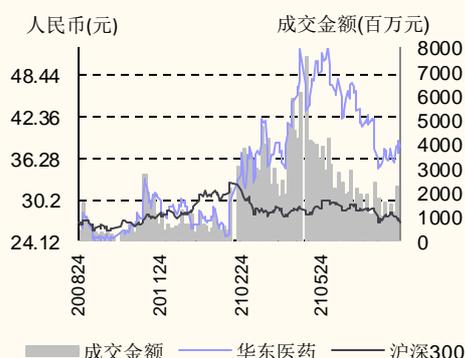


市场价格 (人民币): 37.91 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	17.50
已上市流通 A 股(亿股)	17.50
总市值(亿元)	663.35
年内股价最高最低(元)	52.56/24.12
沪深 300 指数	4769
深证成指	14254



医药工业品质技术升级, 医美全球逐步开花

公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	35,446	33,683	37,300	41,500	46,050
营业收入增长率	15.60%	-4.97%	10.74%	11.26%	10.96%
归母净利润(百万元)	2,813	2,820	3,064	3,533	4,164
归母净利润增长率	24.08%	0.24%	8.67%	15.29%	17.86%
摊薄每股收益(元)	1.608	1.612	1.751	2.019	2.380
每股经营性现金流净额	1.13	1.93	1.32	1.85	2.13
ROE(归属母公司)(摊薄)	22.85%	19.29%	17.86%	17.52%	17.49%
P/E	102.53	102.29	94.13	81.64	69.27
P/B	23.43	19.73	16.81	14.30	12.12

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **医药工业为主导业务, 创仿结合, 品质与技术不断升级。**公司深耕于专科、慢病用药及特殊用药领域, 拥有多个具有市场优势的一线临床用药。受百令胶囊等重点产品降价影响, 2021 年 H1 核心子公司中美华东实现营收 54.24 亿元, 同比下滑 13.49%, 但阿卡波糖片市占率稳步上升。公司随着降价影响逐步变小, 未来有望持续增长。
- **医药流通领域全覆盖, 协同现有业务, 综合性解决能力强。**2021 年 H1 商业板块实现收入 117.7 亿元, 同比增长 9.3%。公司医药商业为区域龙头, 在浙江省内拥有 11 家地区子公司, 客户覆盖全省 11 个地市、90 个区县(县级市)。拥有中西药、医疗器械、药材参茸、健康产业等四大业务板块, 涵盖范围全面且广泛。此外, 公司医药及医工能够发挥较好的协同效应, 为客户提供综合性解决方案。
- **代理+收购海外优质医美资产, 多款市场热点产品有望陆续上市, 中长期动力十足。**2021 年 H1 医美板块营收 5.65 亿元, 同比增长 46.25%, 其中海外业务增长迅速, 实现营收 2.76 亿元, 同比增长 111.28%。公司医美业务聚焦于面部微整形和皮肤管理领域最新的产品和器械, 收购 Sinclair, 并控股西班牙 High Tech 公司。重磅“少女针”国内获批有望提升业绩, 在研产品管线丰富。

投资建议

- 我们看好公司医药工业及流通业务的稳健发展, 医美业务的蓬勃成长。预计 2021-2023 年营业收入分别为 373、415、460.5 亿元, 增速分别为 10.7%、11.3%、11%; 预计 2021-2023 年归母净利润分别为 30.6、35.3、41.64 亿元, 增速分别 8.7%、15.3%、17.9%。分部估值法可得公司合理市值约为 789 亿元, 对应目标价为 45.1 元/股。首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示

- 产品注册批件无法获批的风险, 新产品推广不及预期的风险, 产品质量风险, 医疗事故风险, 新药研发风险, 行业政策风险; 在建工程不转长期不转固定资产带来折旧增加风险

袁维

分析师 SAC 执业编号: S1130518080002
(8621)60230221
yuan_wei@gjzq.com.cn

内容目录

医药工业为主导的综合型医药领先企业，医美外延增添发展动力	4
国内领先的制药工业体系，流通环节助力渠道拓展	4
经营稳健，业务逐步拓展，净资产收益率高于行业水平	5
三大主营业务发展层次明确，撑起增长巨轮	7
医药工业：顶住疫情、政策压力，医药工业板块逆势增长	7
医药商业：特色冷链配送+电商互联，为消费者提供综合型解决方案	10
医美板块：聚焦高端医美市场，开拓医美新格局	11
医美占领黄金赛道 发展势头迅猛	11
颜值经济助推消费 市场前景广阔	11
追赶成熟国家，渗透率提升空间大	12
轻医美趋势明显 非手术项目广受青睐	12
注射美容与光电类为两大主要项目	13
机构合规调整 迎来格局变化	14
国际化战略布局医美板块，整合引进全球先进资源	15
独家代理伊婉先行，战略引入 MaiLi，纵向全面渗透玻尿酸低中高端市场	15
少女针获批，先发引领即时长效填充剂新风向	16
独家代理 Jetema 肉毒素，紧跟行业上升趋势	19
全球唯一 FDA 认证面部提拉埋线产品，市场空间快速增长	20
外延布局美容器械，开启美业又一重要布局	20
盈利预测与投资建议	22
风险提示	24

图表目录

图表 1：华东医药发展历程	4
图表 2：公司营业收入（亿元）及增速（%）	5
图表 3：公司归母净利润（亿元）及增速（%）	5
图表 4：医药工业、商业、医美营收占比	6
图表 5：公司按业务拆分营业收入（亿元）	6
图表 6：公司按业务拆分毛利率（%）	6
图表 7：公司历年净利率（%）	6
图表 8：公司期间费用占营收比例（%）	6
图表 9：华东医药股权结构	7
图表 10：2016-2020 年医药工业营收以及增速	8
图表 11：2016-2020 年医药工业毛利以及毛利率	8
图表 12：2016-2020 年中美华东营收以及增速	8
图表 13：2016-2020 年中美华东净利润以及增速	8
图表 14：重点创新项目研究进展	9

图表 15: 2016-2020 年医药商业营收以及增速.....	10
图表 16: 2016-2020 年医药商业毛利以及毛利率.....	10
图表 17: 医药商业浙江省网络覆盖图.....	10
图表 18: 全球医美业务合作方及医美产业国际布局图.....	11
图表 19: 中国医疗美容市场规模 (亿元)	12
图表 20: 各国医美渗透率对比.....	12
图表 21: 非手术类及手术类医美项目市场规模.....	13
图表 22: 我国医疗美容肉毒毒素市场规模 (亿元)	13
图表 23: 2019 年中国注射医美分布及增速.....	14
图表 24: 2018 年全球非手术项目疗程数排名.....	14
图表 25: 2018 年中国医疗美容机构占比.....	15
图表 26: 医疗美容合规机构占比.....	15
图表 27: 重点创新项目研究进展.....	15
图表 28: 2019 年中国注射用医美玻尿酸营收格局.....	16
图表 29: 伊婉系列产品介绍.....	16
图表 30: Ellansé 少女针产品.....	17
图表 31: Ellansé 少女针适用部位.....	17
图表 32: Ellansé 少女针产品作用阶段.....	17
图表 33: Ellansé S 产品长期临床效果.....	18
图表 34: Ellansé M 产品长期临床效果.....	18
图表 35: Ellansé 少女针治疗后 24 个月内对患者鼻唇沟的改善效果对比.....	19
图表 36: 国内医美肉毒素市场规模.....	19
图表 37: 国内部分已上市及已申报肉毒素情况.....	20
图表 38: Silhouette Instalift 3D 锥形埋线.....	20
图表 39: Silhouette Instalift 埋线后 30 天效果对比.....	20
图表 40: 中国光电医美器械市场规模 (亿元)	21
图表 41: 酷雪 Glacial Spa 产品介绍.....	21
图表 42: High Tech 公司已上市系列产品.....	22
图表 43: High Tech 公司待上市系列产品.....	22
图表 44: 公司业务分板块营收预测 (亿元)	23
图表 45: 医药工业板块可比公司估值.....	23
图表 46: 医药商业板块可比公司估值.....	23
图表 47: 医美板块可比公司估值.....	24

医药工业为主导的综合型医药领先企业，医美外延增添发展动力

国内领先的制药工业体系，流通环节助力渠道拓展

- 华东医药股份有限公司创建于1993年，总部位于浙江杭州，公司分三大主营业务，医药工业、医药商业和医美产业，以医药工业为主导，全产业链覆盖，多环节协同。
- 公司成立28年，从1993年开始二次创业，提出“百令胶囊进军全国，赛斯平走向世界”的战略，专注于专科特殊用药。2004-2015年间，实现工业成功实现销售收入在第四个三年规划期间翻一番。2016年开始第五个三年规划，目标“2020年实现工业销售一百亿，2025年实现糖尿病系列产品销售一百亿”，其中工业销售一百亿已经实现。公司近几年加大创新投入，2018年提出向以科研开发与技术创新为主导的新型药企转型。
- 医药工业为主导业务，2020年医药工业营收占比达32.8%，但毛利占比高达82.5%，毛利率高达80.7%。公司深耕于专科、慢病用药及特殊用药领域，涵盖以慢性肾病、移植免疫、内分泌、消化系统等领域为核心的产品管线，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。医药销售渠道已覆盖国内上万家大中型医院。已逐步形成国内领先，面向国际的制药工业体系。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。
- 医药流通领域全覆盖，是浙江省医药商业龙头企业，包含医药批发、医药零售、以冷链为特色的第三方医药物流。公司连续多年位居中国医药商业企业十强，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）。公司拥有中西药、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，为客户提供综合性解决方案。2020年公司医药商业板块营收达到230.1亿元，收入占比达68.3%，毛利率7.5%，疫情负面影响正被产品结构调整和运营效率提升逐步消化。
- 代理+收购海外优质医美资产，跑通渠道有望实现可持续发展。公司医美业务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。于2018年以14.9亿人民币，收购总部位于英国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、玻尿酸以及面部提拉埋线、冷冻溶脂等产品，是公司全球化的医美运营平台。2020年，公司医美业务收入为9.43亿元，营收占比仅2.8%。其中国际医美业务（海外全资子公司Sinclair为代表）营收规模达到3.19亿，国内医美代理业务（控股子公司华东宁波公司为代表）营收规模达到6.24亿。

