

2021年07月29日

医美业务引领公司发展新引擎，制药业务转型创新

华东医药(000963)

► 医美市场高速发展，公司产品线布局最受青睐的轻医美领域

国内医美市场处于高速发展阶段，轻医美项目无论是在价格上还是安全性上，都减轻了消费者心理压力，因此目前更受欢迎。根据 Frost&Sullivan 数据，轻医美项目（主要是注射、光电类项目）增速较快，2019 年市场规模约 600 亿元，预计到 2024 年将达到 1450 亿元，公司从 2013 年代理韩国伊婉玻尿酸切入医美领域，近年通过一系列收购和合作等方式，以 2018 年收购英国 Sinclair 为契机，进一步积极开拓医美业务，目前布局有玻尿酸、肉毒素、少女针、埋线、减肥笔以及光电医美器械，产品线聚焦当前最受青睐的轻医美项目。

► 医美重磅产品少女针销售在即，有望成为爆款

少女针是一款胶原蛋白刺激微球面部填充剂，具有“填充+修复”双重功效，适用于有“抗初老”诉求的消费者群体。少女针今年 4 月获批上市，预计下半年开始正式销售。目前国内获得 III 类医疗器械注册证书的胶原蛋白刺激微球类产品共有三家，分别是圣博玛和爱美容的童颜针，以及华东的少女针，与童颜针相比，少女针多了填充剂，注射后改善纹路即时效果明显，消费者体验感更好。III 类医疗器械医美产品从临床到获批上市需要 3-4 年时间，因此目前市场竞争格局良好，叠加少女针优异的效果，我们预测该产品有望快速放量。

► 制药业务推进创新转型

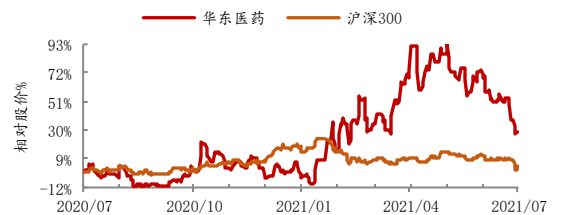
在制药业务布局上，公司聚焦专科、慢病用药领域，在深耕自身优势领域糖尿病治疗领域的同时，布局肿瘤、自身免疫和慢性肾病领域。公司与 ImmunoGen、MediBeacon、荃信生物等达成战略合作，获得多个创新产品的国际商业化权益，创新药管线得到快速丰富。在公司创新药布局中，利拉鲁肽减肥和糖尿病适应症有望于 2022 年上市；MIRV 为卵巢癌创新 ADC 药品，有望在 2022 年在美国获批，国内目前已启动临床 III 期；乌司奴单抗目前处于临床 III 期，有望成为该药品国内首个类似物药物；慢性肾病领域引进肾小球滤过率动态监测系统药械组合产品。

盈利预测

公司目前业务主要分为三个业务方向：制药工业、医美业务和医药商业。根据公司各业务发展情况，扣除营业收入分部间抵消

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	35.09
股票代码：	000963
52 周最高价/最低价：	53.94/23.91
总市值(亿)	614.01
自由流通市值(亿)	613.99
自由流通股数(百万)	1,749.76



分析师：崔文亮

邮箱：cuiwl@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110002

联系电话：

研究助理：支君

邮箱：zhijun@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

(2021-2023 年分部间抵消为 10.28、11.14、12.19 亿元)，预计 2021-2023 年，公司整体营业收入为 356.76、386.54、423.04 亿元，同比增长 5.92%、8.35%、9.44%，归母净利润为 29.71、35.02、43.29 亿元，同比增长 5.35%、17.88%、23.61%。2021-2023 年，对应 EPS 分别为 1.70、2.00、2.47 元，目前股价对应 PE 分别为 21、18、14 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

阿卡波糖、百令胶囊等药品销售不及预期，少女针等疫苗产品销售不及预期，药品及医美产品研发上市进度不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	35,446	33,683	35,676	38,654	42,304
YoY (%)	15.6%	-5.0%	5.9%	8.3%	9.4%
归母净利润(百万元)	2,813	2,820	2,971	3,502	4,329
YoY (%)	24.1%	0.2%	5.4%	17.9%	23.6%
毛利率 (%)	32.0%	33.1%	32.6%	32.7%	33.3%
每股收益 (元)	1.61	1.61	1.70	2.00	2.47
ROE	22.9%	19.3%	16.9%	16.6%	17.0%
市盈率	21.83	21.77	20.67	17.53	14.18

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 制药业务创新转型，医美业务引领公司发展新引擎.....	5
2. 公司医美产品布局最齐全，具备国际化实力.....	7
2.1. 医美市场高速发展，轻医美项目广受青睐.....	7
2.2. 公司医美产品线布局丰富.....	8
2.3. 医美业务具备国际化实力.....	18
3. 公司制药业务转型调整，积极推进创新布局.....	19
3.1. 核心产品面临压力，药品销售结构逐步调整.....	21
3.2. 合作研发+license-in，快速丰富创新药管线.....	22
4. 盈利预测.....	27
5. 风险提示.....	29

图表目录

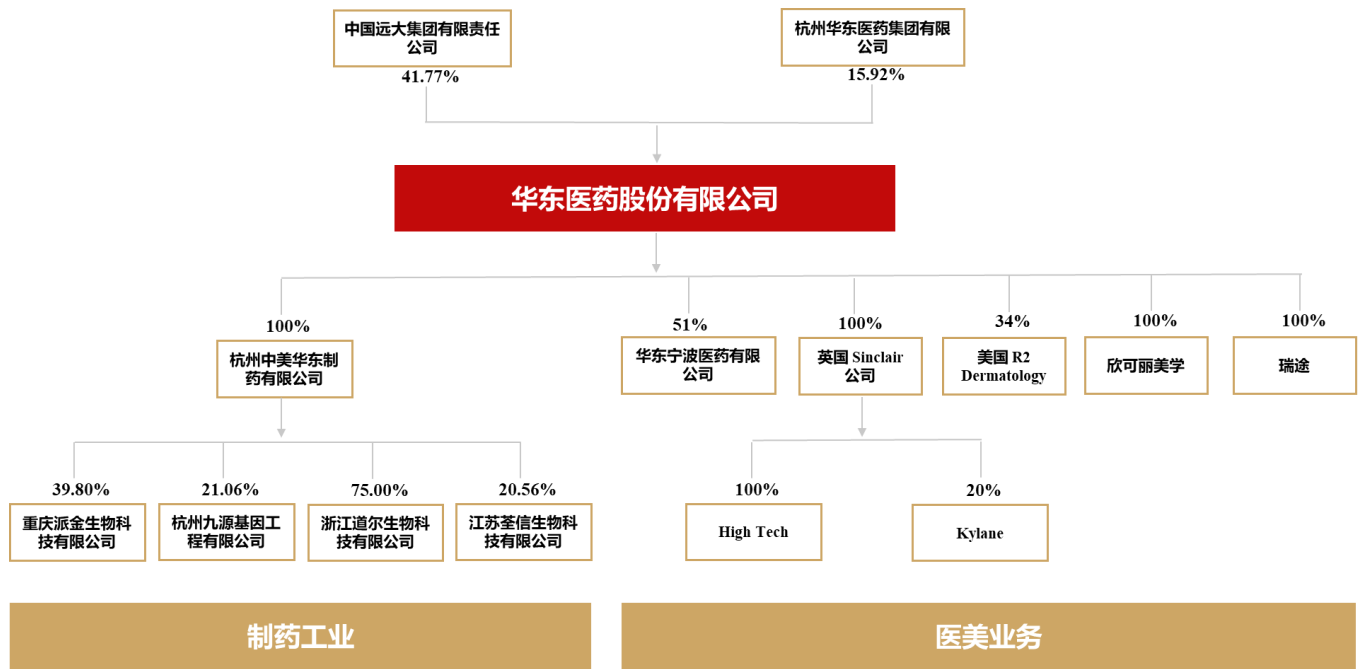
图 1	公司股权结构（仅列出主要业务平台）（截至 2021.07）	5
图 2	公司近年营业收入情况	6
图 3	公司近年归母净利润情况	6
图 4	公司近年毛利率和净利率情况	6
图 5	公司各板块营业收入占比情况（2020 年）	6
图 6	国内医美市场规模（亿元）	7
图 7	医疗美容项目分类	8
图 8	轻医美疗程数占比情况	8
图 9	公司医美产品上市时间线梳理	9
图 10	少女针作用原理	10
图 11	少女针作用效果	10
图 12	中国医疗美容玻尿酸市场规模	11
图 13	医美玻尿酸市场竞争格局（销售金额占比）	12
图 14	国内最受欢迎的医美玻尿酸品牌	12
图 15	MaiLi 玻尿酸与乔雅登对比	12
图 16	SILHOUSETTE 埋线面部解决方案	15
图 17	SILHOUSETTE 埋线数量方案	15
图 18	R2 三类产品构成了美白祛斑产品组合	17
图 19	医美业务全球商业化能力	19
图 20	中美华东近年营业收入情况	20
图 21	中美华东近年净利润情况	20
图 22	公司研发投入情况	20
图 23	公司研发人员情况	20
图 24	2019 年中美华东各治疗领域药品销售额占比	21
图 25	2020 年中美华东各治疗领域药品销售额占比	21
图 26	2019 年中美华东 TOP5 药品销售额占比情况	22
图 27	2020 年中美华东 TOP5 药品销售额占比情况	22
图 28	GLP-1 受体激动剂作用机制示意图	23
图 29	Kadcyla 销售情况	24
图 30	乌司奴单抗销售情况	26
图 31	Medi Beacon 肾小球滤过率动态监测系统	27
表 1	公司医美产品布局时间线	8
表 2	国内主流医美产品公司布局产品线对比	9
表 3	少女针与玻尿酸、童颜针对比	10
表 4	市面上的透明质酸钠填充剂销量 top4 的价格对比	12
表 5	目前已获批的肉毒毒素产品	14
表 6	国内注射用 A 型肉毒毒素临床审批进展	14
表 7	埋线与微创拉皮手术对比	14
表 8	国内利拉鲁肽减肥适应症在研情况	16
表 9	光电医美项目示例	16
表 10	High Tech 公司产品线	17
表 11	公司重点在研新药产品梳理	21
表 12	国内 GLP-1 受体激动剂上市情况	23
表 13	卵巢癌治疗手段及药物	25
表 14	公司营业收入分拆	28
表 15	可比公司估值表	28

1. 制药业务创新转型，医美业务引领公司发展新引擎

华东医药从 1993 年成立至今已近 30 年，经过多年发展，公司业务以医药工业为主、医药商业为辅，同时积极布局医美业务。成立以来到 2019 年，公司营业收入和归母净利润持续增长，2011-2020 年，十年间公司营业收入和归母净利润 CAGR 分别为 13.09% 和 24.89%。2020 年，受新冠疫情，以及大品种阿卡波糖集采失标的影响，公司营收同比下降 5%。公司积极应对经营压力和发展压力，在阿卡波糖集采失标的情况下拓展院外市场，实现了归母净利润小幅增长，增长率为 0.24%。2021 年 Q1，由于 2020 年 Q1 阿卡波糖集采尚未全面执行，以及公司英国子公司 Sinclair 向高德美公司转让产品区域经销权益获得净收益 3065 万英镑，大幅增厚公司当期整体收益，2021 年 Q1 内无该类事项发生，因此导致归属上市公司股东净利润同比下降。

