

深耕药业底蕴深厚，医美管线蓄势待发

■ 证券研究报告

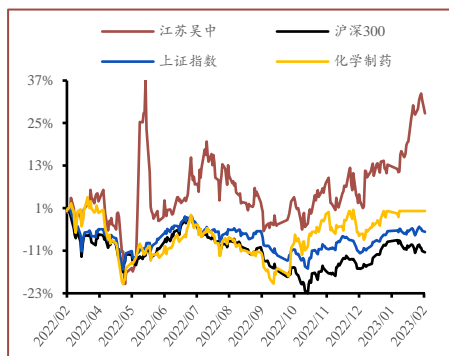
★ 投资评级:增持(首次)

基本数据

2023-02-27

收盘价(元)	8.92
流通股本(亿股)	7.08
每股净资产(元)	2.57
总股本(亿股)	7.12

最近12月市场表现



分析师 刘洋

SAC证书编号: S0160521120001
liuyang01@ctsec.com

分析师 李跃博

SAC证书编号: S0160521120003
liyb@ctsec.com

相关报告

核心观点

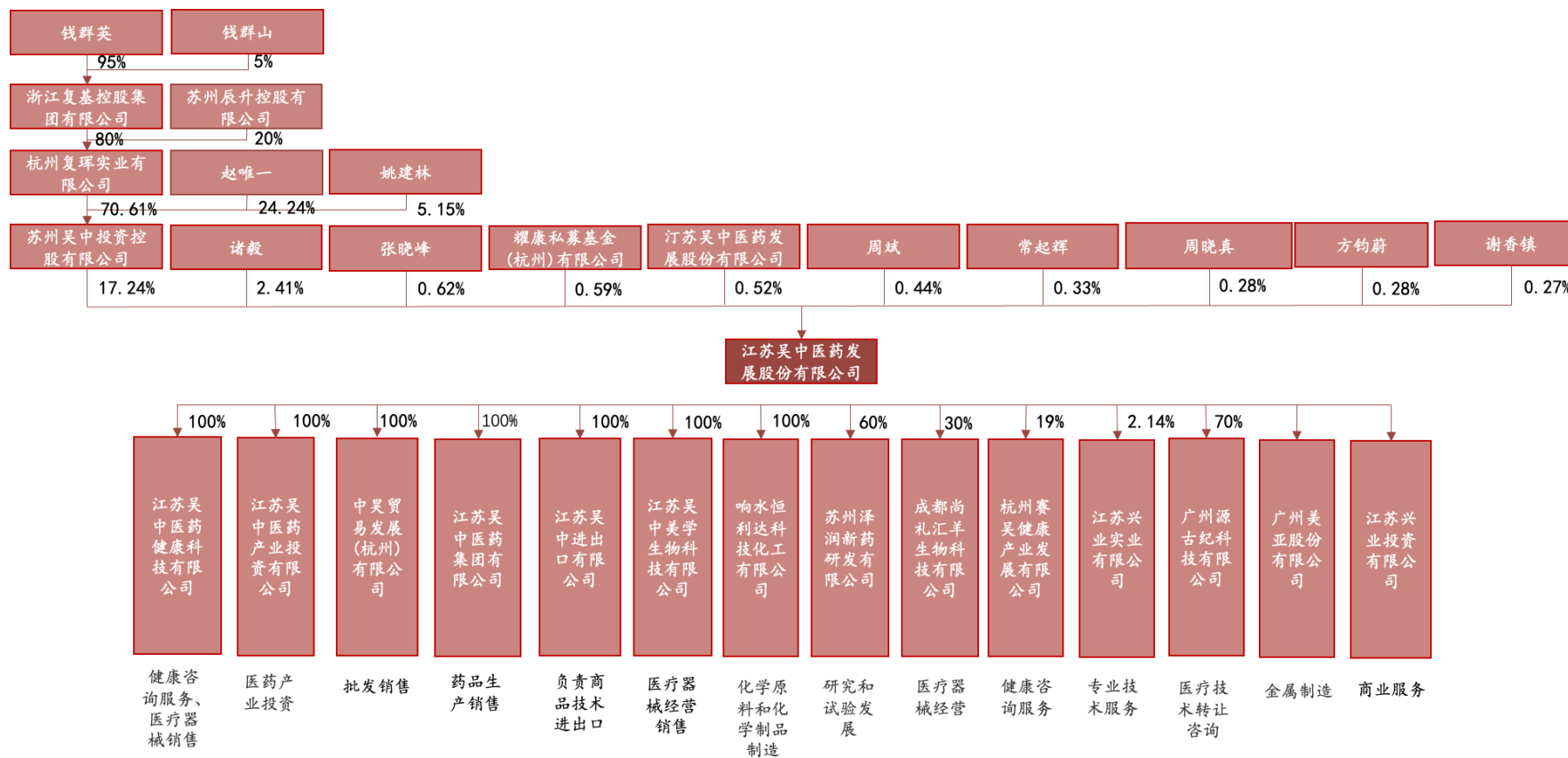
- ❖ **医药资深企业布局大健康产业:** 公司成立于1994年, 适应市场发展战略转型, 逐渐剥离地产纺织等业务, 以医药大健康为核心支柱业务。2020年公司进一步确立“医药+医美”的战略格局, 2021年实现营收17.8亿元, 归母净利润扭亏至2271万元。受疫情影响, 2022年前三季度公司收入同比降低6.0%至13.8亿元, 归母净利润为-0.5亿元。根据公司2022年业绩预亏公告, 预计2022年全年归母净利润约-0.95亿元至-0.75亿元, 同比将出现亏损。
- ❖ **医美转型: 多条潜力赛道同步推进, 并购积聚入局优势。** 医美市场前景广阔, 公司通过并购+自研积极拓展管线, 1-2年内注射产品有望陆续面世。
 - 1) **投资并购 AestheFill 童颜针:** 再生产品塑造注射赛道差异性, 国内合规童颜针竞品稀缺。AestheFill 采用全球独家多孔空心微球专利结构, 见效快、维持久, 预计2023年下半年上市。
 - 2) **战略控股获取 HARA 代理权:** 艾莉薇迭代版产品, 具备 Humedix 影响力背书+韩系品牌优势, 独有 HDRM 和 HiVE 交联技术, 预计2025年上市。
 - 3) **自研胶原蛋白:** 胶原蛋白注射市场竞争格局良好, 其中重组胶原蛋白注射产品仅薇旖美1款。公司与浙江大学分子与智造研究院打造联合实验室, 并引进美国三聚体重组人胶原蛋白技术。目前旗下“婴芙源”敷料已上市, 1-2年内有望打造重组人胶原蛋白原料并应用于下游。
- ❖ **医药为基: 体系扎实布局广泛, CDMO 投入17亿打造新增量。**
 - 1) **研产销体系完整:** 医药板块作为公司基石产业, 在化学药物、现代中药和基因药物等领域具备集研发、生产、销售为一体的完整产业链;
 - 2) **产品覆盖广泛、多项独家:** 主营产品包含抗病毒/抗感染、免疫调节、抗肿瘤等广泛领域。多项主导产品为国内独家, 重点聚焦高端仿制药、首仿药、专科用药, 核心医药产品毛利率较高;
 - 3) **紧握机遇布局 CDMO:** 子公司吴中医药投入17.28亿元建设研发及产业化基地, 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, CDMO 发展蓄能新增长。
- ❖ **投资建议:** 公司确立“医药+医美”战略方向, 医药研产销基础扎实、产品覆盖广泛, 积极布局 CDMO 崭新增长点; 医美管线1-2年内蓄势待发, 并购代理 AestheFill 童颜针、HARA 玻尿酸, 品牌&技术双驱动, 自研胶原蛋白平台未来可期。预计公司2022-2024年营收19.42/22.25/28.26亿元, 增速为9%/15%/27%, 归母净利润-0.85/0.60/2.55亿元, 增速为-473%/由亏转盈/329%, EPS为-0.1/0.1/0.4元, PE为-75/107/25倍。给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示:** 医药及医美行业政策风险; 医药产品研发注册进度不及预期风险; 医美行业竞争加剧风险; 医美产品审批进度不及预期风险。

盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1872	1775	1942	2225	2826
收入增长率(%)	-11.3	-5.1	9.4	14.6	27.0
归母净利润(百万元)	-506	23	-85	60	255
净利润增长率(%)	-884.7	104.5	-473.3	170.2	328.7
EPS(元/股)	-0.7	0.0	-0.1	0.1	0.4
PE	-7.6	285.7	-74.9	106.8	24.9
ROE(%)	-27.4	1.2	-4.8	3.3	12.2
PB	2.1	3.3	3.6	3.5	3.0

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所

图1.一图看江苏吴中公司架构（截至2022年9月30日）



数据来源：公司公告，财通证券研究所整理

内容目录

1	公司简介：把握风口多次转型，直抵医药大健康产业.....	7
1.1	发展历史：近 30 载砥砺前行，围绕“医药+医美”再出发.....	7
1.2	股权结构与公司治理：股权结构稳定，管理团队资深.....	7
1.3	经营状况：2021 年归母净利润 0.23 亿元，扭亏为盈.....	9
2	医美业务：布局注射填充，收购抢占优势&自研逐步发力.....	12
2.1	医美市场前景广阔，行业步入黄金增长期.....	13
2.2	并购代理 AestheFill 童颜针，空心微球技术构筑竞争优势.....	16
2.3	战略控股获 HARA 玻尿酸代理权，韩系品牌力支撑产品放量.....	20
2.4	自研布局胶原蛋白蓝海市场，有望推出重组人胶原蛋白械 III 产品.....	22
3	医药业务：研产销协同发展，CDMO 发展蓄能新增长.....	25
4	盈利预测与投资建议.....	30
4.1	盈利预测.....	30
4.2	估值分析.....	31
4.3	投资建议.....	33
5	风险提示.....	33

图表目录

图 1.	一图看江苏吴中公司架构（截至 2022 年 9 月 30 日）.....	2
图 2.	一图看江苏吴中医美管线布局思路.....	3
图 3.	江苏吴中发展历史.....	7
图 4.	江苏吴中股权结构图（截至 2022 年 9 月 30 日）.....	8
图 5.	2021 年公司实现收入 17.8 亿元，同比-5%.....	10
图 6.	2021 年公司实现归母净利润 0.23 亿元，扭亏为盈.....	10
图 7.	2017-2021 年江苏吴中主营业务收入占比.....	10
图 8.	2021 年公司毛利率/净利率为 29%/1%.....	11
图 9.	2021 年公司销售费用率为 23%.....	11
图 10.	2021 年江苏吴中在可比公司中盈利水平偏低.....	11
图 11.	2021 年江苏销售及管理费用率较低.....	11
图 12.	2017-2022 前三季度公司现金流（亿元）.....	12

图 13. 2022 前三季度公司资产负债率为 52%.....	12
图 14. 2017-2021 年江苏吴中及可比公司资产负债率	12
图 15. 公司医美业务发展历程.....	13
图 16. 公司医美布局.....	13
图 17. 吴中美学公司架构.....	13
图 18. 全球 2017-2030E 医美市场规模及增速（十亿美元）	14
图 19. 中国 2017-2030E 医美市场规模（十亿元）	14
图 20. 中国医美市场渗透率远低于韩国、美国.....	14
图 21. 2019 年中国医美市场合规针剂仅占 33%.....	15
图 22. 预计 2030 年我国非手术类医美（轻医美）治疗次数达到 1.08 亿次.....	15
图 23. 2019 年非手术项目中注射类占比达 57%.....	16
图 24. 预计 2030 年国内 PLLA 皮肤填充剂市场规模达 37.6 亿元	17
图 25. AestheFill 产品海外宣传图.....	19
图 26. AestheFill 可应用区域较多.....	19
图 27. 中国基于透明质酸钠皮肤填充剂产品数量.....	20
图 28. 中国基于透明质酸钠皮肤填充剂市场规模.....	20
图 29. 2016-2018 年中国医美行业竞争格局（按销售额）	21
图 30. HDRM 技术提高交联效率.....	22
图 31. 胶原蛋白应用前景广阔.....	23
图 32. 2021 年重组胶原蛋白在中国功效性护肤市场渗透率仅为 15%.....	23
图 33. 2021 年重组胶原蛋白在中国医用敷料市场渗透率仅为 19%.....	23
图 34. 婴芙源重组胶原蛋白生物修复敷料（瓶装）	25
图 35. 婴芙源重组胶原蛋白生物修复敷料（敷贴）	25
图 36. 公司医药业务采用“内部研发+外部合作”模式进行开发	26
图 37. 江苏吴中及主要竞争公司研发投入占营业收入比例.....	26
图 38. 江苏吴中主要医药研发项目投入占比情况.....	26
图 39. 公司医药工业原材料成本（百万元）	27
图 40. 公司医药工业人工及制造费用（百万元）	27
图 41. 江苏吴中医药业务营收及增速（亿元）	29
图 42. 江苏吴中分领域医药产品营收（亿元）	29
图 43. 江苏吴中分领域医药产品营收毛利率（%）	29
图 44. 公司积极整合上下游资源展开 CMDO 业务	30
图 45. 发挥研产销一体化优势，形成 CDMO 业务闭环.....	30