图表 1：华东医药发展历程

年份	主要事件
1993	杭州市人民政府批准，进行股份制企业改造，组建杭州医药站股份有限公司。
2005	赛可平终获国内首家生产批文
2006	阿卡波糖通过FDA认证，环孢素通过欧盟COS认证
2013	百令胶囊单品种突破十亿元，股份公司上榜财富中国500强，位列第288名
2015	2015年，公司第四个三年规划圆满落幕，公司工业片实现销售翻一番，商业片从2004年起，已连续13年名列浙江省同行业第1位，并继续保持全国药品批发企业排名第8位。
2018	2018年，公司提出要向以科研开发与技术创新为主导的新型医药企业转型的战略目标，在第二次创业的元年，公司最重要的一件事就是转型升级。在此战略思想的指导下，公司驻波士顿办事处与驻硅谷办事处相继成立、新药研究院也即将要在北京、成都、长沙、广州组建4个临床办事处，切切实实迈出了科研与国际化的坚定步伐。同年，华东医药核心子公司杭州中美华东制药有限公司获得浙江省政府质量奖。收购总部位于英国Sinclair。
2019	与美国R2 Dermatology公司签署战略合作协议，公司对R2公司进行股权投资并获得R2公司研发的医疗器械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；与美国MediBeacon公司达成战略合作，获得MediBeacon公司拥有的全部产品（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；

与瑞士 KYLANELABORATOIRES 达成战略合作意向，于 2020 年第一季度正式签订协议，获得其研发 Kysense 系列高端玻尿酸产品全球市场商业化权益，预计该产品 2020 年首先在欧洲市场获批上市，丰富了医美产品管线。

2020

2020 年公司完成了研发体系改革，快速调整营销策略，加强海外新药合作，加快医美国际化产业布局；积极探索医药商业新运营模式，开拓全新的市场领域

2021

收购道尔生物，收购 High Tech

来源：公司官网，国金证券研究所

经营稳健，业务逐步拓展，净资产收益率高于行业水平

- **公司营收及净利润稳健增长。**近十年营收复合年增长率 13.9%，归母净利润复合年增长率达 24.89%。2020 年营收及利润增速下滑，主要受疫情及国内阿卡波糖国家集采失标及医保谈判降价等冲击，公司积极拓展海外市场及新业务有望在未来放量。2021H1 公司实现总营收 171.79 亿元，归母净利润为 13 亿元，扣非归母净利润 11.94 亿元。

图表 2：公司营业收入（亿元）及增速（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：公司归母净利润（亿元）及增速（%）



来源：Wind，国金证券研究所

- **分业务来看**，公司商业收入为最大占比，2020 年商业收入 230 亿元占总体业务收入 68%，近 4 年 CAGR 为 3%；制造业收入 114 亿元，占总体收入 34%，销售比例不断提升，近 4 年 CAGR 为 18%；医美作为公司新拓展业务，处于早期，尚需时间进行磨合，2020 年收入近 3.2 亿元。
- **盈利能力逐渐增强。**公司随着高毛利医药工业、医美业务比例逐年增长，整体毛利率由 2016 年的 26% 增长至 2020 年的 33%，净利率逐年稳步提升，2020Q1 达到 8.5%，未来或随新业务的增长进一步优化。
- **公司期间费用合理。**管理费用低于 5%，由于医药工业发展快速，销售费用有一定比例的上升；研发费用相对较低，考虑流通环节业务占比较大，该比例相对合理。

图表 4: 医药工业、商业、医美营收占比



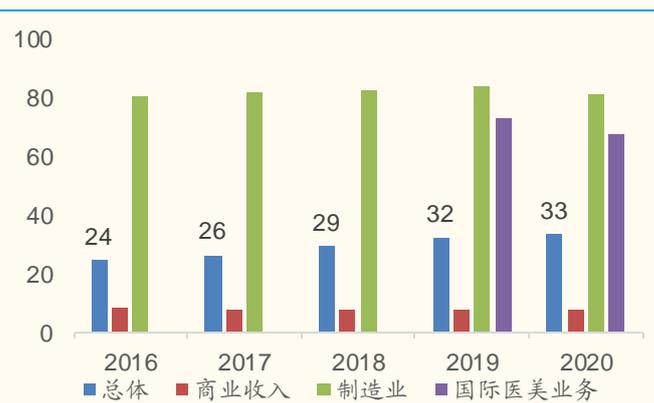
来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表 5: 公司按业务拆分营业收入 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 6: 公司按业务拆分毛利率 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 7: 公司历年净利率 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

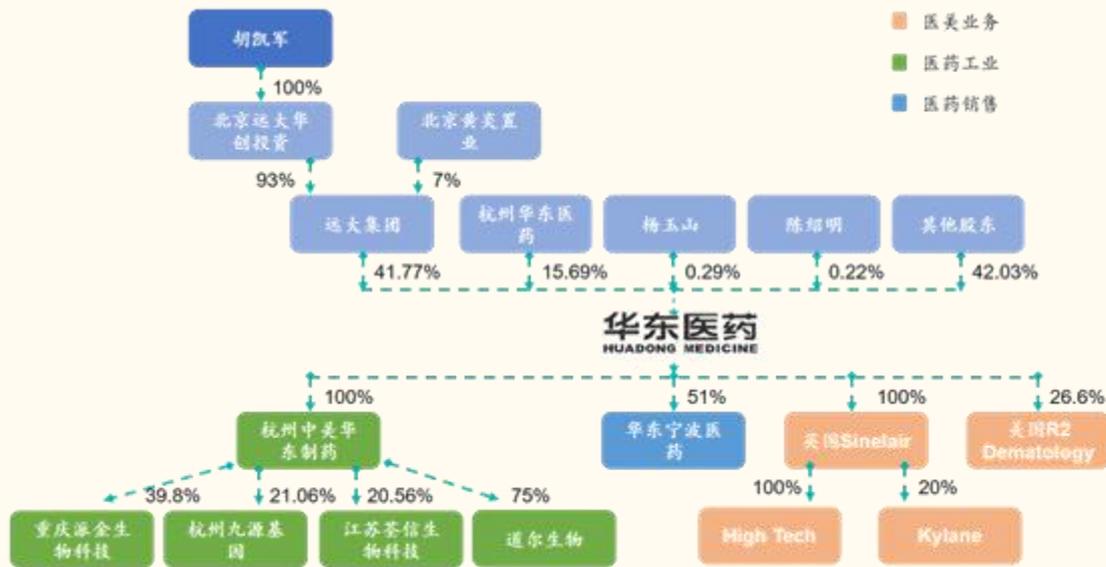
图表 8: 公司期间费用占营收比例 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

- **公司股权稳定，实际控制人为胡凯军。**公司最大股东为远大集团，其持有公司 41.77% 的股份，胡凯军为实际控制人。
- **子公司划分结构合理，不断外延丰富产线布局。**下设中美华东，为医药工业业务的主体公司，此外公司通过并购及参股形式拥有多家医美资产，海外版图逐步扩张。控股子公司华东宁波公司为专注大健康领域产品研发、专业化推广的综合性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。2021 年通过中美华东收购道尔生物 75% 股权，该公司专注于肿瘤与代谢领域，是一家拥有自主知识产权的从事创新生物大分子抗体药物开发的平台型企业，与华东医药的重点布局领域一致。

图表 9：华东医药股权结构



来源：公司年报，国金证券研究所。注：截至 2021 年 3 月 31 日

三大主营业务发展层次明确，撑起增长巨轮

医药工业：顶住疫情、政策压力，医药工业板块逆势增长

- 公司克服全国集采、医保价格谈判等不利因素，经营业绩仍保持正增长。
- 医药工业板块连续多年稳步增长。2020 年 1 月，第二轮集采招标中，阿卡波糖失标遭受冲击后，华东医药积极开拓集采以后的市场，包括基层和社区市场、民营医院、OTC 市场等仍有很大发展空间，公司将利用营销团队优势，大力拓展基层、院外和零售市场。百令胶囊的新医保支付价格于 2021 年 3 月 1 日起正式执行，目前来看，百令产品的销量仍保持增长，但短期内降价对收入端的影响虽然存在，但 2021 年公司将继续拓展零售和院外市场，并采用线上+线下的方式加大市场覆盖和推广。2020 年医药工业营业收入 114 亿元，占总营业收入的 32.82%，16-20 年间复合增长率达 14.28%，同比增长 5%；20 年毛利 92 亿元，16-20 年间复合增长率达 14.34%，毛利率维持 80% 以上。

