



增持（首次）

所属行业：化学制药
当前价格(元)：7.35

证券分析师

郑澄怀

资格编号：S0120521050001

邮箱：dengch@tebon.com.cn

陈进

资格编号：S0120521110001

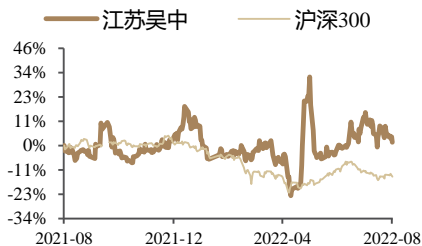
邮箱：chenjing3@tebon.com.cn

研究助理

易丁依

邮箱：yidy@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-10.37	4.85	-17.79
相对涨幅(%)	-7.07	8.52	-21.77

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

江苏吴中 (600200.SH)：立医药拓医美，审时度势砥砺前行

投资要点

- **导语：**坚持核心医药主业发力，阶段性承压情况已逐渐恢复；锚定中高端持续推进医疗美容产业布局，潜力产品蓄势待发，驱动业绩回升与估值提升。
 - **审时度势调整业务结构，立足医药布局医美。**二十余年发展历程，出于对行业前景及政策考量，相继退出房地产、化工等业务，并确立以“医药+医美”为两大核心的产业布局。21年实现营业收入、归母净利润17.8/0.2亿元，随亏损化工业务剥离、疫后诊疗恢复带动药品销售，营收逐渐趋于稳定，归母净利润扭亏为盈同比增长104.5%，良性业务布局下业绩逐步回升。
 - **药企基因赋能，纵横加快医美产业布局。**依托医药业务积累的研发实力、生产质量、临床注册经验与渠道积累，降维切入中高端医美上游，助力医美板块系统发展。**(1)组织架构：**21年成立医美事业部、设立吴中美学，聘请原Regen Biotech医疗总顾问林睿禹博士任吴中美学首席医学教育官。**(2)战略规划：**以“取得代理权迅速切入市场→技术引入培育自研能力→完全自研建立自有技术平台及核心壁垒”三步走战略纵深布局，从医美向功效性护肤、家用美容仪等消费美容产品横向拓展。**(3)未来看点：**目前医美业务仍处纵向初期布局阶段，潜力产品有望相继上市：**①AestheFill童颜针：**凭借独特的聚双旋乳酸成分、空心微球专利结构，价格相近质量更优，已在海外68个国家地区上市并屡创销售佳绩，预计23年于国内上市。**②HARA玻尿酸：**定位精致轻奢，作为艾莉薇迭代新品，含麻低交联舒适性稳定性更佳，预计25年于国内上市；**③技术引入+自主研发：**借助子公司中凯制药厂20余年重组蛋白药物制备经验，锚定胶原蛋白中上游培育自研能力、发展自有技术平台，以期逐步向完全自研转变，丰富产品矩阵，树立医美行业标杆。
 - **深耕核心主业，强化基础挖掘发展新动能。**医药主业基础稳固，现形成以抗感染/抗病毒、免疫调节、抗肿瘤、消化系统、心血管类等为核心的产品群及医药完整产业链，多个主导产品为国内独家，连续多年被工信部评为化学药品工业企业百强。未来拟在巩固传统医药业务同时，充分发挥产能和区位优势，投资建设江苏吴中医药集团研发及产业化基地，发展化学制剂和生物药物的CDMO合作业务，并聚焦大健康赛道挖掘优质产业资源，为业务长期发展提供新动能。
- 投资建议：**未来医药业务加快研发及临床进度、拓展CDMO、挖掘引入优质行业资源，有望企稳回升；医美业务仍处起步阶段但已储备多款潜力产品待有序上市。预计公司22-24年营业收入19.6/22.6/27.1亿元，对应增速10.5%/15.0%/20.1%，归母净利润0.1/0.5/1.3亿元，对应增速-41.8%/303.7%/145.7%，截止8月19日收盘价，对应2022-2024年PE为396.2X/98.1X/39.9X，参考可比公司估值水平，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧风险、行业政策风险、新品研发注册不及预期风险、产品销售不及预期风险

股票数据

总股本(百万股)：	712.39
流通A股(百万股)：	709.08
52周内股价区间(元)：	5.53-9.57
总市值(百万元)：	5,236.06
总资产(百万元)：	3,704.72
每股净资产(元)：	2.63

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,872	1,775	1,962	2,257	2,710
(+/-)YOY(%)	-11.3%	-5.1%	10.5%	15.0%	20.1%
净利润(百万元)	-506	23	13	53	131
(+/-)YOY(%)	-884.7%	104.5%	-41.8%	303.7%	145.7%
全面摊薄EPS(元)	-0.71	0.03	0.02	0.07	0.18
毛利率(%)	30.7%	28.8%	32.4%	35.6%	40.8%
净资产收益率(%)	-27.4%	1.2%	0.7%	2.8%	6.4%

资料来源：公司年报(2020-2021)，德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 江苏吴中：二十余载砥砺前行，立足医药布局医美.....	4
1.1. 公司发展：审时度势调整业务布局，坚持稳固医药主业.....	4
1.2. 财务经营：业务调整收入下降，净利润波动较大疫后回升.....	4
1.3. 股权及管理层：结构稳定机制健全，高管行业资质深厚.....	5
2. 医美板块：立足医药布局医美，降维切入定位高端.....	7
2.1. 药企基因赋能，纵横加快产业布局.....	7
2.2. 初期布局：通过投资收购获代理权迅速切入市场.....	8
2.2.1. AestheFill 童颜针：紧跟再生风潮打造亮点.....	9
2.2.2. HARA 玻尿酸：以优势产品打造基本盘.....	10
2.3. 深耕发展：从引入到自研打造医美标杆.....	11
2.3.1. 合作研发：通过技术引入培育研发能力.....	11
2.3.2. 自主研发：布局终章建立自有技术平台.....	12
3. 医药板块：化学药品工业百强，核心主业基础稳固.....	14
3.1. 巩固基础：深耕医药产业链，充实优化产品矩阵.....	14
3.2. 拓展提升：CDMO+投资并购，挖掘发展新动能.....	16
4. 盈利预测.....	17
5. 风险提示.....	18

图表目录

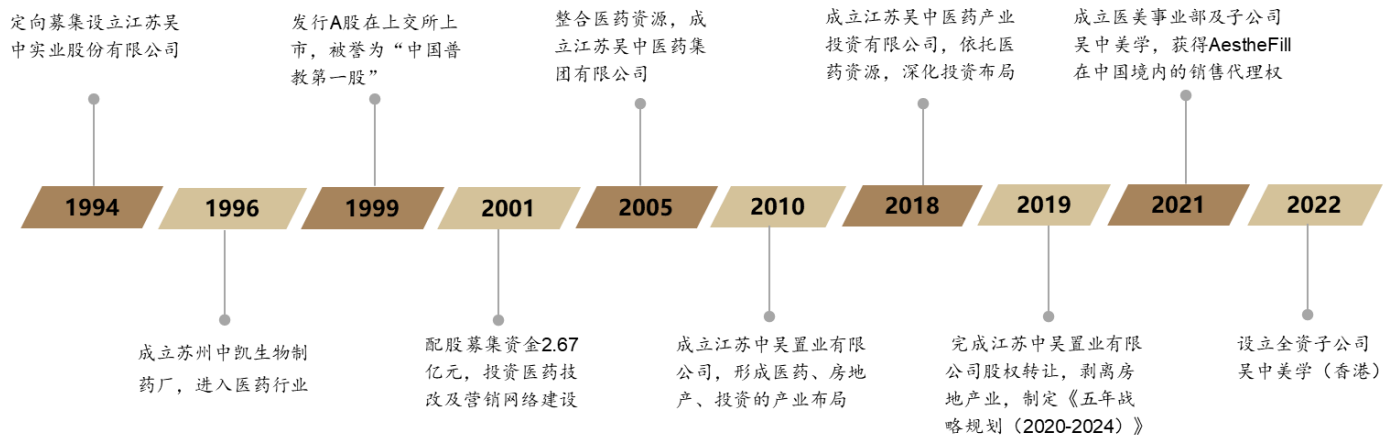
图 1: 江苏吴中发展历程	4
图 2: 2021 年营收同期同比下降 5.14%	5
图 3: 2021 年归母净利润同比上涨 104.49%	5
图 4: 以较高毛利医药业务为核心, 近年整体毛利水平趋于稳定	5
图 5: 费用管控下营销及管理费率略有降低	5
图 6: 公司第一大股东江苏吴中投资控股有限公司持股 17.24%	6
图 7: 2030 年国内医美市场规模预计 6382 亿元, 2022-2030 CAGR13.8%	7
图 8: 江苏吴中医美业务组织架构	8
图 9: 2030 年非手术类 (轻医美) 治疗次数占比将达 85%	8
图 10: 2019 年非手术之注射占比 57.0%	8
图 11: 2030 年国内 PLLA 皮肤填充剂市场预计 37.6 亿元, 2021-2030 CAGR47.9% ...	9
图 12: 2030 年国内透明质酸皮肤填充剂市场将达 441 亿元	10
图 13: 17-19 年 Humedix 玻尿酸产品稳居前三 (按销售额)	10
图 14: 预计 2027 年国内胶原蛋白市场规模 1738 亿元, 重组胶原蛋白渗透率 62.3%..	12
图 15: 江苏吴中医美布局路径	13
图 16: 江苏吴中医药集团有限公司	14
图 17: 江苏吴中大厦	14
表 1: 2021 年限制性股权激励计划	6
表 2: 再生产品迭代对比	10
表 3: 主流玻尿酸对比	11
表 4: 公司主要产品、适应症及医保纳入情况	15
表 5: 公司业务收入与毛利率预测 (单位: 百万元)	17
表 6: 可比公司估值对比	18

