

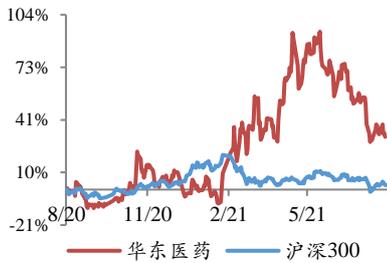
驾“轻”就熟，全面覆盖“注射+仪器”医美项目

投资评级：买入（首次）

报告日期：2021-08-16

收盘价（元）	35.60
近 12 个月最高/最低（元）	52.56/24.12
总股本（百万股）	1,750
流通股本（百万股）	1,750
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	623
流通市值（亿元）	623

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王洪岩

执业证书号：S0010521010001

邮箱：wanghy@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 由代理到参股多管齐下，医美业务全面开花

公司在医美业务的打造上倾向“多方式拓展+聚焦轻医美”的主线。自 2013 年开始独家代理并引进国内首款韩国原装进口透明质酸产品——伊婉，迈进国内医美市场并布局上游产品端。后通过收购、参股、战略合作等方式相继将医美业务拓展至可吸收埋线（Silhouette）、胶原蛋白刺激剂（Ellans 少女针）、冷冻祛斑和美白相关医疗器械（R2）、肉毒素（Jetema）及新型高端含利多卡因玻尿酸填充剂 MaiLi。公司以玻尿酸注射类医美产品打开市场，埋植线+仪器等后续多元产品跟进，轻医美产品矩阵逐渐成熟，硕果可期。

● 少女针获批，有望领跑医美注射类 2.0 时代

目前，国内获批 III 类医疗器械的微球产品仅 3 款：分别是圣博玛、爱美客的童颜针以及华东医药的少女针。少女针于 2021 年 4 月获 NMPA 注册批准，下半年登陆市场。少女针由 30% 的聚己内酯微球（PCL）和 70% 的羧甲基纤维素（CMC）制成，能够达到“即刻填充+刺激胶原再生”的双重效果，通常被认为是“玻尿酸+童颜针”的结合体。预计产品上市后受益于医美 2.0 时代先行优势，实现逐步放量。

● 深潜注射类，布局肉毒素；埋植线+仪器蓄势待发

2020 年公司获得韩国 Jetema 肉毒素独家代理权，注射类品类扩容：受益于注射类医美项目的迅猛发展以及肉毒素产品的推广，中国正规肉毒素市场稳步前进。2020 年中国合规医疗机构肉毒素市场规模达 38 亿元，2015~2020 年 CAGR 高达 25.9%。但是肉毒素作为一种毒麻类药品，其在国内所需的获批流程较常规医疗器械类产品更长，标准更严格。目前，市场上只有 4 款产品获批，公司获得了韩国 Jetema 的独家代理权，2020 年 Jetema 在中国启动针对临床 A 型肉毒素产品的注册报批工作，有望于 2024 年获批上市。

由注射类起步，轻医美类全面覆盖：子公司 Sinclair 旗下产品除玻尿酸和少女针等注射类产品外，还包含 Silhouette 埋植线系列产品。参股 R2 公司 26.60% 的股权，引入冷触美容仪 Glacial Spa™（F0）、Glacial Rx™（F1）和全身喷雾美白 F2 三大医疗器械；收购西班牙能量源型医美器械公司 High Tech，获得其塑形及脱毛器械。

● 投资建议

国内医美市场高景气，行业规模快速增长，产品丰富多样，并不断升级换代。公司聚焦轻医美，玻尿酸、肉毒素、光电设备

等产品均有布局，医美 2.0 重磅产品少女针有望迎来放量，后续产品管线众多，未来可持续增长动力强。预计公司 2021~2023 年 EPS 分别为 1.71/1.97/2.33 元/股，对应当前股价 PE 分别为 21/18/15 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● **风险提示**

公司产品研发进度不及预期、医美器械 NMPA 注册时间长于预期、医美行业竞争加剧、市场销售不及预期等。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	33683	36745	40510	44579
收入同比 (%)	-5.0%	9.1%	10.2%	10.0%
归属母公司净利润	2820	2997	3451	4073
净利润同比 (%)	0.2%	6.3%	15.2%	18.0%
毛利率 (%)	33.1%	33.1%	34.5%	35.7%
ROE (%)	19.3%	17.0%	16.4%	16.2%
每股收益 (元)	1.61	1.71	1.97	2.33
P/E	16.48	20.79	18.05	15.30
P/B	3.18	3.54	2.96	2.48
EV/EBITDA	12.87	15.21	13.42	10.96

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 驾“轻”就熟，医美业务稳中求进.....	6
1.1 多管齐下，医美业务“轻”松驾驭.....	6
1.2 毛净利率稳中有增，医美业务小而美“蓄力待发”.....	6
2 相继入局“注射+仪器”，微整后靓丽前行.....	9
2.1 注射 1.0 时代玻尿酸广布局，2.0 时代少女针领跑.....	9
2.2 公司与 JETEMA 强强联手，把握肉毒素市场绝佳格局.....	12
2.3 注射类到埋植线和仪器，医美业务百花齐放.....	19
3 静待转型研发成果，传统业务或将破茧重生.....	27
3.1 医药商业：浙江省内全网络覆盖.....	27
3.2 医药工业：加速创新研发，在研产品管线丰富.....	28
4 盈利预测及投资建议.....	32
盈利预测.....	32
投资建议.....	33
风险提示：.....	34
财务报表与盈利预测.....	35

图表目录

图表 1 公司医美业务主要产品拓展时间线	6
图表 2 归属于母公司股东的净资产	7
图表 3 公司近十年 ROE 水平	7
图表 4 公司毛、净利率逐步提升	7
图表 5 公司三费构成	7
图表 6 公司营业收入及增速	8
图表 7 2021H1 公司业务构成	8
图表 8 公司主要业务营收增速 (%)	8
图表 9 用户和医生喜爱的玻尿酸品牌 TOP5	9
图表 10 伊婉主要产品线	10
图表 11 MAILI 与乔雅登相比更有潜力	10
图表 12 MAILI 丰盈能力更好	10
图表 13 国内主要童颜针类产品	11
图表 14 少女针、童颜针、玻尿酸对比	11
图表 15 即刻填充	12
图表 16 刺激胶原蛋白再生	12
图表 17 少女针主要成分	12
图表 18 产品维持时间长	12
图表 19 A 型肉毒杆菌毒素 (BONT-A) 阻断神经肌肉接头处的乙酰胆碱释放	13
图表 20 肉毒素注射前后针对动态皱纹效果对比图	13
图表 21 2015~2024 年中国正规肉毒素市场规模 (按销售额统计) 及增速	13
图表 22 2015~2020 年中国注射用 A 型肉毒毒素销售额及增速	13
图表 23 肉毒素作为药品在中国的牌照获取流程	14
图表 24 2019 年中国肉毒素竞争格局 (单位: %)	15
图表 25 2014~2018 年中国肉毒素市场终端销售额 (单位: 亿元)	15
图表 26 中国肉毒素品牌概况 (截至 2021.7.26)	15
图表 27 中国 NMPA 在申报阶段肉毒素品牌	16
图表 28 2020 年中国正规肉毒素市场占比	16
图表 29 中国对于肉毒素产品的相关政策	17
图表 30 2019 年全球各地医美项目渗透率	18
图表 31 2020 年中国医美用户年龄分布	18
图表 32 2019 年全球肉毒素注射患者年龄分布	18
图表 33 2016~2020 年 JETEMA 经营数据	19
图表 34 JETEMA 在研发中的注射用 A 类肉毒素产品	19
图表 35 国内已获批的埋植线	20
图表 36 SILHOUETTEME 埋植线	20
图表 37 2017~2021 年中国医美器械行业市场规模及预测	21
图表 38 2016 中国光电医美器械功能分类	21
图表 39 手术类与非手术类项目比较	21

图表 40 2016 年中国与全球光电项目占比对比	22
图表 41 R2 公司设备	22
图表 42 F1 美容仪 (冷冻祛斑) 治疗后客户反馈	23
图表 43 F1 美容仪 (冷冻祛斑) 治疗前后对比	23
图表 44 F1 冷冻技术治疗效果图 (黑色素明显淡化)	24
图表 45 HIGH TECH 公司主要产品	24
图表 46 HIGH TECH 公司主要产品	25
图表 47 中国塑形行业市场规模 (亿元)	25
图表 48 冷冻溶脂工作原理	25
图表 49 冷冻溶脂与传统溶脂对比	26
图表 50 市场中部分冷冻溶脂产品	26
图表 51 2020 年中国医美细分品类订单量 TOP15	27
图表 52 激光脱毛原理	27
图表 53 公司医药商业浙江省全网络覆盖图	28
图表 54 公司研发人员数量及增速	29
图表 55 公司研发投入及增速	29
图表 56 公司糖尿病领域全产品线布局 (截至 2021 年 7 月)	30
图表 57 临床研究进展情况 (截至 2021 年半年报)	31
图表 58 公司盈利预测主要考虑因素	32
图表 59 公司盈利预测	32

1 驾“轻”就熟，医美业务稳中求进

1.1 多管齐下，医美业务“轻”松驾驭

2013年，华东医药通过子公司——华东宁波独家代理引进国内首个韩国原装进口，并获得欧盟CE认证的注射用修饰透明质酸钠凝胶（商品名：YVOIRE 伊婉），进军美容整形产品市场的同时，也开启了公司在医美业务板块的布局。后通过收购、参股、战略合作等方式继续将公司医美业务拓展至可吸收埋线（Silhouette）、胶原蛋白刺激剂（Ellans 少女针）、冷冻祛斑和美白相关医疗器械（R2）、肉毒素（Jetema）及新型高端含利多卡因玻尿酸填充剂 MaiLi。不难看出，公司在医美业务的拓展上倾向“多方式拓展”+“聚焦轻医美”的主线。

图表 1 公司医美业务主要产品拓展时间线

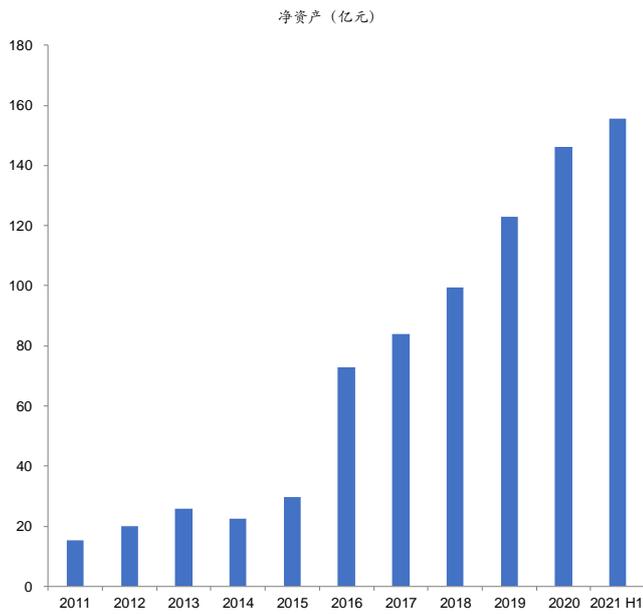
	2013	2018	2019	2020	2021
拓展方式	独家代理	收购	参股	战略合作 战略合作-参股	收购
合作或被收购企业	韩国 LG	英国 Sinclair	美国 R2	韩国 Jetema 瑞士 Kyllane	西班牙 High Tech
医美产品	伊婉玻尿酸	Ellanse 少女针 Silhouette埋线	F0 全身美白 F1 冷冻祛斑 F2 全身喷雾美白	A 型肉毒素 MaiLi 系列 含利多卡因 新型玻尿酸	减脂、脱毛、 紧肤塑形产品
公司（或子公司）权益	中国独家代理权	全球权益	中、日、韩等34个亚洲国家地区的独家分销权	中国独家代理权 全球权益	全球权益
预计中国上市时间	已上市	2021E 2023E	F0: 2021E F1: 2024E F2: 2025E	2024E 2024E	未披露

资料来源：公司公告，公司官网，华安证券研究所

1.2 毛净利率稳中有增，医美业务小而美“蓄力待发”

截至2020年底，公司资产总额242.01亿元，归属于母公司股东的净资产146.20亿元。ROE为20.95%，连续14年保持在20%以上。公司毛净利率呈稳步增长趋势。2011~2020年，公司毛利率由19.63%提升至33.05%。同期，净利率由4.37%提升至8.64%。

图表 2 归属于母公司股东的净资产



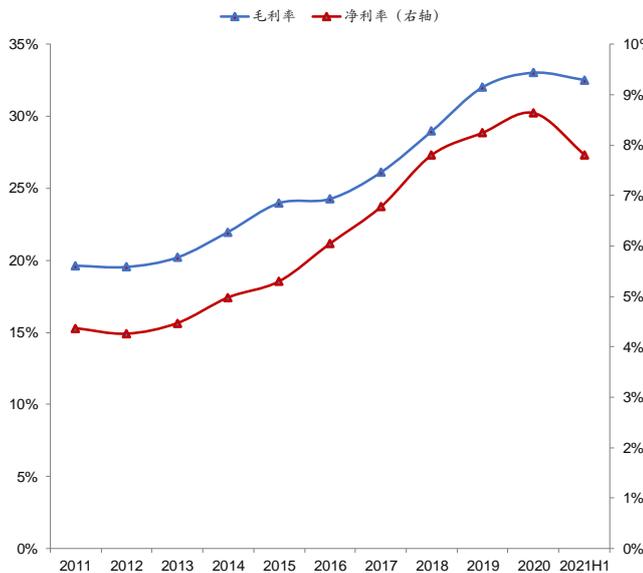
资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