图表 10: 2016-2020 年医药工业营收以及增速



图表 11: 2016-2020 年医药工业毛利以及毛利率



来源: wind, 国金证券研究所

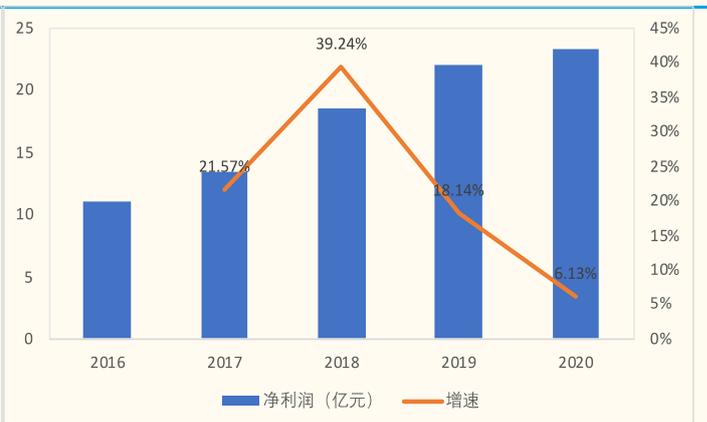
来源: wind, 国金证券研究所

- 医药工业板块核心子公司中美华东连续 20 年实现营收连续增长。2020 年中美华东营业收入达 110.4 亿元, 同比增长 5.07%; 净利润达 23.32 亿元, 同比增长 6.13%。

图表 12: 2016-2020 年中美华东营收以及增速



图表 13: 2016-2020 年中美华东净利润以及增速



来源: 公司年报, 国金证券研究所

来源: 公司年报, 国金证券研究所

- 深耕专科、慢病用药及特殊用药领域多年, 营销网络覆盖全国
 - 公司以医药工业为主导, 同时拓展医药商业以及医美领域。医药工业板块在销售规模、技术质量、研发投入、市场占有率等指标均名列前茅。核心产品为糖尿病以及移植免疫用药, 同时在慢性肾病、移植免疫、内分泌、消化系统四大领域均有领先的临床用药。此外, 公司通过自主研发、外部引进、项目合作等方式布局抗肿瘤、内分泌及自身免疫领域, 研发创新药及高技术壁垒仿制药。
 - 公司拥有超 6000 人的专业化团队, 通过推进“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, 销售渠道已覆盖上万家中大型医院。公司及时调整市场策略以应对“国家集采常态化”, 增加团队人员进一步推进对基层市场、院外市场以及自费市场的覆盖, 开发线上销售新渠道。
- 王牌产品与国家医保谈判成功, 未来有望放量
 - 公司与国家医保局谈判成功, 百令胶囊和阿卡波糖咀嚼片新医保支付价格下降。谈判结果显示, 百令胶囊 0.5g/粒和 0.2g/粒价格比谈判前全国最低省级医保支付价格降低 33%和 33.8%; 阿卡波糖咀嚼片比谈判前全国最低省级医保支付价格降低 38%。

- 百令胶囊是长期慢病用药，经过多年的发展已成功成为多个领域指导用药，形成一定的品牌基础；存在自费市场，价格下调有助于提高患者自费购买药品的意愿，用药人群数量和销量可能上升。
- 阿卡波糖咀嚼片尽管在国家第二轮集采中失利，但2020年稳定原有市场份额。通过销售到院外市场、基层市场和OTC市场弥补失标的不利因素，目前已形成较为稳定的竞争格局。尽管价格下调，但已形成较为明显的成本、产能及渠道覆盖优势。公司积极加强产品院内拓展，进一步提升市场占有率，预计2021年销量将持续增长。2022年一季度有望进入集采名单，占领市场份额。
- 加大研发投入和研发团队建设，提高核心竞争力
 - 公司开展研发体系改革，推进研发创新转型。2020年公司医药工业研发总投入14.44亿元，同比增长8.91%；直接研发费用9.18亿元，同比下降12.96%；外部新药技术及权益引进等研发支出5.25亿元，同比增加94.10%。
 - 加强与海外医药公司合作，拓宽核心领域产品管线。公司与人工智能药物发现公司Exscientia及晶泰科技(XtalPi)开展抗肿瘤药物研发合作；通过产品授权引进的方式丰富肿瘤、自身免疫及糖尿病领域产品，不断有创新产品进入临床和上市销售。
 - 公司20年引进47位创新型研发人才，建立具有国际化理念、视野和管理能力的创新团队，努力推进创新项目战略规模目标的实现。制定未来5年创新药发展战略规划，目标每年的创新品种不少于15个。

图表 14：重点创新项目研究进展

类别	产品	用途	进展
创新药	迈华替尼	用于治疗晚期非小细胞肺癌	同步开展二期及推进注册临床三期试验，计划今年三季度完成末例受试者入组
	TTP273	全球第一款治疗糖尿病的GLP-1受体激动剂小分子创新药	开展2期多中心临床试验
	HDM3002 (PRV-3279)	治疗系统性红斑狼疮及预防或降低基因治疗的免疫原性	系统性红斑狼疮完成1a和1b试验；预防或降低基因治疗的免疫原性在进行临床前试验
创新医疗器械	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	监测系统中使用的1类新药MB102中国临床试验申请获得受理
生物类似物	利拉鲁肽注射液	用于治疗糖尿病适应症以及减肥适应症	糖尿病适应症基本完成3期临床工作，预计21年2季度完成全部临床工作并提交注册申请；减肥适应症预计今年3季度完成临床工作，年底提交注册
	索马鲁肽注射剂	用于治疗2型糖尿病	计划2021年启动国内临床试验申请的申报
	HDM3001	用于治疗银屑病与克罗恩病	准备临床3期的准备工作，预计今年下半年开展3期临床试验
	雷珠单抗注射液	用于黄斑病变的治疗	提交临床申请和发补材料
	德谷胰岛素注射液、门冬胰岛素注射液、胰高血糖素	用于糖尿病的治疗	临床前研究阶段

来源：公司年报，国金证券研究所

- 战略收购道尔生物，加强抗体领域早期药物发现能力。
 - 21年4月26日华东医药子公司中美华东以4.88亿元收购道尔生物科技有限公司共75%股权，成为道尔生物第一大股东。道尔生物专注于肿瘤与代谢领域，是一家拥有自主知识产权的从事创新生物大分子抗体药物开发的平台型企业，与华东医药的重点布局领域一致。
 - 道尔生物在肿瘤与代谢领域抗体、融合蛋白及多肽药物研发具有丰富的经验，此次收购可以丰富公司在生物制药领域单抗、多抗、融合蛋

白、多肽类产品的管线布局；此外，道尔生物拥有的具有自主知识产权的羊驼单域抗体筛选和改造平台、长效生物药物改造技术平台等平台技术可以研发出有差异化的抗体、融合蛋白及多肽药物，具有很高的应用前景。

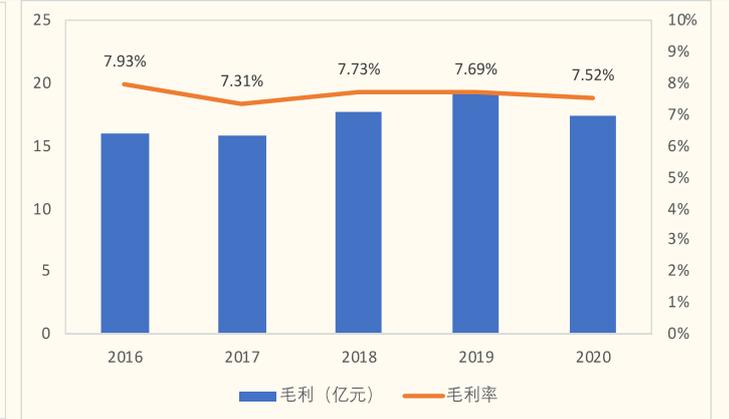
医药商业：特色冷链配送+电商互联，为消费者提供综合型解决方案

- 2020 年医药商业板块收入 230 亿元，收入占比 68.3%，是公司营业收入占比最大板块；毛利 17.31 亿元，毛利率维持 7%以上。

图表 15：2016-2020 年医药商业营收以及增速



图表 16：2016-2020 年医药商业毛利以及毛利率



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

- 公司商业板块深耕浙江市场多年，在浙江省具有明显的综合竞争优势。
- 公司在浙江省公立医疗机构、重点民营医疗与零售药店客户订单金额满足率处于领先地位。已经与国内外 90%的主流医药企业建立商务合作关系。公司坚持在浙江完善医药物流网络，打造以冷链为特色的第三方医药物流；改造和提升传统经营模式，利用互联网平台延伸服务供应链，向现代医药增值服务方向发展。

