

2021年04月25日

证券分析师 朱国广

执业证号: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

# 医美产品线丰富,“少女针”获批后进入放量阶段

买入(首次)

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	33,683	37,637	41,346	45,423
同比(%)	-5.0%	11.7%	9.9%	9.9%
归母净利润(百万元)	2,820	3,002	3,498	4,260
同比(%)	0.2%	6.5%	16.5%	21.8%
每股收益(元/股)	1.61	1.72	2.00	2.43
P/E(倍)	27.86	26.17	22.46	18.44

## 股价走势



## 投资要点

- 投资摘要:** 公司立足于医药商业和医药工业两大主业基本盘,快速进军医美领域,构建多样化、差异化、具备国际竞争力的医美产品管线。目前医美板块已形成高端优质产品集群,随着重磅产品在海内外市场逐步落地,公司渐入收获期,有望迎来医美业绩释放与估值重塑。
- 中国医美消费快速崛起,非手术医美产品领域大有可为。** 国内医疗美容市场方兴未艾,艾瑞咨询数据显示2020年中国医美市场规模约1975亿元(+11.6%),2023年市场规模有望达3115亿元,2019-2023年CAGR为15.2%。Frost&Sullivan数据显示我国医美消费渗透率相比于发达国家仍有较大提升空间,约为日本的1/3,美国的1/5,韩国的1/6。新氧数据显示,2019年非手术类项目在医美总疗程中占比67.33%。注射类项目占总疗程比例57.04%,其中玻尿酸(注射类中占比66.59%,同比增速53.11%)、肉毒素(注射类中占比32.67%,同比增速90.56%)最受青睐。面部年轻化项目(主要为光电类医美)占总疗程比例4.99%,同比增速92.64%;激光祛斑亮肤、射频紧肤等能量源医美激增。医美器械耗材等占据产业价值链高端,优质产品潜在放量空间尤大。
- 公司收购与代理并举,快速布局国际化医美产品线。** 公司于2013年代理伊婉玻尿酸切入医美赛道;2018年收购全资医美子公司Sinclair,产品包括Ellanse少女针、Silhoueteme美容埋线填充剂等;2019年参股美国R2公司(26.60%股权)获得祛斑、美白光电类仪器代理权;2020年与韩国Jetema合作独家代理A型肉毒素;2020年Sinclair与瑞士Kylane公司合作独家代理MaiLi高端玻尿酸;2021年Sinclair收购西班牙High Tech(100%股权),获冷冻溶脂及激光脱毛设备。公司国际化高端医美产品集群形成,注册与销售平台已搭建,大医美产业版图不断拓展。
- “少女针”落地加快医美发展步伐,产品集群渐入收获期。** 2021年4月,公司Ellanse“少女针”获批上市,作为此类针剂首个正规获证产品,有望在自然美偏好和取代水货市场情况下,有望成为十亿级以上重磅品种。此外,公司多款医美产品将陆续上市,根据公告,Silhouette埋线国内临床试验正顺利开展;R2公司的冷触美容仪F0、冷冻祛斑器械F1正推进注册;MaiLi含麻玻尿酸将于2021年上半年在欧洲上市,并已启动中国注册工作;肉毒素临床前期申请中等。经过分产品/分公司测算,我们估计2030年公司医美板块销售收入规模有望近96亿元。
- 盈利预测与投资评级:** 我们预计2021-2023年公司营业收入分别为376.37/413.46/454.23亿元,归母净利润分别为30.02/34.98/42.60亿元,对应当前股价的PE分别26/22/18倍。考虑到公司医药工业与医药商业两大主业基础夯实,医美板块发展潜力很大,未来医美产品相继获批上市将带来业绩释放与估值提升。首次覆盖,给予“买入”评级。
- 风险提示:** 研发进度或不及预期的风险,市场推广或不及预期的风险,医疗美容整形意外事故的风险。

## 市场数据

收盘价(元)	44.90
一年最低/最高价	17.32/46.55
市净率(倍)	5.37
流通A股市值(百万元)	78565.32

## 基础数据

每股净资产(元)	8.36
资产负债率(%)	37.28
总股本(百万股)	1749.81
流通A股(百万股)	1749.78

## 相关研究

## 内容目录

<b>1. 积极开拓国际医美版图，医药大企业注入发展新活力</b>	<b>5</b>
1.1. 医药工业主导，医药商业升级，医美业务起步国际化	5
1.2. 医药商业板块：稳居浙江省内龙头地位，积极创新业务模式	6
1.3. 医药工业板块：研发与BD协同推进，持续丰富创新药产品线	7
1.4. 医美业务板块：国际化医美产品管线丰富，争占高端医美蓝海市场	9
<b>2. 中国医美市场蓬勃发展，非手术类项目为重要驱动力</b>	<b>12</b>
2.1. 国内医美快速消费崛起，渗透率提升空间很大	12
2.2. 非手术类医美接受率高，注射类+光电类广受青睐	13
<b>3. 医美产品集群形成，公司渐入收获期</b>	<b>16</b>
3.1. Ellans-é少女针获批，有望引领新型填充剂风潮	16
3.2. 玻尿酸竞争白热化，公司产品将覆盖高、中、低端市场	18
3.2.1. 韩国伊婉玻尿酸，中低端市场的高性价比品牌	20
3.2.2. 瑞士 Maili 玻尿酸，对标乔雅登的高端品牌	22
3.3. 肉毒素市场格局面临重新洗牌，公司代理产品先决条件优异	23
3.4. 美容线市场正在被开发，公司产品有望占据正规市场高端定位	25
3.5. 医美无创诊疗消费激增，公司进入激光与冷冻设备两大重要领域	27
3.5.1. 独家代理美国 R2 公司设备，争占国内美白亮肤市场	27
3.5.2. 收购西班牙 High Tech 公司，瞄准身体塑形与皮肤修复热点	28
<b>4. 盈利预测与估值分析</b>	<b>29</b>
4.1. 关键假设与收入预测	29
4.2. 估值分析	33
<b>5. 风险提示</b>	<b>34</b>

## 图表目录

图 1: 公司营业收入与归母净利润情况 .....	5
图 2: 公司销售毛利率与净利率情况 .....	5
图 3: 公司及子公司、医药工业 ROE 情况 .....	5
图 4: 公司 2020 年收入结构 .....	5
图 5: 公司医药工业全国营销网络分布图 (至 2020 年报) .....	6
图 6: 公司医药商业浙江省网络覆盖图 (至 2020 年报) .....	6
图 7: 公司医药商业收入及增速 .....	7
图 8: 公司医药商业毛利及毛利率 .....	7
图 9: 公司医药工业覆盖领域 .....	7
图 10: 公司医药工业研发费用及占工业收入比重 .....	7
图 11: 公司医药工业收入及增速 .....	8
图 12: 公司医药工业毛利及毛利率 .....	8
图 13: 公司全球业务合作及医美产业布局 (至 2020 年报) .....	11
图 14: 中国医疗美容行业市场规模 (亿元) 及增速 .....	12
图 15: 主要国家医美渗透率 .....	12
图 16: 2018 年每千人诊疗次数对比 .....	12
图 17: 中国医美手术类与非手术类市场规模增速 .....	13
图 18: 中日美三国医美总疗程分布 .....	13
图 19: 2019 年中国注射类医美项目分布 .....	14
图 20: 2019 年中国注射类医美项目增速 .....	14
图 21: 中国医美消费诉求变化 .....	14
图 22: 面部年轻化项目在总疗程的占比与分布 (2019 年) .....	14
图 23: Ellans-é 四个型号 .....	16
图 24: Ellans-é 作用过程 .....	16
图 25: 2009 年-2017 年 10 月 ELLANSE 的 PMS 数据 .....	17
图 26: PCL 填充剂与玻尿酸的除皱效果对比 .....	17
图 27: 中国透明质酸医疗终端产品市场规模 .....	19
图 28: 透明质酸每年获批 III 级医疗器械证数量的情况 .....	19
图 29: 中国透明质酸填充剂价格分布示例图 .....	19
图 30: 2019 年中国玻尿酸填充剂市场格局 (按销售额) .....	20
图 31: 2019 年中国玻尿酸填充剂市场格局 (按销售量) .....	20
图 32: 伊婉销售额 .....	20
图 33: 2016-2019 中国玻尿酸填充剂市场格局 (按销售额) .....	20
图 34: 伊婉玻尿酸发展历程 .....	21
图 35: 伊婉玻尿酸的特点 .....	21
图 36: 伊婉玻尿酸产品图示 .....	21
图 37: Maili Extreme 对比 Juv édermVoluma 的充盈能力 .....	22
图 38: Maili Extreme 对比 Juv édermVoluma 的充盈能力 .....	22
图 39: 2018 年全球肉毒素市场格局 .....	23
图 40: 中国肉毒素市场规模及增速 .....	23
图 41: 艾尔健 Botox 销售规模 (亿美元) .....	23
图 42: 2012-2019 年保妥适在样本医院的市占率 .....	23

图 43: 2014-2020 年 Jetema 营业收入与营业利润 .....	25
图 44: 2020 年 Jetema 营业收入构成 (亿韩币) .....	25
图 45: 埋线治疗部位示例 .....	26
图 46: 埋线植入前后的效果对比 (治疗 1 个月) .....	26
图 47: Silhoueteme 埋植线产品示意图 .....	27
图 48: Silhoueteme 植入过程示意图 .....	27
图 49: Glacial Rx™ 的使用效果反馈 .....	28
图 50: R2 公司设备及上市进度 .....	28
表 1: 公司创新药、生物类似药、创新医疗器械及其研发进展 .....	8
表 2: 公司主要医美产品线情况 .....	10
表 3: 手术类与非手术类医美项目对比 .....	13
表 4: 玻尿酸/童颜针/少女针功效对比 .....	17
表 5: 国外主要童颜针/少女针产品对比 .....	18
表 6: 伊婉产品介绍 .....	21
表 7: 四大肉毒毒素上市产品比较 .....	24
表 8: 中国市场的肉毒毒素在研产品情况 .....	24
表 9: 面部埋植线获批上市的产品情况 .....	26
表 10: 公司分业务营收及毛利率预测 (单位: 百万元) .....	错误!未定义书签。
表 11: 医美业务收入预测 .....	31
表 12: 可比公司估值 .....	33

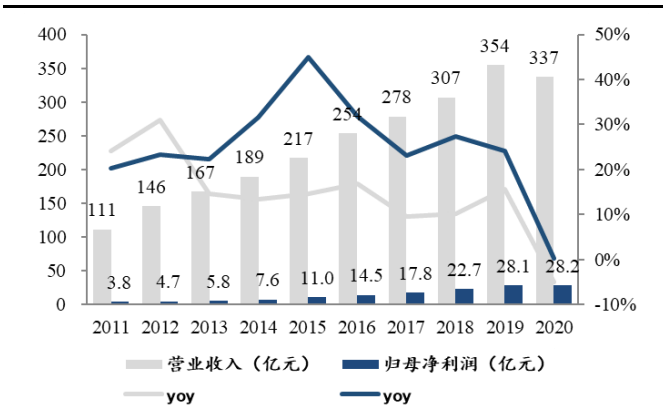
## 1. 积极开拓国际医美版图，医药大企注入发展新活力

### 1.1. 医药工业主导，医药商业升级，医美业务起步国际化

华东医药自 1993 年创建以来，经过近 30 年发展，已形成医药工业、医药商业和医美业务三大板块，并制定了立足医药健康产业，以医药工业为主导，同时拓展医药商业和医美产业的全新发展战略，并持续推进科研创新及开拓国际化市场。

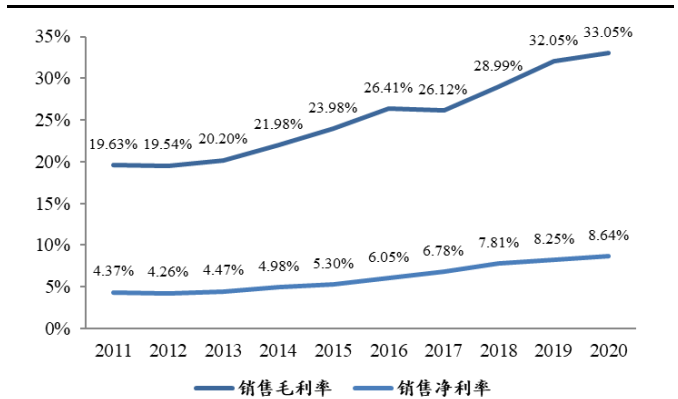
2011-2020 年以来，公司营业收入年均复合增长率 13%，归母净利润年均复合增长率 25%。2020 年营收利润增速有所下滑，主要受疫情及大品种阿卡波糖集采失标等影响。近年来，公司制药工业收入规模及占比不断扩大，相对低毛利的医药商业规模及占比减小，公司整体毛利率与净利率水平不断提升。自 2007 年以来，公司 ROE 水平始终保持在 20% 以上，中美华东作为公司医药工业的主体，其 ROE 远高于全国医药工业平均水平，连续 14 年保持在 35% 以上。医药工业与医药商业两大主业支撑公司 20 年的持续增长，未来工业研发创新、商业营销转型、医美业务拓展等，将推动公司稳步前行。

图 1：公司营业收入与归母净利润情况



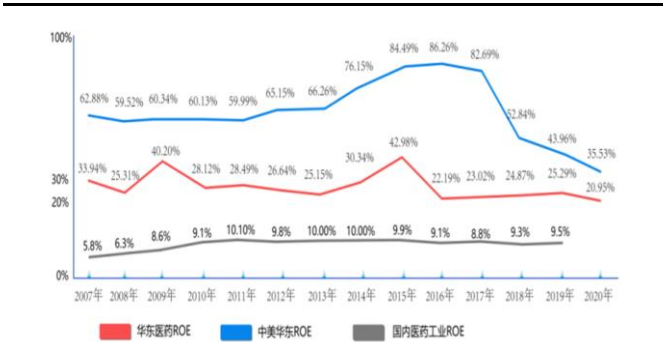
数据来源：wind，东吴证券研究所

图 2：公司销售毛利率与净利率情况



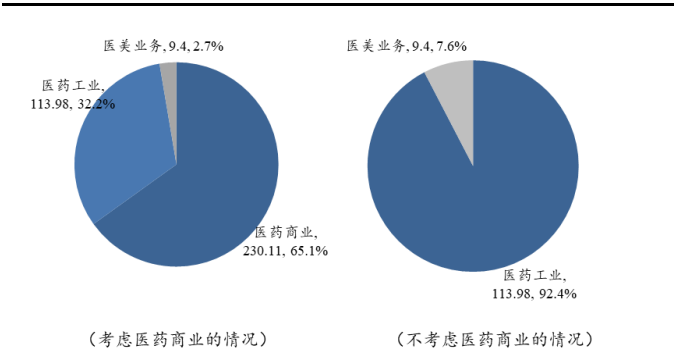
数据来源：wind，东吴证券研究所

图 3：公司及子公司、医药工业 ROE 情况



数据来源：国资委、同花顺、公司年报，东吴证券研究所

图 4：公司 2020 年收入结构



数据来源：公司年报，东吴证券研究所  
注：未考虑分部间抵消

从收入构成来看，2020 年医美业务收入约 9.43 亿元，占公司总收入比重约 2.8%。其中包括国内医美业务(主要为代理伊婉玻尿酸)收入 6.23 亿元和国际医美业务(Sinclair 子公司)收入 3.19 亿元。由于医药商业收入体量较大、但利润贡献较低，在不考虑医药商业收入的情况下，医美业务的收入占比约 7.6%。

