保留医药、贸易和医美生科业务，其中医药营收 14.21 亿元，占比 70.13%，系第一大收入来源。

图表 2：公司过往因业务调整导致业绩波动较大



数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 3：公司从 2018 年开始，医药业务成为主业

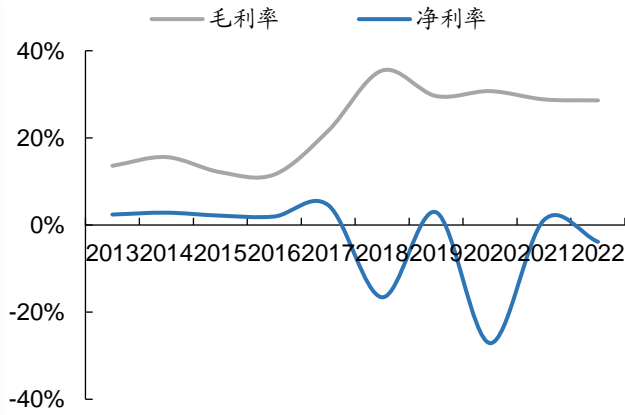


数据来源：Wind，华福证券研究所

业务优化后盈利能力有所改善。毛利率方面，低毛利业务相继剥离，医药主业地位摆正，拉动整体毛利率上升，近年来公司毛利率基本维持在 30%左右；期间费用率方面，2018 年起为开拓医药业务市场销售费用率明显提高，疫情后期间费用整体控制相对良好，且有所下降，2022 期间费用率为 32.81%，较 2021 年下降 1.20pct；净利率方面，2018 年和 2020 年大幅下降主要系子公司响水恒利达因停产和退出化工园区而计提大额减值准备，2022 年公司净利率为-3.86%，受疫情影响短期承压，长期

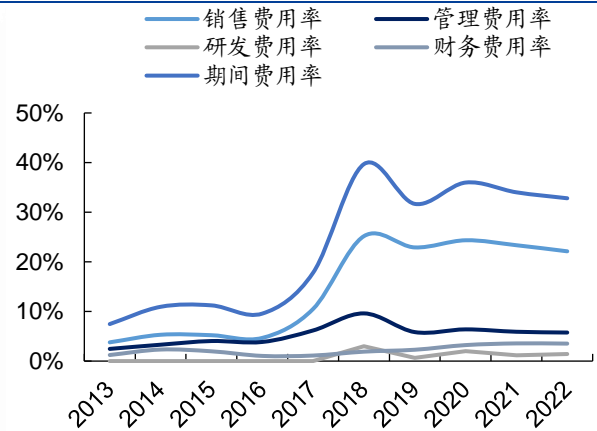
盈利能力改善可期。

图表 4：低毛利业务相继剥离后，毛利率不断攀升



数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 5：公司期间费用率逐年改善

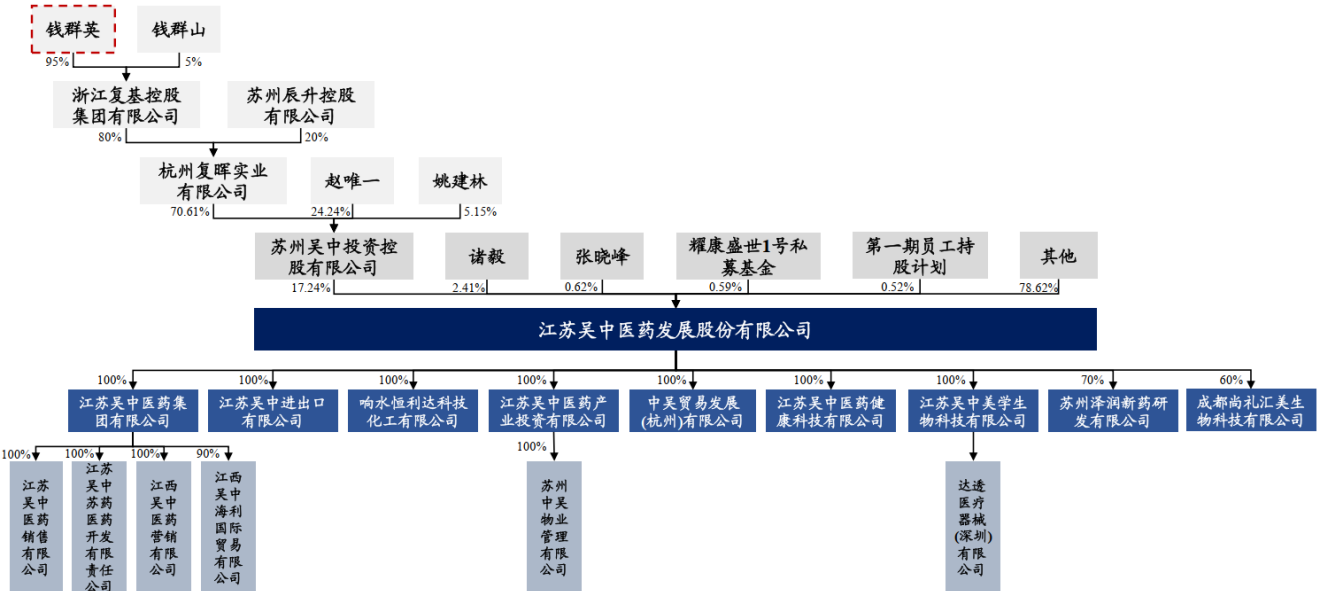


数据来源：Wind，华福证券研究所

1.3 股权结构稳定，股权激励绑定核心员工利益

截至 2023 年 3 月 31 日，公司第一大股东系苏州吴中投资控股有限公司，持股比例 17.24%；实际控制人系公司副董事长兼总裁钱群英，间接持股 9.25%，公司董事长与总裁系姐弟关系，家族持股结构稳定。