图表 17：医药商业浙江省网络覆盖图



来源：公司年报，国金证券研究所

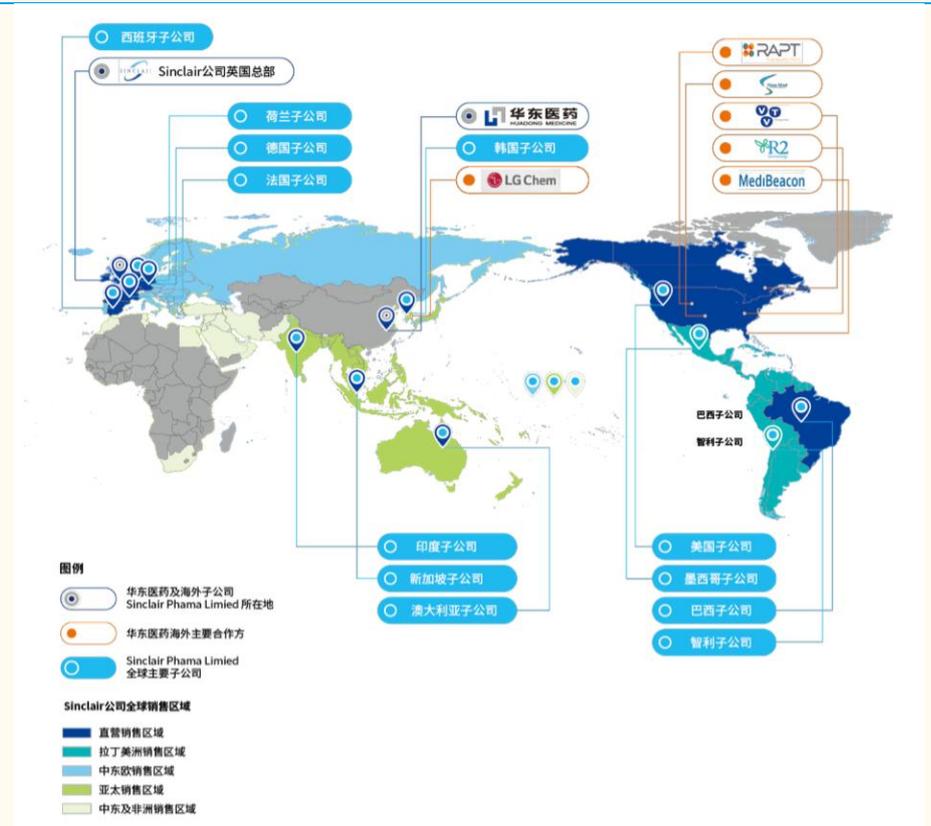
- 通过自营 DTP 药房渠道，除传统零售服务外，公司为顾客提供药学咨询、药品配送及特病患者回访等“增值服务”；开发处方分发平台，对接浙江省“互联网+诊疗”服务，在浙江省推出“线上医保结算+送药到家”服务，探索医药商业新模式。

- 公司拓展以“冷链”为特色的第三方服务，以生物药疫苗冷链配送为核心，在浙江省建设完善的物流体系；获得浙江省首张医药冷链企业的快递业务经营许可证，拓展 C 端业务配送；拿到浙江省疾病预防控制中心独家第三方存储和运输新冠疫苗服务资格，保障疫苗的配送。

医美板块：聚焦高端医美市场，开拓医美新格局

- 国内子公司宁波公司玻尿酸表现亮眼，以国际子公司 Sinclair 为核心，逐步实现全球化经营布局。
- 公司医美板块的业务范围涉及面部微整形和皮肤管理两大领域，旗下拥有控股子公司华东宁波医药有限公司和全资子公司英国 Sinclair Pharma。华东宁波医药有限公司有医药事业部和医学健康美容事业部，其中医学健康美容事业部 2013 年引进韩国 LG 公司伊婉品牌玻尿酸产品，为全国独家代理，伊婉注射用玻尿酸销量全国领先。Sinclair Pharma 的重点产品注射用长效微球 Ellansé®伊妍仕™ 已经获得上市许可，21 年 8 月上市销售。
- 利用全球化的研发中心和生产基地，整合研发资源和能力进而提升产品结构，进军高端医美市场。
- 公司加快医美布局，丰富医美领域产品管线。2018 年战略性收购英国 Sinclair 公司，布局无创+微创的医美产业链；拥有英国 Sinclair、西班牙 High Tech、美国 R2、瑞士 Kylane 四个全球化研发中心，荷兰、法国、美国、瑞士和保加利亚五个全球化生产基地，形成国际化的营销网络；通过收购、参股等方式积极引进高端医美新产品，公司已经拥有差异化透明质酸钠全产品组合、胶原蛋白刺激剂、A 型肉毒素、埋植线、能量源器械等非手术类主流医美产品。

图表 18：全球医美业务合作方及医美产业国际布局图



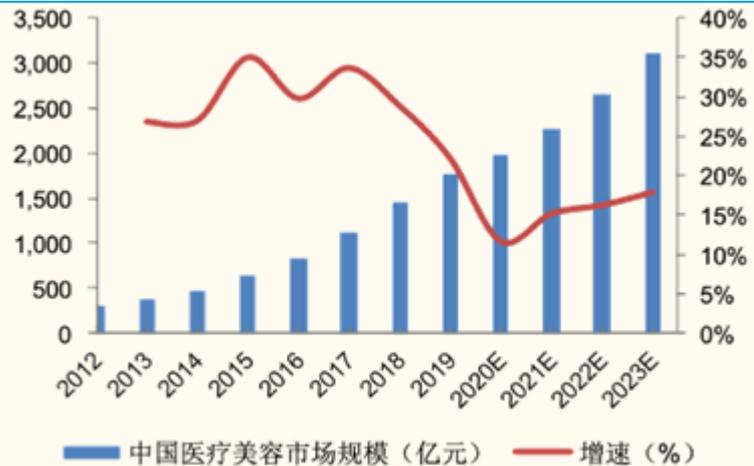
来源：公司年报，国金证券研究所

医美占领黄金赛道 发展势头迅猛

颜值经济助推消费市场前景广阔

- 近年来，受人均消费水平提高与对外貌重视程度的增强等多方因素影响，医美行业逐渐步入公众视野，成为颜值经济时代下的最大受益者之一。目前，全球医美市场已进入稳定发展时期，保守估计全球医美市场规模将从2018年的1357亿美元增长至2022年的1782亿美元，CAGR 7.5%；国内市场也紧随其后，正处于高增速发展阶段，2020年市场规模已接近2000亿元，预计到2023年市场规模有望突破3115亿元，CAGR为15.2%，值得期待。

图表 19: 中国医疗美容市场规模 (亿元)



来源: F&S, 国金证券研究所

追赶成熟国家，渗透率提升空间大

- 我国医美接受度有明显改善，2019年渗透率达3.6%，但相较于日美韩国家仍有一定差距，约为日本的1/3，美国的1/5，韩国的1/6，提升空间较大。随全球化趋势，技术水平将不断精进，产品日趋丰富，更新迭代速度加快，渗透率预计将逐步提高；同时，国内医疗机构布局在一线城市居多，二三线城市普及率低，不足10%，积极下沉渗透低线城市，将会对渗透率提升起重要作用。

图表 20: 各国医美渗透率对比



来源: 德勤, 国金证券研究所

轻医美趋势明显 非手术项目广受青睐

- 轻医美旨在通过非手术的医疗手段达到皮肤管理的目的，常见项目包括玻尿酸注射、肉毒素注射、光子嫩肤及激光脱毛。与传统手术类医美项目相比，非手术项目具有单次价格低、风险小、创伤小、恢复周期短等特点，

通过非手术项目人们可以快速提升自身形象，因此轻医美逐渐成为越来越多年轻人的选择。据统计，香港地区非手术类医美的手术例数已由 2010 年的 210 万增加至 2011 年的 1097 万，增速远超手术类医美；2018-2023 年中国地区非手术类市场预计增速为 26.3%，也远远大于手术类预计的 22.7%。另外，从行业来看，非手术项目操作难度要求不高，对于人员培训周期也会相对较短，大大降低了入行壁垒，对于新入行者较为友善，有利于行业的发展。

图表 21：非手术类及手术类医美项目市场规模

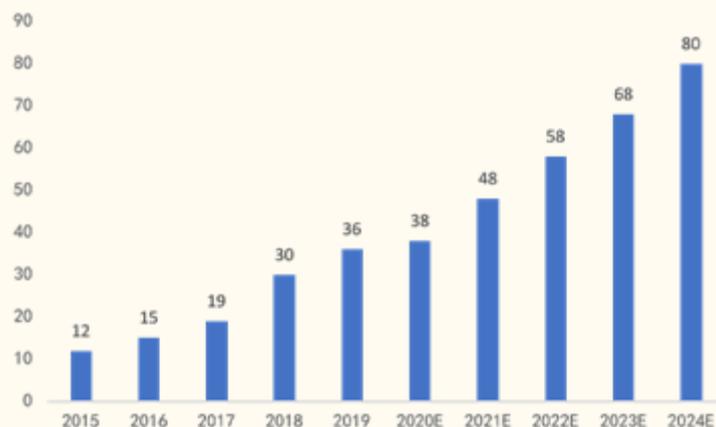


来源：新氧招股书，国金证券研究所

注射美容与光电类为两大主要项目

- 非手术类项目种类繁多，可大致分为两类，一类是注射美容，一类则是光电类美容。
- 注射美容是以注射为主要方式，通过注射肉毒杆菌、透明质酸钠、胶原蛋白、聚左旋乳酸等材料达到消除面部皱纹、凹陷的目的。目前，肉毒毒素和透明质酸钠为主要的注射类产品。
- 肉毒毒素注射具有操作方便，痛苦小，副作用少见效快等优势，通过 20 年来的研究与实践，其稳定性和安全性已经得到广泛认可。2019 年，我国肉毒毒素行业市场规模 36 亿元，保持高速稳定增长，在注射类项目中增速最快，预计至 2026 年全球肉毒毒素市场规模将达到 87.19 亿美元，CAGR 为 7.6%。

图表 22：我国医疗美容肉毒毒素市场规模 (亿元)



来源：F&S，国金证券研究所

- 玻尿酸即透明质酸根据不同分子大小发挥功能，如大分子玻尿酸，质地坚硬，有填充塑形作用，用于隆鼻、丰下巴、太阳穴填充等；中分子玻尿酸，

质地较为柔软，通常用来除皱；小分子玻尿酸主要是改善肤质，具有较强消费属性，属于美容产品。2019 年中国透明质酸市场规模达 42.7 亿元，预计未来五年复合增速为 12.8%，呈稳步增长态势。