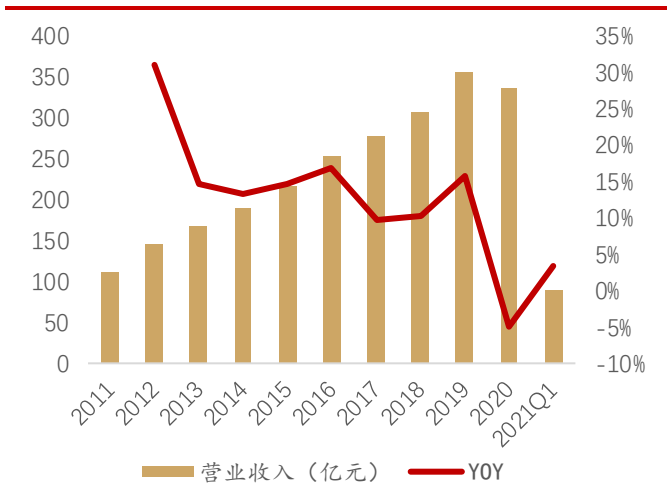
近年，公司坚定不移地大力推进制药业务研发创新转型和医美业务开拓发展，加强海外新药合作，加快医美国际化产业布局。2020 年公司医美业务收入约 10 亿元，随着今年公司重磅医美产品少女针获批上市及正式销售，以及布局在研产品的陆续获批上市，公司医美业务将迎来高速发展，是公司未来重点发展的核心业务领域之一。

图 1 公司股权结构（仅列出主要业务平台）（截至 2021.07）



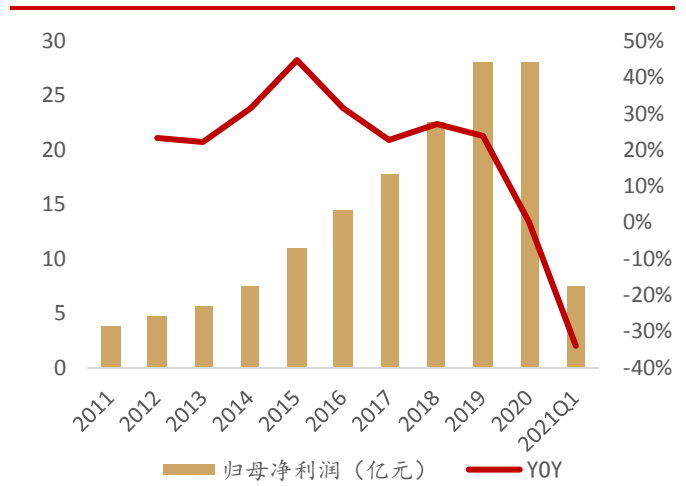
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图2 公司近年营业收入情况



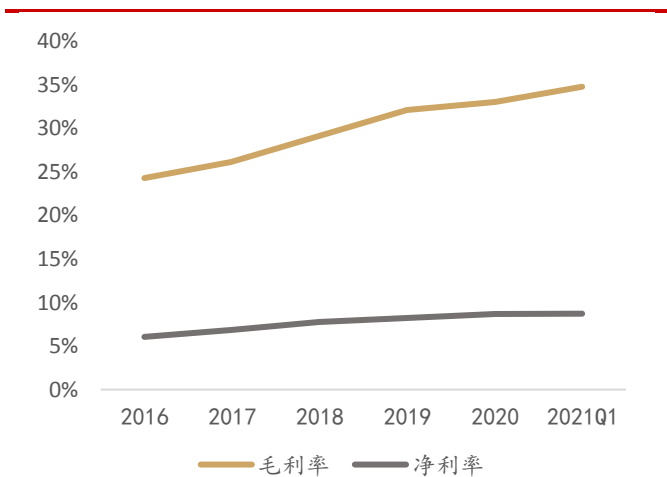
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图3 公司近年归母净利润情况



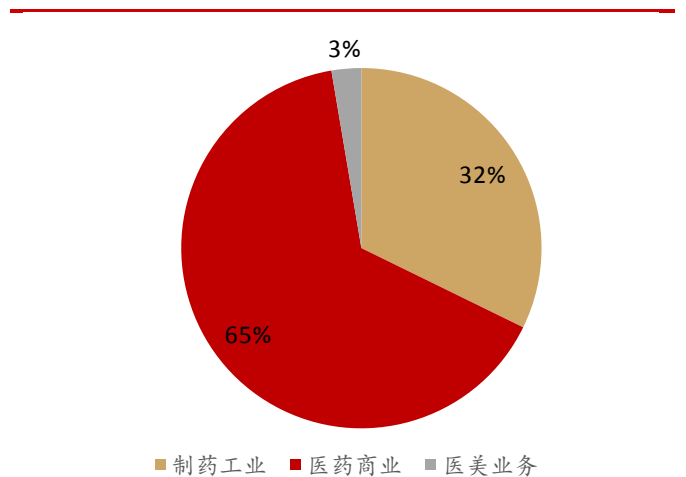
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图4 公司近年毛利率和净利率情况



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图5 公司各板块营业收入占比情况 (2020年)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

华东医药的医美业务，始于2013年其子公司华东宁波（控股51%）代理韩国LG的玻尿酸。近年来，公司在代理伊婉玻尿酸的同时，通过一系列收购和合作等方式，进一步积极开拓医美业务。

目前华东医药医美业务主要有三大平台，华东宁波主要是医美产品代理平台，英国Sinclair公司是公司全球化的医美运营平台，欣可丽美学和瑞途是公司2020年新设的国内医美产品运营平台。

（一）华东宁波：公司持有华东宁波51%股权。华东宁波从2013年起在国内代理伊婉玻尿酸。根据Frost&Sullivan，伊婉玻尿酸2018年销售额市占率为22.6%、销量排名第二，市占率为20.5%。华东宁波2019年营收为16.66亿元，净利润为1.92亿元，2020年受疫情影响，营收和净利润下滑，2020年营收为12.85亿元，净利润为1.23亿元。

(二) 英国 Sinclair 公司：2018 年，公司向上游延伸，全资并购英国 Sinclair。Sinclair 拥有一系列差异化、互补的医美产品技术，专注于胶原蛋白刺激微球技术。Sinclair 少女针产品已于 2021 年 4 月在国内获批上市。此外 Sinclair 还参股瑞士 Kylande，获得 MaiLi 产品相关权益，以及收购了西班牙 High Tech100%股权，获得冷冻溶脂和激光脱毛等医美器械产品。

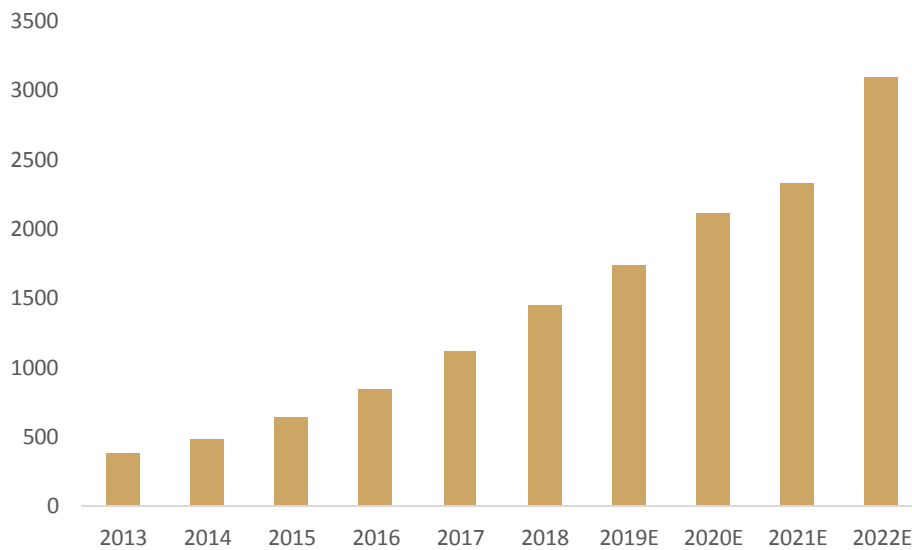
(三) 欣可丽美学和瑞途：2020 年，公司注册成立欣可丽美学（上海）医疗科技有限公司和瑞途（上海）医疗科技公司，持股比例均为 100%，作为国内医美产品上市后的运营平台。

2. 公司医美产品布局最齐全，具备国际化实力

2.1. 医美市场高速发展，轻医美项目广受青睐

随着轻医美的受欢迎度越来越高，特别是受社交媒体网红文化的影响，提升了消费者对于医美的认知和接受度，促进了医美消费快速增长。根据艾瑞咨询发布的数据显示，2018 年国内医美市场规模将为 1448 亿元，2013-2018 年 CAGR 为 30.81%，预计到 2022 年，市场规模将突破 3000 亿元，国内医美市场现处于高速发展阶段。

图 6 国内医美市场规模（亿元）

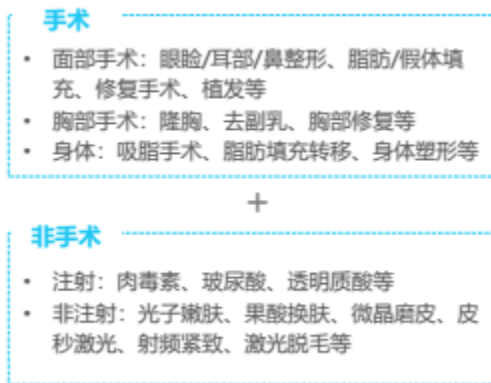


资料来源：艾瑞咨询，华西证券研究所

医美按照介入手段，可分为手术类和非手术类。手术类项目旨在从根本上改变面部、胸部以及身体其他部位外观；非手术类项目又称为轻医美、微整形，主要包括注射类项目和非注射项目。轻医美项目与手术类医美项目相比，具有创伤低、安全性高、恢复快等优点，减轻了消费者心理压力，因此目前广受青睐。根据新氧 APP 发布的《2019 医美行业白皮书》显示，2018 年中国医美治疗消费量为 2059 万次，其中轻医美治疗数在整个医美项目中占比近 70%，远超手术类医美项目。

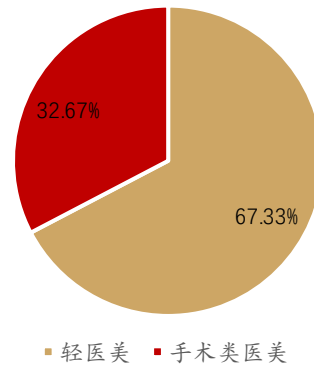
根据 Frost&Sullivan 数据，轻医美项目（主要是注射、光电类项目）增速较快，2019 年市场规模约 600 亿元，预计到 2024 年将达到 1450 亿元，2019-2024 年复合增长率达到 19.2%。

图 7 医疗美容项目分类



资料来源：艾瑞咨询，华西证券研究所

图 8 轻医美疗程数占比情况



资料来源：新氧 APP，华西证券研究所

2.2. 公司医美产品线布局丰富

公司目前布局医美行业上游产品端，医美产品均为当前最受欢迎的轻医美项目产品。公司医美产品线布局丰富，共有 6 大类产品，包括玻尿酸、肉毒素、少女针、埋线、利拉鲁肽减肥笔，以及光电医美器械。

表 1 公司医美产品布局时间线

时间	产品	模式	具体说明
2013 年	玻尿酸	代理产品	公司子公司华东宁波获得韩国 LG 公司伊婉玻尿酸国内独家代理权。
2018 年	少女针、埋线等	收购公司	公司收购英国公司 Sinclair，获得该公司全部医美管线，包括少女针、高端玻尿酸、埋线产品等。此外，Sinclair 持有瑞士 Kyllane 公司 20% 股权，根据协议，Sinclair 每年将向 Kyllane 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 Kyllane 公司在面部和身体填充剂领域两款重点研发产品的 IP（知识产权）及其全球权益，同时也将拥有 Kyllane 公司未来其他后续研发产品的优先谈判权。
2019 年	光电医美器械	代理产品	公司与美国 R2 公司达成合作协议。截至 2020 年 6 月，公司持有 R2 公司 26.60%，获得其 F1、F2 医疗器械及其未来改进型在中国大陆、日本、韩国等 34 个亚太国家的分销权。目前 R2 公司产品正在研发中还未获批上市。
	利拉鲁肽减肥笔	收购产品	公司获得九源基因利拉鲁肽开发技术（减肥适应症），当前利拉鲁肽减肥适应症已于 2020 年进入临床 III 期，预计 2022 年获批上市。
2020 年	代理	代理产品	公司与韩国 Jetema 公司达成合作，获得其 A 型肉毒素产品在中国大陆地区独家代理权。目前公司正在准备启动该产品在国内注册申报工作，预计 2021 年开展临床试验。
2021 年	光电医美器械	收购公司	公司全资子公司英国 Sinclair 收购西班牙能量源型医美器械公司 High Tech 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，已上市产品包括 Cooltech、Cooltech Define、Crystile 等冷冻溶脂及 Primelase、ElySION 等激光脱毛等系列产品。（未在国内上市）