表 1. 公司核心管层履历.....	8
表 2. 公司 2021 年限制性股票激励计划.....	9
表 3. 主流再生材料及对应代表产品.....	16
表 4. 童颜针空间测算.....	18
表 5. AestheFill 国内主要竞品对比.....	19
表 6. 重组胶原蛋白分类.....	22
表 7. 国内获批胶原蛋白注射剂对比.....	23
表 8. 国内胶原蛋白敷料对比.....	24
表 9. 江苏吴中主导产品列表.....	27
表 10. 江苏吴中收入拆分及预测.....	30
表 11. 各业务板块净利润预测（亿元）.....	31
表 12. 医药业务可比上市公司估值分析.....	32
表 13. 医美业务可比上市公司估值分析.....	32
表 14. 贸易及其他业务可比上市公司估值分析.....	32
表 15. 营业收入、归母净利润预测.....	33

1 公司简介：把握风口多次转型，直抵医药大健康产业

1.1 发展历史：近 30 载砥砺前行，围绕“医药+医美”再出发

江苏吴中成立于 1994 年，1999 年 A 股上市。江苏吴中早年通过兼并进入纺织行业，1996 年成立苏州中凯生物制药厂，正式开展医药业务。2010 年，基于房地产市场良好发展前景，公司剥离服装业务并出让江苏吴中服装集团有限公司股权，布局房地产产业版图。2016 年，公司优化结构，逐渐剥离房地产业务，通过收购确立“医药+化工”的主营业务。2020 年公司确定“医药+医美”产业为核心发展方向，以医药大健康为核心产业，围绕医美产业进行投资并购，并设立产业基金、并购基金，丰富医药管线。二十余年来，公司通过收购、改制、存续分立、资产重组，审时度势，通过多次战略转型，形成了目前的发展格局。

图3.江苏吴中发展历史

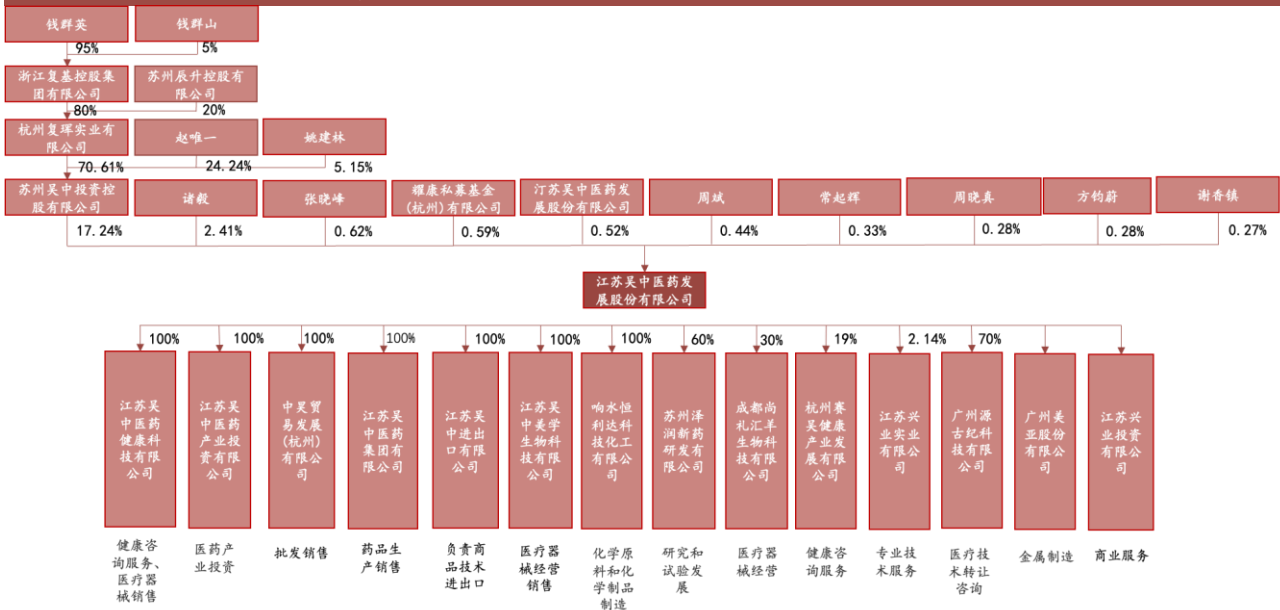


数据来源：公司官网，公司公告，财通证券研究所

1.2 股权结构与公司治理：股权结构稳定，管理团队资深

家族持股，江苏吴中股权稳定。公司最大股东为苏州吴中投资控股有限公司，持有 17.24% 的股份；钱群英兼任公司总裁、副董事长，通过间接持股 9.30% 成为公司实际控制人；总裁及董事长系姐弟关系，公司股权结构稳定。高管成员医药背景扎实，副总裁孙田江为北京化工大学制药工程硕士，曾任扬子江药业集团副总经理；总监孙曦曾于浙江英特药业有限责任公司任副经理。

图4.江苏吴中股权结构图（截至2022年9月30日）



数据来源：公司公告，财通证券研究所

表1.公司核心管层履历

姓名	年龄	职务	就任时间	履历
钱群山	49	董事长、首席执行官	2019年8月	历任浙江复基集团有限公司总裁，杭州复晖实业有限公司总经理，苏州吴中投资控股有限公司总裁
钱群英	54	副董事长、总裁、法人	2019年10月	曾任浙江兰溪华丰置业有限公司总经理，浙江复基控股集团有限公司、杭州复晖实业有限公司和苏州吴中投资控股有限公司董事长、总经理
顾铁军	41	董事、董事会秘书	2020年11月	曾任上海宏达矿业股份有限公司董事会秘书
孙田江	51	董事、副总裁	2014年4月	曾任扬子江药业集团副总经理
朱菊芳	54	副总裁	2015年3月	多次荣获“金牌董秘”荣誉称号
孙曦	41	财务总监	2019年4月	曾于浙江英特药业有限责任公司任副经理
项臻	28	总裁助理	2022年4月	曾任麦格理资本大中华区投资银行部经理

数据来源：公司公告，财通证券研究所

股权激励计划良性调动积极性。公司推出限制性股票激励计划，向143名核心技术人员及核心业务人员授予限制性股票共计412万股，占总股本0.58%，其中首次授予374万股于医药板块的中高层核心人员；并设置了业绩考核目标，根据激励计划业绩指标设定，股权分三期解禁限售，比例分别为40%/30%/30%，对应目标为公司2022-2024年经审计的营业收入较2021年增长应分别不低于10%、20%和30%；或公司2022-2024年经审计的归属于上市公司股东的净利润较2021年

增长不低于 10%、20%和 30%，有助于建立长效激励约束机制，形成良好均衡的价值分配体系，充分调动核心技术人员及核心业务人员工作积极性。

表2.公司 2021 年限制性股票激励计划

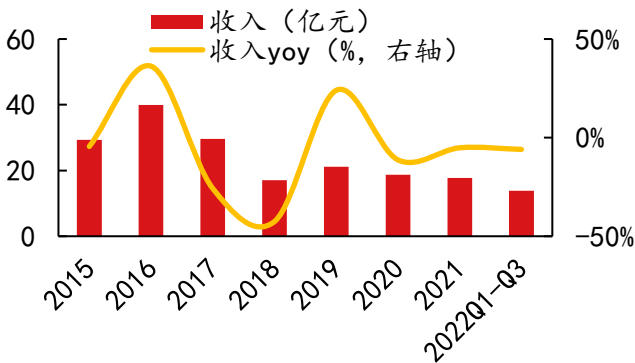
解除限售期	业绩考核目标（需满足下列两个条件之一）	解除限售比例
第一个解除限售期	以 2021 年营业收入为基数，2022 年营业收入增长率不低于 10%;或以 2021 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 10%。	40.00%
第二个解除限售期	以 2021 年营业收入为基数，2023 年营业收入增长率不低于 20%;或以 2021 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 20%。	30.00%
第三个解除限售期	以 2021 年营业收入为基数，2024 年营业收入增长率不低于 30%;或以 2021 年净利润为基数，2024 年净利润增长率不低于 30%。	30.00%

数据来源：公司公告，财通证券研究所

1.3 经营状况：2021 年归母净利润 0.23 亿元，扭亏为盈

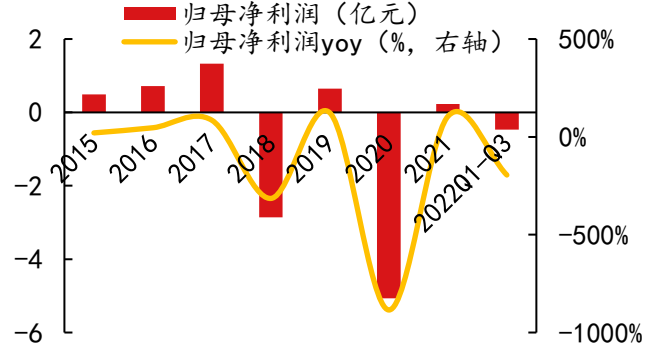
2021 年公司实现收入/归母净利润 17.75/0.23 亿元。2017 年公司剥离贵金属加工业务，2018 年响水恒利达化工园区受环保因素影响停产，收入分别同比 16/17 年下滑 26%/43%。2019 年医药业务及房地产业务增长较高，带动整体营收增长 24%。受疫情影响，2020-2022 年医药诊疗服务受限，医药、贸易业务下滑，其中 2021 年实现总营业收入 17.8 亿元，同比-5%，公司通过优化调整营销部门组织架构、质量管控和成本管控，实现归母净利润 0.23 亿元，扭亏为盈。根据公司 2022 年业绩预亏公告，预计 2022 全年归母净利润约-0.95 亿元至-0.75 亿元，同比将出现亏损，主要系：1) 医药营销投入及医美业务投入增加、股权激励费用增加；2) 非经营性损益影响：上年度公司所属中凯生物制药厂完成拆迁交付手续确认资产处置收益 10060.82 万元。

图5.2021年公司实现收入17.8亿元，同比-5%



数据来源：公司年报，财通证券研究所

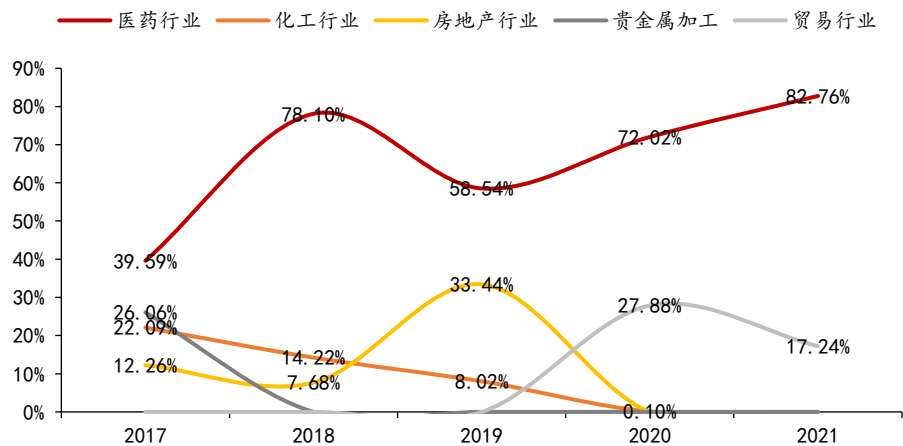
图6.2021年公司实现归母净利润0.23亿元，扭亏为盈



数据来源：公司年报，财通证券研究所

与时俱进变动业务结构，医药业务营收占比近八成。公司战略发展方向转变，公司原有的房地产、化工、贵金属加工等低毛利业务陆续被剥离，2017年主营业务收入占比分别为22%/12%/26%，2021均降至0；其中贵金属加工业务毛利率低至0.58%，化工业务2020年毛利率呈-49.78%。随着其他业务的剥离，医药业务收入占比不断攀升，2021年公司主营业务收入主要来自医药及贸易行业，其中医药占比达83%，毛利率达38.25%。

图7.2017-2021年江苏吴中主营业务收入占比

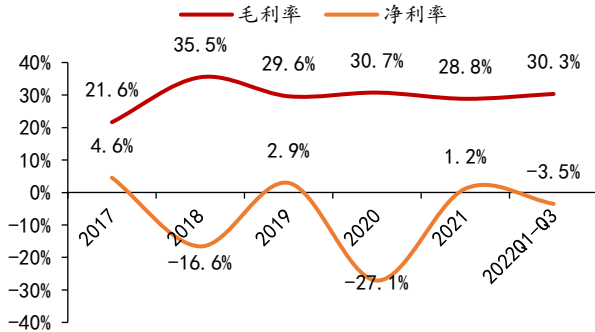


数据来源：公司年报，财通证券研究所

毛利率稳健增长，费用率稳定改善。1) 随着低毛利率/毛利率波动较大的主营业务不断被剥离，以医药为主的高毛利润核心业务的占比增加，2019-2021年间公司毛利率稳定在30%左右，2022前三季度毛利率达30.3%。对比其他医药公司来看，目前公司盈利水平仍处于较低水平，我们认为，未来医美业务占比扩大有望提升公司毛利率/净利率表现；2) 公司费用率较为稳定，其中销售费用率占比较大，2018年至2021年稳定在23-25%左右。研发费用持续提升，2022前三季度研发费