### 1.2. 医药商业板块：稳居浙江省内龙头地位，积极创新业务模式

公司医药商业在浙江省名列前茅，并且连续多年位居中国医药商业企业十强。2020 年公司继续深耕浙江本土市场，省公立医疗机构、重点民营医疗与零售药店客户全覆盖，订单金额满足率保持领先。同时公司销售渠道逐步下沉到基层、院外市场以及终端药店，发力基层和院外市场，提升全方位营销能力；在全面覆盖省内医药物流网络的基础上，不断全国医药配送网络。公司已与国内外 90% 的主流医药企业建立业务合作关系。

公司积极进行业务模式创新发展，向综合性解决方案服务商转型，以提高医药商业业务毛利率水平，同时实现现代化医药商业模式的可持续发展。公司具备完备的冷链物流配送服务体系和专业能力，冷链物流配送业务处于全国领先水平；并积极发展总代理、业务托管、BTC 药房等新型商业模式，培育创新业务；并通过大数据、人工智能、物联网等新技术，创新对供应商的服务，延伸服务供应链。

图 5: 公司医药工业全国营销网络分布图(至 2020 年报)



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

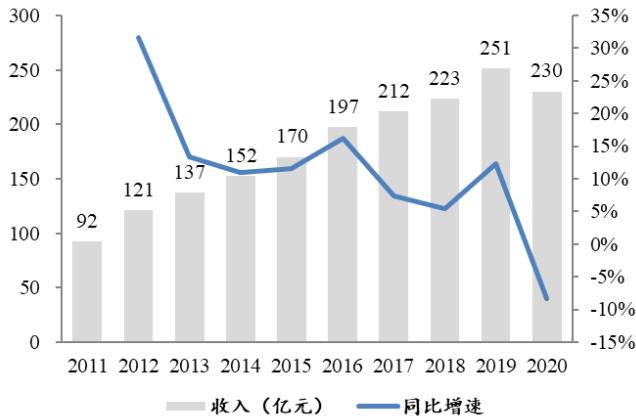
图 6: 公司医药商业浙江省网络覆盖图(至 2020 年报)



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

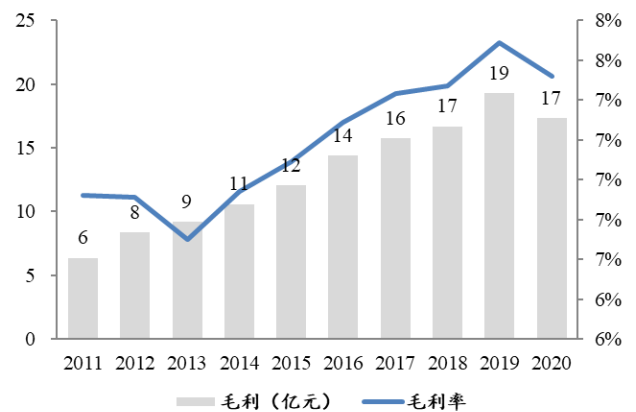
2020 年华东医药商业公司积极进行业务模式创新发展，运营效率持续提升，业务保持稳定增长，全年实现销售收入 230 亿元，由于疫情影响有所增速有所下滑，但销售规模 and 市场份额在浙江省内继续保持医药商业龙头地位。公司医药商业毛利率逐年提高，同时长期维持在 7% 以上，我们预计随着疫情影响消退，特色冷链物流等高毛利业务占比提升，将继续提高整体毛利率水平。

图 7: 公司医药商业收入及增速



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 8: 公司医药商业毛利及毛利率



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

### 1.3. 医药工业板块: 研发与 BD 协同推进, 持续丰富创新药产品线

在医药制造领域, 公司深耕于专科、慢病用药及特殊用药领域的研发、生产和销售, 拥有多个在国内具有市场优势的一线临床用药, 目前的核心产品管线以心血管、慢性肾病、移植免疫、内分泌、消化系统等领域为主。2020 年公司医药工业收入 114 亿元, 在重点产品降价带来阶段性影响的情况下仍保持 4.91% 的正增长; 2011-2020 年均复合增速达 22%。未来在医药工业板块, 公司将继续加强研发创新, 并推进生产系统由成本中心向利润中心进行转变, 加快向院外市场、自费市场的营销转型, 努力开拓国际市场等, 以实现工业业务的持续性增长。

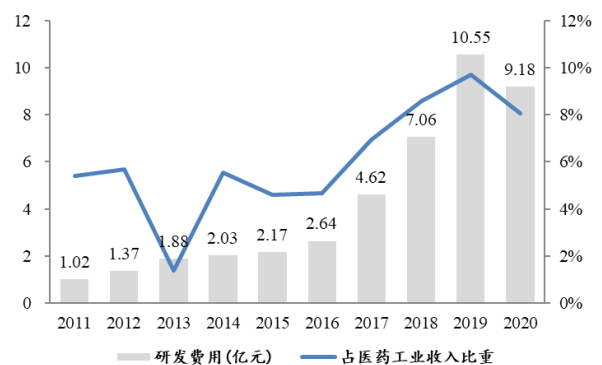
公司持续加强研发创新工作, 全面推动研发体系转型, 2020 年完成创新项目立项 15 项, 新引进 47 位海内外创新型研发人才, 在构建国际化创新研发团队、建立核心专家库、启动博士后流动站等方面的取得重要进展。2020 年公司医药工业研发投入 14.44 亿元, 同比增长 8.91%; 其中, 直接研发费用 9.18 亿元, 较 2019 年 (10.55 亿元) 下降 12.96%; 但外部新药技术及权益引进等研发支出 5.25 亿元, 较 2019 年增长 94.10%。

图 9: 公司医药工业覆盖领域



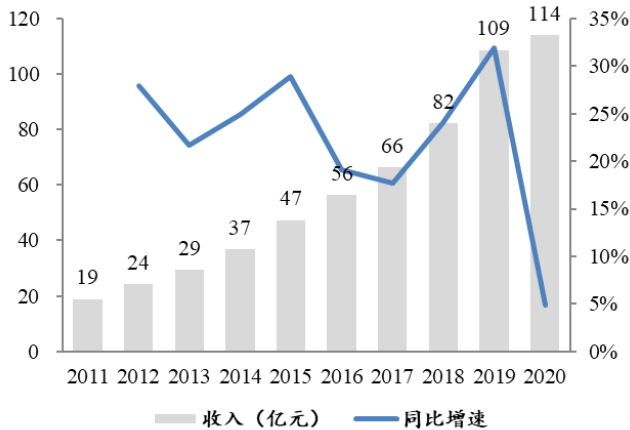
数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图 10: 公司医药工业研发费用及占工业收入比重



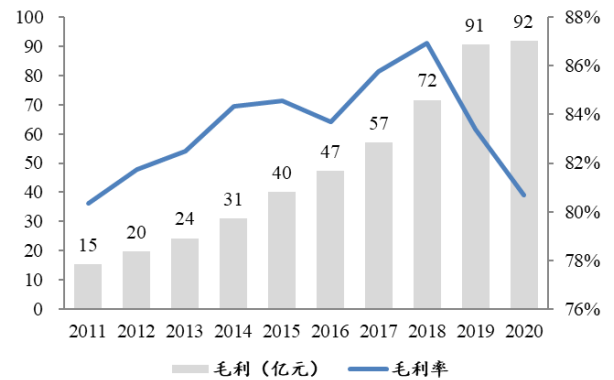
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 11: 公司医药工业收入及增速



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 12: 公司医药工业毛利及毛利率



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

公司研发与 BD 协同, 进一步丰富肿瘤、自身免疫及糖尿病领域产品管线。2020 年通过入股江苏荃信生物、与美国 ImmunoGen 合作、参股重庆派金公司等, 积极布局和推进乌司奴单抗类似物 (自身免疫疾病)、ADC 药物 (晚期卵巢癌)、索马鲁肽注射剂 (糖尿病与减肥减重) 等创新药大品种。公司规划在未来 5 年期间, 每年完成不少于 15 个创新品种 (包括创新药物、改良型新药、创新医疗器械和高端产品等) 的立项和储备。

表 1: 公司创新药、生物类似药、创新医疗器械及其研发进展

产品	适应症/治疗领域	进展
迈华替尼	晚期非小细胞肺癌	同步开展二期及推进注册临床三期试验, 计划今年三季度完成未例受试者入组
TTP273	治疗糖尿病的 GLP-1 受体激动剂小分子创新药	正在开展 2 期中国大陆、台湾多中心临床试验。2 期临床试验于 2020 年 12 月已完成首例受试者入组给药
HDM3002 (PRV-3279)	1) 治疗系统性红斑狼疮 (SLE); 2) 预防或降低基因治疗的免疫原性	在美国: 1) (SLE) 已经完成 1a 和 1b 两项 1 期试验; 2) 免疫原性适应症正在进行临床前试验。在中国: 2 期临床研究预计将在 2021 年的下半年开展, 该试验的一部分将在中国进行
HDM2002 (IMGN853)	全球首个针对 FR $\alpha$ 阳性卵巢癌的 ADC 在研药物	临床试验包括 MRCT 临床 3 期和 PK 桥接试验已获临床批件, 目前正在按计划推进临床前的各项准备工作
早期创新药研发: 治疗 2 型糖尿病口服 GLP-1 创新药、抗肿瘤项目包括 CDK 靶向药物及 PROTACT 等创新药正在按计划开展药物筛选及活性表征工作		
生物类似药	利拉鲁肽注射液	治疗糖尿病及减肥适应症的 GLP-1 类似物
	索马鲁肽注射剂	治疗 2 型糖尿病的 GLP-1 类似物
	HDM3001 (QX001S)	银屑病与克罗恩病
		糖尿病适应症已基本完成 3 期临床试验, 公司预计 2021 年第 2 季度末完成全部临床工作并随后提交注册申请。公司预计减肥适应症在今年 3 季度完成临床工作, 年底提交注册
		公司计划在 2021 年启动国内临床试验申请 (IND) 的申报
		正在准备临床 3 期准备工作, 公司预计今年下半年开展 3 期临床试验



	德谷胰岛素注射液	糖尿病	临床前研究阶段
	门冬胰岛素注射液	糖尿病	临床前研究阶段
	胰高血糖素	糖尿病	临床前研究阶段
	雷珠单抗注射液	黄斑病变	已提交临床申请，并提交了发补资料
创新医疗器械	HD-NP-102	实时监测肾小球滤过率，评估肾功能	监测系统中使用的 1 类新药 MB102 (荧光示踪剂) 中国临床试验申请已获受理，待正式获得《临床试验通知》后，将整体开展 TGFR 动态监测系统的 MRCT 临床试验

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

#### 1.4. 医美业务板块：国际化医美产品管线丰富，争占高端医美蓝海市场

公司于 2013 年代理韩国 LG 化学的伊婉系列玻尿酸填充剂，切入医美领域；此后通过收购、参股、代理合作等方式，不断丰富国际化的医美产品线，拓展国际化、专业化医美销售平台。此外控股子公司宁波公司在杭州成立赛缪斯生物护肤研发中心，以赛缪斯定制护肤品牌为中心，打造基于皮肤基因定制化护肤的全新产品线。

- 2018 年 11 月，公司完成现金要约收购英国 Sinclair 公司全部股份，获得全球化运营的专业医美公司 Sinclair 旗下产品组合，包括 Ellanse 含聚己内酯 (PCL) 微球的皮肤填充剂、Silhouettème 美容埋线系列、PerfectHA 玻尿酸填充剂等。
- 2019 年 4 月，公司与美国 R2 Dermatology, Inc. 达成战略合作协议，参股 R2 公司 (26.60% 股权)，并获其医疗器械 F1 (冷冻祛斑) 和 F2 (全身美) 及其未来改进型在中国大陆、日本、韩国等 34 个亚洲国家或地区的独家分销权。
- 2020 年 8 月，公司与韩国上市公司 Jetema 签署战略合作协议，获得其 A 型肉毒素产品在中国的独家代理权，进一步医美产品线。
- 2020 年 10 月，全资子公司英国 Sinclair 与瑞士先进医美研发机构 Kylane Laboratoires SA 达成股权投资和产品合作开发协议：1) Sinclair 公司出资 600 万欧元获得 Kylane 公司 20% 股权，成为其第三大股东；2) Sinclair 公司每年将向 Kylane 公司支付一定金额支持其研发活动，并有权以约定对价获得其在面部和身体填充剂领域两款重点研发产品的 IP 及其全球权益。同时将拥有 Kylane 公司未来其他后续研发产品的优先谈判权。2020 年一季度公司与 Kylane 公司签署协议，获得其 MaiLi 系列高端玻尿酸产品的全球独家许可，并于 2020 年 6 月获得欧盟 CE 认证，公司预计在 2021 年上半年在欧洲市场上市，实现了公司在医美面部玻尿酸填充领域中高端产品的市场全覆盖。
- 2021 年 2 月，全资子公司英国 Sinclair 以 6500 万欧元股权对价款及最高不超过 2000 万欧元销售里程碑付款，收购西班牙能量源型医美器械公司 High Technology Products, S.L.U. 100% 股权。High Tech 公司业务覆盖身体塑形和皮肤修复两大医美领域，主要产品包括 3 款冷冻溶脂设备及 2 款激光脱毛等系列