资料来源：公司公告，华西证券研究所

我们认为，对于医美产品端公司而言，丰富的产品线是公司医美业务长久发展的核心。丰富的医美产品线可满足消费者多样化的需求，巩固公司在医美领域的行业地位，同时更可持续提升公司在医美领域中的竞争优势，保障医美业务收入和利润的持续增长。如下表所示，在目前国内主流医美公司中（产品端），公司医美产品线最齐全。

表 2 国内主流医美产品公司布局产品线对比

项目	华东医药	爱美客	华熙生物	昊海生科	四环医药
玻尿酸	√	√	√	√	√
肉毒素	√	√	√	√	√
胶原蛋白刺激微球	√	√			
埋线产品	√	√			
减肥产品	√	√			√
光电医美器械	√			√	

资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 9 公司医美产品上市时间线梳理



资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.2.1. 少女针：“填充+修复”双重功效，下半年正式销售

华东医药的少女针（ELLANSE）于2021年4月获得国内III类医疗器械注册证，预计今年下半年开始在国内销售。少女针是一款注射用聚己内酯微球面部填充剂，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。少

女针主要针对抗衰老需求，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，从而达到填补凹陷和改善纹路，产生自然、安全、持久的效果。

图 10 少女针作用原理

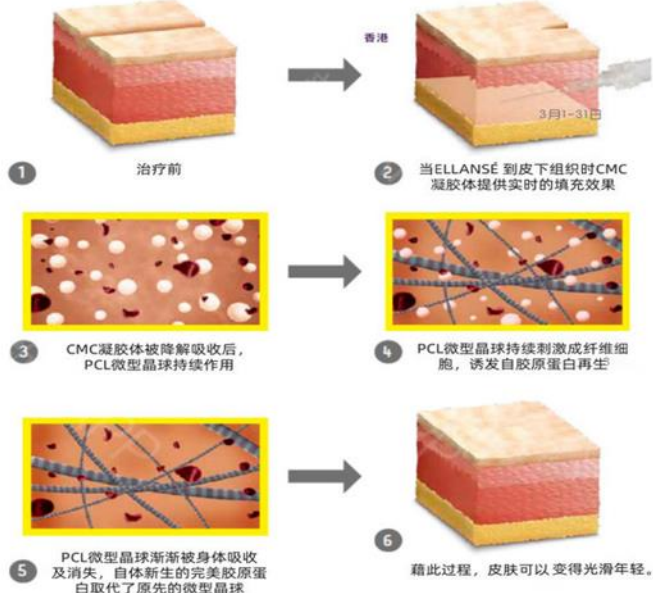


图 11 少女针作用效果



资料来源：新氧 APP，华西证券研究所

资料来源：公司官网，华西证券研究所

少女针 VS 玻尿酸：少女针与市场上其他玻尿酸的区别体现在，普通玻尿酸是修饰型填充，抚平人皮下皱纹，属于物理性填充，而少女针是修复型填充，可以立刻看到填充效果，胶原蛋白刺激微球又可以修复皮下胶原纤维，从而达到“填充+修复”双重功效。

少女针 VS 童颜针：少女针是填充剂+胶原蛋白刺激微球，注射后可即时起效。童颜针无填充剂，仅有胶原蛋白刺激作用，起效需要 2 个月时间。因此，从消费者使用直接感受效果来看，少女针优于童颜针。

获得国内 III 类医疗器械注册证的胶原蛋白刺激微球产品有长春圣博玛和爱美容的童颜针，以及华东医药的少女针，除此之外，其他同类在研产品还处于早期。胶原蛋白刺激微球类产品从临床到获批上市需要 3-4 年时间，因此目前市场竞争格局良好，叠加少女针优异的效果，我们认为该产品有望快速放量。

表 3 少女针与玻尿酸、童颜针对比

产品	少女针	童颜针	玻尿酸
产品成分	30%聚己内酯 (PCL) 微球和 70%PBS-生物降解材料(CMC)凝胶体	聚左旋乳酸 (PLLA)	玻尿酸
即时填充效果	有	无	有
维持时间	1-4 年	约 2 年	3-12 月

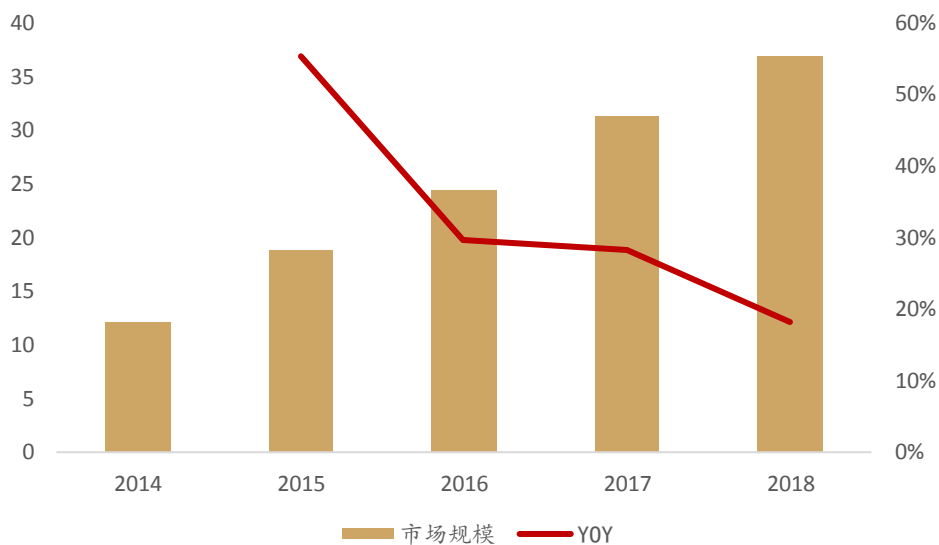
资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.2.2. 玻尿酸：伊婉+MaiLi，锁定玻尿酸中高端市场

玻尿酸在人体皮肤中天然存在，是表皮及真皮的主要基质成分之一，起到吸收水分、保持湿润的作用，使皮肤柔嫩、光滑并具有弹性，防止皮肤衰老或产生皱纹。同时，透明质酸还具有促进营养成分吸收、预防修复皮肤损伤以及改善皮肤新陈代谢的作用。然而，人体皮肤中的透明质酸会随着年龄的增长而流失，导致皮肤保湿能力下降，失去弹性与光泽，并出现皱纹等衰老现象。

玻尿酸是入门级医美产品，对于消费者而言，注射玻尿酸具有安全性高、价格实惠、效果显著等多重优势，因此广受医美消费者青睐。根据Frost&Sullivan发布的数据显示，2018年中国医疗美容玻尿酸市场规模为37亿元，预计在2024年有望达到120亿元。

图 12 中国医疗美容玻尿酸市场规模

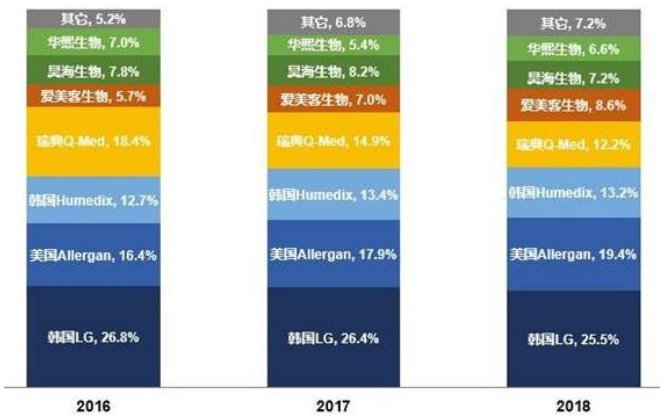


资料来源：Frost&Sullivan，华西证券研究所

公司目前在国内玻尿酸产品有**伊婉**（国内已上市）和**MaiLi**（国内在研，欧盟上市）。

伊婉是公司代理的韩国LG玻尿酸产品，属于中端玻尿酸。根据Frost&Sullivan发布的数据显示，伊婉玻尿酸市占率第一。此外，根据更美APP显示，伊婉是国内销售者满意度最高和医生最喜爱的玻尿酸品牌。

图 13 医美玻尿酸市场竞争格局（销售金额占比）



资料来源：Frost&Sullivan，华西证券研究所

图 14 国内最受欢迎的医美玻尿酸品牌



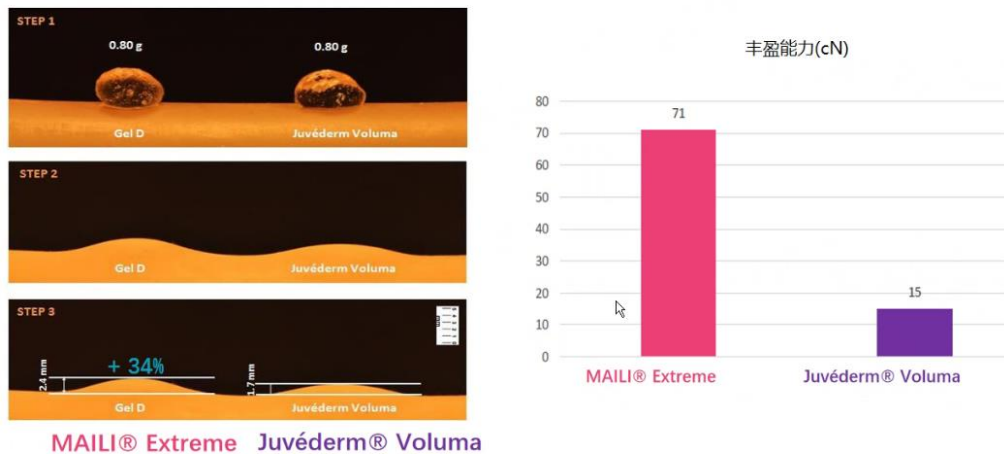
资料来源：更美 APP，华西证券研究所

MaiLi 是 Sinclair 参股公司 Kylane 在研产品，属于高端玻尿酸。与艾尔建的乔雅登相对比，MaiLi 采用专利尖端技术和工艺，在与乔雅登采用同样的注射用量时，MaiLi 可获得更出色的丰盈能力，提供持久卓越的体积填充效果。MaiLi 玻尿酸目前已在欧盟获批，现正在国内开展注册申报工作，预计有望 2024 年在国内上市。

公司在玻尿酸领域中，以伊婉锁定中端市场，以 MaiLi 进击高端市场，组合拳出击未来有望抢占更多玻尿酸市场份额。

图 15 MaiLi 玻尿酸与乔雅登对比

出色的丰盈能力，以更少的注射用量获得更自然的效果



Source: Gavard Mollard et al, Plast Aesthet Res, 2018 Bon Bétemps et al, Plast Aesthet Res, 2018

资料来源：公司官网，华西证券研究所

表 4 市面上的透明质酸钠填充剂销量 top4 的价格对比

公司	国家/地区	上市时间	品牌	细分规格	维持时间	成分及定位	终端价（元/每支）
爱美客	中国	2009\2016	逸美\逸美一加	无	1-2 年	非交联 HA 和羟丙基甲基纤维素的复合产品	2000~4000元/ml ; 3800-6800元/ml