图表 3 公司近十年 ROE 水平



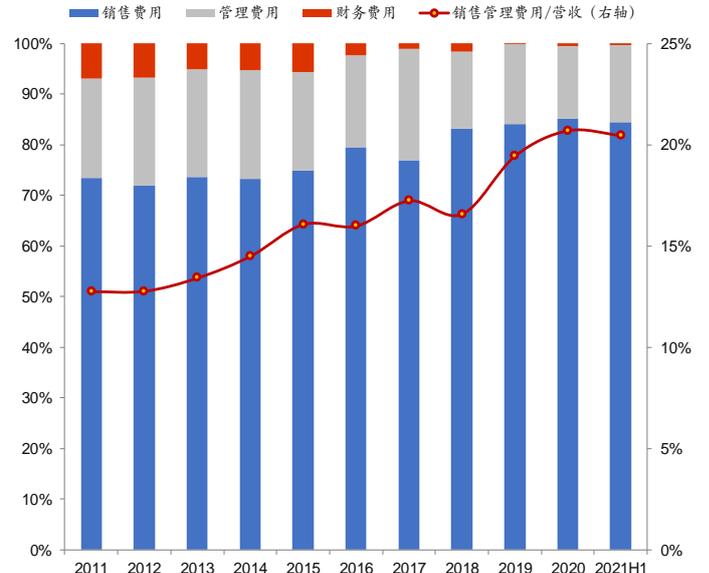
资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

图表 4 公司毛、净利率逐步提升



资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

图表 5 公司三费构成

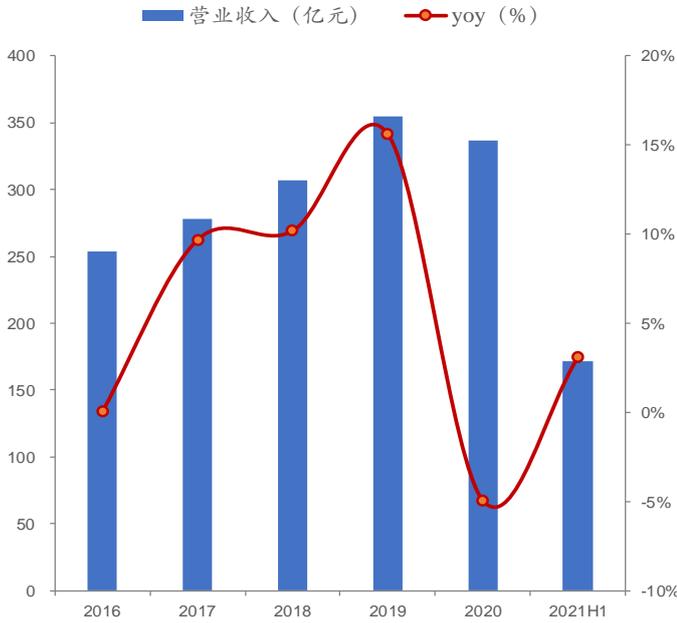


资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

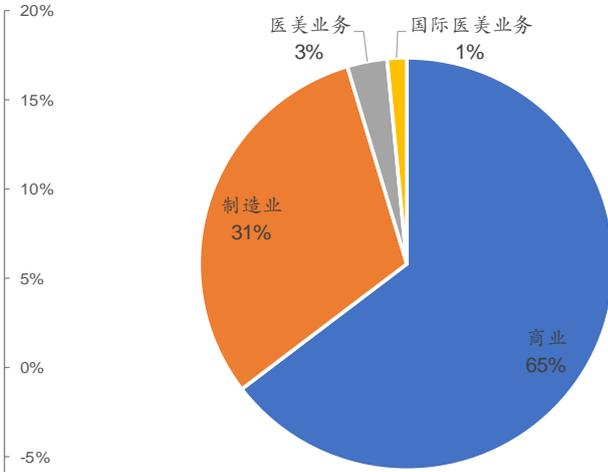
2018~2020 年公司营业收入分别为 306.6/354.5/336.8 亿元, 增速分别为 10.2%、15.6%、-5.0%。2020 年医药商业、医药工业、医美三大业务占比分别为 65%、32%和 3%, 由于公司医美业务多个产品还在储备中, 占比还较小, 医药商业和医药工业仍是公司主要收入来源。但是从营收增速来看, 公司国际医美业务在 2019 年增速为 570%, 远高于医药商业和医药制造业, 2020 年受全球新冠疫情影响, 公司医美产品的商业化进程放缓, 2021 年上半年公司医美业务恢复快速增长, 国内医美业务增速为 46%, 而公司总体营收增速为 3%, 预计随着疫情淡化及公司

更多医美产品上市，医美业务将保持快速增长。

图表 6 公司营业收入及增速



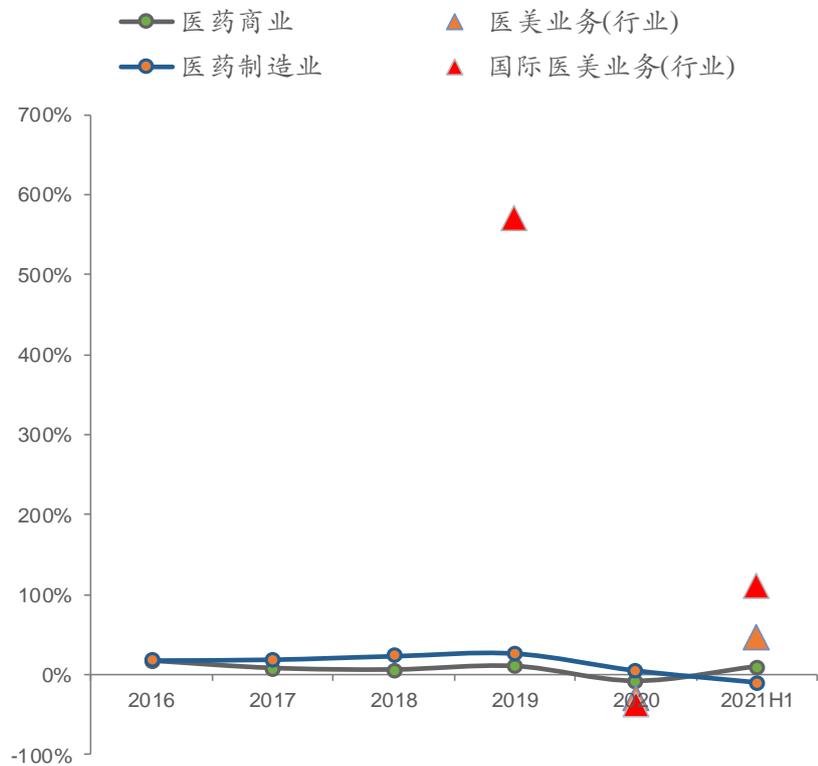
图表 7 2021H1 公司业务构成



资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所
备注: 未考虑分部间抵消

图表 8 公司主要业务营收增速 (%)



资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

2 相继入局“注射+仪器”，微整后靓丽前行

2.1 注射 1.0 时代玻尿酸广布局，2.0 时代少女针领跑

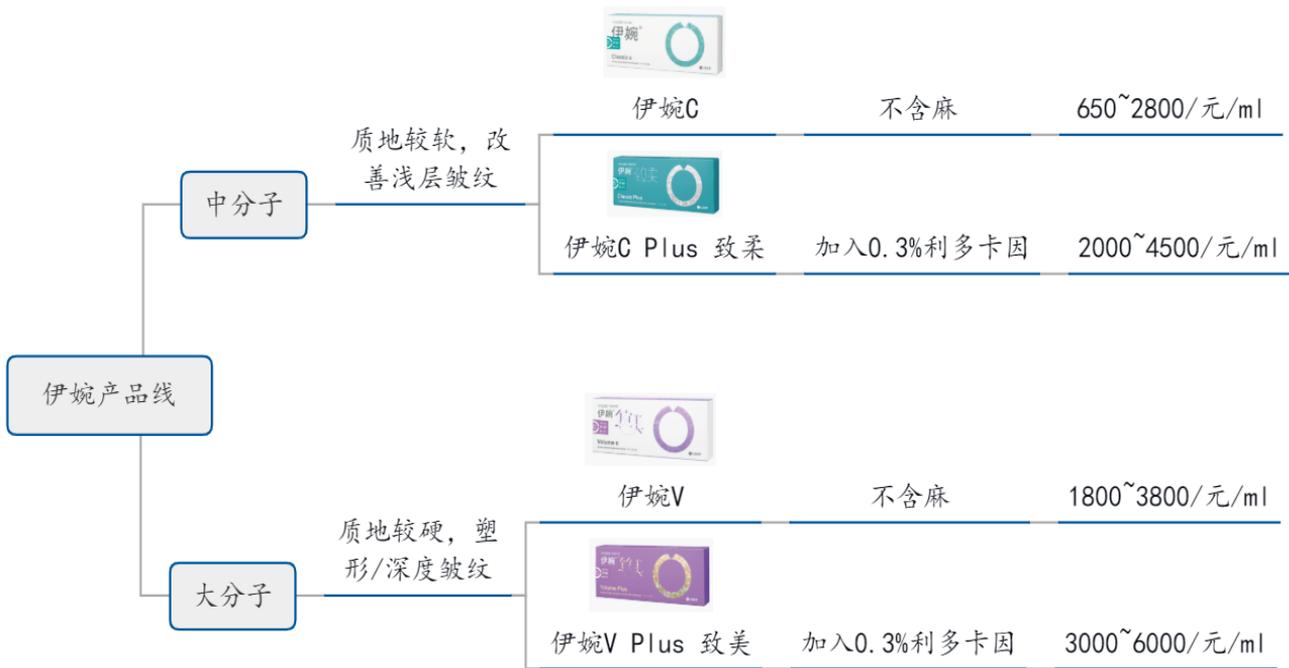
由代理到参股，玻尿酸市场全覆盖：子公司华东宁波医药自 2013 年开始独家代理韩国 LG 旗下 YVOIRE 伊婉玻尿酸产品，目前在国内上市 4 款产品，分别为伊婉 C、伊婉 V、伊婉 C Plus (致柔)、伊婉 V Plus (致美)，定位中低端。根据更美 APP 发布的《2019 年医美行业白皮书》介绍，伊婉是用户满意度最高且医生最爱的玻尿酸品牌。2020 年 10 月，公司通过子公司 Sinclair 参股瑞士先进医美研发机构 Kylane Laboratoires SA(以下简称“Kylane 公司”)，获得其 20% 的股权，成为其第三大股东。同时，双方签署产品合作开发协议，Sinclair 公司每年将向 Kylane 支付一定金额支持其研发活动，并有权以约定对价获得 Kylane 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。2020 年一季度 Sinclair 公司取得了 Kylane 公司 MaiLi 系列玻尿酸产品的全球独家许可。Maili 系列玻尿酸采用了 OXIFREE 专利技术，数据显示，与乔雅登丰颜相比 MaiLi 具有更好的丰盈力与弹性，公司产品上市后将瞄准全球高端市场。

图表 9 用户和医生喜爱的玻尿酸品牌 top5



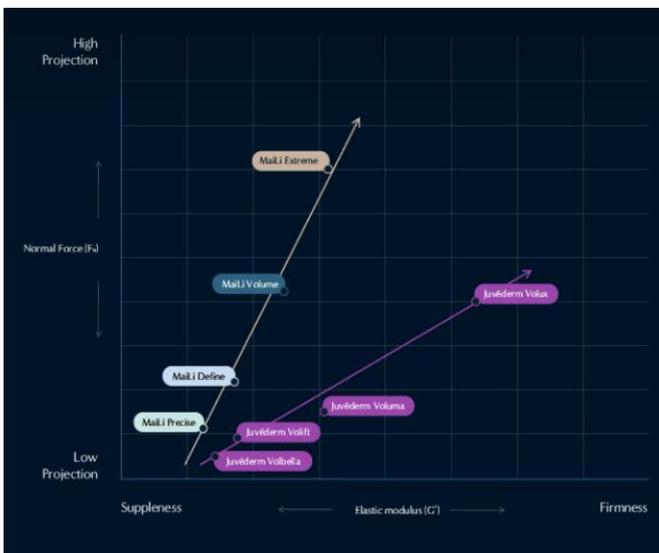
资料来源：《更美 2019 医美行业白皮书》，华安证券研究所

图表 10 伊婉主要产品线



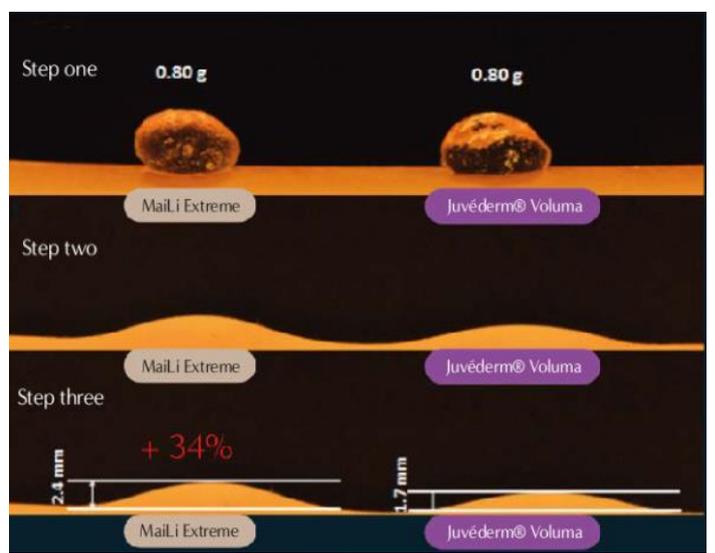
资料来源: 华东宁波官网, 新氧, 华安证券研究所

图表 11 Maili 与乔雅登相比更有潜力



资料来源: Maili 品牌官网, 华安证券研究所

图表 12 Maili 丰盈能力更好



资料来源: Maili 品牌官网, 华安证券研究所

Ellanse 少女针获批, 医美 2.0 时代领航者: 公司在 2018 年收购英国医美公司 Sinclair 全部股份, 并获得包括 Ellanse (少女针) 在内的核心产品。2021 年 4 月少女针获 NMPA 注册批证, 预计 2021 年下半年上市。医美 1.0 时代主要以玻尿酸等填充产品为主, 2.0 时代实现了产品的升级换代, 在进行填充的基础上促使胶原蛋白