图表 6：公司股权结构稳定



数据来源：Wind，华福证券研究所

公司管理团队背景多元，经验丰富。公司董事长兼首席执行官钱群山，工商管理硕士，曾任浙江复基集团有限公司、苏州吴中投资控股有限公司总裁；总裁钱群英系浙江复基控股集团有限公司第一大股东，直接持股 95%；副总裁孙田江具有制药工程硕士、管理学博士学位，及研究员高级工程师职称，医药背景深厚。整体来看，公司

管理团队成员背景丰富，兼具管理经验和专业知识储备，更好把握公司全方位运行。

图表 7：公司管理团队背景丰富，兼具管理经验和专业知识储备

姓名	职务	出生年份	个人简历
钱群山	董事长、首席执行官	1973 年	工商管理硕士，曾任浙江复基集团有限公司总裁，杭州复晖实业有限公司总经理，苏州吴中投资控股有限公司总裁
钱群英	副董事长、总裁	1968 年	中专学历，曾任浙江兰溪华丰置业有限公司总经理，浙江复基控股集团有限公司、杭州复晖实业有限公司和苏州吴中投资控股有限公司董事长、总经理
孙田江	董事、副总裁	1971 年	博士，研究员级高级工程师，曾任扬子江药业集团总经理助理、副总经理，江苏吴中医药集团有限公司副总经理、常务副总经理
朱菊芳	副总裁	1967 年	本科学历。曾任吴县青山白泥矿团委书记、党办副主任，吴县丝绸制品厂财务科长、仓库主任，吴县建行新区办事处储蓄所主任，江苏吴中实业股份有限公司董秘室主任兼证券事务代表，江苏吴中集团有限公司党委委员，江苏吴中实业股份有限公司董事会秘书、苏州市上市公司协会董秘专业委员会副主任委员
孙曦	财务总监	1981 年	本科，中级会计师。曾任职于天健会计师事务所，浙江英特药业有限责任公司财务会计部副经理，杭州新中大软件股份有限公司财务总监，浙江英特集团股份有限公司财务与分析评价部副经理兼事业部财务总监，杭州世创电子技术股份有限公司财务总监兼董事会秘书，浙江复基控股集团有限公司总裁助理

数据来源：公司官网、公司公告，华福证券研究所

股权激励共享发展成果，充分调动员工积极性。2022 年 1 月，公司发布 2021 年限制性股票激励计划，拟以 3.68 元/股的价格授予 143 名激励对象，共计 412.43 万股，约占总股本的 0.58%（激励计划草案公告日）。此激励计划的业绩考核目标为，以 2021 年营收/净利润为基数，22-24 年公司营业收入不低于 10%/20%/30%，或 22-24 年净利润不低于 10%/20%/30%。2023 年 5 月，该激励计划首次授予部分第一个解除限售期解除限售条件已成就。

图表 8：公司发布股权激励计划，体现发展决心

解除限售期	解禁比例	业绩考核目标
第一个解除限售期	40%	以 2021 年营业收入为基数，2022 年营业收入增长率不低于 10%； 或以 2021 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 10%。
第二个解除限售期	30%	以 2021 年营业收入为基数，2023 年营业收入增长率不低于 20%； 或以 2021 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 20%。
第三个解除限售期	20%	以 2021 年营业收入为基数，2024 年营业收入增长率不低于 30%； 或以 2021 年净利润为基数，2024 年净利润增长率不低于 30%。

数据来源：公司公告，华福证券研究所

2 医美板块布局思路清晰，培育增长新动能

2.1 药企基因赋能医美发展，并购自研卡位中高端市场

依托药企基因切入医美赛道。公司深耕医药行业二十余年，医药改革背景下药企转型迫切，考虑医美市场增长确定性，叠加药企自身在研发、产业化及注册获证上优

势明显，公司确立以医药和医美为核心的发展战略，夯实医药产业核心地位，重点培育医美行业，力争形成具有一定市场地位的大健康产业集团。

医美战略思路清晰。公司医美业务围绕“代理权引进-合作研发/技术引进-自主研发”三步走思路逐步推进，目前已通过投资并购获取海外品牌代理权快速切入医美市场，并加强联合研发和引进核心技术培养自研能力，未来重点打造自有技术平台，建立技术端和产品端的竞争壁垒。