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

		2012	宝尼达	无	5-10 年	透明质酸、微球等	6400~11000/元 /0.5ml
		2015	爱芙莱	中/小分子	6 个月左右	修饰透明质酸钠； 盐酸利多卡因	1000~3000/元/ml
		2016	嗨体	无	6-12 个月	透明质酸、氨基 酸、肌肽、维生素	7000~9800/元 /2.5ml
		2019	爱美飞	无	8-10 个月	交联透明质酸	
华熙生物	中国	2012	润百颜白紫	中分子	6 个月左右	注射用修饰透明质 酸凝胶	500~1000/元/ml
		2012	润百颜黑金	大分子	6-12 个月	高纯度透明质酸	480~2800/元/ml
		2018	润致	大分子	8-12 个月	双相玻尿酸	2500~4000/元/ml
		2019	TWINHA 水光	无	1-3 个月	微分子透明质酸	980~1980/元/次
昊海生科	中国	2013	海薇	无	6-12 个月	注射用透明质酸钠	300~1500/元/ml
		2017	娇兰	小分子	3-6 个月	双相小分子玻尿酸	3000~4000/元/ml
LG Life	韩国	2013	伊婉 classics	中分子	6-9 个月	双相玻尿酸	2000~2800/元/ml
		2014	伊婉 volumns	大分子	8-12 个月	双相玻尿酸	1800~3800/元/ml
		2015	伊婉 classic plus	中分子	6-9 个月	双相玻尿酸/含麻	2000~5000/元/ml
		2016	伊婉 volumn plus	大分子	8-12 个月	双相玻尿酸/含麻	3000~6000/元/ml

资料来源：新氧 APP，华西证券研究所

2.2.3. 肉毒素：合作代理，获得轻医美领域重磅产品

肉毒素是肉毒杆菌毒素的俗称，是革兰染色阳性厌氧芽胞肉毒杆菌在繁殖过程中产生的一种外毒素，具有较强的神经毒性。肉毒素在体内可以干扰乙酰胆碱从运动神经末梢的释放，阻断神经和肌肉之间的信息传导，使肌肉纤维不能收缩。

在医美行业中，肉毒素的主要应用是肌肉痉挛和除皱，注射效果维持时间一般为 3~12 个月，在皱纹复发和肌肉增大后可再次注射。肉毒素拥有 8 个亚型，目前医美行业中广泛使用的是 A 型可注射型肉毒素。

根据国际美容整形外科学会（ISAPS）统计，2015 年，肉毒素全球市场规模为 28.50 亿美元，2005-2015 年 CAGR 为 11.43%，据此推算，预测到 2020 年，全球肉毒素市场规模将达到约 44.10 亿美元。根据四环医药公司公告发布的相关数据显示，2019 年我国肉毒素市场规模为 40 亿元，预计到 2025 年规模将超过 100 亿元。

目前国内合法获批的肉毒素产品较少，长期以来，我国肉毒素合规产品仅有进口艾尔建的“保妥适”和国产兰州所的“衡力”。2020 年，益普生的“吉适”和 Hugel 的“乐提薄”相继在国内获批，有效补充了市场上肉毒素合规产品供给缺口。此外，根据米内网数据库，目前国内处于申报中的肉毒素还有 5 家，具体见下表所示。中国医疗美容肉毒素市场规模较大、增速快，肉毒素产品本身具有重复消费性。肉毒素一般来说，维持时间在 3~12 个月不等，因此产品具有复购率高、重复消费次数多等特点，从而使得对产品的需求不断产生。随着国内合规市场肉毒产品不断丰富，不合规肉毒素产品市场的份额将进一步下降，合规肉毒素产品的市场将迎来高速发展。

2020 年，公司与韩国 Jetema 公司达成合作，获得其 A 型肉毒素产品在中国大陆

地区独家代理权。Jetema 是一家韩国上市公司，主要经营医美类产品和器械。Jetema 开发的肉毒素拥有符合全球标准的原始菌株，包括 A 型、B 型和 E 型肉毒素，生产工艺优良。Jetema 公司的肉毒素产品生产工厂已于 2018 年建立，年产量约为 400 万瓶，预计将于 2023 或 2024 年获得 cGMP 认可。目前公司正在准备启动肉毒素产品在国内注册申报工作，将于今年开展临床试验，预计 2024 年在国内获批上市。

表 5 目前已获批的肉毒毒素产品

类别	公司名	首批时间	产品通用名	商品名
进口	Allergan 艾尔建	2009.4	注射用 A 型肉毒毒素	保妥适 (Botox)
	Ipsen 益普生 (高德美代理)	2020.6	注射用 A 型肉毒毒素	吉适 (Dysport)
	Hugel (四环药业代理)	2020.10	注射用 A 型肉毒毒素	乐提薄 (Letybo)
国产	兰州生物	2012.6	注射用 A 型肉毒毒素	衡力

资料来源：NMPA，华西证券研究所

表 6 国内注射用 A 型肉毒毒素临床审批进展

生产企业	代理企业	产地	阶段
Huons	爱美容	韩国	临床中
Revance	复星医药	美国	临床中
Medytox	华熙生物	韩国	申报上市
大熊制药	大熊制药 (北京)	韩国	完成临床 III 试验
Merz	精鼎医药	德国	完成临床 III 试验

资料来源：米内网，华西证券研究所

2.2.4. 埋线：首个获得 FDA 批准的可吸收埋线产品

埋线提升又叫做“线雕”，是将可吸收线植入到皮下脂肪的浅层及深层，对皮肤进行提拉，从而达到面部年轻化的治疗效果。在各类微创面部提升术中，除埋线外还有微创拉皮术。与微创拉皮术相比，埋线提升术即刻效果明显，恢复时间短，植入材料能被人体代谢为二氧化碳和水，安全性高，同时还可与肉毒素、玻尿酸配合使用，加强年轻化效果，因此受到医美消费者青睐。

表 7 埋线与微创拉皮手术对比

项目	埋线	微创拉皮
植入材料是否可吸收	可吸收	不可吸收
价格 (元/次)	10000~25000	20000~40000
治疗时长	0.5~1h	1.5~2h
是否需要住院	否	是
维持时间	2~3 年	5~10 年
恢复时间	1~3 个月	3~6 个月

资料来源：新氧，华西证券研究所

Sinclair 公司研发的 SILHOUSETTE 是一种革命性的 3D 锥形悬挂缝合线，其 3D 锥形技术可立即固定皮下组织，达到面部提升效果，同时生物可吸收的 PLLA/PLGA 悬挂缝合线可刺激胶原蛋白再生。SILHOUSETTE 与专家进行合作，制定实现最佳治疗效果所需埋线数量，从而确保消费者对疗效的满意度。如图所示，SILHOUSETTE 针对面部

中部、面部下部、全脸、全脸及颈部，提供 4 种四种埋线提拉方案。

图 16 SILHOUETTE 埋线面部解决方案



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 17 SILHOUETTE 埋线数量方案



资料来源：公司官网，华西证券研究所

2.2.5. 减肥笔：有望成为国内首个获批的利拉鲁肽减肥笔

脂肪堆积不仅影响外观，对人体健康也受到威胁，因此塑形美容越来越受到欢迎。根据《柳叶刀》调查显示，截止 2016 年，中国的肥胖人口位居世界首位，拥有近 9000 万肥胖人口，位列全球首位。根据艾尔建在全球 27 个国家和地区开展的一项消费者调研，在身体脂肪、面部皱纹、体毛旺盛、黑眼圈、老年斑或日晒斑这些容貌问题中，消费者对于身体脂肪的关注度最高达 79.1%。

目前世界卫生组织统一规定使用身体质量指数（BMI）为衡量肥胖以及超重的标准，BMI 通常用于对成人进行超重和肥胖分类，其定义为按公斤计算的体重除以按米计算的身高的平方。BMI 等于或大于 25 时为超重，BMI 等于或大于 30 时为肥胖。

利拉鲁肽原本获批用于糖尿病治疗，鉴于利拉鲁肽具有降低体重的效果，2014 年 12 月 FDA 将该药物的治疗领域扩大到肥胖症领域，宣布批准更高剂量的利拉鲁肽（商品名 Saxenda）用于慢性体重管理。该药物被批准用于体重指数（BMI）超过 30 的成年人或 BMI 超过 27 且至少有一种体重相关疾病（如高血压、II 型糖尿病或胆固醇升高）的成年人。但在国内，目前利拉鲁肽尚未获批减肥适应症。

诺和诺德利拉鲁肽减肥适应症产品 Saxenda 在 2020 年全球销售额约 9 亿美元，而且目前国内只有奥利司他属于唯一的一款获批的合规减肥药，同类市场竞争药品较少，因此一旦利拉鲁肽减肥适应症推向市场，结合中美华东的营销推广能力，有望实现不错的销售业绩。

公司利拉鲁肽产品技术购买于源杭州九源基因工程有限公司，于 2017 年 8 月获得

利拉鲁肽开发技术（糖尿病适应症），2019年5月获得利拉鲁肽开发技术（减肥适应症）。当前，公司利拉鲁肽糖尿病适应症和减肥适应症均已进入临床 III 期。根据米内网数据库，目前正在进行利拉鲁肽减肥适应症临床试验的仅万邦生化和九源基因。爱美客利拉鲁肽于2020年11月获批临床，根据CDE规定，利拉鲁肽应首先用于成人 II 型糖尿病患者控制血糖，在此基础上再进行原研品国外已有但国内尚未获批新适应症（减重）的临床开发，只有本品与原研品的相似性被认可的情况下，新适应症才能被接受。目前，万邦生化利拉鲁肽减肥适应临床尚未开始招募，而九源基因临床 III 期试验受试者已于2020年7月开始入组。因此，公司利拉鲁肽减肥适应症有望在国内首家获批，预计有望2022年获批上市。根据Cortellis专利信息显示，原研诺和诺德利拉鲁肽在国内的专利已于2017年到期。

表 8 国内利拉鲁肽减肥适应症在研情况

公司	目前进度	开始时间
九源基因	临床 III 期	2020-06
万邦生化	临床 III 期	2020-08
爱美客	获批临床	2020-11

资料来源：NMPA，华西证券研究所

2.2.6. 光电器械：布局轻医美中的重要赛道

光电器械医美项目是指应用光电医美器械作用于皮肤，从而达到美白、祛斑、祛痘、提升、溶脂和脱毛等目的。光电医美器械按照不同工作原理，主要分为激光类和射频类。光电医美由于操作治疗时间短、可选择治疗范围广、无创安全性高、效果明显、大部分项目价格相对亲民，因此广受消费者喜爱。根据 Evaluate MedTech 发布报告数据显示，预计2024年全球的医美器械市场将达到343亿美元，2017-2024年CAGR为6.5%。按照6.5%同比增速，预计2025年全球医美器械市场规模将为365亿美元。

表 9 光电医美项目示例

项目	酷塑	王者之冠	超级冰点脱毛
厂家	艾尔建	美国科医人	以色列飞顿
治疗作用	冷冻溶脂	祛斑嫩肤	脱毛
治疗时间 min	60 min	20~30min	10~20min
价格（终端）元/次	6000~12000 元/部位/次	580~2000 元/次	约 2000 元/次
仪器照片			

资料来源：新氧，华西证券研究所

公司在光电医美器械方向有两个布局，一是参股美国 R2 公司，二是通过全资子公司 Sinclair 收购西班牙 High Tech 公司 100% 股权。

■ 美国 R2 公司：生活美容仪器 F0 今年上市

美国 R2 公司成立于 2014 年，位于加利福尼亚州的圣拉蒙。R2 的科研团队曾经的创业成果 Glacial（冷冻祛斑技术）卖给艾尔建，彰显出公司在光电医美器械中的研发实力。

2019 年公司与美国 R2 公司达成合作协议，并后续增资，目前华东医药持股 R2 公司股权为 26.6%，获得其 F1、F2 医疗器械及其未来改进型在中国大陆、日本、韩国等 34 个亚太国家的分销权。