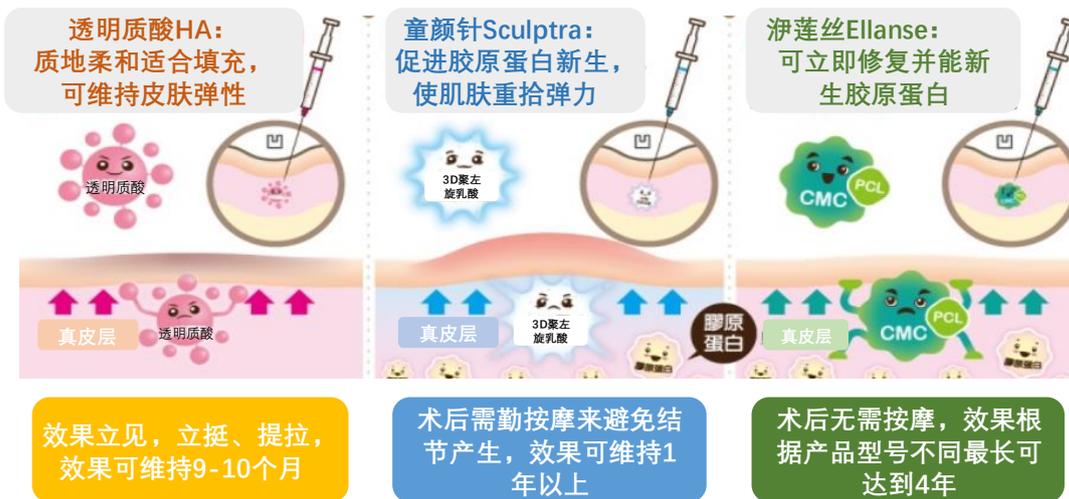
再生，医美注射开启再生时代。少女针通常被认为是“玻尿酸+童颜针”的结合体，与透明质酸和传统的童颜针相比，少女针维持时间更长，更为安全。目前国内获批 III 类医疗器械的微球产品只有圣博玛和爱美客的童颜针和宝尼达以及公司的少女针，市场上比较常见的 Sculptra 塑然雅、AestheFill 爱塑美和 Derma Veil 得美妍还未获得 NMPA 注册批件，正规市场上严禁销售和注射。

图表 13 国内主要童颜针类产品

产品名称	产地	成分	上市时间	NMPA 审批情况	NMPA 认证时间	价格
爱美客童颜针	中国	左旋乳酸-乙二醇共聚物微球	2021	III 类医疗器械	2021	2700~5700 元/次
爱美客宝尼达	中国	PVA 微球	2012	III 类医疗器械	2012 (2016 续批)	6400~11000 元/0.5ml
Sculptra 塑然雅	法国	聚左旋乳酸	未获得认证	尚未获批	未获得认证	5000~7000 元/ml
AestheFill 爱塑美	韩国	聚乳酸	未获得认证	尚未获批	未获得认证	2100~4000 元/次
Derma Veil 得美妍	美国	聚左乳酸	未获得认证	尚未获批	未获得认证	3400~5000 元/次
圣博玛艾维岚	中国	聚乳酸微球	2021	III 类医疗器械	2021	2500~3500 元/次
Ellanse 少女针	中国	聚己内酯微球	2021	III 类医疗器械	2021	3000~8000 元/ml

资料来源：NMPA，新氧，华安证券研究所

图表 14 少女针、童颜针、玻尿酸对比

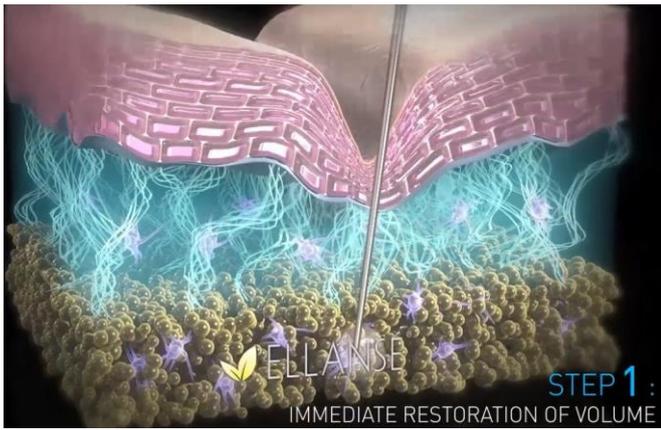


资料来源：靓优医学美容诊所，新氧，华安证券研究所

“填充+刺激胶原再生”双重功效，有望获得部分传统玻尿酸消费者的青睐：Ellanse 少女针是由 30%的聚己内酯微球 (PCL) 和 70%的羧甲基纤维素 (CMC) 制成的。注射少女针后，拥有绝佳的粘度以及弹性的凝胶载体 CMC 能够实现即刻填

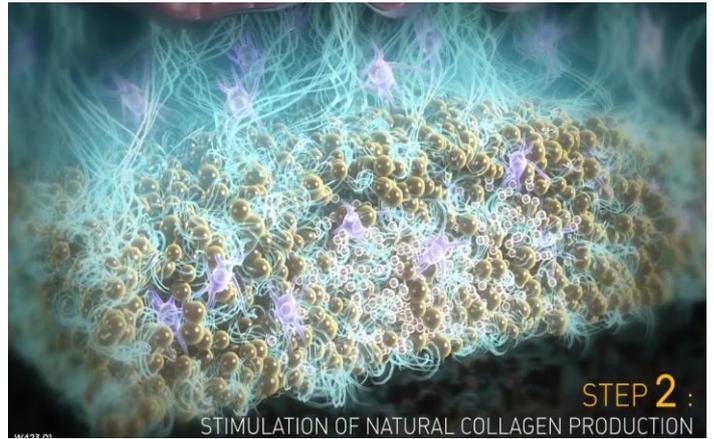
充,抚平肌肤的皱纹,使肌肤重拾弹性,并且在注射后一段时间能够被人体吸收;在注射3个月后,PCL能够刺激自体胶原蛋白增生,逐渐替代被吸收CMC凝胶载体,保持肌肤的饱满和弹性,因此少女针能够达到“即刻填充+刺激胶原再生”的双重功效。Ellanse具有S、M、L、E四个系列的产品,其中维持时间最长可以达到4年。临床实验结果表明,对少女针的注射效果,82%的患者在治疗后24个月对Ellansé感到满意,78%的患者在注射后24个月时表现出重复治疗的意愿。凭借“填充+刺激胶原蛋白再生”双重功效,以及产品的安全性、持久性,预计少女针有望受到部分玻尿酸和胶原蛋白注射消费者的青睐,成为公司医美板块又一拳头产品。

图表 15 即刻填充



资料来源: Sinclair 公司官网, 华安证券研究所

图表 16 刺激胶原蛋白再生



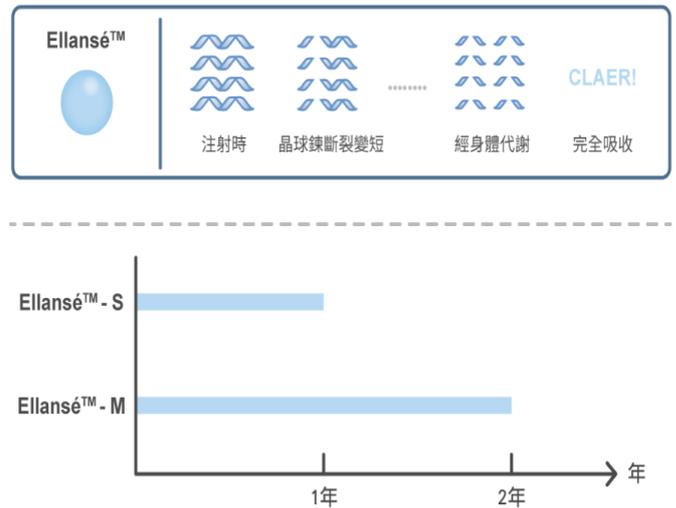
资料来源: Sinclair 公司官网, 华安证券研究所

图表 17 少女针主要成分



资料来源: Sinclair 公司官网, 华安证券研究所

图表 18 产品维持时间长



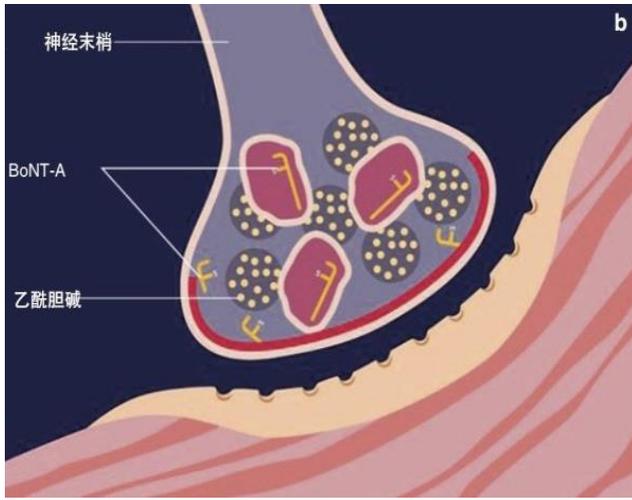
资料来源: 20SKIN 医美集团官网, 华安证券研究所

2.2 公司与 Jetema 强强联手, 把握肉毒素市场绝佳格局

肉毒素专注皮肤“减法”, 去除动态皱纹: 肉毒素是由肉毒杆菌分泌的细菌毒素, 有A-H等8种不同的血清型, 最初运用于肌肉痉挛性疾病治疗, 2002年开始A型肉毒毒素应用于医美领域, 其注射剂能阻断神经与肌肉之间乙酰胆碱信号传递, 使

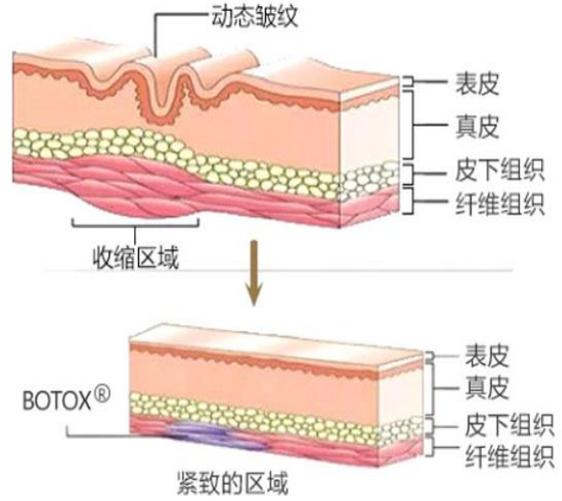
肌肉麻痹与松弛,从而达到去除动态皱纹的美容功效,持续效果平均可达3~6个月。

图表 19 A 型肉毒杆菌毒素 (BoNT-A) 阻断神经肌肉接头处的乙酰胆碱释放



资料来源: 丁香园, 华安证券研究所

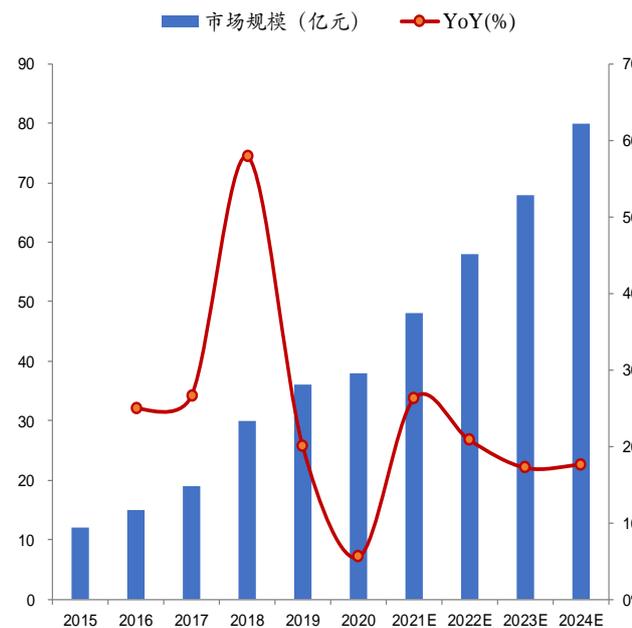
图表 20 肉毒素注射前后针对动态皱纹效果对比图



资料来源: 清华大学玉泉医院医疗美容科官网, 华安证券研究所

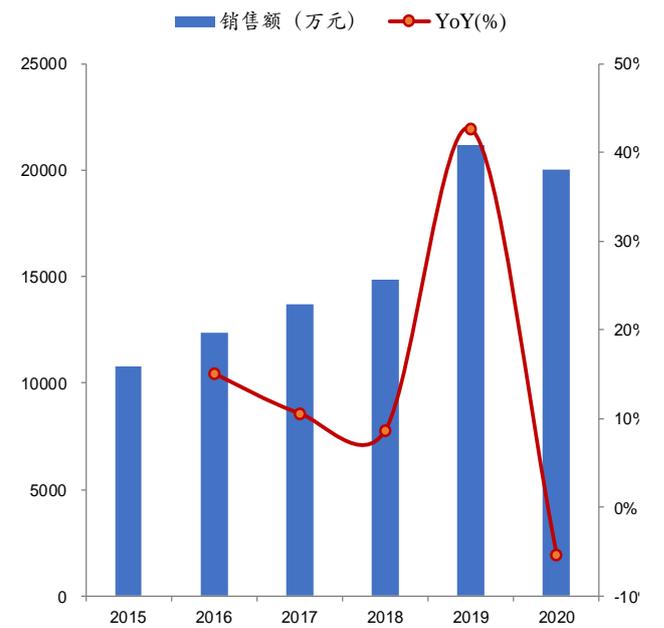
国内正规肉毒素市场规模持续增长: 受益于注射类医美项目的迅猛发展以及肉毒素产品的推广, 中国正规肉毒素市场稳步前进。从销售额来看, 2019 年中国注射用 A 型肉毒毒素销售额首次达到 2 亿元。2020 年中国合规医疗机构肉毒素市场规模达 38 亿元, 2015~2020 年 CAGR 高达 25.9%。