- 总体来看，2018 年全球肉毒素注射疗程数超 600 万次，约占非手术项目总疗程数的一半，位列第一，透明质酸诊疗量约 373 万，占非手术项目总疗程数 30%，位居第二。2019 年，注射医美在中国总消费量中占 57.04%，远高于美国的 44.17% 和日本的 42.08%，随着产品审批放量，市场份额有望更上一层楼。

图表 23: 2019 年中国注射医美分布及增速



图表 24: 2018 年全球非手术项目疗程数排名

排名	非手术类医美	2018 疗程量	占比	2017 疗程量	2014 疗程量	2018 vs. 2017 增长	2018 vs. 2014 增长
1	肉毒素	6,097,516	48.2%	5,033,693	4,830,911	17.4%	20.8%
2	透明质酸	3,729,833	29.5%	3,298,266	2,690,633	11.6%	27.9%
3	脱毛	916,869	7.2%	997,372	1,277,581	-8.8%	-39.3%
4	非手术溶脂	473,316	3.7%	478,739	NA	-1.1%	NA
5	光子嫩肤	436,656	3.4%	545,953	NA	-25.0%	NA
6	化学剥脱	408,485	3.2%	357,753	493,043	12.4%	-20.8%
7	微剥脱换肤	201,797	1.6%	214,652	NA	-6.4%	NA
8	激光换肤	192,880	1.5%	170,854	NA	11.4%	NA
9	微晶瓷	129,038	1.0%	167,385	194,709	-29.7%	50.9%
10	聚左旋乳酸	72,756	0.6%	72,852	72,495	-0.1%	0.4%
	非手术美容总计	12,659,147		11,337,519	9,559,372	10.4%	24.5%

来源：新氧，国金证券研究所

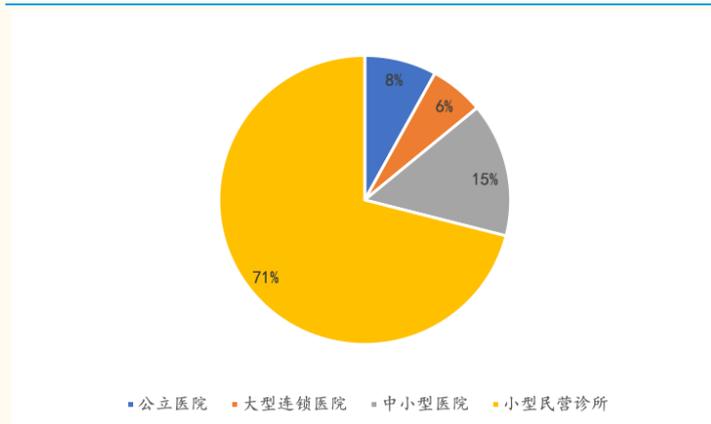
来源：ISAPS，国金证券研究所

- 光电类医美是使用激光收紧深层皮肤，去除色素重塑肌肤表层，具有较高复购率，其中包括光子治疗、射频美容、超声刀治疗三种治疗方式。光子治疗采用特定宽光谱彩光照射皮肤表面，在深层产生微型爆炸进而分解色素，闭合异常毛细血管，同时还可以刺激皮下胶原的增生。射频美容在促使皮下胶原收缩拉紧的同时，冷却皮肤表面，来达到淡化消除皱纹和皮下胶原质重塑的功效。超声刀则是利用热效应促进胶原蛋白再生和变性。

机构合规调整 迎来格局变化

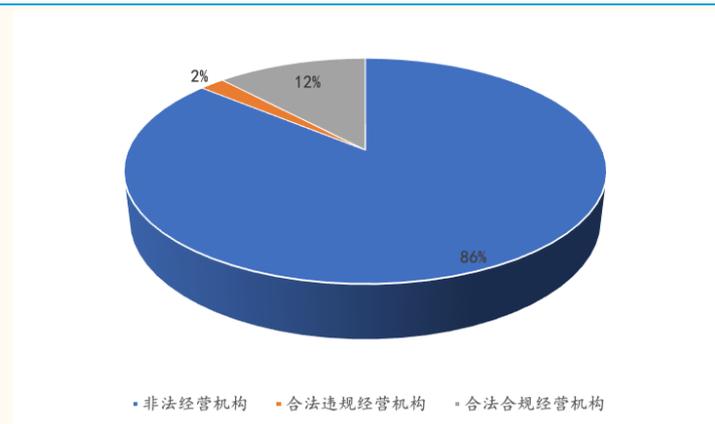
- 我国医疗美容市场中民营机构占据较大份额，其中小型民营诊所为主，占据市场 71% 的份额。随着市场规模的逐步扩大，机构监管的逐步加强，非合规机构将面临取代和淘汰，与此同时，正规机构市场份额将得到提升，龙头企业优势突出，而一些中型企业也有机会借此弯道超车。
- 以肉毒素市场为例，近年来坚持规范市场竞争，2008 年国家将 A 型肉毒素列入毒性药品管理，并不断加强对肉毒素行业监管；2016 年 CFDA 连发两条公告对肉毒素的使用进行警示；2017 年全国各省市食药监局及公安局加大对肉毒素非合规市场的打击力度，破获多起肉毒素假药制备及销售案件；
- 监管趋严的形式，既为企业带来新机遇同时也增加了新的挑战，合规道路上，行内竞争将愈加激烈，企业需要积极调整战略布局，审时度势，不断创新，才能脱颖而出。

图表 25: 2018 年中国医疗美容机构占比



来源: 艾瑞咨询, 国金证券研究所

图表 26: 医疗美容合规机构占比



来源: 艾瑞咨询, 国金证券研究所

国际化战略布局医美板块, 整合引进全球先进资源

- 公司秉承“以求美者为中心, 用做药人的专业和严谨服务广大求美者”的理念, 聚焦面部微整形和皮肤管理领域, 深耕全球先进产品及技术, 不断丰富公司主流非手术类国际化医美产品管线。自 2013 年代理韩国 LG 玻尿酸进军医美市场以来, 公司以全资子公司 Sinclair 为核心, 通过收购参股及代理合作, 战略性组建高端、差异化医美产品集群, 实现了无创+微创的医美产业全布局。

图表 27: 重点创新项目研究进展

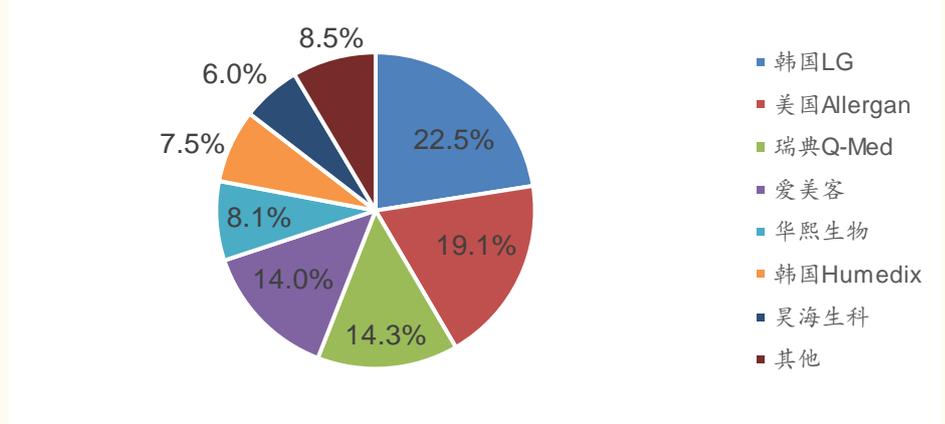
公司	关系	产品	适用
韩国 LG	独家代理	伊婉玻尿酸系列	面部修复+填充
英国 Sinclair	全资子公司	胶原蛋白刺激剂 (Ellanse)	面部修复+填充
		埋线 (Silhouette)	中面部提拉手术
瑞士 Kylane	参股	MaiLi 含利卡多因玻尿酸 (高端)	面部修复+填充
		两款在研填充剂	面部身体填充
韩国 Jetema	独家代理	Botulinum Toxin	除皱

来源: 公司公告, 国金证券研究所

独家代理伊婉先行, 战略引入 MaiLi, 纵向全面渗透玻尿酸低中高端市场

- 伊婉玻尿酸多年营收榜首, 强势打开国内注射用玻尿酸市场。随着颜值经济的发展, 注射用医美玻尿酸产品以其安全性及良好的面部改善效果, 逐渐成为消费者轻医美项目首选, 在医用玻尿酸市场中保持 50%以上占比快速增长。据弗若斯特沙利文研究报告显示, 国内注射用医美玻尿酸市场呈现以进口中高端品牌为主、国产中低端品牌快速发展状态。公司代理的韩国 LG 伊婉系列产品, 涵盖伊婉 C/V 及伊婉 C Plus/V Plus 两大档次, 目标中低端市场, 依托产品的优异效果、无痛产品设计, 以及公司医美市场营销能力, 多年稳居营收榜首。

图表 28: 2019 年中国注射用医美玻尿酸营收格局



来源: 弗若斯特沙利文, 国金证券研究所

图表 29: 伊婉系列产品介绍

伊婉系列	图示	成分	添加	粒径	主要功能	维持时间
伊婉 C		3000KD HA	-	400μm	改善静态/浅层皱纹	9-12 个月
伊婉 C Plus		3000KD HA	0.3%利卡多因	400μm	改善静态/浅层皱纹、无痛	9-12 个月
伊婉 V		3000KD HA	-	870μm	塑形/深度皱纹	12-18 个月
伊婉 V Plus		3000KD HA	0.3%利卡多因	870μm	塑形/深度皱纹、无痛	12-18 个月

