

# 华东医药 (000963)

## 医美版图持续开拓，医药工业创新转型

### 战略性布局医美业务，不断优化完善医美管线。

公司通过代理、股权收购、战略合作等方式全面布局填充、除皱、美白、减脂、脱毛、塑形等无创+微创的医美产业链，2021年4月，英国子公司 Sinclair 重点产品 Ellanse 少女针取得国内上市许可，预计将于2021年下半年开始销售；Silhouette 埋线国内临床按计划开展；从参股公司美国 R2 引进的焕白仪正在筹备上市前工作。2018年公司通过收购英国 Sinclair 公司战略性布局医美行业，采取“全球化运营布局，双循环经营发展”策略推动医美业务快速发展。2020年公司医美业务收入约9.42亿元，我们预计随着国内外疫情的逐步受控和新产品的获批上市，医美业务有望高速增长。

### 医药工业创新转型稳步推进，后续创新产品值得期待。

公司以中美华东为中心的全球化研发战略协作生态圈基本形成，重点布局抗肿瘤、内分泌及自身免疫三大领域，以自主研发+合作委托开发+产品授权引进相结合的方式推进，2020年医药工业研发投入14.44亿元(+8.91%)。重点产品方面：①迈华替尼治疗晚期非小细胞肺癌正同步开展二期并推进注册临床三期试验，计划2021年Q3完成末例受试者入组；②TTP273二期临床试验已完成首例受试者入组给药；③利拉鲁肽注射液糖尿病适应症已基本完成3期临床试验，减肥适应症预计在2021年3季度完成临床工作。④引进荃信生物在研的 QX001S (原研药 Stelara®乌司奴单抗的生物类似药)，获得其在中国大陆境开发和商业化权益，完善在免疫领域大分子管线布局。我们预计未来2-3年公司将进入创新品种的收获期。

### 业绩基本完成筑底，逐季改善趋势明确。

医药工业：2020年公司核心品种阿卡波糖片已完成带量采购，百令胶囊和阿卡波糖咀嚼片完成医保支付标准及医保续约谈判，通过6000人的专业化药学服务团队在综合医院、基层机构、零售及第三终端、互联网线上等多个渠道对老品种和新产品全面营销发力，预计医药工业有望继续保持增长，考虑到公司2020年Q1基数相对较高，预计业绩增速逐季改善。医药商业：公司浙江区域处于领先，预计整体经营保持平稳。医疗美容：随着海外疫情的控制和新产品的上市，将推动公司医美业务高速增长。

**盈利预测与估值：**我们预计①医药工业板块中主要品种整体稳健，仿制药获批后占据可观的市场份额；②医药商业板块凭借较强的领先地位，实现稳定发展；③国际医美业务在海外疫情逐渐控制后迅速恢复；④国内医美中伊婉玻尿酸凭借良好口碑在需求拉动下收入稳增，少女针凭借先发优势在国内快速渗透市场。我们预计，公司2021年市值有望达到1112亿元人民币，对应目标价为63.55元，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**阿卡波糖和百令胶囊销售低于预期，创新药研发进展低于预期，医美业务产品注册低于预期，医美产品销售低于预期。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	35,445.70	33,683.06	37,289.59	40,051.77	43,237.35
增长率(%)	15.60	(4.97)	10.71	7.41	7.95
EBITDA(百万元)	4,670.27	4,385.77	3,992.30	4,357.31	4,968.43
净利润(百万元)	2,813.12	2,819.86	2,943.59	3,248.09	3,788.26
增长率(%)	24.08	0.24	4.39	10.34	16.63
EPS(元/股)	1.61	1.61	1.68	1.86	2.16
市盈率(P/E)	29.76	29.69	28.44	25.78	22.10
市净率(P/B)	6.80	5.73	4.77	4.02	3.40
市销率(P/S)	2.36	2.49	2.25	2.09	1.94
EV/EBITDA	8.98	10.12	20.10	16.79	14.72

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	医药生物/化学制药
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	52.64元
目标价格	63.55元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	1,749.81
流通A股股本(百万股)	1,749.78
A股总市值(百万元)	92,109.97
流通A股市值(百万元)	92,108.65
每股净资产(元)	8.72
资产负债率(%)	39.29
一年内最高/最低(元)	52.64/19.41

### 作者

杨松	分析师
SAC执业证书编号：S1110521020001	
yangsong@tfzq.com	
张雪	分析师
SAC执业证书编号：S1110521020004	
zhangxue@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《华东医药-半年报点评:业绩保持稳健增长，优质白马稳步前行》2018-08-22
- 《华东医药-季报点评:业绩稳健增长符合预期，工业板块维持高增长态势》2017-10-27
- 《华东医药-季报点评:一季报业绩增速符合预期，工商业持续稳定高增长》2017-04-25

## 内容目录

1. 三大板块齐头并进，公司即将迎来华丽转身	4
1.1. 工商美协同发展，全方位创新转型	4
1.2. 整体业务经营稳健	5
1.3. 结合传统业务优势，积极布局新兴业务领域	6
2. 医药工业板块：多种措施应对政策挑战，成效明显	6
2.1. 原有核心品种基本完成筑底	7
2.2. 布局多个重点方向，全方位为管线注入新动力	8
3. 医美板块：全球化视野，多领域拓展	10
3.1. 医美版图全面布局，聚焦面部微整形和皮肤管理两大领域	10
3.2. 渠道积淀深厚，独家代理玻尿酸产品销量领先	11
3.3. Sinclair 核心产品少女针获批，开启注射美容增长新空间	11
3.4. 面部埋线：海外销售可观，中国发展前景大	15
4. 医美仪器：布局非侵入式塑形市场及激光美容设备	16
4.1. 冷冻溶脂：塑形行业市场广阔，冷冻溶脂产品新兴领域	16
4.2. 激光美容设备：拥有核心技术，多款产品全球注册上市	20
5. 盈利预测与估值	21
6. 风险提示	23

## 图表目录

图 1：系统化的组织架构，支持各业务线协调联动	4
图 2：公司主要发展历程	5
图 3：公司营业收入年复合增长率达较高水平	5
图 4：公司归母净利润年复合增长率达较高水平	5
图 5：公司医药工业板块收入逐年上涨	6
图 6：公司医药工业板块毛利逐年上涨	6
图 7：中美华东营业收入稳步增长	7
图 8：中美华东归母净利润稳步增长	7
图 9：公司研发支出快速提升	7
图 10：公司积极扩充研发队伍	7
图 11：百令胶囊在竞品及医院用药管理压力下维持较高收入	8
图 12：百令胶囊常年占据国内最大的院内市场份额	8
图 13：卡博平在集采失标冲击下院内销额已触底	8
图 14：卡博平常年占据国内最大的院内市场份额	8
图 15：公司在糖尿病临床主流治疗靶点形成了创新药和差异化仿制药产品管线全面布局	9
图 16：布局肿瘤及免疫领域，创新药业务将迎来收获期	9
图 17：多个仿制药品种获批上市在即	10
图 18：华东医药医美业务平台	10

图 19: 医疗美容透明质酸终端复合增速达 16.8%.....	11
图 20: 2018 年 LG 玻尿酸产品销量领先 .....	11
图 21: MaiLi 系列高端玻尿酸拥有核心专利 .....	11
图 22: “代理+自研” 双轮驱动玻尿酸增长.....	11
图 23: Ellanse 少女针产品用于改善鼻唇沟皱纹效果显著, 消费者满意度较高.....	12
图 24: Ellanse-S 和 Ellanse-M 产品分别在 12 个月和 24 个月治疗期后对患者鼻唇沟产生显著改善 .....	12
图 25: ELLANSE 作用原理 .....	13
图 26: 通过 Sinclair College 向医师提供优质的产品技术支持 .....	14
图 27: 线雕技术作用原理 .....	15
图 28: 中国塑形行业市场规模增长较快 .....	17
图 29: 身体塑形主要技术流派和设备 .....	17
图 30: 冷冻溶脂作用过程 .....	18
图 31: 艾尔建酷塑销售额较大.....	19
图 32: High Tech 公司冷冻溶脂设备、激光能量源设备海外销售情况良好 .....	20
表 1: 医美板块深度布局, 医药工业创新引领 .....	6
表 2: Ellanse 填充弹性优于常用玻尿酸瑞蓝和乔雅登 .....	13
表 3: 相比 Sculptra, Ellanse 可快速填充恢复.....	15
表 4: 市场合规埋线产品较少 .....	16
表 5: 高端埋线品牌 Silhouette®系列.....	16
表 6: 非侵入式医美塑形具有更高的舒适性, 安全性 .....	17
表 7: 非侵入式医美塑形分类 .....	18
表 8: High Tech 已上市系列产品 .....	19
表 9: High Tech 在研项目储备.....	19
表 10: 华东医药冷冻溶脂产品 .....	20
表 11: 激光/强光美容市场主要品牌 .....	20
表 12: High Tech 激光美容仪器提供多种功效产品 .....	21
表 13: 营业收入预测.....	21
表 14: 医药工业可比公司估值 .....	22
表 15: 医药商业可比公司估值 .....	22
表 16: 医美业务可比公司估值 .....	22

## 1. 三大板块齐头并进，公司即将迎来华丽转身

### 1.1. 工商美协同发展，全方位创新转型

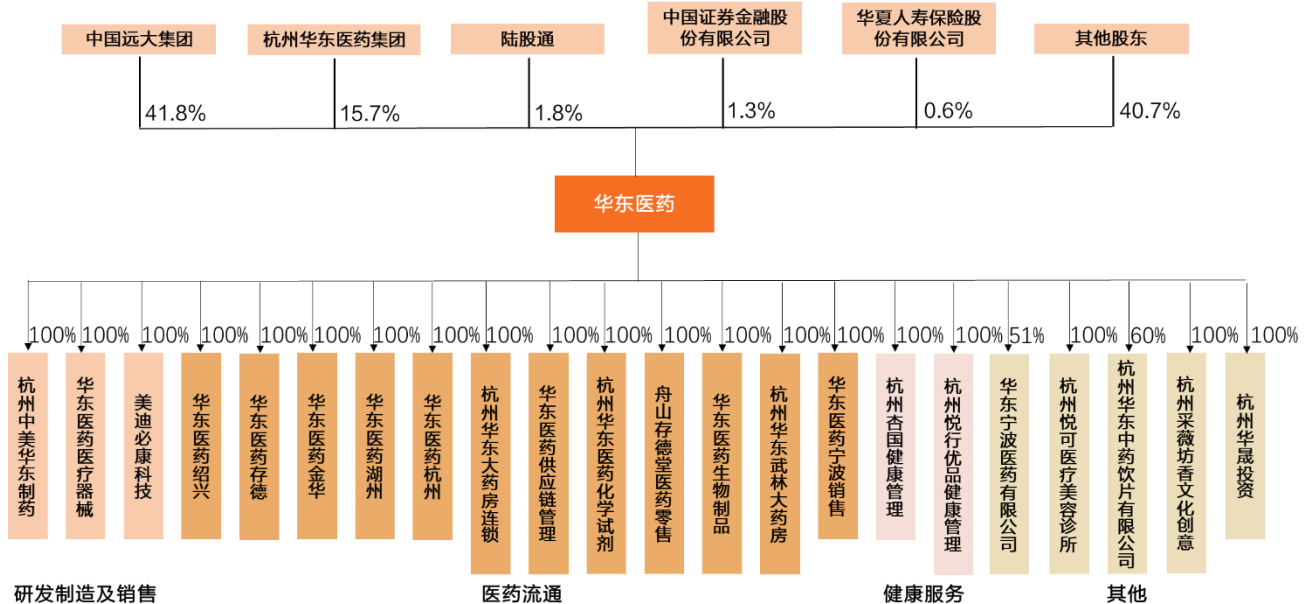
华东医药成立于 1993 年，公司总部位于浙江杭州，于 1999 年 12 月在深圳证券交易所上市，业务覆盖医药全产业链，发展至今形成了以医药工业为主导，同时拓展医药商业和医美领域的综合性制药企业，目前员工人数超过 10000 人。