图表 9：医美板块整体发展由代理权引进方式逐步拓展至自主研发

阶段一：代理权引进	阶段二：合作研发/技术引进	阶段三：自主研发
<ul style="list-style-type: none"> ● 2021.6 战略控股尚礼汇美，取得韩国 Humedix-HARA 玻尿酸注射剂的中国区独家代理权 ● 2021.12 战略控股达透医疗，取得韩国 Regen Biotech-AestheFill 童颜针的中国区独家销售代理权 	<ul style="list-style-type: none"> ● 2022.4 与苏州纳生微电子达成战略合作，围绕医美高端医疗器械和功能护肤性护肤品进行联合研发 ● 2022.7 与浙江大学杭州国际科创中心生物与分子智造研究院达成合作协议，共建重组胶原蛋白联合实验室 ● 2022.10 从美国湾区某新药研发公司引进具有三螺旋和三聚体结构的重组 III 型人胶原蛋白生物合成技术并完成相关协议签署 	<ul style="list-style-type: none"> ● 中凯生物制药厂：集研发、生产于一体的生物工程基因药物生产基地，在重组蛋白的发酵纯化领域拥有丰富经验，依托其先进工艺深度布局重组胶原蛋白的研发及产业化

数据来源：公司官方微信公众号、公司公告，华福证券研究所

图表 10：公司医美产品管线布局丰富

产品	来源	进度
Aesthefill 童颜针	独家代理	已提交注册，预计 2023H2 上市
HARA 玻尿酸填充剂	独家代理	临床试验
胶原蛋白	自研	临床前
溶脂针	自研	已完成内部立项
利丙双卡因乳膏	自研	已完成样品开发，准备 BE 试验

数据来源：公司公告，华福证券研究所

医美业务整体组织架构和核心团队已搭建完毕。1) **组织架构：**成立医美事业部和吴中美学，推进医美产业规模化运营布局，树立吴中美学品牌形象，此外吴中美学（香港）成立后开启国际医美产业布局；2) **核心团队：**截至目前，公司医美团队成员共 30 人左右，核心成员医美背景深厚，其中医美事业部总经理和吴中美学常务副总经理李艳章曾担任华东医药医美事业部总经理和 Sinclair 美学中国区副总裁，首席医学教育官林睿禹系台湾知名医美专家，在童颜针市场推广、注射、医生培训等方面经验丰富。

图表 11：医美业务的组织架构划分清晰

运营主体	成立时间	负责工作
江苏吴中医美事业部	2021年4月	负责公司医美产业规划、拓展及运营管理等工作
江苏吴中美学生物科技有限公司	2021年10月	江苏吴中全资子公司，统一平台集中运营管理公司医美产业板块，加快推进医美产业战略落地和规模化运营布局
吴中美学（香港）有限公司	2022年1月	吴中美学全资子公司，执行医美战略的海外布局

数据来源：公司公告、公司官网，华福证券研究所

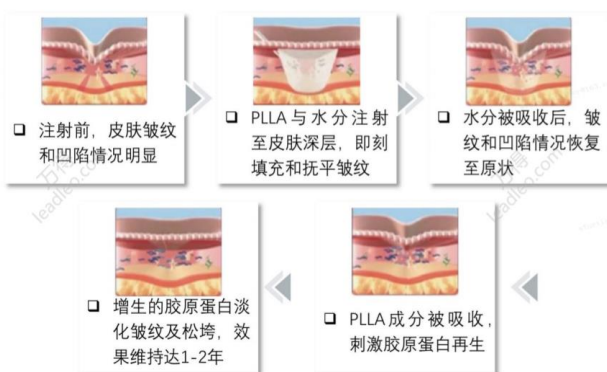
图表 12：医美业务的核心团队成员均具备丰富的从业经验

姓名	职位	简历
李艳章	医美事业部总经理、吴中美学常务副总经理	曾担任华东医药医美事业部总经理、Sinclair 美学中国区副总裁
林睿禹	首席医学教育官	台北医学大学医学系毕业，从事整形美容专业近 15 年，曾担任 Regen Biotech 医疗总顾问、台北力安医美整形诊所院长等，参与发表 7 篇童颜针产品临床相关学术论文
荣志刚	生产负责人（江苏吴中中凯生物制药厂厂长）	国内第一代重组蛋白制药专家，在重组胶原蛋白领域拥有近 30 年的研发生产经验
杨南林	研发负责人	吴中医药研发副总，医药研发、临床和注册经验丰富
项臻	吴中美学首席执行官助理、吴中美学（香港）执行董事	上海交通大学金融学学士、复旦大学金融硕士，曾任麦格理资本大中华区投资银行部经理，参与多起境外 IPO、跨境并购和私募股权融资项目