产品，并拥有 4 款在研项目储备项目，公司预计在 2021-2024 年内将在全球范围内陆续上市。

表 2: 公司主要医美产品线情况

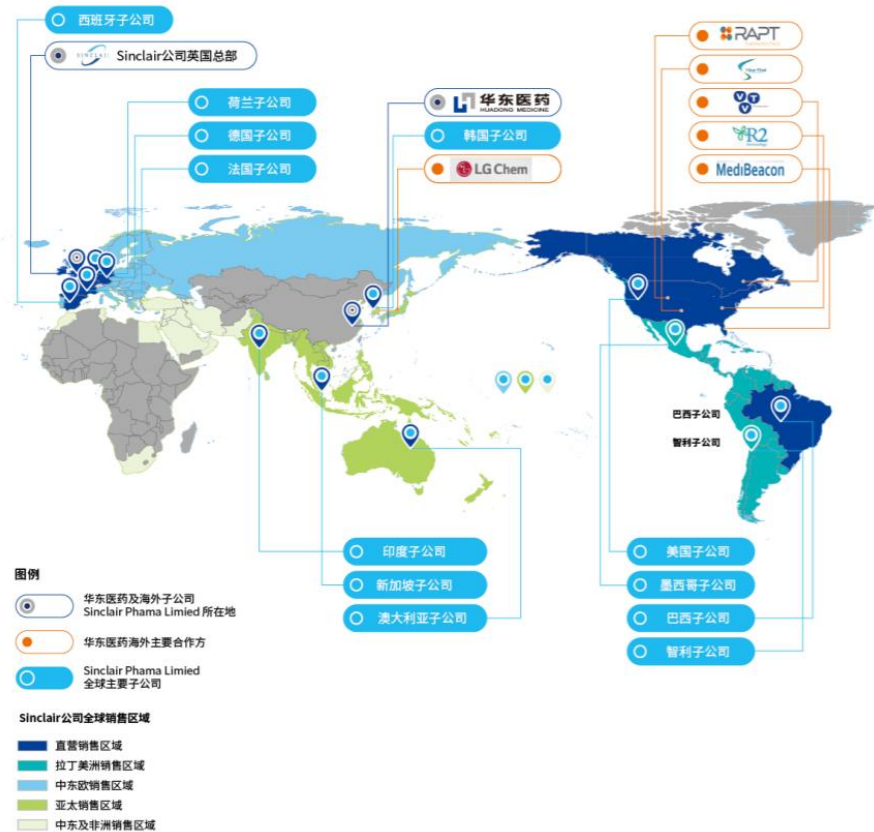
公司	与本公司关系	产品	适应症	公司(子公司)权益	注册上市情况	预计中国获批时间	2019/2020 年销售额	预计 2025 年销售额	预计 2030 年销售额
华东宁波	51%股权(子公司)	伊婉玻尿酸 塞缪斯护肤品系列	面部填充除皱、塑形 护肤	中国权益 全球权益	2010 于韩国首次上市, 2013 年于中国首次上市 2014 年品牌创立	已上市 已上市	8.19 亿元 /6.23 亿元 (约国内医美业务收入)	10.01 亿元 (仅伊婉)	13.21 亿元 (仅伊婉)
英国 Sinclair	100%股权(子公司)	Silhouette 美容埋线 Ellans é 胶原蛋白刺激剂	适用于中面部提拉手术, 短暂固定并提拉脸颊下真皮位置 面部修复+填充	全球权益	已在美国、欧洲、韩国、巴西等注册上市, 中国注册工作已启动 已在欧洲、韩国、巴西注册上市, 美国正在申报; 已获国内上市许可	2023 已获批	5.09 亿元 /3.09 亿元 (海外市场)	0.48 亿元	5.04 亿元 16.35 亿元
美国 R2	26.6%股权(参股公司)	F1 (Glacial Rx) F2 F0 (Glacial Spa)	清除皮肤的良性色素病变 全身美白 全身美白	34 个亚洲国家/地区的独家分销权	公司预计 2021 上半年在美国上市, 即将启动中国注册 研发阶段 美国获批上市	2024 2025 2021 二季度	---	0.97 亿元 1.72 亿元 1.63 亿元	1.31 亿元 2.51 亿元 2.46 亿元
瑞士 Kylane	20%股权(参股公司)	MaiLi 系列, 含利多卡因新型玻尿酸 两款重点研发产品	面部修复+填充 面部和身体填充	全球权益	2020 年 6 月获得欧盟 CE 认证, 公司预计在 2021 年上半年在欧洲市场上市; 中国注册上市推进中 研发阶段	2024 ---	---	1.69 亿元	15.33 亿元 ---
韩国 Jetema	战略合作	A 型肉毒素	用于除皱等	中国独家代理	中国注册上市推进中	2024		1.41 亿元	10.49 亿元
西班牙 High Tech	100%股权(孙公司)	Cooltech Cooltech Define Crystile Elysson Primelase Define2.0 Define3.0 PrimelasePro Titania	冷冻溶脂 冷冻减脂升级款 冷冻减脂美容院款 激光脱毛 紧肤塑形	全球权益	2011 年上市, 2013 年获得欧盟 CE 认证, 目前已在全球 13 个国家和地区完成注册 2018 年上市, 正在开展多国的册工作 2014 年上市 2014 年上市, 已在 7 个国家和地区注册。 2014 年欧洲上市, 已在 11 个国家和地区注册。 研发阶段, 公司预计 2021-2024 年将在全球范围内陆续上市	---	2019 年约 1.7 亿元 /2020Q1-3 约 0.7 亿元	3.16 亿元	7.87 亿元
华东医药	---	利拉鲁肽注射液	减肥		公司预计在 2021 年 3 季度完成临床工作, 年底前提交注册		---	---	---
子公司 Sinclair 海外市场							5.09 亿元 /3.09 亿元	11.32 亿元	21.79 亿元
医美板块销售收入合计							13.28 亿元 /9.43 亿元	41.37 亿元	96.35 亿元

数据来源: 公司公告、公司官网, 东吴证券研究所 注: 1) 2025 年、2030 年销售额为内部测算数据, 详见表 11; 2) 西班牙 High Tech 公司收入所涉及欧元汇率采用 1 欧元=7.5 元人民币; 3) 利拉鲁肽注射液处尚未纳入本部分医美收入的测算。3) 中国市场预计获批时间为我们根据公司公告预计; 4) 2025 年销售额、2030 年预计销售额为我们预计测算。

公司抓住疫情期间的低潮机会, 加快引进国际医美新产品和推进医美板块国际化战

略，打造高端、差异化的医美品牌和产品集群，目前已拥有差异化透明质酸钠产品组合、胶原蛋白刺激剂、A型肉毒素、埋植线、能量源器械等多个非手术类主流医美产品。同时，公司已成立医美国际业务部，统筹负责医美业务的战略规划及日常运营管理；注册成立欣可丽美学（上海）医疗科技有限公司和瑞途（上海）医疗科技公司，作为未来产品上市后的运营平台。目前公司已经初步形成较为完善的医美产业版图，随着产品研发与上市工作逐步推进，将渐入医美业务收获期。

图 13: 公司全球业务合作及医美产业布局（至 2020 年报）



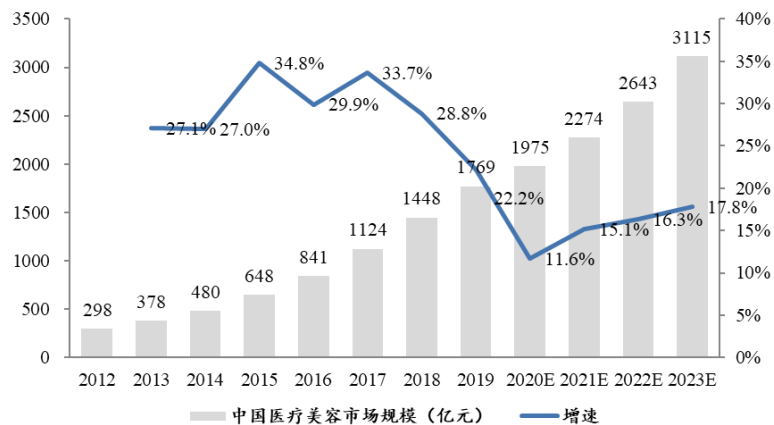
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2. 中国医美市场蓬勃发展，非手术类项目为重要驱动力

### 2.1. 国内医美快速消费崛起，渗透率提升空间很大

2020年中国医疗美容市场规模接近2000亿元。据国际整形美容医学学会统计，全球医疗美容服务疗程数从2011年的1470.78万例增长至2017年的2339.05万例，年均复合增长率为8.04%，已进入稳定发展阶段。而国内医疗美容市场方兴未艾，根据艾瑞咨询统计与预测，2020年中国医疗美容市场规模约1975亿元，同比增长11.6%，2023年市场规模有望达3115亿元，2019-2023年CAGR为15.2%。

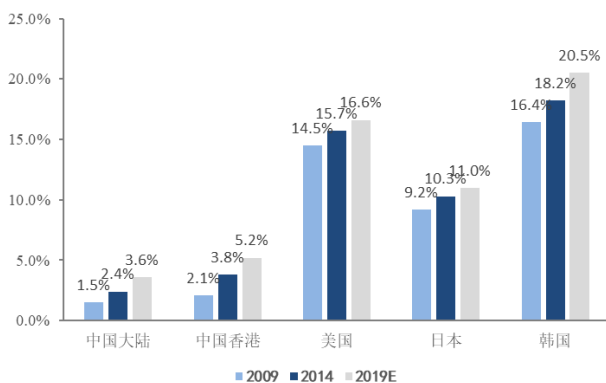
图 14: 中国医疗美容行业市场规模（亿元）及增速



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

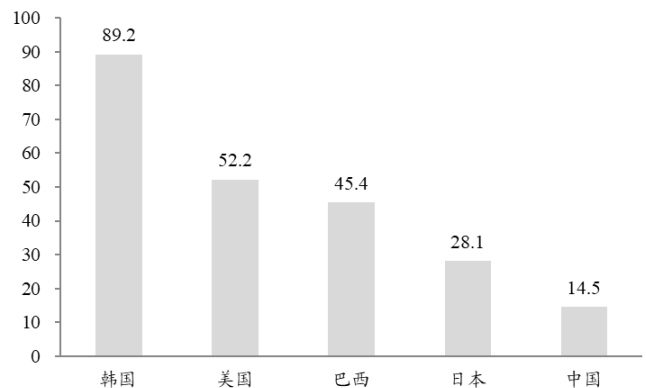
我国医美消费渗透率相比于发达国家仍有较大提升空间，市场前景广阔。Frost&Sullivan 数据显示，2018年中国医美疗程消费量2059万次，超过美国、巴西、日本、韩国等医美消费大国，位居全球第一；但每千人诊疗次数14.8次，远低于主要医美消费大国。2009-2019年中国大陆医美渗透率不断提升，Frost&Sullivan 估计从1.5%提升至3.6%，但仍较世界主要国家有较大差距，约为日本的1/3，美国的1/5，韩国的1/6。国内医美市场进入蓬勃发展阶段，且仍具广阔发展空间。

图 15: 主要国家医美渗透率



数据来源：Frost&Sullivan，东吴证券研究所

图 16: 2018年每千人诊疗次数对比



数据来源：Frost&Sullivan，东吴证券研究所

## 2.2. 非手术类医美接受率高，注射类+光电类广受青睐

非手术类整形有更高的市场接受率，非手术类轻医美项目成为潮流风向。手术类医美项目通常指通过手术对身体直接进行改变或改善胸、鼻、眼等部位的外观，效果显著且具备永久性，但创伤较大、风险较高。非手术类医美项目主要是注射、激光和超声等疗法，创伤小、风险低、单价低，但维持时间有限，需要间隔一定时间后再次消费以维持效果。

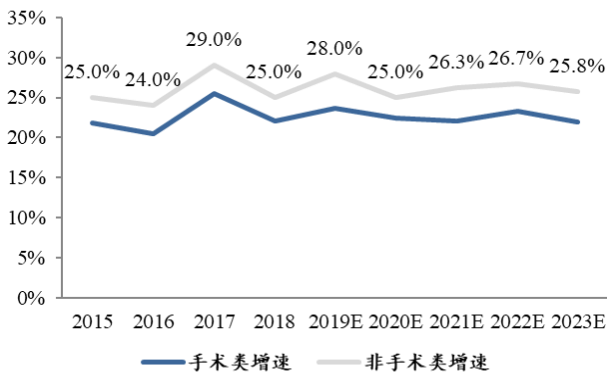
表 3: 手术类与非手术类医美项目对比

医美部位	手术类	非手术类
面部及五官	开双眼皮、隆鼻、正颌手术	
躯体	隆胸、抽脂	玻尿酸注射、肉毒注射、脂肪注射、激光祛斑、激光脱毛、光子嫩肤、热玛吉、超声刀
皮肤	毛发移植,肿物切除、腋臭手术	
口腔	牙齿畸形拔除及矫正、种植牙	洗牙、抛光、烤瓷牙美容
特点	部分项目价格较高、创伤较大、恢复周期长、风险高、永久性、效果明显,复购率低	价格较低、风险较小、创伤小,恢复快、微调型、效果有期限性,复购率高

数据来源：顶智医美，东吴证券研究所

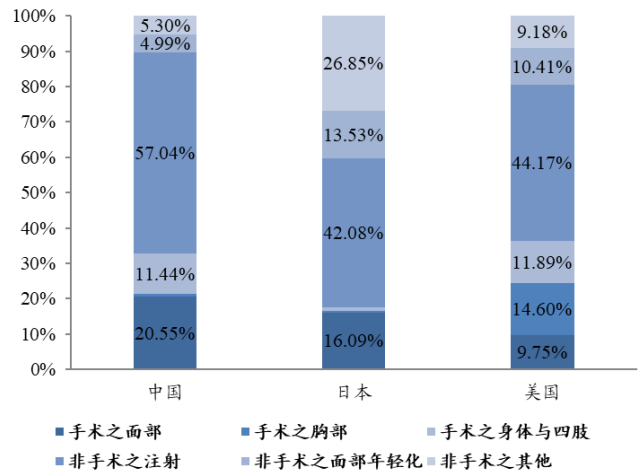
因此，非手术类整形具有更高的市场接受度和复购率，增速更快，市场占比逐年提升。根据新氧《2019 年医美白皮书》，中国医美手术类项目占比 32.67%，非手术之注射类项目占比 57.04%，非手术之面部年轻化项目占比 4.99%。

图 17: 中国医美手术类与非手术类市场规模增速



数据来源：Frost&Sullivan，东吴证券研究所

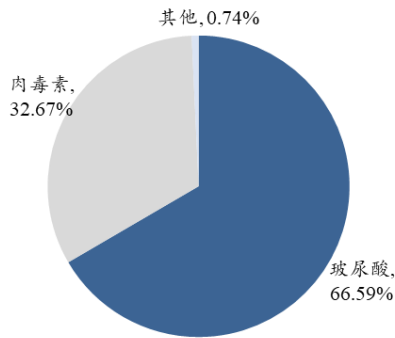
图 18: 中日美三国医美总疗程分布



数据来源：《2019 年医美白皮书》，东吴证券研究所

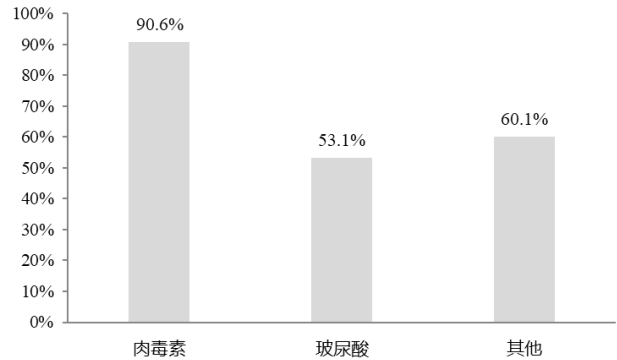
注射类为大众化医美消费项目，玻尿酸、肉毒素最受青睐。新氧大数据显示，2019 年注射类医美消费项目中，玻尿酸和肉毒毒素注射类项目合计占比约 99%。其中，玻尿酸占比 66.59%，同比增长 53.11%；肉毒毒素注射类占比 32.67%，同比增长 90.56%。其他注射类项目占比微小，但增速也高于 60%。