来源: 华东宁波医药官网, 国金证券研究所

- 引入 **MaiLi 新型高端无痛玻尿酸**, 纵向全面渗透医美玻尿酸市场。2020 年 3 月, 全资子公司 Sinclair 入股瑞士专业医美研发公司 Kylene, 取得其 MaiLi 系列含麻玻尿酸填充剂产品全球独家授权。该产品结合 OXIFREE 专利技术工艺及无痛添加设计, 对标最高端美国 Allergan 的乔雅登, 2021 上半年于欧洲上市, 并已积极推动国内注册, 是公司战略性全面布局医美玻尿酸市场的重要一步, 丰富了产品管线。在众多中低端品牌的性价比冲击及高端进口的品牌效应下, 公司有望以全面且强有力的竞争优势, 进一步提升市场份额。

少女针获批, 先发引领即时长效填充剂新风向

- 公司全资子公司 Sinclair 研制的重磅产品注射用聚己内酯微球面部填充剂 Ellansé®伊妍仕™ (俗称“少女针”) 于 2021 年 4 月 13 日获得国家药监局颁发的《医疗器械注册证》, 产品将尽快安排荷兰工厂生产并出口中国, 预计将于下半年在国内正式上市。伊妍仕少女针已于 2009 年和 2012 年先后获得欧洲 CE 认证及美国 FDA 认证, 在 60 多个国家和地区注册认证或上市准入, 以其优异的临床效果和安全性在全球面部填充剂市场掀起热潮。

图表 30: Ellansé 少女针产品



图表 31: Ellansé 少女针适用部位

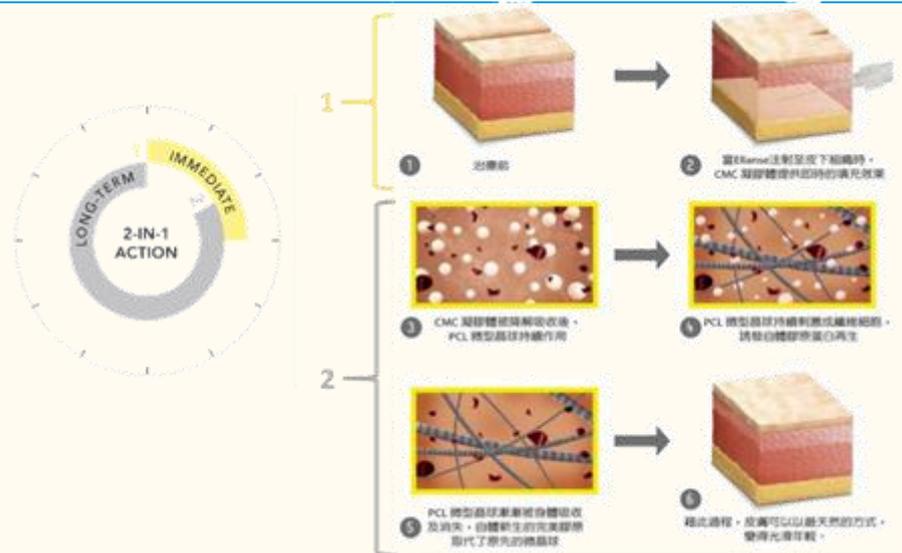


来源: 华东宁波医药官网, 国金证券研究所

来源: 新氧, 国金证券研究所

- **完全可降解 PCL+CMC 安全成分, 2-in-1 双重阶段疗效持久。** Ellansé 少女针采用 2-in-1 双重作用阶段设计, 第一步由 70%的天然植萃成分羧甲基纤维素 (CMC) 进行快速填充、起到即时塑形效果; 第二步由 CMC 降解后释放出的、含量为 30%的聚己内酯微球 (PCL) 刺激内源细胞、重启注射位皮下胶原的自体再生。随着 PCL 的逐渐降解, 新生胶原组织填充原有缺陷、实现最终的持久改善效果。在治疗过程中, 医疗级别 PCL 及天然成分 CMC 可实现完全降解吸收, 在效果持久的同时, 具备更高的安全性。

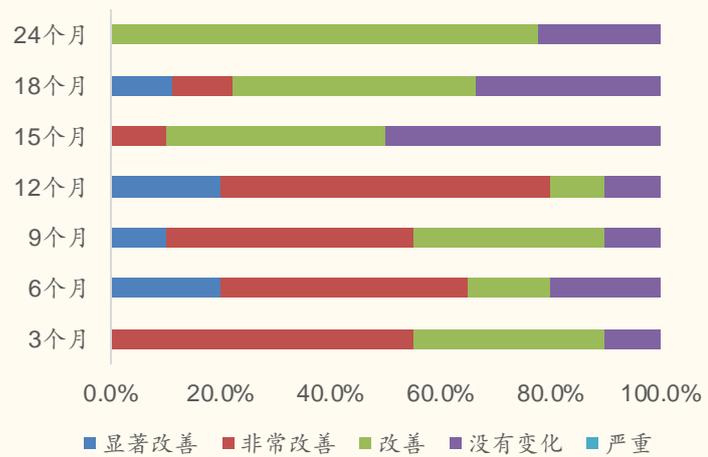
图表 32: Ellansé 少女针产品作用阶段



来源: Sinclair 官网, 新氧, 国金证券研究所

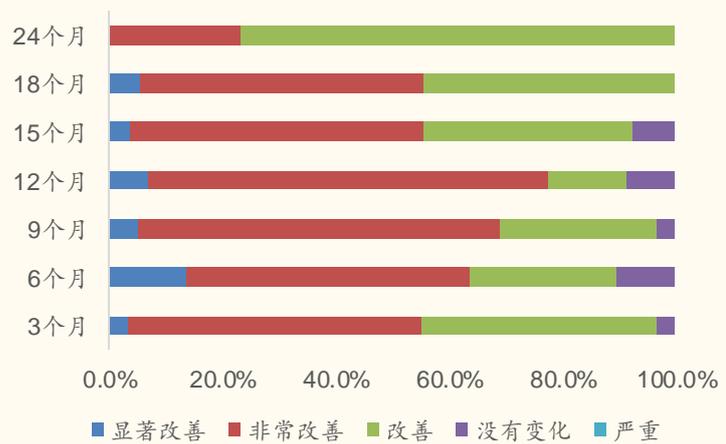
- **临床长期改善率达 90%以上, 优异的治疗效果赢得良好的用户满意度。** Ellansé 少女针依据不同聚合度 PCL 设计共有 4 款产品: EllanséTM-S/M/L/E, 分别对应 1-4 年效期, 此次国内获批的为 EllanséTM-S (1 年期) 型号。临床试验中对 EllanséTM-S/M 两款产品的两年改善度进行了充分的评估, 依据全球审美改善标准 (GAIS), EllanséTM-S/M 分别在其对应期效内取得了 90%以上、甚至 100%的改善效果, 24 个月后的回购率高达 78%。

图表 33: Ellans é S 产品长期临床效果



来源: Polycaprolactone for the Correction of Nasolabial Folds, 新氧, 国金证券研究所

图表 34: Ellans é M 产品长期临床效果



来源: Polycaprolactone for the Correction of Nasolabial Folds, 新氧, 国金证券研究所

图表 35: Ellansé 少女针治疗后 24 个月内对患者鼻唇沟的改善效果对比



来源: Sinclair 官网, 国金证券研究所

独家代理 Jetema 肉毒素，紧跟行业上升发展趋势

- 目前国内肉毒素市场竞争较为激烈，多名参与者即将陆续进场。肉毒素通过影响神经通路起到除皱、瘦身效果。据弗若斯特沙利文研究报告，中国医美肉毒素市场规模在 2019 年达到 36 亿，5 年内 CAGR 达到 31.2%，预计将持续稳定增长。国内市场竞争格局良好，截至目前，加上 2020 年新晋两家，仅有四家参与者，市场占比仍集中在兰州 Btxa 及美国 Botox。随着 2020 年 Ipsen 和 Hugel 公司产品的加入，以及临床和审批阶段的至少 6 家公司产品的陆续进场，市场份额有望分散。
- 公司于 2020 年 8 月与韩国 Jetema 达成战略合作，获得其 A 型肉毒素的独家代理资格，预计今年提交审批、2024 年实现正式上市。肉毒素为 Jetema 公司的重磅产品之一，且 A 型肉毒素多年来居国内注射医美前列，依托公司经验丰富的医美营销实力，华东医药有望打开国内的肉毒素市场，占据理想的市场份额。

图表 36: 国内医美肉毒素市场规模



来源: 弗若斯特沙利文, 国金证券研究所

图表 37: 国内部分已上市及已申报肉毒素情况

	产品数	国家	公司	代理商	产品	进度
国内上市	4	美国	Allergan	-	Botox	2009 年
		中国	兰州生物	-	Btxa	2012 年
		英国	Ipsen	-	Dysport	2020 年 6 月
		韩国	Hugel	四环医药	Letybo	2020 年 10 月
临床及审批中	9	韩国	Medytox	华熙生物	Meditoxin	注册申报终止
		韩国	DaewoongPharma	北京大熊伟业	Nabota	3 期
		德国	Merz	精鼎	Xeomin	3 期
		美国	Revance	复星	Daxibotulinumtoxin A	3 期
		韩国	Medytox	泰格	Neuronox	3 期
		美国	Allergan	葛兰素史克	Botox	3 期
		美国	Allergan	-	Botox	3 期
		韩国	Huons	爱美客	A 型肉毒素	进临床
		韩国	Jetema	华东医药	A 型肉毒素	预计 2021 年申请 IND