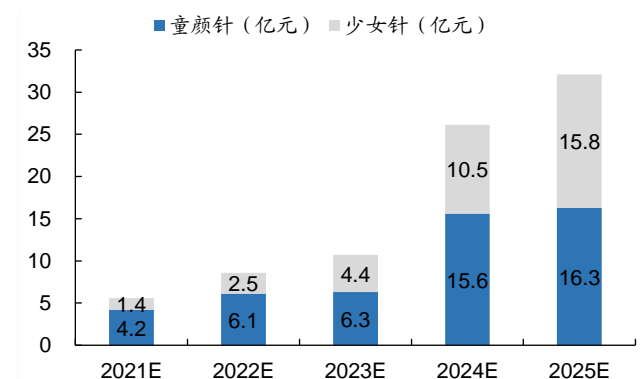
数据来源：公司投资者调研沟通活动纪要、Wind，华福证券研究所

2.2 Aesthefill 童颜针上市在即，打造独家中高端再生类产品

轻医美或将迎来再生时代。再生类注射产品通过刺激自身胶原蛋白再生达到抗衰老效果，主要包括以聚左旋乳酸（PLLA）为主要成分的童颜针和以聚乳酸（PCL）为主要成分的少女针。国外再生类注射医美市场发展相对成熟，其中童颜针在海外市场均已合法使用多年，且主要成分 PLLA 是获美国 FDA 认证的安全材料，而国内则处于发展初期，2021 年起迈入合规化，目前获批产品较少，未来合规产品丰富度提升和消费者市场教育加强下将带动再生医美市场持续扩容，据头豹研究院，2025 年童颜针和少女针市场规模将达到 32.1 亿元，2021-2025CAGR 达 54.73%，市场潜力大。

图表 13：童颜针通过刺激胶原蛋白达到抗衰效果


数据来源：头豹研究院，华福证券研究所

图表 14：中国再生类产品 2021-2025CAGR 达 54.73%


数据来源：头豹研究院，华福证券研究所

目前国内仅有3款再生针剂产品获批上市：1)艾维岚童颜针：2021年4月获批，2021年8月上市，核心成分为聚左旋乳酸，刺激胶原蛋白再生；2)伊妍仕少女针：华东医药推出，2021年4月获批，2021年8月上市，国内首款少女针；3)濡白天使童颜针：2021年6月获批，为复合填充剂。江苏吴中的Aesthefill童颜针因注射浓度可调节等优势，上市后有望抢占再生类产品市场份额。

图表 15：Aesthefill 童颜针具备注射浓度可调节等多种优势

产品名称	艾维岚	伊妍仕 S 型	濡白天使	Aesthefill (爱塑美)
产品类型	童颜针	少女针	童颜针	童颜针
所属公司	长春圣博玛	华东医药	爱美客	江苏吴中
获批时间	2021 年 4 月	2021 年 4 月	2021 年 6 月	预计 2023H2 上市
产品规格	340mg/瓶 复溶 5ml	1.0ml/支	0.75ml/支	-
主要成分	50% PLLA+40% CMC+ 10% 甘露醇	70% CMC 凝胶载体 +30% PCL 微球	18% PLLA-PEG+82% 玻尿酸 (含利多卡因)	聚双旋乳酸 (PDLLA) +CMC
剂型	冻干粉	凝胶	凝胶	球形粉末
使用方法	需要复配	无需复配	无需复配	需要复配
作用机理	微球刺激	CMC 凝胶载体即刻填充 +PCL 微球刺激再生	复合微球和交联玻尿酸塑形 +PLLA 微球刺激胶原再生	多孔性微球体提供支撑+诱 导胶原蛋白自然增生
注射浓度	不可调节	不可调节	不可调节	可调节
持续时间	24 个月	12-24 个月	24 个月	18-24 个月

数据来源：E 美最前线、医美部落、吴中美官网等，华福证券研究所

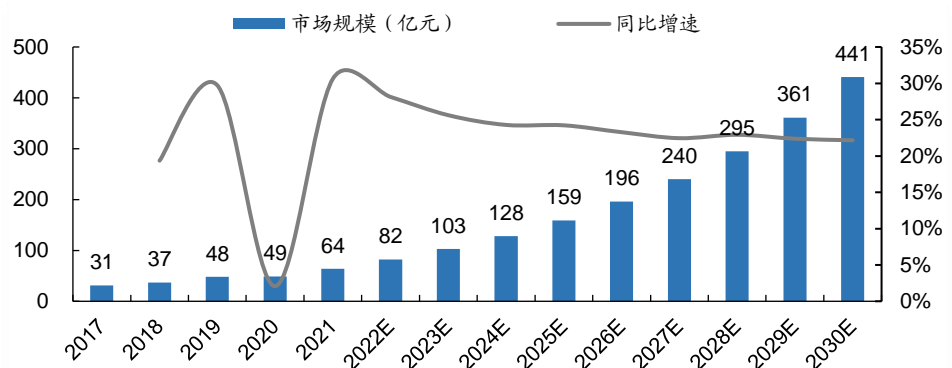
独家代理 Aesthefill 童颜针，2023H2 有望获批上市。2021 年 12 月，公司全资子公司吴中美通过“增资+股权转让”取得达透医疗 51% 股权，并获得韩国公司 Regen Biotech 旗下聚双旋乳酸童颜针 AestheFill (爱塑美) 在中国大陆地区的独家销售代理权，已于海南完成首例注射，预计 2023H2 获批上市。

对比国内已上市的再生针剂产品，其优势主要体现在：**1) 海外三大主流童颜针之一，终端口碑良好**，Aesthefill 最早于 2014 年在韩国获批上市，已通过欧盟 CE 认证，于全球 68 个国家销售，临床和使用经验丰富，比肩 Sculptra；**2) 核心成分聚双旋乳酸 (PDLLA)，安全性更高**，材料可被人体完全吸收代谢，结节发生率和术后副作用率极低；**3) 独有专利多孔性微球体技术**，拥有即时填充和长期再生双重效果，效果自然且长效；**4) 客制化浓度调配**，全球唯一可调节浓度产品，满足求美者个性化需求。