医药工业板块方面，公司以子公司中美华东为核心，已涵盖慢性肾病、移植免疫、内分泌、消化系统等领域为主的核心产品管线，拥有多个在国内具有市场优势的一线临床用药，同时通过自主开发、外部引进、项目合作等方式重点在抗肿瘤、内分泌和自身免疫三大核心治疗领域的创新药及高技术壁垒仿制药进行研发布局，并借助公司的渠道拓展优势深度覆盖国内各层次用药市场，已覆盖国内上万家大中型医院，并积极拓展院外市场及基层市场。

医药商业业务方面，公司连续多年位于国内十强水平，在浙江省内已设立 11 家地区子公司，客户覆盖全省 11 个地市、90 个区县。拥有中西药、医疗器械、药材参茸、健康产业等四大业务板块，涵盖医药流通全领域，主要包括医药批发、医药零售、以冷链为特色的第三方医药物流、医药电商、药事服务、市场拓展及特色大健康产业。

医美业务方面，公司是近年来在行业崛起的背景下快速发展起来的新板块，公司聚焦于面部微整形和皮肤管理领域最新的产品和器械的研发、生产和销售，通过收购海外全资子公司 Sinclair，并控股西班牙 High Tech 公司，在法国、荷兰、美国、瑞士和保加利亚拥有生产基地，在全球市场推广销售注射用长效微球填充剂、玻尿酸及面部提拉埋线、冷冻溶脂等产品，控股子公司华东宁波是综合型医美大健康平台公司，早在 2013 年即引入了韩国“伊婉”玻尿酸独家代理权。公司医美板块产品多元化、策略国际化，已兼具研发、生产、销售能力，未来有望成为公司业绩增长的主要驱动力。

图 1：系统化的组织架构，支持各业务线协调联动



资料来源：Wind，天风证券研究所

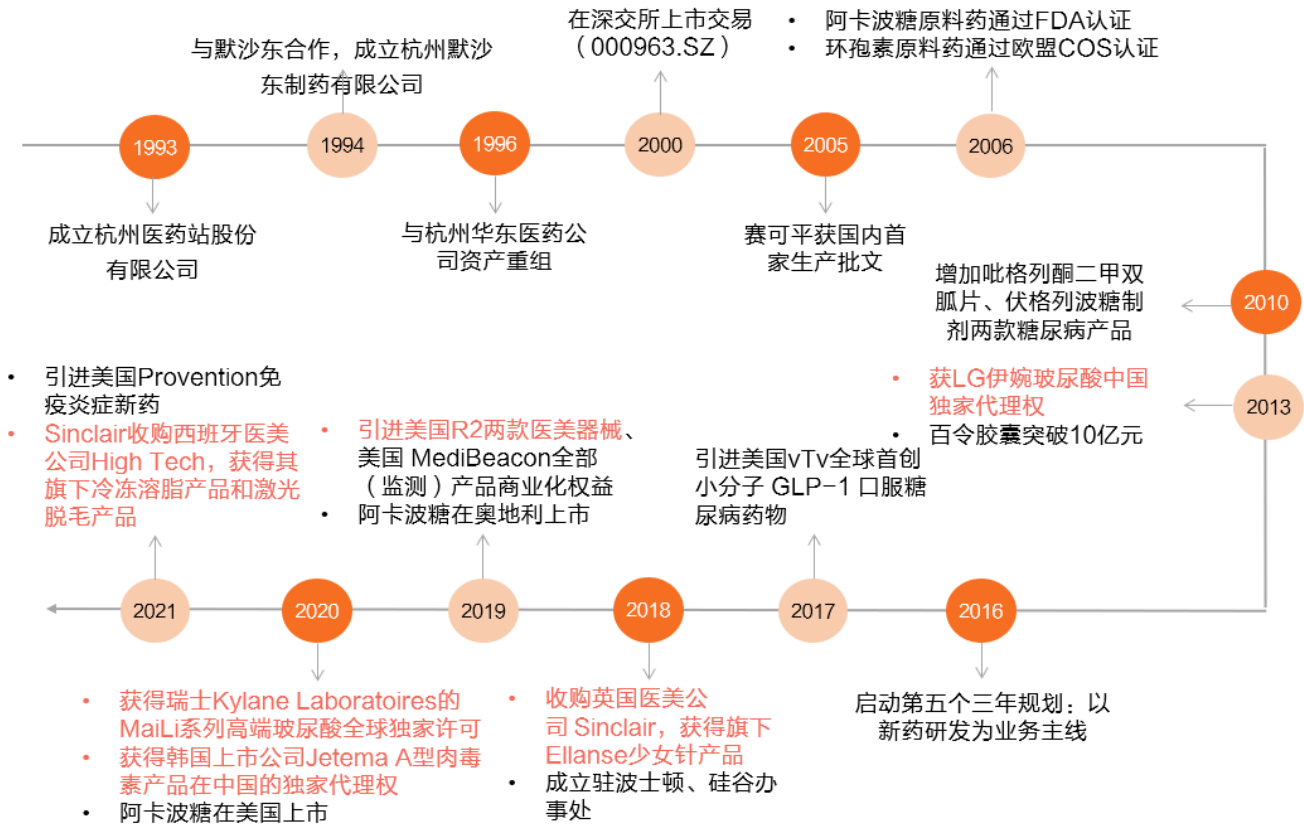
华东医药成立至今已发展集医药研发、制造及销售、医药现代物流、健康产业、医疗美容产品制造和销售于一体的综合性医药企业，其发展历程可分为三个阶段：

- 1993~2003 年，二次创业期：公司抓住经济改革的时代机遇，形成具有竞争力的产品格局及国内销售网络，以市场为核心、放眼全球的战略特色初显，筹建京、沪、鄂、粤四大销售办事处，组建市场部、进出口部，启动“百令万里行”，提出“百令胶囊进军全国，赛斯平走向世界”的策略，与默克合资成立杭州默沙东制药有限公司；
- 2004~2012 年，三个三年规划：2004 年首次实现商业板块浙江省第一位、全国第八位，

核心产品快速放量，业绩节节攀升；

- 2013 年至今，创新转型期：期间公司开始进入医美领域，将工作重心转向新药研发，促使其向深度国际化的方向发展。

图 2：公司主要发展历程

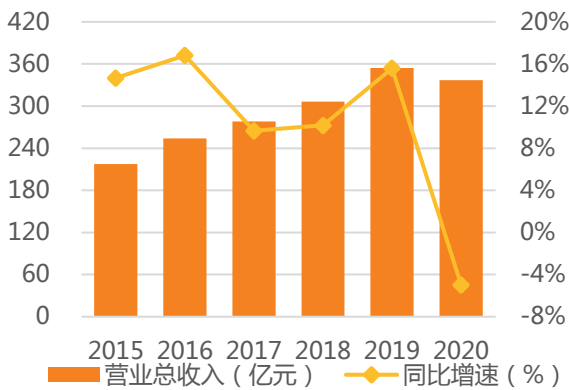


资料来源：公司官网，公司年报，官方公众号，天风证券研究所

### 1.2. 整体业务经营稳健

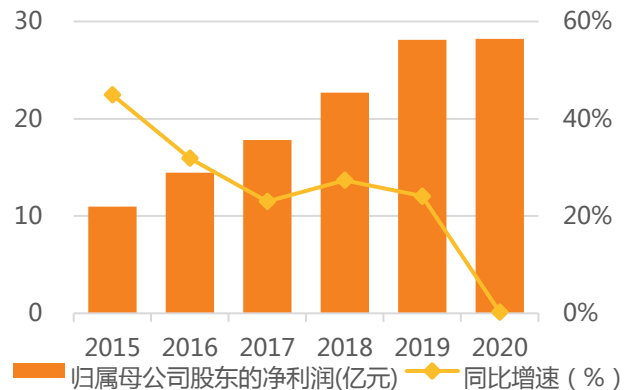
公司整体业绩在近五年呈现稳定增长态势，传统的医药工业和医药商业凭借较强的积累和竞争优势保持稳健。2020 年公司在新冠疫情及国内医药政策的双重冲击下依然维持了较好的业绩，报告期内实现营业收入 336.83 亿元（-4.97%），归母净利润 28.20 亿元（+0.24%）。

图 3：公司营业收入年复合增长率达较高水平



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：公司归母净利润年复合增长率达较高水平



资料来源：Wind，天风证券研究所



### 1.3. 结合传统业务优势，积极布局新兴业务领域

2017 年“两票制”的全面落地使华东医药的医药商业板块毛利下降，2020 年初公司核心品种阿卡波糖在集中采购中竞标出局，给公司的传统业务带来较大挑战，为更好应对产业的变化，公司积极调整优化发展策略，药品板块重点布局抗肿瘤、内分泌及自身免疫三大领域，以自主研发+合作委托开发+产品授权引进相结合的方式，实现有效的管线补充及创新引领；医美板块通过代理和并购的方式，快速实现医美板块深度布局。

表 1：医美板块深度布局，医药工业创新引领

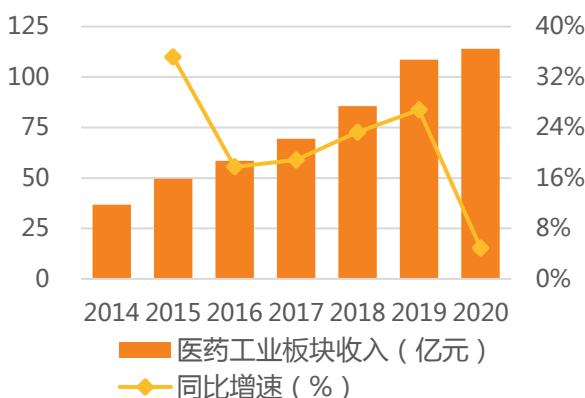
时间	领域	事件
2017/12	糖尿病	与美国 vTv 公司签署许可协议，获得其用于治疗 2 型糖尿病的全球首创小分子 GLP-1 口服药物 TTP-273 于中、韩、澳等 16 个国家/地区的知识产权和商业化权利的独家许可
2018/8	医美	斥资近 15 亿元收购英国医美公司 Sinclair Pharma 100% 股权
2019/4	医美	与美国 R2 Dermatology 签署战略合作协议，公司对 R2 公司进行股权投资(截止 2020 年 6 月已出资 2000 万美元，持股比例达 26.60%)并获得 R2 公司研发的医美器械 F1 和 F2 及其未来改进型在中国大陆、日本、韩国等 34 个亚洲国家或地区的独家分销权益
2019/8	慢病	出资认购美国 MediBeacon 发行的部分 B 轮优先股，获得其全部产品（包括肾功能监测和评估、肠胃功能评估、手术可视化等）在中国大陆等 25 个亚洲国家或地区的独家商业化权利
2020Q1	医美	取得了 Kylane 公司 MaiLi 系列玻尿酸产品的全球独家许可，定位全球高端市场
2020/8	医美	获得韩国 Jetema 公司的 A 型肉毒素产品在中国的独家代理权
2020/10	抗肿瘤	获得美国 ImmunoGen 临床 III 期在研卵巢癌 ADC 药物 Mirvetuximab Soravtansine 在大中华区的独家临床开发及商业化权益，将向 ImmunoGen 支付 4000 万美元首付款和最高可达 2.65 亿美元的里程碑付款，以及约定比例的销售提成费
2021/2	免疫炎症	与美国 Provention Bio 公司签署了全球在研的创新药 PRV-3279 的两个适应症在大中华区的独家临床开发和商业化权益，主要用于治疗系统性红斑狼疮以及预防或者降低基因治疗后的免疫原性，将向 Provention Bio 支付 600 万美元首付款，1150 万美元的研发和生产支持经费，最高不超过 1.72 亿美元的里程碑付款，以及约定分级的、两位数的净销售额提成费
2021/2	医美	斥资近 8500 万欧元收购西班牙能量源型医美器械公司 High Tech 100% 的股权