图 19: 2019 年中国注射类医美项目分布



数据来源: 新氧大数据, 东吴证券研究所

图 20: 2019 年中国注射类医美项目增速

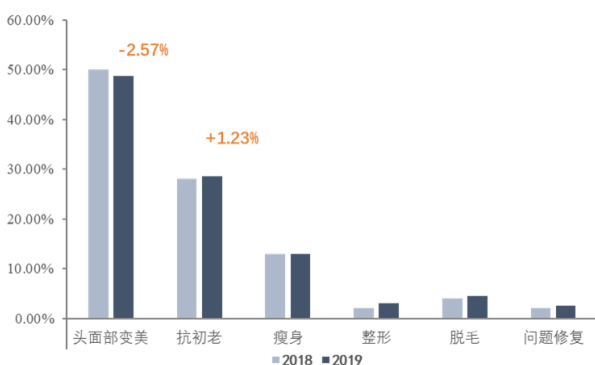


数据来源: 新氧大数据, 东吴证券研究所

注射类产品必须取得国家药监局的三类器械证或药品注册证, 从成分与机制来看, 目前已经获批上市的主要包括透明质酸、肉毒素、胶原蛋白、PCL-CMC 填充剂等, 尚在注册上市或研发阶段的主要包括 PLLA 微球填充剂、溶脂针等。

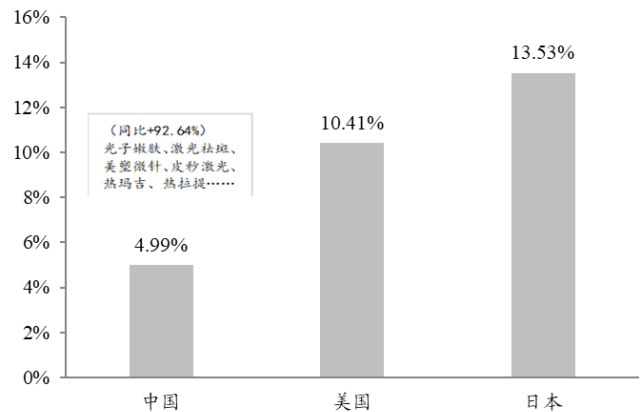
面部年轻化主要包括光电类医美诊疗, 作为入门级医美项目消费激增。自 2020 年, 90 后一代将开始逐步迈入 30 岁, 医美主力消费人群对于医学抗衰、抗初老需求快速增加, 新氧大数据显示 2019 年国内非手术之面部年轻化项目同比激增 92.64%。抗初老项目以光电类为代表的能量源医美设备诊疗为主, 项目品类多样, 价格区间宽泛, 特别是作为医美入门级的无创诊疗项目, 尤其广受欢迎。国内由于此类能量源设备主要依赖进口, 仍处于发展初期。国内面部年轻化项目占比与美、日两国相比, 未来有望实现 2-3 倍增长空间。

图 21: 中国医美消费诉求变化



数据来源: 新氧大数据, 东吴证券研究所

图 22: 面部年轻化项目在总疗程的占比与分布 (2019 年)



数据来源: ISAPS、新氧大数据, 东吴证券研究所

光电类医美项目依赖于能量源设备, 包括常见的光子嫩肤、激光祛斑、微针美塑、射频紧致、皮秒激光、激光脱毛等, 达到美白、祛斑、祛痘、紧致、脱毛等功效, 并以无创口、时间短、恢复快、见效快等优势更易被初级医美消费者接受, 同时具备较高的复购率。如热玛吉、热拉提等已成为医美界明星项目。而在能量源医美设备领域, 目前

国内 80% 产品仍有赖于进口品牌。根据 Medical Insight 数据，估计 2019 年国内医美器械市场规模约 16.9 亿元，2021 年有望增长至 22 亿元。考虑到国内医美消费快速渗透、光电类无创医美项目接受度高，我们认为行业增长有望进入提速发展阶段。

### 3. 医美产品集群形成，公司渐入收获期

#### 3.1. Ellans-é 少女针获批，有望引领新型填充剂风潮

Ellans-é 最新一代胶原蛋白修复填充剂，俗称少女针；具有刺激胶原蛋白重生、除皱抗衰作用，及自然、安全、持久的效果。Ellans-é 有效成分为 30%PCL 微球+70%CMC 凝胶。聚己内酯（polycaprolactone, PCL）可降解为二氧化碳和水的医用材料，常用于骨科用植体、伤口缝线等。PCL 微球（25-50 微米）可持续刺激胶原蛋白生长，且降解时间相对较长。CMC 凝胶（carboxymethylcellulose）：萃取于植物的一种凝胶载体，具有良好的黏度和弹性，注入皮肤后能够立即改善褶皱、皱纹，最终在人体内自然降解、吸收。Ellans-é 根据 PCL 微球包裹技术不同，其降解时间不同，存在 1-4 年持续效果的型号。目前公司在国内获批上市型号为 Ellans-é S。

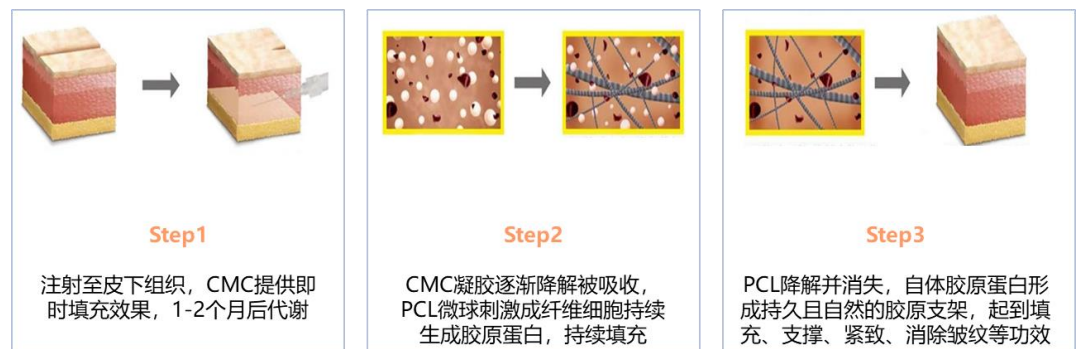
图 23: Ellans-é 四个型号



数据来源：Sinclair 公司官网，东吴证券研究所

少女针功效=童颜针+玻尿酸，兼具即时填充与持续刺激胶原蛋白增生的作用。Ellans-é 作用过程：1) CMC 凝胶提供即时填充效果，1-2 个月后代代谢；2) CMC 凝胶逐渐降解被吸收，PCL 微球刺激成纤维细胞持续生成胶原蛋白，持续填充；3) PCL 降解并消失，自体胶原蛋白形成持久且自然的胶原支架，起到填充、支撑、紧致、消除皱纹等功效，维持时间 1-4 年及以上。

图 24: Ellans-é 作用过程



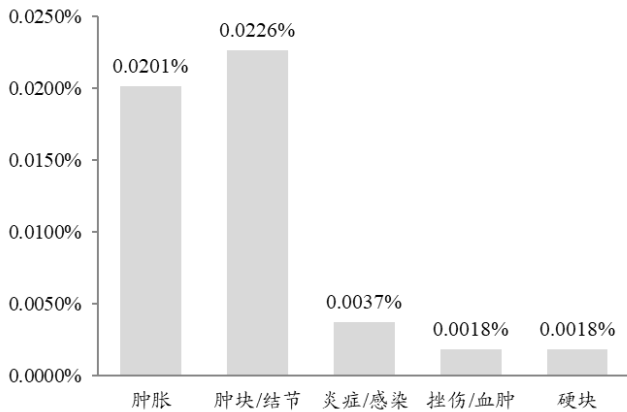
数据来源：新氧，Sinclair 公司官网，东吴证券研究所



与玻尿酸相比，少女针的除皱效果更佳、维持时间更长。自 2009 年在欧洲上市，至 2017 年 10 月，期间少女针销售超过 60 万支，而不良反应事件 355 起，不良反应率低至 0.056%，其中轻度的水肿/肿胀（0.02%）几天内会消退，结节/肿块（0.023%）常见于操作技术错误，此外炎症、血肿、硬化的发生率非常低。

在与玻尿酸的对比试验中，PCL 注射剂在注射后的第 6 个月、9 个月、12 个月，对于注射患者的皱纹改善程度都优于玻尿酸注射患者。

图 25: 2009 年-2017 年 10 月 ELLANSE 的 PMS 数据



数据来源: Cosmet Dermatol, 东吴证券研究所

图 26: PCL 填充剂与玻尿酸的除皱效果对比

	6个月 (n=34)		9个月 (n=32)		12个月 (n=30)	
	PCL	NASHA	PCL	NASHA	PCL	NASHA
显著改善	53%	29%	16%	0%	0%	0%
较大改善	32%	35%	25%	0%	20%	0%
改善	9%	29%	56%	56%	33%	10%
<b>总改善</b>	<b>85%</b>	<b>64%</b>	<b>41%</b>	<b>0%</b>	<b>20%</b>	<b>0%</b>
无变化	6%	6%	3%	41%	47%	90%
更差	0%	0%	0%	3%	0%	0%

数据来源: Cosmet Dermatol, 东吴证券研究所

与少女针相似产品被称为“童颜针”，指含聚左乳酸（PLLA）微球的面部填充剂，用于修复褶皱皮肤、填充凹陷部位，并通过刺激人体骨胶原再生使老化的肌肤重新富有弹性，达到提升紧致、增加弹性、改善皱纹的效果。童颜针的外观效果自然、真实，维持时间更长久，一般 2-3 年。但目前国内市场上尚无获批含聚左乳酸的 III 类医疗器械产品，大多为 I 类、II 类的医疗器械甚至是妆字号产品，以及未经认证的伪劣产品。根据公司公告的进展，我们估计爱美客的聚左旋乳酸微球填充剂于 2021 年上半年获批。

理论上，童颜针&少女针的定位和市场主要是对部分玻尿酸填充进行部分替代，填充的同时刺激胶原蛋白再生，效果更加自然。而少女针兼具玻尿酸即时填充与童颜针效果持久的功效，且持续时间可能实现更长。

表 4: 玻尿酸/童颜针/少女针功效对比

针剂类型	玻尿酸	童颜针	少女针
作用机理	填充	刺激胶原蛋白增生	填充+刺激胶原蛋白增生
起效时间	即时填充	短暂肿胀+1-2 个月的胶原增生	即时填充+持续胶原蛋白增生
持续时间	6-12 个月	1 年以上	1-4 年及以上
变化	即时填充	逐渐变美	即时填充，越来越美
效果	明显	自然	明显+自然

针对问题 填充轮廓 皮肤改善, 紧致提升, 回龄 填充轮廓, 皮肤改善, 紧致提升, 回龄

数据来源: 公司官网、新氧, 东吴证券研究所

表 5: 国外主要童颜针/少女针产品对比

商品名称	主要成分	产地	生产企业	国外获证与销售情况	国内进展	新氧价格/次	公司销售额
Sculpture 塑然雅/舒颜萃	PLLA	意大利	Dermik Laboratories	1999 年在欧洲首次获批, 目前在全球 40 多个国家销售	未获批	5000-7000 元	540 万英镑 (2017 年 Sinclair 经销额)
DermaVeil 得美颜	PLLA+ GA	美国	Anteco Pharma	2001 年用于改善面部衰老, 2003 获 FDA 出口认证, 2006 年销往拉丁美洲、东南亚等	未获批	3000-5000 元	---
AestheFill 爱塑美	PLA	韩国	---	---	未获批	2000-4000 元	---
Ellanse 少女针	PCL+ CMC	英国	Sinclair	2009 年欧洲上市, 目前销往全球市场 (除中国)	注册申报	6000-16000 元	约 3 亿元人民币 (2019 年)

数据来源: 各国药审机构、各公司官网、Bloomberg、新氧、行业和公司调研, 东吴证券研究所 注: 1) Sinclair 于 2018 年退市, 现为华东医药子公司。2) 2020 年 3 月, Sinclair 向 Galderma 出让 Sculptra 产品在西欧市场的经销权。

2019 年, Sinclair 公司实现收入 5.09 亿元人民币, 其中 Ellans-é 少女针收入近 3 亿元, 占总收入比重近 60%。Ellans-é 此前已在已在欧洲、韩国、巴西注册上市, 但并未进入美国、中国两大医美消费市场。至 2021 年 4 月 13 日, Ellans-é S 获得国家药监局批准上市, 将于 2021 年下半年开始销售; 于美国的上市注册工作也在推进中。我们认为, 作为新一代的注射填充剂, 童颜针、少女针符合当代求美者追求自然美的消费趋势, 也为医美机构在玻尿酸和肉毒素的价格竞争下提供新的项目方案, Ellans-é 少女针作为国内首个获证产品, 有望率先掀起新型填充剂的风潮。

### 3.2. 玻尿酸竞争白热化, 公司产品将覆盖高、中、低端市场

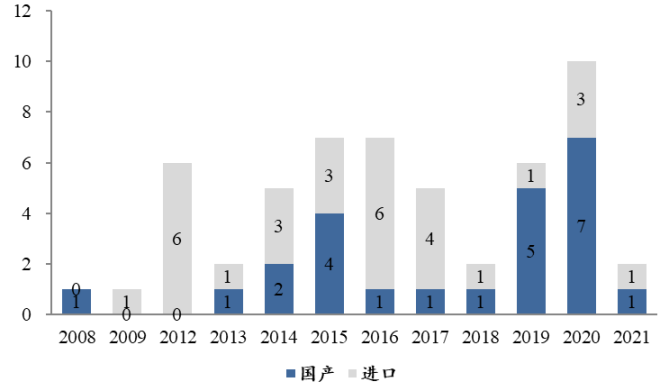
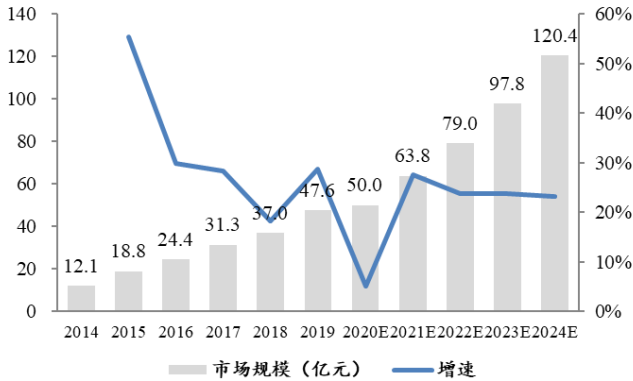
透明质酸 (Hyaluronic Acid, HA), 又称玻尿酸, 是一种广泛分布于人体和动物体内的天然高分子粘多糖。透明质酸是主要的细胞外基质之一, 具有良好的生物相容性, 经过交联后仍保持良好的抗降性和黏弹性; 透明质分子能够携带 500 倍以上的水分, 具有良好的保湿性。透明质酸由于其多种优异性能, 已成为医疗美容领域最为常见的注射填充剂。根据 Frost&Sullivan 数据, 2020 年中国透明质酸医疗终端市场规模约 50 亿元, 未来 5 年复合增长率约 20% 以上。

2008 年到目前为止, 仅每年批证数量上来看, NMPA (国家药品监督管理局) 共批准了 6 个国家、20 家厂商的 54 款 III 级医疗器械玻尿酸注射产品。其中, 已批准 12 家中国厂商的 33 款产品, 批准 8 家国外厂商的 20 款产品, 近五年年均获批玻尿酸注射产