1. 江苏吴中：二十余载砥砺前行，立足医药布局医美

1.1. 公司发展：审时度势调整业务布局，坚持稳固医药主业

二十余载砥砺前行，医药、医美双产业布局。江苏吴中成立于1994年，二十余年发展历程中，出于对行业前景及政策调整的考量，相继缩减贵金属加工、房地产、化工等业务规模，目前形成以医药板块为主、投资板块赋能、医美板块新兴发展的业务布局。**医药板块**，拥有集研产销为一体的完整产业链，产品主要覆盖抗病毒/抗感染、免疫调节、抗肿瘤、消化系统、心血管类等领域，拥有多个国内独家产品；**投资板块**，以2018年投资成立的江苏吴中医药产业投资有限公司为核心，围绕医药大健康主业战略目标，同时积极参与投资以医药大健康产业为主的产业基金、并购基金，推动并购整合、外延扩张，推动投资产业布局；**医美板块**，2020年提出把医疗美容作为新兴大健康子行业重点培育，以期与现有医药产业形成协同和互补，并通过增量投资、并购等方式初步搭建医美运营平台，于2021年正式开启医美领域布局，目前已成功合作引进玻尿酸、童颜针等国际高端医美产品。

图 1：江苏吴中发展历程



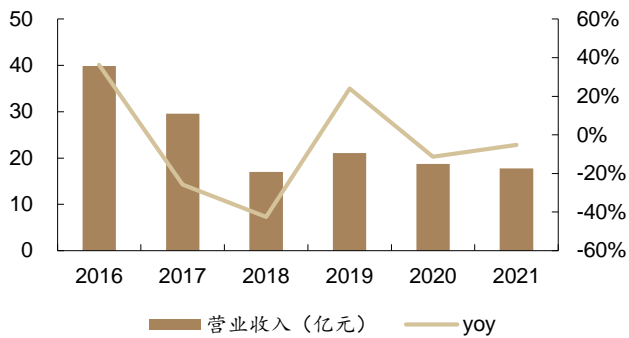
资料来源：江苏吴中官方网站、公司公告、德邦研究所

1.2. 财务经营：业务调整收入下降，净利润波动较大疫后回升

业务结构变动影响营收，疫后净利润扭亏为盈。出于对行业景气度研判及自身发展规划，公司原有房地产、化工、贵金属加工等部分主营业务不断缩减调整，至2021年仅保留药品及贸易业务并进行医美行业的布局拓展，基于此，公司2016-2021年收入规模呈现下降趋势，由39.9亿元缩减至17.8亿元，CAGR -14.9%，在此过程中医药逐渐成为公司的核心业务，营收占比由2016年24.1%提升至2021年72.7%。2016-2021年归母净利润由0.7亿元缩减至0.2亿元，CAGR -20.6%，其中2020年利润大幅下滑，其原因一方面由于疫情爆发致使诊疗服务受限影响药品销售，一方面由于2019年公司响水恒利达所在化工园区爆炸停产无法生产经营，2020年其分别与政府、海宝物资签订《响水生态化工园区企业退出补偿协议》、《资产转让合同》，并计提大额资产减值准备所致，2021年随疫情

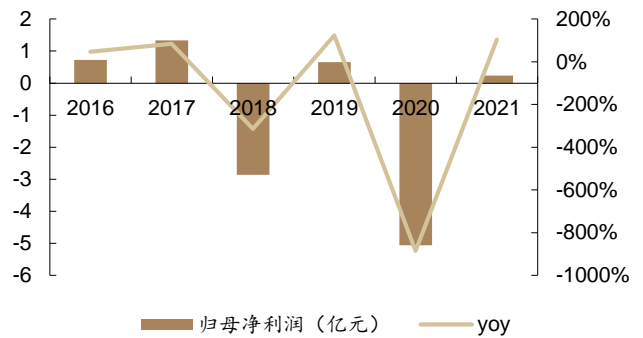
影响逐步消化及业务调整,实现归母净利润0.2亿元扭亏为盈,同比增长104.5%。

图 2: 2021 年营收同期同比下降 5.14%



资料来源: wind、公司公告、德邦研究所

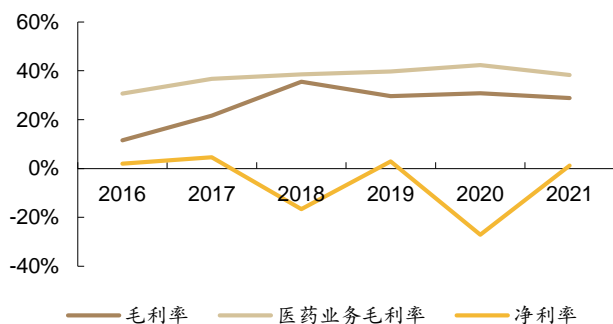
图 3: 2021 年归母净利润同比上涨 104.49%



资料来源: wind、公司公告、德邦研究所

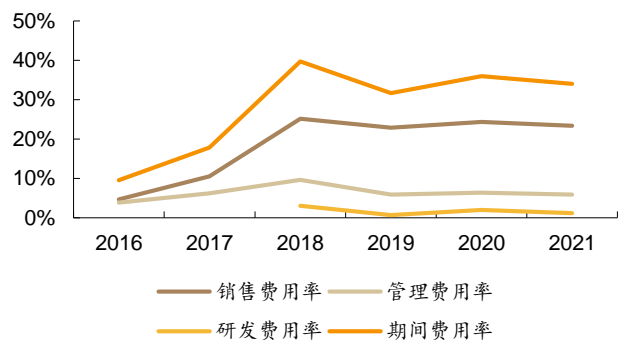
业务调整后整体盈利能力趋于稳定。1) 毛利率: 公司原有低毛利/毛利波动较大的主营业务相继退出剥离,并大力发展相对高毛利医药业务,近年来毛利水平趋于稳定,其中医药业务毛利 40%左右,整体毛利水平 30%左右。2) 费用率: 2021 年疫情影响犹在,公司有意降本节支减少销售费用、管理费用支出,费率略有降低,整体期间费用率 34%,同比减少 2pcts; 3) 净利率: 2018、2020 年降幅较大主要系子公司响水恒利达因环保整治、所在园区爆炸停产以及计提大额减值准备所致,2021 年回升至 1.2%。