图 18 R2 三类产品构成了美白祛斑产品组合



资料来源：公司官网，华西证券研究所

目前 R2 的美白祛斑产品组合主要分为三类：(1) F0 亮白焕肤，非医疗器械产品，应用于高端美容院、SPA、皮肤管理中心等美容中心和私立医院或诊所等医学美容机构，预计 2021 年可以在国内上市，进行推广；(2) F1 冷冻祛斑，属于医疗器械产品，应用于公立医院、私立医院、诊所等医学美容中心，需要进行常规的注册，预计注册时间为 3~5 年；(3) F2 全身喷雾美白，属于医疗器械产品，应用于公立医院、私立医院、诊所等医学美容中，需要进行常规的注册，预计注册时间为 3~5 年。

■ 西班牙 High Tech 公司：冷冻溶脂产品值得期待

2021 年 2 月，公司全资子公司英国 Sinclair 以 6500 万欧元股权对价款及最高不超过 2000 万欧元里程碑付款，收购 Cocoon 公司持有的西班牙能量源型医美器械公司 High Tech 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，已上市主要产品包括 Cooltech、Cooltech Define、Crystile 等冷冻溶脂及 Primelase、Elyson 等激光脱毛等系列产品。同时公司正在开发新一代冷冻溶脂及激光能量源设备，预计 2021-2024 年内将在全球范围内陆续上市。

表 10 High Tech 公司产品线

状态	功能	产品
已上市	减脂	Cooltech
		Cooltech Define
		Crystile
	脱毛	Primelase
		Elyson
在研中	减脂 紧肤 塑形	Define2.0
		Define3.0

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

		Primelase Pro
	脱毛 皮肤年轻化	Titannia
	紧肤 塑形	Primelase

资料来源：公司公告，华西证券研究所

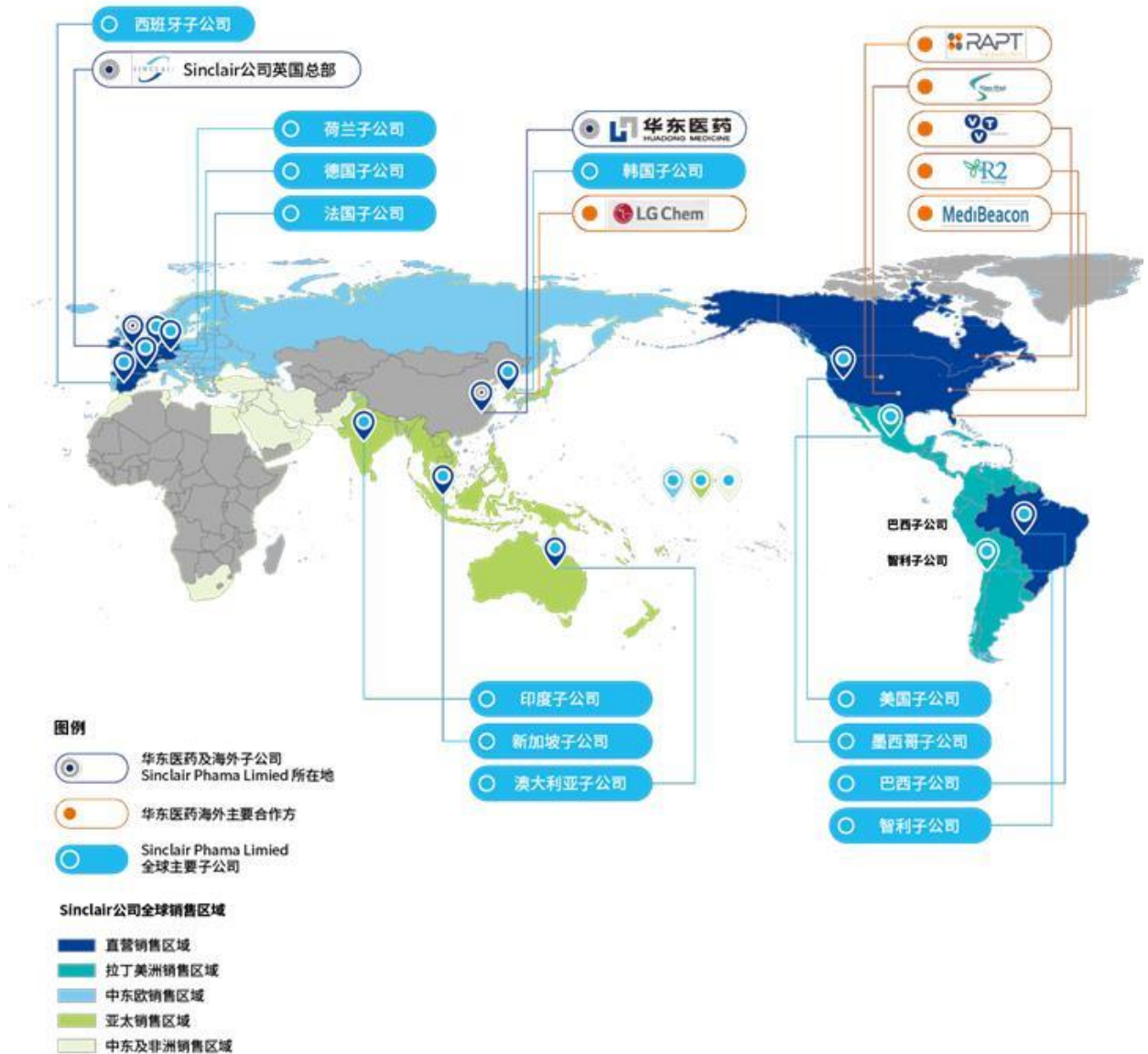
根据德勤和美团联合发布《2021 身体塑形市场行业发展白皮书》显示，2020 年国内塑形市场规模约 105 亿元。塑形手段分为入侵式和非入侵式，虽然目前手术塑形是当前主流，但是随着非侵入性技术的引入，特别是冷冻溶脂和超声溶脂这两类非入侵式项目的推广应用，正快速推动身体塑形细分市场快速扩容。目前在国内获得 NMPA 批准的非入侵式塑形产品有艾尔建公司的酷塑（冷冻溶脂）和赛诺龙公司的优立塑（超声溶脂）。High Tech 公司拥有冷冻溶脂产品，目前公司正将该产品引进到国内市场，根据《柳叶刀》调查显示，截止 2016 年我国肥胖人口约 9000 万，居全球首位，因此冷冻溶脂产品市场空间广阔，公司冷冻溶脂产品未来市场潜力值得期待。

2.3. 医美业务具备国际化实力

公司积极在全球范围内引进医美领域高科技新产品、新技术，通收购海外医美公司，逐步搭建起全球化医美平台，实现了医美销售网络全球布局。目前华东医药的全球医美业务以英国 Sinclair 为主要业务平台，目前在全球各地有生产、运营、销售中心，包括在美国/加拿大、巴西、韩国、新加坡、俄罗斯、西班牙等销售团队。基于海外医美平台，公司医美业务具备国际化实力。

公司目前医美业务采用“全球化运营布局，双循环经营发展”策略，先通过引进国外先进产品进入国内市场，稳步快速开拓国内市场。公司国内医美业务带来的利润，将进一步推动公司医美业务对国际化优质产品的布局，从而形成国内外双循环互相促进发展的新格局。

图 19 医美业务全球商业化能力
公司全球业务合作方及医美产业国际布局图



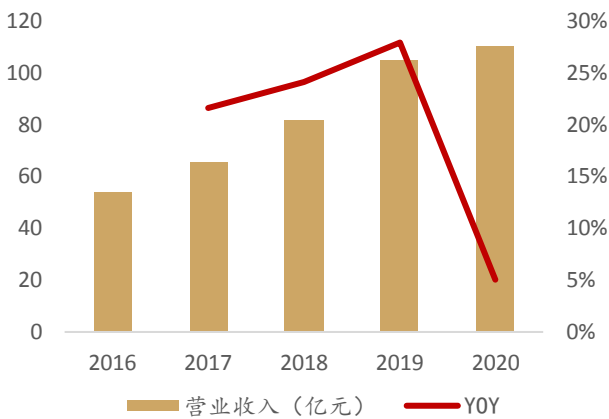
资料来源：公司公告，华西证券研究所

3. 公司制药业务转型调整，积极推进创新布局

目前公司业务主要分为制药工业、医美和医药商业，其中制药业务是公司利润的主要来源，贡献占比 80% 以上，中美华东子公司是公司制药业务的核心平台。

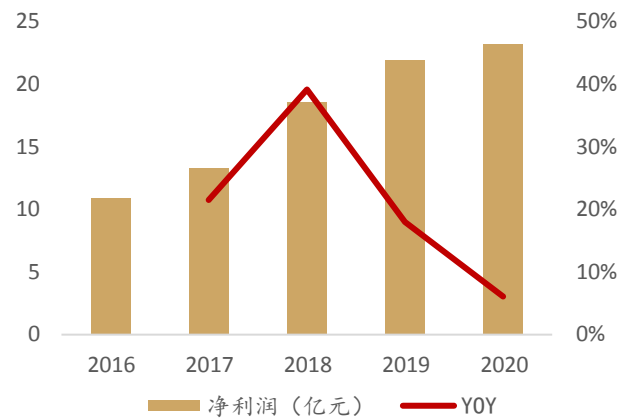
2020 年受新冠疫情影响，以及大品种阿卡波糖集采失标的影响，中美华东营业收入和净利润增速大幅下滑。根据米内网城市公立医院数据库显示，2020 年公司阿卡波糖公立医院收入下滑 60%。但公司积极应对政策变化，开拓阿卡波糖院外渠道销售，以及加强推进糖尿病二线产品、免疫类产品的销售，中美华东整体营收和净利润并未下滑，维持个位数增长，营收和净利润同比增长分别为 5% 和 6%。

图 20 中美华东近年营业收入情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

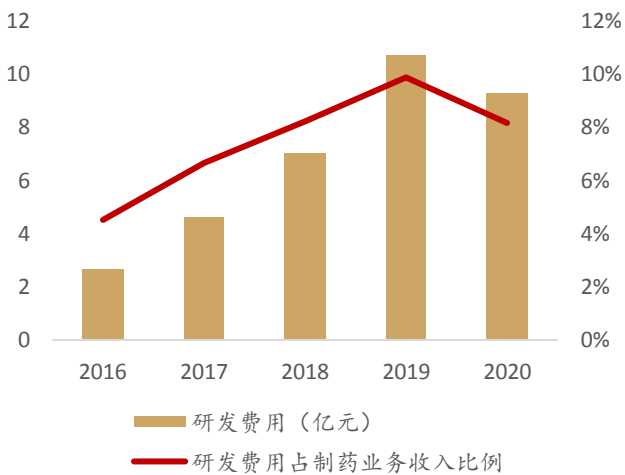
图 21 中美华东近年净利润情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

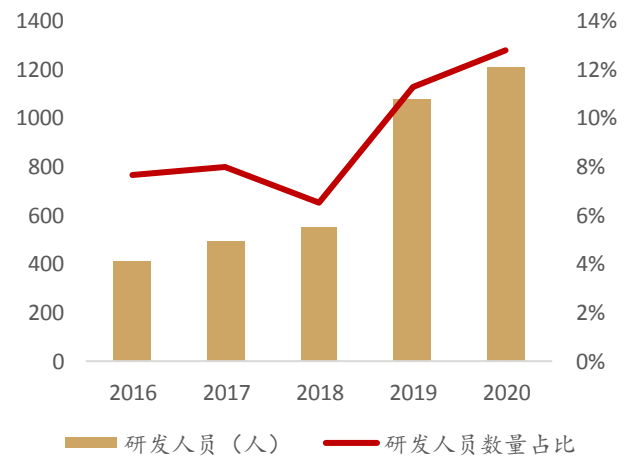
近年来，带量采购政策以及医保谈判等药品政策使得公司制药业务备受压力，但公司积极应对经营压力和发展压力，持续加大研发投入，逐步推进制药业务创新发展，不断丰富创新药研发管线布局。2016-2020年，公司每年研发投入从不到3亿元，增长至10亿元左右。2020年，公司研发费用虽较2019年略有下降，但公司外部新药技术及权益引进等研发支出5.25亿元，较2019年增长94.10%，因此2020年公司整体研发投入持续增长。与此同时，公司研发人员数量也大幅提升，2020年公司研发人员为1200多人，研发人员占比近13%。