品数量在 6 个左右。从产品品类看，呈现多样化、丰富化的趋势，近年来国内外知名厂商获批的新品大多寻求与传统产品存在一定差异性，例如交联技术突破、维持时间更长、添加利多卡因舒缓因子、或添加其他功效性的活性成分等。

图 27: 中国透明质酸医疗终端产品市场规模

图 28: 透明质酸每年获批 III 级医疗器械证数量的情况

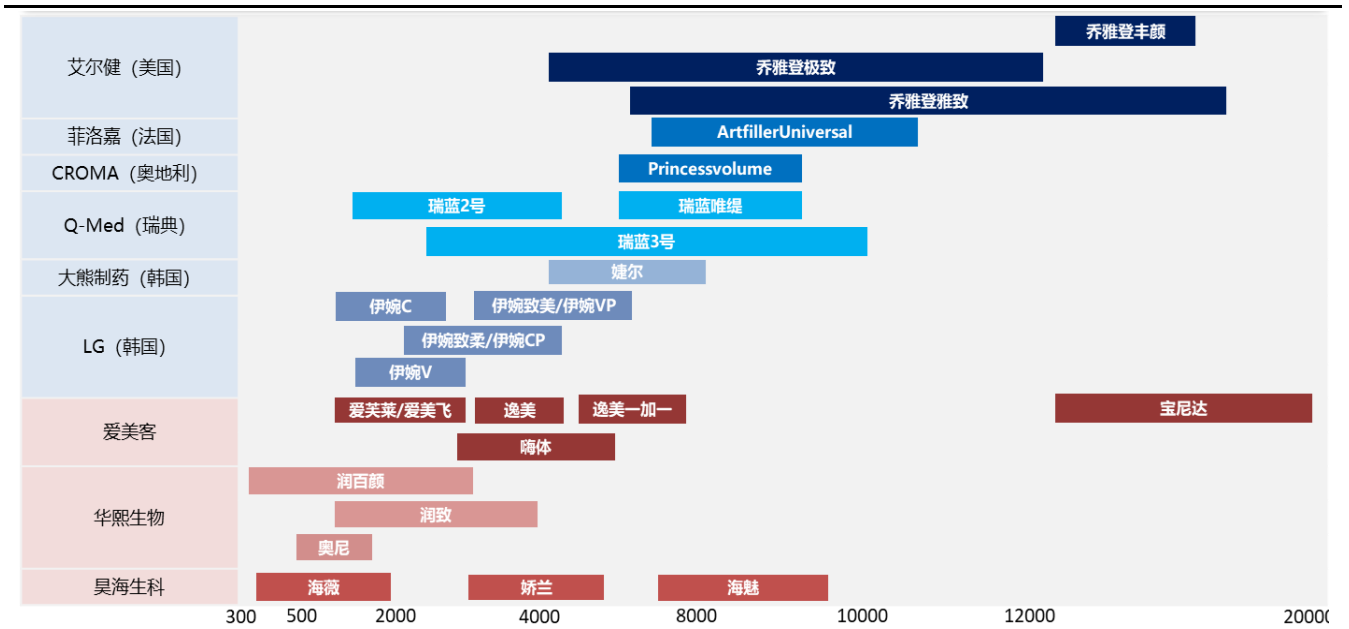


数据来源: Frost&Sullivan, 东吴证券研究所

数据来源: NMPA, 东吴证券研究所

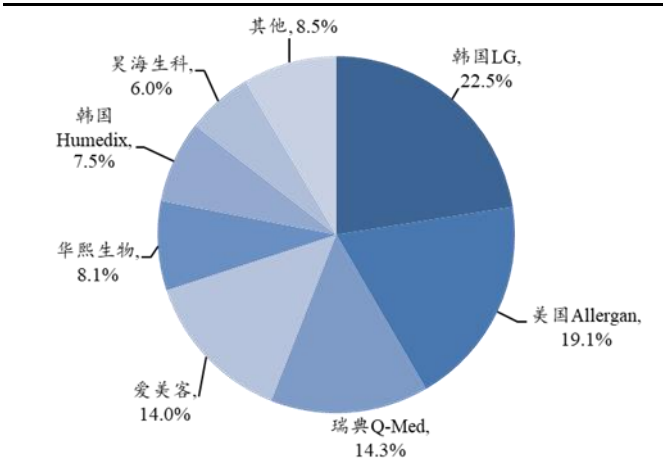
因此，玻尿酸市场竞争不断激化，同质化产品很难在市场中长久占有优势。目前，从终端价格来看，国产仍主要分布于中低端市场，进口品牌占据高端位置。从 2019 年销售收入来看，前三大厂商均为海外品牌，市场份额近 6 成。

图 29: 中国透明质酸填充剂价格分布示例图



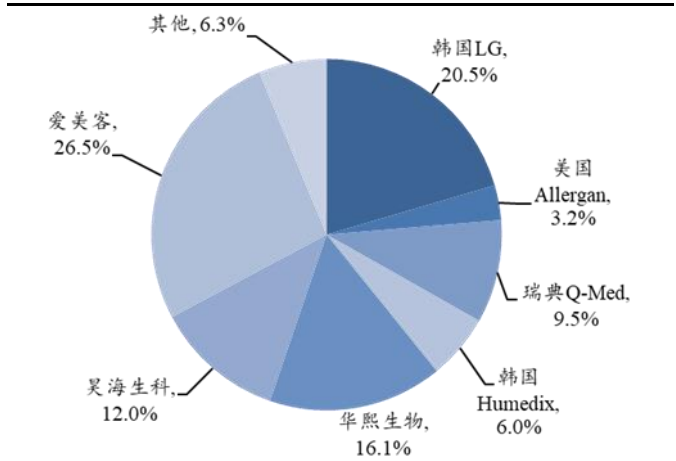
数据来源: 新氧, 东吴证券研究所

图 30: 2019 年中国玻尿酸填充剂市场格局 (按销售额)



数据来源: Frost&Sullivan, 东吴证券研究所

图 31: 2019 年中国玻尿酸填充剂市场格局 (按销售量)



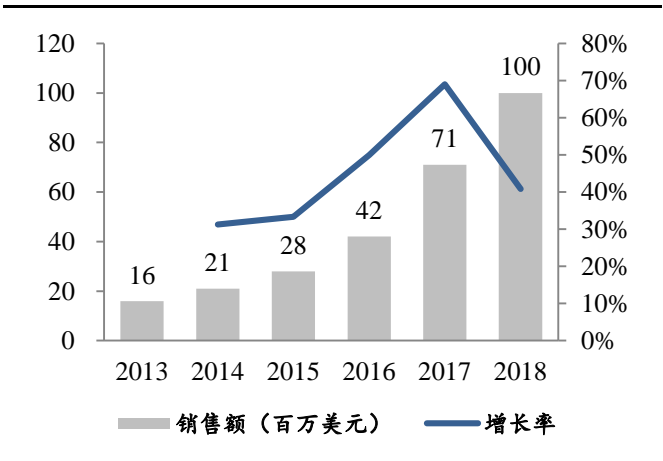
数据来源: Frost&Sullivan, 东吴证券研究所

目前,公司在玻尿酸领域已有上市的韩国伊婉品牌,瑞士 MaiLi 品牌引进中,全方位覆盖高、中、低端消费市场。

### 3.2.1. 韩国伊婉玻尿酸, 中低端市场的高性价比品牌

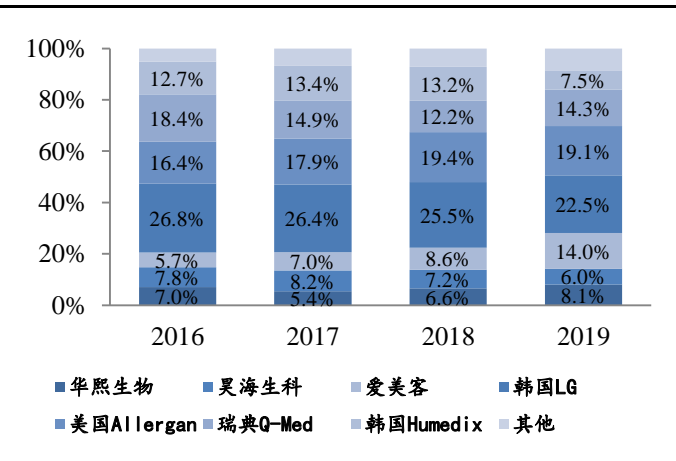
华东医药的控股子公司华东宁波公司自 2013 年起,独家代理和销售韩国 LG 公司的 YVOIRE 伊婉玻尿酸系列产品。伊婉自进入中国以来销售额每年保持 30% 以上快速增长,2019 年以市占率 22.5% 成为中国市场销售额最高的玻尿酸品牌;销售量市场占比高达 20.5%。

图 32: 伊婉销售额



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 33: 2016-2019 中国玻尿酸填充剂市场格局 (按销售额)



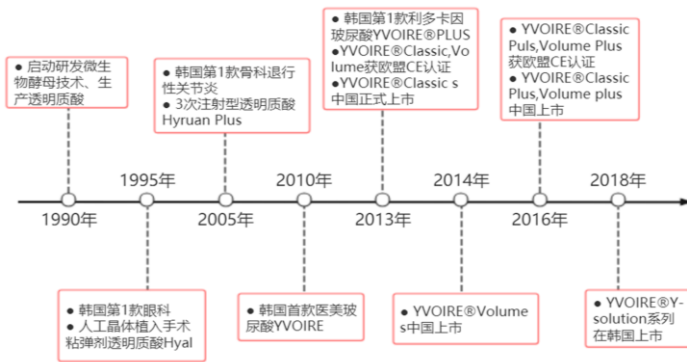
数据来源: Frost&Sullivan, 东吴证券研究所

伊婉玻尿酸源自于韩国 LG 化学公司的生命科学部,是在韩国 LG 超过 30 年的透明质酸研发及生产经验的基础上开发的产品。YVOIRE®伊婉®采用高分子量 300 万 Da 医药级 HA 原料,其玻尿酸链条更长、排列更为紧密。YVOIRE®伊婉®独有的 HICE 技术(高浓度透明质酸均衡交联技术),优势在于用最少的 BDDE (交联剂),达到最高交联率,提高了玻尿酸的安全性。伊婉在韩国临床使用多年,是韩国销量领先的玻尿酸品牌

之一。2015 年曾获中国最具人气玻尿酸大奖，2016 年为中国玻尿酸市场销量冠军。

图 34: 伊婉玻尿酸发展历程

图 35: 伊婉玻尿酸的特点



数据来源：华东宁波医药官网，东吴证券研究所

数据来源：华东宁波医药官网，东吴证券研究所

伊婉玻尿酸于国内先后获批 4 个型号，分别为伊婉 C、伊婉 V、伊婉 C Plus 致柔、伊婉 V Plus 致美，实现了产品与价格的不断升级。伊婉 C 采用中粒径玻尿酸，具有优越的延展性，通过浅层注射用于填充面部凹陷、抚平真性皱纹、打造面部柔和的线条；伊婉 V 采用大粒径玻尿酸，有很好的支撑力和弹性，通过深层注射用于深层塑形、塑造立体精致五官。2019 年上市新品伊婉®致柔、伊婉®致美加入 0.3% 的利多卡因，麻醉效果可持续一小时以上，注射过程更舒适。

图 36: 伊婉玻尿酸产品图示



数据来源：华东宁波医药官网，东吴证券研究所

表 6: 伊婉产品介绍

产品	国内获批	类型	维持时间	主打特点	官网建议零售价
伊婉 Classic s	2013 年	填充、除皱	9-12 个月	打造流畅自然的面部曲线	980 元/支-1980 元/支
伊婉 Volume s	2014 年	塑形	12-18 个月	大分子塑形打造“立体中线”	2980 元/支-3980 元/支

伊婉 Classic Plus 致柔	2016年 (致柔2019年)	填充、除皱	9-12个月	0.3%利多卡因, 除皱更舒适	1980元-2980元/支
伊婉 Volume Plus 致美	2016年 (致美2019年)	塑形	12-18个月	0.3%利多卡因, 塑形更舒适	3980元-4980元/支

数据来源: 华东宁波医药公司官网, 东吴证券研究所

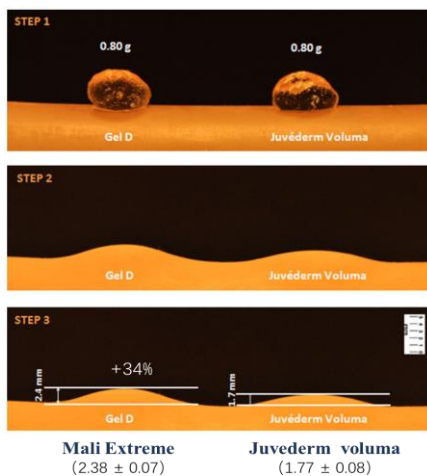
从进口玻尿酸品牌的价格分布来看, 伊婉定位在中端及中低端市场, 竞争产品主要为国产品牌。而由于伊婉玻尿酸的技术优势、临床使用经验、品牌效应均强于国产品牌, 因此在中低端消费市场仍具突出竞争优势, 堪称高性价比的经典玻尿酸品牌。尽管在疫情影响下, 玻尿酸市场销售受到影响, 我们预计 2020 年伊婉销售额有所下滑。但基于国内中低端市场仍为消费主力及伊婉性价比优势显著, 我们认为即使在新品出现的情况下, 伊婉的市场份额可能小幅下滑, 但长期来看仍有望保持 10% 市场占比。

### 3.2.2. 瑞士 Maili 玻尿酸, 对标乔雅登的高端品牌

Kylane Laboratoires 总部位于瑞士日内瓦, 是一家以研发创新导向的专业化医美公司, 其专业研发团队在医美领域有超过 50 年的经验, 尤其在透明质酸领域有丰富经验和深刻见解, 拥有 20 多项专利。

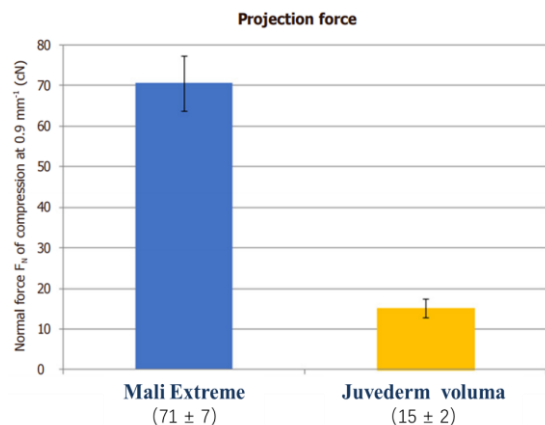
Maili 是 Kylane 旗下高端单相玻尿酸填充剂系列产品, 全系列包括 4 款单相玻尿酸, 可用于面部填充丰盈除皱, 以及丰唇等。Maili 系列产品含利多卡因, 可以减轻注射过程中的疼痛感。Maili 应用的 OXIFREE™ 专利技术, 特点是在制造过程中 (包括交联步骤) 提取破坏性氧气, 以保留长分子量透明质酸链的内在特性, 使 HA 填充剂产品具备出色的丰盈能力, 能够更为精确的雕刻、丰满和塑造面部轮廓。Maili 透明质酸改性程度低, 具有优异的流变性能。其特色交联技术使玻尿酸具有突出的丰盈能力, 以更少的注射量取得更出色、自然、持久的填充效果。在与艾尔健 Juvéderm Voluma 玻尿酸的对比试验中, 应用 OXIFREE 技术的透明质酸凝胶产品 Maili Extreme 的丰盈程度高出 34%,