图 4: 以较高毛利医药业务为核心,近年整体毛利水平趋于稳定



资料来源: wind、公司公告、德邦研究所

图 5: 费用管控下营销及管理费率略有降低

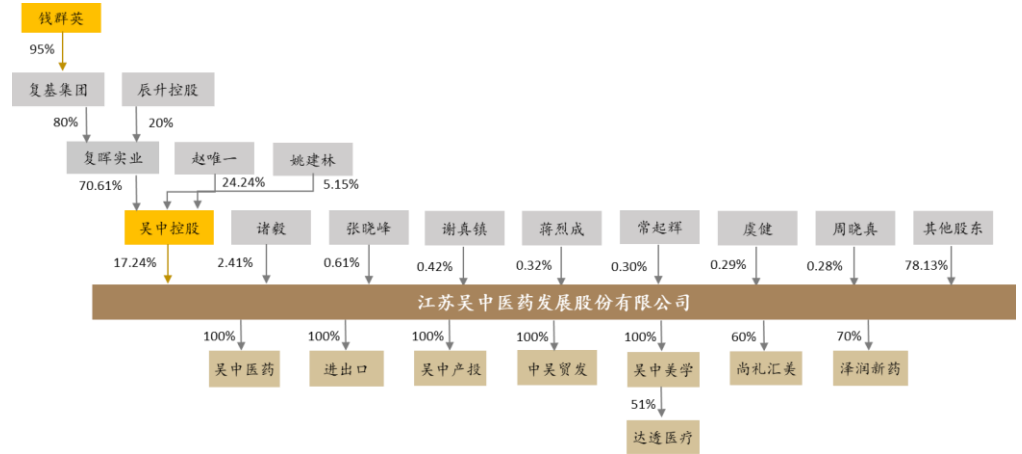


资料来源: wind、公司公告、德邦研究所

1.3. 股权及管理层: 结构稳定机制健全, 高管行业资质深厚

公司股权结构稳定, 股权激励绑定核心员工利益。截止 21 年底, 公司第一大股东为江苏吴中投资控股有限公司持股 17.24%, 实际控制人为公司总裁及副董事长钱群英。人员层面, 副总裁孙田江、张帅鑫等多位高管具备丰富医药行业从业经验。2022 年 1 月公司推出限制性股票激励计划, 拟向 143 名核心技术/业务人员授予限制性股票共计 412 万股 (占比 0.58%), 并设置业绩考核目标, 要求以 2021 年营业收入/归母净利润为基数, 2022-2024 年各年度营业收入或归母净利润增长率不低于 10%/20%/30%, 通过股权激励计划绑定管理层及核心技术/业务人员利益, 激发核心员工的积极性以提高经营效率。

图 6：公司第一大股东江苏吴中投资控股有限公司持股 17.24%



资料来源：wind、2021 年年报、德邦研究所

表 1：2021 年限制性股权激励计划

解除限售期	业绩考核目标（需满足下列两个条件之一）	解除限售比例
第一个解除限售期	以 2021 年营业收入为基数，2022 年营业收入增长率不低于 10%； 或以 2021 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 10%。	40%
第二个解除限售期	以 2021 年营业收入为基数，2023 年营业收入增长率不低于 20%； 或以 2021 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 20%。	30%
第三个解除限售期	以 2021 年营业收入为基数，2024 年营业收入增长率不低于 30%； 或以 2021 年净利润为基数，2024 年净利润增长率不低于 30%。	30%

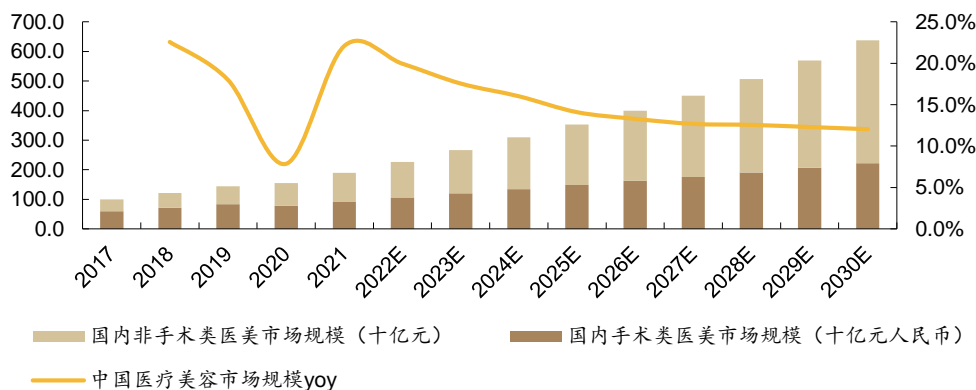
资料来源：公司公告、德邦研究所

2. 医美板块：立足医药布局医美，降维切入定位高端

2.1. 药企基因赋能，纵横加快产业布局

医美市场空间广阔，产业链中游兼具丰厚利润与高技术壁垒。作为生活美容的“进阶版”，医疗美容以效果明显、起效快、可长期维持等特点，在颜值经济与消费升级背景下迅速升温。2017-2021年，国内医美市场规模由993亿元升至1891亿元，CAGR 17.5%，高于同期全球医美市场复合增速（CAGR 3.0%）五倍有余，从规模体量看，2019年中国虽已成为全球第二大医美市场，但据香港医思集团招股书数据，市场渗透率却不及同期日美韩的1/3、1/4、1/5，市场远未饱和，预计2022-2030年仍将以13.8%复合增速快速增长。从价值分布角度看医美产业链，中游药械端与上游原料端相比，竞争相对激烈但技术壁垒及产品附加值更高；与下游机构端相比，受注册证审批成本与时间限制，准入门槛较高，竞争者数量远低于医美机构，且对上下游议价能力更强，盈利空间可观，此外，随医美监管政策频繁出台，有望加速水货针剂出清，进一步放大合规产品注册证优势，利好中游品牌端健康发展。

图 7：2030 年国内医美市场规模预计 6382 亿元，2022-2030 CAGR13.8%



资料来源：爱美客招股书、弗若斯特沙利文、德邦研究所

树立“医药+医美”的发展战略及产业布局，纵横加快医美产业布局。2020年起，公司提出建立“医药+医美”两大核心产业格局，在已有医药基础上，把医疗美容产品端等作为新兴大健康子行业重点培育，纵向通过“取得代理权迅速进入市场—技术引入合作研发—自主研发”三步走战略纵深布局；横向从医美向功效性护肤、家用美容仪等消费级美容产品拓展，实现大健康产业链的延伸。

依托药企基因，资源协同、高标准降维切入。公司依托药企基因切入医美产业，医药业务积累的研发实力、生产标准、临床注册经验、渠道铺设积累，一方面可与医美业务协同共享，一方面使公司有基础立足高端开展医美产业布局，与本土企业自研中低端产品形成错位竞争，以质量效果代替低价作为核心竞争力，树立起中高端品牌形象，为后续降维拓展多样消费场景提供空间。

设立吴中美学，聘请林睿禹博士任首席医美教育官。组织架构方面，以完善的组织结构助力医美业务发展，2021年成立医美事业部，负责公司医美产业规划、拓展及运营管理等；设立吴中美学，统一平台集中运营管理医美产业；2022年，

成立吴中美学（香港），执行医美战略的海外布局，加快推进公司医美产业战略落地和规模化运营。人员配置方面，张帅鑫任吴中美学首席战略官，聘请原 Regen Biotech 医疗总顾问林睿禹博士任吴中美学首席医学教育官，其拥有近 15 年整形美容经验，临床实操及学术研究经验丰富，将共同助力公司医美产业布局拓展。

