



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

买入（维持）

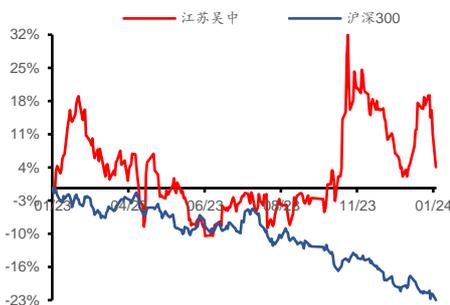
行业： 医药生物
日期： 2024年01月23日

分析师： 梁瑞
Tel: 021-53686409
E-mail: liangrui@shzq.com
SAC 编号: S0870523110001

基本数据

最新收盘价（元）	8.15
12mth A 股价格区间（元）	7.03-10.31
总股本（百万股）	712.29
无限售 A 股/总股本	99.62%
流通市值（亿元）	57.83

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

《医美布局深化，关注童颜针 3 类械获批进展》

——2023 年 10 月 31 日

《转型医美，向宽而行》

——2023 年 09 月 23 日

AestheFill 成功获批，期待产品上市放量

■ 投资摘要

事件概述

公司发布《关于孙公司获得医疗器械注册证的公告》，孙公司达透医疗收到了国家药监局颁发的《医疗器械注册证》，公司聚乳酸面部填充剂 AestheFill 成功获批，适用范围是用于注射到面部真皮深层，以纠正中重度鼻唇沟皱纹。

分析与判断

AestheFill 具有即刻效果明显、可复配等特点。AestheFill 产品为韩国知名医美企业 REGEN Biotech, Inc. 研发的一款“医美再生注射剂”，由 PDLLA 微球和羧甲基纤维素钠组成，是一种通过微球刺激人体自身胶原蛋白的再生从而起到重塑紧致、美容抗衰作用的皮肤填充剂。目前全球范围内已上市的医美再生注射剂主要产品的微球粒子可分为 PLLA、PDLLA、PCL 和羟基磷灰石四大类。其中新一代再生材料 PDLLA 微球，（1）由于呈海绵状多孔微球结构的特性，相同质量下体积更大，即刻塑形效果更为明显，且能够促使胶原纤维沿着多孔微球结构生长进微球内部，从而更有效地促进胶原蛋白的再生；（2）PDLLA 在全球拥有丰富的多浓度使用临床经验，可根据面部不同组织的软硬程度制定多种浓度的复配方案，实现个性化定制。根据头豹研究院发布的《2023 年中国医美再生注射剂行业概览》，目前中国大陆地区已经上市及在研的再生类产品中仅 AestheFill 以 PDLLA 为主要成分。

产品经过全球多个国家和地区销售验证，期待公司产品上市放量。该产品于 2014 年首次在韩国获批上市，截至目前已在全球 60 余个国家和地区上市销售。据头豹研究院发布的《2023 年中国医美再生注射剂行业概览》，AestheFill 在中国台湾地区“医美再生注射剂”市场以接近 30% 的份额排名第一，且终端价格区间高于同类“医美再生注射剂”产品 Sculptra 和 Ellans é。2021 年 12 月公司子公司吴中美学通过控股达透医疗获得其在中国境内的销售代理权。目前公司已准备好 AestheFill 的上市相关推广工作，将尽快安排其韩国原厂按照中国监管要求开展 AestheFill 产品的生产并出口中国的工作，预计将于 2024 年上半年在中国大陆正式上市销售。

■ 投资建议

我们认为国内再生类注射市场已经经过了一段时间的培育，消费者对于再生类产品的认知度持续提升。AestheFill 产品功效好，并且公司持续完善团队和营销体系的搭建，期待产品上市后快速放量。此外，公司后续玻尿酸、胶原蛋白等医美产品储备丰富。预计公司 2023-2025 年营收分别 22.51、28.29、33.38 亿元，同比 +11.1%、+25.7%、+18%；归母净利润分别 0.10、1.42、2.18 亿元，同比分别 +113%、+1290%、+53%。对应 EPS 分别为 0.01、0.20、0.31 元/股，对应 PE 分别为 568、41、27 倍。维持“买入”评级。