2.3 独家代理 Humedix 的 HARA 玻尿酸，量价俱佳

玻尿酸仍为医美注射填充市场主流之一。玻尿酸系国内注射医美领域发展最为成熟的品类，其安全性和有效性均已得到市场验证，具备高复购率、高性价比等特点。未来消费升级趋势+合规产品供给丰富下，玻尿酸产品渗透率提升趋势明确，市场规模有望持续扩容，据弗若斯特沙利文，2021年玻尿酸皮肤填充剂市场规模已达64亿元，预计2026年达196亿元，2021-2026CAGR达25.0%。

图表 16：中国玻尿酸填充剂市场规模持续攀升

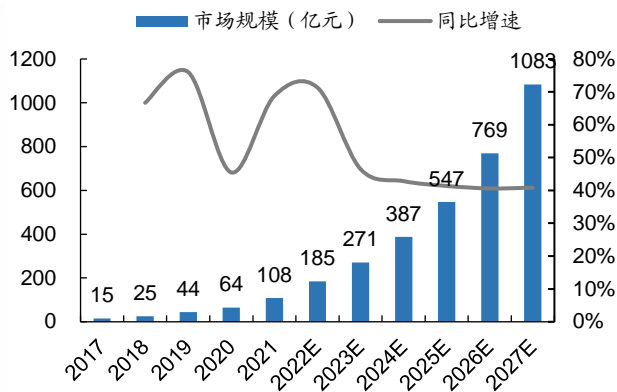


数据来源：弗若斯特沙利文、爱美客港股招股书，华福证券研究所

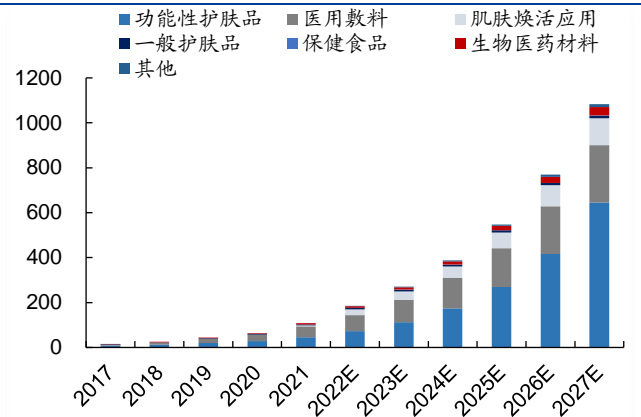
独家代理 Humedix 旗下玻尿酸新品 HARA。2021年7月公司通过战略控股尚礼生物下属公司尚礼汇美60%股权，获得韩国 Humedix 旗下 HARA 高端玻尿酸产品，目前已完成临床前检验工作。HARA 系 Humedix 旗下人气产品艾莉薇的迭代新品，其采用 Humedix 专有的 HRDM 和 HiVE 交联技术，具备分子粒径细腻舒适、高粘度形状稳定、降解周期长持久性更佳等特点，叠加 Humedix 韩系品牌优势，市场前景良好。

2.4 自研+外部合作布局重组胶原蛋白产品，产业平台加速落地

重组胶原蛋白市场前景广阔。据弗若斯特沙利文，2021年我国重组胶原蛋白产品市场规模达108亿元，预计2027年突破千亿，2021-2027CAGR可达46.85%。重组胶原蛋白产品应用广泛，可用于护肤、医美、医用敷料、食品等，按2021年零售额计，功能性护肤品和医药敷料是目前主要应用领域，肌肤焕活应用（医美注射）有望快速增长，预计2027年达121亿元，2021-2027CAGR达76.52%。

图表 17：中国重组胶原蛋白产品市场规模高速增长


数据来源：弗若斯特沙利文、巨子生物招股书，华福证券研究所

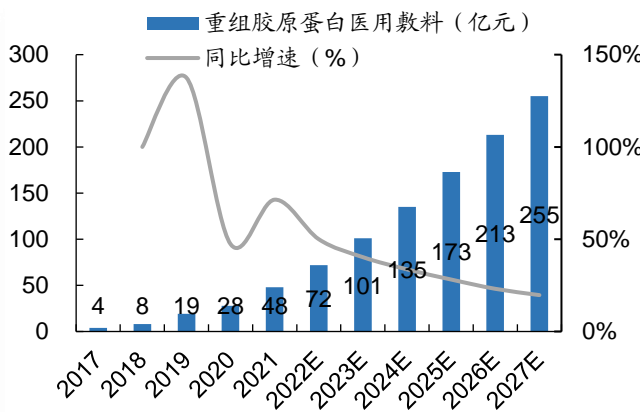
图表 18：重组胶原蛋白注射类市场增速可观


数据来源：弗若斯特沙利文、巨子生物招股书，华福证券研究所

公司锚定重组胶原中上游，通过内部研发+外部合作推动布局，技术端上不断突破。内部研发上，公司中凯生物制药厂系原医药生产基地之一，重组蛋白药物制备经验深厚，目前正积极转型开展重组胶原蛋白的研发及生产，产业化生产优势明显。外部合作上，2022年4月与苏州纳生微电子达成战略合作，围绕医美高端医疗器械和功能性护肤品进行联合研发；7月与浙江大学杭州国际科创中心生物与分子智造研究院共建重组胶原蛋白联合实验室，加快公司重组胶原蛋白研发及产业化；10月，从美国引进了具有**三螺旋和三聚体结构**的重组III型人胶原蛋白生物合成技术，该技术目前仍处于研发阶段。依托丰富的重组胶原蛋白产业化经验和日益成熟的原料研发技术，公司实现重组胶原蛋白的研产销闭环，未来也将聚焦胶原蛋白原料应用领域，开发已重组胶原蛋白为核心原料的注射填充类产品、医用敷料、功能性护肤品等。