来源: 公司公告, 国金证券研究所

全球唯一 FDA 认证面部提拉埋线产品, 市场空间快速增长

- 国内市场美容线市场新兴, 有望快速增长。面部提拉埋线产品通过简单快速的微创植入、目标解决面部下垂问题, 手术期短、见效较快、性价比较高。自 2019 年爱美客“聚对二氧环己酮 PPDO 面植线”上市以来, 中国美容线市场正式打开。目前国内获批的埋线产品仅有爱美客及韩国 HansBiomed 的 Mint 埋线两款产品, 市场环境仍处于初兴阶段。随着颜值经济的发展、线雕的普及, 美容埋线市场有望快速增长。
- FDA 唯一认证可吸收埋线、创新 3D 结构设计, Sinclair 重磅产品强势进军美容线市场。Sinclair 重磅推出的 Silhouette@Instalift™埋线产品是美国 FDA 批准的唯一一款用于中面部组织提拉的吸收埋线, 且首次采用创新 3D 锥形结构设计, 相较于市面主流线形产品, 能够从 360° 实现有效 3D 提拉效果。此外, 产品采用聚-L-乳酸及聚-L-乳酸-乙醇酸 (PLLA, PLGA) 可降解材料, 在起到提拉作用的同时具有刺激胶原再生的效果, 相较于其他同类型产品具备显著的综合优势, 有望在强势占取市场份额的同时, 提升市场门槛。Silhouette Instalift 埋线产品已在 60 多个国家或地区完成注册或上市准入, 在国内已顺利进入临床阶段。

图表 38: Silhouette Instalift 3D 锥形埋线



图表 39: Silhouette Instalift 埋线后 30 天效果对比



来源: Sinclair 官网, 国金证券研究所

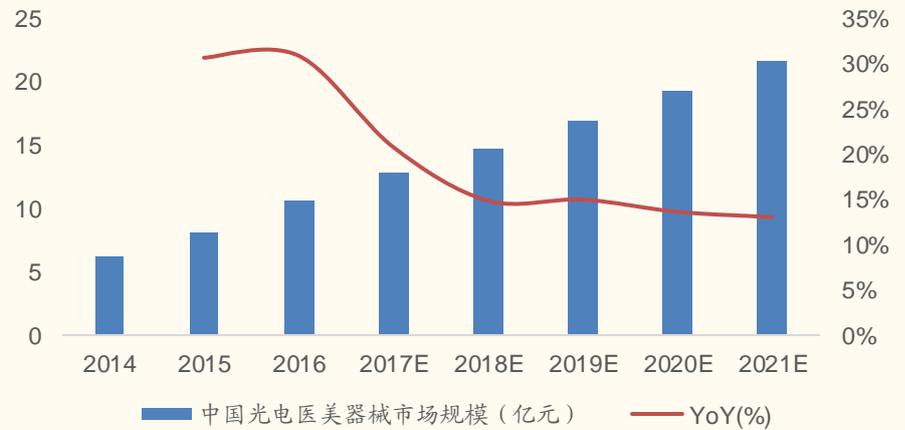
来源: Sinclair 官网, 国金证券研究所

外延布局美容器械, 开启美业又一重要布局

- 光电医美器械是将激光或射频等光电技术应用于皮肤治疗, 以此达到紧致皮肤、改善肤质、治疗痤疮、痘印、疤痕、祛除色斑、胎记、红血丝、脱毛等功效的设备或仪器。

- 根据 INSIGHT 数据显示，我国医美光电器械市场规模 2014-2016 年以 20% 的年复合增速增长，预计 2021 年为 21.7 亿元。近年在热玛吉的火爆引领下，市场对光电类设备认知度进一步提升，未来有望继续保持快速增长。

图表 40: 中国光电医美器械市场规模 (亿元)



来源: insight, 国金证券研究所

- 2019 年，公司收购美国 R2，该公司成立于 2014 年，主要从事医美领域冷冻祛斑和美白相关医疗器械及相关技术的开发，目前在研产品包括独有的冷冻祛斑医疗器械 F1 和全身美白医疗器械 F2。华东医药获得 R2 公司研发的医疗器械 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。
- 美国 R2 公司的冷冻祛斑医疗器械 F1 的样品机已经获得美国 FDA 的审批，成品机在 FDA 注册中，预计 2020 年将在美国获得正式批准；F2 设备则处于研发阶段。
- 公司引进美国 R2 公司的亮白焕肤仪 F0 预计将于 2021 年二季度在中国上市。F0 护理过程中配套使用的护肤品和探头也会在 F0 上市后同步销售。
- F0 酷雪 Glacial Spa™ 在全球范围内创新地将冷冻技术应用到祛斑医疗美容领域，突破了传统光电项目的技术瓶颈，从源头低温精准定向抑制黑色素生成和传递，减少色素沉淀，零损伤不破皮，简单卓效，将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。

图表 41: 酷雪 Glacial Spa 产品介绍

酸酶焕肤	聚焦冷冻	冰酒修复
温和去除老废角质 重建肌肤屏障 提亮暗沉肤色	低温抑制黑色素生成、传导、沉淀 平息肌底炎症因子 源头淡化色斑、色沉、痘印	修复胶原蛋白 紧致面部线条 改善憔悴倦容
Light Peeling Tip 冰研探头	Focus Cooling Tip 冰核探头	Restoring Tip 冰盾探头
Follow the light peel 轻酸酶焕肤精华	Manuka Honey Moisturizing Cleanser 麦卢卡蜂蜜滋润洁面乳	Glacial brightening microbiome treatment mask 冰酒冰川益生菌修复面膜
Dew halo niacinamide & blackberry glow mist 晨露/露珠黑莓发光喷雾	Focus on frozen moisturizing gel 聚焦冷冻保湿凝胶	Centella & kombucha firming recovering booster serum 积雪草紧致/焕活动能素
		Gifted acai & sea buckthorn vitamin C glow oil 巴西莓抗氧化精油

来源: 公司官网, 国金证券研究所

- 收购能量源医美器械 High Tech, 增长再添有力支撑。公司 2021 年 2 月以交易对价 6500 万欧元收购 High Tech 100% 股权, High Tech 拥有自主核心技术和 165 人团队, High Tech 公司现有产品 Primelase、ElySION 激光设备主要应用于脱毛市场。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%。

- 公司冷冻溶脂系列品牌的用户认可度较高。Medical insight 行业报告显示，2019 年全球身体塑形和紧肤市场规模约 15.1 亿美元，2018-2023 年复合增长率预计 13%左右，预计 2023 年增长至 24.7 亿美元。在塑形紧肤市场中冷冻塑形产品市场占比 40 %以上。2019 年 High Tech 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。
- 丰富的技术储备和广泛的营销渠道，未来有望持续发力，此次收购也是华东医药的重要一步。

图表 42: High Tech 公司已上市系列产品

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
Elyson	激光	脱毛

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 43: High Tech 公司待上市系列产品

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	
Titania	紧肤 塑形	

来源：公司公告，国金证券研究所

盈利预测与投资建议

- 关键假设：医药工业板块中主体品种百令胶囊，阿卡波糖整体销售稳健，仿制药获批后占据可观的市场份额；医药商业板块凭借较强的领先地位，实现稳定发展；疫情受到控制后，国际医美业务迅速恢复；国内医美新产品推广进行顺利，少女针凭借先发优势在国内快速渗透市场。
- 医药工业板块：在 2020 年疫情及医药行业变革的双重冲击下，医药工业部分归母净利润同比增速 6%。公司在阿卡波糖集采丢标后积极拓展院外市场，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提高销售量以及拓展渠道有望维持业绩增长。我们预计 2021 年医药工业营收，净利润保持增长，医药工业营收预计 120 亿元，净利润约 24 亿元左右。
- 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，我们预计在 2021 年疫情逐渐得到控制后能实现 10%的收入增长，预计营收达 253 亿元。
- 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，2020 年受疫情冲击略有下降，我们预计随着疫情都得到控制后 2021 年医美业务在国内外的收入可迅速恢复，有望达到 15 亿元左右收入水平。

图表 44: 公司业务分板块营收预测 (亿元)

单位 (亿元)		2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
医药工业	营业收入	58.48	69.50	85.68	108.65	113.98	120.51	134.57	150.72
	毛利	47.04	56.61	70.37	90.63	91.95	97.62	110.35	125.10
	毛利率	80%	81%	82%	83%	81%	81%	82%	83%
医药商业	营业收入	201.16	216.14	228.08	250.98	230.11	253.00	281.60	306.13
	毛利	15.94	15.81	17.64	19.29	17.31	20.24	22.53	24.49
	毛利率	8%	7%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
医美	营业收入	-	-	0.76	5.09	4.16	7.90	11.32	15.85
	毛利	-	-	0.56	3.69	2.15	7.90	11.32	15.85
	毛利率	-	-	74%	72%	67%	76%	76%	76%