图 22 公司研发投入情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 23 公司研发人员情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司通过自主研发、合作研发、产品授权引进 (License-in) 等方式相结合，在深耕自身优势领域糖尿病治疗药品领域的同时，布局肿瘤、自身免疫和慢性肾病领域，与 ImmunoGen、MediBeacon、荃信生物等达成战略合作，并且跟踪国际上最新的药物作用机制和靶点，引进 ADC 药物、双抗、乌司奴单抗等研发产品，创新药管线得到了快速丰富。

表 11 公司重点在研新药产品梳理

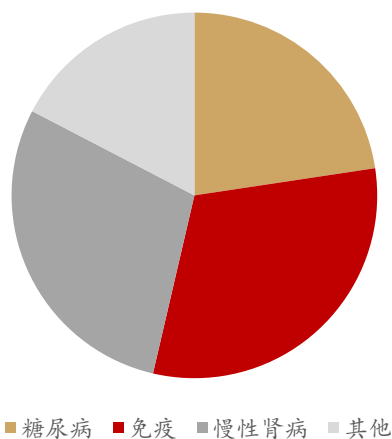
治疗领域	在研产品	目前进展	合作方
糖尿病	利拉鲁肽	糖尿病适应症：临床 III 期 减肥适应症：临床 III 期	杭州九源基因
	索马鲁肽（注射剂）	临床前	重庆派金生物
	索马鲁肽（口服）	临床 II 期	美国 vTv 公司
	SCO-094	临床 I 期（日本）	日本 SCOHIA 公司
肿瘤	ADC 药物 MIRV	临床 III 期	美国 ImmunoGen 公司
	迈华替尼	临床 II/III 期	NA
自身免疫疾病	QX001S（乌司奴单抗）	临床 III 期	江苏荃信生物
	PRV-3279	临床 I 期（美国）	美国 Provention Bio 公司
慢性肾病	MB102	获批临床	美国 MediBeacon 公司

资料来源：公司公告，华西证券研究所

3.1. 核心产品面临压力，药品销售结构逐步调整

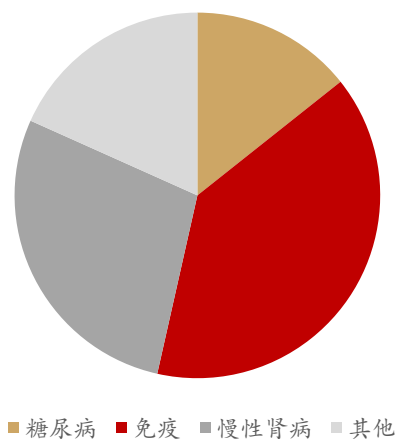
根据米内网城市公立医院数据库，中美华东公司销售额 TOP5 药品分别为百令胶囊、阿卡波糖、泮托拉唑、他克莫司和吗替麦考酚酯。由于阿卡波糖在集采中失标，2020 年 2019 年相比，公司药品销售结构发生明显变化，糖尿病领域药品销售额占比下降，免疫疾病领域药品占比提升。泮托拉唑注射剂在今年年初第四批国家集中带量采购中中标，由于价格降幅超过 90%，预计 2021 年泮托拉唑销售额占比会大幅下降，同时百令胶囊在医保谈判中降价 30%，预计未来销售额占比也将会出现变动。此外，公司利拉鲁肽预计 2022 年获批，包括减肥和糖尿病适应症，我们看好公司好利拉鲁肽放量增长。同时公司正逐步丰富创新药管线，未来药品销售将逐步调整，不再过度依赖大单品，公司药品销售结构将更具活力。

图 24 2019 年中美华东各治疗领域药品销售额占比



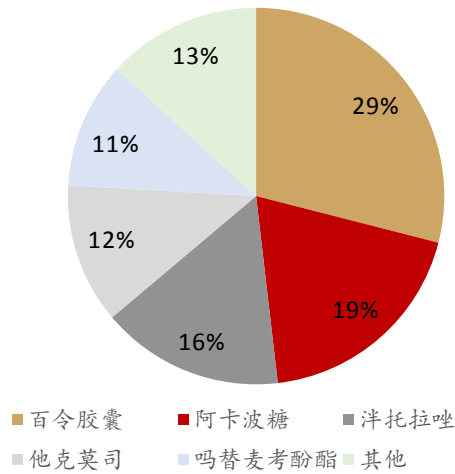
资料来源：米内网，华西证券研究所

图 25 2020 年中美华东各治疗领域药品销售额占比



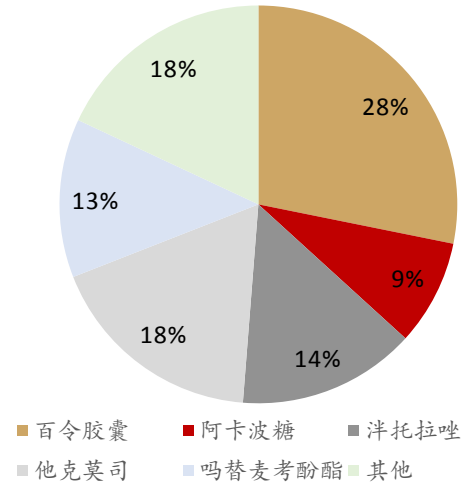
资料来源：米内网，华西证券研究所

图 26 2019 年中美华东 TOP5 药品销售额占比情况



资料来源：米内网，华西证券研究所

图 27 2020 年中美华东 TOP5 药品销售额占比情况



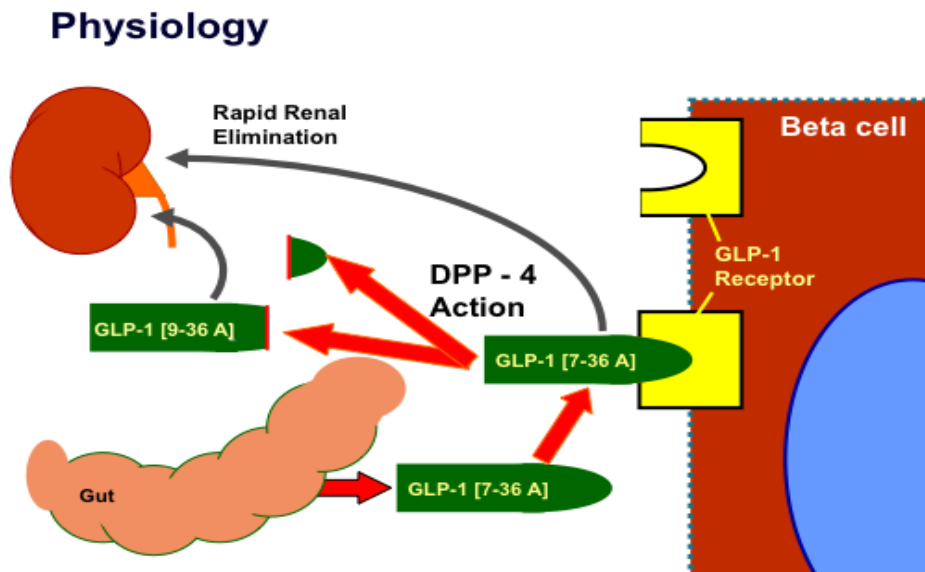
资料来源：米内网，华西证券研究所

3.2. 合作研发+license-in，快速丰富创新药管线

3.2.1. 糖尿病：重点布局 GLP-1 受体激动剂

GLP-1 受体激动剂药物通过激动 GLP-1 受体而发挥降低血糖的作用。GLP-1 受体激动剂根据药物作用时长分为短效（日/次）和长效（周/次）两种，根据剂型分为注射剂和口服两种。目前国内共有 8 款 GLP-1 受体激动剂药物获批上市，均为注射剂。公司在 GLP-1 受体激动剂药物布局有利拉鲁肽（注射液）、索马鲁肽（注射液和口服制剂）。

图 28 GLP-1 受体激动剂作用机制示意图



资料来源：Medscape Education, 华西证券研究所

表 12 国内 GLP-1 受体激动剂上市情况

类别	药品	获批时间	公司	进入国家医保时间
短效	利拉鲁肽	2016-05	诺和诺德	2017
	艾塞那肽	2018-12	阿斯利康	2019
	利司那肽	2017-09	赛诺菲	2019
	贝那鲁肽	2016-12	仁会生物	2020
长效	艾塞那肽微球	2017-12	阿斯利康	未进入
	度拉糖肽	2019-02	礼来	2020
	洛塞那肽	2019-05	江苏豪森	2020
	索马鲁肽	2021-04	诺和诺德	未进入

资料来源：NMPA, 华西证券研究所

公司利拉鲁肽产品技术购买于源杭州九源基因工程有限公司，于 2017 年 8 月获得利拉鲁肽新药技术，2019 年 5 月获得利拉鲁肽新药技术（减肥适应症）。目前，公司利拉鲁肽糖尿病适应症和减肥适应症均已进入临床 III 期，预计 2022 年获批上市。在减肥适应症上，奥利司他是国内目前的减肥非处方药，公司已有该品种，未来随着利拉鲁肽减肥适应症获批，可与奥利司他形成协同效应。同时，公司也与布局长效 GLP-1 受体激动剂——索马鲁肽（注射液），与重庆派金生物就其在研的索马鲁肽产品的合作开发及商业化正式签署协议，预计将在 2021 年启动索马鲁肽临床申报工作。此外，2017 年公司从美国 vTv 公司引进的 TTP273（索马鲁肽口服制剂），已完成了新处方升级改进工作，2020 年下半年在中国大陆、中国台湾多中心临床试验开展 II 期多中心临床试验。

此外，根据公司公告，公司于今年 6 月还与日本 SCOHIA 公司合作，获得其临床 I 期在研产品 SCO-094（GLP-1R 和 GIPR 靶点的双重激动剂，用于治疗 2 型糖尿病、肥胖

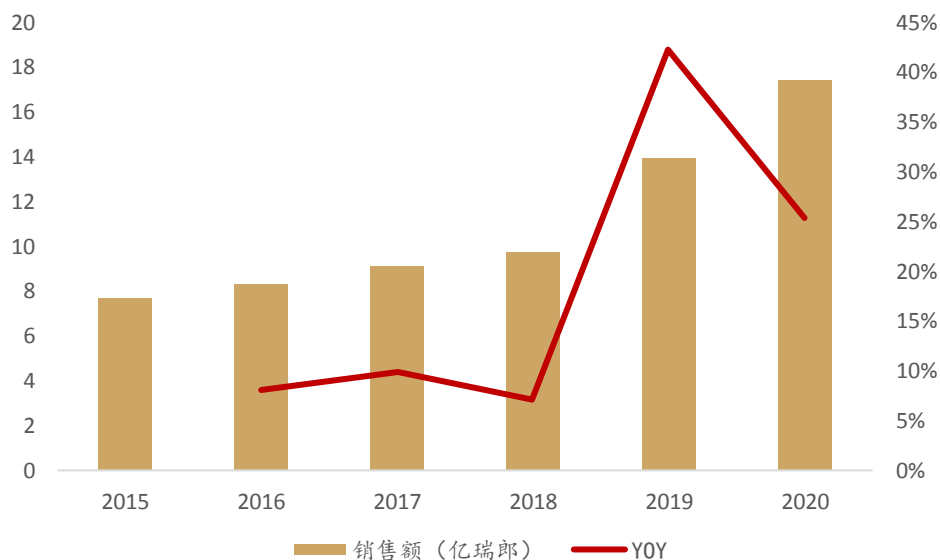
和非酒精性脂肪性肝炎 (NASH) 等疾病) 在中国等 25 个亚太国家和地区 (不含日本) 的独家开发、生产及商业化权益。