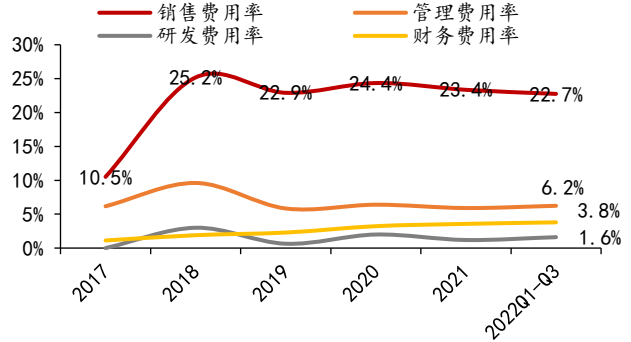
用率为 1.6%。对比其他医药公司来看，公司销售及管理费用率较低，主要系公司严格管控生产成本、精简支出，实行降本增效，优化管理管控。

图8.2021 年公司毛利率/净利率为 29%/1%



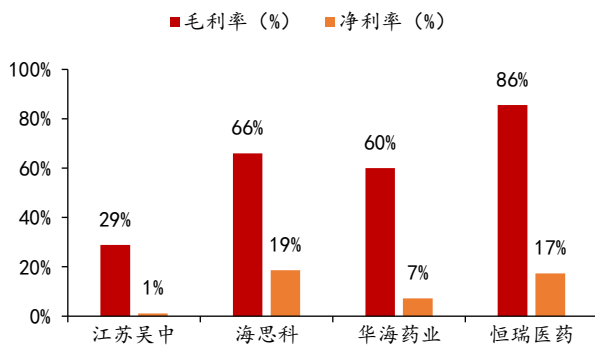
数据来源：公司年报，财通证券研究所

图9.2021 年公司销售费用率为 23%



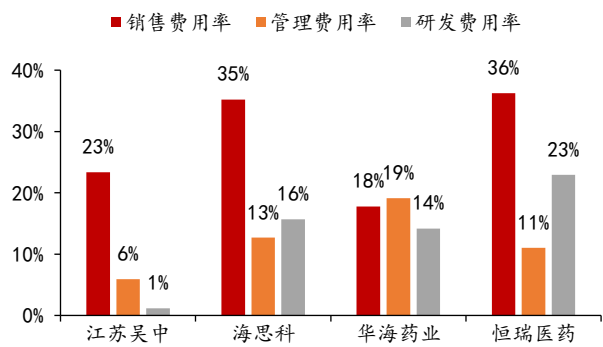
数据来源：公司年报，财通证券研究所

图10.2021 年江苏吴中在可比公司中盈利水平偏低



数据来源：iFind，财通证券研究所

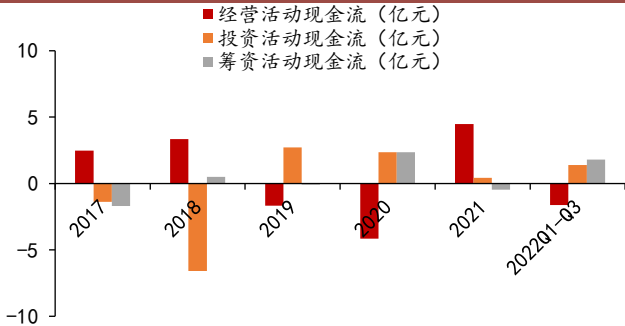
图11.2021 年江苏销售及管理费用率较低



数据来源：iFind，财通证券研究所

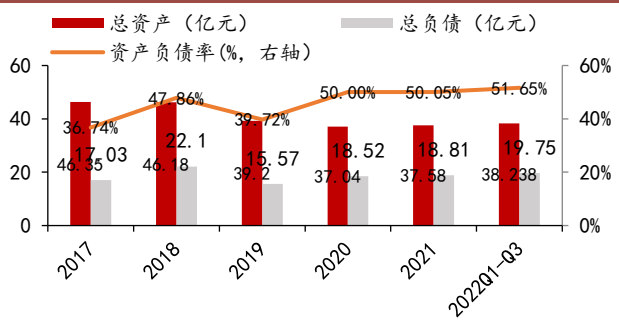
信用管理增强，现金流情况好转，负债率稳定。2019-2020 年间经营活动现金流受预售房款与承兑汇票贷款影响长期为负。随着公司地产与化工业务剥离，公司在信用管控上进一步加强，收回较大金额的上年度贷款，2021 年现金流量净额为正且较 2020 年增加较大。2022 前三季度公司经营/投资/筹资活动现金流分别为-1.6/1.4/1.8 亿元，经营活动现金流为负系疫情环境下销售收入下降，收付现金之间的差额未能覆盖工资、税费及各项支出。截至 2021 年报告期末，资产负债率为 50%，2022 前三季度为 52%，负债率略有提升。相比业内其他医药公司来看，2021 年公司资产负债率处于中上水平。

图12.2017-2022 前三季度公司现金流 (亿元)



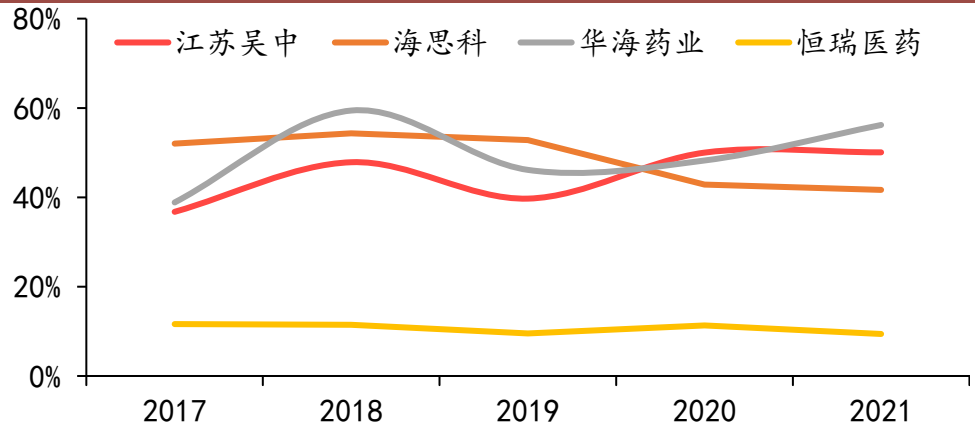
数据来源：公司年报，财通证券研究所

图13.2022 前三季度公司资产负债率为 52%



数据来源：公司年报，财通证券研究所

图14.2017-2021 年江苏吴中及可比公司资产负债率

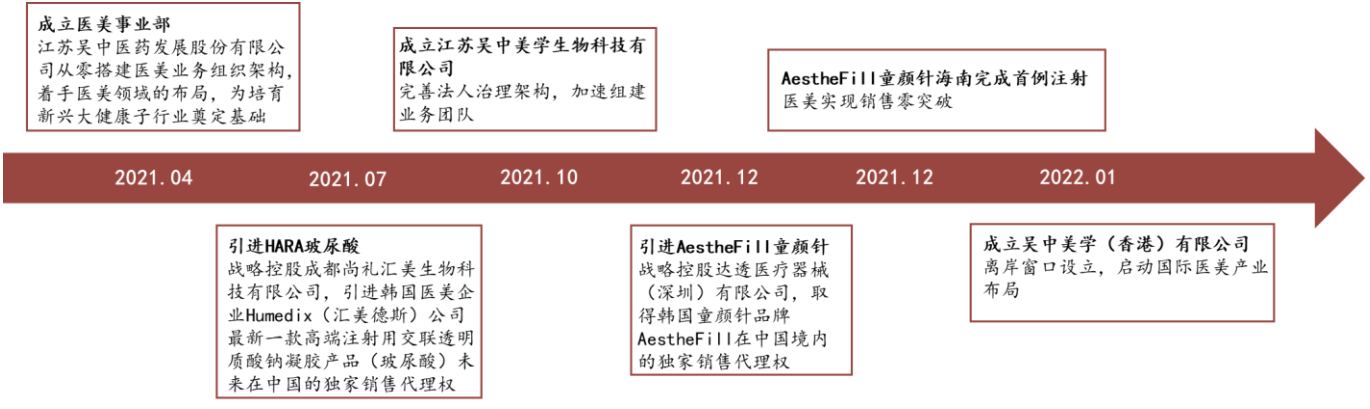


数据来源：iFind，财通证券研究所

2 医美业务：布局注射填充，收购抢占优势&自研逐步发力

医药底蕴助力医美战略发展，产研销发展路径清晰。公司于 2021 年正式成立医美事业部与吴中美学全资子公司，公司医美产业和规模化运营稳步推进。对于选定的医疗美容等大健康子行业，公司深挖行业上游，培育并拓展产品管线。公司依托药企基因快速切入医美产业，重点聚焦非手术类医疗美容上游产品端，公司借助在医药制造领域积累的研发实力、生产标准、临床注册经验以及渠道销售经验，进军高端医美产业。

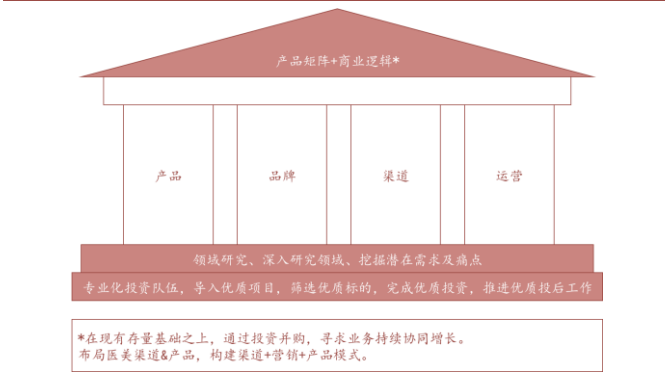
图15.公司医美业务发展历程



数据来源:公司官网,财通证券研究所

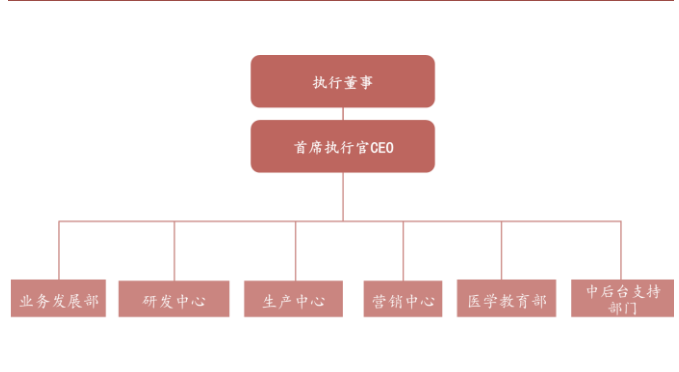
公司转型信心坚决,条件已备蓄势待发。公司《五年战略发展规划(2020-2024)》以形成“医药+医美”两大核心产业格局为目标,将医疗美容作为新兴大健康子行业重点培育,与现有医药产业形成互补。江苏吴中医美产业构建,主要商业模式为海外 License-in 和自主研发相结合,核心面向医疗美容产品市场,同时在海外资源基础上,拓展前沿高端产品引进和技术合作。组织角度,公司已通过业务发展部、研发中心等6个核心部门搭建清晰完整的组织架构;人才角度,公司聘请原 Regen Biotech 亚太区首席培训官林睿禹博士任吴中美学首席医学教育官,作为医美板块核心专家具有深厚行业背景。

图16.公司医美布局



数据来源:公司官网,财通证券研究所

图17.吴中美学公司架构



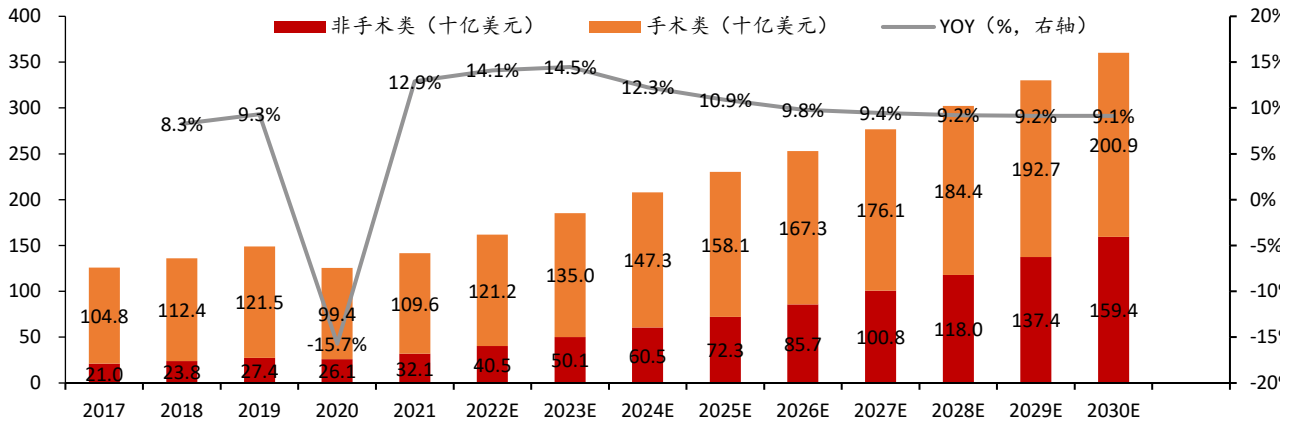
数据来源:公司官网,财通证券研究所

2.1 医美市场前景广阔,行业步入黄金增长期

医疗美容指通过医学手段改变人体外部形态、增强美感而进行的治疗。医疗美容以效果明显、起效快等特点,在经济社会快速增长,居民人均可支配收入稳步增长的背景下,逐渐升温。根据弗若斯特沙利文,2021年国内医美市场规模达到1892亿元,CAGR(17-21)高达17.5%,明显高于同期全球医美市场复合增速。同时,中国虽已成为医美第二大市场,但数据显示中国千人医疗美容次数远小于韩国、