资料来源：公司公告，公司年报，天风证券研究所

## 2. 医药工业板块：多种措施应对政策挑战，成效明显

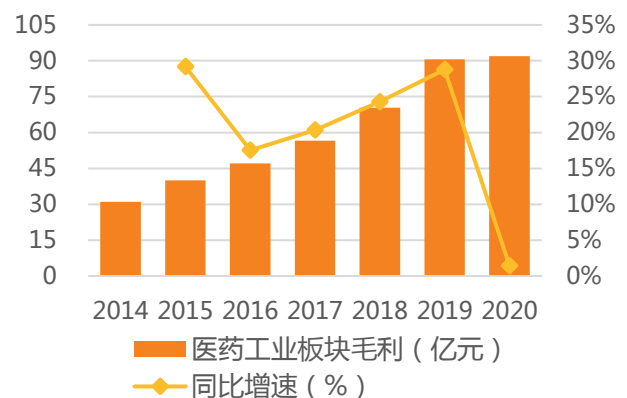
华东医药的医药工业板块（核心子公司中美华东）经营稳健。公司医药工业板块收入及毛利稳定增长，医药工业收入 2014-2020 年 CAGR 达 21%；核心子公司中美华东收入及归母净利润在 2020 年分别达 110.4 亿元（+5.06%）、23.32 亿元（+6.10%），2014-2020 年 CAGR 分别达 21%、23%。

图 5：公司医药工业板块收入逐年上涨



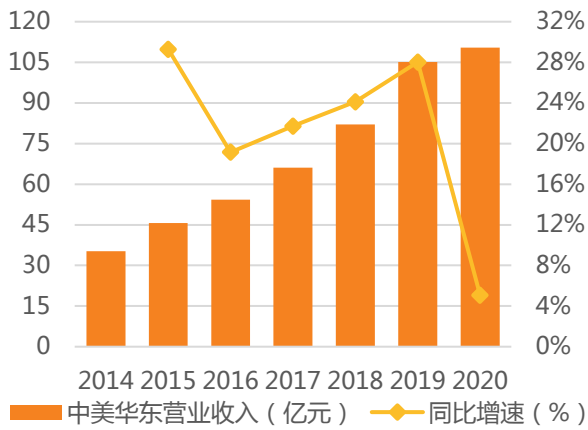
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：公司医药工业板块毛利逐年上涨



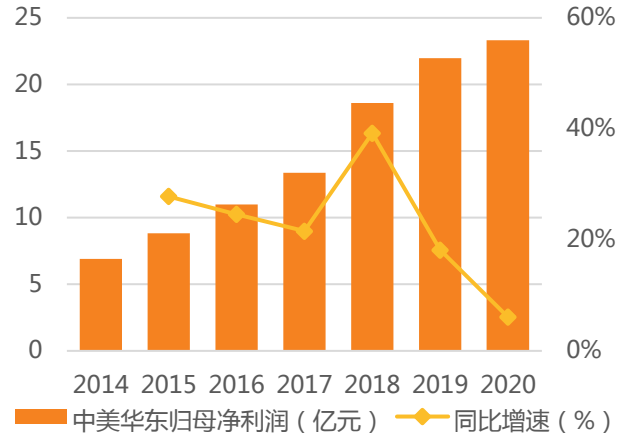
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：中美华东营业收入稳步增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

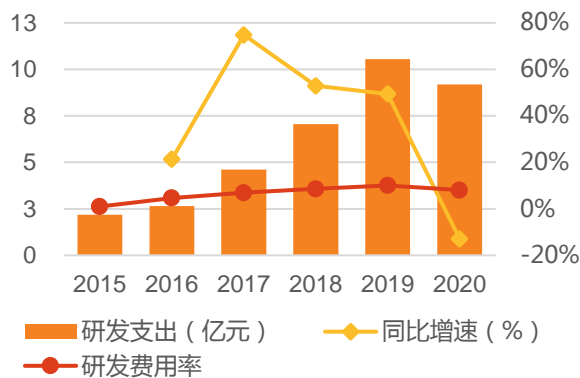
图 8：中美华东归母净利润稳步增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

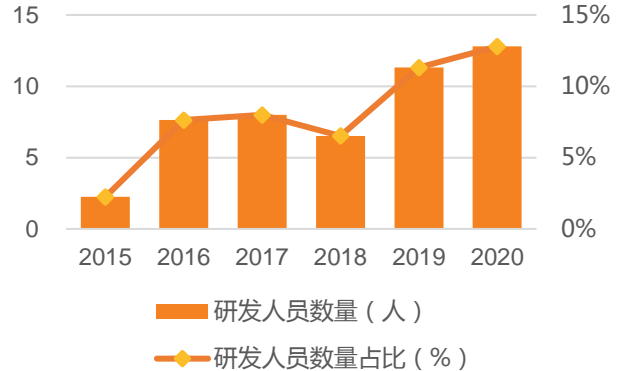
**加大研发投入，加速转型升级。**公司在 2015-2019 年间研发支出（医药工业板块直接研发费用）快速上涨、研发费用率持续提升，2020 年公司医药工业研发投入 14.44 亿元，同比增长 8.91%；其中，直接研发费用 9.18 亿元；外部新药技术及权益引进等研发支出 5.25 亿元，同比增长 94.10%。

图 9：公司研发支出快速提升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：公司积极扩充研发队伍



资料来源：Wind，天风证券研究所

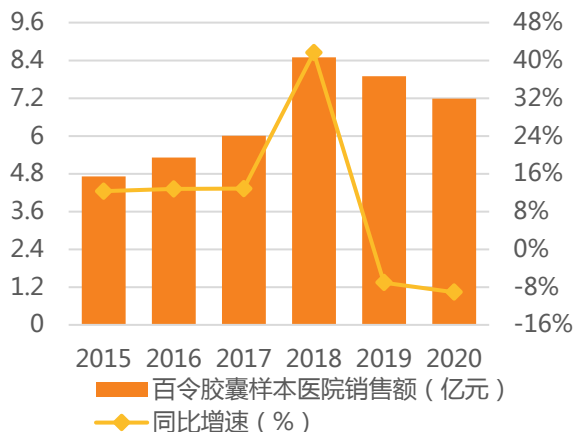
## 2.1. 原有核心品种基本完成筑底

**核心品种市场积累深厚，百令胶囊医保谈判影响有限。**2020 年 12 月，百令胶囊医保谈判结果落地，新医保支付标准分别为 1.03 元(0.5g)及 0.51 元(0.2g)，分别比此前全国最低中标价降低 33%及 33.8%，百令胶囊目前是中成药明星单品，Wind 样本医院销售额在 2015-2018 年间持续增长，2019 年起由于来自百令片的竞争加剧以及医院用药管理的加强出现略降，但依然维持着同类药品中 90%以上的院内市场份额。

整体来看，我们认为，医保谈判对其产生的影响有限：

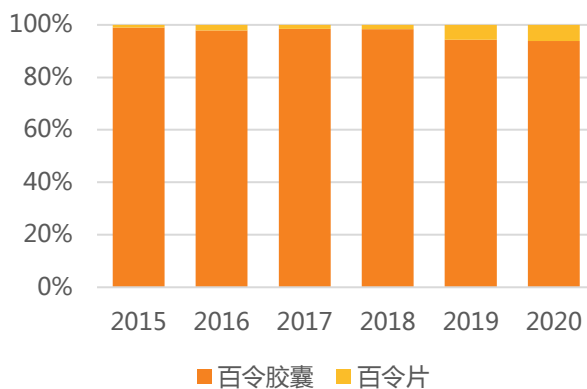
- 1) 公司的百令胶囊经过多年的深耕，已形成较强的品牌及销售基础；
- 2) 百令胶囊作为适应症广泛的慢病用药，适当的价格降低有利于吸引更多的价格敏感性消费者；
- 3) 预计公司将继续深化百令胶囊在广阔区域和慢病治疗领域细分市场覆盖，推动该产品的用药人群数量和销量在现有基础上进一步增长，从而确保整体影响有限。

图 11: 百令胶囊在竞品及医院用药管理压力下维持较高收入



资料来源: Wind 医药库, 天风证券研究所

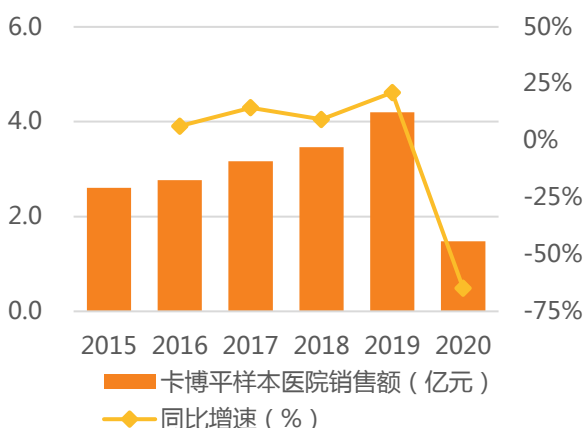
图 12: 百令胶囊常年占据国内最大的院内市场份额



资料来源: Wind 医药库, 天风证券研究所

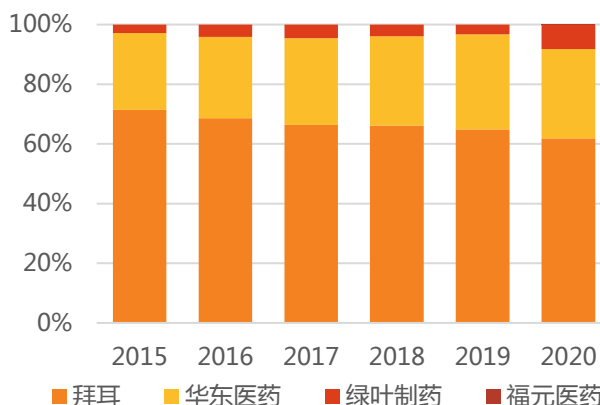
**完善阿卡波糖产品线, 多种策略积极应对带量采购压力。**卡博平市场份额在国内企业居首, 2020 年初开展的国家带量采购中, 卡博平未能中选。公司通过对阿卡波糖片和阿卡波糖咀嚼片差异化的市场定位, 继续深耕和发力基层、院外及零售市场, 2020 年公司阿卡波糖产品的销量及整体市场份额全年保持稳定, 院外和零售市场占比稳步提升, 整体看, 我们认为阿卡波糖片带量采购的冲击基本到底。

图 13: 卡博平在集采失标冲击下院内销额已触底



资料来源: PDB, 天风证券研究所

图 14: 卡博平常年占据国内最大的院内市场份额



资料来源: PDB, 天风证券研究所

## 2.2. 布局多个重点方向, 全方位为管线注入新动力

**持续加强糖尿病领域布局。**糖尿病作为公司的强势领域, 良好的口碑为公司带来优质合作机会, 使公司快速提升在糖尿病领域的热门品种覆盖度以及创新力, 目前公司已布局多个品种, 包括 GLP-1 受体激动剂、DPP-4 抑制剂, 此外公司布局的 TTP273 是潜在的国内首个口服 GLP-1 受体激动剂, 同时具备优越的疗效及便捷性。

生物类似药方面, 利拉鲁肽、索马鲁肽的全球销售额在降糖药中排名靠前, 国内尚未有生物类似药上市, 公司利拉鲁肽进度较为领先, 目前糖尿病适应症的 III 期临床研究已基本完成, 预计将在 2021 年第二季度末提交上市申请, 未来有望获得较高市场份额; 此外公司也储备了多个胰岛素及胰高血糖素新品种, 逐步形成糖尿病治疗的产品矩阵。