图 8：江苏吴中医美业务组织架构



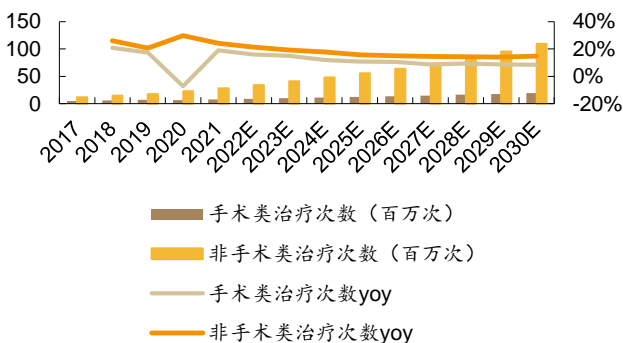
资料来源：江苏吴中路演材料、德邦研究所

2.2. 初期布局：通过投资收购获代理权迅速切入市场

获取代理权搭建初步产业体系。近年来国内医美市场蓬勃发展细分领域众多，在高利润空间驱动下竞争日趋激烈。公司深耕医药领域，但在医美领域仍为新进者，进入方式、定位及品类选择均为其产业布局的关键所在。手术类医美因创伤大、恢复期长等风险更高，但效果明显且具备永久性；非手术类医美兼顾风险与效果，试错成本更低，且因作用时效限制与疗程化治疗特点，消费者通常重复消费粘性更强，以治疗次数计，2017-2021 年国内非手术类医美治疗次数 CAGR 25.1%，预计 2022-2030 年将以 15.5% 复合增速持续增长，并且占比将提升至 85%。

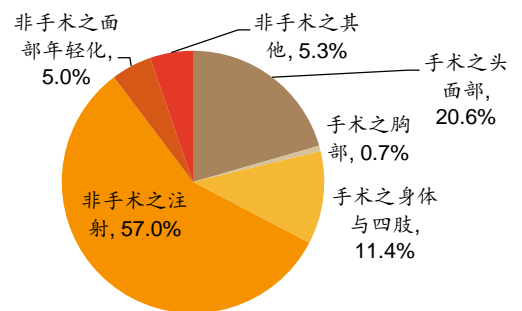
公司初入医美领域，率先聚焦非手术类注射类产品展开布局。新氧数据显示，2019 年注射类项目便以 57.0% 的占比成为国内医美市场主流，细分市场空间充足；锚定中高端产品，以股权投资/并购形式获取代理权并迅速进行市场卡位，避免因自研技术壁垒限制而被卷入中低端产品的价格竞争，或因研发时间过长错过市场发展良机；与此同时，在投资收购阶段，兼顾吴中美学品牌形象的树立，及渠道、供应商体系搭建，构建医美产业基本盘。

图 9：2030 年非手术类（轻医美）治疗次数占比将达 85%



资料来源：爱美客招股书、弗若斯特沙利文、德邦研究所

图 10：2019 年非手术之注射占比 57.0%

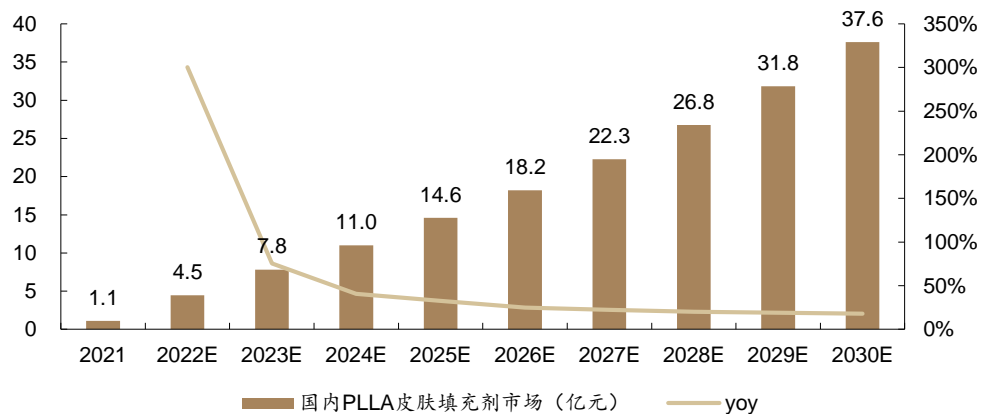


资料来源：ISAPS、新氧大数据、德邦研究所

2.2.1. AestheFill 童颜针：紧跟再生风潮打造亮点

再生医美具备较大想象空间与潜在消费需求，或带动注射类医美市场提速扩容。注射美容行业已经历非降解材料（石蜡油、硅油等）、安全易降解材料（玻尿酸为主）两阶段，向第三个发展时期迈进，追求在可吸收、安全基础上，效果更持久的填充剂，再生产品即此方面的代表产品之一，通过注射刺激人体自身组织再生，起到解构重塑和容积填充的作用达到抗衰老目的。与其他注射产品相比，因其技术难度更高、安全要求更高而进入壁垒更高。国外再生市场起步较早，经 20 余年发展相对成熟，现已完成 Sulpra（塑然雅）、Dermaveil（得美妍）、AestheFill（爱塑美）等主流产品筛选；而国内再生市场始于 2021 年仍处于起步阶段，截至目前仅获批伊妍仕、艾维岚、濡白天使三款产品，多款产品仍处于实验室研发或临床验证阶段，但具备广阔发展空间，以主流再生成分 PLLA 填充剂市场为例，2021 年国内市场规模虽仅 1.1 亿元，但预计将以 47.9% 复合增速于 2030 年扩大至 37.6 亿元。其中海外产品因已经市场验证、有案例及口碑积累，引入后可有效降低教育与沟通时间成本，将更具推广优势。

图 11：2030 年国内 PLLA 皮肤填充剂市场预计 37.6 亿元，2021-2030 CAGR47.9%



资料来源：爱美客招股书、弗若斯特沙利文、德邦研究所

通过达透医疗，获得 AestheFill 中国境内销售代理权。达透医疗为达策国际 100% 控股公司，拥有韩国 Regen Biotech 公司 AestheFill（爱塑美）在中国大陆地区的独家销售代理权。2021 年 12 月，吴中美学与达策国际、达透医疗签署《股权重组协议》，通过增资+股权转让的方式，取得达透医疗 51% 股权，通过此次投资，获取 AestheFill 产品在中国境内销售代理权，布局再生医美。

AestheFill 聚双旋乳酸+空心微球，价格相近质量更优。与国内外已上市童颜针相比，AestheFill 在成分、结构等方面均具差异。1) 以 PDLLA 为核心成分：传统童颜针多使用 PLLA（聚左旋乳酸）作为核心材料，而 AestheFill 采用 PDLLA（聚双旋乳酸），成分可被人体完全代谢吸收，成分进阶安全有效；2) 以专利结构空心微球为结构支撑：传统童颜针空间结构多为实心结晶体，刺激胶原蛋白于微球间附着再生，但易被识别为异物激发免疫反应；而 AestheFill 采用专利结构空心微球，诱导胶原蛋白刺激附着更均匀，赋予其微球间与内部更多的再生空间，对机体异物刺激更小，可有效减弱肉芽肿、结节等问题，效果呈现更快速、自然、安全。3) 复配高效且可实现浓度定制化：爱塑美与初代童颜针虽同为粉末剂型，但其复配时间更短且更均匀高效，且可进行不同浓度产品泡制，为不同部位、不同消费者提供定制化服务。

表 2: 再生产品迭代对比

	传统童颜针 (以 PLLA 为核心成分)			升级再生产品	
	塑然雅	艾维岚	濡白天使	少女针	AestheFill
主成分	PLLA 聚左旋乳酸	PLLA 聚左旋乳酸	PLLA 聚左旋乳酸、交联 HA	PCL 聚己内酯、CMC 甲基纤维素 CMC	PDLLA 聚双旋乳酸
成分结构	结晶体	微球体	微球体/凝胶	微球体/胶体	多孔性微球体
剂型	瓶装/结晶粉末结晶体	冻干粉	凝胶	凝胶	瓶装/球型粉末
配置损耗率	40% (溶解不易,多残留在瓶壁上,无法使用)	-	0%	0%	0%
立即效果	无	弱	有	有	有
维持性	2 年	2.5 年	2 年左右	1-4 (不同型号)	2 年
副作用	刺激能力较强,但较易引起免疫反应,术后红度增生与硬块结节	发红、肿胀等	皮下丘疹和结节、血肿、淤青-瘀斑、出血、水肿、不适、炎症和红斑等	较易引起免疫反应,术后红肿较严重,易产生肉芽肿	非常非常少,几乎不会产生结节
国内运营方式	-	自研自销	自研自销	代理	代理
国内获证时间	未获批	2021.4	2021.6	2021.4 (S 型)	待获批
终端售价	6000	18800	12800	18800	-