图 37: Maili Extreme 对比 Juvéderm Voluma 的丰盈能力



数据来源: Plastic and Aesthetic Research, 东吴证券研究所

图 38: Maili Extreme 对比 Juvéderm Voluma 的充盈能力



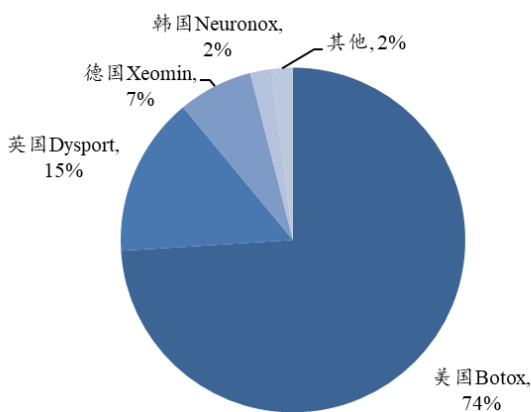
数据来源: Plastic and Aesthetic Research, 东吴证券研究所

### 3.3. 肉毒素市场格局面临重新洗牌，公司代理产品先决条件优异

肉毒杆菌毒素注射剂主要用于动态除皱、瘦脸/瘦腿，其作用机制为阻滞乙酰胆碱等神经递质的释放，产生肌肉松弛、腺体分泌障碍等化学性去神经作用；作用平均持续3-6个月，为保持医美效果，需要复购消费。

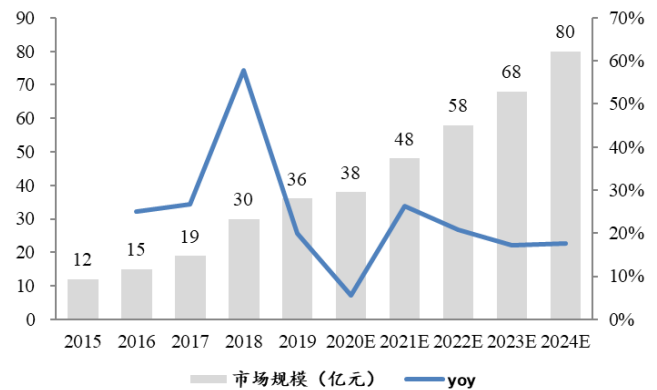
根据 GBI 数据，2018 年全球肉毒毒素市场规模 55 亿美元，同比增长 21.4%，其中美国 Botox、英国 Dysport、德国 Xeomin 分别占比 74%、15%、7%，其余产品市场份额较小。根据 Frost&Sullivan 数据，2019 年国内核对肉毒素市场规模约 36 亿元，至 2024 年有望达 80 亿元，2019-2024 年 CAGR 约 17%。

图 39: 2018 年全球肉毒素市场格局



数据来源: GBI, 东吴证券研究所

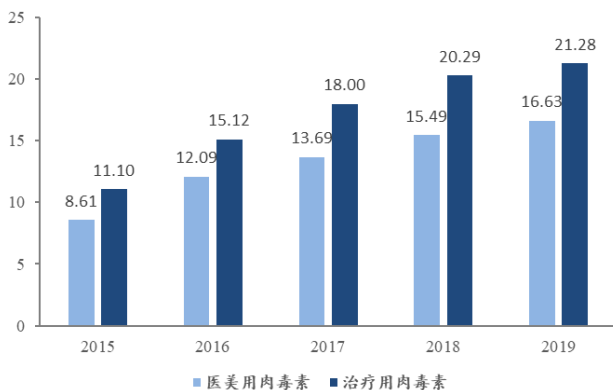
图 40: 中国肉毒素市场规模及增速



数据来源: Frost&Sullivan, 东吴证券研究所

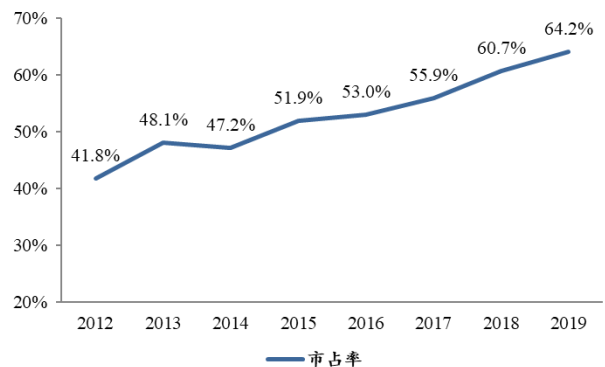
A 型肉毒毒素资质壁垒高，获证时间长。2020 年之前，国内仅 2 款产品上市销售，Botox 为与衡力二分天下。从样本医院数据来看，艾尔健 Botox 市占率逐年提升，2019 年超过 60%。

图 41: 艾尔健 Botox 销售规模 (亿美元)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 42: 2012-2019 年保妥适在样本医院的市占率



数据来源: PDB, 东吴证券研究所

2020 年 Dysport 与 Letybo 产品获批上市，打破国内肉毒素医美市场寡头竞争格局。2020 年，2 款肉毒素产品先后获批，即英国 Ipsen 的 Dysport (由高德美销售) 和韩国

Hugel 的 Botulax (由四环医药代理), 行业市场格局面临重新洗牌。四款产品对比来看, Botox 与 Dysport 主打高端路线, Botox 精准、更适用于动态除皱, Dysport 见效快、适用于除皱瘦脸等。Letybo 主打轻奢、潮牌路线, 性价比高、适应大部分中低端消费人群, 适用于除皱、瘦脸等。衡力定位低端路线, 适用于大面积区域的瘦脸、瘦肩、瘦腿等。

表 7: 四大肉毒毒素上市产品比较

厂商/销售	产品	国内获批时间	分子量	规格	菌株	赋形剂	特点	维持时间	目标消费者
Allergan Aesthetics	Botox (保妥适)	2009	900kD	50/100/200U	Hall	人血白蛋白	弥散度低 精准性高	3-4 个月	高端人群
兰州生物制品研究所	衡力	2012	300/500/900kD	50/100U	CBFC26	医用明胶	弥散度高 价格便宜	3-4 个月	低端群体
Ipsen/高德美	Dysport (吉适)	2020.6	300kD/500kD	300U	Hall	人血清白蛋白	弥散度较高 起效快	4-6 个月	高端群体
Hugel/四环医药	Letybo (乐提葆)	2020.10	900kD	50/100U	Hall	人血清白蛋白	弥散度较低 性价比高	4-6 个月	中高端群体

数据来源: NMPA、新氧、产品说明书、医院调研, 东吴证券研究所

在研产品有望相继上市, 肉毒素市场继续被开发。目前国内肉毒素已获批上市 4 款产品, 此外有多款新产品及新适应症在临床试验中。从临床试验进度来看, 德国 Merz 公司的 Xeomin 进展最快, 已完成临床 3 期试验。韩国 Medytox 公司的产品 Neuronox 已完成 3 期临床, 但由于在韩国被吊销许可, 在国内获证存在不确定性。其次为大熊制药株式会社 (北京大熊伟业)、Revance (复星医药)、Huons (爱美客) 的产品在临床试验前期阶段。可见在未来 5 年内, 至少有 5 款肉毒素产品将相继上市, 市场竞争将会更加激烈, 同时品类增加也将有利于充分开发国内肉毒素消费市场。

表 8: 中国市场的肉毒毒素在研产品情况

公司	产品	适应症	研发进展	入组规模	对照	试验状态
Allergan/葛兰素史克	Botox	眼角纹 (鱼尾纹)	3 期	419 人	空白	2014.09 启动, 2015.06 完成
Allergan	Botox	咬肌肥大	3 期	国内: 235; 国际: 360	空白	2019-08-29 启动, 招募中
Medytox/泰格	Neuronox	中、重度皱眉纹	3 期	504 人	Botox	2016.03 启动, 预计 2017.06 完成
Merz/精鼎	Xeomin	眉间纹	3 期	503 人	Botox	2017.10 启动, 2018.10 完成
大熊制药株式会社/北京大熊伟业	A 型肉毒毒素	中、重度皱眉纹	3 期	472 人	Botox	进行中 (尚未招募)
Revance/复星医药	DaxibotulinumtoxinA	中、重度眉间纹	3 期	—	—	进行中 (正在招募)
Huons/爱美客	A 型肉毒毒素	中度至重度皱眉纹	临床试验	—	—	批准临床

数据来源: 医药魔方, 东吴证券研究所

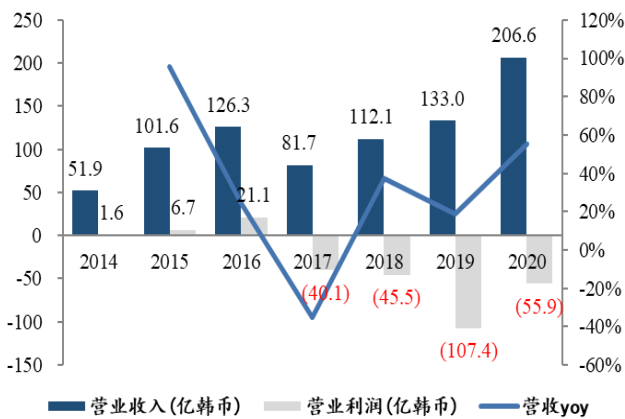
2020 年 8 月, 公司与韩国上市公司 Jetema 签署战略合作协议, 获得其 A 型肉毒素产品在中国的独家代理权。Jetema 研究所致力于医美领域的医疗药品与医疗器械的创新研发, 产品包括肉毒素、玻尿酸、埋线、医疗设备、化妆品等。Jetema 于 2017 年自英国公共卫生署引进肉毒杆菌 “NCTC13319” 菌株及其商用化权利, 该菌株与 NCBI (美



国国立生物信息中心) 登记的“ATCC3502”基因序列相似度为 99.97%。“ATCC3502”是全球制药公司 Merz 肉毒素“Xeomin”、“Ipsen 肉毒素“Dysport”的菌株，与 Allergan 肉毒素 Botox 的菌株“Hall A hyper”的同源性达到了 95.06%。同时，Jetema 拥有专利技术开发以高纯度（900kDa）的毒素。

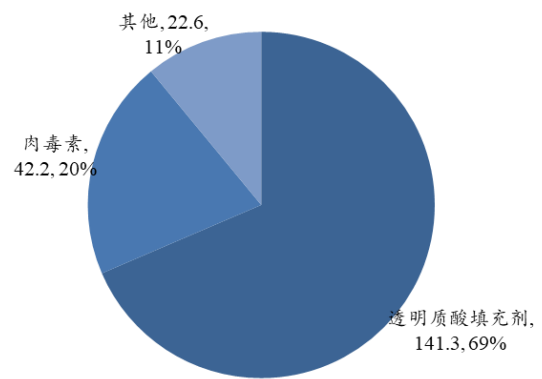
Jetema 已经开启进军全球市场的步伐，于 2020 年 6 月，其肉毒杆菌毒素制剂“The toxin 100 U”（商品名 Epitox）获得出口许可；并获得韩国 1/2 期临床试验的许可，以改善中等或中重度眉间皱纹；于 2020 年 8 月，分别与巴西 Skin Store Ltd. 和中国华东医药公司签订肉毒毒素产品供应合同，并由 License-out 产生收入预付款收入约 450 万美元。

图 43: 2014-2020 年 Jetema 营业收入与营业利润



数据来源: Jetema 公司官网, 东吴证券研究所

图 44: 2020 年 Jetema 营业收入构成 (亿韩币)



数据来源: Jetema 公司年报, 东吴证券研究所

注: 我们估计肉毒素收入主要为出口合约预付款

Jetema 预计于 2021 年在中国申请临床 A 型肉毒素产品的 IND，预计于 2024 年获批上市。我们认为，肉毒杆菌毒素商业化已数十年经验，临床失败的风险相对较小。而 Jetema 肉毒素采用的菌株具备全球头部产品 Botox、Xeomin、Dysport 成功先验的背书，加之其符合美国和韩国 cGMP 标准的生产和管理工艺，估计该产品在安全性、有效性上将会有不错表现，有望在肉毒素市场占据一席之地。

### 3.4. 美容线市场正在被开发，公司产品有望占据正规市场高端定位

面部埋线美容也称线雕，是指将可吸收线材植入通过在体表组织的不同层次内埋置线材，以达到松垂组织的提升收紧、凹陷组织的填充、肤质改善以及体表轮廓塑形等美学效果的一系列微创诊疗方案。埋线提升适用于面部老化、松弛下垂的消费者，埋线提升针对的是下垂移位的浅层脂肪，而老化时出现深层脂肪的萎缩变平主要通过软组织填充剂的注射填充来解决。相较于传统拉皮手术，埋线具有手术时间段、恢复快、效果长久、价格相对低廉的优势。

目前，我国埋线市场规模尚小，主要由于：1) 埋植线主要解决面部老化及下垂问题，当前国内医美消费主力军为 90 后，面部提拉需求尚小；2) 埋线项目对医生的技术手法要求较高，埋植过浅会导致皮肤表面凹凸不平，埋线过深可能损伤面部神经，且

存在感染风险等；3) 当前终端市场较为混乱，仅爱美客与韩士生科产品获得 CFDA 批准，大多数为超适应症使用。根据新氧大数据，2019 年中国 36 岁以上医美消费者占比约 4.53%，因此埋线市场空间相较于玻尿酸、肉毒素填充项目而言较小。但随着 90 后开始步入 30 岁、国内正规产品供给增加、线雕美学知识普及和接受程度提高，我们认为美容埋线市场将会在未来较快增长。

表 9: 面部埋植线获批上市的产品情况

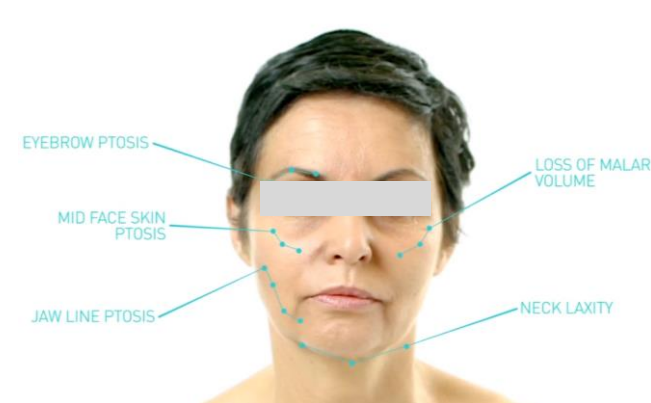
品牌名称	获批时间	所属公司	材料	外形	获批适应症	终端价格
紧恋	2019-05-08	爱美客	聚对二氧环己酮 (PDO)	锯齿/平滑/螺旋	用于皮下脂肪层植入纠正中、重度鼻唇沟皱纹	3725 元/次
MINT	2019-06-24	韩士生科	聚对二氧环己酮 (PDO)	锯齿	植入浅表肌肉腱膜系统 (SMAS) 及其浅层组织以纠正鼻唇沟皱纹	——