图 15：公司在糖尿病临床主流治疗靶点形成了创新药和差异化仿制药产品管线全面布局



资料来源：公司年报，天风证券研究所

**布局肿瘤及免疫领域，横向发展动力强劲。**公司通过引进肿瘤及自身免疫领域产品提升整体创新药管线：PRV-3279 为治疗系统性红斑狼疮的 CD32B/CD79B 双特异性抗体，还可预防/降低基因治疗后的免疫原性，目前 I 期临床研究已完成，预计将在 2021 年下半年进入临床 II 期；IMGN853 为叶酸受体 α 抗体偶联物，用于治疗卵巢癌，预计将在近期进入临床，两个品种均为潜在的 FIC 药物。公司引进荃信生物在研的 QX001S（原研药 Stelara® 乌司奴单抗的生物类似药），获得其在中国大陆境开发和商业化权益，完善在免疫领域大分子管线布局。

图 16：布局肿瘤及免疫领域，创新药业务将迎来收获期

产品信息			阶段					预计未来进展
名称	靶点	适应症	临床前	I期	II期	III期	NDA	
<b>创新药</b>								
TTP 273	GLP-1 受体	2型糖尿病	2020年12月完成首例给药					
PRV-3279	CD32B/CD79B	系统性红斑狼疮 预防或者降低基因治疗后的免疫原性						2021H2 进入II期
IMGN 853	叶酸受体	卵巢癌	已获批件					
迈华替尼	EGFR	晚期非小细胞肺癌 EGFR 罕见基因突变 (G719X, L861Q, S768I)	力争以II期结果申报上市					2021Q3 完成未列入组
<b>生物类似药</b>								
索马鲁肽	GLP-1 受体	2型糖尿病						2021年IND
利拉鲁肽	GLP-1 受体	2型糖尿病 减肥						2021Q2 未NDA 2021Q3 完成临床, 年底前NDA
门冬胰岛素	-	2型糖尿病						
德谷胰岛素	-	2型糖尿病						
胰高血糖素	-	2型糖尿病						
雷珠单抗	VEGF	AMD/DM	已IND					
乌司奴单抗	IL-12/23	银屑病、克罗恩病						2021H2 进入III期
<b>器械（非医美）</b>								
HD-NP-102 动态TGFR 监测系统	-	通过实时监测肾小球滤过率，对肾功能进行评估	(亚太权益)					

资料来源：公司年报，公司公告，药智网，天风证券研究所

**多个重磅仿制药品种稳步推进。**面对仿制药行业的变革，公司充分利用其在仿制药领域的研发实力，在近年逐渐聚焦于高需求、高技术壁垒品种，并通过提升研发速度以争取先发优势，目前有近十个重点品种已报产，其中恩格列净二甲双胍复方片、来曲唑片、米卡芬净注射剂、奥美拉唑碳酸氢钠胶囊预计将在 2021 年内获批，有望给公司的业务带来增量。

图 17：多个仿制药品种获批上市在即

领域	产品信息			阶段		预计未来进展
	名称	靶点	适应症	BE	ANDA	
糖尿病	卡格列净片	SGLT-2	2型糖尿病			
	恩格列净二甲双胍复方片	SGLT-2	2型糖尿病	已完成现场核查		2021年内获批
	西格列汀二甲双胍片	DPP-4	2型糖尿病			
	吡格列酮二甲双胍片	-	2型糖尿病			
免疫	他克莫司软膏、缓释片、颗粒剂	肽基脯氨酰顺反异构酶FKBP1A	抗排斥			
抗肿瘤	来曲唑片	细胞色素P450 19A1	乳腺癌	已完成现场核查		2021年内获批
	索拉非尼片	多靶点	肝癌			
	伊布替尼胶囊	BTK	2L+MCL、CLL/SLL			
	奥拉帕利片	PARP	卵巢癌、乳腺癌			
抗生素	米卡芬净注射剂	1,3-β-葡聚糖合成酶组分FKS1	抗真菌	已完成现场核查		2021年内获批
消化	奥美拉唑碳酸氢钠胶囊	钾离子转运ATP酶α1肽	胃溃疡	已提交发补资料		2021年内获批
心血管	马昔腾坦片	内皮素-1受体/内皮素B受体	肺动脉高压			

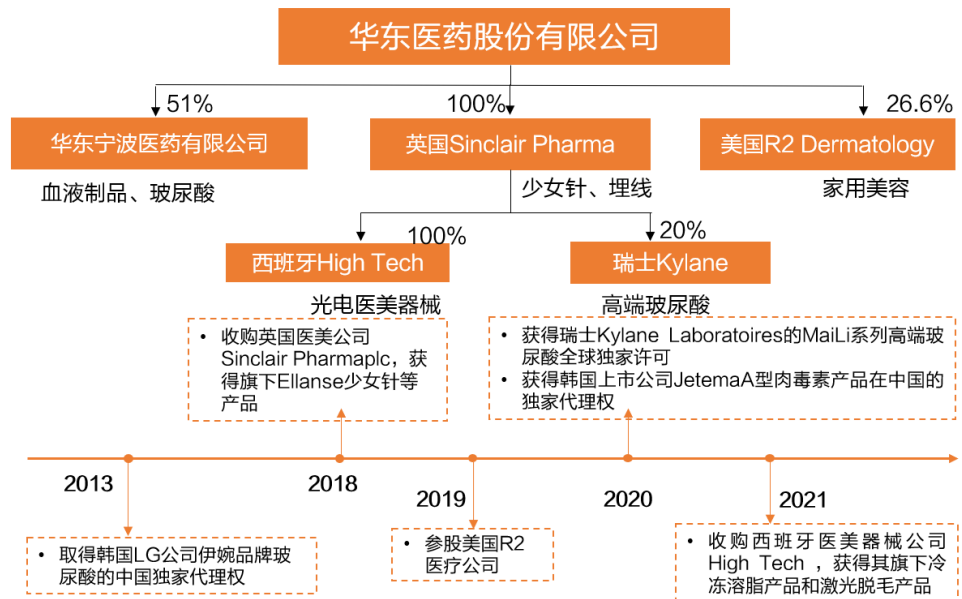
资料来源：公司年报，公司公告，药智网，天风证券研究所

### 3. 医美板块：全球化视野，多领域拓展

#### 3.1. 医美版图全面布局，聚焦面部微整形和皮肤管理两大领域

公司目前医美业务聚焦于面部微整形和皮肤管理两大领域，海外全资子公司 Sinclair 总部位于英国，是公司全球化的医美运营平台，并控股西班牙 High Tech 公司，在法国、荷兰、美国、瑞士和保加利亚拥有生产基地，在全球市场推广销售注射用长效微球填充剂、玻尿酸以及面部提拉埋线、冷冻溶脂等产品。控股子公司华东宁波公司为专注大健康领域产品研发和专业化推广的综合型医美大健康平台公司，目前总代理韩国“伊婉”玻尿酸产品以及赛缪斯系列护肤品在中国市场的推广销售。

图 18：华东医药医美业务平台

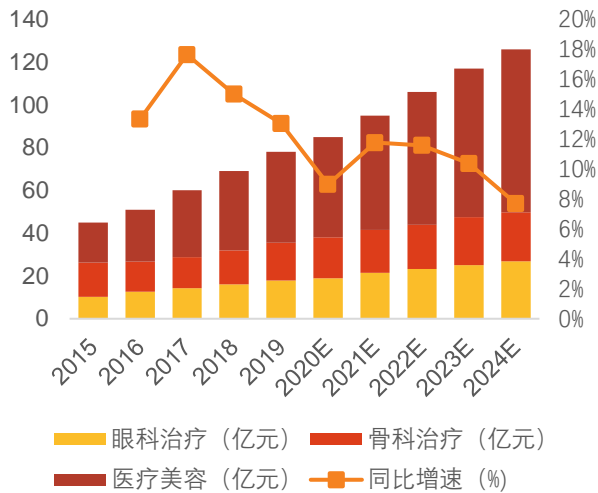


资料来源：公司年报，公司公告，药智网，天风证券研究所

### 3.2. 渠道积淀深厚，独家代理玻尿酸产品销量领先

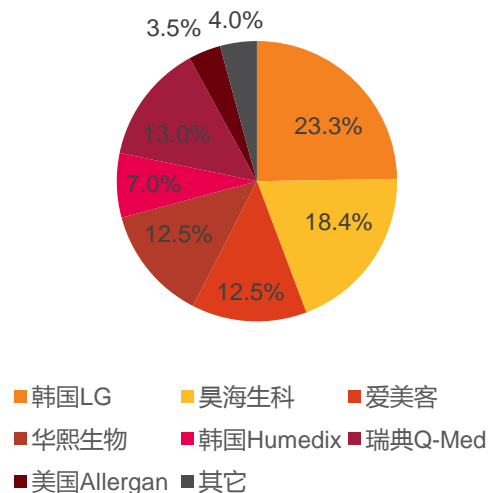
玻尿酸市场快速增长，公司独家代理韩国 LG 玻尿酸销量领先，渠道优势明显。根据艾瑞咨询《透明质酸应用场景白皮书》，2015 到 2019 年中国医药级透明质酸终端年复合增长率达 10%以上，其中医疗美容类终端产品市场规模有望保持 16.8%的复合增长率增长。

图 19：医疗美容透明质酸终端复合增速达 16.8%



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

图 20：2018 年 LG 玻尿酸产品销量领先

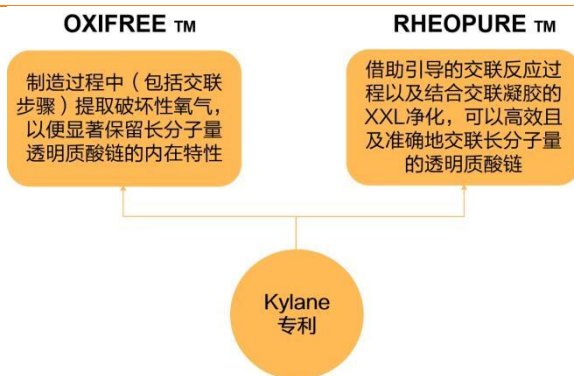


资料来源：弗若斯特沙利文，天风证券研究所

公司采用代理/合作的方式持续布局玻尿酸市场：

- ① 2013 年公司获得韩国 LG 公司伊婉玻尿酸的中国独家代理权，根据弗若斯特沙利文《中国透明质酸钠行业市场研究报告》数据显示，2018 年公司独家代理的韩国 LG 公司伊婉玻尿酸产品在中国市场的销量占比达到 23.3%，位列国内玻尿酸销量首位。
- ② 2020 年，收购瑞士公司 Kylane Laboratoires 20% 股权，获得其 MaiLi 系列高端玻尿酸的全球独家许可，该产品于 2020 年 6 月获欧盟 CE 认证，首先在欧洲上市，目前已经启动中国市场注册工作。

图 21：MaiLi 系列高端玻尿酸拥有核心专利



资料来源：Kylane Laboratoires 公司官网，天风证券研究所

图 22：“代理+自研”双轮驱动玻尿酸增长



资料来源：伊婉官网，Kylane 官网，天风证券研究所

### 3.3. Sinclair 核心产品少女针获批，开启注射美容增长新空间

华东医药子公司 Sinclair 的核心产品少女针于 2021 年 4 月 13 日获得少女针 Ellanse 的医疗器械注册证，获批适应症为“用于皮下层植入，以纠正中到重度鼻唇沟皱纹”，同时公司也在积极规划其他适用范围的申请计划。

Ellanse（伊妍仕），又称少女针，由聚己内酯微球（PCL）和羧甲基纤维素（CMC）制成，

具有“填充+修复”双重功效。Ellanse 少女针成分为 30% PCL+70%CMC，Ellanse 先通过 CMC 进行快速填充，然后 PCL 微球会重启注射部位皮下的胶原新生，重塑胶原支架，产生自然、安全、持久的效果，少女针 Ellanse 的主要产品特点包括：