图表 21 2015~2024 年中国正规肉毒素市场规模 (按销售额统计) 及增速



资料来源: 头豹研究院, 华安证券研究所

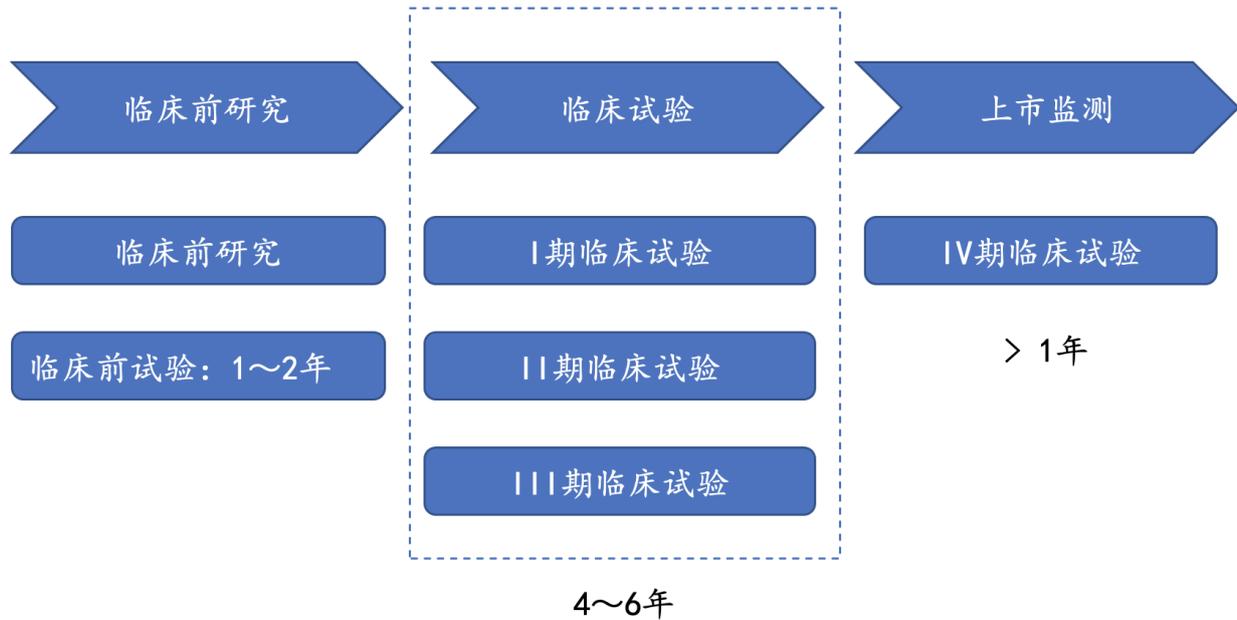
图表 22 2015~2020 年中国注射用 A 型肉毒毒素销售额及增速



资料来源: wind 医药库, 华安证券研究所

肉毒素获批严格准入门槛高，竞争格局较好：肉毒素作为一种毒麻类药品，其在中国所需的获批流程较常规医疗器械类产品较长，标准更严格。从最开始的立项到最后获批需要至少五期临床试验，最少八年时间，若直接引入海外认证产品，NMPA 规定检验流程必须从临床试验开始，获批时间不少于五年。因此中国肉毒素市场准入门槛较高，一旦获批竞争格局相比于医美其他板块较好。

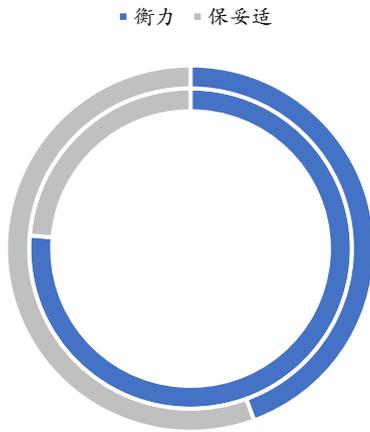
图表 23 肉毒素作为药品在中国的牌照获取流程



资料来源：《中华人民共和国药品管理法》，华安证券研究所

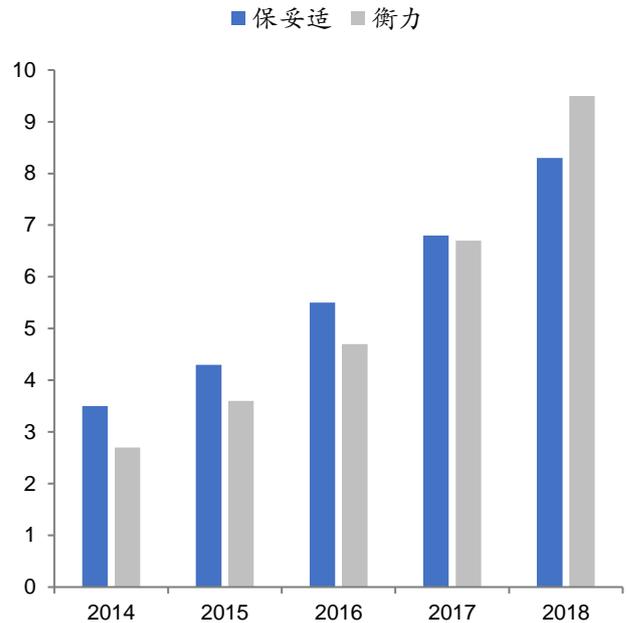
“双雄垄断”局面被打破，开启“四国鼎立”时代：由于中国市场对于肉毒素的严格管理，2020年前中国正规肉毒素市场内仅有中国兰州生物的衡力以及美国艾尔建的保妥适两名玩家，占据中国肉毒素九成以上的市场。2020年下半年由法国益普生公司生产的吉适和由韩国 Hugel 公司生产的乐提葆相继获批上市，至此中国获批肉毒素品类增至四个，获批产品在规格、弥散性以及包装形式上各异、涵盖更多的价位段，中国正规肉毒素产品得到进一步丰富。

图表 24 2019 年中国肉毒素竞争格局 (单位: %)



资料来源: 头豹研究院, 华安证券研究所
注: 外圈占比为按销售量统计, 内圈占比为按销售额统计

图表 25 2014~2018 年中国肉毒素市场终端销售额 (单位: 亿元)



资料来源: 头豹研究院, 华安证券研究所

图表 26 中国肉毒素品牌概况 (截至 2021.7.26)

注册人名称	商品名称	规格	弥散性	包装形式	见效时间
艾尔建 (Allergan Pharmaceuticals Ireland)	保妥适 (BOTOX)	50U/100U	小	冻干粉	一周左右
高德美 (IPSEN LIMITED)	吉适 (Dysport)	300US	中	真空包装	1~2 天
北京四环制药有限公司	乐提葆 (Letybo)	50U/100U	小	冻干粉	3~7 天
兰州生物技术开发有限公司	衡力 (BTX-A)	50U/100U	大	冻干粉	一周左右

资料来源: NMPA, 新氧, 华安证券研究所
注: 吉适计量单位和其余三款产品不可直接换算

多品牌申请中, 国内肉毒素市场欣欣向荣: 目前中国肉毒素市场已获批上市 4 款产品, 此外有多款新产品及新适应症在临床试验中。就项目进度来看, 德国西马已完成 III 期临床试验, 正在进行上市申请, 其次是大熊制药的韩国绿毒、韩国 Hunos 和爱美客合作的韩国橙毒以及复星医药和 Revance 合作的 RT002 都在进行 III 期临床试验。

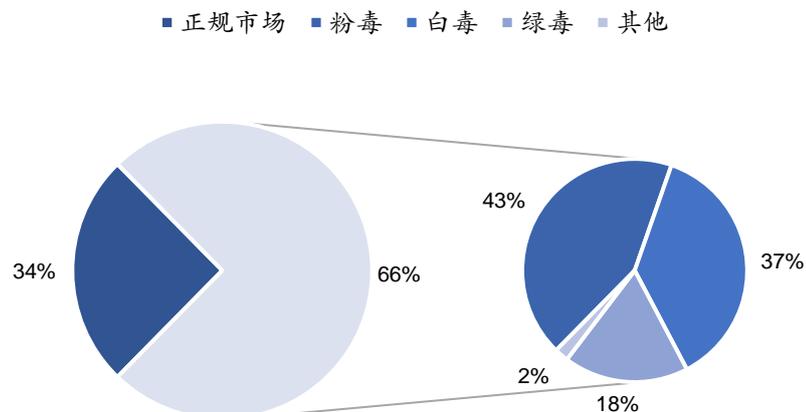
图表 27 中国 NMPA 在申报阶段肉毒素品牌

企业名称	市场 惯称	产品名称	当前项目 进度	当前进度进 展时间	适应症
韩国 Hunos/爱美客	韩国 橙毒	注射用 A 型肉毒杆菌毒素	III 期临 床	2021/6/15	皱眉纹
德国麦氏大药厂/精 鼎医药研究开发 (上海) 有限公司	德国 西马	注射用 A 型肉毒杆菌毒素	上市申请 中	2021/1/8	眉间纹
Revanche/上海复星 医药	RT002	DaxibotulinumtoxinA 型长效肉毒杆菌毒素	III 期临 床	2020/12/15	颈部肌 张力障 碍, 皱 眉纹
大熊制药株式会社	韩国 绿毒	注射用 A 型肉毒杆菌毒素	III 期临 床	2020/4/20	皱眉纹
百时益医药研发 (北京) 有限公司	-	注射用 A 型肉毒杆菌毒素	上市申请 中	2018/4/18	皱眉纹
杭州泰格医药科技 股份有限公司	韩国 粉毒	注射用 A 型肉毒杆菌毒素	III 期临 床	2016/3/2	眼睑痉 挛, 皱 眉纹

资料来源: Insight, 华安证券研究所

国家针对肉毒素政策趋严, 严厉抵制水货市场: 中国肉毒素市场中长期存在正规产品与水货、假货并存的现象。根据头豹研究院披露数据, 2020 年中国正规肉毒素销量占比仅为 34%, 虽较去年有所上涨, 但因大量尚未获批白毒、粉毒、绿毒等产品通过非法渠道流入市场导致水货市场猖獗。我们认为中国正规肉毒素规模提升的推动因素包括消费渗透率的提升和正规产品对水货产品的替代, 随着获批产品的丰富和市场监管的趋严, 正规产品有望逐步取代水货产品, 获得快速稳步增长。

图表 28 2020 年中国正规肉毒素市场占比



资料来源: 智研咨询, 头豹研究院, 华安证券研究所

注: 正规肉毒素市场占比采用 2020 年更新数据, 非正规市场占比数据采用 2019 年数据

图表 29 中国对于肉毒素产品的相关政策

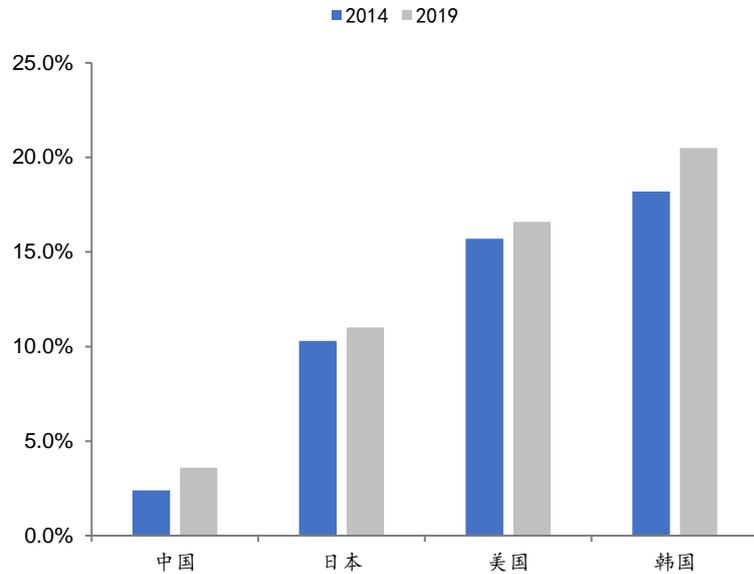
时间	名称	发布单位	主要内容
2008 年	《关于将 A 型肉毒毒素列入毒性药品管理的通知》	国家药监局	首次将 A 型肉毒毒素及其制剂列入毒性药品管理, 进一步加强 A 型肉毒毒素及其制剂的生产、经营和使用管理
2016 年	《关于注射用 A 型肉毒毒素的消费警示》	国家药监局	披露国药监局批准上市的衡力以及保妥适两种注射用 A 型肉毒毒素制剂的 77+56 家指定二级经销商
2016 年	《关于加强注射用 A 型肉毒毒素管理的通知》	国家药监局	加强注射用 A 型肉毒毒素的管理: 唯有指定的经营企业 (不包含药品零售企业) 可直接将毒素销售至已取得《医疗机构执业许可证》的医疗机构或医疗美容机构
2017 年	“关于加强食品药品安全监管部门稽查执法和公安机关打击食品药品犯罪专业队伍建设”	新沂市食药监局	新沂市食药监局联合公安机关查办的网络销售 MEDIROXIN 牌肉毒素假药案, 涉及 10 个省, 案值金额 6000 余万元。目前, 查获各类肉毒素等假药 7500 余盒, 抓获犯罪嫌疑人 27 人。
2017 年	“打击非法销售假药“瘦脸针”(A 型肉毒毒素)专项行动”	北京市食药监局	行动中查验药品 20 余种 1500 余盒(瓶), 破获销售假药案 5 起, 刑事拘留犯罪嫌疑人 8 名。
2017 年	“生产销售“肉毒素”假药系列案”	南通市食药监局	抓获犯罪嫌疑人 25 名, 查获假药“肉毒素”2 万余瓶、包装材料 2 万余份, 涉案金额 7000 余万元。
2018 年	“1·09”假冒伪劣医疗产品案件	辽阳市公安局	抓获犯罪嫌疑人 36 人 (17 男、19 女), 扣押肉毒素假药 2000 余支、麻膏 2100 余桶, 玻尿酸成品及半成品共计 11000 余盒、美容提拉线 90000 余包, 涉案总金额 5000 余万元。
2018 年	“223”特大生产、销售微整形假药案	浙江嘉兴、海宁公安局	抓获犯罪嫌疑人 21 名, 捣毁非法生产假药地下工厂一家, 打掉非法销售囤货仓库窝点 5 处, 扣押肉毒素、麻膏、水光针等假药及无注册证医疗器械共计 130 多个品种, 数量约 27 万盒 (支)。
2018 年	严厉打击非法医疗美容“蓝盾”专项行动	东阳市卫计局	严厉查处生活美容机构、宾馆酒店、会所和居民住宅等场所开展非法医疗美容活动, 严厉打击非法行医、危害药品安全等违法犯罪行动。
2019 年	“特大网络销售美容假药案”	慈溪市公安局	扣押美容针剂 (玻尿酸, 肉毒素) 数万支, 价值数百万, 冻结涉案资金 20 余万元, 总涉案金额高达 1 亿元。
2019 年	“严厉打击非法医疗美容专项行动”	国家卫生健康委、公安部等 7 部门联合	全国公安机关共捣毁制售假药黑窝点 728 个, 总涉案金额近 7 亿元, 全国海关立案侦查、调查各类胶原蛋白、肉毒毒素等走私违法犯罪案件 912 起。