产品端婴芙源上市先行试水。重组胶原蛋白医用敷料对于伤口愈合、再生医学具有重要作用，应用范围广泛，属于高端医用敷料。据弗若斯特沙利文，其市场规模从2017年的4亿元增长至2021年的48亿元，2017-2021CAGR达92.2%，预计2027年达255亿元，市场前景广阔。2022年8月，公司首个重组胶原蛋白自有品牌**婴芙源**上市，推出两款胶原蛋白生物修复敷料X型和M型，亦是公司首个落地的医美重磅产品。X型中重组III型人源化胶原蛋白纯度高，过敏率低，浓度含量更适合亚洲肌肤，且原料使用的脂质体包裹技术使产品吸收力更强；M型在修复、抗炎和锁水方面效果更佳。**婴芙源产地落地**，一是扩充现有医美产品管线，拉开深耕胶原蛋白帷幕，二是为**Aesthefill童颜针**产品在国内上市做铺垫。

图表 19：重组胶原蛋白医用敷料市场增长强劲



数据来源：弗若斯特沙利文、巨子生物招股书，华福证券研究所

图表 20：公司首个重组胶原蛋白品牌婴芙源图片



数据来源：公司官网，华福证券研究所

3 医药板块打通研产销全产业链，积极开拓 CDMO 业务

医药核心主业稳扎稳打，集研产销一体，产品线丰富。公司医药业务核心运营主体江苏吴中医药集团有限公司，其成立于 2005 年，连续多年位列工信部化学药品企业百强，目前已形成涵盖基因药物、化学药物与现代中药，集研发、生产和销售为一体的完整产业链，并逐步打造出以“抗感染类/抗病毒、免疫调节、抗肿瘤、消化系统、心血管类”为核心的产品群。

研发端：1) 研发体系：公司已建立六大研发机构主体，包括省级企业技术中心、江苏省基因药物工程技术研究中心（南京）、苏州市先进技术研究院、江苏吴中苏药医药开发有限责任公司（南京）、苏州泽润新药研发有限公司和吴中医药本部，并成立专家顾问团队，积极开展产学研项目。**2) 研发项目：**明确以优质仿制药、特殊制剂技术和小分子创新药 CMC 研究为主要研发方向，聚焦高端仿制药、首仿药、专科用药，大力推进注射剂、片剂等品种的一致性评价工作。目前，抗肿瘤新药 YS001 胶囊合作研发进展顺利，已获批进入一期临床试验。

图表 21：公司医药业务研发体系完善



数据来源：江苏吴中官方微信公众号，华福证券研究所

生产端：下设 1 家原料药厂和 2 家药品生产分支机构（苏州制药厂和中凯生物制药厂），其中苏州制药厂主要生产化学药物制剂、化学原料药和现代中药为主，剂型覆盖硬胶囊剂、颗粒剂、片剂（含抗肿瘤药）、口服溶液剂、滴丸剂、乳剂、大容量注射剂、小容量注射剂、粉针剂、冻干粉针剂和原料药（含抗肿瘤药）等；中凯生物制药厂主要生产生物制品。

产品端：截至 2022 年 4 月，公司持有 290+ 药品批文，生产 170+ 药品，已纳入国家医保目录的药品达 29 种。公司多个主导产品为国内独家，匹多莫德口服溶液、注射用卡络磺钠、美索巴莫注射液系拳头产品，且多个重点产品通过仿制药一致性评价。