来源: 公司官网, 国金证券研究所

- 我们选用相对估值法对公司进行估值。医药工业板块选取科伦药业、通化东宝和复星医药三家可比公司, 选用 PE 估值法, 2021 年可比公司平均 PE 为 27 倍, 给予公司 23 倍 PE。预计 2021 年工业板块净利润 24 亿元, 对应工业板块市值 552 亿元; 医药商业板块选取上海医药、九州通和柳药股份为可比公司, 选用 PS 估值法, 2021 年可比公司平均 PS 为 0.27 倍, 给予公司 0.25 倍 PS, 预计 2021 年商业板块营收 253 亿元, 对应商业板块市值 63.25 亿元; 医美板块选用爱美客、华熙生物和昊海生科为可比公司, 选用 PS 估值法, 2021 年可比公司平均 PS 49 倍, 考虑到公司医美板块处快速发展阶段, 给予 22 倍 PS, 预计 2021 年医美板块营收 7.9 亿元, 对应医美板块市值 173.8 亿元; 三个板块对应公司目标市值共计 789 亿元。

图表 45: 医药工业板块可比公司估值

公司名称	当前市值 (亿元)	每股收益 EPS (亿元)			市盈率 PE		
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
科伦药业	254.01	0.76	0.91	1.09	23.21	19.36	16.14
通化东宝	218.45	0.54	0.65	0.77	19.71	16.53	13.99
复星医药	1729.96	1.76	2.12	2.50	38.38	31.84	26.98
均值	734.14	1.02	1.23	1.45	27.10	22.58	19.04

来源: wind, 国金证券研究所

图表 46: 医药商业板块可比公司估值

公司名称	当前市值 (亿元)	营收 (亿元)			市销率 PS		
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
上海医药	541.42	2149.40	2385.13	2626.11	0.25	0.23	0.21
九州通	272.45	1275.54	1461.73	1692.55	0.21	0.19	0.16
柳药股份	64.22	185.23	216.37	251.95	0.35	0.30	0.25
均值	292.70	1203.39	1354.41	1523.54	0.27	0.24	0.21

来源: wind, 国金证券研究所

图表 47: 医美板块可比公司估值

公司名称	当前市值 (亿元)	营收 (亿元)			市销率 PS		
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
爱美客	1291.65	12.40	18.83	26.43	104.17	68.60	48.87
华熙生物	991.44	38.94	53.63	68.99	25.46	18.49	14.37
昊海生科	325.71	19.35	25.17	33.23	16.83	12.94	9.80
均值	869.60	23.56	32.54	42.88	48.82	33.34	24.35

来源: wind, 国金证券研究所

- 我们看好公司医药工业及流通业务的稳健发展, 医美业务的蓬勃成长。预计 2021-2023 年营业收入分别为 373、415、460.5 亿元, 增速分别为 10.7%、11.3%、11%; 预计 2021-2023 年归母净利润分别为 30.6、35.3、41.64 亿元, 增速分别 8.7%、15.3%、17.9%。分部估值法可得公司合理市值约为 789 亿元, 对应目标价为 45.1 元/股。首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示

- 在售药品销售不达预期
 - 公司阿卡波糖在去年集采中未能中标, 将带来格局变化, 同时, 百令胶囊医保谈判获成功, 较全国最低省级医保价格降低 33%, 两项产品销售可能受到影响, 不达预期, 公司营收会有所下降。
- 药品研发不达预期
 - 公司目前正处于创新转型阶段, 目前有多款研发药物, 如果出现研发进程不达预期, 将影响上市进程。
- 产品质量风险
 - 公司新品少女针等质量问题影响销售, 进而对公司业绩产生负面冲击
- 医疗事故风险
 - 我国医美服务市场处于供不应求状态, 非合规市场亟待出清, 若发生医疗事故将会对公司产品销售产生影响
- 医美产品销售低于预期
 - 少女针为公司推出的全新产品, 将在今年下半年投入市场, 受推广力度、公众认知等因素影响, 产品销售可能低于预期, 对公司业绩有一定负面冲击。
- 行业政策调整风险
 - 医美行业监管趋严, 逐渐走向合规化, 若行业或公司出现医疗事故, 将会对公司产生不利影响。
- 在建工程不转固带来折旧增加风险

单击或点击此处输入文字。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
主营业务收入	30,663	35,446	33,683	37,300	41,500	46,050	货币资金	2,443	2,403	3,198	3,381	4,416	6,640	
增长率		15.6%	-5.0%	10.7%	11.3%	11.0%	应收款项	6,356	6,868	7,054	8,049	8,898	9,937	
主营业务成本	-21,775	-24,087	-22,550	-24,150	-26,530	-28,930	存货	3,876	4,039	4,068	4,301	4,725	5,073	
%销售收入	71.0%	68.0%	66.9%	64.7%	63.9%	62.8%	其他流动资产	390	426	337	447	509	548	
毛利	8,889	11,359	11,133	13,150	14,970	17,120	流动资产	13,064	13,736	14,656	16,178	18,548	22,197	
%销售收入	29.0%	32.0%	33.1%	35.3%	36.1%	37.2%	%总资产	68.0%	64.0%	60.6%	60.9%	62.9%	66.0%	
营业税金及附加	-171	-182	-185	-216	-241	-267	长期投资	204	486	1,093	1,120	1,150	1,178	
%销售收入	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	2,651	4,005	4,661	5,141	5,589	5,966	
销售费用	-4,297	-5,797	-5,971	-6,901	-7,885	-8,980	%总资产	13.8%	18.7%	19.3%	19.4%	19.0%	17.7%	
%销售收入	14.0%	16.4%	17.7%	18.5%	19.0%	19.5%	无形资产	2,979	2,937	2,942	3,024	3,101	3,173	
管理费用	-785	-1,095	-999	-1,156	-1,328	-1,474	非流动资产	6,153	7,728	9,545	10,385	10,941	11,418	
%销售收入	2.6%	3.1%	3.0%	3.1%	3.2%	3.2%	%总资产	32.0%	36.0%	39.4%	39.1%	37.1%	34.0%	
研发费用	-706	-1,073	-927	-1,156	-1,287	-1,474	资产总计	19,217	21,464	24,201	26,563	29,488	33,615	
%销售收入	2.3%	3.0%	2.8%	3.1%	3.1%	3.2%	短期借款	667	1,709	1,485	1,134	400	300	
息税前利润 (EBIT)	2,929	3,212	3,051	3,721	4,230	4,926	应付款项	5,870	5,768	6,319	6,336	6,763	7,084	
%销售收入	9.6%	9.1%	9.1%	10.0%	10.2%	10.7%	其他流动负债	863	920	830	875	995	1,147	
财务费用	-86	-2	-34	-20	40	104	流动负债	7,399	8,397	8,634	8,345	8,158	8,531	
%销售收入	0.3%	0.0%	0.1%	0.1%	-0.1%	-0.2%	长期贷款	0	0	152	152	152	152	
资产减值损失	-51	25	27	27	30	28	其他长期负债	1,393	201	237	257	262	266	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	8,792	8,597	9,022	8,754	8,571	8,949	
投资收益	35	-15	-28	20	10	10	普通股股东权益	9,938	12,309	14,620	17,159	20,167	23,806	
%税前利润	1.2%	n.a	n.a	0.5%	0.2%	0.2%	其中：股本	1,458	1,750	1,750	1,750	1,750	1,750	
营业利润	2,910	3,397	3,477	3,748	4,309	5,068	未分配利润	5,454	7,668	9,852	12,392	15,400	19,039	
营业利润率	9.5%	9.6%	10.3%	10.0%	10.4%	11.0%	少数股东权益	487	557	560	650	750	860	
营业外收支	-37	73	-23	-15	-10	-10	负债股东权益合计	19,217	21,464	24,201	26,563	29,488	33,615	
税前利润	2,873	3,470	3,453	3,733	4,299	5,058	比率分析		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
利润率	9.4%	9.8%	10.3%	10.0%	10.4%	11.0%	每股指标							
所得税	-477	-545	-544	-579	-666	-784	每股收益	1.555	1.608	1.612	1.751	2.019	2.380	
所得税率	16.6%	15.7%	15.7%	15.5%	15.5%	15.5%	每股净资产	6.815	7.035	8.355	9.806	11.525	13.605	
净利润	2,395	2,925	2,910	3,154	3,633	4,274	每股经营现金净流	1.399	1.132	1.931	1.319	1.854	2.131	
少数股东损益	128	112	90	90	100	110	每股股利	0.230	0.340	0.280	0.300	0.300	0.300	
归属于母公司的净利润	2,267	2,813	2,820	3,064	3,533	4,164	回报率							
净利率	7.4%	7.9%	8.4%	8.2%	8.5%	9.0%	净资产收益率	22.81%	22.85%	19.29%	17.86%	17.52%	17.49%	
							总资产收益率	11.80%	13.11%	11.65%	11.54%	11.98%	12.39%	
							投入资本收益率	20.17%	18.52%	15.21%	16.40%	16.59%	16.52%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	10.17%	15.60%	-4.97%	10.74%	11.26%	10.96%	
							EBIT增长率	26.79%	9.64%	-5.00%	21.94%	13.69%	16.46%	
							净利润增长率	27.41%	24.08%	0.24%	8.67%	15.29%	17.86%	
							总资产增长率	20.21%	11.69%	12.75%	9.76%	11.01%	13.99%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	62.6	60.4	66.3	69.0	68.5	69.0	
							存货周转天数	61.0	60.0	65.6	65.0	65.0	64.0	
							应付账款周转天数	61.7	58.3	62.6	60.0	57.0	53.0	
							固定资产周转天数	24.2	22.4	26.2	24.0	21.5	19.2	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	-7.49%	-5.39%	-10.29%	-11.77%	-18.47%	-25.09%	
							EBIT利息保障倍数	33.9	1,298.6	89.2	189.6	-107.0	-47.4	
							资产负债率	45.75%	40.05%	37.28%	32.96%	29.07%	26.62%	

来源：公司年报、国金证券研究所

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402