资料来源: 国家药监局, 华安证券研究所

中国医美消费走进大众市场, 渗透率快速提升。站在全球的角度上来看, 中国医美市场仍处于起步状态, 在渗透率、消费频次、消费额等方面皆远低于其余国家, 中国 2019 年总体医美渗透率为 3.6%, 仅达到韩国美国等医美大国的 1/5, 但是 2019 年一线以及二线城市整体的渗透率与韩国、美国医美大国的平均水平持平。对标发达国家, 随着中国人均消费水平的提高, 中国广大的低线城市人群的医美需求将逐渐显

现，中国医美渗透率未来还有较大增长空间。

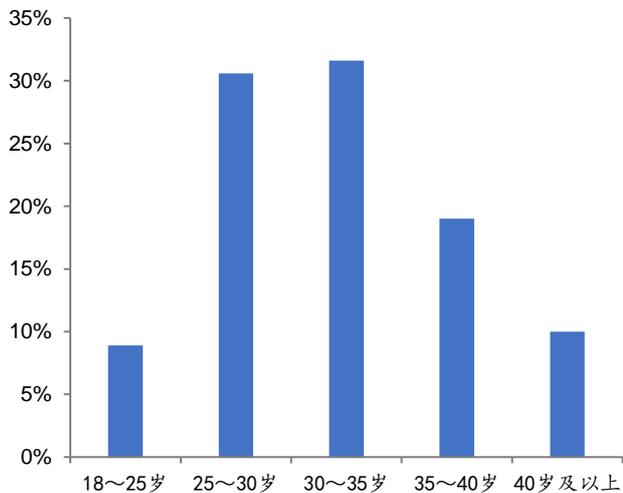
图表 30 2019 年全球各地医美项目渗透率



资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

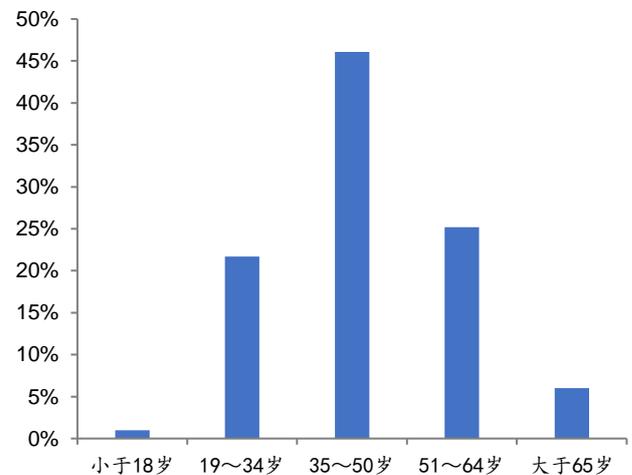
预计未来 5~10 年后肉毒素市场进入黄金时代：根据新氧 2019 年白皮书显示在中国注射类手术中，玻尿酸注射占 66%，肉毒素注射占 33%，玻尿酸与肉毒素的占比为 2:1，与全球肉毒素占据大半壁江山的情况相悖，究其原因是中国人与西方人对于医美的不同效果追求，中国更追求身材脸部塑形、尖下巴、小 V 脸，而西方因天生立体五官，更多追求除皱，抗衰老，而中西方两种截然不同的需求分别对应着玻尿酸与肉毒素。根据艾瑞咨询和 ISAPS 披露的医美患者年龄分布可以看出 35~50 岁的用户对于除皱抗衰老效果更加憧憬，而中国医美用户普遍年轻化，集中在 25~35 岁之间，预计在 5~10 年后，中国医美用户除皱需求增长，肉毒市场有望迎来新一轮增长。

图表 31 2020 年中国医美用户年龄分布



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

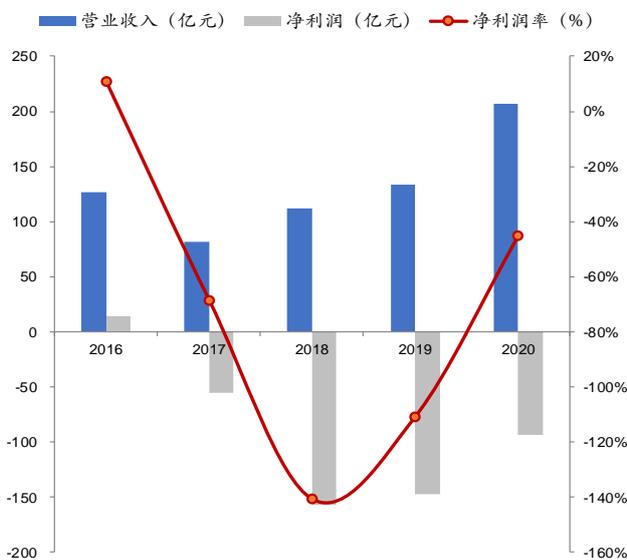
图表 32 2019 年全球肉毒素注射患者年龄分布



资料来源：ISAPS,华安证券研究所

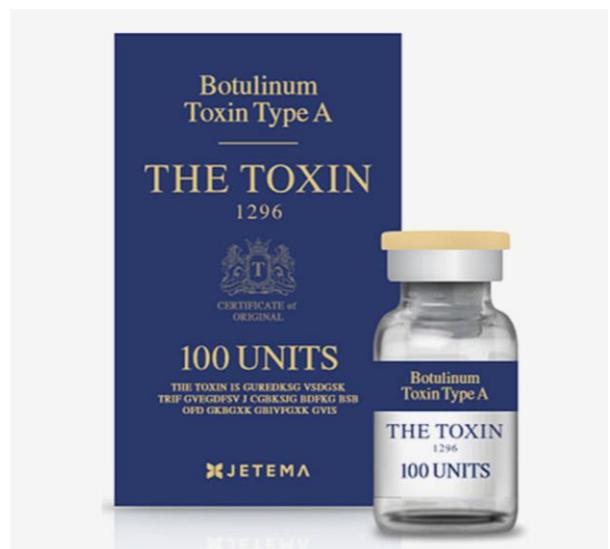
2020 年公司获得 Jetema A 型肉毒素产品在中国的独家代理权, 入局肉毒市场: 根据抗原性的不同, 肉毒素分为 A、B、C、D、E、F、G 七个类型, 其中 A 型肉毒素毒力最强。Jetema 是世界上唯一一家获得 A 型、B 型和 E 型肉毒素的公司, 同时其肉毒杆菌菌株是在 2017 年与英国公共卫生 (PHE) 签署协议后从英国引入韩国的, 来源相对安全与透明化。Jetema 于 2020 年在中国启动针对临床 A 型肉毒素产品的注册报批工作, 预计于 2024 年获批上市。A 型肉毒杆菌毒素商业化已数十年经验, 临床失败的风险相对较小, 加上 Jetema 肉毒素所采用的菌株符合美国和韩国 cGMP 标准的生产和管理工艺且并未像韩国其余菌株存在争议, 未来有望在中国肉毒素市场占据一席之地。

图表 33 2016~2020 年 Jetema 经营数据



资料来源: Jetema 官网, 华安证券研究所

图表 34 Jetema 在研发中的注射用 A 类肉毒素产品



资料来源: Jetema 官网, 华安证券研究所

2.3 注射类到埋植线和仪器, 医美业务百花齐放

2.3.1 国内埋植线市场初露头角, 公司 Silhouette 系列产品具有优势

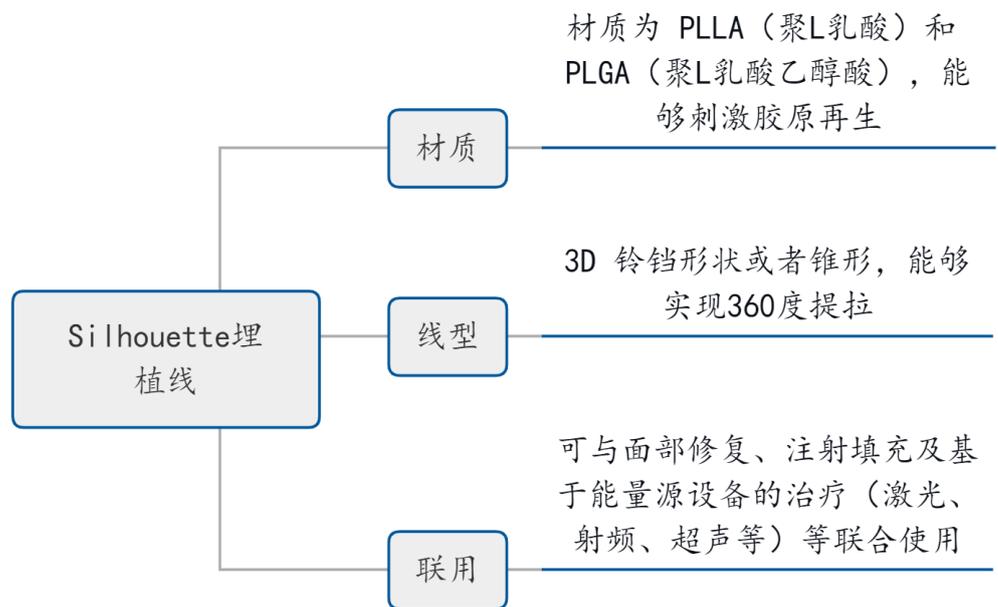
目前国内获批的埋植线只有爱美客的紧恋和韩式生科的 MINT, 国内埋植线市场处于快速发展阶段。Sinclair 旗下产品除玻尿酸和少女针等注射类产品外, 还包含 Silhouette 美容线系列。公司产品材质为材质为 PLLA (聚 L 乳酸) 和 PLGA (聚 L 乳酸乙醇酸), 与现有的 PPDO (聚对二氧环己酮) 相比, 具有立即重新定位和逐渐刺激皮肤胶原蛋白再生的双重作用。Silhouette Soft 已进行了超过 15 万次治疗, 已充分证明了它的安全性和有效性。

图表 35 国内已获批的埋植线

公司	品牌名称	获批时间	材料	线型
爱美客	紧恋	2019.5	聚对二氧环己酮 (PPDO)	锯齿/平滑/螺旋
韩士生科	MINT	2019.6	聚对二氧环己酮 (PPDO)	锯齿

资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

图表 36 Silhouette埋植线

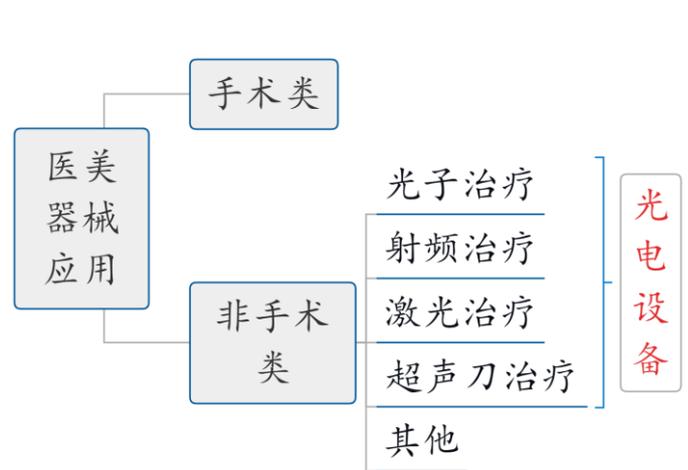
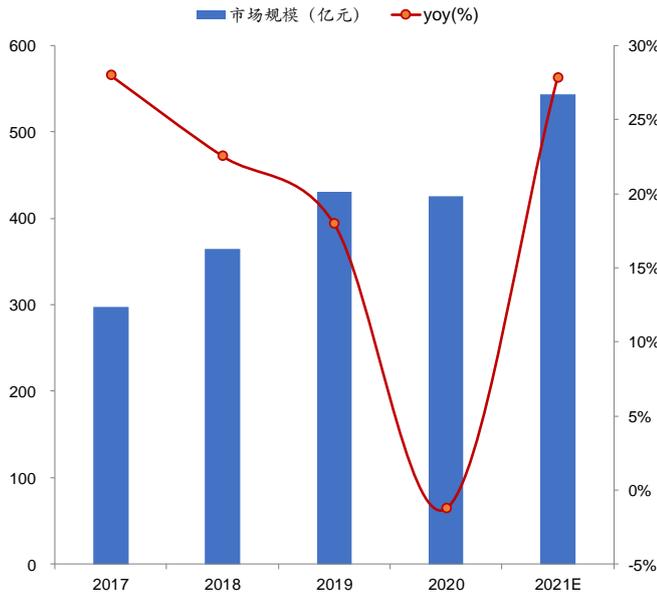