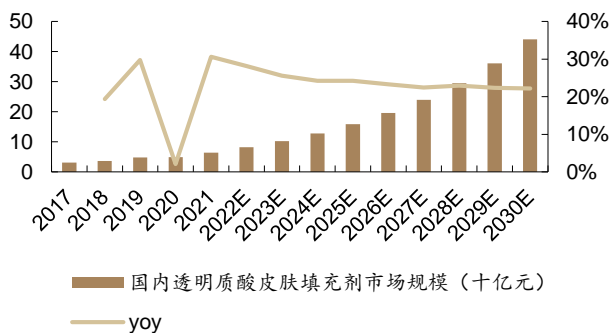
资料来源: 江苏吴中交流材料、新氧、德邦研究所

68 个国家地区上市验证+科研学术背书, 积累再生市场竞争力, 预计 2023 年于国内上市。目前 AestheFill 已在全球 68 个国家和地区上市, 与 Sulpra、Dermaveil 相比, AestheFill 入市时间虽短, 但凭借差异性与产品力, 与之跻身同一梯队, 以中国台湾市场为例, Aesthefill 上市一年半左右, 便与上市 10 年之久的 Sculptra 并驾齐驱, 备受市场认可屡创销售佳绩。内地市场 2021 年 12 月已于海南完成首例注射, 目前注册临床研究受试者已全部出组, 项目处在数据汇总和预统计分析阶段, 预计 2023 年将于国内上市。

2.2.2. HARA 玻尿酸: 以优势产品打造基本盘

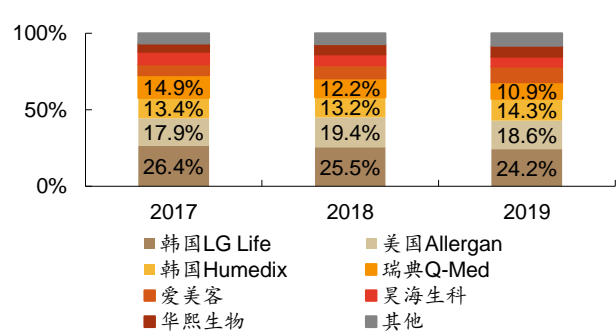
战略控股尚礼汇美, 获取 HARA 玻尿酸代理权。尚礼汇美以医美高端注射填充产品研发引入为主, 拥有韩国 Humedix 公司最新款注射用双相交联含利多卡因透明质酸钠凝胶产品 (HARA) 的中国区独家代理权益。21 年 6 月, 公司通过增资入股控股尚礼生物下属公司尚礼汇美 60% 股权, 将其作为公司与尚礼生物的医美事业共同战略的合作载体, 间接获取 HARA 中国区独家代理权益, 正式开启医美领域布局。

图 12: 2030 年国内透明质酸皮肤填充剂市场将达 441 亿元



资料来源: 爱美客招股书、弗若斯特沙利文、德邦研究所

图 13: 17-19 年 Humedix 玻尿酸产品稳居前三 (按销售额)



资料来源: 头豹研究院、弗若斯特沙利文、德邦研究所

玻尿酸市场参与者众多，头部格局较集中且基本稳定。得益于出色的生物相容性与填充效果，2018 年玻尿酸填充便已在各年龄段均为医美需求的 TOP3 选择，受市场广泛认可。从市场规模看，2017-2021 年国内透明质酸皮肤填充剂市场规模由 31 亿元增至 64 亿元，CAGR19.9%，未来仍将以 23.4% 的复合增速高于非手术类医美市场增长，预计至 2030 年较目前仍有近 7 倍发展空间。从竞争格局看，玻尿酸产品技术壁垒相对有限，因此市场进入时间与产品性质成为决定其竞争力的重要因素，玻尿酸市场参与者虽众多，但竞争主要集中于尾部中低端产品，先进入者或高端产品相对集中且市占率稳定，2017-2019 年 Top4 合计占比 70% 左右，韩国 Humedix 公司玻尿酸位居第三且 3 年内市占率提升近 1pcts。

HARA 定位精致轻奢，作为艾莉薇迭代新品，含麻低交联舒适性稳定性更佳。此次获得中国独家代理权的 HARA 玻尿酸，定位精致轻奢，为 Humedix 代表产品艾莉薇的升级迭代产品。其利用 HiVE 专利交联技术降低交联剂使用量，且具备分子粒径细腻、剪切黏度高不易位移、含利多卡因注射体验佳等特点，舒适性、持久性、稳定性更优，具备良好的市场前景，预计 2025 年于国内上市。

表 3：主流玻尿酸对比

	HARA	艾莉薇	瑞蓝	乔雅登
所属公司	Humedix (韩国)	HUMEDIX (韩国)	Q-Med (瑞典)	Allergan (美国)
产品信息				
上市时间	预计 2025 年上市	2015 年	2009 年	2015 年
价格	/	1400-5400	2980-16800	6250-17840
适用范围	/	用于面部真皮组织中层至深层注射以纠正中重度鼻唇沟皱纹	用于面部真皮组织中层填充以纠正中重度鼻唇沟皱纹	用于注射至面部中层至深层真皮组织，用于修复肌肤皱纹
治疗效用				
治疗次数	/	1 次	1 次 (可 12 个月后再次治疗)	1 次 (可 12 个月后再次治疗)
作用时间	/	12 个月以上	8-15 个月	6-24 个月
副作用	/	/	注射部位的发红、肿胀、疼痛、发痒、淤青、过敏等	注射部位肿胀、发硬、触痛、肿块、发红、瘀青和瘙痒等
立体结构	专利 HDRM 和 HiVE 交联技术，使化学交联最少化物理交联最大化，利用 HA 黏性维持技术弥补单相交联和双相交联的缺点、突出优点	使用 250 万 Da 以上的高分子 HA，通过 HDRM 专利技术，结合 12% 的高交联率，形成高分子、高密度网状结构，维持均衡的稳定性，延长塑形效果	NASHA 交联技术保留透明质酸钠的天然结构，凝胶颗粒大小均匀，富有弹性，可有效纠正鼻唇沟皱纹，塑形效果佳；OBT 凝胶技术能使动态表情更灵动，兼具卓越的塑形能力和拉伸力	使用 HYLACROSS 技术制造，具备柔顺平滑均质的特点，不含颗粒，注射后触感自然顺滑；采用 VYCROSS 生产工艺，更少收到酶和自由基的降解
技术优势				
安全性	使用欧洲药典规格的高纯度 HA，在 ISO14644 Class V 的洁净环境中生产，可作为无菌医药品原料	使用 NIA 工艺、Cutting Edge 技术去除在导致炎症及发热物质、杂质，实现 BDDE 几乎零残留；产品接近人体正常渗透压，可降低浮肿、红斑等反应	作为第一个进入中国市场的玻尿酸品牌，安全性已备受认可	专利技术能够减少移位和变形的发生