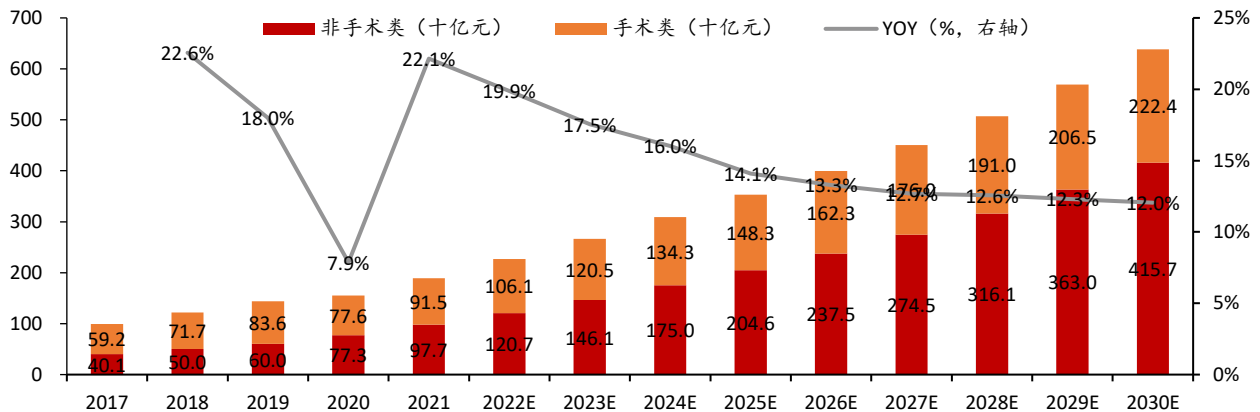
美国、巴西等市场。2019年至2020年，医美大体量市场中，中国实现了唯一每千人治疗次数增长，中国医美渗透率存在巨大的增量空间，根据弗若斯特沙利文，预计2023年国内医美市场规模将达到2666亿元人民币。

图18.全球 2017-2030E 医美市场规模及增速（十亿美元）



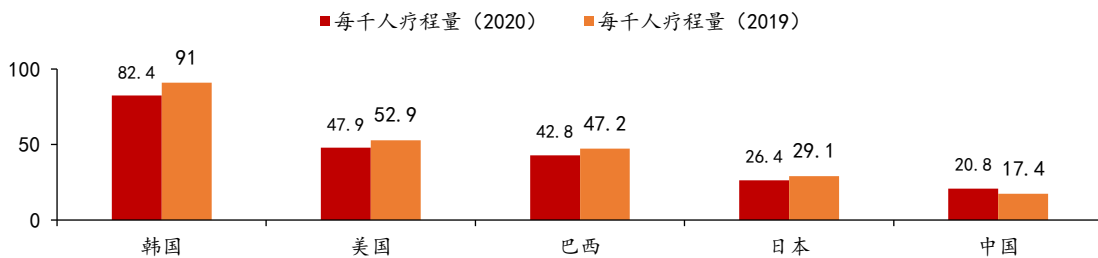
数据来源：Frost & Sullivan，财通证券研究所

图19.中国 2017-2030E 医美市场规模（十亿元）



数据来源：Frost & Sullivan，财通证券研究所

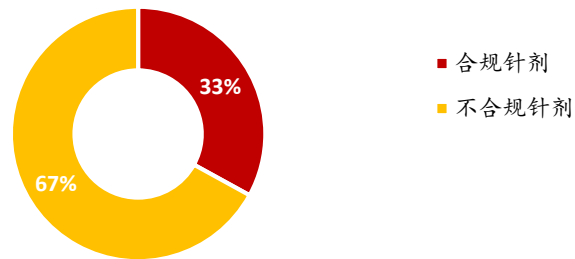
图20.中国医美市场渗透率远低于韩国、美国



数据来源：Frost & Sullivan，财通证券研究所

医美监管收紧，市场规范化进程不可逆转。在医美产业链中，中游药械端具有技术壁垒，准入门槛较高，同期涌现多家厂商竞争白热化但产品附加价值高，同时在上游议价中具有话语权，盈利空间较大。2021年6月，国家八部委联合发布的《关于印发打击非法医疗美容服务专项整治工作方案的通知》称，将在全国范围内开展打击非法医疗美容服务专项整治工作。数据显示整治前，中国医美市场合规针剂占比仅为33%。监管政策逐步落地，灰色地带受到挤压，合规产品迎来放量增长，利好终端药械企业发展。

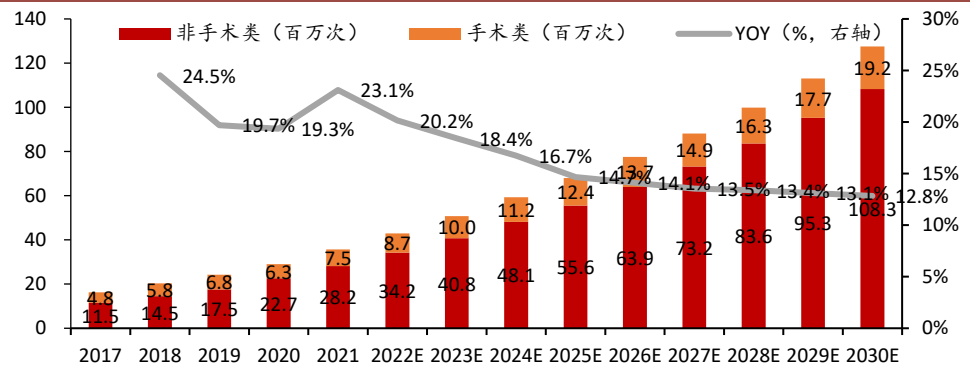
图21.2019年中国医美市场合规针剂仅占33%



数据来源：新氧数据，财通证券研究所

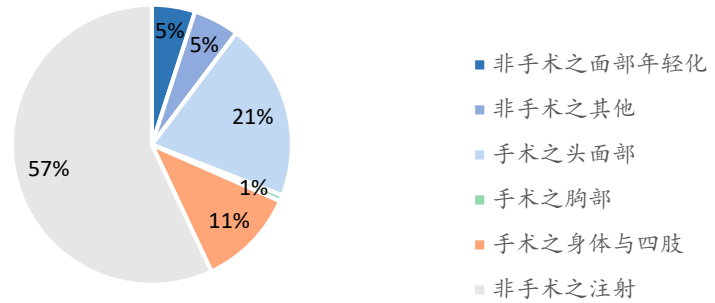
聚焦注射轻医美，锚定高端市场。轻医美项目主要可以分为注射类项目、光电类项目及其他项目，其中注射类项目由于效果明显、操作简便成为众多医美用户的入门级选择，新氧数据显示，2020年非手术类消费占整个医美市场比例49.2%，其中注射类项目以19%的占比成为国内医美市场主流，注射类项目市场前景广阔。

图22.预计2030年我国非手术类医美（轻医美）治疗次数达到1.08亿次



数据来源：Frost & Sullivan，财通证券研究所

图23.2019年非手术项目中注射类占比达57%



数据来源：新氧数据，财通证券研究所

2.2 并购代理 AestheFill 童颜针，空心微球技术构筑竞争优势

再生材料打开注射医美新赛道。医美领域再生材料泛指能够通过刺激皮肤产生胶原蛋白，来达到填充紧致效果的材料，主要包括三种类型：聚乳酸（童颜针）、PCL（少女针）以及 PN/PDRN（婴儿针），其中婴儿针尚无国内获批产品。童颜针使用的聚乳酸作为生物可降解材料广泛应用于生物医学，可在人体内降解形成乳酸，并进一步分解为二氧化碳和水排出体外。全球首款童颜针 Sculptra 首次将聚左旋乳酸用于面部注射并于 2009 年获得美国 FDA 批准。与玻尿酸相比，再生类注射产品具有安全性更高、持续时间更长等优势。目前再生材料的主要创新方向包括改变胶原蛋白再生刺激方式、改变微球结构、提高安全性等。

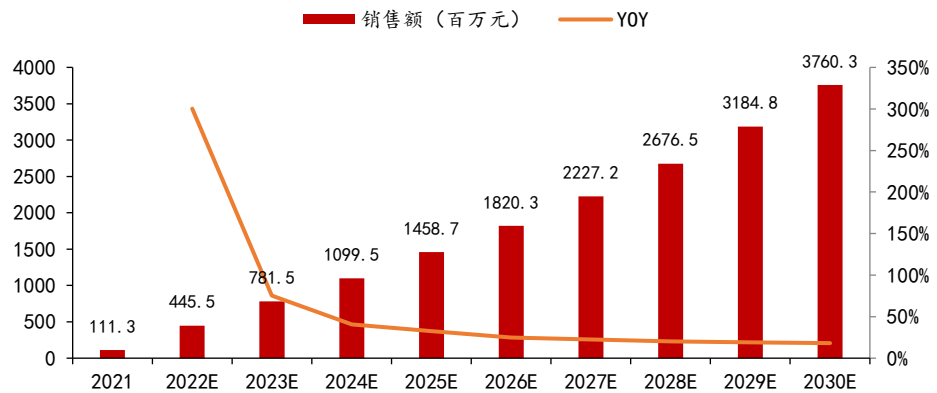
表3.主流再生材料及对应代表产品

产品类别	再生材料	代表产品
童颜针	聚左旋乳酸 (PLLA)	Sculptra、艾维岚、濡白天使
	聚右旋乳酸 (PDLA)	/
	外消旋聚乳酸 (PDLLA)	AestheFill
	内消旋聚乳酸	/
少女针	聚己内酯 (PCL)	伊妍仕
婴儿针	多核苷酸 (PN)	丽珠兰
	多聚脱氧核糖核苷酸 (PDRN)	普丽兰

数据来源：各品牌官网，新氧，普丽兰官方微信公众号，财通证券研究所

再生市场空间广阔，国内合规产品仅 3 款。据弗若斯特沙利文，预计 2021 年至 2026 年中国 PLLA 皮肤填充剂的市场规模将从 1.1 亿元增长至 18.2 亿元，CAGR 达 74.9%，预计 2030 年将达到人民币 37.6 亿元，预计 CAGR (26-30) 为 19.9%，市场前景广阔。再生医美在国内仍处萌芽期，目前我国仅有艾维岚、濡白天使、伊妍仕三款再生产品获 III 类医疗器械证书，AestheFill 有望于 2023 年下半年获批上市。

图24. 预计 2030 年国内 PLLA 皮肤填充剂市场规模达 37.6 亿元



数据来源：Frost & Sullivan，财通证券研究所

童颜针空间测算：经测算，医美用户人数在乐观、中性、悲观状态下 2026 年将达到 4511/3647/2920 万人；正规童颜针出厂规模为 44.0/24.2/10.5 亿，为 2021 年的约 29 倍/16 倍/7 倍。具体假设如下：

1) 用户假设：据新氧数据显示，2020 年中国医美用户同比为 35.7%，2021 年同比为 19.3%。假设 2021 年至 2026 年乐观、中性、悲观假设下用户数量 CAGR 分别为 20%/15%/10%。

2) 注射类产品诊疗次数假设：全年诊疗次数的计算由非手术用户占比、注射类占比及单人全年诊疗次数组成。其中据新氧数据显示 2019 至 2021 年非手术用户占比由 72.6% 提升至 83.1%，谨慎假设下 2026 年非用户占比达 85.0%。我国注射类针剂占非手术占比约 6 成，而据 ISAPS 数据统计，全球 2020 年该占比为 73.68%，保守预计 2026 年中国注射类占非手术比例为 70%。同时根据不同产品的补打间隔次数，假设针剂类每年平均需打两剂为一疗程。综合考虑下，2026 年乐观、中性、悲观诊疗次数分别为 5368/4339/3475 万次。

3) 玻尿酸替代假设：2018 年昊海生科玻尿酸出厂平均价格为 285.35 元。依据销量及销额计算，2018 年华熙生物玻尿酸平均出厂价格为 103.67 元。结合高端玻尿酸的出厂价位，爱美客招股说明书中披露的宝尼达产品售价为 2500 元左右，假设国内 2021 年玻尿酸平均出厂价格为 400 元/支。考虑规模效应导致的边际递减，假设 2025 年平均每支价格为 370 元。因童颜针更为安全及长效的性能，预计替代效应逐步增加，并于 2026 年乐观/中性/悲观假设下达到 30%/20%/10% 的替代率。