资料来源：公司官网，公司公告，华安证券研究所

轻医美市场表现突出，推动光电类医美器械发展。随着颜值经济盛行，医美变得习以为常，据艾媒咨询数据显示，2015年中国医美市场规模为870亿元，在2020年已达到3150亿元，2015~2020年CAGR为23.92%，其中轻医美占比不断增大。医美行业的兴起同时带动医美器械发展，2017~2019年中国医美器械行业市场规模增速分别为28%、23%、18%，2020年医美器械市场规模达到425亿元，预计2021年中国医美器械市场规模将超过500亿元。其中光电设备为最常见的非手术类医美器械，它将激光、射频、超声等能量形式作用于皮肤，达到医美效果，适用范围广且安全系数高，得到广泛爱美者的青睐。

图表 37 2017~2021 年中国医美器械行业市场规模及预测

图表 38 2016 中国光电医美器械功能分类



资料来源：艾媒咨询，华安证券研究所

资料来源：艾媒咨询，华安证券研究所

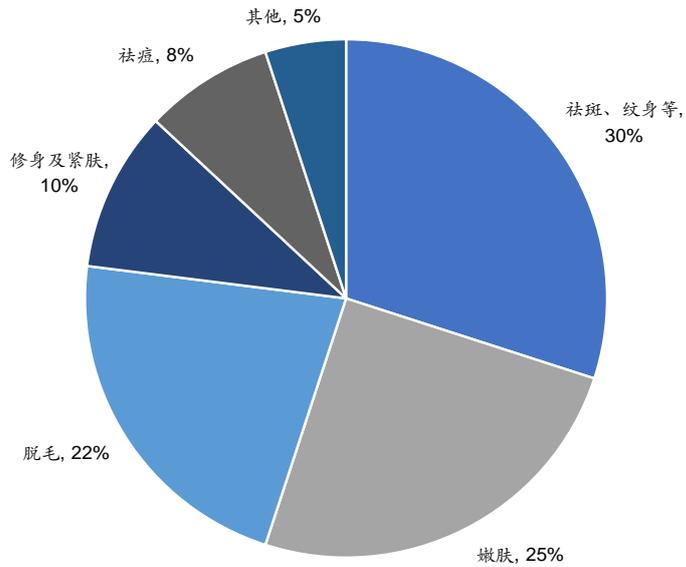
图表 39 手术类与非手术类项目比较

指标	手术类 (重整形)	非手术类 (轻医美)
类别	五官整形、颌面整形、胸部整形、美体整形、骨整形	皮肤管理 (光子嫩肤、超声刀、热玛吉等)、注射填充 (玻尿酸、肉毒素)、口腔美容、五官埋线、毛发移植
使用器材	手术刀	注射填充材料及激光等
执行次数	一次	多次
项目价格	10000-60000 元	500-30000 元
恢复期	1-6 个月	1 天-4 周
效果	永久	3-12 个月
复购率	低	高
创伤和风险	高	低

资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

公司涉足光电设备，进入激光与冷冻设备两大重要领域：2016 年中国祛斑、嫩肤、脱毛类市场规模分别为 30%、25%、22%，修身紧肤占比仅 10%。然而同期全球修身紧肤类规模占比高达 37%，对比全球其他市场，预计未来中国抗衰及减脂类项目仍有较大空间。因此公司瞄准身体塑形与皮肤修复热点，收购西班牙 High Tech 公司，并且独家代理美国 R2 公司设备，争占国内美白祛斑市场。

图表 40 2016 年中国与全球光电项目占比对比



资料来源：艾媒咨询，华安证券研究所

2.3.2 与美国 R2 联手进军国内美白祛斑市场

参股美国 R2 公司 26.6% 股权，开拓美白祛斑医美市场：公司在 2019 年与美国 R2 Dermatology, Inc. (以下简称“R2 公司”) 达成战略合作协议，参股 R2 公司 26.60% 的股权，并获其医疗器械 Glacial Rx™ (F1) 和 F2 (全身喷雾美白) 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，此外公司还引入冷触美容仪 Glacial Spa™ (F0)。

图表 41 R2 公司设备

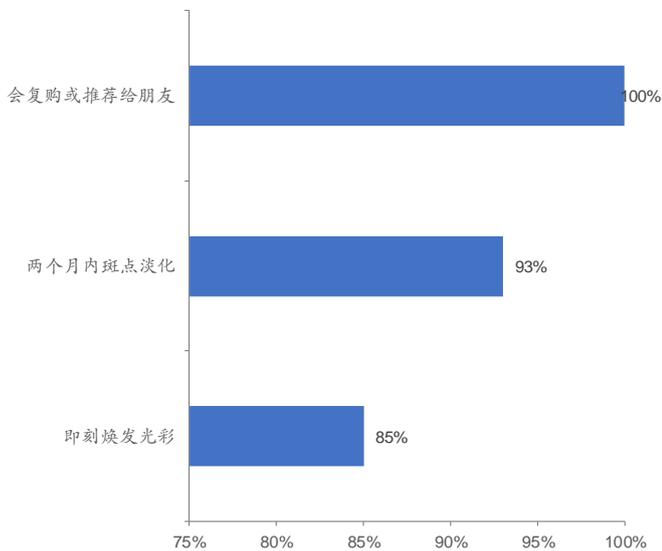


资料来源：R2 Dermatology 官网，华东医药公司公告，华安证券研究所

F0 革新性低温科技,有效解决肤色问题:目前公司正在积极筹备 **Glacial Spa™ (F0)** 中国上市销售工作,预计 **2021** 年正式投入中国市场。F0 冷触美容仪由现代激光医学之父,美国麻省总医院威尔曼光电医学中心主任 **Rox Anderson, M.D.** 为核心的技术团队研发,是**冷冻祛斑医疗器械的生活美容版本**。它采用革新性低温调制 (**Cryomodulation™**) 技术,可**瞬时精准低温多维度调控色素,抑制黑色素的生成和转运,维养肌底微环境,提高肌肤耐受力,从源头焕亮肌肤,打造健康长效好气色**。它主要针对肤色问题,包括肤色不均,暗黄暗沉,没有光泽,敏感泛红,以及局部色素沉着严重等,对淡化色斑、痘印、黑眼圈有一定的效果,给予求美者安全舒适的肤色管理体验,填补了目前市场上这一功效型肤色管理项目的空白,开启了冷冻美学时代。

医美器械 Glacial™ Rx (F1) 在有序推进中国的注册工作, F2 (全身喷雾美白) 正处于研发阶段。 医美器械 F1 (冷冻祛斑),已获得美国 FDA 批准的 510(k), 预计 2021 年上半年在美国上市,并即将启动中国注册工作。**F1 美容仪使用低温调制技术来抑制黑色素的产生,消除皮肤的良性色素病变。** 治疗过程可以舒缓肌肤,能有效减少红肿和炎症,加速去角质,让肌肤更明亮。经客户调查反馈, F1 美容仪的祛斑成效明显,复购率极高, **85%** 的客户会即刻焕发光彩, **93%** 的客户反应斑点在两个月内得到明显的淡化,并且 **100%** 的参与调查的客户都选择会复购或者推荐给朋友,未来在中国上市后有望引起爱美者的热潮。F2 也采用低温调制技术,主要用于全身美白,目前正处于研发阶段。

图表 42 F1 美容仪 (冷冻祛斑) 治疗后客户反馈



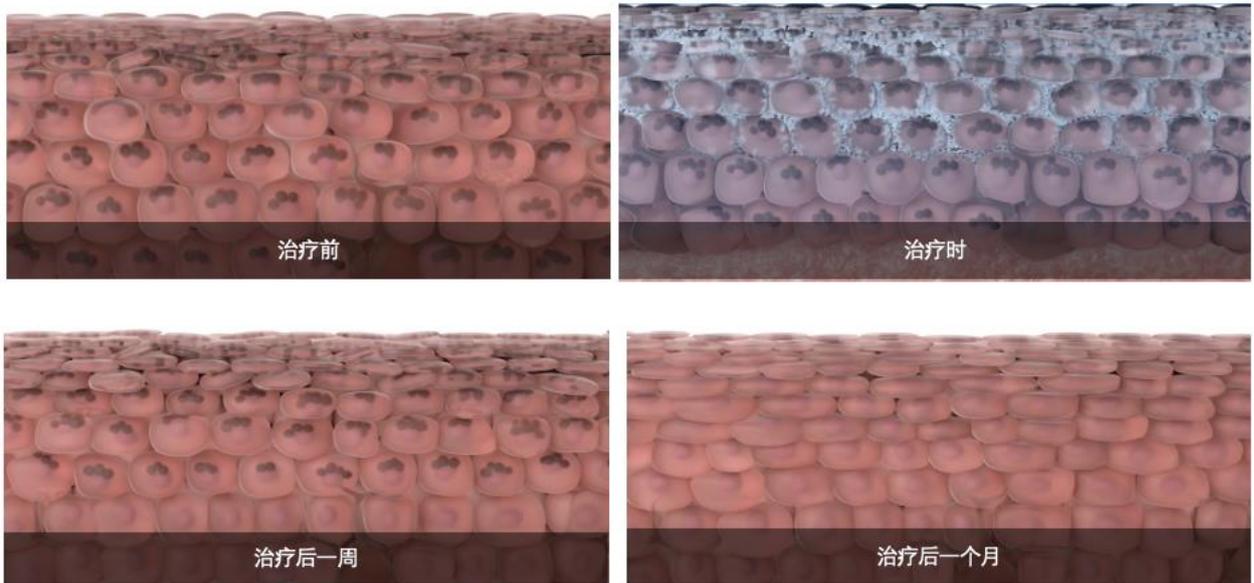
资料来源: R2 Dermatology 官网, 华安证券研究所

图表 43 F1 美容仪 (冷冻祛斑) 治疗前后对比



资料来源: R2 Dermatology 官网, 华安证券研究所

图表 44 F1 冷冻技术治疗效果图 (黑色素明显淡化)



资料来源: R2 Dermatology 官网, 华安证券研究所

2.3.3 开拓国内塑形和激光脱毛市场

收购 High Tech, 抢占中国医美塑形、激光脱毛市场份额: 2021 年 2 月公司通过全资子公司英国 Sinclair Pharma Limited 获得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, 拥有自主核心技术和近 20 人的优秀研发团队, 主要产品包括 3 款冷冻溶脂设备, 其中 Cooltech 及其升级产品 cooltech Define 已在欧洲、哥伦比亚等地获得注册; 公司 2 款激光脱毛系列产品已在欧洲、加拿大等地获批; 此外, 仍有 4 款储备项目在研, 预计在 2021~2024 年内在全球范围陆续上市。

图表 45 High Tech 公司主要产品

产品名称	功能类别	研发进展
Define2.0	减脂紧肤塑性	预计 2021~2024 年陆续在全球范围内上市
Define3.0		
PrimelasePro	脱毛皮肤年轻化	
Titania		

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 46 High Tech 公司主要产品

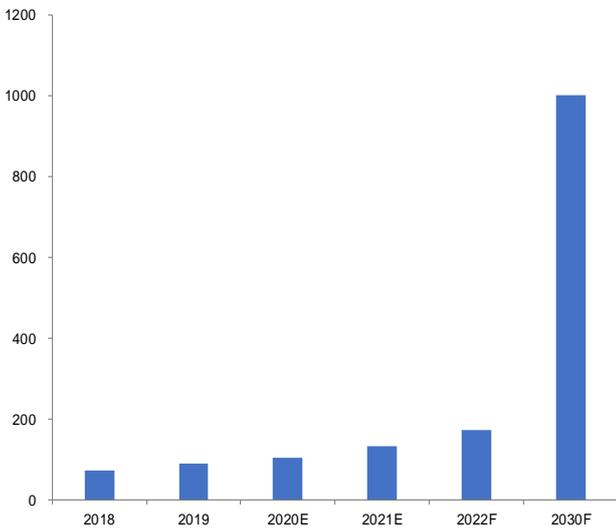


资料来源：公司公告，华安证券研究所

(1) 收购 High Tech 公司冷冻溶脂医美器械

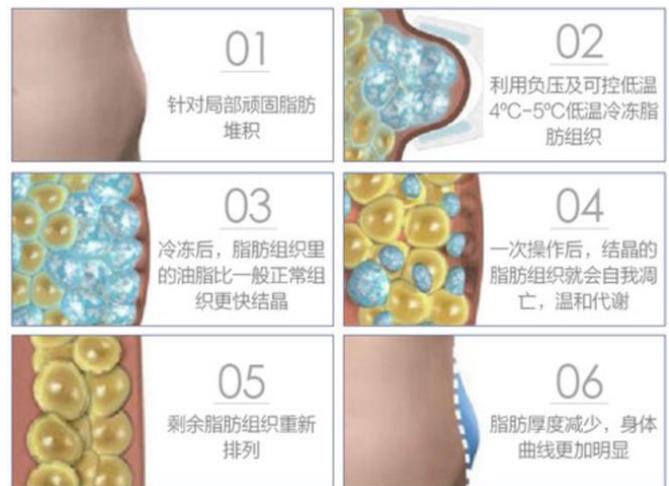
中国塑形市场空间大，渗透率低：中国塑形市场的市场规模在 2020 年约为 105 亿，德勤预计 2020~2022 年复合增速达到 24%，高于医美整体市场的 18%。此外，中国塑形市场渗透率低，据《中国身体塑形市场行业发展白皮书 2021》统计，2019 年，成熟美国市场的渗透率为 2.8 次/千人，而中国渗透率仅为 0.8 次/千人，市场开发方面仍然存在较大的增长空间。