- 1) **安全性高**：Ellanse 于 2009 年在欧洲上市，已有 10 余年的应用历史。产品可降解性高，其成分 PCL 和 CMC 可以完全被降解，安全性高。同时，Ellanse 产品在临床治疗中具有卓越安全性。根据 Sinclair 官网数据，从产品应用以来，不良反应发生率为 0.0565%，即每 1769 次注射中仅有一次不良反应。
- 2) **效果显著，患者满意度高**：根据《Dermatologic Surgery》杂志发表的临床研究结果，对于 Ellanse-S(PCL-1)产品，90%的受试者报告在 12 个月后有改善效果；对于 Ellanse-M(PCL-2)产品，100%的受试者报告在 24 个月后有改善效果。82%的患者在 Ellanse 治疗 24 个月表示满意，其中 78%的患者希望重复进行 Ellanse 治疗。

图 23：Ellanse 少女针产品用于改善鼻唇沟皱纹效果显著，消费者满意度较高

Product	GAIS Score							
	Change	3 Months	6 Months	9 Months	12 Months	15 Months	18 Months	24 Months
PCL-1	n	18	20	20	20	20	18	18
	Very much improved, %	0.0	20.0	10.0	20.0	0.0	11.1	0.0
	Much improved, %	55.0	45.0	45.0	60.0	10.0	11.1	0.0
	Improved, %	35.0	15.0	35.0	10.0	40.0	44.4	77.8
	No change, %	10.0	20.0	10.0	10.0	50.0	33.3	22.2
	worse, %	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PCL-2	Total improved, %	90.0	80.0	90.0	90.0	50.0	50.0	77.8
	n	58	58	58	58	54	54	56
	Very much improved, %	3.5	13.8	5.2	6.9	3.7	5.6	0.0
	Much improved, %	51.7	50.0	63.8	70.7	51.9	50.0	23.2
	Improved, %	41.4	25.9	27.6	13.8	37.0	44.4	76.8
	No change, %	3.5	10.3	3.5	8.6	7.4	0.0	0.0
PCL-2	Worse, %	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	Total improved, %	96.6	89.7	96.6	91.4	92.6	100.0	100.0

资料来源：Moers - Carpi, (2013). Dermatologic Surgery, 39(3pt1), 457-463, 天风证券研究所

图 24：Ellanse-S 和 Ellanse-M 产品分别在 12 个月和 24 个月治疗期后对患者鼻唇沟产生显著改善



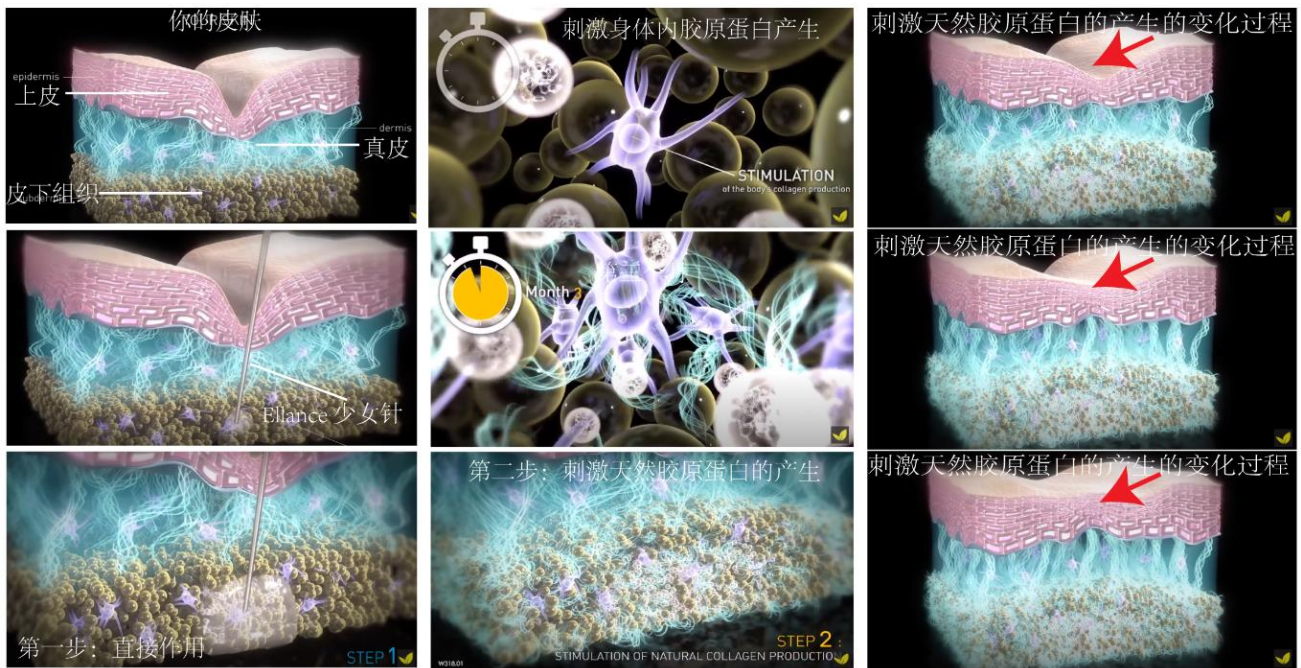
资料来源：Moers - Carpi, (2013). Dermatologic Surgery, 39(3pt1), 457-463, 天风证券研究所

- 3) **ELLANSE 产品起效快，效果持久**：Ellanse 的 CMC 成分具有快速填充效果，能够迅速起效。CMC 被代谢后，PCL 微球会重启注射部位皮下的胶原新生，重塑胶原支架。根据研究 Expected longevity in-vivo based on extrapolation of clinical data from - S (1 year) and - M (2 years) accepted PCL degradation behaviour, ELLANSE 系列产品(S, M, L, E) 具有 1 至 4 年的有效期。同时，产品组合丰富：S, M, L, E 四个级别产品



可覆盖更广泛的消费者群体。

图 25: ELLANSE 作用原理



资料来源: Sinclair 官网, 天风证券研究所

- 4) **较好的填充流变性特性:** Ellanse 产品成分 PCL 具有比其他可生物降解材料出色的弹性和黏性, 具有分布均匀, 不易产生位移的特性, 操作效果更佳。PCL 的高弹性的流变特性 ( $G'$ 值约 1000 Pa), 远高于常用玻尿酸瑞蓝 (513Pa), 乔雅登 (274Pa), 这有助于优化在人体组织中形成网状结构, 并成微球形态均匀分布, 有效避免迁移。当 CMC 在 2-3 个月内被吸收后, 在胶原蛋白产生而形成的 3D 支架上, PCL 微球会平整嵌入胶原纤维中, 与细胞微环境相互作用, 避免团簇形成。

表 2: Ellanse 填充弹性优于常用玻尿酸瑞蓝和乔雅登

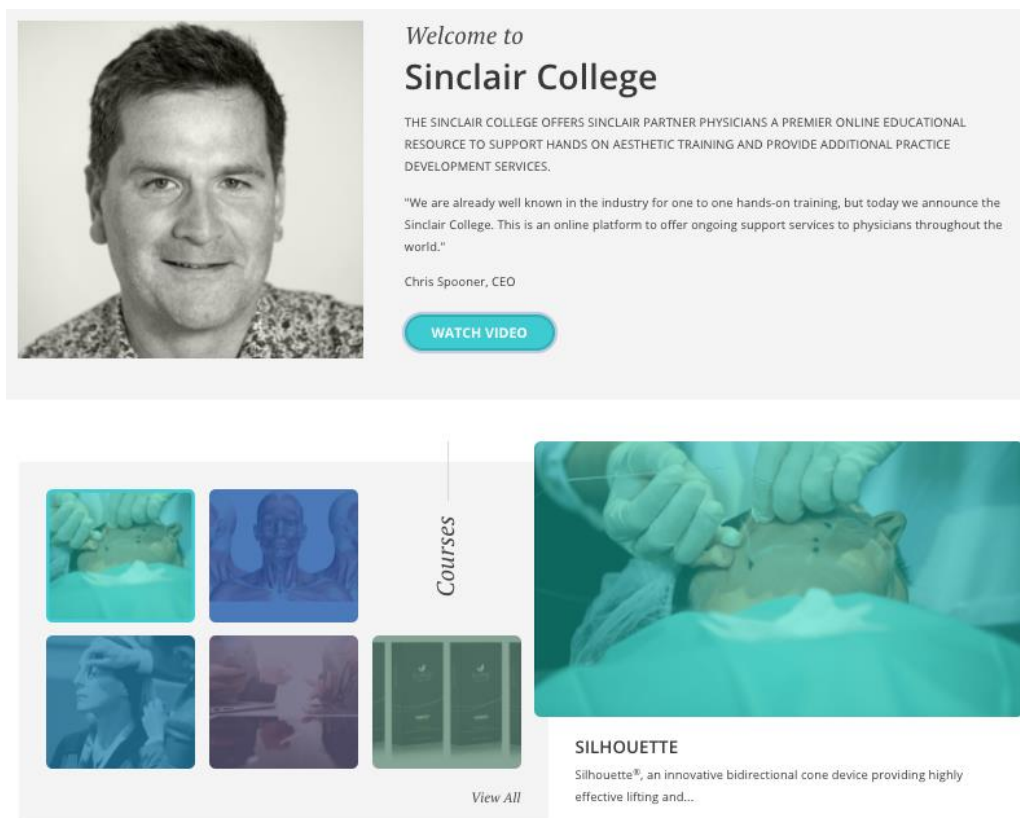
产品名称	弹性 (Pa)
Ellanse	1000
瑞蓝	513
乔雅登	274

资料来源: Christen,(2020). Clinical, cosmetic and investigational dermatology, 13, 31, Sundaram, (2010). Dermatologic Surgery, 36, 1859-1865, 天风证券研究所

- 5) **首家获批抢占国内空白市场, 形成先发优势:** 作为国内唯一首个获批三类医疗器械资质的少女针产品, Ellanse®在中国医美市场拥有先发优势, 有望在整形医院规范市场中占主导地位。
- 6) **优质的产品技术支持:** 创办在线教育平台“Sinclair College”, 对合作医师提供丰富的在线教育资料和课程, 对医美实践提供一对一的培训机会和技术支持, 及时为全世界的医生提供持续的支持服务。



图 26：通过 Sinclair College 向医师提供优质的产品技术支持



资料来源：Sinclair 公司官网, 天风证券研究所

**少女针 Ellanse 快速填充，并刺激胶原蛋白新生。**目前市场上主要的童颜针 Sculptra 是用于恢复脂肪萎缩、泪沟和双颊下陷的可注射软组织填充剂。与 Sculptra 使用聚左乳酸不同，少女针 Ellanse 的羧甲基纤维素（CMC）可实现快速填充，聚己内酯微球（PCL）会刺激注射部位的皮下胶原蛋白新生，在立即完成美容矫正的同时，达到持久提拉紧致、祛除皱纹，而 Sculptra 效果显现缓慢，一般需要几周；爱美客童颜针产品医用含修饰聚左旋乳酸微球的透明质酸钠凝胶正处于注册申请阶段，可用于注射填充，纠正中重度鼻唇沟皱纹。