资料来源：江苏吴中交流材料、新氧、瑞蓝官网、医美高科、乔雅登官网、伊美高科、医美部落、德邦研究所

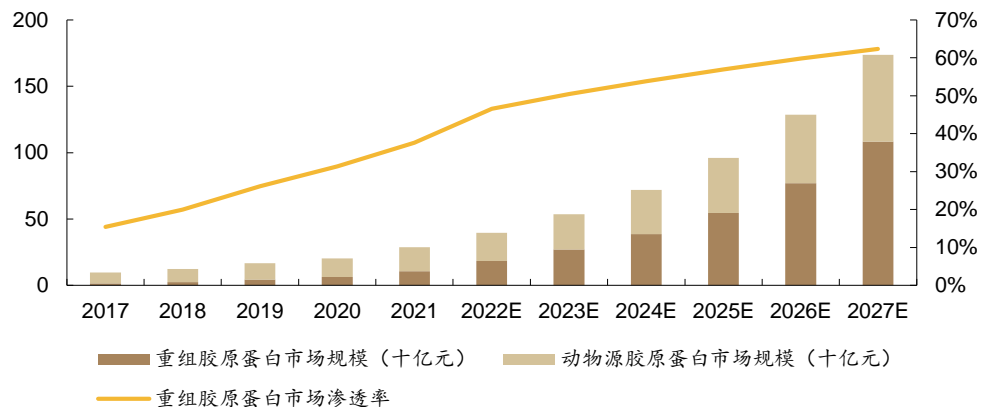
2.3. 深耕发展：从引入到自研打造医美标杆

2.3.1. 合作研发：通过技术引入培育研发能力

市场方兴未艾，随技术进步重组胶原应用价值逐渐显现。胶原蛋白广泛分布于人体的结缔组织，是皮肤组织基质的重要组成成分，作为人体最主要的结构蛋白，其型别多样，分布、含量、功能不尽相同，在 28 种亚型中 I 型、III 型于成年人皮肤含量最多，但随年龄增长，机体细胞代谢所需能量供应不足，影响 I 型胶原新生，致使成熟胶原束减少皮肤出现皱纹松弛。目前注射填充为补充胶原的直接手段之一，通过胶原蛋白注射在即时填充外持续诱导自体胶原新生，其中胶原来源分为动物提取与重组合成两种，后者由于结构限制支撑性能虽略逊一筹，但

因人源性、安全性、可加工性更高，随技术进步逐渐展现出对动物源胶原的替代潜力，并已在护肤品、食品等领域实现较广泛应用。弗若斯特沙利文数据显示，2017-2021 年间，国内胶原蛋白市场规模由 97 亿元增至 287 亿元，复合增速 31.2%，其中动物源胶原蛋白/重组胶原蛋白 CAGR 分别为 21.8%/63.0%，预计 2027 年国内胶原蛋白市场将扩大至 1738 亿元，届时重组胶原蛋白市场渗透率将提升至 62.3%。

图 14：预计 2027 年国内胶原蛋白市场规模 1738 亿元，重组胶原蛋白渗透率 62.3%



资料来源：弗若斯特沙利文、巨子生物招股书、德邦研究所

锚定重组胶原中上游，合作研发逐步发展自研能力。 受限于动物源材料来源与重组胶原技术壁垒，与透明质酸相比，胶原蛋白尚未形成原料的规模化供应，市场主要厂商多从原料端开始布局并奠定差异化、竞争力基础，再进行产业化开发。江苏吴中子公司中凯生物制药厂为公司生产基地之一，原主要生产生物制品，拥有 20 余年重组蛋白药物制备经验，“重组蛋白提取纯化新工艺”获国家发明专利，生产工艺成熟，已具备重组胶原研发及生产基础，未来将以药品标准集中支持其产业化生产。此外，公司成立胶原蛋白研究团队并组建专业实验室，积极布局重组胶原蛋白的原料与注射产品；并于 22 年 4 月与苏州纳生微电子达成战略合作，以依托各自在纳米晶片、重组 III 型胶原蛋白等高端功能性原料的研发和生产能力，围绕医美高端医疗器械和功能性护肤品进行联合研发；7 月与浙江大学杭州国际科创中心生物与分子智造研究院达成合作协议，共建重组胶原蛋白联合实验室以加快公司重组胶原蛋白研发及产业化，同月“婴芙源”品牌首发重组人源化 III 型胶原蛋白新品预告，实现童颜产品与重组胶原布局的同步预热，希望以此为开端，逐步建立起完整的自有技术平台。

2.3.2. 自主研发：布局终章建立自有技术平台

完善自有技术平台，以自研技术建立核心壁垒。 公司于医美领域首先通过代理权引进以“基础产品玻尿酸+进阶产品童颜针”组合完成市场切入、渠道搭建与品牌形象树立；其次通过合作研发逐步发展自身研发能力，如利用原有产业基础，铺设重组胶原原料与注射针剂领域，初步彰显医美领域研发实力；后拟在此基础上建立并发展自有技术平台，以市场敏感度把握产品需求，逐步向完全自研转变，并进行多品类拓展，丰富产品矩阵，旨在成为医美行业标杆。

图 15: 江苏吴中医医美布局路径



资料来源: 江苏吴中路演材料、德邦研究所

3. 医药板块：化学药品工业百强，核心主业基础稳固

3.1. 巩固基础：深耕医药产业链，充实优化产品矩阵

医药板块基础稳固，主业地位日益凸显。近年来，随着公司相继退出缩减部分业务领域，医药业务逐渐成为公司的支柱行业，并连续多年被工信部评为化学药品工业企业百强。以子公司江苏吴中医药集团有限公司为核心，目前医药产品线基础稳固，主营产品覆盖基因药物、化学药物与现代中药，集研发、生产和销售为一体的完整医药产业链，拥有输液剂、胶囊剂、片剂等十多个剂型及多种原料药的生产线，290余个药品生产文号，20多项国家新药证书，生产170个基因药物、化学药物和中药品种，形成以“抗感染/抗病毒、免疫调节、抗肿瘤、消化系统、心血管类”等为核心的产品群，且多个为国内独家产品。

图 16：江苏吴中医药集团有限公司



资料来源：吴中医药官网、德邦研究所

图 17：江苏吴中大厦



资料来源：吴中医药官网、德邦研究所

研发：内部研发、外部合作并进，“两所一院”支持医药研发管理与运营。公司内部重视医药业务研发，不断优化研发管理架构，一级组成部门研发中心负责公司研发体系全面统筹管理，下设创新药物研究所、生物医药研究所，分别负责化学创新药与生物创新药的研发；2020年整合资源成立药物研究院负责公司仿制药的研发工作，并与浙江大学、中国医学科学院等学术科研机构建立紧密合作关系，通过“两所一院”搭建医药研发业务管理与运营体系。与此同时，成立药物研发分公司、筹建苏州研究二所、建立中控实验室提高研发水平与质量并实现与工厂的快捷对接。

围绕优势独家品种适应症领域、优质高端仿制药以及上市优势品种的一致性评价工作开展研发工作。目前，公司重点聚焦高端仿制药、首仿药、专科用药，稳步推进创新药研发，大力推进注射剂、片剂等品种的一致性评价，截至21年底，美索巴莫注射液已首家通过药品一致性评价，注射用奥美拉唑钠、注射用兰索拉唑和盐酸曲美他嗪缓释片也均通过药品一致性评价，抗肿瘤创新药YS001启动一期临床试验。未来也将继续加快仿制药研发及一致性评价项目，并以临床需求为重点做好研发立项，探索合作研发、授权引进，不断扩充现有产品管线，巩固医药业务现有优势及基础。

生产：生产链条完整成熟，质量把控严格积极优化生产效率。药物生产方面，除原料药厂外另拥有苏州制药厂和中凯生物制药厂两家药品生产分支机构，其中苏州制药厂主要生产化学药物制剂、化学原料药与现代中药，剂型涵盖注射剂、粉针剂、颗粒剂、滴丸剂等，中凯生物制药厂则主要生产生物制品。目前根据苏州市吴中经济开发区规划调整，原有生产基地中凯生物制药厂已实施拆迁，并正筹备医药新基地建设，待其建设完成后苏州制药厂将整体搬迁至此，以进一步扩大生产规模，满足市场需求的同时有效降低经营成本，提高生产效率。此外，在保质保供、安全环保基础上，也在积极开拓对外合作项目、承接 MAH 业务，逐步打造产业化技术平台，优化技术工艺，提高产能利用率，推进全价值链成本管理。