3.2.2. 肿瘤：MIRV 为卵巢癌创新 ADC

抗体偶联药物 (Antibody - Drug Conjugates, ADC) 是由抗原特异性靶向作用的单克隆抗体和高活性细胞毒类化学药物偶联而成。根据 ADC 药物设计理念, ADC 药物协同发挥了抗体的“特异性”靶向作用和高活性细胞毒类药物“高效”癌细胞杀伤作用。因此, ADC 药物就像一枚精准制导的“生物导弹”, 具备“定点定位”杀伤癌细胞的能力。

全球第一个获批上市的 ADC 药物是 Seattle 公司研发的 Adcetris 药物 (2011 年获批), 但目前全球销售最好的 ADC 药物是 Kadcylla 药物 (2013 年获批), 该药物由 ImmunoGen 公司研发、罗氏上市销售。Kadcylla 是继 Adcetris 药物后第二个获批的 ADC 药物, 获准用于治疗 HER2 阳性乳腺癌患者。根据米内网数据, 罗氏年报显示 2020 年 Kadcylla 全球销售额约为 17.45 亿瑞郎 (约 19 亿美元), 同比增长 25%。近年来, 外海辉瑞、阿斯利康等公司纷纷有 ADC 药物相继获批上市, 引领了全球 ADC 药物研发热潮。根据 EvaluatePharma 和 BCG 预测, 全球 ADC 市场预计在 2024 年将达到 129 亿美元。

图 29 Kadcylla 销售情况



资料来源：米内网，华西证券研究所

2020 年 10 月, 公司与美国 ImmunoGen 公司达成合作, 获得 ImmunoGen 美国临床 III 期在研产品 Mirvetuximab Soravtansine (MIRV) 在中国大陆及中国香港、中国澳门和中国台湾地区的独家临床开发及商业化权益。MIRV 是一款新型抗体偶联药物, 适应症为卵巢癌。ImmunoGen 公司是抗体偶联药物开发领域的先行者, 其研发的 ADC 产品 Kadcylla 是目前全球最畅销的 ADC 产品。已有成熟产品上市, 更进一步验证 ImmunoGen 公司技术水平的稳定可靠。

根据国家癌症中心发布的数据, 2015 年中国卵巢癌新发病例 5.21 万例, 死亡 2.25 万例。另据国家卫健委 2018 年版卵巢癌诊疗规范, 在我国, 卵巢癌年发病率居女性生殖系统肿瘤第 3 位, 位于宫颈癌和子宫体恶性肿瘤之后, 呈逐年上升的趋势, 而死亡率位于女性生殖系统肿瘤之首, 是严重威胁女性健康的恶性肿瘤。根据《卵巢

癌诊疗规范（2018 年版）》，手术和化疗是卵巢恶性肿瘤治疗的主要手段，除此之外，还有靶向治疗、免疫治疗、放疗、激素治疗和中医中药治疗，具体见下表所示。

MIRV 正在进行美国 III 期临床试验，在 2016-2018 年间开展的一项评估 MIRV 治疗 FRα 阳性、铂耐药卵巢癌的随机、开放标签的三期临床研究 FORWARD I 中，主要临床终点 PFS、OS 均未表现出统计学意义上的差异，ImmunoGen 随即对该临床试验数据重新进行了分析，发现在 FRα 高表达的亚组患者中疗效显著。MIRV 通过与肿瘤细胞膜表面的叶酸受体 α（叶酸受体 α 在实体瘤如卵巢癌，肺癌和乳腺癌中高表达，在正常细胞中表达很低）结合，通过内吞效应进入肿瘤细胞，在肿瘤细胞内酶的作用下，释放抗微管药物 DM4，通过抑制微管蛋白聚合和微管聚集，导致细胞周期中止和细胞凋亡。

抗肿瘤药物市场空间广阔，但竞争也十分激烈，此次公司选择女性高发的卵巢癌作为切入点，避开了竞争激烈的大癌种红海市场。同时与拥有全球 ADC 先进技术的 ImmunoGen 公司合作，对于公司发展抗体偶联技术平台具有积极意义。ImmunoGen 公司预计将于 2021 年底在美国递交上市申请，2022 年有望在美国获批上市。根据 CDE 官网，2021 年 7 月，MIRV 药物在中国启动 III 期临床。

表 13 卵巢癌治疗手段及药物

治疗手段	具体内容	代表药物
手术治疗	手术在卵巢恶性肿瘤的初始治疗中有重要意义，手术目的包括切除肿瘤、明确诊断、准确分期、判断预后和指导治疗。	NA
化疗	化疗是治疗卵巢癌的重要手段，在卵巢癌的辅助治疗、复发治疗中占有重要的地位。卵巢癌化疗需经全面分期手术后再确定具体用药方案。	紫杉醇、多西他赛、多柔比星、卡铂等
靶向治疗	靶向治疗治疗药物目前有二磷酸腺苷核糖多聚酶（PARP）抑制剂以及抗血管生成药物。	奥拉帕利、氟唑帕利
免疫治疗	免疫治疗在多种实体肿瘤中显示出了良好的效果，主要涉及免疫检查点抑制剂（PD-1/PD-L1）、肿瘤疫苗、过继性细胞免疫治疗等方面。免疫治疗为卵巢癌的治疗开辟了新的方向，但目前尚缺乏 III 期临床研究的结果支持。	PD-1 单抗等
放疗	由于卵巢癌的生物学特点，易出现盆腹腔广泛转移，且有有效的化疗药物可以选择，目前放疗仅用于部分复发卵巢癌的姑息治疗。	NA
激素治疗	对于无法耐受化疗或化疗无效的复发患者，可考虑激素治疗。	高效孕激素及促性腺激素释放激素类似物等
中医中药治疗	根据患者个体差异，通过辨证论治，为患者制定个性化的治疗方案，中医具有一定优势，可配合西医来补充与完善卵巢癌的治疗。	NA

资料来源：《卵巢癌诊疗规范（2018 年版）》，华西证券研究所

3.2.3. 自免：QX001S 有望成为国内首个乌司奴单抗生物类似药

公司在自免领域布局的新药有乌司奴单抗生物类似药和双特异性抗体 PRV-3279。

■ 乌司奴单抗

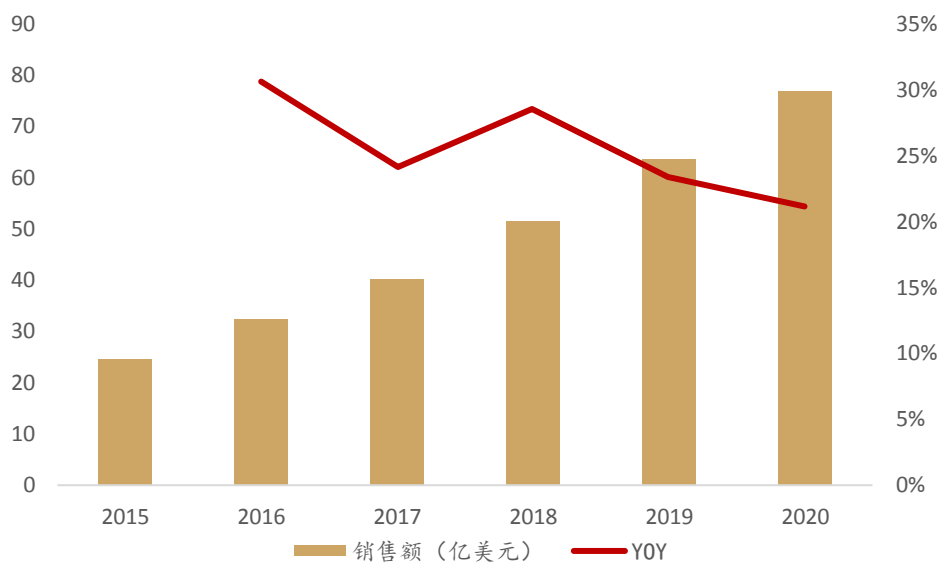
2020 年 8 月，公司与荃信生物达成合作，获得荃信生物在研的 QX001S 产品在中国大陆境内进行合作开发和商业化，并在产品上市后按照协议约定分享收益。荃信生

物专注于创新开发治疗自身免疫和过敏所致严重慢性炎症的抗体药物，公司目前持有荃信生物 20.56% 股权，是其第二大股东。

QX001S 是荃信生物研发的乌司奴单抗生物类似药，目前处于临床 III 期。乌司奴单抗原研由美国强生公司研发，作用机理为阻断 IL-12 和 IL-23 共有的 p40 亚基与靶细胞表面的 IL-12R β 1 受体蛋白的结合，从而抑制 IL-12 和 IL-23 介导的信号传导和细胞因子级联反应，适应症为银屑病和克罗恩病等。乌司奴单抗原研药于 2009 年 9 月获得 FDA 批准，于 2017 年 11 月获得 CFDA（现 NMPA）批准上市。根据米内网数据，美国强生公司年报显示，2020 年乌司奴单抗全球销售额 70 亿美元，同比增长 21%。

收购乌司奴单抗有望不断巩固公司在自免领域的综合竞争力。此外，在自免领域治疗药物布局上，公司已获批上市环孢素、他克莫司和吗替麦考酚酯药物。我们认为，科室协同效应有助于未来乌司奴单抗上市推广销售。

图 30 乌司奴单抗销售情况



资料来源：米内网，华西证券研究所

■ 双特异性抗体 PRV-3279

2021 年 2 月，公司与美国 Provention Bio 达成独家临床开发及商业化协议，公司获得 Provention Bio 在研产品——双特异性抗体 PRV-3279 两个临床适应症（治疗系统性红斑狼疮、预防或降低基因治疗的免疫原性）在大中华区（含中国大陆及港澳台地区）的独家临床开发及商业化权益。

PRV-3279 是一种人源化的双特异性抗体，靶向 B 细胞表面蛋白 CD32b 和 CD79b。根据公司公告，PRV-3279 临床前以及临床试验显示，PRV-3279 可以抑制 B 细胞功能和自身抗体的产生，但不引起 B 细胞耗竭，耐受性良好。PRV-3279 具有治疗 B 细胞介导的自身免疫性疾病（如 SLE）和预防或降低基因治疗的免疫原性的潜力。目前，用于治疗系统性红斑狼疮处于美国临床 I 期，用于预防或降低基因治疗的免疫原性处于美国临床前研究。

系统性红斑狼疮（systemic lupus erythematosus, SLE）是一种系统性自身免疫病，发病原因尚不明确。根据《2020 中国系统性红斑狼疮诊疗指南》中显示，全球 SLE 患病率为 0~241/10 万，中国大陆地区 SLE 患病率约为 30~70/10 万，SLE 女性发病比例较高，男女患病比为 1:10~12。