■ 风险提示

医药及医美行业政策风险；产品研发、获批及上市进度不及预期风险；医美行业竞争加剧风险；需求不及预期风险。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2026	2251	2829	3338
年增长率	14.1%	11.1%	25.7%	18.0%
归母净利润	-76	10	142	218
年增长率	-435.4%	113.4%	1,289.5%	53.3%
每股收益（元）	-0.11	0.01	0.20	0.31
市盈率（X）	—	567.97	40.88	26.67
市净率（X）	3.22	3.19	2.96	2.66

资料来源：Wind，上海证券研究所（2024年01月22日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1477	1554	1683	1875
应收票据及应收账款	859	1043	1257	1493
存货	113	145	159	177
其他流动资产	281	261	283	302
流动资产合计	2730	3003	3383	3847
长期股权投资	426	441	459	478
投资性房地产	104	100	96	91
固定资产	223	243	256	266
在建工程	7	7	7	7
无形资产	102	92	85	77
其他非流动资产	318	330	329	328
非流动资产合计	1180	1214	1232	1247
资产总计	3910	4218	4615	5094
短期借款	1370	1548	1732	1925
应付票据及应付账款	240	243	274	311
合同负债	25	23	30	36
其他流动负债	221	352	387	415
流动负债合计	1856	2166	2424	2688
长期借款	165	165	165	165
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	65	47	47	47
非流动负债合计	231	212	212	212
负债合计	2086	2378	2636	2900
股本	712	712	712	712
资本公积	1404	1411	1411	1411
留存收益	-298	-288	-146	72
归属母公司股东权益	1804	1820	1962	2180
少数股东权益	20	20	17	15
股东权益合计	1824	1840	1979	2194
负债和股东权益合计	3910	4218	4615	5094

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流量	56	-42	-3	55
净利润	-78	10	139	215
折旧摊销	49	-8	0	3
营运资金变动	22	-82	-177	-202
其他	64	37	35	38
投资活动现金流量	61	-20	-3	-2
资本支出	-41	-1	-1	-1
投资变动	-116	-21	-22	-23
其他	218	2	20	22
筹资活动现金流量	115	139	135	139
债权融资	222	178	184	194
股权融资	0	7	0	0
其他	-108	-45	-49	-55
现金净流量	232	77	129	191

利润表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2026	2251	2829	3338
营业成本	1447	1575	1798	2004
营业税金及附加	14	16	20	23
销售费用	448	459	619	783
管理费用	117	143	184	227
研发费用	29	43	56	68
财务费用	71	29	34	38
资产减值损失	-2	-8	-4	-4
投资收益	12	15	20	22
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	-75	13	163	243
营业外收支净额	0	-2	-2	-2
利润总额	-75	12	161	241
所得税	3	2	22	26
净利润	-78	10	139	215
少数股东损益	-2	0	-3	-2
归属母公司股东净利润	-76	10	142	218

主要指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力指标				
毛利率	28.6%	30.0%	36.5%	40.0%
净利率	-3.8%	0.5%	5.0%	6.5%
净资产收益率	-4.2%	0.6%	7.2%	10.0%
资产回报率	-1.9%	0.2%	3.1%	4.3%
投资回报率	-0.5%	1.0%	4.3%	5.7%
成长能力指标				
营业收入增长率	14.1%	11.1%	25.7%	18.0%
EBIT 增长率	31.7%	353.6%	380.1%	43.1%
归母净利润增长率	435.4%	113.4%	1,289.5%	53.3%
每股指标 (元)				
每股收益	-0.11	0.01	0.20	0.31
每股净资产	2.53	2.56	2.75	3.06
每股经营现金流	0.08	-0.06	0.00	0.08
每股股利	0	0	0	0
营运能力指标				
总资产周转率	0.53	0.55	0.64	0.69
应收账款周转率	2.50	2.51	2.66	2.58
存货周转率	12.10	12.22	11.80	11.93
偿债能力指标				
资产负债率	53.4%	56.4%	57.1%	56.9%
流动比率	1.47	1.39	1.40	1.43
速动比率	1.30	1.22	1.24	1.28
估值指标				
P/E	—	567.97	40.88	26.67
P/B	3.22	3.19	2.96	2.66
EV/EBITDA	166.50	182.74	31.11	21.50

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断