产品：多款主导产品国内独家，制剂市场优势明显。公司已在抗病毒、抗肿瘤、抗感染、免疫调节等治疗领域形成较为完善的产品布局，拥有多个国内独家产品如国内首创全国独家静脉用中枢肌松药“力制同-美索巴莫注射液”、首家通过一致性评价心血管领域产品“爱怡令-盐酸曲美他嗪片”、全国独家冻干粉针剂型眼科用药“洛冠-注射用普罗碘铵”等。此外，盐酸阿比多尔片进入 2021 版国家医保目录、成为国家卫健委《流行性感冒诊疗方案（2020 年版）》官方推荐的抗流感病毒药物、还入选新型冠状病毒肺炎诊疗方案第六、七、八版（试行）及其修订版。公司核心领域产品已形成从原料药到制剂的一体化布局，其他产品布局及研发工作持续推进，不断充实和优化产品矩阵。

表 4：公司主要产品、适应症及医保纳入情况

主要治疗领域	产品名称	功能主治	是否纳入国家/省级医保
免疫增强剂	芙露欣-匹多莫德口服液	免疫调节剂，临床上主要用于慢性或反复发作的呼吸道感染与尿路感染辅助治疗。	否/是
消化系统疾病药物	注射用奥美拉唑钠	①消化性溃疡出血、吻合口溃疡出血；②应激状态时并发的急性胃黏膜损害、非甾体类抗炎药引起的急性胃黏膜损伤；③预防重症疾病（如脑出血、严重创伤等）应激状态及胃手术后引起的上消化道出血等；④作为当口服疗法不适用时下列病症的替代疗法：十二指肠溃疡、胃溃疡、反流性食管炎及 Zollinger-Ellison 综合征。	是/是
	注射用兰索拉唑	用于口服疗法不适用的伴有出血的十二指肠溃疡	是/是
血液和造血系统领域	洛叶-注射用卡络磺钠	用于泌尿系统、上消化道、呼吸道和妇产科疾病出血。对泌尿系统出血疗效较为显著，亦可用于外伤和手术出血。	是/是
免疫调节剂	重组人粒细胞刺激因子注射液	1.癌症化疗等原因导致中性粒细胞减少症，癌症患者使用骨髓抑制性化疗药物。特别在强烈的骨髓剥夺性化学药物治疗后，注射本品有助于预防中性粒细胞减少症的发生，减轻中性粒细胞减少的程度。缩短粒细胞缺乏症的持续时间，加速粒细胞数的恢复，从而减少合并感染发热的危险性。2.促进骨髓移植后的中性粒细胞数升高。3.骨髓发育不良综合征引起的中性粒细胞减少症，再生障碍性贫血引起的中性粒细胞减少症，先天性特发性中性粒细胞减少症，骨髓增生异常综合征伴中性粒细胞减少症，周期性中性粒细胞减少症。	是/是
心血管领域	爱怡令-盐酸曲美他嗪片/缓释片	主要用于对一线抗心绞痛治疗控制不佳或无法耐受的稳定性心绞痛成年患者的对症治疗。	是/是
中枢作用肌肉松弛药	力制同-美索巴莫注射液	治疗急性骨骼肌疼痛的中枢作用肌松药。	否/是
全身抗病毒药领域	玛诺苏-盐酸阿比多尔片	治疗由 A、B 型流感病毒等引起的上呼吸道感染。	是/是
感觉系统领域	洛冠-注射用普罗碘铵	用于晚期肉芽肿或非肉芽肿性虹膜睫状体炎、视网膜脉络膜炎，眼底出血/玻璃体混浊等。	是/是

资料来源：公司 2021 年年报、德邦研究所

销售：持续优化销售结构，精准发力加强管控。公司具备终端销售、代理、配送、招商、OTC 等多样销售模式，并组建两家专业医药销售公司，销售渠道覆盖全国各区域内的代理商、医疗机构和零售药店等。近年来，公司持续优化调整营销部门组织架构，重建销售大区，调整中后台部门，推进营销管理扁平化，推动各级销售人员深入终端，并出台政策加大营销人员激励、空白市场开发的支持力度，如广泛招聘佣金制代表、合伙人下沉到一线市场推动一线上量等等。未来也将采取更为灵活的市场策略，提升学术支持专业化水平，进一步分区域、分政策打造标杆医院，培育明星品种，深挖基层市场和院外市场，提升重点产品销售。

3.2. 拓展提升：CDMO+投资并购，挖掘发展新动能

医药行业稳步增长，投资并购、医药智造或为企业带来发展新动能。医药行业已由高速增长时代迈向稳定增长，两票制、集采、医保控费等政策影响药品价格空间，传统药企面临较大压力。基于此，企业或从内部赋能加强自身研发实力加速产品落地，或通过投资并购等获得外部资源、扩充产品线，或利用外部成熟的技术平台如 CRO/CMO/CDMO 等促进企业发展。而后者医药智造因可连续制造、柔性化生产、敏捷精准反应供应链变化，或将重塑产业生态推动行业发展。

聚焦大健康赛道，挖掘优质产业资源。2018年，公司投资成立江苏吴中医药产业投资有限公司，围绕医药+医美的产业格局进行投资并购活动，并通过投资设立参与以医药大健康产业为主的产业基金、并购基金，依托医药资源深化投资布局，挖掘优质标的。在医药领域，重点寻找与公司自有产品形成优势互补的药物品种，丰富药品管线；在医美领域，重点寻找非手术类医疗美容上游产品端并购资源，包括但不限于注射类、功能性护肤品、家用美容仪器类等多维度产品，推动公司产品体系化协同与向大健康产业链的延伸，为长期发展提供新动能。

找准自身行业生态位，拓展 CDMO 业务。历经多年发展，公司已在生产、销售等方面处于行业中上水平，未来在巩固传统医药业务同时，也将充分发挥产能优势和区位优势，发展化学制剂和生物药物的 CDMO 合作业务。2022年1月子公司吴中医药与苏州吴中经开区招商局签署《用地项目投资协议书》，吴中医药将以自有资金或自筹资金 17.28 亿元于江苏吴中医药集团研发及产业化基地一期项目建设，总建筑面积约 161390 平方米，项目将分两期建设，预计三年内完成主要生产车间、质检研发中心及相应配套设施建设，五年内完成全部项目建设。项目建成达产后，将进一步扩大公司生产规模，满足国内外市场需求的同时降本提效，巩固提升公司的可持续发展能力。

4. 盈利预测

公司经业务调整，现已形成以医药业务为核心，逐步向医美领域拓展的“医药+医美”两大核心产业格局，努力打造公司医药大健康产业集群。基于对各业务所处行业发展趋势及公司竞争力梳理分析，我们对各业务板块假设及估值如下：

1) 医药业务：作为公司主导业务，已形成集研发、生产和销售为一体的完整医药产业链，产品涵盖抗感染/抗病毒、免疫调节、抗肿瘤、消化系统、心血管类多领域，并拥有多款国内独家药物且在生产工艺、销售布局、硬件装备和资金状况均处于行业中上水平。2020年医药业务因疫情爆发致使诊疗服务受限叠加集采等影响致使销售下滑，2021年逐渐恢复，未来公司将继续围绕五年战略规划，坚持核心医药主业发力，加快仿制药研发及一致性评价项目及临床进度、拓展CDMO业务、挖掘并引入优质行业资源，扩充现有产品管线，医药业务整体收入有望企稳回升，预计2022-2024年营收增速分别为12.5%/12.3%/12.0%。

2) 医美业务：公司医美业务仍处于起步阶段，将以三步走形式逐步树立吴中美学形象、打造自有技术平台。目前仍处于投资引入阶段，预计2022年引入并销售1-2款功能性护肤产品，2023年AestheFil产品有望于国内上市，基于对AestheFil优异产品特性、海外销售情况及国内对再生市场的教育基础考量，预计其上市后也将迅速放量，因此医美业务预计2023-2024年营收增速分别为369.0%/182.7%。