4) 水货替代假设：随国内市场监管的严格化、规范化，预计“水货”童颜针占比将下降同时大部分被正规产品所取代。最终假设正规针剂将以 100%/80%/70% 的占

比替代水货市场。同时价格也因竞争及规模效应的产生有所下降达到约 1000 元/支的出厂价格。

表4.童颜针空间测算

	2021	2026E		
		乐观	中性	悲观
医美用户人数 (万人)	1813	4511	3647	2920
CAGR (%)		20%	15%	10%
非手术占比 (%)	83.1%	85%	85%	85%
非手术用户人数 (万人)	1507	3835	3100	2482
注射类占非手术比 (%)	60%	70%	70%	70%
注射类人数 (万人)	904	2684	2170	1737
单人全年诊疗次数 (次)	2	2	2	2
注射类产品全年诊疗次数 (万次)	1808	5368	4339	3475
玻尿酸				
玻尿酸人数占注射类比重 (%)	67%	67%	67%	67%
诊疗次数 (万次)	1204	3575	2890	2314
玻尿酸平均出厂价 (元)	400	370	370	370
出厂规模 (亿元)	48	132	107	86
童颜针替代玻尿酸比例 (%)	0.50%	30%	20%	10%
替代玻尿酸的童颜针出厂规模 (亿元)	0.2	39.7	21.4	8.6
童颜针				
“水货”童颜针占注射类比重 (%)	4%	0.80%	0.80%	0.80%
诊疗次数 (万次)	72	43	35	28
“水货”童颜针出厂价 (元)	1200	1000	1000	1000
“水货”童颜针出厂规模	8.7	4.3	3.5	2.8
正规童颜针替代水货占比 (%)	15%	100%	80%	70%
正规童颜针出厂规模 (亿元)	1.3	4.3	2.8	1.9
合计				
正规童颜针产品+替代玻尿酸出厂规模 (亿元)	1.5	44.0	24.2	10.5
倍数		29	16	7

数据来源：新氧，Frost&Sullivan，ISAPS，财通证券研究所

AestheFill 已销售至全球 68 个国家/地区，国内独家代理销售佳绩可期。AestheFill 属于再生材料，主要成分是聚双旋乳酸(PDLLA)，注射到真皮层后能取代皮肤本身流失的胶原蛋白，渐进式地激发细胞自身活力，刺激皮肤自身胶原蛋白再生，从而达到预防衰老的作用。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》，战略控股达透医疗器械(深圳)有限公司。达透医疗拥有韩国医美企业 Regen Biotech 的 AestheFill 童颜针产品在中国大陆地区的独家销售代理权益。AestheFill 已获得欧盟 CE 认证，在全球 68 个国家和地区进行销售。

图25.AestheFill 产品海外宣传图



数据来源：REGEN Biotech 官网，财通证券研究所

图26.AestheFill 可应用区域较多



数据来源：REGEN Biotech 官网，财通证券研究所

AestheFill 已获 NMPA 受理，预计 2023 年获批上市。1) **成分上**：不同于 Sculptra 和艾维岚的核心成分 PLLA，AestheFill 采用的是聚双旋乳酸，有助于形成空心微球结构；2) **结构上**，传统童颜针多为实心结构，AestheFill 独有空心微球专利结构，刺激胶原蛋白在微球间与微球内部均匀附着再生，减少激发异物反应产生肉芽、结节的概率，作用更高效、持久；3) **操作上**，AestheFill 为粉末剂型，具有速溶的特点，复配时间短并且均匀高效，可根据具体需求精准调整复配浓度，从而调节产品软硬度。

表5.AestheFill 国内主要竞品对比

产品	AestheFill	濡白天使	艾维岚	伊妍仕/Ellanse	LANLUMA
原产地	韩国	中国	中国	英国	英国
所属公司	江苏吴中（代理）	爱美客	长春圣博玛	华东医药	华东医药
微球材料	聚双旋乳酸 (PDLLA)	修饰聚左旋乳酸微球 (PLLA-PEG)	聚左旋乳酸 (PLLA)	聚己内酯微球 (PCL)	聚左旋乳酸 (PLLA)
微球材料占比	78.0%	18.0%	44.0%	30.0%	40.4%
其他成分	羧甲基纤维素 (CMC)	单相交联玻尿酸；盐酸利多卡因	甘露醇；羧甲基纤维素钠 (CMC)	羧甲基纤维素钠 (CMC)	CMC、甘露醇
已获批情况	CE、MFDS（韩国）	NMPA	CE、NMPA	CE、NMPA	CE、国内于海南获批试行
国内获批上市时间	预计 2023H2	2021 年 6 月	2021 年 4 月	2021 年 4 月	/
核心成分空间结构	空心微球	玻尿酸混悬物	实心结晶体	实心结晶体	/
作用机理	CMC 填充+胶原刺激剂	玻尿酸填充+胶原刺激剂	实心颗粒，周围刺激胶原包裹微球	CMC 填充+胶原刺激剂	CMC 填充+胶原刺激剂
形态规格	冻干粉（复溶 10-30 分钟）	凝胶	冻干粉（复溶	凝胶	冻干粉

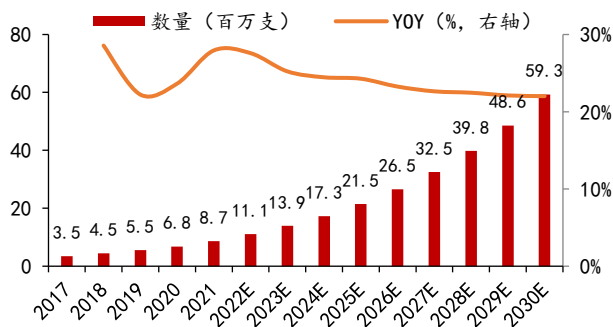
规格	200mg/支	0.75ml/支	稀释后 3.5ml/支	1ml/支	LANLUMA X: 40ml LANLUMA V: 15ml
注射层	/	真皮深层、皮下浅层及深层	真皮深层	皮下层	真皮深层
微球粒径 (μm)	20-53	24-45	20-50	25-50 (77%); 50-100 (23%)	/
塑形效果	含 CMC, 即刻填充	含交联 HA, 即刻填充	塑形效果低	含 CMC, 即刻填充	含 CMC, 即刻填充
是否即刻效果	即刻效果	即刻效果	无即刻效果	即刻效果	即刻效果
参考价格 (元/支)	/	12000-15000	18000-21000	18000-21000	/
间隔周期	3 次注射为一疗程, 每次间隔 4-6 周左右	补打时间间隔不少于 9 个月	3 次注射为一疗程, 每次间隔 1 个月左右	3-6 次一疗程, 每次间隔 1 个月	2-4 次/疗程, 间隔 2-8 周
维持时间	2 年左右	1-3 年	2-3 年	1-2 年	2 年左右
适应症	/	纠正中、重度鼻唇沟皱纹	纠正中、重度鼻唇沟皱纹	纠正中、重度鼻唇沟皱纹	LANLUMA X: 增加身体凹陷区域体积 LANLUMA V: 增加面部凹陷区域体积

数据来源: 各品牌官网, 新氧, 财通证券研究所

2.3 战略控股获 HARA 玻尿酸代理权, 韩系品牌力支撑产品放量

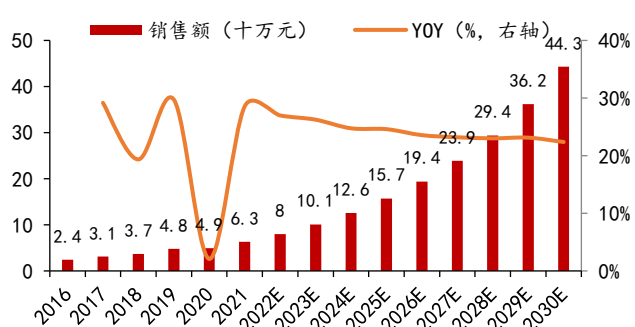
玻尿酸为国内医美填充领域主流品类。玻尿酸是人体皮肤的原有成分, 具备润滑保湿、维持皮肤弹性等功能, 2021 年中国医美用户注射剂中玻尿酸占 43%。玻尿酸可分为大、中、小分子三类, 分别适合用于填充塑性面部精雕、软组织填充及保湿嫩肤改善细纹等, 功效全面。据弗若斯特沙利文, 2021 年中国基于透明质酸钠的皮肤填充剂产品数量为 870 万支, 市场规模为 63 亿元, 预计 CAGR (21-26) 保持 25%, 预计 2023 年产品数量将达到 1390 万支, 市场规模达 101 亿元。

图27. 中国基于透明质酸钠皮肤填充剂产品数量



数据来源: Frost&Sullivan, 财通证券研究所

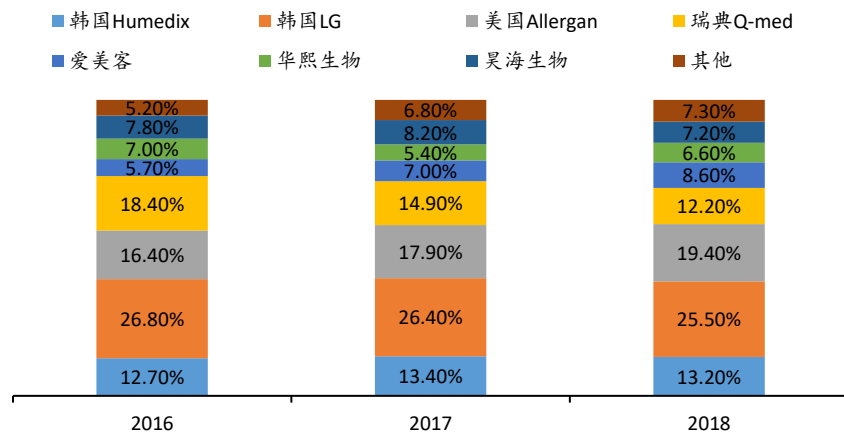
图28. 中国基于透明质酸钠皮肤填充剂市场规模



数据来源: Frost&Sullivan, 财通证券研究所

玻尿酸赛道技术壁垒较低，品牌黏性为强竞争力。玻尿酸单价差值较大，终端价格分布在 500-10000 元；因玻尿酸制备技术门槛低，中低端玻尿酸市场竞争较为激烈，高端产品市占率稳定。2017 年至 2021 年，布局玻尿酸领域较早的国际品牌长年维持稳定的市占率。目前市场仍由国际公司占据主导地位，Humedix 作为国际注射医美龙头之一，在国内玻尿酸注射市场稳定保持较高份额，根据弗若斯特沙利文，2016-2018 年 Humedix 在我国玻尿酸注射剂市场占比分别为 12.7%/13.4%/13.2%，其中 2018 年表现仅次于韩国 LG 和美国 Allergan，位列第三。受玻尿酸市场竞争加剧影响，2020-2021 年艾莉薇市占率略有下滑，分别占我国玻尿酸注射剂市场的 5.1%/4.1%，均排名第六。

图29.2016-2018 年中国医美行业竞争格局（按销售额）



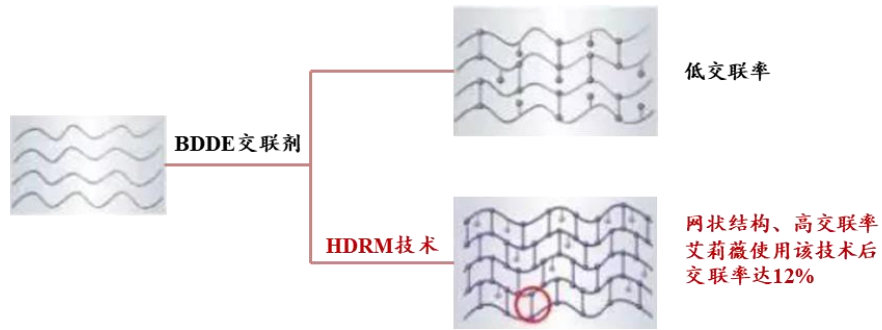
数据来源：弗若斯特沙利文，财通证券研究所

战略控股尚礼汇美，获取艾莉薇迭代新品 HARA 玻尿酸代理权。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，间接获取 HARA 中国区的独家代理权益，目前该产品的注册临床研究正在进行，港澳销售也在同步推进。HARA 玻尿酸于 2020 年取得韩国 MFDS 认证，定位精致轻奢。产品独有 HDRM 和 HiVE 交联技术：

- 1) HDRM（高密度网状结构）技术：提高交联效率。**形成高分子、高密度的网状结构，维持均衡稳定性，注射后不易扩散、塑形稳定，且维持时间更长；
- 2) HiVE 技术：改进交联方式。**令物理交联最大化、化学交联最少化，达到较好的生物相容性，在减少交联剂使用的同时提升产品性能。

另外，HARA 玻尿酸通过加入利多卡因实现含麻注射，体验更佳。据美业观察，艾莉薇 2015 年 1 月于我国获批上市，2017 年即实现 8 亿元国内销售额。HARA 较以往系列填充物更具稳定性和弹性，维持时间更长且不易位移，使用舒适度更高。我们认为，产品获批上市后有望依托 Humedix/艾莉薇的品牌背书+升级版技术实力快速赢取国内玻尿酸市场份额。