表 3：相比 Sculptra, Ellanse 可快速填充恢复

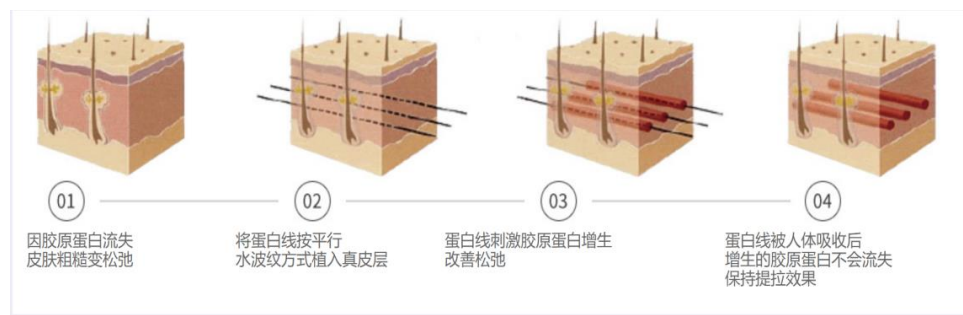
产品名称	Sculptra	Ellanse
		
介绍	衍生自 PLLA 的可注射软组织填充剂, Galderma 制造, 无毒可生物降解和合成, 用于矫正和恢复脂肪萎缩, 皱纹和面部填充	主要成分羧甲基纤维素 (CMC) 可快速填充, 聚己内酯微球 (PCL) 会刺激注射部位的皮下胶原蛋白新生
产地	法国	英国
材料	全球唯一获美国 FDA 认可 PLLA 聚左乳酸	聚己内酯 PCL 微球+羧甲基纤维素 CMC
持续时间	2 年	1-4 年
主要核准认证	FDA	FDA, NMPA
适用范围	毛孔粗大 泪沟 太阳穴下陷 双颊下陷	脸部下垂 面部皱纹与线条深凹 下巴不明显且无轮廓
使用特征	1) 主要成份被广泛使用超过 30 年 2) 3 个月令肌肤骨胶原提升了 67% 3) 效果自然	1) 快速填充, 重构脸型与下巴曲线 2) 可降解, 刺激皮下胶原蛋白新生, 效果更真实自然 3) 有效纠正中、重度鼻唇沟皱纹

资料来源：公司官网，天风证券研究所

### 3.4. 面部埋线：海外销售可观，中国发展前景大

线雕技术是指在皮肤内植入特殊的美容线，刺激皮肤增生胶原蛋白，从而达到改善皮肤松弛的效果。埋线提升维持时间与手术设计、布线数量、材料、术后皮肤护理等有关。埋线提升一般可维持 6-12 个月（如在日常生活中，注意面部皮肤的保养，可使提拉维持时间延长）。

图 27：线雕技术作用原理



资料来源：常熟时代医疗美容官网，天风证券研究所

中国埋线市场规模上有较大空间。线雕提升适合 30 岁以下面部肌肤出现轻微松弛的人，有保养紧致的作用，而中国医美市场消费主力抗衰需求还相对较少。当前中国市场上合规产品较少，且大多数为手术缝合线的超适应症使用，目前仅有爱美客紧恋、秘特线 MINT 两款面部埋植线。

2019 年中国医美市场规模达 1769 亿元，据新氧白皮书，2019 年非手术面部年轻化项目在总疗程中的占比约 5%，假设其中线雕类项目占比 5%，则线雕类项目全市场空间为 4.4 亿

元, 我们预计未来随着更多合规产品上市、医生教育增强, 埋植线市场有望迎来快速增长。

表 4: 市场合规埋线产品较少

品牌	紧恋线	秘特线 MINT	美迪塑	快翎 Quill	蓝钻鱼骨线
产地	中国	韩国	韩国	美国	美国
生产厂商	爱美客	韩士生科	KJ Meditech	舜科医疗	强生
获证情况	国械注准 20193130294 III类证	国械注进 20193130311 III类证	国械注进 20143026222 III类证	国械注进 20163653290 III类证	国械注进 20153020661 III类证
材质	聚对二氧环己酮	聚对二氧环己酮	聚对二氧环己酮	25%的己内酯和 75%的乙交酯聚合物	聚对二氧环己酮
适应症	用于皮下脂肪层植入纠正中、重度鼻唇沟皱纹	用于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	在手术中对组织进行缝合, 结扎, 固定使用	适用于软组织缝合	适用于适合采用可吸收缝线的一般软组织缝合。

资料来源: 公司官网, 新氧 APP, 药智网, 天风证券研究所

**Silhouette®埋线产品海外销售情况较好, 具有诸多突出优势。**华东医药 Sinclair 子公司高端埋线品牌 Silhouette®系列, 为新一代产品, 具有诸多突出优势, 销往超过 70 个国家, 累计治疗次数超四十万。据 Millennium Research Group, Inc 2018 年研报显示, Sinclair 公司 Silhouette®系列埋线产品在美国和欧洲地区提拉埋线市场份额排名第一。Aesthetic Surgery Journal 数据显示, Silhouette®治疗后患者满意度较高。目前 Silhouette®Instalift 于 2021 年 2 月在中国进入注册临床研究。

表 5: 高端埋线品牌 Silhouette®系列

产品	介绍	注册情况
Silhouette®	1) 手术时间短 (1h), 恢复时间快 (第二天可上班)	美国 FDA 批准
Instalift	2) 唯一具有双向圆锥形的可吸收缝线, 基于 360° 锥面结构的创新技术。在组织中牢固固定, 降低迁移和不良事件的风险。对新生组织重新定位的强大支撑能力。刺激人体天然胶原蛋白的产生, 在组织中形成坚实的支撑。	中国 (临床试验)
高端美容埋线	3) 相较于主流 PPDO 材料, Silhouette 采用 PLLA/PLGA 线材, 可有效刺激机体产生 I 型胶原蛋白, 实现提拉效果的同时改善皮肤质量 4) 即时见效、微创、生物可吸收、效果持久 (24 个月) 5) 全球 79 个国家超 40 万次治疗, 安全性高	

资料来源: 公司官网, 《Straight-Line Vector Planning for Optimal Results With Silhouette InstaLift in Minimally Invasive Tissue Repositioning for Facial Rejuvenation》, 天风证券研究所

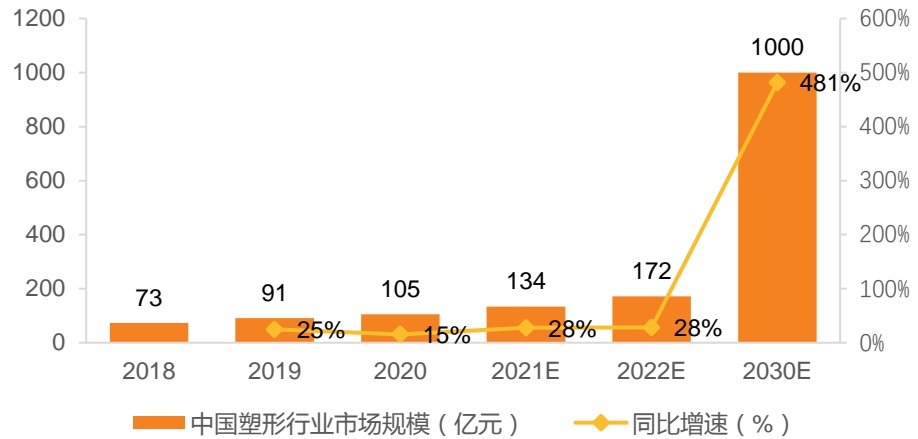


## 4. 医美仪器: 布局非侵入式塑形市场及激光美容设备

### 4.1. 冷冻溶脂: 塑形行业市场广阔, 冷冻溶脂产品新兴领域

**中国塑形行业市场规模增长较快。**根据《2021 中国身体塑形行业发展白皮书》, 中国塑形市场规模在 2020 年预计已达到约 105 亿, 预计 2020-2023 年将继续快速增长, 预计增速达到 25%, 高于医美整体市场的 15%。预计到 2030 年, 中国塑形市场将突破千亿规模。

图 28：中国塑形行业市场规模增长较快

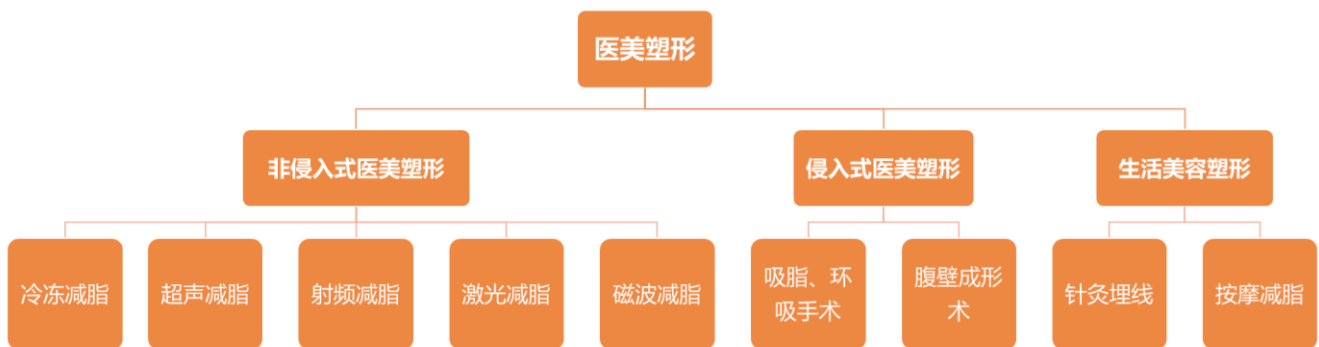


资料来源：《2021 中国身体塑形行业发展白皮书》，天风证券研究所

身体塑形市场主要有三种技术流派，分别为非侵入式医美塑形、侵入式医美塑形以及生活美容塑形。

- 非侵入式医美塑形 (EDB)：利用冷冻、超声、射频等光电技术手段，通过作用于体外达到减脂效果，所使用的设备较为重要。
- 侵入性医美塑形：指传统的侵入式手术减脂手段，通常效果较为明显，但安全性与副作用相对较高。
- 生活美容塑形：在中医理论基础上，通过针灸及按摩等手段辅助减脂。

图 29：身体塑形主要技术流派和设备



资料来源：《2021 中国身体塑形行业发展白皮书》，天风证券研究所

非侵入式医美塑形市场不断扩大。手术塑形仍然是当前主流，但是随着非侵入性技术的引入，其更高的安全性、舒适度以及精准性正快速推动该细分领域扩容。非侵入式医美技术不断完善，更多消费者转而尝试非侵入式塑形。

表 6：非侵入式医美塑形具有更高的舒适性，安全性

	吸脂手术	非侵入式医美塑形
作用原理	利用负压吸引、超声波或高频电场等手段通过较小的皮肤切口或穿刺孔，将人体局部蓄积的皮下脂肪去除，并结合脂肪颗粒移植等技术，改善形体	利用冷冻、超声、射频等光电技术手段，通过作用于体外达到减脂效果

	吸脂手术	非侵入式医美塑形
优点	效果明显，定位准确，可以快速去除局部多余脂肪，不易反弹，吸脂后的皮肤会变得紧实，效果通常可以长期维持	舒适度高，安全性高
缺点	手术需要全身麻醉，同时由于在抽脂过程中因抽脂管和脂肪组织破裂，会出现出血的情况。数天疼痛，而瘀肿则可能维持 1-2 星期，会造成肌肤表面凹凸不平，需要塑身衣	最终效果一般需要 2-3 个月才能显现，且不同细分技术的减脂效果有所差异，通过中国 NMPA 认证的设备仅有少数几款

资料来源：公众号女魔头驾到，《2021 中国身体塑形行业发展白皮书》，天风证券研究所

冷冻溶脂 (Cryolipolysis) 是一种非侵入性局部脂肪新技术，使用传感器传输冷冻能量定位溶解皮下脂肪细胞 (对低温敏感)，不影响相邻组织细胞 (对低温不敏感)。具有精准减脂、副作用小、恢复期短等优点。