数据来源: NMPA、新氧, 东吴证券研究所

Sinclair 旗下产品包含 Silhoueteme 美容线系列。Silhoueteme 是一种可吸收的埋置线, 适用于面部、颈部等的轮廓重塑, 效果长达 24 个月; 其在美国生产制造, 在全球已进行了 40 万多次治疗, 证明了安全性和有效性。

图 45: 埋线治疗部位示例

图 46: 埋线植入前后的效果对比 (治疗 1 个月)

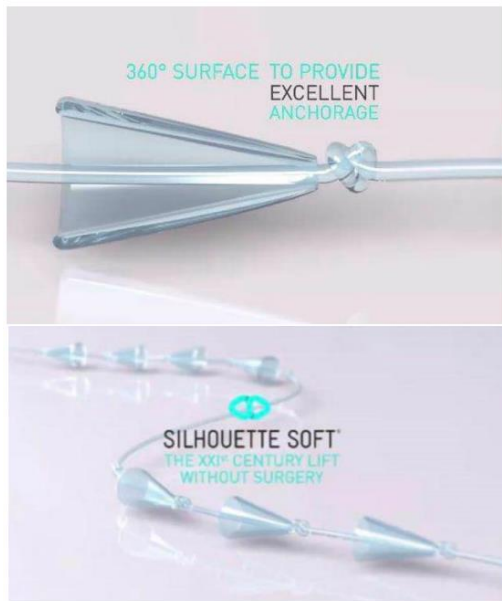


数据来源: Sinclair 公司官网, 东吴证券研究所

数据来源: Sinclair 公司官网, 东吴证券研究所

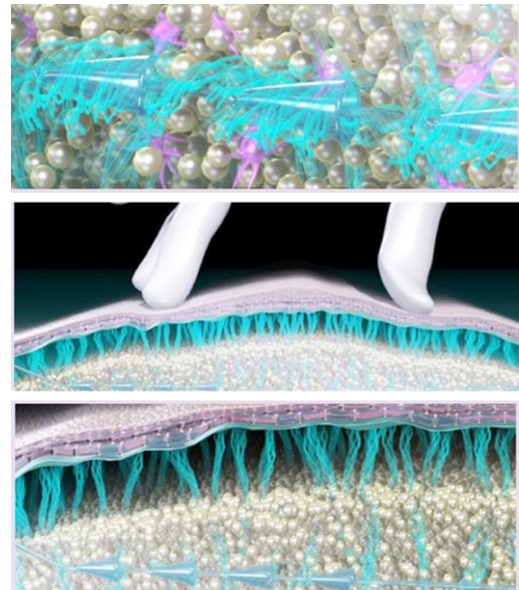
Silhoueteme 埋植线特点: 1) 材质为 PLLA 和 PLGA (聚 L 乳酸和聚 L-乳酸-乙醇酸), 两者在医学上已安全使用数十年。而 PLLA 相较于市面上常见的 PDO 蛋白线, 具备刺激胶原再生的作用, 因此兼具了提拉与填充的功效。2) 形状为 3D 铃铛形状或者锥形, 相较于市面上大多数产品只能单点提拉或平面提拉的效果, 其 3D 锥形技术可实现有效的组织定位与 360 度提拉作用, 塑形效果更好。3) 可与其他美学疗法相辅相成, 包括面部修复、注射填充及基于能量源设备的治疗 (激光、射频、超声等)。

图 47: Silhouetteme 埋植线产品示意图



数据来源：Sinclair 公司官网，东吴证券研究所

图 48: Silhouetteme 植入过程示意图



数据来源：Sinclair 公司官网，东吴证券研究所

Silhouetteme 埋植线已在全球 60 多个国家或地区获得注册认证或上市准入（包括 FDA），中国注册工作已经启动，临床注册开发计划和试验方案准备中，根据公司研发进展公告，我们预计该产品将有望于 2023 年获批上市。

### 3.5. 医美无创诊疗消费激增，公司进入激光与冷冻设备两大重要领域

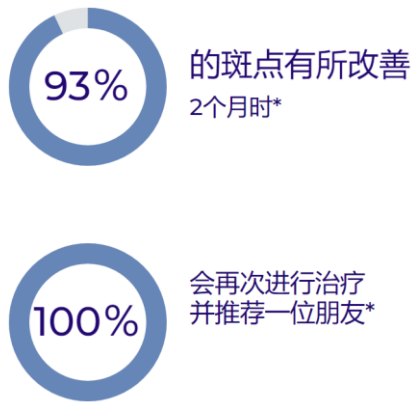
#### 3.5.1. 独家代理美国 R2 公司设备，争占国内美白亮肤市场

2019 年 4 月，公司与美国 R2 Dermatology, Inc. 达成战略合作协议，参股 R2 公司（26.60% 股权），并获其医疗器械 F1（冷冻祛斑）和 F2（全身美白）及其未来改进型在中国大陆、日本、韩国等 34 个亚洲国家或地区的独家分销权。

R2 Dermatology 由 Pansend Life Sciences（HC2 Holdings, Inc. 的子公司）和 Blossom Innovations 于 2014 年底成立。自成立以来，R2 已在北美和亚洲的多个多中心临床研究中产生了实质性的安全性和功效研究。R2 的平台由 Blossom Innovations 和麻省总医院（哈佛医学院的教学会员）的许可 IP 支持，致力于为患者提供安全、舒适的治疗。

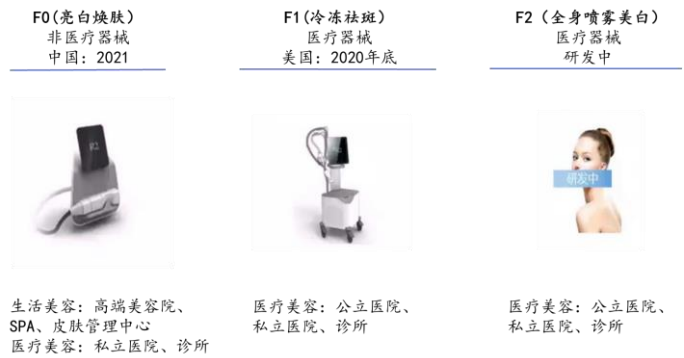
R2 Dermatology 公司旗下产品 F0（Glacial Rx™），是 FDA 批准的第一种使用 Cryomodulation™ 的皮肤病疗法，对老年斑等皮肤良性病变有显著改善作用，可通过冷冻抑制黑色素的产生，达到提亮、舒缓和更新皮肤的效果；治疗过程中的冷却功能暂时有助于减轻疼痛，肿胀和发炎。临床试验仅观察到较小的副作用。最常见的副作用包括红斑（发红），微结皮和短暂变黑，这些现象都逐渐消失。Glacial Rx™ 通常比激光治疗或高档外用护理产品更加实惠，可用于生活美容、医疗美容场景。此外，R2 公司的 F1（冷冻祛斑）、F2（全身美白）设备正在研发推进中。

图 49: Glacial Rx™ 的使用效果反馈



数据来源: R2 公司官网, 东吴证券研究所

图 50: R2 公司设备及上市进度



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 3.5.2. 收购西班牙 High Tech 公司, 瞄准身体塑形与皮肤修复热点

2021 年 2 月, 全资子公司英国 Sinclair 以 6500 万欧元股权对价款及最高不超过 2000 万欧元销售里程碑付款, 收购西班牙能量源型医美器械公司 High Technology Products, S.L.U. 100% 股权。High Tech 公司业务覆盖身体塑形和皮肤修复两大医美领域, 主要产品包括 3 款冷冻溶脂设备及 2 款激光脱毛等系列产品, 并拥有 4 款在研项目储备项目, 公司公告预计在 2021-2024 年内将在全球范围内陆续上市。

2021 年 2 月, High Tech 公司自主研发 Cooltech Define 冷冻溶脂产品正式获得欧盟 CE 认证; 其用于紧肤和身体塑形的在研创新射频产品 Titania 也有望将于 2021 年 4 季度获得欧盟 CE 认证, 获批后将陆续在全球上市销售。

Medical insight 行业报告显示, 2019 年全球身体塑形和紧肤市场规模约 15.1 亿美元, 2018-2023 年复合增长率有望 13% 左右, 2023 年增长至 24.7 亿美元。在塑形紧肤市场中, 冷冻塑形产品市场占比 40% 以上。2019 年 High Tech 公司冷冻溶脂产品在 EMEA(欧洲、中东、非洲三地区的合称) 塑形和紧肤设备市场占有率排名第二。

与此同时, 国内冷冻塑形市场竞争格局较好, 仍旧是蓝海市场。国内在减脂领域, 目前技术主要有射频、低电频激光、高强度聚焦超声、冷冻溶脂, 其中冷冻溶脂技术通过冷冻脂肪分解来完成治疗, 因此在疗效大致相似的情况下, 疼痛、皮肤烧伤、色素沉着等不良事件率较低, 更受求美者和医生的喜爱。而目前上游主流医美公司中仅华东医药与艾尔建布局了冷冻溶脂器械。

## 4. 盈利预测与估值分析

### 4.1. 关键假设与收入预测

#### 1) 医药商业

2020 年公司医药商业营业收入为 230.11 亿元，考虑到 2020 年新冠疫情负面影响基本消除，假设 2021-2023 年医药商业营业收入分别增长 10%、8%、8%；考虑到专业化的冷链物流配送等高毛利业务不断加强，假设 2021-2023 年医药商业毛利率分别为 7.62%、7.72%、7.82%。

#### 2) 医药工业

2020 年公司医药工业收入为 113.98 亿元，考虑到 2020 年受到疫情与阿卡波糖失标的影响，但卡泊芬净、利拉鲁肽等产品有望陆续获批上市，假设 2021-2023 年医药工业营业收入分别同比增长 6%、12.5%、12%；考虑到阿卡波糖降价及高毛利产品有望陆续上市，假设 2021-2023 年医药工业毛利率分别为 81.67%、82.67%、83.17%。

#### 3) 国际医美业务

2019 年、2020 年公司医美业务收入为 13.28 亿元、9.43 亿元，考虑到疫情影响明显消退，“少女针”将于 2021 年下半年开始在中国市场销售，估算 2021-2023 年医美业务营业收入分别约 13.51 亿元、16.63 亿元、20.71 亿元，分别同比增长 43.29%、23.12%、24.56%；考虑 2020 年疫情影响及高端产品开始销售，假设 2021-2023 年医美业务的毛利率分别为 72.31%、75.31%、78.31%。

表 10: 公司分业务营收及毛利率预测 (单位: 百万元)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
医药商业	25098.01	23010.85	25311.94	27336.89	29523.84
YOY	12.30%	-8.32%	10.00%	8.00%	8.00%
毛利率	7.69%	7.52%	7.62%	7.72%	7.82%
医药工业	10864.88	11398.36	12082.26	13592.54	15223.65
YOY	31.89%	4.91%	6.00%	12.50%	12.00%
毛利率	83.41%	80.67%	81.67%	82.67%	83.17%
医美业务	1328.36	942.63	1350.66	1662.98	2071.46
YOY	569.81%	-29.04%	43.29%	23.12%	24.56%
毛利率	72.41%	67.31%	72.31%	75.31%	78.31%
分部间抵消	-1026.37	-1045.32	-1108.04	-1246.54	-1396.13
<b>总收入</b>	<b>35,445.70</b>	<b>33,683.06</b>	<b>37,636.82</b>	<b>41,345.87</b>	<b>45,422.83</b>

数据来源: wind, 东吴证券研究所

## 医美业务未来收入预测:

关键假设:

- 1) 根据 Frost&Sullivan 数据, 2018 年中国每千人医美诊疗人次约 14.5 次, 总疗程数约 2023 万次。结合新氧大数据, 中国 15-59 岁人群中医美消费渗透率约 1.5%, 估计人均医美消费约 1.5 次。随着国内医美消费快速崛起, 参考人口大国医美渗透率(美国 12.6%、巴西 11.6%), 我们估计至 2030 年国内医美消费渗透率有望提升至 6.5%, 医美消费总人数约 5766 万人, 人均医美消费提升至 2.5 次左右, 合计医美消费总疗程约 1.5 亿次。
- 2) 结合中整协数据(2018 年非手术医美服务量占比达七成)及行业调研数据, 我们估计 2019 年非手术医美诊疗人次占比约 72%。参考新氧白皮书, 在非手术医美诊疗项目中, 注射项目占比约 84.71%、面部年轻化项目(主要为光电类医美项目)占比约 8.90%、其他项目占比约 6%。随着面部光电类项目作为入门级医美消费广受青睐, 我们估计注射类项目占比缓慢下降、面部年轻化项目占比提升, 至 2030 年分别约 55%、16%, 其他项目 29%左右(参考日本市场注射类、面部光电类、其他类的占比分别为 51%、16%、33%)。
- 3) 根据新氧大数据, 2019 年玻尿酸在注射类项目里占比约 66.59%、肉毒素占比约 32.68%、其他注射类项目占比约 0.73%。考虑到玻尿酸市场已相对成熟, 肉毒素市场快速发展, 新型填充剂相继面市, 我们估计至 2030 年玻尿酸项目占比可能降至约 51%, 肉毒素占比可能提升至约 42%, 其他项目占比提高至约 7%。
- 4) 参考 Frost&Sullivan 数据, 2019 年伊婉玻尿酸销售量占比约 20.5%, 考虑到玻尿酸产品上市品种持续增加, 但伊婉性价比优势显著, 我们估计至 2030 年伊婉在玻尿酸注射人次里占比仍保持 12%左右; 根据伊婉终端价与同类产品出厂价折扣率, 我们估计 2020 年伊婉出厂价在 400 元左右且缓慢下降, 我们预计至 2030 年伊婉销售额有望保持在 13 亿销售额体量。Mali 玻尿酸对标乔雅登, 参考同类产品价格, 我们估计 Mali 玻尿酸出厂价在 4000 元左右, 估计至 2030 年在玻尿酸注射量中占比约 1.5%, 有望实现 15 亿左右销售额。
- 5) 根据目前国内肉毒素申报情况, 估计至 2030 年肉毒素市场将更加激烈, 我们认为凭借菌株和生产工艺优势, 公司有望在注射项目量中实现 5%占比; 参考肉毒素产品价格区间与定价策略, 估计 Jetema 肉毒素定价在 1000 左右, 至 2030 年有望实现 10 亿左右销售额。
- 6) 少女针为此类产品首款过证, 在同类竞争产品较少的情况下, 有望保持价格优势, 参考同类长效产品及水货产品价格, 我们估计少女针定价在 4000 元左右, 至 2030 年在其他新型填充剂注射人次里占比约 15%, 有望实现约 16 亿销售额。
- 7) 美容线市场规模尚小, 参考同类产品价格, 我们估计 Silhouetteme 埋线出厂价