图表 47 中国塑形行业市场规模 (亿元)



资料来源：《中国身体塑形市场行业发展白皮书 2021》，华安证券研究所

图表 48 冷冻溶脂工作原理



资料来源：新氧，华安证券研究所

非侵入式塑形减脂逐渐代替手术吸脂成为主流，其中冷冻溶脂评价突出。根据美团数据，由于非侵入性减脂设备的安全性和舒适度较高，冷冻溶脂、射频溶脂这两类非侵入式项目订单量在过去三年间年化增长分别达到 318%和 216%，高于吸脂（侵入式）的医美项目，逐渐形成塑形主流。医美平台大数据分析显示，相对于其他技术流派，消费者对于冷冻溶脂的综合评价更加突出，对于效果、舒适以及安全有较高的

提及率。

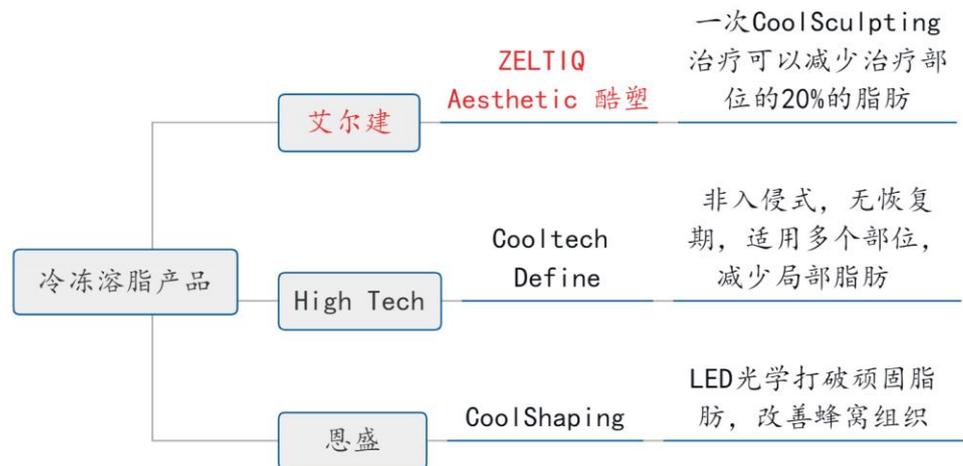
图表 49 冷冻溶脂与传统溶脂对比

医美整形	项目名称	工作原理	优点	缺点
	冷冻溶脂	人体脂肪内的 三酸甘油酯 在5℃的低温下转化成固体，结晶老化后陆续死亡，通过新陈代谢排出体外	无创伤；无副作用 ，基本无恢复期；只针对脂肪层， 不会冻伤内脏及皮肤	见效慢 ，大概需要2-4个月才能代谢完毕； 费用相对较高 ；减脂效果比吸脂效果差；需要反复/多疗程治疗
非侵入式	射频溶脂	通过 电极发射高频电波 产生高热，消融治疗部位脂肪；而作用于真皮层的外电极也会产生高热，加热胶原蛋白，使其排列紧密， 紧致肌肤	安全性高 ，效果佳； 溶脂紧肤一体化	需要多次/多疗程 ；没有吸脂效果明显；可能出现皮肤及深层组织烫伤、血清肿、皮肤瘀斑（无需处理）、色素沉着及脂肪栓塞等并发症
侵入式	吸脂	将皮下深层脂肪吸出 ，留下紧贴表层皮肤，约1厘米厚的浅层脂肪	定位准且效果持久 ， 只需一次手术就可达到效果。	需要一定周期的恢复 ； 适应人群有限 ，不适合皮肤松弛明显、皮下脂肪较少的人； 术后需要穿医用弹力加压服 ，需固定1-3个月；由于人体脂肪的密度很小，术后体重不会有明显的减轻；吸脂进针部位，会留下细小疤痕；手术有一定的风险和后遗症产生。

资料来源：新氧，华安证券研究所

冷冻溶脂现有玩家少，机会多：目前国内仅有艾尔建酷塑®产品2018年获批上市，国际市场中其他厂商包括韩国恩盛、High Tech等，市场中现有玩家少，机会较多。根据 Medical insight, 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，公司收购High Tech冷冻溶脂医疗器械后有望抢争占中国塑形医美市场。

图表 50 市场中部分冷冻溶脂产品

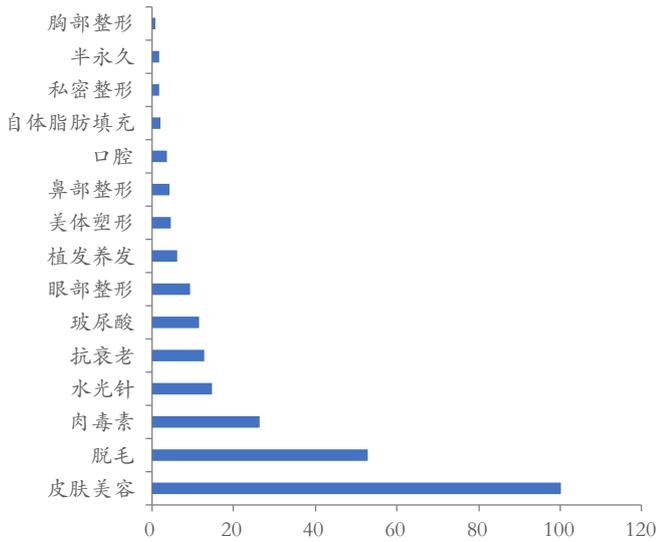


资料来源：各公司官网，新氧，华安证券研究所

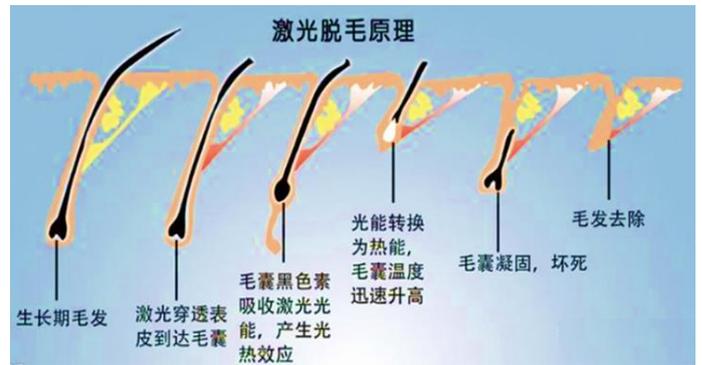
(2) 收购 High Tech 公司激光脱毛医美器械 (ElySION、Primelase)

公司为全面发展医美业务布局脱毛仪器。激光脱毛通过合理调节激光波长能量脉宽穿过皮肤表层到达毛发的根部毛囊，光能被吸收并转化为破坏毛囊组织的热能，从而使毛发失去再生能力同时又不损伤周边组织、痛感轻微的技术，是目前最安全快捷长久的去毛技术。脱毛一直是消费者消费频次比较高的医美项目，2020年脱毛订单量在医美细分品类中排名第二，随着更多求美者将目光投入到激光脱毛项目以及激光脱毛仪器的升级换代消费者更易使用，激光脱毛市场有望持续增长，High Tech 公司具有两款脱毛仪产品 ElySION、Primelase，自 2014 年上市以来，已在多个国家和地区注册，公司收购 High Tech 后，其脱毛仪产品将进入中国市场。

图表 51 2020 年中国医美细分品类订单量 top15



图表 52 激光脱毛原理



资料来源：《中国身体塑形市场行业发展白皮书 2021》，华安证券研究所

资料来源：DEESS 官网，华安证券研究所

备注：以皮肤美容为 100 单位

3 静待转型研发成果，传统业务或将破茧重生

3.1 医药商业：浙江省内全网络覆盖

公司是浙江省内名列前茅的医药商业企业，连续多年位居中国医药商业企业十强，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（公立医疗、民营医疗、零售药店、商业分销）、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（医院增值服务）、市场拓展及特色大健康产业，为客户提供综合性解决方案。

公司医药工业拥有一支 6000 人的专业化的药学服务团队，以临床价值及学术推广为核心，推进以综合性医院、基层医疗机构、零售及第三终端、互联网线上相结合的营销模式，已逐步形成多渠道有效覆盖，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（县级市），具备良好的竞争优势。

公司商业在浙江市场深耕多年，商业业态完备，经销品种丰富，在政策事务，市场准入及网络覆盖方面具有综合竞争优势。实现浙江省公立医疗机构、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。已与国内外 90% 的主流医药企

业建立业务合作关系。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。公司获得浙江省第一张医药冷链企业的快递业务经营许可证，并获得浙江省疾病预防控制中心独家第三方储存和运输疫苗服务资格。

图表 53 公司医药商业浙江省全网络覆盖图

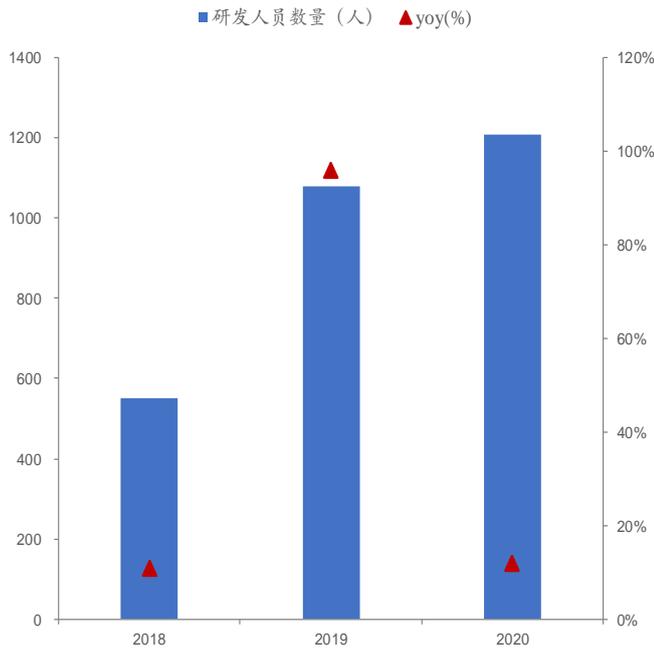


资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.2 医药工业：加速创新研发，在研产品管线丰富

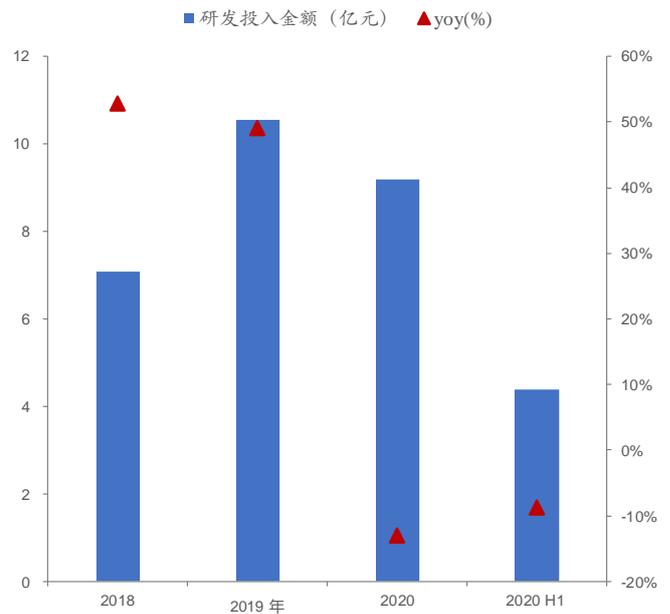
公司制定了未来 5 年的创新药发展战略规划，围绕现有覆盖治疗领域，明确规划期间每年创新项目立项重点方向和数量，**提出规划期间每年完成不少于 15 个创新品种（包括创新药物、改良型新药、创新医疗器械和高端产品等）的立项和储备。**报告期内，公司抓紧推进在研创新药、重点生物类似物品种临床研究进展，争取早日获批上市；此外，公司也在积极探索和借鉴接轨国际先进的创新药研发体系建设，**不断优化和调整公司的整体研发体系架构**，并通过高端研发人才的引进，完善创新项目研发的各功能模块，全力保障公司创新项目战略规划目标的实现。公司 2018~2020 年的研发人员数量分别为 550/1078/1207 人，增速分别为 10.89%、96.00%、11.97%；2018~2021H1 的公司研发投入金额分别为 7/11/9/4 亿元，增速分别为 52.90%、49.14%、-12.96%、-8.78%。

图表 54 公司研发人员数量及增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 55 公司研发投入及增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司多年来深耕专科、慢病及特殊用药领域，在慢性肾病、移植免疫、内分泌、消化系统等治疗领域构筑了良好的品牌效应和雄厚的市场基础，市场占有率持续保持国内同类产品前列。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；在器官移植领域也形成临床一线免疫抑制用药的全覆盖。在抗肿瘤、内分泌和自身免疫三大核心治疗领域均已全球首创新药 (first-in-class) 布局，形成差异化优势。

糖尿病领域

1) **TTP273**: 全球第一款口服 GLP-1 受体激动剂小分子创新药，目前正在开展 2 期中国大陆、台湾多中心临床试验,预期今年年底前结束 2 期临床, 2022 年正式进入 3 期临床。

2) **索马鲁肽注射剂**: 公司与参股公司重庆派金合作开发的 GLP-1 受体激动剂, 目前正在开展动物试验, 计划在 2021 年内启动中国临床试验申请 (IND) 的申报。

3) **利拉鲁肽注射剂**: GLP-1 受体激动剂, 其糖尿病适应症以及减肥适应症在国内均在开展 3 期临床研究。糖尿病适应症已基本完成 3 期临床试验, 预计在 3 季度提交注册申请, 减肥适应症预计在 2021 年内提交注册。

4) 公司关注糖尿病领域最新的研发进展, 积极布局全球创新药, 于今年 6 月引进日本 SCOHIA PHARMA, Inc. 临床 I 期在研产品 SCO-094, 该产品为 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。