图30.HDRM 技术提高交联效率



数据来源：蜜颜网，财通证券研究所

2.4 自研布局胶原蛋白蓝海市场，有望推出重组人胶原蛋白械 III 产品

胶原蛋白种类多样，重组人胶原蛋白安全性显著。胶原蛋白是具有多种生物功能的动物细胞外基质中的主要结构蛋白，在人体内广泛分布。根据结构差异，胶原蛋白类型多样，目前已发现的胶原蛋白至少有 28 种，功效各异；其中 III 型胶原蛋白决定皮肤弹嫩程度，分布于心血管、胚胎真皮、真皮。目前医美护肤领域应用的胶原蛋白可分为动物源胶原蛋白与重组胶原蛋白。其中，根据国家药监局《重组胶原蛋白生物材料命名指导原则》，重组胶原蛋白可进一步分为重组类胶原蛋白、重组人源化胶原蛋白及重组人胶原蛋白，同源性依次上升。重组人胶原蛋白与人体胶原蛋白同源性高，病毒安全风险、致敏性以及免疫排异反应更低，应用性能更具优势。

表6.重组胶原蛋白分类

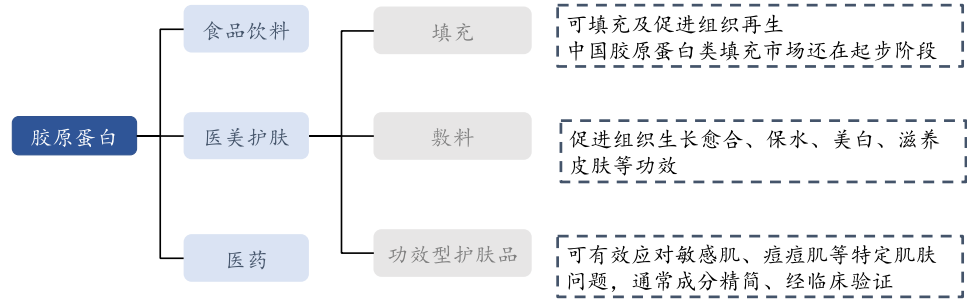
类别	描述	同源性
重组人胶原蛋白	由 DNA 重组技术制备的人胶原蛋白特定型别基因编码的全长氨基酸序列，且有三螺旋结构。	高
重组人源化胶原蛋白	由 DNA 重组技术制备的人胶原蛋白特定型别基因编码的全长或部分氨基酸序列片段，或是含人胶原蛋白功能片段的组合。	较高
重组类胶原蛋白	由 DNA 重组技术制备的经设计、修饰后的特定基因编码的氨基酸序列或其片段，或是这类功能性氨基酸序列片段的组合。	低

数据来源：国家药监局，财通证券研究所

胶原蛋白应用前景广阔，胶原蛋白在食品饮料、医药领域端应用稳定；受益于政策扶持、人均可支配收入增长以及制备技术创新，中国胶原蛋白市场规模保持稳健增长，基于胶原蛋白的功效性护肤品市场从 2017 年的人民币 16 亿元增至 2021 年的 62 亿元，复合年增长率为 38.8%，预计 2027 年，将从 2022 年的人民币 94 亿元增至 775 亿元，年复合增长率为 52.6%。重组胶原蛋白在功效性护肤品市场与医用敷料市场中的应用逐年增加，以功效性护肤品市场为例，重组胶原蛋白渗

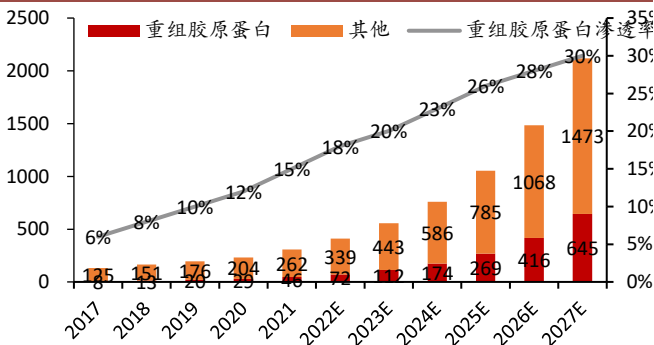
透率从2017年的6.3%增至2021年的14.9%，据弗若斯特沙利文统计，2027年重组胶原蛋白渗透率将达30.5%，市场规模将达645亿元，CAGR(22-27)达55%。

图31.胶原蛋白应用前景广阔



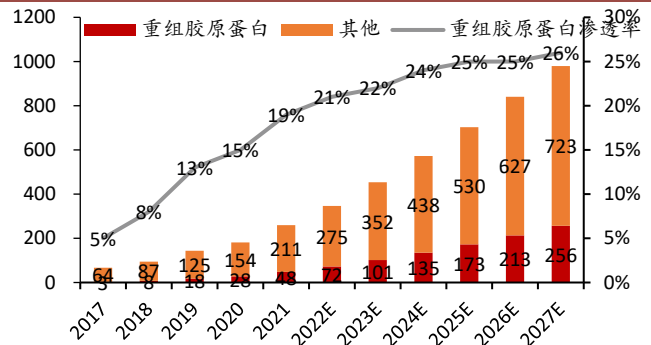
数据来源：公司官网，财通证券研究所

图32.2021年重组胶原蛋白在中国功效性护肤市场渗透率仅为15%



数据来源：弗若斯特沙利文，财通证券研究所

图33.2021年重组胶原蛋白在中国医用敷料市场渗透率仅为19%



数据来源：弗若斯特沙利文，财通证券研究所

中国获批胶原蛋白注射剂少，目前尚无重组人胶原蛋白产品。胶原蛋白在医美领域主要用于敷料及注射剂。国内布局胶原蛋白敷料的厂商主要包括巨子生物、创尔生物、锦波生物、江苏吴中等。目前获NMPA三类医疗器械认证的胶原蛋白注射剂仅6款，其中肤柔美、肤丽美、肤力原均为猪源胶原蛋白，弗缦、爱贝芙为牛源胶原蛋白，仅有锦波生物旗下薇旖美采用重组胶原蛋白。重组胶原蛋白具有高活性、低免疫排斥性的优势，且在具有规模化生产可行性的基础下生产成本可控，胶原蛋白注射医美市场前景可观。

表7.国内获批胶原蛋白注射剂对比

厂商	名称	主要成分	参考价	功效	维持时间
双美生物	肤柔美	猪源胶原蛋白	5000-6000/0.5ml	面部真皮组织填充以纠正额部动力性皱纹(如眉间纹、额头纹和鱼尾纹等)	3个月
	肤丽美	猪源胶原蛋白	12000-14000/ml	面部真皮组织中层至深层注射以纠正鼻唇沟重力性皱纹	6-12个月

	肤力原	猪源胶原蛋白	——	面部真皮组织中层至深层注射以纠正鼻唇沟重力性皱纹	6-12个月
斐缦医药	弗缦	牛源胶原蛋白、利多卡因	11000-13000/ml	面部真皮组织填充以纠正中、重度鼻唇沟	3-6个月
荷兰汉福生物	爱贝芙	牛胶原蛋白、PMMA微球、利多卡因	15000-18000/0.5ml	注射到真皮深层以纠正鼻唇沟纹，或填充到骨膜外层以进行（鼻骨段）隆鼻	5-10年
锦波生物	薇旖美	重组III型人源胶原蛋白	6000-8000/4mg	用于面部真皮组织填充以纠正额部动力性皱纹（包括眉间纹、额头纹和鱼尾纹）	1-3个月

数据来源：国家药监局，各品牌官网，新氧，医美部落，财通证券研究所

表8.国内胶原蛋白敷料对比

厂商	产品	类别	功效
巨子生物	可复美	医用敷料（II类）	皮肤修复和保养
	可预	医用敷料（II类）	适用于抑制缓解预防皮肤炎症反应
	可痕	医用敷料（II类）	疤痕修复
	利妍	医用敷料（II类）	女性护理
创尔生物	创福康I型胶原贴敷料	医用敷料（III类）	适用于皮肤过敏、激光、光子术后创面修复辅助治疗
	创福康医用I型凝胶敷料	医用敷料（II类）	物理性阻隔浅表性创面，预防疤痕形成
锦波生物	医用重组人源胶原蛋白功能敷料贴	医用敷料（II类）	修复面部皮肤屏障，增加含水量，用于物理治疗术后皮肤损伤修复
	医用皮肤胶原修复功能敷料	医用敷料（II类）	修复皮肤屏障功能
江苏吴中	婴芙源重组胶原蛋白生物修复敷料X型	医用敷料（II类）	适用于非慢性创面及皮肤的护理
	婴芙源重组胶原蛋白生物修复敷料M型	医用敷料（II类）	适用于非慢性创面及皮肤的护理

数据来源：巨子生物招股书，创尔生物招股书，锦波生物招股书，各品牌天猫官方旗舰店，财通证券研究所

积极开拓合作方搭建自研技术，中凯厂蛋白药物生产基础助力产品面世。江苏吴中积极搭建胶原蛋白研产平台，以开发胶原蛋白技术为第一步，逐步建立完整“研-产-销”闭环。从研发、生产端布局进展来看，重组胶原蛋白平台基础已具备：

- **研发端：已引进重组人胶原蛋白合成技术。**1) 2022年7月，吴中美学与浙江大学杭州国际科创中心共建“生物与分子智造研究院—吴中美学重组胶原蛋白联合实验室”，加快重组胶原蛋白研发及产业化；2) 2022年10月，公司从美国G公司引进具有三聚体结构的重组III型人胶原蛋白生物合成技术，该公司从事重组胶原蛋白研究超5年，掌握重组人胶原蛋白合成技术。

➤ **生产端：已具备重组胶原蛋白生产基础，未来将以药品标准集中支持重组胶原蛋白产业化生产。**公司旗下中凯生物制药厂基于“重组蛋白提取纯化新工艺”国家发明专利技术，已积累 20 余年重组蛋白药物制备经验，生产工艺成熟。厂长荣志刚为国内第一代重组蛋白制药专家，在重组蛋白领域拥有近 30 年的研发生产经验。

推出自有品牌“婴芙源”，2 款重组胶原蛋白敷料已上市。2022 年 8 月，公司旗下首款品牌“婴芙源”重组胶原蛋白生物修复敷料正式销售，以 III 型重组人源化胶原蛋白为核心成分，主打修复抗衰功能。产品分为 X/M 两款型号：

1) **X 型：**重组 III 型人源化胶原蛋白纯度高，过敏率低，且胶原蛋白浓度含量更适合亚洲肌肤；原料运用的脂质体包裹技术，粒径均值 250nm 左右，水溶性好、产品吸收力更强；

2) **M 型：**在治疗完成后的修复、抗炎和锁水方面有具有显著效果。

公司有望在 2023 年内完成重组人胶原蛋白原料研发，并陆续应用于二类械敷料、功效型护肤品、医美注射产品等领域。

图34.婴芙源重组胶原蛋白生物修复敷料（瓶装）



数据来源：吴中美学官网，财通证券研究所

图35.婴芙源重组胶原蛋白生物修复敷料（敷贴）



数据来源：吴中美学官网，财通证券研究所

3 医药业务：研产销协同发展，CDMO 发展蓄能新增长

医药业务为江苏吴中的基石产业。公司在化学药物、现代中药和基因药物等领域具备集研发、生产、销售为一体的完整产业链，主营产品主要涵盖医药制造业—化药细分行业，产品群以抗病毒/抗感染、免疫调节、抗肿瘤、消化系统、心血管类等为核心，多项主导产品为国内独家，重点聚焦高端仿制药、首仿药、专科用药，推进创新研发与注射剂、片剂的一致性评价。

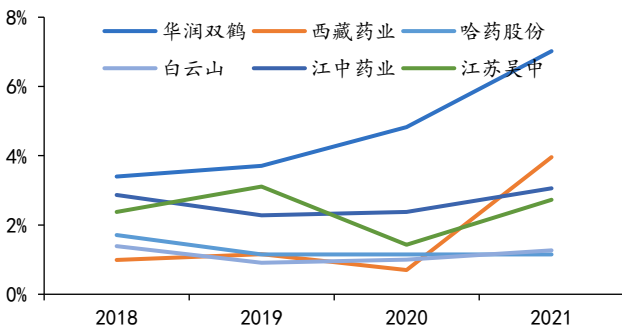
研发端：构架清晰，创新实力稳步增长。2021年江苏吴中医药研发投入占医药营收比例达2.7%。管理架构不断优化，一级部门研发中心全面统筹管理，搭建“两所一院”医药研发业务管理与运营体系：**1) 创新药物研究所、生物医药研究所：**分别负责化学创新药与生物创新药的研发；**2) 吴中医药药物研究院：**负责公司仿制药研发工作。同时公司成立药物研发分公司、中控实验室、筹建苏州研究所，进一步提高研发水平与质量，并与浙江大学、中国医学科学院等学术机构达成合作，丰富医药产品种类，拓展眼科、口腔与呼吸系统用药项目研究。