图 30：冷冻溶脂作用过程



资料来源：coolsculpting 官网，天风证券研究所

表 7：非侵入式医美塑形分类

项目	最终减脂效果 1 (腹部脂肪厚度减少%)	最终效果 所需时间	单次治疗价格 (万元/部位)	治疗次数	总体花费 (万元/部位)
冷冻溶脂	20%-27%	2-3 个月	0.8-1.4	2-3	1.6-4.2
非聚焦低密度超声(LOFU)	11%-16%	3-4 个月	0.6-0.8	3-4	1.8-3.2
高频聚焦超声 (HIFU)	1.5cm-2.5cm (腰围平均减少尺寸)	3 个月	0.6-1	2-3	1.2-3.0
单极射频	1.8cm-4.5cm (腰围平均减少尺寸)	3 个月	1-1.5	2-3	2.0-4.5
双极射频	5%-10%	3 个月	0.1-0.2	3-6	0.3-1.2
多极射频	15%-30%	3 个月	0.1-0.2	4-8	0.4-1.6
激光减脂	14%-18%	3 个月	0.8-1.2	2-3	1.6-3.6
磁波增肌	15%-20%	3 个月	0.3-0.5	3-5	0.9-2.5

资料来源：《2021 中国身体塑形行业发展白皮书》，天风证券研究所

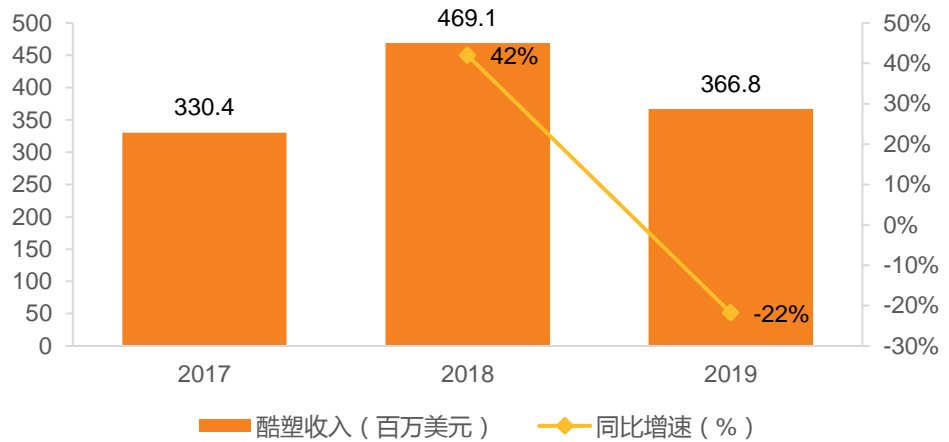
国内已有同类产品上市，华东医药可差异化布局。艾尔建酷塑于 2010 年在美国获批，2018 年在中国上市，是唯一 FDA、CFDA 双认证的冷冻溶脂技术。目前已在全球 74 个国家和地区使用，全球治疗案例累积超过 800 万。艾尔建酷塑 2019 年全美销售额达 248.1 百万美元，国际销售额达 118.7 百万美元。

2020 年上半年，酷塑®在中国销量同比增长超过 100%，设备覆盖率增长近 50%，酷塑®官



方合作医美机构/医院增长近 70%；北上广、江浙和川渝地区酷塑®点位和设备销量增长尤其显著。

图 31：艾尔建酷塑销售额较大



资料来源：艾尔建公司公告，天风证券研究所

**布局冷冻溶脂，分享千亿塑形市场。**华东医药全资子公司英国 Sinclair Pharma Limited 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 Cocoon Business Investments, S.L.U.持有的西班牙能量源型医美器械公司 High Technology Products, S.L.U.。

**High Tech 是一家聚焦非侵入性 EBD（能量源型）医美设备集研发、生产及销售为一体的国际化科技公司。**High Tech 公司创建了适用于诊所和 medi-spas（医疗美容中心）的创新非侵入性激光和冷冻减脂的设备组合，包括低温减脂产品 Cooltech、Cooltech Define、Crystile，以及激光脱毛产品 Primelase、ElySION 等。

表 8：High Tech 已上市系列产品

产品	技术	功能类别
Cooltech	冷冻溶脂	减脂
Cooltech Define	冷冻溶脂	减脂
Crystile	冷冻溶脂	减脂
Primelase	激光	脱毛
ElySION	激光	脱毛

资料来源：公司公告，天风证券研究所

**High Tech 公司已储备 4 款在研产品，包括 Define2.0、Define3.0、Primelase Pro、Titania，预计在 2021-2024 年内将在全球范围内陆续上市。**新一代冷冻溶脂及激光能量源设备采用对求美者更舒适和安全的技术，着眼于行业发展及消费趋势，医师操作起来更灵活，同时设备具备联网功能，能进一步提高其服务性能。

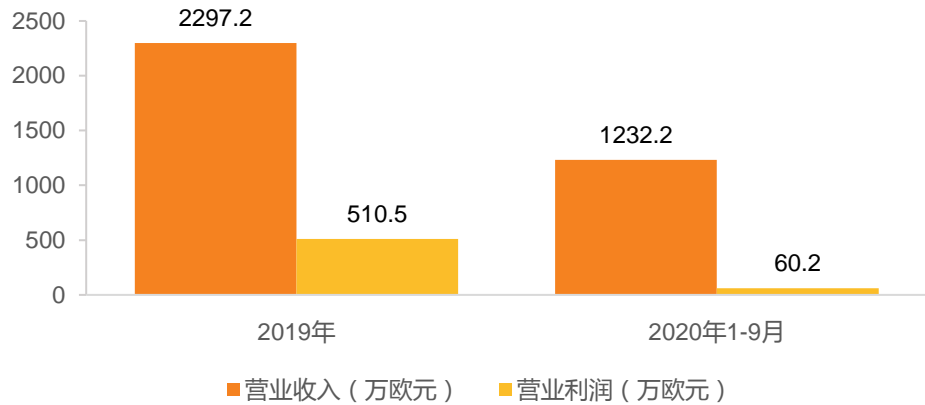
表 9：High Tech 在研项目储备

产品	功能类别	预计上市时间
Define2.0	减脂 紧肤 塑形	预计在 2021-2024 年内将在全球范围内陆续上市
Define3.0	减脂 紧肤 塑形	
Primelase Pro	脱毛 皮肤年轻化	预计在 2021-2024 年内将在全球范围内陆续上市
Titania	紧肤 塑形	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

**High Tech 公司冷冻溶脂设备、激光能量源设备海外销售情况良好。**2019 年公司实现营业收入 2297.2 万欧元，净利润 510.5 万欧元，其中冷冻溶脂产品 2019 年在 EMEA（欧洲、中东、非洲）塑形和紧肤设备市场占有率排名第二。

图 32: High Tech 公司冷冻溶脂设备、激光能量源设备海外销售情况良好



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

High Tech 现有低温减脂产品 Cooltech、Cooltech Define、Crystile, 预计 2-3 年内完成在中国市场的临床/注册工作。Cooltech 的工作机制是基于脂肪细胞比其他组织对冷却更加敏感, 从而精确地冷冻治疗后脂肪细胞将自然凋亡, 并逐步通过新陈代谢排出, 达到减脂目的。

表 10: 华东医药冷冻溶脂产品

冷冻溶脂仪	Cooltech	Cooltech Define	Crystile
产品			
特点	6 个探头适用所有身体部位。所有附件的工作温度均为 -8°C。专利冷凝胶垫确保最大的安全性	9 种探头适应所有身体形状, 3 种不同的抽吸水平调整以适应脂肪组织, 360° 冷却技术去除更多脂肪	探头众多可覆盖大量身体部位, 适用于所有类型的患者
注册	欧盟 CE 认证, 全球 13 个国家完成注册	正在开展欧洲、哥伦比亚等多国注册工作	NA

资料来源: 公司公告, 公司官网, 天风证券研究所

#### 4.2. 激光美容设备: 拥有核心技术, 多款产品全球注册上市

激光脱毛的原理是利用毛囊里的黑色素对相应激光波长的吸收, 将光能转化为热能从而破坏毛囊, 阻止毛发的生长。据 Medical insight 估计, 2019 年全球脱毛市场规模约 3.6 亿美元, 在能量源皮肤表面修复设备市场占比约为 19%。根据 QYResearch 数据, 预计到 2024 年, 全球激光脱毛市场将达到 13.2 亿美元。

表 11: 激光/强光美容市场主要品牌

设备类型	用途	品牌
激光/强光美容	光子嫩肤	Tria、易科美、科医人、Notime、Alma 飞顿、赛诺秀、欧华镭科 (在研)
	激光脱毛	High Tech (Primelase、Elyson) (准备注册)、科医人、Alma 飞顿、赛诺龙、赛诺秀、奇致激光、欧华美科——EndyMed、欧华美科——镭科光电 (在研)
	蜂巢皮秒	赛诺龙、赛诺秀、欧华美科——镭科光电
	超皮秒	
	激光减脂	Erchonia、Alma 飞顿、欧华美科——镭科光电 (在研)
天使光雕		
	激光美容	Tria、易科美、欧华美科——镭科光电 (在研)

资料来源: 公司公告, 昊海生科投资者关系, High Tech 官网, QYResearch 咨询报告, 天风证券研究所

2021 年 2 月，公司收购的西班牙医美器械公司 High Tech，获得其旗下激光脱毛产品：Primelase、ElySION 激光设备。目前，ElySION 已在欧洲、加拿大等 7 个国家和地区完成注册；Primelase 已在欧洲、美国、加拿大等 11 个国家和地区完成注册。

表 12: High Tech 激光美容仪器提供多种功效产品

High Tech 激光脱毛仪	ElySION	Primelase
产品		
特点	<p>2,000 和 3500W 功率确保最大的安全性和有效性。</p> <p>USP 技术以超短脉冲的形式传递能量，使发芽细胞饱满，可永久安全地去除所有类型皮肤上的任何类型的头发。</p> <p>静态动态模式，使 ElySION Pro 成为了最快，最安全，最强大和最有效的设备之一。</p>	<p>平台结合了四个不同波长，确保在所有皮肤条件下具有最大的多功能性。</p> <p>超短脉冲具有对所有光斑尺寸的有效 USP 技术（超短脉冲），在不损坏皮肤的情况下可以破坏毛囊。</p> <p>水晶冻结技术，可提供高度的皮肤保护。</p>

资料来源：公司公告，公司官网，天风证券研究所

## 5. 盈利预测与估值

关键假设：我们预计①医药工业板块中主要品种整体稳健，仿制药获批后占据可观的市场份额；②医药商业板块凭借较强的领先地位，实现稳定发展；③国际医美业务在海外疫情逐渐控制后迅速恢复；④国内医美中伊婉玻尿酸凭借良好口碑在需求拉动下收入稳增，少女针凭借先发优势在国内快速渗透市场。

表 13: 营业收入预测

单位：亿元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	354.46	336.83	372.90	400.52	432.37
同比增速	15.6%	-4.97%	10.71%	7.41%	7.95%
医药工业收入	108.65	113.98	116.77	127.00	139.97
同比增速	27%	5%	2%	9%	10%
医药商业收入	250.98	230.11	253.12	265.78	279.06
同比增速	10%	-8%	10%	5%	5%
国际医美收入	5.09	3.19	5.81	7.74	10.53
同比增速		-37%	82%	33%	36%

资料来源：Wind，天风证券研究所

采用分部估值法对公司各版块业务进行估值，我们认为，公司 2021 年市值有望达到 1112 亿元人民币，给予“买入”评级。

**医药工业板块：**在 2020 年疫情及医药行业变革的双重冲击下，中美华东归母净利润逆势增长，同比增速 6%。公司在阿卡波糖集采丢标后积极拓展集采外市场，整体市场份额并未下降，在 2021 年尽管有百令胶囊医保降价的挑战，但我们认为公司通过 6000 人的专业化药学服务团队在综合医院、基层机构、零售及第三终端、互联网互联网线上等多个渠道对老品种和新产品全面营销发力，我们预计 2021 年医药工业净利润保持增长，医药工业净

利润约 24 亿元左右，可比公司 2021 年平均 PE 为 43 倍。考虑到公司在创新药领域的布局有望在未来 2-3 年进入收获期，同时出于谨慎性考虑给予一定估值折价，给予 2021 年医药工业 27 倍 PE，对应市值为 663 亿元人民币。