图表 56 公司糖尿病领域全产品线布局 (截至 2021 年 7 月)

传统口服降糖药	DPP-4抑制剂	SGLT-2抑制剂	GLP-1受体激动剂	GLP-1R和GIPR 双靶点激动剂	胰岛素及类似物
阿卡波糖片 (已上市)	西格列汀二甲双胍片 (50/500mg已上市)	卡格列净片 (已申报生产)	利拉鲁肽注射剂 (糖尿病适应症: 临床三期)	SCO-094 (2型糖尿病: 英国临床一期)	门冬胰岛素 (临床前)
阿卡波糖咀嚼片 (已上市)	西格列汀二甲双胍片 (50/850mg已申报生产)	恩格列净二甲双胍片 (已获批上市)	利拉鲁肽注射剂 (减肥适应症: 临床三期)		德谷胰岛素 (临床前)
吡格列酮二甲双胍片 (15mg/500mg已上市)			TTP273片 (临床2期)		胰高血糖素 (临床前)
伏格列波糖片 (已上市)			索马鲁肽 (临床前)		
吡格列酮片 (已上市)					
吡格列酮二甲双胍片 (15/850mg中试研究中)					

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

肿瘤领域

- 1) **HDM2002 (IMGN853)**: 全球首个针对 FR α 阳性卵巢癌的 ADC 在研药物, 其临床试验 (MRCT 临床 3 期和 PK 桥接试验) 已在国内获批, 目前正在按计划推进临床前的各项准备工作, 预计 2021 年下半年正式开展; 其另一中国关键性单臂临床试验申请于 2021 年 7 月获得批准, 预计 2022 年初正式开展。
- 2) **迈华替尼**: 治疗晚期非小细胞肺癌的迈华替尼正在进行开展 3 期临床试验, 已完成 3 期临床受试者整体入组, 预计 2021 年结束 3 期临床并提交注册申请。

自身免疫领域

- 1) **HDM3002 (PRV-3279)**: 公司引进美国 Provention Bio 在研产品, 用于治疗系统性红斑狼疮 (SLE) 以及预防或降低基因治疗的免疫原性的双特异性抗体, 正在开展 2 期国际多中心临床研究。目前国内已完成 pre-IND 资料递交。
- 2) **HDM3001 (QX001S)**: 公司与参股公司荃信生物合作开发的产品, 原研药乌司奴单抗 (Stelara[®], 喜达诺[®]) 的生物类似药, 用于治疗成年中重度斑块状银屑病, 已经进入 III 期临床研究。

图表 57 临床研究进展情况 (截至 2021 年半年报)

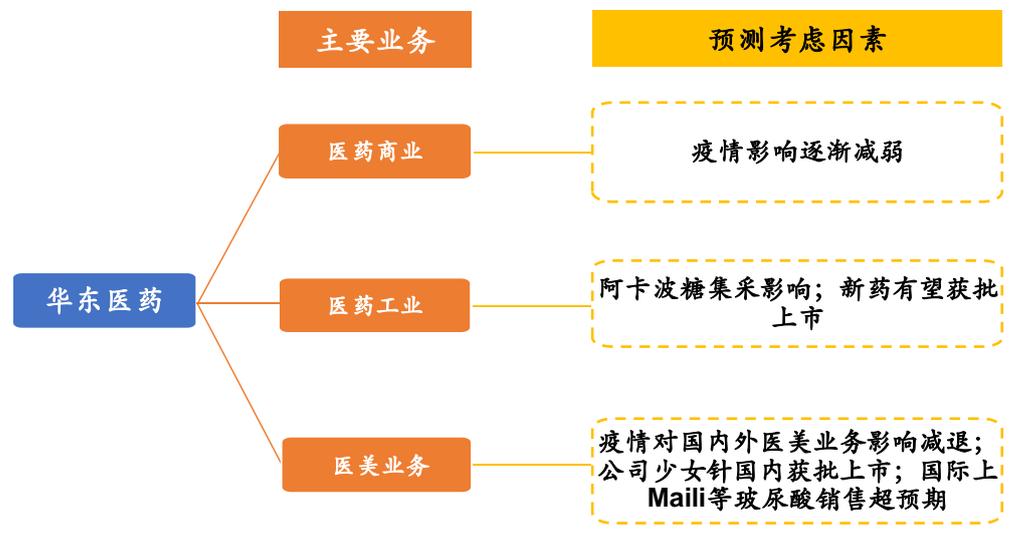
	产品	适应症/治疗领域	进展
创新药	迈华替尼	晚期非小细胞肺癌	正在进行开展 3 期临床试验, 已完成 3 期临床受试者整体入组, 预计 2021 年结束 3 期临床并提交注册申请。
	TTP273	糖尿病	目前正在开展 2 期中国大陆、台湾多中心临床试验, 预期今年年底前结束 2 期临床, 2022 年正式进入 3 期临床。
	HDM3002 (PRV-3279)	用于治疗系统性红斑狼疮 (SLE) 以及预防或降低基因治疗的免疫原性的双特异性抗体	正在开展 2 期国际多中心临床研究。目前国内已完成 pre-IND 资料递交。
	HDM2002 (IMGN853)	全球首个针对 FR α 阳性卵巢癌的 ADC 在研药物	其临床试验 (MRCT 临床 3 期和 PK 桥接试验) 已在国内获批, 目前正在按计划推进临床前的各项准备工作, 预计 2021 年下半年正式开展; 其另一中国关键性单臂临床试验申请于 2021 年 7 月获得批准, 预计 2022 年初正式开展。
	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	临床 I 期
生物类似物	利拉鲁肽注射液	糖尿病及减肥适应症	糖尿病适应症已基本完成 3 期临床试验, 预计在 3 季度提交注册申请, 减肥适应症预计在 2021 年内提交注册。
	索马鲁肽注射剂	2 型糖尿病	目前正在开展动物试验, 计划在 2021 年内启动中国临床试验申请 (IND) 的申报。
	HDM3001 (QX001S)	用于治疗成年中重度斑块状银屑病	已经进入 III 期临床试验研究
	德谷胰岛素注射液	糖尿病	临床前研究
	门冬胰岛素注射液	糖尿病	临床前研究
	胰高血糖素	糖尿病	临床前研究
	雷珠单抗注射液	黄斑病变	2021 年 4 月获批临床试验

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

4 盈利预测及投资建议

盈利预测

图表 58 公司盈利预测主要考虑因素



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 59 公司盈利预测

单位：亿元	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	253.8	278.32	306.63	354.46	336.83	367.45	405.10	445.79
yoy (%)	-	9.66%	10.17%	15.60%	-4.97%	9.09%	10.25%	10.04%
营业成本	192.19	205.62	217.75	240.87	225.5	245.80	265.46	286.70
yoy (%)	-	7%	6%	11%	-6%	9.00%	8.00%	8.00%
毛利	61.61	72.7	88.88	113.59	111.33	121.65	139.64	159.09
yoy (%)	-	18%	22%	28%	-2%	9.27%	14.79%	13.93%
毛利率(%)	24.28%	26.12%	28.99%	32.05%	33.05%	33.11%	34.47%	35.69%
医药商业	197.37	211.90	223.49	250.98	230.11	250.82	273.39	295.27
yoy (%)	-	7%	5%	12%	-8%	9.00%	9.00%	8.00%
业务收入比例(%)	77.77%	76.14%	72.89%	70.81%	68.32%	68.26%	67.49%	66.23%
医药制造业	56.43	66.42	82.38	108.65	113.98	108.28	119.11	133.40
yoy (%)	-	18%	24%	32%	5%	-5.00%	10.00%	12.00%
业务收入比例(%)	22.23%	23.86%	26.87%	30.65%	33.84%	29.47%	29.40%	29.93%
医美板块				18.37	12.62	19.71	25.12	30.91
yoy (%)	-	-	-	-	-31.30%	56.19%	27.47%	23.02%
业务收入比例(%)	-	-	-	-	-	-	-	-
分部间抵消 (行业)	-	-	-	-10.26	-10.45	-11.36	-12.53	-13.79
yoy (%)	-	-	-	-	1.85%	8.75%	10.25%	10.04%
业务收入比例(%)	-	-	-	-2.89%	-3.10%	3%	3%	3%

资料来源：wind，公司公告，国家统计局，新氧，艾瑞咨询，华安证券研究所

投资建议

国内医美市场高景气，行业规模快速增长，产品丰富多样，并不断升级换代。公司聚焦轻医美，玻尿酸、肉毒素、光电设备等产品均有布局，医美 2.0 重磅产品少女针有望迎来放量，后续产品管线众多，未来可持续增长动力强。预计公司 2021~2023 年 EPS 分别为 1.71/1.97/2.33 元/股，对应当前股价 PE 分别为 21/18/15 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：

- 1、公司产品研发进度不及预期：**公司医美业务和医药工业业务都有众多的在研产品，医美器械及医药研发周期长，投入大，最终产品能否研发成功顺利投入市场存在较大不确定性，若产品研发进展不及预期，将会影响后续产品的商业化进程，对公司的营收造成不利影响。
- 2、医美器械 NMPA 注册过程存在政策风险：**公司收购了多家国际医美企业，全方位布局国内医美市场，但是国外品牌在国内销售需要获得 NMPA 注册批件，NMPA 审批流程较为严格，并且随着医美行业监管趋严，产品具体获批时间存在不确定性。
- 3、医美行业竞争加剧，市场销售不及预期：**随着医美行业的快速发展，众多企业涌入该行业，行业竞争持续加剧，若公司不能及时应对市场变化保持现有优势，将会影响公司新产品的推广和销售，影响公司医美业务的总体布局。

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位: 百万元			
会计年度	2020	2021	2022	2023	
流动资产	14656	16618	19650	23410	
现金	3198	4255	6301	8860	
应收账款	6138	6578	7247	8001	
其他应收款	87	96	105	116	
预付账款	251	326	341	364	
存货	4068	4320	4671	5064	
其他流动资产	914	1042	985	1005	
非流动资产	9545	11003	12171	13352	
长期投资	850	850	850	850	
固定资产	2420	2929	3289	3679	
无形资产	1463	1701	1814	1951	
其他非流动资产	4812	5522	6218	6871	
资产总计	24201	27620	31821	36762	
流动负债	8634	8940	9564	10284	
短期借款	1417	1417	1417	1417	
应付账款	3947	4175	4499	4889	
其他流动负债	3270	3349	3648	3978	
非流动负债	388	388	388	388	
长期借款	152	152	152	152	
其他非流动负债	237	237	237	237	
负债合计	9022	9329	9952	10672	
少数股东权益	560	675	801	950	
股本	1750	1750	1750	1750	
资本公积	2158	2158	2158	2158	
留存收益	10712	13709	17160	21232	
归属母公司股东权	14620	17617	21068	25140	
负债和股东权益	24201	27620	31821	36762	

现金流量表		单位: 百万元			
会计年度	2020	2021	2022	2023	
经营活动现金流	3411	2899	3445	3958	
净利润	2820	2997	3451	4073	
折旧摊销	440	587	481	502	
财务费用	86	0	0	0	
投资损失	8	13	21	23	
营运资金变动	234	-598	-364	-481	
其他经营现金流	2410	3495	3671	4395	
投资活动现金流	-1739	-1842	-1400	-1399	
资本支出	-1099	-1828	-1379	-1376	
长期投资	-638	0	0	0	
其他投资现金流	-1	-13	-21	-23	
筹资活动现金流	-726	0	0	0	
短期借款	761	0	0	0	
长期借款	152	0	0	0	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	0	0	0	0	
其他筹资现金流	-1639	0	0	0	
现金净增加额	926	1057	2045	2559	

利润表		单位: 百万元			
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业收入	33683	36745	40510	44579	
营业成本	22550	24580	26546	28670	
营业税金及附加	185	198	218	241	
销售费用	5971	6614	7697	8693	
管理费用	999	1080	1204	1320	
财务费用	34	0	0	0	
资产减值损失	-5	0	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	-28	-13	-21	-23	
营业利润	3477	3700	4248	5014	
营业外收入	12	0	0	0	
营业外支出	36	0	0	0	
利润总额	3453	3700	4248	5014	
所得税	544	587	671	793	
净利润	2910	3112	3577	4221	
少数股东损益	90	116	126	148	
归属母公司净利润	2820	2997	3451	4073	
EBITDA	3491	3924	4294	5022	
EPS (元)	1.61	1.71	1.97	2.33	

主要财务比率		单位: %			
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	
成长能力					
营业收入	-5.0%	9.1%	10.2%	10.0%	
营业利润	2.3%	6.4%	14.8%	18.0%	
归属于母公司净利	0.2%	6.3%	15.2%	18.0%	
获利能力					
毛利率 (%)	33.1%	33.1%	34.5%	35.7%	
净利率 (%)	8.4%	8.2%	8.5%	9.1%	
ROE (%)	19.3%	17.0%	16.4%	16.2%	
ROIC (%)	15.3%	14.1%	13.7%	13.7%	
偿债能力					
资产负债率 (%)	37.3%	33.8%	31.3%	29.0%	
净负债比率 (%)	59.4%	51.0%	45.5%	40.9%	
流动比率	1.70	1.86	2.05	2.28	
速动比率	1.20	1.34	1.53	1.75	
营运能力					
总资产周转率	1.39	1.33	1.27	1.21	
应收账款周转率	5.49	5.59	5.59	5.57	
应付账款周转率	5.71	5.89	5.90	5.86	
每股指标 (元)					
每股收益	1.61	1.71	1.97	2.33	
每股经营现金流	1.95	1.66	1.97	2.26	
每股净资产	8.36	10.07	12.04	14.37	
估值比率					
P/E	16.48	20.79	18.05	15.30	
P/B	3.18	3.54	2.96	2.48	
EV/EBITDA	12.87	15.21	13.42	10.96	

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。