图36.公司医药业务采用“内部研发+外部合作”模式进行开发



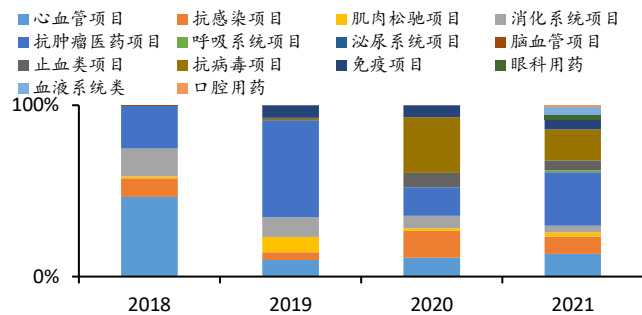
数据来源：公司官网，财通证券研究所

图37.江苏吴中及主要竞争公司研发投入占营业收入比例



数据来源：公司年报，财通证券研究所

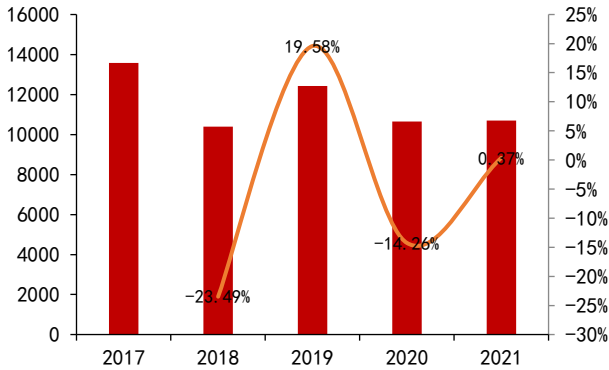
图38.江苏吴中主要医药研发项目投入占比情况



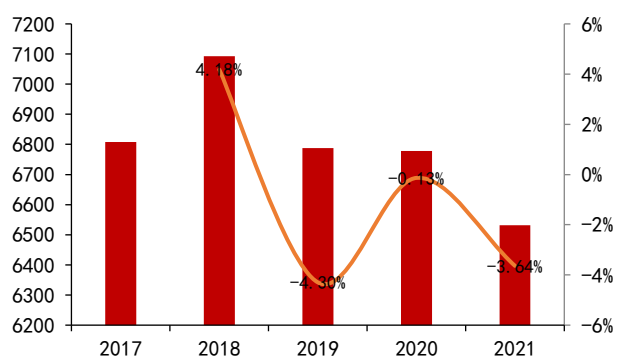
数据来源：公司年报，财通证券研究所

生产端：生产链完善，生产管理合规高效提升产能效率。江苏吴中拥有以化学仿制药为主的苏州制药厂生产基地，以及生产生物制品为主的中凯生物制药厂。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。剂型覆盖全面，包括大小容量注射剂、粉针剂、颗粒剂、滴丸剂等。同时吴中医药建有企业技术中心，筹备医药新基地建设，以进一步扩大生产规模。工厂生产流程监管严格，监督管理、人员培训常态化。同时工厂开源节支，一方面积极开拓对外合作项目、承接

MAH项目，推行原辅料比价采购，不断优化技术工艺，提升生产效率与产能利用率，一方面控制费用支出，19-21年公司医药工业板块人工及制造费用逐年下降。

图39.公司医药工业原材料成本（百万元）


数据来源：公司年报，财通证券研究所

图40.公司医药工业人工及制造费用（百万元）


数据来源：公司年报，财通证券研究所

产品端：生产品类丰富，多款主导产品国内独家。吴中医药拥有以“抗感染类/抗病毒、免疫调节、抗肿瘤、消化系统、心血管类”为核心的产品群，匹多莫德口服溶液、注射用卡络磺钠、美索巴莫注射液等为公司核心产品。盐酸曲美他嗪片、注射用奥美拉唑钠、注射用兰索拉唑、注射用阿奇霉素、美索巴莫注射液等多个产品通过仿制药一致性评价，其中盐酸曲美他嗪片、美索巴莫注射液为首家过评产品。此外，公司自主研发的小分子抗肿瘤新药 YS001 于 2021 年启动一期临床试验，22 年 1 月一期临床试验剂量递增研究完成首例受试者给药。

表9.江苏吴中主导产品列表

细分领域	产品名称	适应症或功能主治	是否属于2021年推出的新药(产)品	是否纳入国家基药目录	是否纳入国家医保目录	是否纳入省级医保目录
免疫增强剂	芙露饮-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	否	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。	否	是	是	是

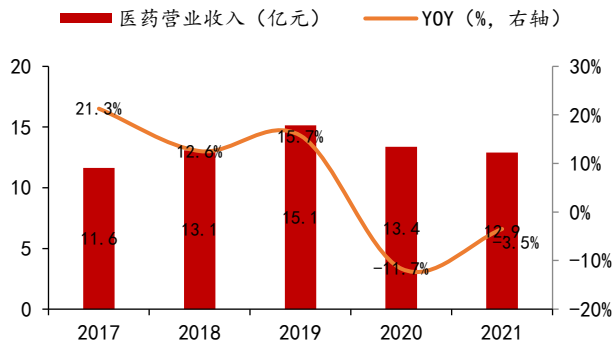
血液和造血系统领域	洛叶-注射用卡络磺钠	用于泌尿系统、上消化道、呼吸道和妇产科疾病出血。对泌尿系统出血疗效较为显著，亦可用于外伤和手术出血。	否	否	是	是
免疫调节剂	重组人粒细胞刺激因子注射液	1.癌症化疗等原因导致中性粒细胞减少症,预防中性粒细胞减少症的发生2.促进骨髓移植后的中性粒细胞数高.3.各类中性粒细胞减少症	否	否	是	是
心血管领域	爱怡令-盐酸曲美他嗪片/缓释片	主要用于对一线抗心绞痛治疗控制不佳或无法耐受的稳定型心绞痛成年患者的对症治疗	否	否	是	是
中枢作用肌肉松弛药	力制同-美索巴莫注射液	治疗急性骨骼肌疼痛的中枢作用肌松药	否	否	否	是
消化系统疾病药物	注射用兰索拉唑	用于口服疗法不适用的伴有出血的十二指肠溃疡	否	否	是	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	否	否	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	否	否	是	是

数据来源：2021 年公司年报，财通证券研究所

旗下药品中标集采，推动品牌影响力提升。国家对医疗机构采购药品实行以省为单位的药品集中带量采购和药品挂网采购模式，在医药企业经过竞价、议价或全国最低价格挂网过程并中标后，该产品的中标价即为终端市场的医疗机构的采购价。药品集采常态化背景下，市场份额持续向现存优质原料药企业集中。2022 年 6 月，十三省（区、市、兵团）药品联盟采购领导小组办公室发布的集中采购公告显示，江苏吴中全资子公司吴中医药盐酸曲美他嗪缓释片（爱怡令）拟中标，每盒（35mg、30 片）拟中标价格 13.88 元，在六家中标企业中价格最高。此次集中采购有助于进一步压缩企业销售费用，同时保证药品用量并提高市场占有率。

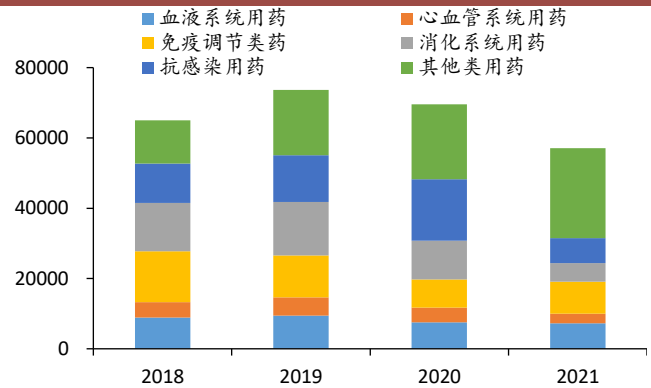
医药业务受疫情影响，降幅收窄有望回暖。2017-2019 年公司医药业务营收由 11.6 亿元增长至 15.1 亿元，增速分别为 21%/13%/16%。2020 年疫情影响下药品销售受挫，医药业务营收同比-11.7%至 13.4 亿元。2021 年医药业务实现营收 12.9 亿元，降幅收窄至-3.5%。从盈利水平来看，核心产品毛利率较高，2021 年骨骼肌松弛药/免疫调节类药/血液系统用药/眼科用药分别实现营业收入 1.7/0.9/0.7/0.4 亿元，毛利率达 86.5%/68.5%/82.6%/95.4%。

图41.江苏吴中医药业务营收及增速（亿元）



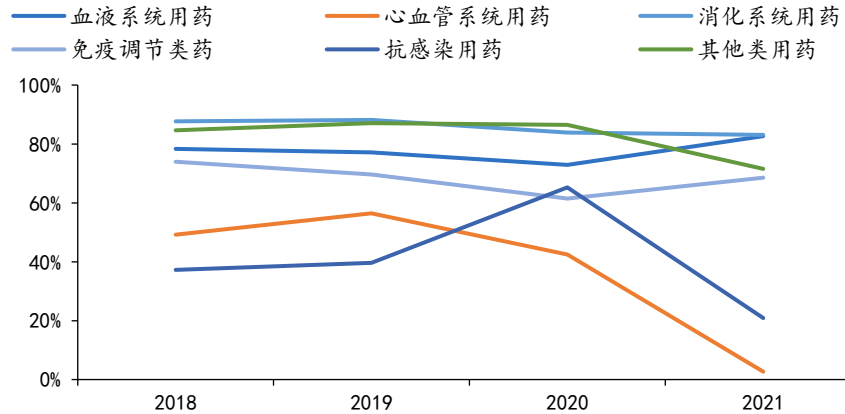
数据来源：公司年报，财通证券研究所

图42.江苏吴中分领域医药产品营收（亿元）



数据来源：公司年报，财通证券研究所

图43.江苏吴中分领域医药产品营收毛利率（%）



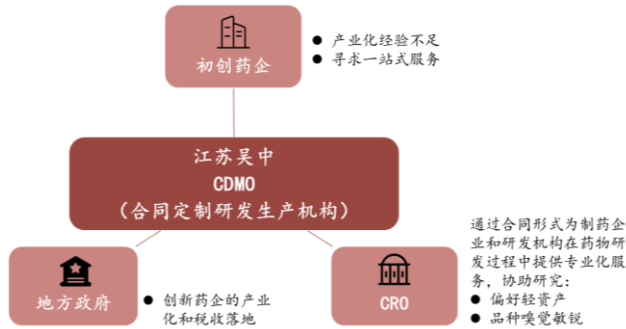
数据来源：公司年报，财通证券研究所

销售结构不断优化，下沉发力推动上量。公司销售模式多样，具备终端销售、代理、配送、招商、OTC等；同时拥有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。营销部门组织架构不断优化调整，吴中医药销售大区，调整中后台部门，推进营销管理扁平化。中后台实行数据追踪，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：招聘佣金制代表、合伙人下沉到一线市场等。销售目标、营销过程加强管控，通过流向数据分析、树立标杆医院、提升产品学术支持力度等措施，着力推动存量医院上量。

找准行业生态位，CDMO 赋能新增长。CDMO 由传统 CMO 代工生产服务演变而来，在提供生产服务的基础上强调对生产工艺的研发创新。CDMO 企业往往在新药临床阶段的早期即与客户开展深度合作，对制药工艺进行开发、设计、优化，提供定制生产服务。全球范围内医药市场稳定增长，化学药制造业竞争激烈，化药由大市场向高质量转变将趋势明显。公司充分发挥产能优势和区位优势，积极

对外发展化学制剂和生物药物的 CDMO 合作业务。子公司吴中医药以自有资金或自筹资金 17.28 亿元用于江苏吴中医药集团研发及产业化基地一期项目建设，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，2025 年底建成投产。基地可承接多品种 CDMO 业务，将进一步扩大公司生产规模，满足国内外市场需求的的同时降本提效，赋予公司可持续发展新动能。

图44.公司积极整合上下游资源展开 CDMO 业务



数据来源：公司官网，财通证券研究所

图45.发挥研产销一体化优势，形成 CDMO 业务闭环



数据来源：公司官网，财通证券研究所

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

核心假设：

- 医药板块：**医药为公司目前核心支柱业务，研产销链条完善，产品矩阵覆盖多领域。2022 年疫情反复导致终端诊疗服务受限，预计随 CDMO 业务日益拓展，公司医药业务有望持续向好。预计该板块 2022-2024 年实现营收 14.46/15.90/17.18 亿元，毛利率预计为 38%/42%/42%。
- 医美板块：**2021 年吴中美学成立，公司医美业务逐渐步入正轨。目前 2022 年 9 月推出的胶原蛋白产品婴芙源贡献部分业绩，AestheFill 童颜针产品预计 2023 年底上市，2024 年起有望乘国内再生医美市场之风逐步放量。预计该板块 2022-2024 年实现营收 0.10/0.50/5.00 亿元，毛利率预计为 80%/85%/85%。

收入预测：

- 预计公司 2022-2024 年营收 19.42/22.25/28.26 亿元，增速为 9%/15%/27%，预计毛利率逐步提升，2022-2024 分别为 29%/33%/42%。