表 14：医药工业可比公司估值

股票代码	证券简称	收盘价	总市值 (亿元)	净利润 (亿元)				PE (X)			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
600196.SH	复星医药	54.76	1313	36.6	44.8	54.6	64.2	35.9	29.3	24.1	20.5
600079.SH	人福医药	32.87	537	11.5	15.5	20.1	19.7	46.7	34.5	26.8	27.3
600276.SH	恒瑞医药	82.35	4391	63.3	78.6	95.3	114.2	69.4	55.9	46.1	38.4
603087.SH	甘李药业	135.85	763	12.3	14.2	16.0	18.5	62.0	53.8	47.6	41.2
可比公司平均			1751	30.9	38.3	46.5	54.1	53.5	43.4	36.1	31.9

资料来源：Wind，天风证券研究所

**医药商业板块：**医药商业板块作为公司优势板块具有显著的规模效应，在 2020 年以前收入增速均维持在 10%左右的水平，我们预计在 2021 年疫情解除的环境下能够实现 10%的收入增长，达到 253 亿元左右收入，可比公司 2021 年平均 PS 为 0.4 倍，给予公司相同 PS，对应 2021 年市值为 103 亿元人民币。

表 15：医药商业可比公司估值

股票代码	证券简称	收盘价	总市值 (亿元)	营业收入 (亿元)				PS (X)			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
603368.SH	柳药股份	22.5	82	156.7	194.2	227.2	253.3	0.5	0.4	0.4	0.3
600998.SH	九州通	16.91	317	1116.4	1276.1	1459.0	N/A	0.3	0.2	0.2	N/A
600511.SH	国药股份	34.55	261	403.8	469.8	535.7	614.6	0.6	0.6	0.5	0.4
可比公司平均			220	559.0	646.7	740.6	434.0	0.5	0.4	0.4	0.4

资料来源：Wind，天风证券研究所

**医美业务板块：**医美业务为公司的新板块，在 2019 年国际医美业务、国内医美业务已分别达到了 5.09 亿元、8.19 亿元的收入水平，2020 年受疫情冲击略有下降，我们预计在产品线不断优化完善、国际化战略不断推进的作用下，2021 年医美业务在国内外的收入可迅速恢复，有望达到 14 亿元左右收入水平，可比公司 2021 年平均 PS 为 69 倍，由于该板块尚处在业务开拓期，出于谨慎性的考虑给予一定估值折价，给予 2021 年 25 倍 PS，对应市值为 346 亿元人民币。

表 16：医美业务可比公司估值

股票代码	证券简称	收盘价	总市值 (亿元)	营业收入 (亿元)				PS (X)			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
300896.SZ	爱美客	598.1	1294	7.1	11.6	17.3	24.7	182.4	111.5	74.9	52.4
688363.SH	华熙生物	198.23	952	26.3	37.3	50.7	64.4	36.1	25.5	18.8	14.8
可比公司平均			1123	16.7	24.5	34.0	44.6	109.3	68.5	46.9	33.6

资料来源：Wind，天风证券研究所

综上所述，我们认为，公司 2021 年市值有望达到 1112 亿元人民币，对应目标价为 63.55 元人民币，给予“买入”评级。

## 6. 风险提示

### 1. 阿卡波糖和百令胶囊销售低于预期

公司阿卡波糖在带量采购后，竞争格局出现剧烈变化，如营销推广低于预期，将对公司业绩带来负面影响，百令胶囊医保谈判降价后，如销量未能显著增长，营业收入将显著下降。

### 2. 创新药研发进展低于预期

目前公司正在积极推动产品创新转型，如后续研发进展不及预期，将影响到公司产品梯队的搭建，中长期影响公司业务发展。

### 3. 医美业务产品注册低于预期

目前公司主要产品以进口注册为主，后续如注册审评进展低于预期，将对公司的产品管线搭建带来负面影响。

### 4. 医美产品销售低于预期

目前公司已有少女针等部分新的医美产品获批上市，如后续销售推广不佳，将对公司业绩带来负面影响。



## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,402.73	3,198.08	6,339.05	13,345.31	13,239.31
应收票据及应收账款	6,092.31	6,137.68	7,626.17	4,581.32	8,597.12
预付账款	363.25	250.92	448.21	306.40	471.96
存货	4,038.98	4,067.64	4,418.17	4,716.64	4,809.81
其他	838.61	1,001.58	1,007.33	966.96	1,006.07
<b>流动资产合计</b>	<b>13,735.87</b>	<b>14,655.89</b>	<b>19,838.93</b>	<b>23,916.63</b>	<b>28,124.27</b>
长期股权投资	222.60	850.07	850.07	850.07	850.07
固定资产	2,175.22	2,420.37	3,185.68	3,585.76	3,753.70
在建工程	1,829.81	2,240.20	1,380.12	876.07	555.64
无形资产	1,454.90	1,463.24	1,317.53	1,171.82	1,026.10
其他	2,045.58	2,571.57	2,134.97	2,241.81	2,312.62
<b>非流动资产合计</b>	<b>7,728.10</b>	<b>9,545.46</b>	<b>8,868.38</b>	<b>8,725.54</b>	<b>8,498.15</b>
<b>资产总计</b>	<b>21,463.97</b>	<b>24,201.35</b>	<b>28,707.31</b>	<b>32,642.17</b>	<b>36,622.41</b>
短期借款	655.55	1,416.93	2,000.00	2,000.00	2,000.00
应付票据及应付账款	4,402.43	4,501.38	4,995.99	5,167.32	5,607.00
其他	3,338.66	2,715.37	2,732.26	3,385.13	2,987.24
<b>流动负债合计</b>	<b>8,396.64</b>	<b>8,633.68</b>	<b>9,728.25</b>	<b>10,552.45</b>	<b>10,594.24</b>
长期借款	0.00	151.61	150.00	170.00	150.00
应付债券	0.00	0.00	331.85	110.62	147.49
其他	200.71	236.65	278.22	238.53	251.13
<b>非流动负债合计</b>	<b>200.71</b>	<b>388.26</b>	<b>760.07</b>	<b>519.14</b>	<b>548.62</b>
<b>负债合计</b>	<b>8,597.35</b>	<b>9,021.94</b>	<b>10,488.32</b>	<b>11,071.59</b>	<b>11,142.86</b>
少数股东权益	557.15	559.59	653.39	756.89	877.60
股本	1,749.81	1,749.81	1,749.81	1,749.81	1,749.81
资本公积	2,158.08	2,158.08	2,158.08	2,158.08	2,158.08
留存收益	10,536.88	12,872.20	15,815.79	19,063.88	22,852.14
其他	(2,135.29)	(2,160.27)	(2,158.08)	(2,158.08)	(2,158.08)
<b>股东权益合计</b>	<b>12,866.62</b>	<b>15,179.41</b>	<b>18,218.99</b>	<b>21,570.58</b>	<b>25,479.55</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>21,463.97</b>	<b>24,201.35</b>	<b>28,707.31</b>	<b>32,642.17</b>	<b>36,622.41</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	2,925.40	2,909.72	2,943.59	3,248.09	3,788.26
折旧摊销	414.36	439.55	300.48	329.68	348.20
财务费用	101.43	85.53	90.91	68.97	13.83
投资损失	(11.06)	7.93	(26.21)	(51.61)	(51.61)
营运资金变动	(2,512.60)	(272.53)	(1,371.89)	3,490.76	(4,146.57)
其它	1,084.17	241.26	93.80	103.50	120.71
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,001.70</b>	<b>3,411.45</b>	<b>2,030.67</b>	<b>7,189.38</b>	<b>72.83</b>
资本支出	2,047.51	1,686.43	18.43	119.69	37.40
长期投资	133.68	627.48	0.00	0.00	0.00
其他	(3,763.79)	(4,052.55)	(52.22)	(148.08)	(35.78)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,582.61)</b>	<b>(1,738.64)</b>	<b>(33.79)</b>	<b>(28.39)</b>	<b>1.61</b>
债权融资	1,708.78	1,636.36	2,869.17	2,783.40	2,616.79
股权融资	46.32	(49.80)	(79.33)	(59.59)	(4.45)
其他	(2,363.70)	(2,312.29)	(1,645.74)	(2,878.55)	(2,792.79)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(608.60)</b>	<b>(725.73)</b>	<b>1,144.09</b>	<b>(154.73)</b>	<b>(180.44)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(189.51)</b>	<b>947.08</b>	<b>3,140.97</b>	<b>7,006.26</b>	<b>(106.00)</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>35,445.70</b>	<b>33,683.06</b>	<b>37,289.59</b>	<b>40,051.77</b>	<b>43,237.35</b>
营业成本	24,086.72	22,550.48	24,897.18	26,634.42	27,915.42
营业税金及附加	181.99	185.46	205.78	221.03	238.61
营业费用	5,797.24	5,970.61	6,339.23	6,848.85	7,998.91
管理费用	1,095.23	998.75	1,118.69	1,208.90	1,294.74
研发费用	1,072.94	926.73	1,044.11	1,145.25	1,212.19
财务费用	2.47	34.20	90.91	68.97	13.83
资产减值损失	3.73	(4.54)	18.99	17.30	8.87
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(15.01)	(27.53)	26.21	51.61	51.61
其他	(176.65)	(427.68)	(52.41)	(103.22)	(103.22)
<b>营业利润</b>	<b>3,397.04</b>	<b>3,476.58</b>	<b>3,600.92</b>	<b>3,958.66</b>	<b>4,606.40</b>
营业外收入	118.29	12.50	34.68	41.76	51.81
营业外支出	45.07	35.68	28.25	22.37	17.71
<b>利润总额</b>	<b>3,470.27</b>	<b>3,453.39</b>	<b>3,607.35</b>	<b>3,978.05</b>	<b>4,640.49</b>
所得税	544.86	543.67	569.96	626.47	731.52
<b>净利润</b>	<b>2,925.40</b>	<b>2,909.72</b>	<b>3,037.39</b>	<b>3,351.59</b>	<b>3,908.98</b>
少数股东损益	112.28	89.86	93.80	103.50	120.71
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2,813.12</b>	<b>2,819.86</b>	<b>2,943.59</b>	<b>3,248.09</b>	<b>3,788.26</b>
每股收益(元)	1.61	1.61	1.68	1.86	2.16

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	15.60%	-4.97%	10.71%	7.41%	7.95%
营业利润	16.75%	2.34%	3.58%	9.93%	16.36%
归属于母公司净利润	24.08%	0.24%	4.39%	10.34%	16.63%
<b>获利能力</b>					
毛利率	32.05%	33.05%	33.23%	33.50%	35.44%
净利率	7.94%	8.37%	7.89%	8.11%	8.76%
ROE	22.85%	19.29%	16.76%	15.61%	15.40%
ROIC	31.16%	25.51%	24.84%	24.09%	38.02%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	40.05%	37.28%	36.54%	33.92%	30.43%
净负债率	-5.39%	-10.29%	-19.05%	-48.96%	-41.69%
流动比率	1.64	1.70	2.04	2.27	2.65
速动比率	1.15	1.23	1.59	1.82	2.20
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	5.73	5.51	5.42	6.56	6.56
存货周转率	8.96	8.31	8.79	8.77	9.08
总资产周转率	1.74	1.48	1.41	1.31	1.25
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.61	1.61	1.68	1.86	2.16
每股经营现金流	1.14	1.95	1.16	4.11	0.04
每股净资产	7.03	8.36	10.04	11.89	14.06
<b>估值比率</b>					
市盈率	29.76	29.69	28.44	25.78	22.10
市净率	6.80	5.73	4.77	4.02	3.40
EV/EBITDA	8.98	10.12	20.10	16.79	14.72
EV/EBIT	9.83	11.22	21.74	18.16	15.83

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com