目前临床上用于治疗 SLE 的药物主要包括糖皮质激素、羟氯喹、免疫抑制剂及生物制剂等。糖皮质激素是 SLE 治疗的基础用药，但副作用明显。SLE 在临床用药选择

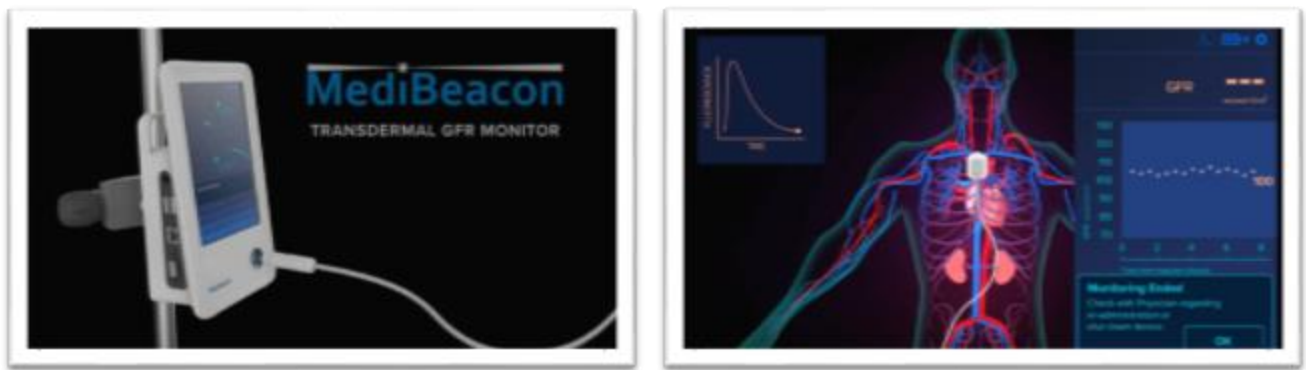
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

上依然存在大量未满足需求，急需疗效确切、安全性高的药品。生物制剂为 SLE 提供了新的治疗选择，对难治性或复发性 SLE 患者，使用生物制剂疗效较为明显。

3.2.4. 慢性肾病：引进药械组合实时监测系统

根据《慢性肾脏病临床指南》，测量肾小球滤过率（GFR）是评估肾脏功能的最佳指标之一，也是目前临床对慢性肾脏疾病进行分期的主要量化标准。目前现有医疗机构使用的检测方法虽然可以测定或估算 GFR，但存在准确性不佳、价格昂贵、需要多次取血，以及难以实时动态监测等多方面不足。为解决上述未被满足的临床需求，MediBeacon 开发了 MediBeacon® 肾小球滤过率动态监测系统，为一款药械组合产品，采用一种新型的荧光示踪剂 MB-102，使用光学传感器通过皮肤表面获取荧光信号的衰减率数据，对 GFR 进行实时检测与持续监测。MB-102 是一种用于测量肾小球滤过率（GFR）的荧光示踪剂，注入人体后，其产生的荧光信号能被 MediBeacon® 肾小球滤过率动态监测系统的传感器经皮捕捉，并通过软件算法将荧光信号的衰减率转化为 GFR。MediBeacon® 肾小球滤过率动态监测系统具有检测结果准确准确、可持续监测以及简单、无创、没有放射性，为临床诊断和治疗提供依据。该系统明显优于 eGFR 估算法、血浆法以及放射性核素法等检测手段。

图 31 MediBeacon 肾小球滤过率动态监测系统



资料来源：公司官网，华西证券研究所

MediBeacon 公司成立于 2012 年，致力于医疗光学诊断产品的研发。2019 年公司全资子公司华晟投资出资 3000 万美元获得美国 MediBeacon 公司 8.14% 的股份，同时获得其拥有的全部产品在中国大陆等 25 个亚洲国家或地区的独家商业化权利。MediBeacon® 肾小球滤过率动态监测系统于 2018 年 10 月获得 FDA 授予“突破性医疗器械”认定，给予加速审评审批。MediBeacon 已在美国完成了探索性 I 期和 II 期临床试验，计划 2022 年在美国递交 MediBeacon® 肾小球滤过率动态监测系统的上市申请。

依据中国注册法规要求，MediBeacon® 肾小球滤过率动态监测系统包含的荧光示踪剂 MB-102 和检测设备分别按药品和医疗器械申报注册，公司已向国家药品监督管理局医疗器械技术审评中心递交了检测设备的创新医疗器械申请。2021 年 5 月，华东医药收到国家药品监督管理局（NMPA）核准签发的《药物临床试验批准通知书》，申报的 1 类新药 MB-102 注射液（Relmapirazin）国际多中心 III 期临床试验申请获得批准。

公司在肾病、器官移植、糖尿病等慢病领域经过多年发展已有一定市场积淀，此次引进 MB-102 和检测设备，尤其适用于器官移植、肾病、糖尿病等慢病患者长期用药引起的肾损伤，上市之后有望为慢病领域医生和患者提供更为精准的诊疗指导，促进公司在慢病领域中药品和监测手段的协同互补，巩固公司在慢病领域综合竞争实力。

4. 盈利预测

公司目前业务主要分为三个业务方向：制药工业、医美业务和医药商业。根据公司各业务发展情况，扣除营业收入分部间抵消（2021-2023 年分部间抵消为 10.28/11.14/12.19 亿元），预计 2021-2023 年，公司整体营业收入为 356.76/386.54/423.04 亿元，同比增长 5.92%/8.35%/9.44%，归母净利润为 29.71/35.02/43.29 亿元，同比增长 5.35%/17.88%/23.61%。2021-2023 年，对应 EPS 分别为 1.70/2.00/2.47 元，目前股价对应 PE 分别为 21/18/14 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

(1) 医美业务

目前公司医美业务分为国内医美业务和国际医美业务两部分，国内主要是主要是代理 LG 玻尿酸销售收入，以及新上市产品少女针的销售收入。2020 年，受新冠疫情影响，国内医美业务和国际医美业务均出现下滑。2021 年随着疫情影响的消退，以及少女针等新产品在国内获批上市销售，我们预测 2021-2023 年医美业务营业收入分别为 14.00/20.80/30.14 亿元，同比增长分别为 48.62%/48.57%/44.90%。

(2) 制药工业

2020 年受新冠疫情负面影响，以及公司大品种阿卡波糖集采失标影响，公司制药业务营业收入受到较大影响。考虑公司百令胶囊降价、阿卡波糖新一轮集采开启，以及利拉鲁肽等新药上市，我们预计公司制药工业业务 2021-2023 年营业收入分别为 118.73/135.46/157.94 亿元，同比增长分别为 4.17%/14.09%/16.60%。

(3) 医药商业

我们预计公司医药商业 2021-2023 年营业收入分别为 242.31/254.42/267.15 亿元，同比增长分别为 5%/5%/5%。

表 14 公司营业收入分析

业务		2020A	2021E	2022E	2023E
医美业务	营业收入 (亿元)	9.42	14.00	20.80	30.14
	YOY	-29.04%	48.62%	48.57%	44.90%
制药工业	营业收入 (亿元)	113.98	118.73	135.46	157.94
	YOY	4.91%	4.17%	14.09%	16.60%
医药商业	营业收入 (亿元)	230.77	242.31	254.42	267.15
	YOY	-8.05%	5.00%	5.00%	5.00%
合计	营业收入 (亿元) *	336.83	356.76	386.54	423.04
	YOY	-4.97%	5.92%	8.35%	9.44%

资料来源：Wind，华西证券研究所

*已扣除分部间抵消。

表 15 可比公司估值表

分类	股票名称	收盘价 (元)	EPS (元)				P/E			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
医疗美容	爱美客	682.30	3.66	3.43	5.08	7.16	179.04	199.13	134.36	95.25
	华熙生物	234.97	1.35	1.70	2.32	3.01	108.83	138.11	101.47	78.12
	昊海生科	222.00	1.30	2.55	3.36	4.34	69.44	87.05	66.01	51.12
	平均							141.43	100.61	74.83
制药工业	通化东宝	10.88	0.46	0.54	0.65	0.77	29.27	19.97	16.75	14.18
	乐普医疗	25.69	1.00	1.40	1.61	1.95	27.22	18.32	15.92	13.16
	科伦药业	17.87	0.58	0.76	0.91	1.09	33.72	23.27	19.41	16.19
	平均							20.52	17.36	14.51

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

医药商业	柳药股份	20.03	1.96	2.43	2.90	3.45	10.98	8.23	6.91	5.80
	上海医药	18.91	1.58	1.92	2.14	2.49	12.14	9.87	8.82	7.58
	九州通	14.31	1.64	1.55	1.80	2.31	11.07	9.22	7.94	6.20
	平均							9.11	7.89	6.53

资料来源: Wind (2021/7/29, 一致预期), 华西证券研究所

5. 风险提示

公司核心产品阿卡波糖、百令胶囊等药品销售不及预期, 少女针等产品销售不及预期, 药品研发及上市进度不及预期。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	33,683	35,676	38,654	42,304	净利润	2,910	3,085	3,630	4,486
YoY (%)	-5.0%	5.9%	8.3%	9.4%	折旧和摊销	440	587	481	502
营业成本	22,550	24,033	26,000	28,200	营运资金变动	234	-467	-237	-404
营业税金及附加	185	192	208	229	经营活动现金流	3,411	2,960	3,423	4,082
销售费用	5,971	6,065	6,494	6,769	资本开支	-1,099	-1,835	-1,391	-1,392
管理费用	999	1,049	1,149	1,252	投资	-638	0	0	0
财务费用	34	0	0	0	投资活动现金流	-1,739	-1,799	-1,198	-1,180
资产减值损失	-5	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	-28	36	193	212	债务募资	2,195	-1,417	0	0
营业利润	3,477	3,668	4,311	5,329	筹资活动现金流	-726	-1,417	0	0
营业外收支	-23	0	0	0	现金净流量	926	-256	2,225	2,902
利润总额	3,453	3,668	4,311	5,329	主要财务指标				
所得税	544	582	681	843	成长能力				
净利润	2,910	3,085	3,630	4,486	营业收入增长率	-5.0%	5.9%	8.3%	9.4%
归属于母公司净利润	2,820	2,971	3,502	4,329	净利润增长率	0.2%	5.4%	17.9%	23.6%
YoY (%)	0.2%	5.4%	17.9%	23.6%	盈利能力				
每股收益	1.61	1.70	2.00	2.47	毛利率	33.1%	32.6%	32.7%	33.3%
资产负债表 (百万元)					净利率	8.6%	8.6%	9.4%	10.6%
货币资金	3,198	2,942	5,167	8,069	总资产收益率 ROA	11.7%	11.4%	11.6%	12.2%
预付款项	251	319	334	359	净资产收益率 ROE	19.3%	16.9%	16.6%	17.0%
存货	4,068	4,224	4,575	4,981	偿债能力				
其他流动资产	7,139	7,518	7,997	8,703	流动比率	1.70	2.04	2.27	2.54
流动资产合计	14,656	15,003	18,073	22,111	速动比率	1.20	1.42	1.65	1.93
长期股权投资	850	850	850	850	现金比率	0.37	0.40	0.65	0.93
固定资产	2,420	2,929	3,289	3,679	资产负债率	37.3%	29.8%	27.6%	25.6%
无形资产	1,463	1,701	1,814	1,951	经营效率				
非流动资产合计	9,545	11,003	12,171	13,352	总资产周转率	1.39	1.37	1.28	1.19
资产合计	24,201	26,006	30,244	35,463	每股指标 (元)				
短期借款	1,417	0	0	0	每股收益	1.61	1.70	2.00	2.47
应付账款及票据	4,501	4,686	5,057	5,513	每股净资产	8.36	10.05	12.05	14.53
其他流动负债	2,715	2,667	2,904	3,180	每股经营现金流	1.95	1.69	1.96	2.33
流动负债合计	8,634	7,353	7,961	8,693	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	152	152	152	152	估值分析				
其他长期负债	237	237	237	237	PE	21.77	20.67	17.53	14.18
非流动负债合计	388	388	388	388	PB	3.18	3.49	2.91	2.42
负债合计	9,022	7,741	8,349	9,082					
股本	1,750	1,750	1,750	1,750					
少数股东权益	560	674	802	960					
股东权益合计	15,179	18,265	21,895	26,381					
负债和股东权益合计	24,201	26,006	30,244	35,463					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

崔文亮：10年证券从业经验，2015-2017年新财富分别获得第五名、第三名、第六名，并获得金牛奖、水晶球、最受保险机构欢迎分析师等奖项。先后就职于大成基金、中信建投证券、安信证券等，2019年10月加入华西证券，任医药行业首席分析师、副所长，北京大学光华管理学院金融学硕士、北京大学化学与分子工程学院理学学士。

支君：

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。