在 1000 元左右，估计 Silhoueteme 埋线在其他非手术项目里占比 1% 左右，估计 2030 年销售额约 5 亿元左右。

8) 根据艾瑞咨询数据，2019 年全国合法医美机构数量 13000 家左右，我们估计至 2030 年 F0、F1、F2 进院比例分别约 10%、3.5%、3%，估计至 2030 年，所代理的 R2 公司医美设备收入约 6 亿左右。

9) High Tech 公司为华东医药全资子公司，公司产品全球销售，我们预计在 2020 疫情影响消退、新产品陆续上市的情况下，公司有望保持 20% 左右稳定增长，在 2030 年有望实现 8 亿左右销售额。

10) Sinclair 公司 2020 年受海外疫情影响严重，收入约 3 亿元，考虑到海外市场具有一定不确定性，我们假设 Sinclair 公司海外市场保持在双位数增长，2030 年有望实现 22 亿元左右销售规模。

综上所述，我们估计 2030 年公司医美板块业务有望实现 96 亿左右收入规模。

表 11: 医美业务收入预测

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
年末总人口(百万人)	1395	1400	1404	1408	1413	1417	1420	1423	1425	1428	1431	1433	1434
yoy	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%
15-59 岁人口数(百万人)	897	896	896	896	896	896	895	894	893	892	891	889	887
医美渗透率	1.5%	1.9%	1.9%	2.3%	2.7%	3.2%	3.7%	4.3%	4.8%	5.3%	5.7%	6.1%	6.5%
医美消费人数(万人)	1349	1706	1706	2064	2422	2870	3314	3846	4288	4728	5079	5423	5766
人均消费次数(次)	1.5	1.6	1.5	1.6	1.7	1.8	1.9	2.0	2.1	2.2	2.3	2.4	2.5
医美消费人次(万次)	2023	2729	2593	3294	4059	5049	6296	7673	8982	10400	11729	13151	14680
非外科整形手术消费人次占比	71%	72%	73%	74%	75%	76%	77%	79%	80%	82%	83%	84%	85%
非外科整形手术消费人次(万次)	1436	1957	1893	2429	3037	3835	4854	6034	7204	8509	9741	11030	12436
<i>注射填充、埋线类产品收入预测</i>													
非手术之注射项目人次(万次)		1658	1555	1936	2300	2759	3317	3917	4443	5090	5652	6208	6790
占比非手术类项目比例		84.71%	82.17%	79.70%	75.72%	71.93%	68.34%	64.92%	61.67%	59.82%	58.03%	56.29%	54.60%
1、玻尿酸注射人次(万人次)		1104	1004	1213	1398	1626	1916	2218	2465	2768	3012	3242	3475
占注射类项目比例		66.59%	64.59%	62.65%	60.77%	58.95%	57.77%	56.62%	55.48%	54.38%	53.29%	52.22%	51.18%
1) 伊婉占比	23.30%	20.50%	17.6%	15.2%	14.3%	13.7%	13.3%	12.9%	12.6%	12.4%	12.2%	12.1%	12.0%
伊婉出厂价(元)			400	380	372	365	358	350	343	337	330	323	317
<b>伊婉销售额(亿元)</b>				<b>6.99</b>	<b>7.42</b>	<b>8.12</b>	<b>9.10</b>	<b>10.01</b>	<b>10.68</b>	<b>11.52</b>	<b>12.16</b>	<b>12.70</b>	<b>13.21</b>
2) Mali 占比							0.1%	0.2%	0.5%	0.8%	1.1%	1.3%	1.5%
Mali 出厂价(元)							4000	3800	3610	3430	3258	3095	2940
<b>Malia 销售额(亿元)</b>							<b>0.77</b>	<b>1.69</b>	<b>4.45</b>	<b>7.59</b>	<b>10.79</b>	<b>13.05</b>	<b>15.33</b>
2、肉毒素注射人次(万人次)		542	518	658	805	995	1226	1484	1726	2017	2284	2559	2855

占比注射类项目比例	32.68%	33.33%	34.00%	35.02%	36.07%	36.97%	37.90%	38.84%	39.62%	40.41%	41.22%	42.05%
代理肉毒素占比注射人次占比						0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%
代理肉毒素出厂价(元)						1000	950	903	857	815	774	735
<b>代理肉毒素销售额(亿元)</b>						<b>0.61</b>	<b>1.41</b>	<b>2.34</b>	<b>3.46</b>	<b>5.58</b>	<b>7.92</b>	<b>10.49</b>
3、其他注射项目人次(万人次)	32	65	97	137	174	215	252	252	306	356	407	460
占比注射类项目比例	2.07%	3.35%	4.20%	4.98%	5.25%	5.49%	5.67%	6.00%	6.30%	6.56%	6.78%	
少女针占比注射人次占比		3.0%	6.0%	8.0%	10.0%	11.0%	12.0%	13.0%	14.0%	14.5%	15.0%	
少女针占比注射人次(万次)		1.89	5.71	10.87	17.34	23.51	30.07	39.51	49.82	59.57	70.35	
少女针出厂价(元)		4000	4000	4000	4000	3800	3610	3249	2924	2632	2369	
<b>少女针销售额(亿元)</b>		<b>0.78</b>	<b>2.32</b>	<b>4.39</b>	<b>6.97</b>	<b>8.98</b>	<b>10.92</b>	<b>12.91</b>	<b>14.57</b>	<b>15.53</b>	<b>16.35</b>	
非手术之其他项目人次(万次)	152	236	400	629	943	1341	1789	2213	2639	3098	3606	
占比非手术类项目比例	8%	10%	13%	16%	19%	22%	25%	26%	27%	28%	29%	
Silhoueteme 美容线人次占比				0.05%	0.10%	0.20%	0.30%	0.50%	0.70%	0.90%	1.00%	
Silhoueteme 美容线出厂价(元)				1000	950	903	857	815	774	735	698	
<b>Silhoueteme 美容线销售额(亿元)</b>				<b>0.06</b>	<b>0.18</b>	<b>0.48</b>	<b>0.92</b>	<b>1.80</b>	<b>2.86</b>	<b>4.10</b>	<b>5.04</b>	
<b>国内市场销售额(亿元)</b>			<b>7.76</b>	<b>9.74</b>	<b>12.58</b>	<b>17.63</b>	<b>22.57</b>	<b>29.30</b>	<b>37.28</b>	<b>45.97</b>	<b>53.30</b>	<b>60.41</b>
<b>海外市场销售额(亿元)</b>	<b>5.09</b>	<b>3.19</b>	<b>5.74</b>	<b>6.89</b>	<b>8.20</b>	<b>9.68</b>	<b>11.32</b>	<b>13.13</b>	<b>15.10</b>	<b>17.22</b>	<b>19.45</b>	<b>21.79</b>
海外市场 yoy	-37%	80%	20%	19%	18%	17%	16%	15%	14%	13%	12%	
<b>能量源设备收入预测</b>												
合法医美机构数量(家)	10400	11440	12584	13842	15088	16295	17436	18656	19776	20962	22011	
yoy	-20%	10%	10%	10%	9%	8%	7%	7%	6%	6%	5%	
<b>1、美国 R2 公司</b>												
F0 进院占比		1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%	
F0 进院数量(当年)		114	74	227	188	211	231	260	276	305	314	
F0 出厂价(万元)		50	49	48	47	46	45	44	43	43	42	
F0 销售额(亿元)		0.57	0.36	1.09	0.89	0.97	1.05	1.15	1.20	1.30	1.31	
F1 进院占比					0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	
F1 进院数量(当年)					75	88	99	112	121	134	141	
F1 出厂价(万元)					200	196	192	188	184	181	177	
F1 销售额(亿元)					1.51	1.72	1.89	2.10	2.24	2.43	2.51	
F2 进院占比						0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	
F2 进院数量(当年)						81	93	105	116	129	136	
F2 出厂价(万元)						200	196	192	188	184	181	
F3 销售额(亿元)						2.44	2.52	2.61	2.60	2.63	2.52	
<b>R2 代理产品中国销售额(亿元)</b>		<b>0.57</b>	<b>0.36</b>	<b>1.09</b>	<b>2.39</b>	<b>4.32</b>	<b>4.76</b>	<b>5.28</b>	<b>5.61</b>	<b>6.10</b>	<b>6.28</b>	
<b>2、西班牙 High Tech 公司</b>												
<b>营业收入(亿元)</b>	<b>0.69</b>	<b>1.52</b>	<b>1.83</b>	<b>2.20</b>	<b>2.63</b>	<b>3.16</b>	<b>3.79</b>	<b>4.55</b>	<b>5.46</b>	<b>6.56</b>	<b>7.87</b>	



yoy	-60%	120%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
医美板块收入合计(亿元)		15.60	18.82	24.06	32.33	41.37	50.99	62.21	74.26	85.41	96.35
自有产品销售额		8.04	11.04	14.92	19.64	24.43	29.68	36.17	42.97	49.74	51.04
代理产品销售额		7.56	7.78	9.21	12.87	17.42	22.23	27.85	34.15	39.77	45.31

数据来源：国家统计局、Frost&Sullivan、新氧大数据、中国整形美容协会数据、各公司官网、行业与公司调研，东吴证券研究所

## 4.2. 估值分析

我们预计 2021-2023 年，公司营业收入分别为 376.37/413.46/454.23 亿元，归母净利润分别为 30.02/34.98/42.60 亿元，对应当前股价的 PE 分别 26/22/18 倍。考虑到公司医药工业与医药商业两大主业作为稳定基本盘，医美业务自 2021 年起渐入收获期，未来医美产品相继获批上市，有望实现 96 亿元左右收入，将带来业绩释放与估值重塑，给予“买入”评级。

表 12: 可比公司估值

代码	公司	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
600998.SH	九州通	326	30.03	29.10	35.32	—	11	11	9	—
600056.SH	中国医药	139	12.00	13.95	15.99	—	12	10	9	—
601607.SH	上海医药	580	44.96	52.00	59.17	69.51	13	11	10	8
平均值							12	11	9	8
002422.SZ	科伦药业	298	8.29	12.64	15.77	—	36	24	19	16
002262.SZ	恩华药业	154	7.28	8.99	11.00	13.51	21	17	14	11
600867.SH	通化东宝	251	9.30	11.09	13.30	15.53	27	23	19	16
平均值							28	21	17	14
300896.SZ	爱美客	1250	4.40	6.92	9.81	13.80	284	181	127	91
688363.SH	华熙生物	916	6.46	7.88	9.38	11.07	142	116	98	83
平均值							213	148	113	87
000963.SZ	华东医药	786	28.20	30.02	34.98	42.60	29	26	22	18

数据来源：wind，东吴证券研究所 预测时间为 2021 年 4 月 23 日

注：1)九州通、中国医药 2020 年年报尚未公告，2020 年数据为预测值；2)爱美客、华熙生物、华东医药盈利预测来自东吴证券，其余来自 wind 一致预期。

## 5. 风险提示

**1) 研发进度不及预期的风险。**根据《药品注册管理办法》、《医疗器械注册管理办法》等相关规定,药品和医疗器械需要通过国家药监局审评审批并取得相关产品注册批件后才能上市销售。公司新产品研发从实验室研究至最终获批上市销售,一般需经过实验室研究、动物实验、注册检验、临床试验和注册申报等多个环节,整个过程周期长、难度大、环节多、研发投入重,新产品最终是否能上市销售具有一定的不确定性。从公司目前产品线来看,在研产品玻尿酸、肉毒素等将成为公司医美业务增长的动力,但可能存在产品研发失败或研发进度不及预期的风险;

**2) 市场推广不及预期的风险。**近年来医疗美容市场快速增长,医美产品的行业平均毛利率水平较高,吸引多家企业通过自主研发或者兼并收购的方式进入国内市场,行业竞争将逐渐加剧,具体表现为研发注册、工艺技术、产品质量、产品价格、市场营销和服务、优秀人才等多方面的竞争。因此目前玻尿酸、肉毒素等医美产品的市场竞争日趋激烈,未来新产品销售可能面临更多阻碍,公司新产品上市后或存在新品推广不及预期的风险。

**3) 医疗美容整形意外事故的风险。**由于医美整形机构良莠不齐,严重医美整形事故可能引发行业性冲击事件,如影响消费者信心,从而导致行阶段性调整。

华东医药三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	14,656	17,467	20,606	25,285	营业收入	33,683	37,637	41,346	45,423
现金	3,198	7,068	7,347	12,901	减:营业成本	22,550	24,864	26,746	28,830
应收账款	6,138	5,428	7,277	6,681	营业税金及附加	185	207	228	250
存货	4,068	3,509	4,641	4,144	营业费用	5,971	7,123	8,156	8,960
其他流动资产	1,252	1,463	1,340	1,559	管理费用	999	1,116	1,226	1,347
非流动资产	9,545	10,380	11,089	11,779	研发费用	927	923	1,014	1,113
长期股权投资	850	1,478	2,100	2,725	财务费用	34	31	35	48
固定资产	2,420	2,996	3,415	3,752	资产减值损失	5	5	6	6
在建工程	2,240	2,006	1,805	1,663	加:投资净收益	-28	-21	-24	-23
无形资产	1,463	1,335	1,206	1,076	其他收益	192	147	157	159
其他非流动资产	2,572	2,565	2,564	2,563	资产处置收益	323	200	226	234
资产总计	24,201	27,847	31,695	37,064	营业利润	3,477	3,694	4,295	5,238
流动负债	8,634	9,186	9,438	10,422	加:营业外净收支	-23	7	8	2
短期借款	1,417	1,036	1,227	1,131	利润总额	3,453	3,701	4,303	5,240
应付账款	4,501	5,316	5,245	6,139	减:所得税费用	544	583	677	825
其他流动负债	2,715	2,834	2,967	3,152	少数股东损益	90	116	128	155
非流动负债	388	364	334	303	归属母公司净利润	2,820	3,002	3,498	4,260
长期借款	152	127	97	66	EBIT	3,453	3,625	4,159	5,010
其他非流动负债	237	237	237	237	EBITDA	3,893	4,058	4,671	5,602
负债合计	9,022	9,550	9,772	10,726	重要财务与估值指标				
少数股东权益	560	675	803	958	每股收益(元)	1.61	1.72	2.00	2.43
归属母公司股东权益	14,620	17,622	21,120	25,380	每股净资产(元)	8.36	10.07	12.07	14.50
负债和股东权益	24,201	27,847	31,695	37,064	发行在外股份(百万股)	1750	1750	1750	1750
					ROIC(%)	25.6%	32.4%	28.8%	41.6%
					ROE(%)	19.2%	17.0%	16.5%	16.8%
					毛利率(%)	33.1%	33.9%	35.3%	36.5%
					销售净利率(%)	8.4%	8.0%	8.5%	9.4%
					资产负债率(%)	37.3%	34.3%	30.8%	28.9%
					收入增长率(%)	-5.0%	11.7%	9.9%	9.9%
					净利润增长率(%)	-0.5%	7.2%	16.3%	21.8%
					P/E	27.86	26.17	22.46	18.44
					P/B	5.37	4.46	3.72	3.10
					EV/EBITDA	19.95	18.11	15.73	12.13

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>