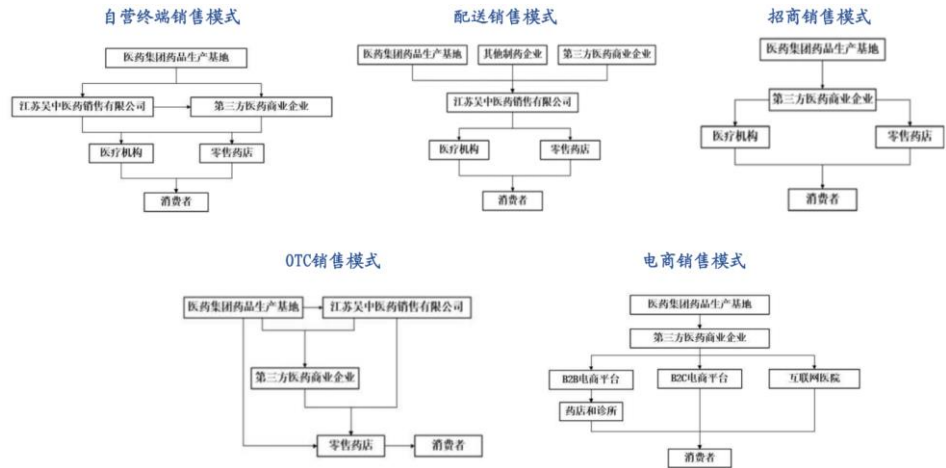
图表 22：公司医药重点产品均已纳入省级医保，产品质量广受认可

药品通用名	商品名称	作用特点	是否纳入国家医保	是否纳入省级医保
匹多莫德口服溶液	芙露欣	口服生物多肽，调节细胞免疫，独家品种	否	是
注射用兰索拉唑	洛汇	抑酸起效更快、作用更强，抗 HP 更高效持久	是	是
注射用奥美拉唑钠	洛凯	抑制胃酸，迅速止血	是	是
注射用卡络磺钠	洛叶	强化血管，回缩裂端，减少渗透，迅速止血	是	是
盐酸曲美他嗪片	爱怡令	优化心脏代谢途径，治疗缺血性心脏病	是	是
重组人粒细胞刺激因子注射液	洁欣	专利技术，迅速升白	是	是
美索巴莫注射液	力制同	迅速解痉止痛，有效缓解创伤疼痛，独家品种	否	是
盐酸阿比多尔片	玛诺苏	阻融合增强细胞抗毒能力，新类型广谱抗病毒新选择	是	是
注射用普罗碘铵	洛冠	促进眼底出血和渗出物吸收的注射用碘剂	是	是

数据来源：公司官网、公司公告，华福证券研究所

销售：公司销售架构完善，销售体系多元，下设总部销售中心、江苏吴中医药销售有限公司和江西吴中医药营销有限公司，已建立以终端销售、配送、招商、电商、OTC 等多种销售模式，销售渠道包括全国各区域内的代理商、医疗机构和零售药店等。此外公司持续优化市场策略以应对医药业务市场变化，优化营销部门组织架构，鼓励销售人员深入终端，加大营销人员激励，并采取广泛招聘佣金制代表、合伙人下沉到一线市场，推动上量。

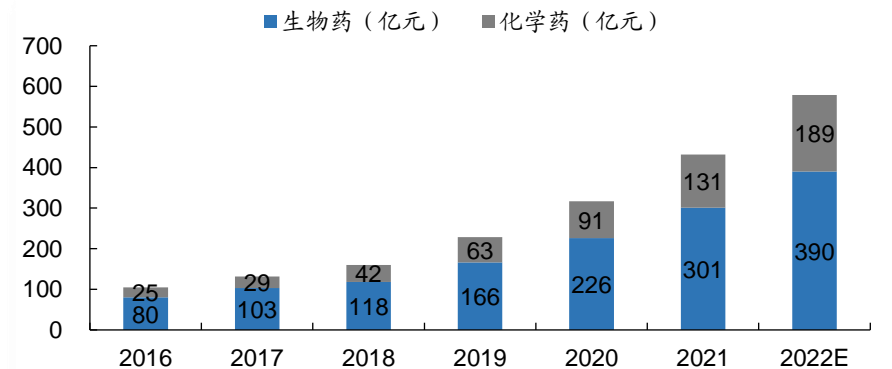
图表 23：公司药品打造多种销售模式，积极应对医药业务市场变化



数据来源：公司公告，华福证券研究所

CDMO 业务：CDMO 是一种新兴的研发生产外包组织，主要为医药生产企业及生物技术公司的产品（特别是创新产品）提供工艺开发及制备、工艺优化、注册和验证批生产商业化定制研发生产服务。国内 MAH 药品上市许可持有人制度实施、带量采购下催生药企成本控制需求、创新药优先审评审批制度叠加 CDMO 产业链转移，共同加速国内 CDMO 行业发展。2021 年我国医药 CDMO 市场规模达 432 亿元，2016-2021CAGR 达 32.70%。公司充分发挥产能优势和区位优势，积极对外发展化学制剂和生物药物的 CDMO 合作业务，2022 年 1 月子公司吴中医药投资 17.28 亿元用于建设江苏吴中医药集团研发及产业化基地一期项目，预计 2025 年底建成投产。该项目集现代药物实验室研究、中试放大研究和商业规模化生产一体，进一步扩大公司生产规模，同时可承接多剂型多品种 CDMO 业务，

图表 24：国内医药 CDMO 市场规模持续扩张



数据来源：弗若斯特沙利文、中商产业研究院，华福证券研究所

4 盈利预测及投资建议

4.1 盈利预测

医药：公司深耕医药核心主业，产品线丰富，研产销一体化优势显著，2020年后受疫情影响阶段性承压，展望未来，公司持续推进创新药研发、一致性评价项目及开拓 CDMO 业务，产品线有望进一步扩充，预计 2023-2025 年医药营收增速分别为 12%/8%/8%，毛利率维持稳定。

医美：依托药企基因快速切入医美领域，22 年 8 月首款医美产品——“婴芙源”重组胶原蛋白生物修复敷料先行上市打通销售渠道，独家代理 Aesthefill 童颜针预计 23 年下半年获批上市后贡献较多收入，预计 2023-2025 年医美实现营收 0.1/4.13/7.16 亿元，考虑再生针剂高毛利，拉动毛利率上行，23-25 年毛利率为 60%/85%/85%。