表10.江苏吴中收入拆分及预测

	2021	2022E	2023E	2024E
医药板块	1291	1446	1590	1718
收入 (百万元)				
yoy	-4%	12%	10%	8%

	毛利率 (%)	38%	38%	42%	42%
	收入 (百万元)	0	10	50	500
医美板块	yoy	/	/	/	900%
	毛利率 (%)	0%	80%	85%	85%
	收入 (百万元)	269	261	326	336
贸易板块	yoy	-48%	-3%	25%	3%
	毛利率 (%)	4%	5%	7%	7%
其他业务	收入 (百万元)	215	226	260	273
	收入 (百万元)	1775	1942	2225	2826
总计	yoy	-5%	9%	15%	27%
	毛利率 (%)	29%	29%	33%	42%

数据来源: iFind, 财通证券研究所

4.2 估值分析

我们对公司采用分部估值法: 公司 2021 年整体净利率为 1.2%, 其中医药业务占比 72.7%, 贸易业务及其他占比 27.3%。随公司销售模式改进及管理能力的提高, 盈利能力有望改善, 参考同比公司表现, 预计 23-24 年医药业务净利率为 2.0%/4.5%, 贸易业务及其他净利率为 3%。医美业务板块, 参考爱美客、华熙生物、华东医药 2021 年净利率为 66.1%/15.7%/6.8%, 随销售体系逐步搭建完善, 预计 23-24 年医美业务净利率为 30%/32%。

表11. 各业务板块净利润预测 (亿元)

	2023E	2024E
医药板块	0.31	0.77
收入	15.90	17.18
净利率	2.0%	4.5%
医美板块	0.15	1.60
收入	0.50	5.00
净利率	30%	32%
贸易业务及其他	0.15	0.18
收入	4.87	5.86
净利率	3%	3%
净利润合计	0.60	2.55

数据来源: iFind, 财通证券研究所

➤ 医药板块:

按照可比公司估值法, 选取华海药业、恒瑞医药、海思科作为可比公司, 华海药业为仿制药龙头, 从事多剂型的仿制药、生物药、创新药及特色原料药的研发、生产和销售, 恒瑞医药为头部医药企业&抗肿瘤药龙头, 海思科由仿制药转型创

新药业务。23-24 年平均 PE 为 46/35 倍，我们预计公司医药业务 23-24 年净利润分别为 0.31/0.77 亿元。

表12.医药业务可比上市公司估值分析

代码	公司	股价(元)	总市值	EPS				PE			
		2023/2/24	亿元	21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
600521.SH	华海药业	20.67	306.63	0.33	0.71	0.89	1.10	66.28	29.11	23.22	18.79
600276.SH	恒瑞医药	43.19	2,755.09	0.71	0.67	0.77	0.91	71.60	64.46	56.09	47.46
002653.SZ	海思科	23.60	263.28	0.32	0.30	0.41	0.59	29.57	78.67	57.56	40.00
		平均值						48.20	57.41	45.63	35.42

数据来源：iFind，财通证券研究所
 注：可比公司 EPS 来自 iFind 一致预期

➤ **医美板块：**

按照可比公司估值法，选取爱美客、华熙生物、华东医药作为可比公司，爱美客为国内医美注射剂龙头，华熙生物以透明质酸产业链为基础布局医美业务，华东医药收购英国医美公司 Sinclair，加速覆盖非手术医美产品，23-24 年平均 PE 为 46/35 倍，我们预计公司医美业务 23-24 年净利润分别为 0.15/1.68 亿元。

表13.医美业务可比上市公司估值分析

代码	公司	股价(元)	总市值	EPS				PE			
		2023/2/24	亿元	21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
300896.SZ	爱美客	586.00	1,267.87	4.43	6.40	9.50	13.10	121.10	91.56	61.68	44.73
688363.SH	华熙生物	124.55	599.19	1.63	2.00	2.60	3.20	95.28	62.28	47.90	38.92
000963.SZ	华东医药	48.15	844.55	1.32	1.49	1.79	2.19	16.48	32.32	26.90	21.99
		平均值						77.62	62.05	45.50	35.21

数据来源：iFind，财通证券研究所
 注：华东医药 EPS 来自 iFind 一致预期

➤ **贸易与其他板块：**

按照可比公司估值法，选取浙商中拓、瑞茂通、厦门象屿作为可比公司，上述企业从事大宗商品供应链业务，23-24 年平均 PE 为 5/4 倍，我们预计公司贸易及其他业务 23-24 年净利润分别为 0.15/0.18 亿元。

表14.贸易及其他业务可比上市公司估值分析

代码	公司	股价(元)	总市值	EPS				PE			
		2023/2/24	亿元	21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
000906.SZ	浙商中拓	10.26	70.61	1.22	1.50	2.06	2.78	9.14	6.84	4.98	3.69
600180.SH	瑞茂通	6.10	64.17	2.13	2.17	2.51	2.83	4.26	2.81	2.43	2.16
600057.SH	厦门象屿	11.10	251.28	1.00	1.21	1.47	1.75	9.99	9.17	7.55	6.34
		平均值						7.80	6.27	4.99	4.06

数据来源：iFind，财通证券研究所
 注：可比公司 EPS 来自 iFind 一致预期

4.3 投资建议

公司确立“医药+医美”战略方向，医药研产销基础扎实、产品覆盖广泛，积极布局 CDMO 崭新增长点；医美管线 1-2 年内蓄势待发，并购代理 AestheFill 童颜针、HARA 玻尿酸，品牌&技术双驱动，自研胶原蛋白平台未来可期。预计公司 2022-2024 年营收分别为 19.42/22.25/28.26 亿元，增速为 9%/15%/27%，归母净利润分别为 -0.85/0.60/2.55 亿元，增速为 -473%/由亏转盈/329%，EPS 为 -0.12/0.08/0.36 元，PE 为 -75/107/25 倍。给予“增持”评级。

表 15. 营业收入、归母净利润预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入 (百万元)	1,872	1,775	1,942	2,225	2,826
YoY (%)	-11.3	-5.1	9.4	14.6	27.0
归母净利润 (百万元)	-506	23	-85	60	255
YoY (%)	-884.7	104.5	-473.3	170.2	328.7
EPS (元/股)	-0.71	0.03	-0.12	0.08	0.36
PE	-7.6	285.7	-74.9	106.8	24.9

数据来源：iFind，财通证券研究所

5 风险提示

- 1) **医药及医美行业政策风险**：国家对于公司所处医药、医美产业均采取较为严格的监管措施，如果医药产品研发生产、医美产品审批等政策面临重大调整，药品集中采购步入常态化，可能影响公司新品推出，造成业绩下滑。
- 2) **医药产品研发注册进度不及预期风险**：医药研发需进行高投入，但存在较大的不确定性，如果公司旗下在研新品研制、生产不及预期，可能对公司业绩造成负面影响。
- 3) **医美行业竞争加剧风险**：医美行业竞争者日益增多，如果公司布局的医美领域在旗下产品获批上市前，有其他竞争实力较强的新品上市，或者原有产品进一步扩大市场份额，可能对公司产品销售及业绩增长造成负面影响。
- 4) **医美产品审批进度不及预期风险**：医美为公司重要布局领域，如果目前代理的产品注册审批进度不及预期风险，将对于公司未来业绩表现造成负面冲击。

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1871.74	1775.45	1942.36	2225.37	2826.13	成长性					
减:营业成本	1296.42	1263.54	1370.82	1471.12	1649.58	营业收入增长率	-11.3%	-5.1%	9.4%	14.6%	27.0%
营业税费	13.50	12.02	19.42	8.90	11.30	营业利润增长率	-592.4%	107.6%	-369.8%	168.9%	336.4%
销售费用	455.78	414.51	440.91	511.83	650.01	净利润增长率	-884.7%	104.5%	-473.3%	170.2%	328.7%
管理费用	119.72	104.91	124.31	133.52	169.57	EBITDA 增长率	-93.5%	470.3%	-176.2%	439.7%	308.6%
研发费用	37.48	21.09	36.90	44.51	65.00	EBIT 增长率	-441.1%	71.7%	-113.2%	210.9%	405.9%
财务费用	60.39	63.30	56.80	27.87	28.00	NOPLAT 增长率	581.8%	-85.2%	248.6%	-212.2%	400.0%
资产减值损失	-356.79	-1.83	-15.58	-15.35	-12.87	投资资本增长率	-6.7%	2.3%	-29.0%	3.5%	10.3%
加:公允价值变动收益	0.13	0.00	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	-21.6%	1.4%	-4.5%	3.3%	13.8%
投资和汇兑收益	16.12	18.26	19.42	44.51	56.52	利润率					
营业利润	-481.04	36.51	-98.51	67.90	296.33	毛利率	30.7%	28.8%	29.4%	33.9%	41.6%
加:营业外净收支	-23.08	2.73	-0.10	0.50	0.30	营业利润率	-25.7%	2.1%	-5.1%	3.1%	10.5%
利润总额	-504.12	39.24	-98.61	68.40	296.63	净利润率	-27.1%	1.2%	-4.4%	2.7%	9.0%
减:所得税	3.47	18.60	-13.81	8.89	41.53	EBITDA/营业收入	0.3%	1.6%	-1.1%	3.2%	10.4%
净利润	-506.41	22.72	-84.80	59.51	255.10	EBIT/营业收入	-4.4%	-1.3%	-2.6%	2.5%	9.9%
资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	运营效率					
货币资金	683.60	1130.94	-2.86	14.57	29.40	固定资产周转天数	57	50	65	78	79
交易性金融资产	40.01	0.00	0.00	0.00	0.00	流动营业资本周转天数	283	200	224	213	195
应收账款	687.11	759.97	736.51	875.58	1114.80	流动资产周转天数	523	552	337	323	294
应收票据	533.77	0.00	230.13	237.60	262.48	应收帐款周转天数	134	156	138	144	144
预付帐款	17.17	17.93	19.89	20.88	23.58	存货周转天数	44	37	42	40	40
存货	154.82	126.45	156.30	162.22	181.16	总资产周转天数	722	773	536	489	427
其他流动资产	92.87	187.77	187.77	187.77	187.77	投资资本周转天数	615	663	430	389	338
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	-27.4%	1.2%	-4.8%	3.3%	12.2%
长期股权投资	394.92	395.19	460.94	493.71	532.06	ROA	-13.7%	0.6%	-3.0%	2.0%	7.7%
投资性房地产	116.91	109.87	70.94	20.91	-28.69	ROIC	-2.6%	-0.4%	-1.9%	2.0%	9.2%
固定资产	293.85	243.75	345.00	472.97	613.95	费用率					
在建工程	0.60	6.04	-159.32	-323.65	-460.02	销售费用率	24.4%	23.3%	22.7%	23.0%	23.0%
无形资产	61.21	111.09	132.66	146.50	168.93	管理费用率	6.4%	5.9%	6.4%	6.0%	6.0%
其他非流动资产	2.56	2.54	2.54	2.54	2.54	财务费用率	3.2%	3.6%	2.9%	1.3%	1.0%
资产总额	3703.72	3758.34	2851.82	2982.11	3302.54	三费/营业收入	34.0%	32.8%	32.0%	30.3%	30.0%
短期债务	1050.88	1116.09	267.01	288.32	277.71	偿债能力					
应付帐款	240.37	131.76	199.84	203.83	223.10	资产负债率	50.0%	50.1%	37.2%	37.9%	36.2%
应付票据	0.00	20.60	20.40	18.94	23.29	负债权益比	100.0%	100.2%	59.1%	61.1%	56.8%
其他流动负债	2.09	1.90	1.90	1.90	1.90	流动比率	1.68	1.58	2.05	2.08	2.25
长期借款	229.22	167.24	167.24	167.24	167.24	速动比率	1.29	1.24	1.34	1.42	1.61
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	-1.29	-0.36	-0.88	1.99	9.95
负债总额	1851.88	1881.41	1059.70	1130.48	1195.81	分红指标					
少数股东权益	3.99	21.91	21.91	21.91	21.91	DPS(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	712.39	712.39	712.39	712.39	712.39	分红比率					
留存收益	-217.05	-222.11	-306.91	-247.40	7.70	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	1851.84	1876.93	1792.12	1851.63	2106.73	业绩和估值指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	EPS(元)	-0.71	0.03	-0.12	0.08	0.36
净利润	-507.60	20.64	-84.80	59.51	255.10	BVPS(元)	2.59	2.60	2.48	2.57	2.93
加:折旧和摊销	87.70	51.36	28.76	16.76	14.53	PE(X)	-7.6	285.7	-74.9	106.8	24.9
资产减值准备	406.47	-3.23	15.58	15.35	12.87	PB(X)	2.1	3.3	3.6	3.5	3.0
公允价值变动损失	-0.13	0.00	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	64.42	64.67	56.80	27.83	28.20	P/S	2.0	3.4	3.4	2.9	2.3
投资收益	-16.12	-18.26	-19.42	-44.51	-56.52	EV/EBITDA	909.6	226.6	-322.4	94.9	23.1
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	CAGR(%)					
营运资金的变动	-451.97	433.51	-217.49	-106.22	-216.02	PEG	—	2.7	—	0.6	0.1
经营活动产生现金流量	-414.56	447.64	-219.90	-31.79	37.85	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	235.69	43.27	-8.03	55.73	15.79	REP					
融资活动产生现金流量	235.87	-45.84	-905.88	-6.52	-38.81						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

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。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。