表 5：公司业务收入与毛利率预测（单位：百万元）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1871.74	1775.45	1962.09	2256.76	2710.08
yoy	-11.29%	-5.14%	10.51%	15.02%	20.09%
毛利率	30.74%	28.83%	32.40%	35.65%	40.80%
医药业务收入	1338.09	1291.42	1452.84	1631.54	1827.33
yoy	-11.66%	-3.49%	12.50%	12.30%	12.00%
收入占比	71.49%	72.74%	74.05%	72.30%	67.43%
毛利率	42.34%	38.25%	40.72%	40.66%	40.77%
医美业务收入			30.00	140.70	397.76
yoy			-	369.00%	182.70%
收入占比			1.53%	6.23%	14.68%
毛利率			80.00%	85.80%	85.59%
贸易业务收入	5.18	4.69	4.79	4.85	4.85
yoy	0.00%	-9.41%	2.10%	1.10%	0.10%
收入占比	27.68%	26.44%	24.43%	21.47%	17.90%
毛利率	3.49%	4.20%	4.20%	4.18%	4.16%

资料来源：wind、德邦研究所预测

综上，我们预计公司2022-2024年营业收入19.6/22.6/27.1亿元，对应增速分别为10.5%/15.0%/20.1%，2022-2024年归母净利润0.1/0.5/1.3亿元，同比增长-41.8%/303.7%/145.7%，截止8月19日收盘价，对应2022-2024年PE为396.2X/98.1X/39.9X，考虑到公司医药业务阶段性承压情况逐渐恢复，医美业务储备产品潜力可观，未来产品陆续上市引进有望进一步带来业绩释放增量，秉承“医药+医美”战略逐渐缩减贸易业务营收占比，故首次覆盖，给予“增持”评级。

表 6: 可比公司估值对比

板块	代码	公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				归母净利润 YOY				PE			
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
医药 业务	002653.SZ	海思科	217.27	3.45	2.55	4.27	6.60	-45.8%	-26.0%	67.2%	54.5%	62.97	85.06	50.89	32.93
	688658.SH	悦康药业	72.14	5.45	6.81	9.05	11.91	23.3%	24.9%	32.8%	31.6%	13.23	10.59	7.97	6.06
		平均											38.10	47.82	29.43
医美 业务	000963.SZ	华东医药	710.07	23.02	28.05	33.89	41.15	-18.4%	21.9%	20.8%	21.5%	30.85	25.32	20.96	17.25
	0460.HK	四环医药	79.33	4.17	6.66	8.46	11.13	-12.0%	60.0%	26.9%	31.6%	19.05	11.91	9.38	7.13
		平均											24.95	18.62	15.17
	600200.SH	江苏吴中	52.36	0.23	0.13	0.53	1.31	104.5%	-41.8%	303.7%	145.7%	285.67	405.87	100.53	40.91

资料来源: wind、德邦研究所

注: 来自 wind 一致预期, 时间截止至 2022 年 8 月 19 日

5. 风险提示

- 1) **行业竞争加剧风险:** 预计医药、医美市场未来多种类新产品入市, 且多家企业从不同领域以自研、外延投资等方式切入该赛道加剧竞争;
- 2) **行业政策风险:** 公司所处医药行业及新领域医美行业均为政策强监管行业, 医药领域多品种面临集采、医保谈判降价压力, 医美领域同样监管趋严。
- 3) **新品研发注册不及预期风险:** 在研项目的成功率和获批率自身具有一定的不确定性, 且公司目前处于创新转型阶段, 在研药物/产品丰富, 周期长、投入大, 一系列不可预测因素或将导致在研项目无法顺利入市;
- 4) **产品销售不及预期风险:** 行业竞争日趋激烈, 热点更迭持续进行, 对公司响应市场变化能力提出更高要求, 此外, 公司医美产品定位高端, 部分品类创新性强, 同样对产品推广销售提出较大考验。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	0.03	0.02	0.07	0.18
每股净资产	2.60	2.62	2.70	2.88
每股经营现金流	0.63	-0.39	0.30	-0.19
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	285.67	396.17	98.13	39.93
P/B	3.29	2.80	2.72	2.55
P/S	3.23	2.92	2.54	2.11
EV/EBITDA	226.62	36.00	28.63	17.21
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	28.8%	32.4%	35.6%	40.8%
净利润率	1.2%	0.6%	2.2%	4.5%
净资产收益率	1.2%	0.7%	2.8%	6.4%
资产回报率	0.6%	0.3%	1.3%	2.8%
投资回报率	-0.4%	1.0%	2.0%	3.8%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-5.1%	10.5%	15.0%	20.1%
EBIT 增长率	71.7%	374.2%	105.2%	105.4%
净利润增长率	104.5%	-41.8%	303.7%	145.7%
偿债能力指标				
资产负债率	50.1%	53.5%	52.3%	55.2%
流动比率	1.6	1.5	1.5	1.5
速动比率	1.1	1.1	1.1	1.1
现金比率	0.7	0.4	0.5	0.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	146.7	132.4	139.6	136.0
存货周转天数	40.1	45.7	42.9	44.3
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6
固定资产周转率	7.3	8.7	9.6	11.6

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	23	13	53	131
少数股东损益	-2	-1	-4	-9
非现金支出	48	114	80	92
非经营收益	-55	29	30	30
营运资金变动	434	-436	53	-379
经营活动现金流	448	-281	213	-135
资产	43	-34	-45	-41
投资	-134	-59	-58	-58
其他	135	19	22	27
投资活动现金流	43	-74	-80	-73
债权募资	43	119	92	105
股权募资	0	0	0	0
其他	-89	-51	-56	-60
融资活动现金流	-46	68	36	45
现金净流量	445	-287	169	-162

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 19 日
 资料来源：公司年报（2020-2021），德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,775	1,962	2,257	2,710
营业成本	1,264	1,326	1,452	1,604
毛利率%	28.8%	32.4%	35.6%	40.8%
营业税金及附加	12	13	15	18
营业税金率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	415	468	548	678
营业费用率%	23.3%	23.9%	24.3%	25.0%
管理费用	105	95	112	139
管理费用率%	5.9%	4.8%	5.0%	5.1%
研发费用	21	17	21	28
研发费用率%	1.2%	0.8%	0.9%	1.0%
EBIT	-23	64	132	271
财务费用	63	48	53	57
财务费用率%	3.6%	2.4%	2.4%	2.1%
资产减值损失	-2	-15	-10	-12
投资收益	18	19	22	27
营业利润	37	21	91	229
营业外收支	3	3	3	3
利润总额	39	24	94	232
EBITDA	28	163	202	351
所得税	19	11	45	110
有效所得税率%	47.4%	47.4%	47.4%	47.4%
少数股东损益	-2	-1	-4	-9
归属母公司所有者净利润	23	13	53	131

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,131	844	1,012	850
应收账款及应收票据	760	1,273	1,155	1,707
存货	126	211	136	259
其它流动资产	667	678	675	692
流动资产合计	2,684	3,006	2,978	3,509
长期股权投资	395	395	395	395
固定资产	244	225	235	234
在建工程	6	6	5	5
无形资产	111	117	138	154
非流动资产合计	1,074	1,057	1,083	1,093
资产总计	3,758	4,063	4,061	4,602
短期借款	1,116	1,235	1,327	1,433
应付票据及应付账款	152	353	150	433
预收账款	1	2	2	2
其它流动负债	426	399	458	487
流动负债合计	1,696	1,988	1,936	2,355
长期借款	167	167	167	167
其它长期负债	18	18	18	18
非流动负债合计	186	186	186	186
负债总计	1,881	2,174	2,122	2,541
实收资本	712	712	712	712
普通股股东权益	1,855	1,868	1,922	2,053
少数股东权益	22	21	17	8
负债和所有者权益合计	3,758	4,063	4,061	4,602

信息披露

分析师与研究助理简介

郑澄怀，德邦证券研究所商贸零售&社会服务首席分析师，伦敦政治经济学院金融学，杜伦大学计算机学双硕士，曾任安信证券商社团队高级分析师。2020年新财富商社第六名&最具潜力奖核心成员，第二届新浪金麒麟新锐分析师第一名核心成员。2021年加入德邦证券研究所。擅长消费产业趋势分析及公司和行业的深度基本面研究，核心覆盖：免税、医美、化妆品、植发、月子中心、酒店、人力资源、餐饮、茶饮、旅游、零售等多个板块。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。