贸易：预计维持稳健增长，预计 2023-2025 年营收增速为 5%/5%/5%。

综上，我们预计公司 2023-2025 年营收为 23.0/28.7/33.5 亿元，同比增速 13.6%/24.7%/16.7%，毛利率为 29.5%/37.5%/41.5%。

图表 25：公司业务拆分（单位：百万元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1775.45	2026.23	2301.69	2869.58	3349.99
YOY	-5.14%	14.12%	13.59%	24.67%	16.74%
毛利率	28.83%	28.61%	29.48%	37.52%	41.54%
医药					
营业收入	1,291.42	1,421.06	1,676.85	1,810.99	1,955.87
YOY	-3.49%	10.04%	12.00%	8.00%	8.00%
毛利率	38.25%	38.54%	38.50%	38.50%	38.50%
医美					
营业收入	-	0.27	10.00	413.00	716.25
YOY	-	-	3570.13%	4030.00%	73.43%
毛利率	-	48.16%	60.00%	85.00%	85.00%
贸易					
营业收入	469.39	585.57	614.85	645.59	677.87
YOY	-	24.75%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	4.20%	4.40%	4.40%	4.40%	4.40%

数据来源：公司公告，华福证券研究所

费用端：1) 销售：医美布局逐步深入，新产品上市后的销售渠道打通和营销推广，导致销售费用率持续上行，预计 23-25 年销售费用率为 22.3%/22.7%/23.3%；**2) 管理：**医美业务主体和团队基本搭建完毕，业务运行效率有所提升，预计管理费用率稳中有降，23-25 年管理费用率预计为 5.8%/5.6%/5.5%；**3) 研发：**重点打造胶

原蛋白自有技术平台，持续加入研发投入，预计 23-25 年研发费用率达 1.5%/1.6%/1.7%。

图表 26：公司期间费用率预测

期间费用率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	23.3%	22.1%	22.3%	22.7%	23.3%
管理费用率	5.9%	5.8%	5.8%	5.6%	5.5%
研发费用率	1.2%	1.4%	1.5%	1.6%	1.7%

数据来源：Wind、公司公告，华福证券研究所

4.2 相对估值

考虑医美业务尚未贡献利润，且医药业务业绩承压明显，我们采用市销率法对公司进行估值分析。公司目前收入主要来自医药业务，医美收入体量较小，伴随童颜针产品获批上市医美收入占比有望有较大提升，因此我们选取医药和医美赛道的代表性公司作为估值参考，剔除最大和最小值之后可比公司 23-25 年平均 PS 为 2.74/2.34/2.04，考虑公司医美业务收入在 24 年后将逐步释放，给予公司 24 年 PS 为 2.3，24 年收入预计为 28.7 亿元，对应市值 66.0 亿元，目标价格 9.27 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 27：可比公司估值表（截至 2023 年 7 月 13 日）

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	营业收入(亿元)			PS		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
002422.SZ	科伦药业	421.13	28.55	213.30	230.47	256.54	1.97	1.83	1.64
600332.SH	白云山	490.05	31.49	761.81	812.28	849.65	0.64	0.60	0.58
600062.SH	华润双鹤	175.35	16.81	105.16	112.90	119.43	1.67	1.55	1.47
300896.SZ	爱美客	993.76	459.31	29.97	42.49	57.63	33.16	23.39	17.24
688363.SH	华熙生物	446.47	92.69	82.09	103.88	126.43	5.44	4.30	3.53
000963.SZ	华东医药	794.03	45.27	422.69	469.81	520.88	1.88	1.69	1.52
剔除最大和最小值之后的平均值							2.74	2.34	2.04

数据来源：公司公告，华福证券研究所（可比公司预测均参考 Wind 一致预期）

5 风险提示

行业竞争加剧的风险。近年来医疗美容市场快速增长，吸引多家企业进入国内市场，行业竞争将逐渐加剧，如果公司无法妥善应对市场新进入者的竞争，公司的经营业绩可能无法保持增长趋势。

新产品上市不及预期。公司新产品从研发到获批上市具备一定的不确定性，不排除未来新产品在研发和注册过程中可能会受到不可预测因素的影响，导致其未能通过或未能如期通过国家药监局的审评审批，从而面临因新产品注册失败或新产品上市后

无法适应市场需求变化而损失前期研发投入的风险。

图表 28：医美产品收入和毛利率对 24 年公司归母净利润的敏感性测试

公司归母净利润（亿元）		医美毛利率				
		75%	80%	85%	90%	95%
医美产品收入（亿元）	2	0.52	0.58	0.64	0.70	0.76
	3	0.75	0.84	0.93	1.01	1.10
	4	0.98	1.10	1.21	1.33	1.44
	5	1.21	1.36	1.50	1.64	1.79
	6	1.44	1.61	1.79	1.96	2.13

数据来源：华福证券研究所

医美消费需求不及预期。疫情放开后若居民消费不及预期，将会影响公司医美板块营业收入。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20% 以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10% 与 10% 之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20% 与-10% 之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20% 以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5% 以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5% 与 5% 之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5% 以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，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 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn