

➤ **江苏吴中: 持续向前, 打造“医药+医美”双产业。**公司于1994年成立, 1999年在上交所上市, 目前涉足医药、医美、投资等行业。2019年确定“医药+医美”的发展方向, 业务布局重心转向医美。2021年成立吴中美学, 拥有Humedix玻尿酸及AestheFill童颜针产品在中国大陆地区的独家销售代理权; 2022年, 吴中美学(香港)有限公司成立, 启动重组胶原蛋白相关产品的研发工作。2017-2021年, 受到业务转型影响, 营收出现下滑, 由29.6亿元下降至17.75亿元, CAGR为-9.27%; 归母净利润波动较大, 2021年由负转正, 由-5.06亿元增长至0.23亿元, 2017-2021年CAGR为-29.60%。未来伴随医美产品逐渐上市, 公司有望享受高增长红利, 带动收入与利润提升。

➤ **医美行业: 黄金赛道高速增长, 合规产品未来可期。**中国医美市场发展空间广阔, 消费者需求持续上升。根据弗若斯特沙利文数据显示, 2017-2021年, 中国医美市场规模由993亿元增长到1891亿, 2017-2021年CAGR达17.47%, 远超全球医美市场复合增速3.02%。医美是消费行业中的黄金赛道, 其中具有灵活、创伤小、恢复期短、风险低等特点非手术类的轻医美越加风靡, 预计2022-2025年我国轻医美市场规模将会达到1074/1228/1376/1527亿元, 预计未来3年的CAGR为14.5%。注射类材料百花齐放, 产品种类有望进一步扩张, 胶原蛋白材料和其他(PLLA等)注射材料增长迅速, 2017-2021年期间年复合增速依次为22.2%和56.8%, 未来市场规模有望进一步扩张。

➤ **核心竞争力: 深耕医药产品, 发力医美管线。通过外购内研, 江苏吴中医美板块正加速注射类全管线布局。**  
 ①**AestheFill:** 据wind投资者调研纪要, AestheFill目前已获NMPA受理, 预计将于2023年底前取证, 上市后可助力江苏吴中在再生注射针剂市场取得先发优势, 补充再生市场的产品供给, 抢占市场份额, 捕捉再生蓝海的巨大市场机会。  
 ②**Humedix:** 2019年, 江苏吴中代理的韩国Humedix品牌拥有我国医美玻尿酸终端市场14.3%的市场份额, 位居第三, Humedix玻尿酸龙头地位显著。HARA玻尿酸定位于中高端精致轻奢, 有望承接Humedix在国内玻尿酸市场的龙头地位。  
 ③**自研管线:** 以重组胶原蛋白为切入, 加速布局注射类全品类产品。搭建胶原研产销平台, 注射类全管线布局奠定长期龙头地位。  
**江苏吴中传统医药产业底蕴深厚, 产线丰富, 产业链完善, 集研产销一体。**  
 ①**研发:** 构建基因药物、化学药物和现代中药的研制开发和产业化的技术开发平台和创新体系。  
 ②**生产:** 产品线基础稳固, 建立核心产品矩阵。  
 ③**销售:** 销售模式与渠道多样, 销售管理体系完善。

➤ **未来看点: 搭建自研平台, 赋能公司发展。**公司积极把握轻医美的未来市场发展, 精准瞄准注射类医美市场; 稳步推进医美板块发展, 组建较为完善的组织架构。公司依托老牌药企基因, 结合自身在国内临床注册领域的经验优势, 快速切入医美赛道; 设立吴中美学, 聘请林睿禹博士任首席医学教育官; 自研能力不断夯实, 催动医美产业化加速落地; 积极并购扩展公司外延, 为公司发展持续赋能。再生市场前景广阔, AestheFill目前已获NMPA受理, 预计将于2023年底前取证, 可助力江苏吴中在再生注射针剂市场进行先发卡位, 捕捉再生蓝海的巨大市场机会。公司依托深厚的产业与工艺基础, 瞄准胶原蛋白注射产品市场, 首个自有品牌婴童源面世, 竞争优势显著; 吴中美学自研脱氧胆酸溶脂管线; 积极外购优质标的, 优化产品矩阵。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。

➤ **投资建议:** 公司具有深厚药企基因, 发力布局医美业务, 有望在高成长赛道拉动整体利润上行, 预计公司22-24年分别实现归母净利润-0.82、0.07与1.30亿元, 3月6日收盘价对应24年PE为47x, 首次覆盖, 给予“谨慎推荐”评级。

➤ **风险提示:** 产品开拓不及预期, 行业竞争加剧, 需求不及预期。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1775	1938	2239	2827
增长率(%)	-5.1	9.1	15.5	26.3
归属母公司股东净利润(百万元)	23	-82	7	130
增长率(%)	104.5	-460.0	108.4	1800.2
每股收益(元)	0.03	-0.11	0.01	0.18
PE	269	-	894	47
PB	3.3	3.4	3.4	3.2

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为2023年3月6日收盘价)

**谨慎推荐**
**首次评级**
**当前价格:**
**8.51元**

**分析师 刘文正**

执业证书: S0100521100009

电话: 13122831967

邮箱: liuwenzheng@mszq.com

**分析师 郑紫舟**

执业证书: S0100522080003

邮箱: zhengzizhou@mszq.com

# 目录

<b>1 江苏吴中：持续向前，打造“医药+医美”双产业</b>	<b>3</b>
1.1 确立发展重心，构建大健康产业	3
1.2 公司业务发展历程梳理	4
1.3 公司股权结构与管理层情况梳理	7
<b>2 医美行业：黄金赛道高增速，合规产品未来可期</b>	<b>9</b>
2.1 年轻化与颜值经济升温，低渗透市场潜力巨大	9
2.2 注射类材料百花齐放，产品种类有望进一步扩张	11
2.3 医美监管政策趋严，合规龙头企业优势凸显	17
<b>3 核心竞争力：丰富医药管线，打造医美矩阵</b>	<b>18</b>
3.1 医美管线定位于高端，全面布局注射类产品	18
3.2 深耕医药板块，医药产业链完善	23
<b>4 未来看点：搭建自研平台，赋能公司发展</b>	<b>27</b>
4.1 搭建自研平台，打造研产销综合平台	27
4.2 未来医美产品展望	29
4.3 CDMO 业务展望	34
<b>5 盈利预测与投资建议</b>	<b>36</b>
5.1 收入拆分与盈利预测	36
5.2 估值分析与投资建议	37
<b>6 风险提示</b>	<b>38</b>
<b>插图目录</b>	<b>40</b>
<b>表格目录</b>	<b>40</b>

# 1 江苏吴中：持续向前，打造“医药+医美”双产业

## 1.1 确立发展重心，构建大健康产业

江苏吴中砥砺前行二十余年，融合医药、医美与投资综合发展。公司于 1994 年成立，1999 年在上交所上市，成为苏州市第六家上市公司，自成立以来，公司不断规范和完善治理结构，通过收购兼并和项目投资优化主业，目前涉足医药、医美、投资等行业。

**1) 医药产业：**逐步构建起集研发、生产、销售为一体的医药产业链，主要产品涵盖“抗病毒/抗感染、免疫调节、抗肿瘤、消化系统、心血管类”等领域，重点聚焦于高端仿制药、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，为公司核心竞争力提升提供更多产品支持。

**2) 医美产业：**自 2019 年公司确定了“医药+医美”的发展方向，业务布局重心转向医美。2021 年，成立江苏吴中美学生物科技有限公司，拥有 Humedix 玻尿酸及 AestheFill 童颜针产品在中国大陆地区的独家销售代理权益，将发展重点放在打造专业化、差异化的医美品牌和产品集群上，推进公司医美产业的规模化运营布局。

**3) 相关投资：**加大对医美业务的投资力度，通过股权投资等方式布局医美板块，已宣布的拟投资、已投资资金近 10 亿元，同时投资设立并参与以医药大健康产业为主的产业基金、并购基金，通过专业化投资和市场化运作，持续深化投资布局，推动公司向大健康产业链延伸。

**4) 收入与利润表现：**2017 年至 2021 年，受业务转型影响，营业收入出现下滑，由 29.6 亿元下降至 17.75 亿元，4 年 CAGR 为-9.27%；归母净利波动较大，2021 年由负转正，由-5.06 亿元增至 0.23 亿元，2017-2021 年 CAGR 为-29.60%。

表 1：公司主要财务数据（亿元）

	公司营业收入及归母净利润情况					
	2017	2018	2019	2020	2021	2022H1
营业总收入	29.60	17.02	21.10	18.72	17.75	7.86
yoy	-	-42.50%	23.97%	-11.28%	-5.18%	-24.02%
归母净利润	1.33	-2.86	0.65	-5.06	0.23	-0.19
yoy	-	-315.04%	-122.73%	-878.46%	-104.55%	-127.89%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

**立足医药板块，持续升级产业链。**公司于 2019 年确定“医药+医美”的发展方向，医药板块通过全资子公司江苏吴中医药集团有限公司来组织运营，主营业务涉及药品研发、生产和销售，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，为公司未来核心竞争力的提升提供更多产品支持。2018-2021 年医药板块营收占总营收比例超过 70%，其中 2021 年医药板块营收规模达 12.91 亿元，占总营收比重达 72.73%。

**拓展医美板块，布局大健康产业。**公司依托药企基因以并购+自研的模式切入医美赛道，拥有韩国医美企业 Humedix 公司最新一款注射用玻尿酸产品的中国区

独家代理权益；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。公司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协同和互补，将形成有较强的市场竞争力和一定行业地位的大健康产业集群。

**表 2：公司各业务及占比（亿元）**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022H1
医药行业	6.63	7.80	8.59	7.29	7.93	8.46	9.59	11.64	13.10	15.17	13.38	12.91	5.62
营收占比	19.59%	20.13%	23.07%	18.81%	25.86%	28.89%	24.04%	39.32%	76.97%	71.90%	71.47%	72.73%	71.50%
化工行业	-	-	-	-	-	-	3.00	6.49	2.39	0.74	0.02	-	-
营收占比	-	-	-	-	-	-	7.52%	21.93%	14.04%	3.51%	0.11%	-	-
国际贸易	-	5.29	5.26	5.01	5.79	5.36	0.15	-	-	-	5.18	4.69	-
营收占比	-	13.65%	14.13%	12.93%	18.88%	18.31%	0.38%	-	-	-	27.67%	26.42%	-
房地产业	1.36	2.83	5.09	13.34	5.17	3.71	8.92	3.60	1.29	1.78	-	-	-
营收占比	4.02%	7.30%	13.67%	34.43%	16.86%	12.67%	22.36%	12.16%	7.58%	8.44%	-	-	-
贵金属加工	21.98	22.80	18.20	13.05	11.67	11.54	18.12	7.66	-	-	-	-	-
营收占比	64.95%	58.84%	48.89%	33.68%	38.06%	39.41%	45.42%	25.88%	-	-	-	-	-

资料来源：iFinD，民生证券研究院

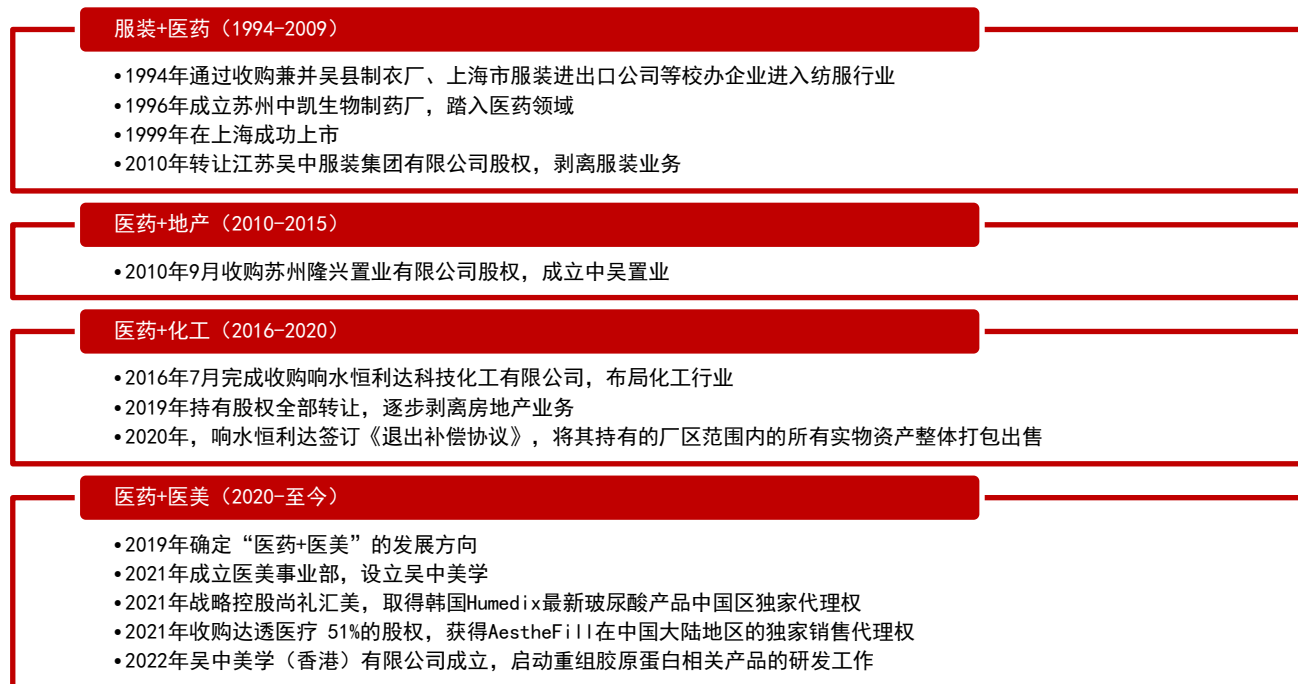
## 1.2 公司业务发展历程梳理

**服装+医药（1994-2009）：**江苏吴中成立于 1994 年，通过收购兼并吴县制衣厂、上海市服装进出口公司等校办企业进入纺服行业；1996 年，成立苏州中凯生物制药厂，踏入医药领域；1999 年在上海证券交易所成功上市；2010 年，江苏吴中转让江苏吴中服装集团有限公司股权，完成服装业务的剥离。

**医药+地产（2010-2015）：**公司于 2010 年 9 月收购苏州隆兴置业有限公司股权，成立中吴置业，形成医药、房地产及投资产业布局，期间以医药为核心产业，房地产为重要产业，投资为辅助。2010-2014 年，公司房地产营收占比稳步上升，其中 2013 年营收占比超过 30%，2015 年开始波动下滑，至 2019 年，基本剥离地产业务。

**医药+化工（2016-2020）：**公司于 2016 年 7 月完成响水恒利达科技化工有限公司的收购，持有 100% 股权，布局化工行业；2019 年，将持有股权全部转让，逐步剥离房地产业务；同年“321 响水爆炸事故”致工业园区关停；2020 年，响水恒利达签订《退出补偿协议》，将其持有的厂区范围内的所有实物资产整体打包出售。期间公司以医药、化工为双主业，进一步发展以医药为核心的大健康产业。

**医药+医美（2020-至今）：**公司于 2019 年确定“医药+医美”的发展方向；2021 年成立医美事业部，设立吴中美学；战略控股尚礼汇美，取得韩国 Humedix 最新玻尿酸产品中国区独家代理权；收购达透医疗 51% 的股权，获得 AestheFill 在中国大陆地区的独家销售代理权；2022 年，吴中美学（香港）有限公司成立，启动重组胶原蛋白相关产品的研发工作。

**图1：公司发展复盘**


资料来源：江苏吴中招股说明书，公司公告，民生证券研究院

**收入方面**，2000-2009年，公司以“医药+纺服”为主业，营业收入保持高速增长，CAGR为18.75%。2010-2015年，进行“医药+地产”业务转型，营业收入出现下降，CAGR为-2.38%。2010-2013年，营业收入较为稳定，2014年起，房地产业市场低迷以及部分项目尾盘因素造成产品去化速度低于预期，公司在结转库存的同时，逐步剥离房地产业务。2016-2019年，以“医药+化工”为主业，营业收入持续下滑，CAGR为-14.72%。2016年，收购响水恒利达，营收同比+36.23%，2017年，转让兴瑞贵金属公司股权，营收同比-25.79%，2018年，响水恒利达化工园区环保整治停产，营收同比-42.52%。2020-2021年，将“医药+医美”作为主业，受新冠疫情影响，业务存量尚未释放，营业收入小幅下调，同比-11.29%和-5.14%。

**表 3：公司及医药行业收入情况 (亿元)**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022H1
营业收入	38.75	37.23	38.75	30.66	29.28	39.89	29.6	17.02	21.1	18.72	17.75	7.86
yoy	-	-3.92%	4.08%	-20.88%	-4.50%	36.24%	-25.80%	-42.50%	23.97%	-11.28%	-5.18%	-55.72%
医药行业	7.8	8.59	7.29	7.93	8.46	9.59	11.64	13.1	15.17	13.38	12.91	5.62
yoy	-	10.13%	-15.13%	8.78%	6.68%	13.36%	21.38%	12.54%	15.80%	-11.80%	-3.51%	-56.47%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

**费用方面**，1999-2016年，公司销售费用率、管理费用率、财务费用率水平总体稳定。2017-2018年，因公司大力开拓医药业务，市场营销费用大幅上升，销售费用率增长至25.15%。2019-2022Q3，销售费用率保持稳定，位于22%-

25%之间。近年来短期负债规模上升，财务费用率呈现逐年上涨趋势，1-3Q22 财务费用率为 3.80%。2019 年来管理费用率基本稳定，维持在 6%附近。

**表 4：公司费用率情况 (亿元)**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	1-3Q22
销售费用率	4.28%	3.79%	3.95%	3.77%	5.32%	5.23%	4.66%	10.51%	25.15%	22.89%	24.36%	23.38%	22.75%
管理费用率	2.75%	2.19%	2.90%	2.45%	3.29%	4.03%	3.86%	6.18%	9.64%	5.83%	6.41%	5.92%	6.24%
研发费用率	-	-	-	-	-	-	-	-	3.00%	0.66%	1.98%	1.18%	1.61%
财务费用率	0.98%	0.88%	1.29%	1.24%	2.35%	1.98%	1.05%	1.11%	1.88%	2.27%	3.21%	3.55%	3.80%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

**利润方面**，1999-2006 年，公司的归母净利润、毛利率、净利率波动下滑。2007 年，医药行业受到宏观经济环境带来的不利影响，盈利水平整体有所下降，公司规模扩大后管理费用、财务费用有所增长，同时，新会计准则实施计提资产减值准备，归母净利润为-0.64 亿元，毛利率、净利率分别下降至 8.52%、-2.42%。2008-2017 年，归母净利润波动上行。2008-2011 年，公司的毛利率维持在 9%左右；2012-2016 年，毛利率小幅升至 12%左右，净利率保持同向变动。2017 年开始，公司逐步进行业务转型，剥离房地产和化工业务，归母净利润和净利率波动较大。2019 年以来，毛利率基本维持在 30%附近。1-3Q22 公司毛利率为 30.33%，同比+3.48%，公司加大研发投入，实施股权激励增加管理费用，同时财务费用有所上升，归母净利润为-0.47 亿元，净利率为-3.5%。未来伴随医美产品逐渐上市，公司有望享受高增长红利，带动收入与利润提升。

**表 5：公司利润情况 (亿元)**

	2017	2018	2019	2020	2021	1-3Q22
归母净利润	1.33	-2.86	0.65	-5.06	0.23	-0.47
yoy		-315.04%	-122.73%	-878.46%	-104.55%	-194.81%
毛利率	21.63%	35.46%	29.60%	30.74%	28.83%	30.33%
净利率	4.57%	-16.59%	2.93%	-27.12%	1.16%	-3.51%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

**表 6：公司分业务毛利率及毛利占比情况**

	2020		2021		2022Q1		2022Q1-Q3	
	毛利率	毛利占比	毛利率	毛利占比	毛利率	毛利占比	毛利率	毛利占比
骨骼肌松弛药	30.74%	-	28.83%	28.62%	33.69%	33.45%	30.33%	31.16%
免疫调节类药	-	9.59%	86.51%	12.21%	88.16%	13.13%	88.59%	12.20%
抗感染用药	61.46%	22.14%	68.52%	2.91%	68.57%	7.59%	70.97%	6.09%
血液系统用药	65.25%	10.66%	20.88%	11.76%	40.11%	12.13%	35.53%	10.88%
眼科用药	72.89%	-	82.64%	7.71%	83.01%	9.08%	83.24%	11.10%
解热镇痛药	-	-	95.41%	8.13%	95.07%	7.08%	95.74%	6.63%
消化系统用药	-	18.07%	90.50%	8.44%	91.01%	5.55%	87.03%	5.26%
心血管系统用药	83.86%	3.52%	83.07%	0.14%	84.83%	0.50%	81.41%	0.82%

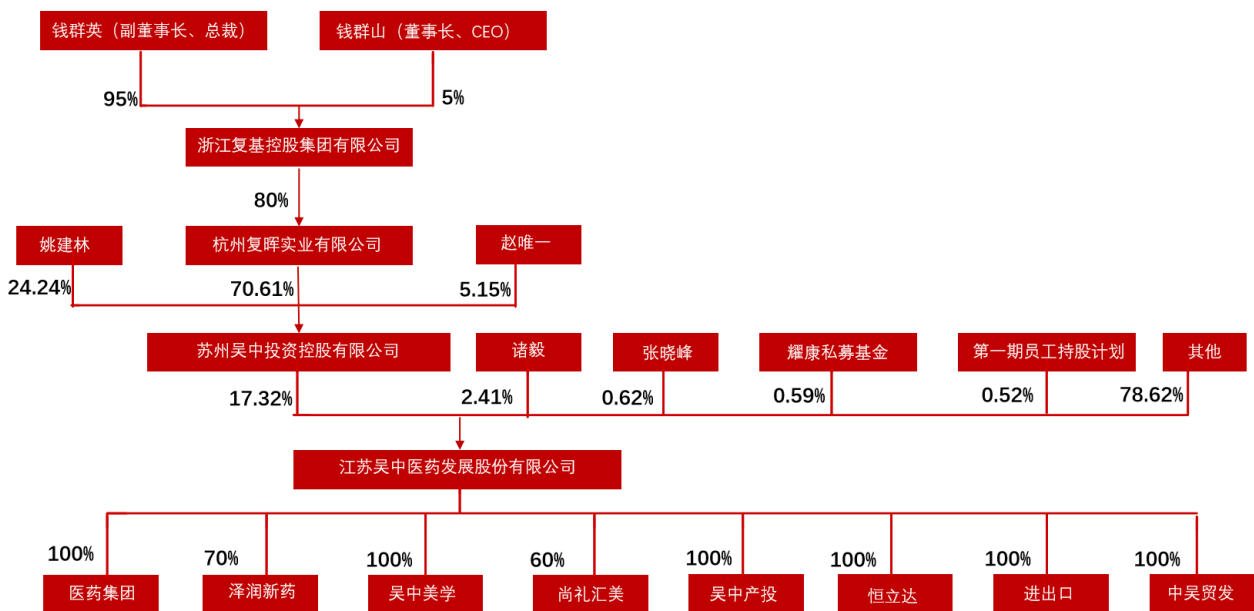
其他类用药	42.42%	36.03%	2.68%	3.06%	11.30%	3.65%	17.34%	2.56%
电解质补充药	86.51%	-	71.54%	3.02%	64.26%	-	72.74%	0.96%
其他业务	-	-	80.91%	13.99%	-	7.83%	57.25%	12.35%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

### 1.3 公司股权结构与管理层情况梳理

**公司股权结构稳定。**截至 2022Q3，公司控股股东为苏州吴中投资控股有限公司，持股比例为 17.24%。公司实控人为副董事长、总裁钱群英，间接持股 12.23%。旗下子公司覆盖医药、医美与投资领域，负责各自业务以及“研产销”不同环节。

图2：股权结构（截至 2022Q3）



资料来源：江苏吴中招股说明书，民生证券研究院

表 7：管理层持股情况(截至 2022Q3)

股东名称	在公司任职	持股数量 (股)	持股比例 (%)
孙田江	副总裁, 董事	32000	0.0449%
朱菊芳	副总裁	32000	0.0449%
许良枝	副总裁	30000	0.0421%
姚建林	副董事长	211850	0.0297%
吴振邦	监事	43600	0.0061%
金建平	监事会主席	30000	0.0042%
吴健敏	职工监事	3800	0.0005%

资料来源：iFinD，民生证券研究院

**丰富激励机制，提升员工积极性。**公司于 2022 年 1 月计划以 3.68 元/股向

143 名任职的核心技术人员及核心业务人员授予 412 万股限制性股票，约占总股本的 0.58%。以 2021 年的营业收入和净利润作为基数，提出在 2022-2024 年营业收入与净利润增长率分别不低于 10%、20%、30% 的业绩考核目标。该激励计划将充分调动核心技术人员的积极性，有效地将股东利益、公司利益和员工利益结合在一起，使各方共同关注公司长远发展。

**表 8：江苏吴中股权激励计划（2022 年 1 月）**

解除限售期	解禁比例	业绩考核目标
第一个解除限售期	40%	以 2021 年营业收入为基数，2022 年营业收入增长率不低于 10%；以 2021 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 10%
第二个解除限售期	30%	以 2021 年营业收入为基数，2022 年营业收入增长率不低于 20%；以 2021 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 20%
第三个解除限售期	30%	以 2021 年营业收入为基数，2022 年营业收入增长率不低于 30%；以 2021 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 30%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

**管理层医药研发、经营管理、投资并购经验丰富。**董事长兼 CEO 钱群山具有工商管理硕士学位，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。副总裁孙田江具有制药工程硕士，管理学博士学位以及研究员级高级工程师职称，曾任扬子江药业集团总经理助理、副总经理，江苏吴中医药集团有限公司副总经理，常务副总经理。董事蒋中具有硕士研究生学历，曾任北银消费金融有限公司杭州分公司总经理、浙江复基控股集团有限公司执行总裁。董事陈颐具有上海理工大学学士，伦敦 MIDDLESEX 大学研究生学历，曾任瑞士 MEDIAMATEC 市场研究员、浙江复基控股集团有限公司高级副总裁。

**表 9：高级管理人员履历情况（截至 2022.4.25）**

姓名	在公司任职	主要简历
钱群山	董事长、CEO	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。现任江苏吴中医药发展股份有限公司董事长、首席执行官
孙田江	董事、副总裁	曾任扬子江药业集团总经理助理、副总经理，江苏吴中医药集团有限公司副总经理，常务副总经理。现任江苏吴中医药发展股份有限公司董事、副总裁、党委委员，江苏吴中医药集团总经理
蒋中	董事	曾任北银消费金融有限公司杭州分公司总经理、浙江复基控股集团有限公司执行总裁。现任江苏吴中医药发展股份有限公司董事、苏州吴中投资控股有限公司总经理
陈颐	董事	曾任瑞士 MEDIAMATEC 市场研究员、浙江复基控股集团有限公司高级副总裁。现任江苏吴中医药发展股份有限公司董事

资料来源：公司公告，民生证券研究院

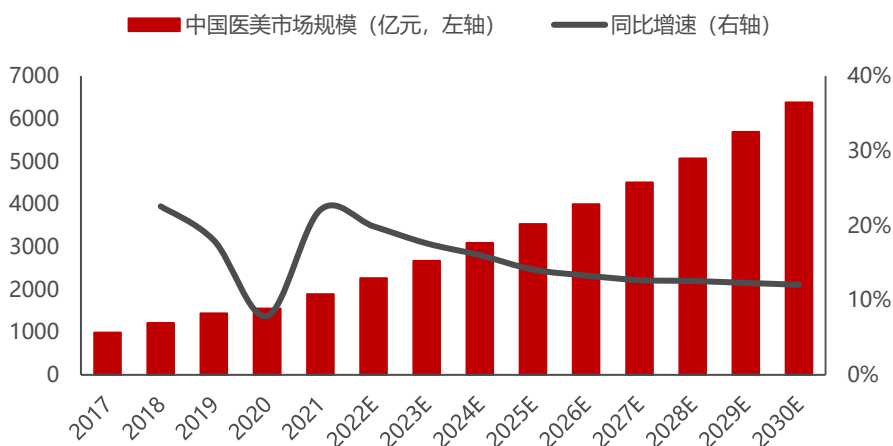


## 2 医美行业：黄金赛道高增速，合规产品未来可期

### 2.1 年轻化与颜值经济升温，低渗透市场潜力巨大

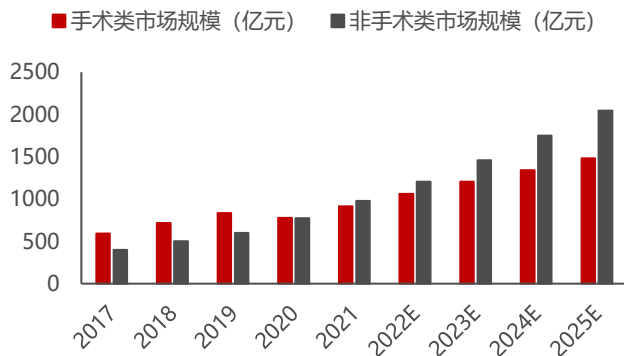
中国医美市场发展空间广阔，消费者需求持续上升。根据弗若斯特沙利文数据，2017-2021年，中国医美市场规模由993亿元增长到1891亿元，2017-2021年的4年CAGR达到17.47%，远超全球医美市场规模的复合增速3.02%。医美是消费行业中的黄金赛道，从2021年开始，手术类医美市场规模超过非手术类医美市场，此后两者规模差距逐渐扩大。2017-2021年，中国非手术类医美市场规模从401亿元增至977亿元，年均复合增长率达24.94%；手术类医美市场规模自592亿元增至915亿元，年均复合增长率达11.50%。2017-2021年，非手术类医美市场增速均领先于手术类医美市场增速。

图3：中国医美市场规模及同比增速



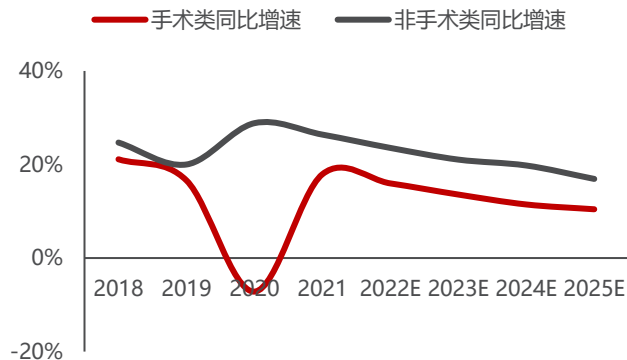
资料来源：弗若斯特沙利文，民生证券研究院

图4：手术类和非手术类市场规模（亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，民生证券研究院

图5：手术类和非手术类市场规模同比增速（%）

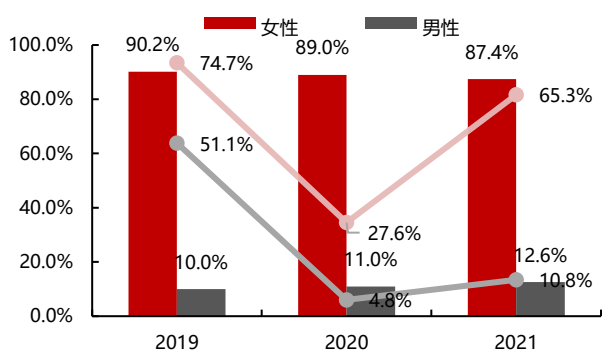


资料来源：弗若斯特沙利文，民生证券研究院

未来发展趋势：随着新时代崛起，消费主力逐渐年轻化，轻医美将更受青睐。

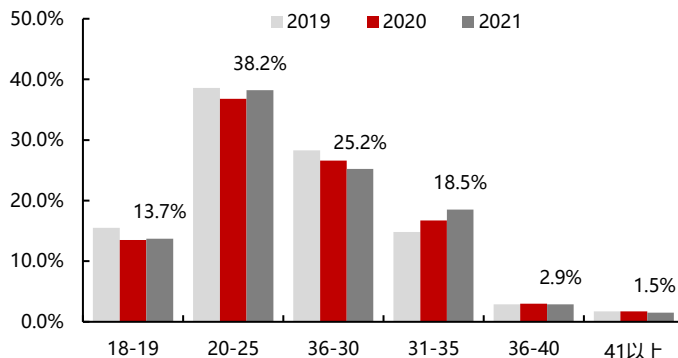
1) 从消费核心人群看，我国医美消费核心人群以女性为主，但男性医美用户群体持续增长。2021年，女性在整体医美消费者中的占比约87.4%。2) 从年龄段看，20-25岁的年轻消费者仍是医美消费核心主力人群，占比接近4成。31-35岁新中产人群占比连续三年上升，85后及80后抗衰需求突出，呈现熟龄消费新特征，成为行业增长新动能。3) 从消费人群的地域分布看，一线及新一线城市是医美消费的主战场，医美消费人群占比70%以上。二线城市消费人群的占比从2019年的15.3%增长到2021年的18.3%，逐渐与一线、新一线城市呈现三足鼎立之势。未来二线城市有望成为医美市场新的增长驱动力。4) 从具体的消费项目来看，2021年，医美项目消费规模占比前五名：紧致抗衰、除皱瘦脸、玻尿酸、吸脂、美白嫩肤，分别占比14.6%、11.7%、9.5%、6.1%、5.9%。

图6：医美消费男女占比以及增速



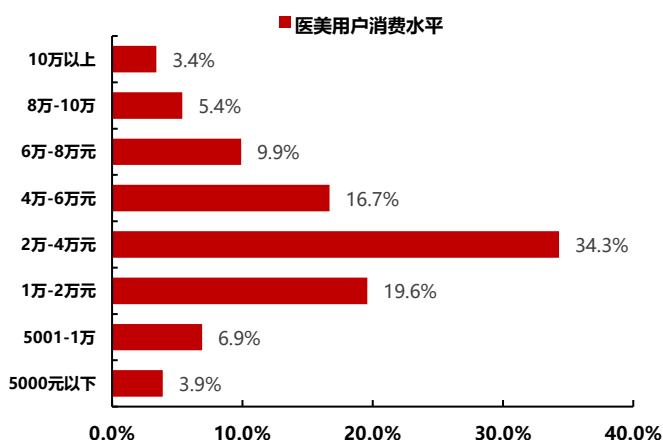
资料来源：新氧颜究院，民生证券研究院

图7：医美消费者人群年龄分布



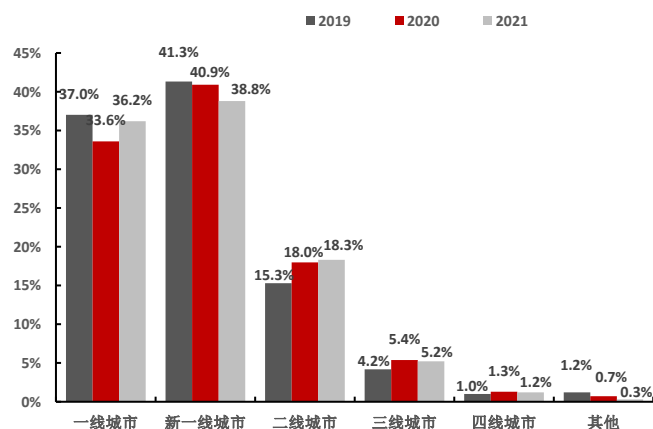
资料来源：新氧颜究院，民生证券研究院

图8：2020年医美用户消费水平



资料来源：艾媒咨询，民生证券研究院

图9：2021年医美消费人群地域分布

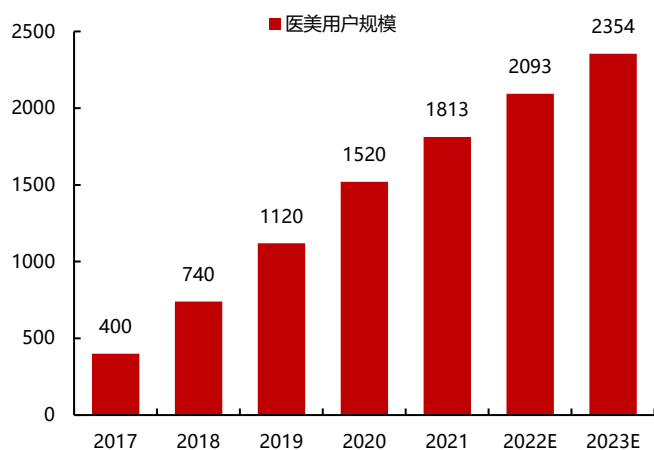


资料来源：新氧颜究院，民生证券研究院

**医美渗透率仍有提升空间，医美人群扩张驱动行业发展。**在渗透率方面，2020年，我国医美项目每千人诊疗量为 20.8 次，虽然仍落后于海外医美大国，但相比于 2019 年的每千人诊疗量 17.4 次有所提升，未来仍有广阔的上升空间，医美人群扩容将成为行业增长的核心驱动力。根据新氧颜究院《2021 医美行业白皮书》，2021 年我国医美用户约为 1813 万人，预计到 2023 年有望达到 2354 万人，医美用户规模呈现持续攀升趋势。

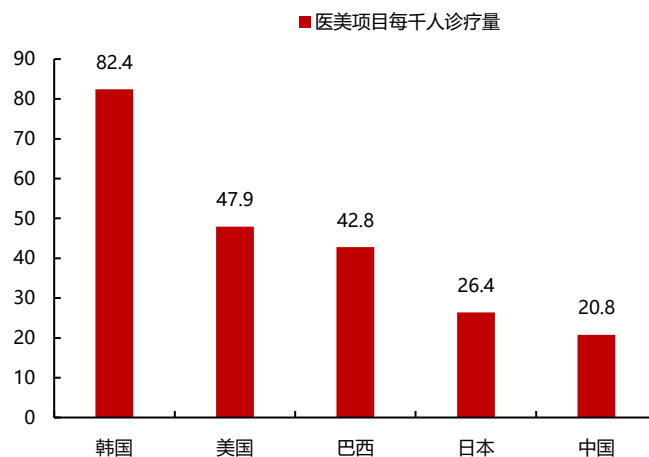
**据前瞻产业研究院，预计 2022-2025 年我国轻医美市场规模将会达到 1666、1933、2242 与 2601 亿元，预计 2022-2025 年的 CAGR 为 16.0%。**

图10：中国医美用户规模（万人）



资料来源：新氧颜究院，民生证券研究院

图11：2020 年各国医美项目每千人诊疗量（次）



资料来源：弗若斯特沙利文，民生证券研究院

## 2.2 注射类材料百花齐放，产品种类有望进一步扩张

**聚焦于注射类产品：肉毒素和玻尿酸成熟稳定，再生材料等新材料快速成长。**

注射类针剂材料可按材料应用功能划分为填充类、萎缩类和其他类。填充类主要包括玻尿酸、再生材料和胶原蛋白等产品，萎缩类产品主要是肉毒素和溶脂针等产品。全球来看，根据 ISAPS 数据，注射类项目疗程以肉毒素和玻尿酸为主，2020 年依次占比为 58.56%和 38.20%。以 PLLA 为代表的再生针剂疗程数增长迅速，从 2016 年的 79664 例增至 2020 年的 121087 例，年复合增速达 11.03%。根据弗若斯特沙利文数据，我国的注射类市场以玻尿酸和肉毒素为主，但玻尿酸占比更高，2021 年玻尿酸市场份额为 51.18%，肉毒素市场份额为 32.78%。胶原蛋白材料和其他(PLLA 等)注射材料增长迅速，2017-2021 年期间年复合增速依次为 22.2% 和 56.8%，未来市场规模有望进一步扩张。

**表 10：全球注射类针剂项目疗程数**

	2016	2017	2018	2019	2020
肉毒素 (例)	4931577	5033693	6097516	6271488	6213859
占比 (%)	57.69%	58.72%	60.80%	57.59%	58.56%
羟基磷灰石 (例)	164911	167385	129038	212762	222785
占比 (%)	1.93%	1.95%	1.29%	1.95%	2.10%
玻尿酸 (例)	3372445	3298266	3729833	4315859	4053016
占比 (%)	39.45%	38.48%	37.19%	39.63%	38.20%
PLLA 材料 (例)	79664	72852	72756	90259	121087
占比 (%)	0.93%	0.85%	0.73%	0.83%	1.14%

资料来源：ISAPS，民生证券研究院

**表 11：中国注射类医美市场结构 (单位：亿元)**

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
胶原蛋白	16	21	26	28	37	51	65	81	98
占比 (%)	7.77%	8.17%	8.41%	8.48%	8.73%	9.59%	9.94%	10.28%	10.48%
透明质酸	114	139	164	172	217	269	327	391	460
占比 (%)	55.34%	54.09%	53.07%	52.12%	51.18%	50.56%	50.00%	49.62%	49.20%
肉毒毒素	70	86	103	109	139	173	211	253	299
占比 (%)	33.98%	33.46%	33.33%	33.03%	32.78%	32.52%	32.26%	32.11%	31.98%
其他 (PLLA 等)	6	11	16	21	31	39	51	63	78
占比 (%)	2.91%	4.28%	5.18%	6.36%	7.31%	7.33%	7.80%	7.99%	8.34%

资料来源：弗若斯特沙利文，民生证券研究院

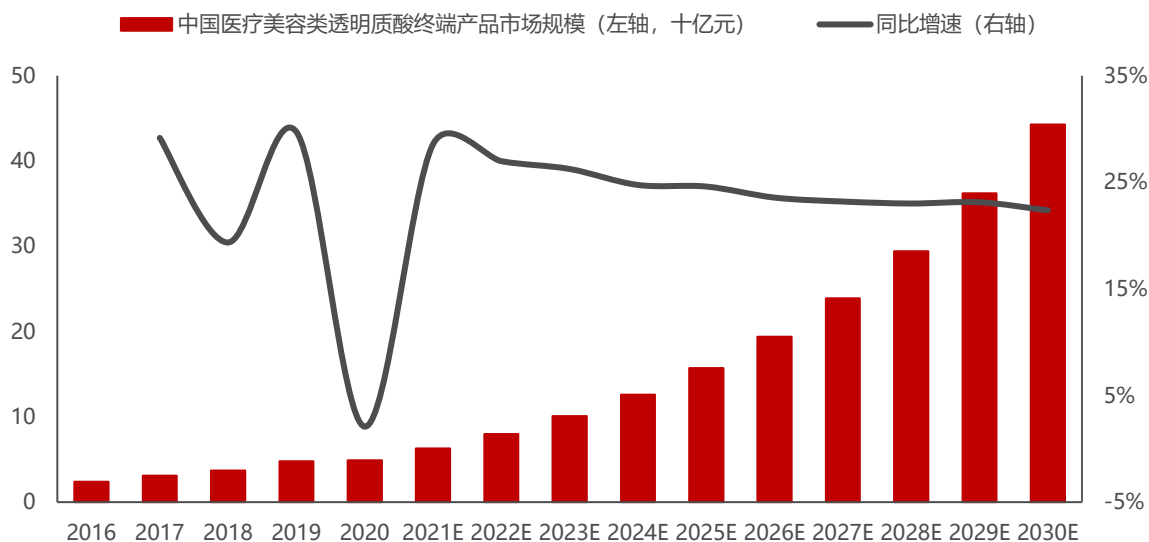
### 市场供给端：玻尿酸产品多样，再生材料、胶原蛋白、肉毒毒素合规产品稀缺。

目前我国玻尿酸厂商百花齐放，丰富的产品种类多，较快的迭代速度，国产竞争力逐渐赶超海外厂商。玻尿酸作为医美的必争之地，赛道拥挤，尤其近年来多款玻尿酸产品集中上市，同质化程度高导致多数品牌竞争力相对较弱，再生材料、活性材料、胶原蛋白等多种新型材料涌入填充市场，形成差异化竞争格局。但在人们抗衰需求日益强烈，求美意识逐渐提高的背景下，填充市场持续扩容，玻尿酸作为获批最早、合规产品最多的填充材料，各方面综合优势强，性价比高，其地位不会轻易受到动摇。虽然再生针剂或对高端市场有一定分流，但市场教育成熟度较低、与活性材料同受到国家强监管政策约束（Ⅲ类械为入门槛），合规产品均较少；胶原蛋白市场在国内刚刚起步，安全性及功效仍有待验证。

**玻尿酸是填充市场第一大品类。**由于出色的生物相容性与填充效果，玻尿酸填充受市场广泛认可。Frost&Sullivan 报告数据显示，以销售额（出厂价）计，2016年至 2020 年中国基于透明质酸的皮肤填充剂产品市场规模为 24/31/37/48/49 亿元，2016-2020 年的 CAGR 为 18.9%。同时，在医疗美容注射类治疗疗程不断发展及基于透明质酸的新品推动下，Frost&Sullivan 预计 2025 年，透明质酸皮肤填充剂市场规模将达 157 亿元，2020-2025 年的 CAGR 为 26.3%。得益于轻医美市场崛起及透明质酸市场教育成熟，透明质酸“人气指数”仍然处于爬坡期，而逐年攀升的用户体量有望带来市场新增量，将赋予透明质酸市场更广阔的成长

空间。

图12：中国医疗美容类透明质酸终端产品的市场规模（按销售额计，单位：十亿元）



资料来源：Frost&Sullivan，民生证券研究院

**玻尿酸市场参与者众多，市场国产化率持续提升。**从竞争格局看，玻尿酸产品技术壁垒相对有限，因此产品性质与进入市场时间成为决定其竞争力的重要因素。玻尿酸市场虽然参与者众多，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。因为国内医美行业起步较晚，故目前国内透明质酸医美终端产品市场依旧以美、韩、瑞典等进口品牌产品为主流。但近年来，随着技术、供应链及品牌形象的不断完善，中国制造商凭借原料国产化优势及将产品不断延伸发展，打造出有竞争力的产品，在产品销售额上逐渐超赶海外知名品牌。2017-2020年，韩国 LG、美国 Allergan、韩国 Humedix 及瑞典 Q-Med 合计市场销售额占比为 74.3%/72.6%/70.3%/68.0%/53.1%，份额逐步下降。2017-2020年，爱美客、昊海生科、华熙生物合计市场销售额占比为 20.5%/20.6%/22.4%/23.8%/26.2%，呈现稳步增长态势。其中，爱美客是目前中国最大的基于透明质酸的皮肤填充剂供应商，其市场份额从 2016 年的 5.7% 上升到 2020 年的 14.3%，增长了 2.5 倍，发展势头强劲。爱美客已开发并商业化五款基于透明质酸的皮肤填充剂（逸美、逸美一加一、宝尼达、爱芙莱、嗨体）其中，嗨体系列展现出强大的产品力与渠道认可度，依旧保持高速增长态势。

表 12：2016-2020 年中国医疗美容类透明质酸终端产品销售金额占比 (%)

	2016	2017	2018	2019	2020
韩国 LG	26.8%	26.4%	25.5%	24.2%	14.8%
美国 Allergan	16.4%	17.9%	19.4%	18.6%	20.5%
韩国 Humedix	12.7%	13.4%	13.2%	14.3%	5.1%
瑞典 Q-Med	18.4%	14.9%	12.2%	10.9%	12.7%
爱美客	5.7%	7.0%	8.6%	10.1%	14.3%
昊海生科	7.8%	8.2%	7.2%	6.5%	3.0%
华熙生物	7.0%	5.4%	6.6%	7.2%	8.9%

其他	5.2%	6.8%	7.2%	8.2%	20.7%
----	------	------	------	------	-------

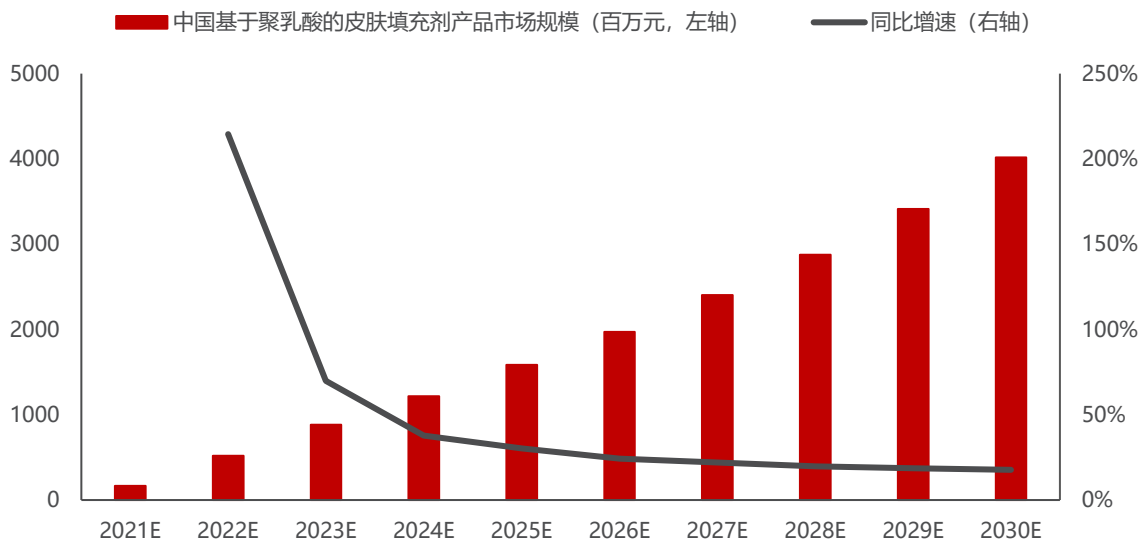
资料来源: Frost&Sullivan, 民生证券研究院

**轻医美从“填充时代”迈向“再生时代”，再生材料成为新的蓝海市场。**再生材料（胶原蛋白刺激剂）针剂以 PLLA（聚左旋乳酸）、PCL（聚己内酯）微球为主要成分，可注射到真皮层、皮下组织、筋膜层和肌肉层中，通过刺激成纤维细胞和胶原蛋白再生起到重塑和填充作用，主流再生产品有童颜针(PLLA)、少女针(PCL)、婴儿针(PN/PDRN)等。

**再生材料产品在追求在可吸收、安全基础上，效果更持久。**再生材料能够刺激皮肤再生胶原蛋白，可以被人体完全代谢掉。且效果维持时间更长，可以达到 1-2 年，效果自然，不移位、不透光、不假面。再生材料在自然度和持久性上具有相对优势，随着微球制备、复配工艺的快速发展，产品可以兼顾短期和长期效果，由于其本身成本高且定位高端市场，未来可能对高端玻尿酸市场形成分流。

**再生针剂市场潜力大，或带动注射类医美市场提速扩容。**基于聚乳酸等生物高分子材料的皮肤填充剂产品市场处于起步阶段，在未来几年内随着已上市品种推广活动的开展和消费者接受度提升，相关产品将迎来快速增长。根据 Frost&Sullivan 预测，以销售额（出厂价）计，中国基于聚乳酸生物高分子材料的皮肤填充剂产品 2025 年销售将达人民币 15.8 亿元，2021-2025 年的 CAGR 为 75.9%，预计 2030 年将达到人民币 40.2 亿元，2025-2030 年 CAGR 为 20.4%。

图13：中国基于聚乳酸的皮肤填充剂产品市场规模（按销售额计，单位：百万元）



资料来源: Frost&Sullivan、民生证券研究院

**再生材料因其技术难度高、对安全有较高的要求，从而形成了较高的进入壁垒。**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（法国塑然雅）、Dermaveil（美国得美妍）、AestheFill（韩国爱塑美）等主流产品筛选；而国内再生市场始于 2021 年，目前仍处于起步阶段，截至目前，仅获批艾维岚（长

春圣博玛)、濡白天使(爱美客)和伊妍氏(华东医药)三款产品,多款产品仍处于实验室研发或临床验证阶段,但具备广阔的发展空间。

**表 13: 我国再生材料产品情况**

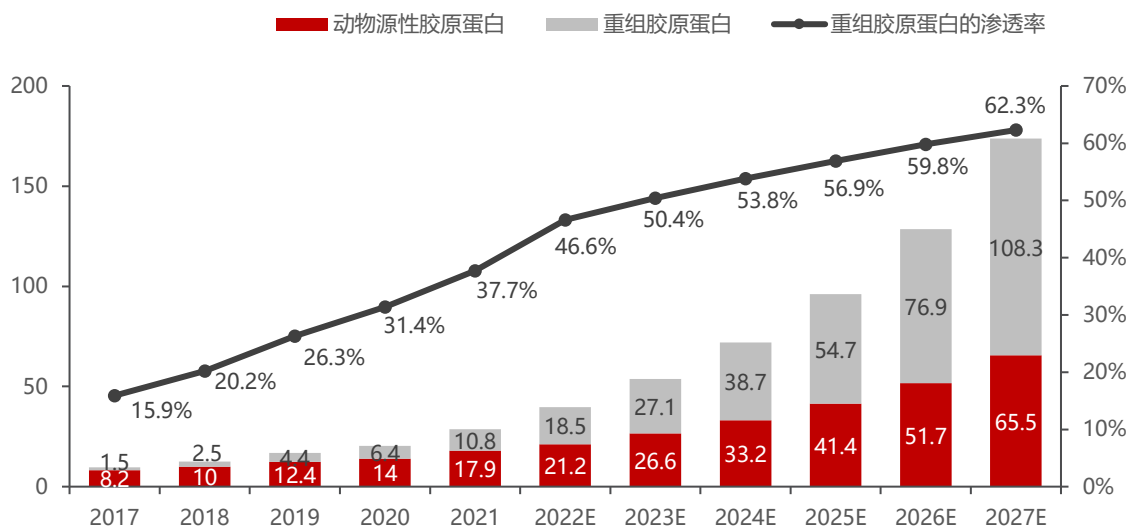
产品情况	艾维岚	濡白天使	伊妍仕
主成分	PLLA 聚左旋乳酸	PLLA 聚左旋乳酸、交联 HA	PCL 聚己内酯、CMC 甲基纤维素 CMC
成分结构	微球体	微球体/凝胶	微球体/胶体
剂型	冻干粉	凝胶	凝胶
起效时间	无立即效果,渐进式	立即起效+渐进式	立即起效+渐进式
作用周期	30 个月	24 个月	国内批准的 S 型号为 12 个月
适应症	适用于注射到真皮深层以纠正重度鼻唇沟皱纹	适用于真皮深层、皮下浅层及深层注射填充以纠正中、重度鼻唇沟皱纹	用于皮下层植入以纠正中到重度鼻唇沟皱纹
国内运营方式	自研自销	自研自销	代理
渠道特点	研发实力强劲,但在品牌力、渠道力相对较弱,仍处于发展阶段	产品力、渠道力较强,例如艺星、美莱等	医美渠道布局相对较晚,一地方头部机构(例如丽都为主)
国内获证时间	2021 年 4 月	2021 年 4 月	2021 年 4 月
终端价格	18800 元/支	12880 元/支	18800 元/支
规格	340mg/支	0.75ml/支	1ml/支

资料来源:新氧,民生证券研究院

**胶原蛋白材料新蓝海,行业高景气度。**胶原蛋白是人体中含量最多的蛋白质,约占人体蛋白总量的 30%-40%,广泛分布于生物体软组织和硬结缔组织中,目前已发现的胶原蛋白有 29 种。与传统的玻尿酸填充产品相比,胶原蛋白产品不仅能够填充塑形,还能诱导组织再生,且在体内能够安全降解,由于具有保湿、美白、祛斑、防皱功能被广泛应用于创面敷料、止血材料、填充材料、药物载体等医疗美容领域,受到国际高端消费市场的欢迎。近年来随着医美用户对产品的要求逐渐提高、需求更加丰富,伴随多元化的厂商推广与新媒体营销,越来越多的医美消费者了解到胶原蛋白注射产品的优势,更多的医美企业认可胶原蛋白的多元应用前景。

**重组胶原蛋白市场规模增长强劲,前景广阔。**根据获取来源可将胶原蛋白分为动物源胶原蛋白和重组胶原蛋白。近年来重组胶原蛋白市场规模不断扩大,据弗若斯特沙利文数据显示,2021 年中国重组胶原蛋白市场规模达到 108 亿元,预计 2022-2027 年的 CAGR 将达到 42.4%,2027 年市场规模将达到 1083 亿元。重组胶原蛋白产品应用中市场规模排名前三的是功效性护肤品、医用敷料和肌肤焕活应用。2021 年中国重组胶原蛋白功效性护肤品市场规模为 46 亿元,预计 2022-2027 年的 CAGR 将达 55%,2027 年市场规模达 645 亿元。2021 年中国重组胶原蛋白医用敷料市场规模为 48 亿元,预计 2022-2027 年的 CAGR 达 28.8%,2027 年市场规模达 255 亿元。2021 年中国重组胶原蛋白肌肤焕活应用市场规模为 4 亿元,预计 2022-2027 年 CAGR 达 36.5%,2027 年市场规模为 121 亿元。

图14: 2017-2027E 中国胶原蛋白产品市场技术路径规模细分 (按零售额计, 单位: 十亿元)



资料来源: 巨子生物招股书, Frost&Sullivan, 民生证券研究院

表 14: 2017-2027 (预计) 中国重组胶原蛋白产品市场应用的市场规模细分 (按零售额计, 单位: 十亿元)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	CAGR (17-21)	CAGR (22E-27E)
功效性护肤品	0.8	1.3	2	2.9	4.6	7.2	11.2	17.4	26.9	41.6	64.5	52.80%	55%
医用敷料	0.4	0.8	1.9	2.8	4.8	7.2	10.1	13.5	17.3	21.3	25.5	92.20%	28.80%
肌肤焕活应用	-	-	-	-	0.4	2.6	3.7	5.1	7	9.3	12.1	-	36.50%
一般护肤品	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9	1	1.1	25.40%	13.30%
保健食品	-	-	-	-	-	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	-	18.60%
生物医用材料	0.1	0.2	0.2	0.3	0.5	0.7	1	1.4	1.9	2.7	3.7	39.30%	39.30%
其他	0	0	0	0	0	0.1	0.3	0.4	0.6	0.9	1.3	64.70%	43.20%
合计	1.5	2.5	4.4	6.4	18.8	18.5	27.1	38.7	54.7	76.9	108.3	63.80%	42.20%

资料来源: 巨子生物招股书, Frost&Sullivan, 民生证券研究院

**胶原蛋白注射填充产品获批数量较少, 竞争格局优越。**目前获得国家药品监督管理局 NMPA 三类医疗器械认证的胶原蛋白注射产品仅 6 款, 包括双美生物 (肤丽美、肤力原、肤柔美)、长春博泰 (弗缦)、锦波生物 (薇旖美)、荷兰汉福生物 (爱贝芙)。其中, 肤丽美、肤力原、薇旖美、爱贝芙主要用于填充。台湾双美生物获批的三款产品及长春博泰的弗缦的核心成分均为动物源胶原蛋白; 锦波生物重组胶原制备技术居全球前列, 其重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维 (薇旖美) 为国内首款获批的重组胶原蛋白填充剂产品。在研产品中, 巨子生物重组胶原蛋白产品较为领先, 目前已有四款产品在研, 使用部位包括面部、颈部及法令纹等, 公司预计将在 2023-2024 年获证; 江苏吴中也引进重组 III 型人胶原蛋白生物合成技术加速推进自研重组胶原蛋白产业平台落地。胶原蛋白注射相对小众, 价格较高,



仍处于市场推广阶段，在医美注射填充领域具备可观存量替代和增量提升的空间。

表 15：中国胶原蛋白注射剂主要产品

功效特点	产品	公司	上市时间	来源	终端价	维持时间
填充	肤丽美	中国台湾双美生物	2009 年	SPF 猪皮纯化	13800 元/mL	9 个月
	肤力原	中国台湾双美生物	/	SPF 猪皮纯化	/	8-12 个月
	薇旖美	中国锦波生物	2020 年	基因重组胶原蛋白	8800 元/次	/
	爱贝芙	荷兰汉福生物	2012 年	牛皮胶原蛋白	9800-17600 元/0.5mL	5-10 年
水光	肤美达（弗曼）	中国长春博泰	2012 年	牛皮胶原蛋白	6800-16800 元/mL	3-6 个月
	肤柔美	中国台湾双美生物	2019 年	SPF 猪皮纯化	1980-2680 元/mL	3 个月
	赛络丝汀	中国西安惠普	2020 年	基因重组胶原蛋白	800-2000 元/次	1-3 个月

资料来源：新氧医美百科，民生证券研究院整理

## 2.3 医美监管政策趋严，合规龙头企业优势凸显

**多角度聚焦医美灰色地带，严格监管走向常态化，产品合规化将成为大势所趋。**

自 2021 年 5 月份开始，针对医疗美容行业的专项整治工作从未停歇。2021 年 6 月，八部委出台《打击非法医疗美容服务专项整治工作方案》；9 月，广电总局发布“美丽贷”广告停止播出公告；11 月，出台《医疗美容广告执法指南》及《医疗器械分类目录》（调整意见），规范宣传获客行为；2022 年 11 月，十八部门印发了《进一步提高产品、工程和服务质量行动方案》，将按年度提出国家医疗质量安全改进目标；加强医疗美容综合监管执法。随着医美行业监管政策不断趋严，助推合规龙头药械取代非法渠道水货、贴牌假货的药械地下市场，放大合规产品注册证优势，利好国产优质产品健康发展，推动医疗美容行业高质量发展。

表 16：2021 年以来医美行业监管政策

发布单位	发布时间	法律法规与政策	主要内容
市场监督管理总局	2021.5.1	《网络交易监督管理办法》	设计直播、网络交易、广告、营销，医美机构第二波受到影响
国务院	2021.6.1	《医疗器械监督管理条例》	对射频、注射用玻尿酸等分类，进行调整，提高药械厂商的准入门槛，使医美机构品项设计发生变化
国家卫健委	2021.11.2	《医疗美容广告执法指南》	设计医美全行业营销，影响力巨大，将改变医美营销生态
公安部	2021.11.25	通知要求严厉打击非法制售医美产品等犯罪活动	进一步加大对非法制售医美产品等药品安全领域突出犯罪活动打击力度，切实保障人民群众身体健康和生命安全
国家药监局	2022.3.30	《关于调整医疗器械部分分类目录的内容》	对 27 重医疗器械涉及的分目录进行了动态调整；注射用透明质酸钠溶液均按照 III 类医疗器械监管
国家药监局	2022.3.24	《医疗器械质量管理体系年度自查报告编写指南》，《禁止委托生产医疗器械目录》	对分类目录做出了修订，将“整形植入物”详细拆分为整形填充材料，整形用注射填充物一级乳房填充物三种器械
国家卫健委	2022.6.6	《关于印发 2022 年纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风工作要点的通知》	开展医疗领域乱象治理，严肃查处医疗机构工作人员利用职务、身份之便直播带货，严厉打击医药购销领域非法利益链条
市场监管总局	2022.11.23	《进一步提高产品、工程和服务质量行动方案(2022—2025 年)》	提出国家医疗质量安全改进目标，推动医疗服务质量持续改进，加强医疗美容综合监管执法

资料来源：各部门官网，民生证券研究院整理

### 3 核心竞争力：丰富医药管线，打造医美矩阵

#### 3.1 医美管线定位于高端，全面布局注射类产品

**海外 License-in 与自主研发结合，打造优质产品矩阵。**江苏吴中围绕产品矩阵搭建这一核心逻辑，搭配合理的商业模式进行医美板块的布局。吴中医美致力于构建全方位的医美产品矩阵，深入研究医美领域，挖掘潜在市场需求及痛点，一方面依托专业化投资队伍，导入优质标的，完成优质医美产品的 license-in。另一方面背靠药企进行自主研发，拓展前沿高端产品，从而为用户提供一站式产品解决方案。江苏吴中通过代理权引进，迅速切入医美市场，搭建渠道和供应链体系，凭借优质代理产品建立起吴中美学高端的品牌形象。进一步通过合作研发逐步发展自身研发能力，最终将公司产品转向自主研发，建立自有技术平台，形成可靠的产品护城河壁垒，依托自主研发能力实现产品迭代，实现医美产业可持续的商业闭环。江苏吴中通过产品、品牌、渠道、运营四大维度构建医美产业支撑，依靠对于质量和疗效严格的管控、丰富的产品管线、强有力的品牌支撑，提供医美市场优质的产品与服务。

**通过外购内研，江苏吴中医美板块正加速注射类全品线布局。**2021年，江苏吴中战略控股成都尚礼汇美 60% 股权，获得韩国 Humedix (汇美德斯) 最新一款用双相交联含利多卡因透明质酸钠凝胶 (HARA 玻尿酸) 的中国区独家代理权益。同年，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+股权转让方式，取得达透医疗 51% 的股权，获得韩国 Regen Biotech (丽臻) 的 AestheFill 童颜针产品在中国大陆地区的独家销售权益。自研方面，吴中美学以自研重组胶原蛋白第一步，逐步建立完整的注射类自有技术平台。目前，江苏吴中已布局重组胶原蛋白、溶脂针、利丙双卡因乳膏等多款注射剂及辅助产品的临床研究。

**1) AestheFill 童颜针：蓝海市场，再生元年。**再生材料作为一种胶原蛋白刺激剂，通过微球成分刺激胶原蛋白的再生来达到填充塑性和紧致抗衰的作用，从而实现皮肤年轻化的效果，具有效果自然，效果持久等优势。目前，市面上两类主流再生针剂可分为以 PLLA (聚左旋乳酸) 微球为主要成分的童颜针和 PCL (聚己内酯) 微球为主要成分的少女针。

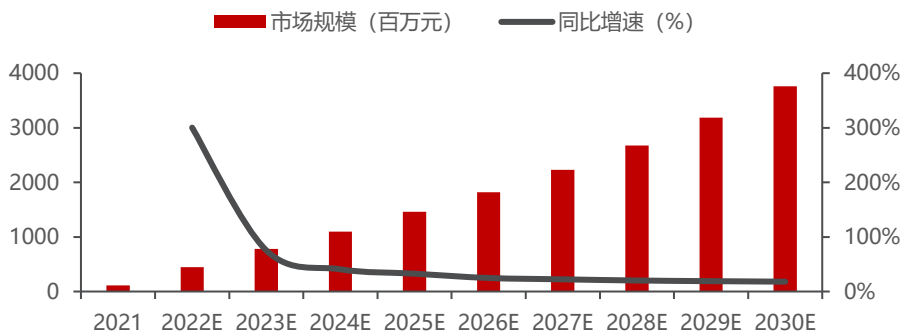
**再生材料定位高端，较传统玻尿酸优势显著。**从效果角度而言，再生材料作用于皮肤深层塑性，效果与大分子玻尿酸类似。相较于传统玻尿酸，再生材料可刺激皮肤自身产生胶原蛋白，塑性效果更自然，主成分 PLLA 微球可被人体完全代谢为水和二氧化碳，无体内残留，并且效果可持续一年半以上，长于传统玻尿酸。定价方面，再生针剂终端均价在 12800-18800 元左右，略高于大分子玻尿酸，随再生类材料供给端增加，消费者认知提升，未来再生针剂有望对高端玻尿酸市场实现分流，引领消费升级。

**表 17: 再生材料与大分子玻尿酸对比**

	再生材料	大分子玻尿酸
主要成分	PLLA 微球、PCL 微球	交联大分子透明质酸钠
作用原理	PLLA 微球 (或 PCL 微球) 刺激胶原蛋白再生, 实现长效的塑性填充	利用高度交联的大分子玻尿酸本身进行填充
优势	效果自然, 持续期长, PLLA 微球可被人体完全代谢	安全性好, 消费者认知程度高, 性价比高
缺点	成本较高, 注射难度较大, 对医生要求高	交联剂无法代谢, 存在丁达尔效应, 注射过多会有假脸感
市场格局	国内产品较少, 目前仅三款获批	主流填充剂之一, 获批产品多, 品牌竞争激烈
终端价格	高, 终端项目均价在 12800-18800 元左右	较高, 终端项目均价在 4500-16800 元左右

资料来源: 新氧, 民生证券研究院

**再生市场潜力巨大, 医美有望迈入再生时代。**全球来看, 再生材料已流行多年, 市场较为成熟。主流的再生材料品牌有法国塑然雅、韩国 AestheFill 和美国得美颜。根据 ISAPS 数据, 全球 PLLA 疗程数由 2018 年的 72756 例增长至 2019 年的 90259 例, 同比增速达 24.1%, 远超同期肉毒素 (+2.9%) 与玻尿酸 (+15.7%) 的增速。国内来看, 2021 年有三款再生医美注射剂获批上市, 填补国内再生材料产品的空白。根据弗若斯特沙利文测算数据, 2021 年中国基于聚左旋乳酸的皮肤填充剂市场规模为 1.1 亿元, 预计在 2026 年增至 18.2 亿元, 年复合增长率达 74.9%, 2030 年市场规模有望增至 40.2 亿元。

**图 15: 2021-2030E 中国 PLLA 皮肤填充剂市场规模 (百万元)**


资料来源: 弗若斯特沙利文, 民生证券研究院

**AestheFill 作为唯一进口童颜针, 具备差异化的竞争优势。**AestheFill 童颜针于 2014 年 4 月获得 FDA 批准上市, 在海外销售多年, 是海外三大主流童颜针之一。目前, AestheFill 童颜针已在全球 68 个国家和地区进行销售。AestheFill 进入台湾市场销售仅 1 年半左右, 目前已拥有较高市场占有率, 超越同类再生产品伊妍仕, 与深耕市场长达 10 年的 Sculptra 并驾齐驱。AestheFill 童颜针的主要成分为 PDLLA (聚双旋乳酸) 和 CMC (羧甲基纤维素), 相比国内获批的再生材料产品, PDLLA 多孔空心微球充满弹性与支撑力, 表面高密度结构可实现注射后的短效皮下支撑, 多孔空心结构持续吸引纤维母细胞进入微球体孔隙并刺激自体胶原蛋白增长, 从而实现短期与长效的塑性效果。AestheFill 童颜针还可在注射前根据需求调整注射浓度, 标准浓度注射可实现全脸的胶原蛋白增生, 高

浓度可实现凹陷处的立即填充改善效果，并且纳米级圆形 PDLLA 小颗粒具有速溶特性，可大幅降低术后感染结节等并发症。

**表 18: AestheFill 与国内获批再生材料对比**

	AestheFill 童颜针	艾维岚童颜针	濡白天使	伊妍仕
厂商	江苏吴中	长春圣博玛	爱美客	华东医药
主要成分	PDLLA+CMC	PLLA+CMC+甘露醇	PLLA-乙二醇共聚物+玻尿酸	PCL+CMC
核心成分空间结构	空心微球	实心结晶体	玻尿酸混悬物	实心结晶体
作用原理	空心 PDLLA 颗粒，内外均刺 激胶原合成	PLLA 微球刺激自体胶 原再生	玻尿酸填充+PLLA 刺激胶原再生	CMC 即时填充，PCL 刺激胶原 再生
有效时间	立即起效，可持续 24 个月	逐步起效，可持续 30 个月	立即起效，可持续 24 个月	立即起效，可持续 12 个月左右
终端价格	-	18800 元	12800 元	18800 元

资料来源：公司公告，爱美客港股说明书，新氧，品牌官网，佳思优整形医院，民生证券研究院整理

**AestheFill 为目前国内在研再生材料注射剂中进度最快的产品，目前已获 NMPA 受理，预计将于 2023 年底前取证。**AestheFill 上市后可助力江苏吴中在再生注射剂市场进行先发卡位，补充再生市场产品供给，抢占市场份额，捕捉再生蓝海的巨大市场机会。

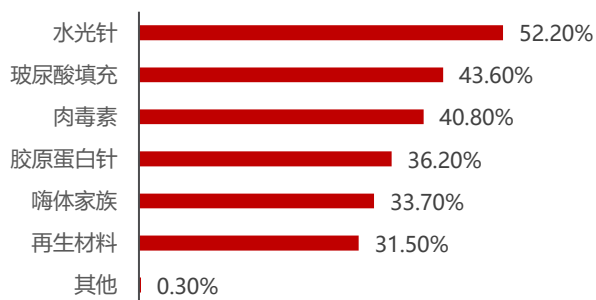
**表 19: 国内在研再生材料注射剂产品**

公司	产品	进展	预计上市时间
江苏吴中/韩国 Regen	AestheFill 爱塑美	NMPA 获批	2023
高德美	塑然雅 Sculptra	临床研究	2024
四环医药	一代童颜针	临床研究	\
四环医药	二代少女针	临床研究	\

资料来源：公司公告，民生证券研究院

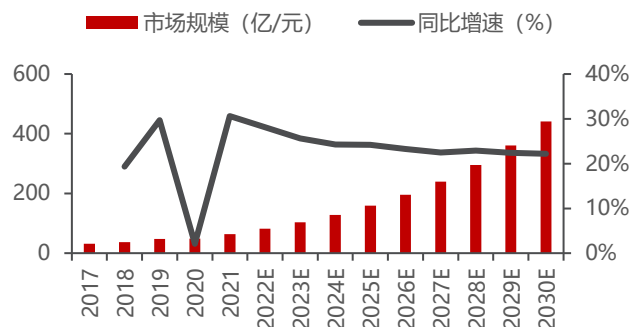
**2)HARA 玻尿酸：主流注射填充剂，市场空间广阔。**玻尿酸可按分子大小分为小分子、中分子、大分子三种，不同分子大小的玻尿酸具有不同的应用场景。小分子玻尿酸一般为非交联或微交联产品，质地柔软、流动性好、容易被分解吸收，常用于水光类项目。中分子和大分子玻尿酸一般交联产品，硬度和粘度好，多用于除皱和填充塑形。我国玻尿酸产品自 2008 年获批以来，已经积累 15 年的临床治疗经验，安全性和有效性得到验证，消费者认知度和认可度较高。据艾瑞咨询统计，2022 年有 43.6% 医美用户购买过玻尿酸填充项目，是市场主流填充注射剂之一。市场规模方面，根据弗若斯特沙利文数据，2021 年，我国玻尿酸皮肤填充剂市场规模为 64 亿元，预期 2026 年增至 196 亿，期间年复合增长率达 25%，2030 年有望达 441 亿。

图16: 2022 年中国注射类医美项目消费统计



资料来源: 艾瑞咨询, 民生证券研究院

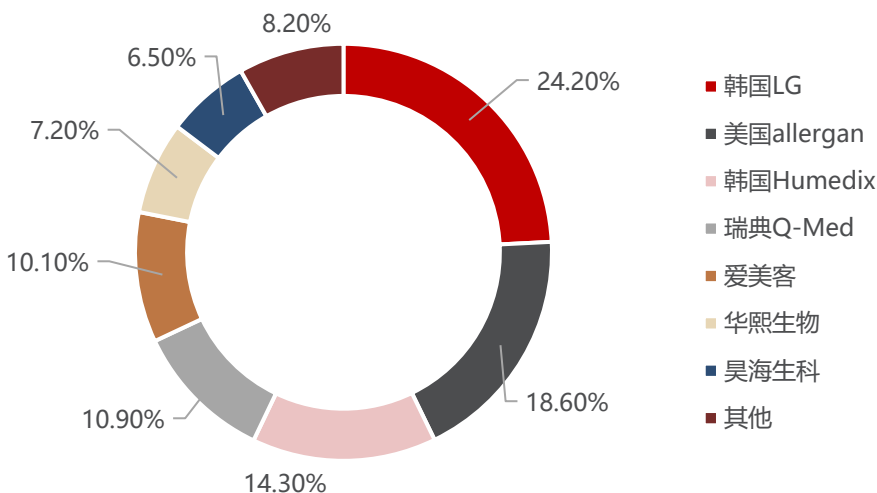
图17: 2017-2030E 中国玻尿酸填充剂市场规模



资料来源: 弗若斯特沙利文, 民生证券研究院

**玻尿酸市场竞争激烈, 龙头效应显著。**玻尿酸临床使用历史较长, 目前市面上合规产品供给多。作为主流注射剂产品, 玻尿酸技术门槛较低, 市场竞争激烈, 差异化错位竞争, 品牌形象营造, 销售渠道建设是厂商破局关键。根据弗若斯特沙利文数据, 我国玻尿酸市场集中度较高, 2019 年, 前四大进口高端玻尿酸品牌占据 68% 的市场份额。其中, 江苏吴中代理的韩国 Humedix 品牌位居第三, 2019 年占据 14.3% 的市场份额, Humedix 玻尿酸领先优势显著。

图18: 中国玻尿酸注射剂市场格局 (2019 年)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 民生证券研究院

**HARA 玻尿酸定位于中高端精致轻奢, 有望承接 Humedix 在国内玻尿酸市场的龙头地位。**HARA 玻尿酸是 Humedix 最新款双相交联含利多卡因透明质酸钠凝胶, 为艾莉薇的迭代新品。HARA 玻尿酸具有更细腻的颗粒, 辅以利多卡因, 注射体验更佳, 并且玻尿酸分子的粘度和形状稳定性更高, 不易移位。基于

Humedix 独有 HDRM 和 HiVE 交联技术，玻尿酸分子降解周期更长，可带来更好持久性。结合市场定位，HARA 玻尿酸量价俱佳，有望实现艾莉薇的份额承接。

**表 20：HARA 玻尿酸主要竞品分析**

厂商	品牌	市场定位	技术特点	终端价格
Humedix	HARA 玻尿酸	精致轻奢	HDRM+Hive 交联技术，高粘度高形状稳定性，舒适持久	-
韩国 LG	依婉	经济实用	HICE 交联技术，产品支撑能力优越，安全持久	1725-4500 元
艾尔建	乔雅登	奢侈	HYLACROSS™技术，自然柔顺，高凝聚力，不易降解，持续期长	6250-17840 元
Q-med	瑞蓝	中高端	NASHA 技术，不易变形位移肿胀。OBT 凝胶技术使玻尿酸兼具塑形力与拉伸力，效果更自然	5980-16800 元

资料来源：新氧，民生证券研究院

**3)自研管线：以重组胶原蛋白为切入，加速布局注射类全品类产品。** 胶原蛋白应用场景可分为以下三方面。**填充方面：**胶原蛋白填充注射剂不仅可以进行皮肤的支撑填充，还可诱导患者的自身组织重建，相比主流填充注射剂玻尿酸有调和肤色、不易肿胀、效果自然的优点。目前国内合规胶原蛋白注射剂稀缺，未来供给端有望进一步提升。**敷料方面：**可促进组织生长愈合、保水、美白、滋养皮肤等功效。**功效性护肤方面：**可有效应对敏感肌、痘痘肌等特定肌肤问题，通常成分精简，临床效果已经过验证。胶原蛋白可分为动物源胶原蛋白和重组胶原蛋白两种。动物源胶原蛋白工艺较成熟，但存在免疫性和病毒性致敏，制备成本较高，产能受限等缺陷。重组胶原蛋白解决了动物源胶原的安全性问题，制备成本低，合成周期短，可产生规模效益，但目前重组胶原蛋白正处于技术培育期，主要用于敷料和功效性护肤领域，技术成熟后重组胶原蛋白填充剂有望挤压动物胶原蛋白市场及玻尿酸填充市场。总体来看，胶原蛋白应用场景广阔，市场空间巨大，重组胶原渗透率有望持续上升。

**表 21：中国获批胶原蛋白填充剂情况**

厂商	产品	胶原种类	获批时间	有效期
台湾双美	肤丽美	猪源胶原蛋白	2014 年 7 月	9 个月左右
台湾双美	肤柔美	猪源胶原蛋白	2017 年 1 月	3 个月左右
长春博泰	弗曼	牛源胶原蛋白	2012 年 4 月	3-6 个月
荷兰汉福	爱贝芙	牛源胶原蛋白	2002 年 5 月	5-10 年
锦波生物	薇旖美	重组胶原蛋白	2021 年 6 月	1-3 个月

资料来源：NMPA，新氧，民生证券研究院

**表 22：中国胶原蛋白市场技术路径市场规模细分（按零售额）**

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
动物源性胶原蛋白 (亿元)	82	100	124	140	179	212	266	332	414	517	655
重组胶原蛋白 (亿元)	15	25	44	64	108	185	271	387	547	769	1083

重组胶原蛋白 渗透率 (%)	15.90%	20.20%	26.30%	31.40%	37.70%	46.00%	50.40%	53.80%	56.90%	59.80%	62.30%
-------------------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

资料来源：弗若斯特沙利文，民生证券研究院

**搭建胶原研产销平台，注射类全管线布局奠定长期龙头地位。**以胶原蛋白为第一步，江苏吴中积极投入注射类产品的自主研发。江苏吴中具备自主研发的产业基础、技术实力与优秀团队。江苏吴中旗下拥有中凯生物制药厂，创办于 1996 年，已有 20 多年生产、研发经验。江苏吴中积极开展产学研合作，与浙江大学国际科创中心共建“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”，对重组胶原蛋白的多个领域进行研发合作。此外，江苏吴中于美国引进重组 III 型人胶原蛋白技术，获得该技术的全球独家知识产权，是全球范围内唯一具备全长三聚体结构的重组胶原技术。团队方面，吴中美学医美团队共 30 人左右，聚集业内优质团队资源。目前，江苏吴中首个自有重组胶原蛋白生物敷料品牌婴芙源已于 9 月上市。自研重组胶原蛋白填充剂与注射用胶原蛋白溶液处于原料工艺放大阶段，计划 2024 年启动临床。此外，江苏吴中医美板块已布局溶脂针自研项目，已经完成脱氧胆酸制剂的内部立项。未来，完整的注射类自有技术平台有望助力江苏吴中奠定长期龙头地位。

表 23：江苏吴中医美团队

职位	姓名	履历
医美事业部总经理	李艳章	曾任华东医药医美事业部总经理、Sinclair 美学中国区副总裁
首席医学官	林睿禹	曾任 Regen Biotech 医疗总顾问
研发负责人	杨南林	江苏吴中医药集团副总经理，近 30 年医药研发、临床和注册经验
生产负责人	荣志刚	第一代重组蛋白制药专家，获重组蛋白相关发明 5 项，苏州科技进步一等奖，拥有近 30 年重组蛋白研发生产经验

资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 3.2 深耕医药板块，医药产业链完善

**江苏吴中传统医药产业底蕴深厚，产线丰富，产业链完善，集研产销一体。**江苏吴中子公司江苏吴中医药集团成立于 2005 年，通过资产兼并重组和企业内部整合，已形成涵盖基因药物、化学药物与现代中药，集研发、生产和销售为一体的完整产业链。具有原料药配套生产能力强、供应链完整、生产企业质量控制能力强、药品配送网络覆盖面广等诸多优势。

**1) 研发：构建基因药物、化学药物和现代中药的研制开发和产业化的技术开发平台和创新体系。**吴中医药集团建设了以省级企业技术中心、江苏省基因药物工程技术研究中心（南京）、江苏省企业院士工作站、江苏吴中苏药医药开发有限责任公司（南京）、苏州泽润新药研发有限公司和吴中医药本部为主体的研发机构。

研发团队方面，吴中医药具有强大的外部科学顾问团队，专家加持，保障医药产线可持续的研发能力。同时，吴中医药深入开展产学研合作，与浙大药学院、中国药科大学等单位建立合作。基于雄厚研发实力，吴中医药主要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。研发项目中，匹多莫德口服溶液完成临床试验数据核查，完成技术审核，待召开外部专家会；YS001 完成 IND 申请并获得临床试验通知书，启动临床试验；重组人血管内皮抑素注射液由战略合作方杭州索元生物开始伦理批件申请工作；利奈唑胺氯化钠注射液完成研究工作，提交境内生产药品注册上市许可申请。江苏吴中将进一步向创新药与高端仿制药方向拓展。

**图19：江苏吴中医药合作专家、科学顾问与合作院校**


资料来源：云展网，民生证券研究院

**表 24：吴中医药在研项目（截至 2022 年 4 月）**

药物类别	药品通用名	商品名称	作用特点
匹多莫德口服溶液 儿童呼吸临床研究	匹多莫德口服溶液	免疫调节剂：用于慢性或反复发作的呼吸道感染和尿路感染的辅助治疗	临床有效性研究，CDE 完成技术审核
利奈唑胺氯化钠注射液 YS001	利奈唑胺氯化钠注射液 (原 2019-29 注射液) YS001	噁唑烷酮类抗生素：治疗由特定微生物敏感菌株引起的感染 抗肿瘤药：晚期实体瘤	境内生产药品注册上市许可申请 启动临床试验
WZ008 (干混悬剂)	WZ008 (干混悬剂) (原 2020-06 干混悬剂)	抗病毒药：用于抑制体外甲型流感和乙型流感病毒，以及引起急性呼吸道病毒感染其他病毒	仿制药药学研究
WZ007 (片剂) 一致性评价	WZ007 (片剂)	用于成人和儿童的预防和治疗：甲型和乙型流感，其他急性呼吸道病毒感染；3 岁以上儿童轮状病毒性肠道感染的综合治疗；慢性支气管炎，肺炎和复发性疱疹感染的复杂治疗；预防术后感染并发症	一致性评价药学研究
WZ002 (片剂) 一致性评价	WZ002 (片剂)	用于减少间歇性跛行症状，如增加步行距离。	一致性评价 BE 阶段
WZ032 (注射液)	WZ032 (注射液)	甲型或乙型流感病毒感染	仿制药药学研究
WZ033 (注射液)	WZ033 (注射液)	甲型或乙型流感病毒感染	仿制药药学研究
WZ029 (注射液) 一致性评价	WZ029 (注射液)	急性循环衰竭时心肌收缩力的增强超声心动图负荷	一致性评价药学研究



WZ011 (片剂) — 致性评价	WZ011 (片剂)	由于毛细血管抵抗力降低和通透性增加导致的出血倾向(例如紫癜); 由于毛细血管抵抗力降低导致的皮肤或粘膜和内膜出血、眼底出血、肾出血、子宫出血; 由于毛细血管抵抗力降低, 在手术期间和之后出现异常出血	一致性评价药学研究
----------------------	------------	---	-----------

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

**2) 生产: 产品线基础稳固, 建立核心产品矩阵。**吴中医药在抗病毒、抗肿瘤、抗感染、免疫调节、消化类、心血管类等中国药品市场中最具规模和成长力的治疗领域, 形成了较为丰富的产品布局。吴中医药拥有苏州制药厂、原料药厂和中凯生物制药厂三个药品生产基地, 并且建立了完善的输液、水针、粉针、胶囊、颗粒、片剂、乳剂、口服液、中药提取生产线。其中, 苏州制药厂负责生产化学药物制剂、现代中药, 原料药厂负责生产化学原料药, 中凯生物制药厂负责生产生物制品。目前, 吴中医药已获得 290 多个药品批文, 在产药品 40 多种, 其中包括省高新技术产品 12 种。匹多莫德口服溶液、注射用卡络磺钠、美索巴莫注射液等公司拳头产品均为国内独家。盐酸阿比多尔片进入 2020 版国家医保目录并成为国家卫健委官方推荐的抗流感病毒药物, 另入选新冠肺炎治疗指南第六、七、八版(试行); 美索巴莫注射液、盐酸曲美他嗪片均为国内首家通过一致性评价, 其中盐酸曲美他嗪片入选国家第三批集采目录。

**表 25: 吴中医药重点产品**

药物类别	药品通用名	商品名称	作用特点
抗病毒\抗感染	阿德福韦酯胶囊	爱路韦	多一点疗效, 少一点耐药
抗病毒\抗感染	阿比多尔片	玛诺苏	阻融合增强细胞抗毒能力, 新类型广谱抗病毒新选择
抗病毒\抗感染	利奈唑胺葡萄糖注射液	-	治疗由特定微生物敏感株引起的感染
免疫调节剂	匹多莫德口服溶液	芙露饮	口服生物多肽, 调节细胞免疫 独家品种
消化系统药物	注射用兰索拉唑	洛汇	抑酸起效更快、作用更强, 抗 HP 更高效持久
消化系统药物	注射用奥美拉唑钠	洛凯	抑制胃酸, 迅速止血
循环系统药物	盐酸曲美他嗪片	爱怡令	优化心脏代谢途径, 治疗缺血性心脏病
循环系统药物	西洛他唑片	希璐琪	抗血小板血栓, 疏通脉管闭塞
血液及造血系统药物	注射用卡络磺钠、卡络磺钠片	洛叶	强化血管, 回缩裂端, 减少渗透, 迅速止血
血液及造血系统药物	重组人粒细胞刺激因子注射液	洁欣	专利技术 迅速升白
中枢神经系统药物	美索巴莫注射液	力制同	迅速解痉止痛, 有效缓解创伤疼痛。独家品种
眼科药物	注射用普罗碘铵	洛冠	促进眼底出血和渗出物吸收的注射用碘剂
其他	连苓珍珠滴丸	连苓珍珠滴丸	快速止痛, 多靶点强效修复粘膜, 治疗口腔溃疡

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

**3) 销售: 销售模式与渠道多样, 销售管理体系完善。**吴中医药建立了以终端销售、配送、招商、电商、OTC 等多种销售模式, 销售渠道包括全国各区域内代理商、医疗机构与零售药店等。目前, 吴中医药销售团队共有员工 1000 多人, 年销售额达数十亿元。同时, 吴中医药进一步优化调整营销部门组织架构, 重新组建销售大区, 调整中后台部门, 推进营销管理扁平化; 中后台做实、做细四大医院完

成情况、新开医院的上量跟踪，推动各级销售人员深入终端，实地走访，关注区域市场的变化，及时服务并解决问题；出台政策加大营销人员激励、空白市场开发的支持力度。同时，实施销售目标管理、加强营销的过程管控，推动终端市场的开发上量；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。配合战略推进需要，不断优化相关政策，广泛招聘佣金制代表、合伙人下沉到一线市场，精准发力，推动一线上量；中后台部门协调建立预警机制，加强应收账款管控。通过销售体系的不断优化建设，吴中医药完善的销售体系和可靠的销售渠道。

## 4 未来看点：搭建自研平台，赋能公司发展

### 4.1 搭建自研平台，打造研产销综合平台

**公司顺应轻医美市场潮流，积极把握医美发展趋势。**根据艾瑞咨询，2021年，我国非手术类医疗美容市场规模达752亿元，预计到2025年将扩大到2279亿元，4年CAGR为31.9%，有望成为医美主力市场。轻医美凭借操作简单、创伤小、恢复期短、风险低受到消费者的喜爱，其中，2021年，注射类医美产品市场规模达到393亿元。江苏吴中积极把握轻医美的市场发展趋势，精准瞄准注射类医美市场进行布局；通过稳步推进医美板块发展，组建较为完善的组织架构。

**表 26：我国注射轻医美市场规模（亿元）**

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
非手术类医疗美容市场规模	277	355	451	578	752	982	1302	1729	2279
YoY	-	28.16%	27.04%	28.16%	30.10%	30.59%	32.59%	32.80%	31.81%
注射类医美产品市场规模	200	246	293	309	393	493	603	725	875
YoY	-	23.00%	19.11%	5.46%	27.18%	25.45%	22.31%	20.23%	20.69%

资料来源：艾瑞咨询，华经产业研究院，民生证券研究院

**加速转型医美业务，业务逻辑布局清晰。**根据公司的《五年战略发展规划（2020-2024）》，将医疗美容作为新兴大健康子行业重点培育，创造“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。

**图20：江苏吴中医美布局与规划**

依托药企基因快速切入医美赛道，重点聚焦非手术类医疗美容上游产品端	
产品布局	发展规划
获韩国医美企业Humedix（汇美德斯）最新一款注射用双相交联含利多卡因透明质酸钠凝胶（玻尿酸）产品的中国区独家代理。	重点打造自有技术平台，不断夯实技术实力，打造系统化的产品研发平台，形成市场需求导向的新品迭代能力。
韩国公司 RegenBiotech, Inc 一款聚双旋乳酸产品 AestheFill 在中国大陆地区的独家销售代理权。	持续充实和优化产品矩阵，以第三类、第二类医疗器械产品为核心，并适当补充消费级美容产品，满足更广大消费群体的需求。通过院内和院外打造多梯度全场景产业布局。
聚焦非手术类医疗美容上游注射类产品端展开布局，拓展产品管线。	

资料来源：公司公告，民生证券研究院绘制

**依托药企基因，医药+医美协同发展。**公司依托老牌药企基因，结合自身在国内临床注册领域的经验优势，快速切入医美赛道。聚焦非手术类医疗美容上游产品端展开布局，围绕注射类、功能性护肤品、家用美容仪器类等多个方向全维度拓展

版图。一方面，进一步巩固与提升医药产业的核心地位；另一方面，把医疗美容上游产品端等作为新兴大健康子行业重点培育，与现有医药产业形成协同和互补，形成公司具有较强的市场竞争力和一定行业地位的大健康产业集团。

**设立吴中美学，聘请林睿禹博士任首席医学教育官。**2021年，设立吴中美学全资子公司与医美事业部，加快推进公司医美产业战略推进以及规模化运营布局。其中，吴中美学依托现有成熟团队，构建专业、高效医美人才队伍，满足后续医美产业战略扩张的规模化运营布局。其中，吴中美学围绕研发、生产、营销等方向打造专业高效的人才队伍，首席医学教育官林睿禹为韩国 Regen Biotech 现任医疗总顾问，负责统筹规划及制定医学策略、医生教育培训等相关工作，助力吴中美学总体战略目标实现。

图21：江苏吴中美学组织架构



资料来源：公司官网，民生证券研究院

**自研能力不断夯实，催动医美产业化加速落地。**公司不断完善自有技术平台，以自研技术建立核心壁垒。江苏吴中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，利用原有产业基础，铺设重组胶原原料与注射剂领域，初步彰显医美领域研发实力；后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，打造医美行业标杆。

表 27：江苏吴中医美产品管线

产品名称	AestheFill 童颜针	HARA 玻尿酸	自研胶原蛋白	溶脂针	利丙双卡因乳膏
主要成分	聚双旋乳酸	双相交联透明质酸钠、利多卡因	重组胶原蛋白	脱氧胆酸	EMLA 乳膏含利多卡因、丙胺卡因子
预计上市时间	2023 年	2025 年	-	-	-
主要功能	刺激皮肤胶原蛋白再生	填充塑形	面部填充	溶解脂肪	局部麻醉

资料来源：公司公告，民生证券研究院

**积极并购扩展公司外延，为公司发展持续赋能。**公司全维度寻找优质并购资源，通过增量投资、并购等方式搭建医美运营平台，战略控股尚礼汇美，引进韩国医美企业 Humedix（汇美德斯）获得其玻尿酸产品 HARA 在中国的独家销售代理权，以及收购达透医疗 51% 的股权，取得韩国公司 RegenBiotech, Inc 的童颜针产品 AestheFill 在中国大陆地区的独家销售代理权。

**自研平台逐步搭建，研产销一体综合发展。**经过多年整合发展，公司已建成了涵盖基因药物、化学药物与现代中药，集研发、生产和销售为一体的完整产业链。建设了以省级企业技术中心、江苏省基因药物工程技术研究中心(南京)、苏州市先进技术研究院、江苏吴中苏药医药开发有限责任公司(南京)、苏州泽润新药研发有限公司和吴中医药本部为主体的研发机构，建立了专家顾问团队，有效构建了集基因药物、化学药物和现代中药研制开发和产业化的技术开发平台和创新体系；拥有以化学仿制药为主的苏州制药厂生产基地，目前产品线基础稳固，已逐步打造出以“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。同时拥有自营终端、配送、招商、OTC、电商等多种销售模式，销售渠道包括全国各区域内的代理商、医疗机构和零售药店等。

图22：医美板块发展逻辑



资料来源：wind 机构投资者调研，民生证券研究院

图23：科学顾问团队及合作院校



资料来源：江苏吴中官网，民生证券研究院

## 4.2 未来医美产品展望

### 1) AestheFill 爱塑美

**再生材料效果好，市场发展潜力大。**再生材料成分主要是 PLLA（聚左旋乳酸）与 PCL（聚己内酯）微球，通过刺激胶原蛋白再生达到填充塑形及紧致抗衰作用，从而达到皮肤年轻化的效果，具有效果自然、更长效、抗衰老等优势。根据 Frost&Sullivan，以销售额（出厂价）计，预计 2025 年中国基于聚乳酸生物高分子材料的皮肤填充剂产品销售将达 15.8 亿元，2021-2025 年的年复合增长率为 75.9%，预计 2030 年将达到 40.2 亿元，2025-2030 年的年复合增长率为 20.4%。

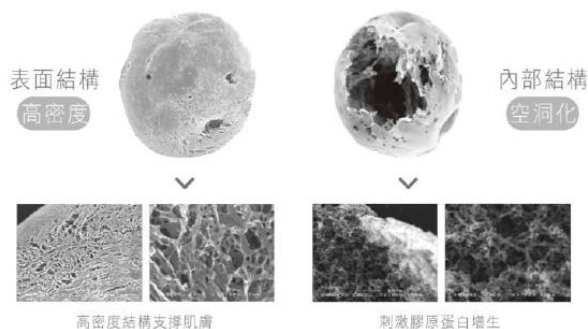
**表 28：中国基于聚乳酸的皮肤填充剂产品市场规模（单位：亿元）**

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
市场规模	1.655	5.205	8.841	12.173	15.855	19.708	24.027	28.779	34.138	40.185
YOY	-	214.50%	69.86%	37.69%	30.25%	24.30%	21.91%	19.78%	18.62%	17.71%

资料来源：Frost&amp;Sullivan，江苏吴中集团公告，民生证券研究院

**国内再生产品起步较晚，未来市场空间广阔。**再生材料拥有更加自然、持久、不移位的抗衰效果，通过注射等方法，刺激人体自身的组织再生，起到结构重塑和容积填充的作用，达到抗衰老的目的。童颜针定位中高端，国内童颜针获批“玩家”少。海外市场的童颜针产品已使用多年，三大主流童颜针产品包括 Sculptra（法国塑然雅）、AestheFill（韩国爱塑美）、DermaVeil（美国得美颜）。国内再生类注射剂产品仍处于起步阶段，获批产品仅有伊妍仕、艾维岚、濡白天使三款产品。目前还有爱塑美、sculptra 等产品在临床及试验阶段，预计再生类注射剂产品的市场需求将会持续增长。

**AestheFill 拥有空心微球结构，产品具备四大优势。**AestheFill 产品最早于 2014 年获得 FDA 的审批并上市销售，目前已获得欧盟 CE 认证，在全球 68 个国家和地区进行销售。AestheFill 的主要成分为聚双旋乳酸（PDLLA），拥有多孔性微球体（Microspheres）独家技术，可结合即时填充与刺激胶原蛋白增生双重效果。其作用机理是通过多孔性微球体建立稳固“再生支架”，在肌肤凹陷处产生一定体积支撑，其中，空心多孔结构为纤维母细胞提供生长空间，诱导胶原蛋白新生，外层球体则逐渐为肌肤吸收，产品具备四大优势：**1) 安全**，产品材料可被人体完全吸收代谢，结节发生率极低。**2) 自然**，渐进式长效美化，注射后 4-8 周温和刺激胶原蛋白形成产生取代效应，维持效果长达 2 年。**3) 百变**，客制化浓度调配。AestheFill 可突破产品浓度限制，由医生根据自身临床经验进行不同浓度设计并运用在不同部位，满足个性化求美需求。**4) 速溶**，AestheFill 易稀释，可实现 10-30 分钟现泡现溶现打。

**图24：AestheFill 爱塑美独有多孔性微球体技术**


资料来源：立鼎产业研究院，民生证券研究院

**对比同类再生产品，AestheFill 竞争优势明显。**AestheFill 童颜针预计于 2023

年上市，与已上市的再生类产品相比：**1) 从结构上来看**，AestheFill 的核心成分的空间结构为空心微球，内外均能发挥作用刺激胶原合成，微球技术早已在骨科等领域得到广泛利用，将其运用在童颜针产品领域是一项创新，使得 AestheFill 作用更高效、维持时间更久；**2) 从时效上来看**，Aesthefill 有速溶效果，调配时间只需 10 分钟左右，拥有极强的竞争优势；**3) 从成分上来看**，Aesthefill 采用聚双旋乳酸 PDLLA 为核心材料，PDLLA 相比于童颜针传统材料 PLLA 不会发生针管阻塞的情况。

## 2) 重组胶原蛋白

**胶原蛋白可用于注射填充、水光项目和医用敷料，具有补水、抗衰、美白、紧致肌肤等功效。**重组胶原蛋白可实现面部凹陷填充与弹性及含水量提升，避免动物源胶原蛋白注射剂存在的病毒污染风险与免疫反应，具备更高的安全性与生物相容性。与传统的玻尿酸填充，胶原蛋白注射剂相比的根本优势在皮肤修护和抗衰老，在技术迭代与政策支持下，行业未来成长潜力充足。根据国家药监局发布的《重组胶原蛋白生物材料命名指导原则》，重组胶原蛋白包括重组人胶原蛋白、重组人源化胶原蛋白、重组类胶原蛋白三种。由于生物合成技术水平受限，目前只有重组人源化胶原蛋白和重组类胶原蛋白两类产品获批。

**表 29：重组胶原蛋白种类**

	重组人胶原蛋白	重组人源化胶原蛋白	重组类胶原蛋白
定义	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	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	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
特点	氨基酸序列与人 100%同源，安全性和功效性都毋庸置疑	拼接或重复片段的氨基酸序列与人 100%同源，讲安全性和功效型有所保证，功能也得到了了一定程度的强化	其基因编码序列或氨基酸序列与人胶原蛋白的基因编码序列或氨基酸序列同源性低

资料来源：NMPA，民生证券研究院

**2021 年以来国家药监局颁布三项行业标准及政策对重组胶原蛋白生物材料作出规范要求，为重组胶原蛋白发展构建良好的外部环境。**根据 Frost&Sullivan，2021 年，我国胶原蛋白产品市场规模 287 亿元，预计将以 35.16% 的年复合增速增加至 2025 年的 961 亿元。2021 年，我国重组胶原蛋白终端产品市场规模已达 108 亿元（2017-2021 年的 CAGR 为 63%），预计 2027 年市场规模为 2021 年的 10 倍。在重组胶原蛋白众多应用领域中，功效性护肤品、医用敷料及肌肤焕活应用（医美注射填充）是市场规模最大细分领域。

**表 30：中国胶原蛋白产品市场技术路径市场规模细分（亿元）**

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
动物源胶原蛋白	82	100	124	140	179	212	266	332	414	517	655
YoY	-	21.95%	24.00%	12.90%	27.86%	18.44%	25.47%	24.81%	24.70%	24.88%	26.69%
重组胶原蛋白	15	25	44	64	108	185	271	387	547	769	1083
YoY	-	66.67%	76.00%	45.45%	68.75%	71.30%	46.49%	42.80%	41.34%	40.59%	40.83%

资料来源：巨子生物招股说明书，民生证券研究院

**表 30：中国重组胶原蛋白产品应用市场规模细分（十亿元）**

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
功效性护肤品	1.3	2	2.9	4.6	7.2	11.2	17.4	26.9	41.6	64.5
肌肤焕活应用	-	-	-	0.4	2.6	3.7	5.1	7	9.3	12.1
保健品	-	-	-	-	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
医用敷料	0.8	1.9	2.8	4.8	7.2	10.1	13.5	17.3	21.3	25.5
一般护肤	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9	1	1.1
生物医用材料	0.2	0.2	0.3	0.5	0.7	1	1.4	1.9	2.7	3.7
其它	0	0	0	0	0.1	0.3	0.4	0.6	0.9	1.3

资料来源：巨子生物招股说明书，民生证券研究院

**目前国内胶原蛋白注射剂获批 NMPA 三类医疗器械的主要有 6 款**，包括双美生物的肤丽美、肤力原、肤柔美，长春博泰的肤美达，锦波生物的重组Ⅲ型人源化胶原蛋白冻干纤维，以及荷兰汉福生物的爱贝芙，其中肤柔美、肤美达常用于水光项目，其他产品则主要用于填充。锦波生物是目前全球唯一的可将人源Ⅲ型胶原蛋白实现产业化的企业。巨子生物是国内最大的胶原蛋白专业皮肤护理公司，是全球首个成功研发重组胶原蛋白并实现产业化的企业。重组胶原蛋白相较动物源性胶原蛋白具有生物活性及生物兼容性更高且可进一步加工优化等优势，在生物医药、医美护肤领域具备可观的存量替代和增量提升空间。

**表 31：我国胶原蛋白填充产品**

公司	原料	价格	维持时间	获批时间
汉福生物	动物源（牛）	20000-40000 元/ml	5-10 年	2002
双美生物	动物源（猪）	6800-8800 元/ml	9 个月	2009
长春博泰	动物源（牛）	4800-17600 元/ml	3-6 个月	2012
锦波生物	重组人源化胶原蛋白	6800-10000 元/ml	1-3 个月	2021
巨子生物	重组胶原蛋白	-	-	临床（2023）、开发（2024）
江苏吴中	重组胶原蛋白	-	-	临床（2023）、开发（2024）

资料来源：商务部国际贸易经济合作研究院，新氧，NMPA，民生证券研究院整理

**江苏吴中依托深厚的产业与工艺基础，瞄准胶原蛋白注射产品市场。**公司以自研胶原蛋白为第一步，逐步建立完整的注射类自有技术平台，目前已成立胶原蛋白研发团队并建成专业实验室。2022 年 4 月，公司与苏州纳米微电子达成战略合作，围绕医美高端器械和功能型护肤品进行联合研发。7 月，吴中美学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“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”以加快公司重组胶原蛋白研发及产业化。10 月，吴中美学从美国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，自研重组胶原蛋白产业平台原料研发技术日益成熟，加速自研重组胶原蛋白产业平台落地，完善医美业务布局。

**首个自有品牌婴芙源面世，竞争优势显著。**2022 年 8 月，首个自有品牌——婴芙源面世，推出重组胶原蛋白生物修复敷料 X 型及 M 型，拉开吴中美学深耕



重组胶原蛋白的帷幕。婴童源 TM 重组胶原蛋白生物修复敷料 X 型中的重组 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，吸收力更强，在治疗完成后的修复、抗炎和锁水方面有着显著效果。

### 3) 溶脂针

**溶脂针注射于皮下脂肪层**，通过打破脂肪形成和自体溶解的动态平衡，刺激局部脂肪内的脂肪酶数量增加，促进脂肪的活化而分解成细小状态，随着身体的新陈代谢由淋巴系统排出体外。溶脂针的特点是可随时进行，无需全麻，塑形均匀且痛感轻微，注射后无需包扎。根据弗若斯特沙利文数据，预计国内首款溶脂针产品将于 2023 年获批，到 2026 年市场规模（出厂端）将突破十亿元。2030 年，国内溶脂针市场规模将扩大至 39.3 亿元，预计 2023-2030 年 CAGR 达 61.9%。

**市场竞争格局方面**，目前全球仅有全球范围内只有艾尔建旗下的 Kybella 作为唯一一款去氧胆酸溶脂药物上市，且适应症被严格限定于去除颌下脂肪（双下巴），该款产品在 2015 年被 FDA（美国食品药品监督管理局）批准。国内暂无溶脂针产品获批，但已有多家公司涉足布局，其中南京诺瑞特去氧胆酸注射液已进入 III 期临床阶段，科笛生物的注射用 CU-20401 正进行第 Ib 期及 II 期伞状临床试验，爱美客的去氧胆酸药物处于临床前研究阶段，溶脂针产品获批上市后预计将对现有冷冻溶脂等非侵入性塑形市场进行替代与冲击。

**表 32：国内体重管理市场规模（亿元）**

	2017	2021	2026E	2030E
市场规模	2	21	111	259
yoy	-	950.00%	428.57%	133.33%

资料来源：Frost & Sullivan，爱美客港股招股书，民生证券研究院

**表 33：溶脂针市场规模（亿元）**

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
市场规模	1.3	4.6	8.1	12.2	16.9	22.6	29.8	39.3
YOY		253.85%	76.09%	50.62%	38.52%	33.73%	31.86%	31.88%

资料来源：中商产业研究院，民生证券研究院

**吴中美学依托药企优势，自研脱氧胆酸溶脂管线。**产业基础方面，依托药企基因，研发实力强，注册经验丰富，产业化实力强。产品优势方面，对标艾尔建已上市产品，安全性好，疗效显著。

### 4) 外购优质标的

**江苏吴中积极外购优质标的，优化产品矩阵。**子公司吴中美学战略控股尚礼汇美，取得韩国 Humedix 最新一款玻尿酸产品中国区独家代理权，收购达透医疗 51% 的股权，获得 AestheFill 在中国大陆地区的独家销售代理权；2021 年 7 月，

增资入股尚礼汇美 60%股权, 获得韩国医美企业 Humedix (汇美德斯) 最新一款高端注射用含利多卡因的双相交联透明质酸钠凝胶产品 (HARA 玻尿酸) 中国区独家销售代理权; 2021 年 12 月, 通过增资+股权转让取得达透医疗 51%的股权, 取得韩国公司 Regen Biotech, Inc 一款聚双旋乳酸产品 AestheFill (爱塑美) 在中国大陆地区的独家销售代理权。公司将持续充实和优化产品矩阵, 以三类、二类医疗器械产品为核心, 并适当补充消费级美容产品, 满足更广大消费群体的需求。

### 4.3 CDMO 业务展望

**CDMO (Contract Development and Manufacturing Organization), 即合同研发生产组织, 是一种新兴的研发生产外包组织, 主要是为医药生产企业以及生物技术公司的产品, 特别是创新产品, 提供工艺开发以及制备、工艺优化、注册和验证批生产以及商业化定制研发生产服务的机构。**从产业链来看, CDMO 处于药物研发至商业化销售的中间关键环节, 根据华经产业研究院, 中国生物药 CDMO 市场从 2017 年的 29 亿元增长到 2021 年的 159 亿元, 年复合增长率为 53.02%, 保持高速增长趋势, 预计 2022 年中国生物药 CDMO 将达到 209 亿元。根据中商产业研究院, 2021 年全球医药市场规模达 13934 亿美元, 预计 2022 年全球创新药市场规模将达 10270 亿美元, CDMO 合作场景愈发广阔。

表 34: 中国生物药 CDMO 市场规模 (亿元)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E
中国生物药 CDMO 市场规模	29	42	63	91	159	209
YOY	-	44.83%	50.00%	44.44%	74.73%	31.45%

资料来源: 华经产业研究院, 民生证券研究院

图25: CDMO 上下游产业

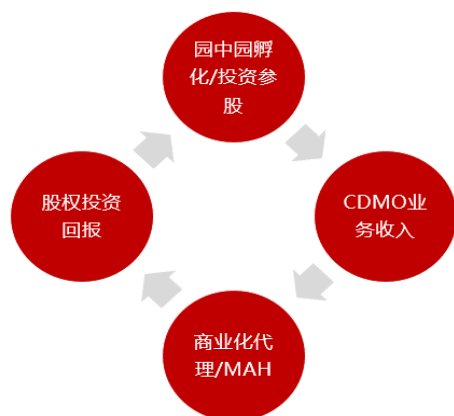


资料来源: 凯莱英招股说明书, 民生证券研究院

**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。**公司已投资 17.28 亿元建设集合现代药物实验室研究、中试放

大研究和商业规模化生产一体的吴中医药研发及产业化基地项目。据界面新闻报导的相关机构对江苏吴中的调研，预计 2025 年投入使用。公司产能丰富，拥有完善的输液、水针、粉针、胶囊、颗粒、片剂、乳剂、口服液、中药提取生产线，立足苏州打造园中园模式“一站式 CDMO”，发挥研产销一体化优势，形成园中园孵化/投资参股、CDMO 业务收入、商业化代理/MAH、股权投资回报的 CDMO 业务闭环。

图26: CDMO 业务闭环



资料来源：泡财经，民生证券研究院绘制

## 5 盈利预测与投资建议

### 5.1 收入拆分与盈利预测

我们将公司业务分为医药业务、医美业务、贸易业务与其他业务，假设如下：

①**医药业务**：医药业务在公司的总营收中的占比较高，22H1，医药业务收入为 5.52 亿元，比 21 年同期下滑 16.3%，占营业总收入的比例为 70.2%。22 年疫情影响下，医药业务增速受到一定阻碍，预计从 23 年开始恢复较快增长趋势，预计公司 22-24 年医药业务分别实现营业收入 14.33、16.92 与 18.69 亿元，同比 +11.0%、+18.0%与+10.5%。公司在医药板块具备全产业链的优势，通过投资重点寻找与公司自有产品优势互补的药物品种，丰富公司的产品管线，有望带动毛利率持续上行，预计 22-24 年医药业务毛利率分别为 38.3%、39.0%与 39.5%。

②**医美业务**：公司战略转型为“医药+医美”双轮驱动发展后，通过并购重组等进行医美业务与产品的核心布局，22 年下半年，公司布局的重组人源化 III 型胶原蛋白品牌“婴芙源”面膜在中国市场发布并上市销售，为医美业务贡献部分收入。21 年 12 月获得胶原蛋白 AestherFill 在中国大陆地区的独家销售代理权，预计将于 23 年底获批上市，有望在再生材料市场率先抢占市场份额，预计在 2024 年，医美业务将有较大收入增量。预计 22-24 年医美业务收入分别为 0.02、0.20 与 4.20 亿元，医美业务毛利率以华东医药为可比公司，21 年 8 月，华东医药推出再生类医美产品 Ellansé®伊妍仕，21 年其国内医美业务毛利率达 91.8%，因此我们预计 22-24 年公司医美业务的毛利率水平为 85%。

③**贸易业务**：公司的贸易业务整体保持稳定增速，预计未来将继续保持稳健的发展速度。因此，预计 22-24 年公司的贸易业务分别实现营业收入 4.88、5.13 与 5.23 亿元，分别同比+4%、+5%与+2%，毛利率分别为 4.2%、4.5%与 4.5%。

④**其他业务**：预计 2022-2024 年公司的其他业务收入为 0.14、0.15 与 0.15 亿元，分别同比+5%、+3%与+0%。

**表 35：收入拆分与盈利预测**

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1775.45	1937.84	2238.99	2827.29
YoY	-5.1%	9.1%	15.5%	26.3%
毛利率 (%)	28.8%	29.7%	31.5%	39.8%
医药业务收入	1291.42	1433.47	1691.50	1869.10
YoY	-3.5%	11.0%	18.0%	10.5%
毛利率 (%)	38.3%	38.3%	39.0%	39.5%
医美业务收入	0.0	2.0	20.0	420.0
毛利率 (%)		85.0%	85.0%	85.0%
贸易业务收入	469.4	488.2	512.6	522.8
YoY	-9.4%	4.0%	5.0%	2.0%
毛利率 (%)	4.2%	4.2%	4.5%	4.5%
其他业务收入	14.65	14.21	14.92	15.37
YoY	-3.0%	5.0%	3.0%	0.0%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

**预计公司 22-24 年分别实现营业收入 19.38、22.39 与 28.27 亿元，分别同比+9.1%、+15.5%与+26.3%，22-24 年毛利率分别为 29.7%、31.5%与 39.8%。**

**期间费用率假设：**①**销售费用率：**22 年疫情影响下，销售费用摊薄受一定影响，23 年开始稳步推进业务布局，24 年随医美业务布局深入，扩大销售费用与广告费用的投放，预计销售费用率在 24 年有一定上行，22-24 年分别为 24.13%、22.51%与 24.42%。②**管理费用率：**公司医药业务形成全产业链的布局，集生产、研发、销售为一体，公司管理能力较为稳健；医美业务发展规划良好，吴中美学核心团队搭建完善，预计公司的管理费用率控制良好，并有一定下行趋势，预计 22-24 年公司的管理费用率分别为 6.02%、5.45%与 5.40%。③**研发费用率：**研发费用保持较为稳健的投入步调，预计 22-24 年，公司的研发费用率分别为 1.78%、1.70%与 1.78%。

**表 36：各项费用率预测**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	22.91%	24.35%	23.35%	24.13%	22.51%	24.42%
管理费用率	5.84%	6.40%	5.91%	6.02%	5.45%	5.40%
研发费用率	0.64%	2.00%	1.19%	1.78%	1.70%	1.78%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

预计公司 22-24 年实现归母净利润-0.82、0.07 与 1.30 亿元，分别同比-460%、+108.4%与+1800.3%，24 年 EPS 为 0.18 元，3 月 6 日收盘价对应 PE 为 47x。

## 5.2 估值分析与投资建议

采用相对估值法对公司进行估值分析，因公司在 22 年归母净利润预计亏损，公司未来发力布局医美业务，将拉动整体利润上行，因此我们选用市销率(PS 法)。目前公司的主要收入来源于医药业务，吴中医药具备完整产业链和产品研发体系，并利用产能与区位优势，积极对外发展化学制剂和生物药物的 CDMO 合作业务，具备一定发展前景，连续多年位列工信部化学药品工业企业百强，重点聚焦于高端仿制药、首仿药、专科用药等，稳步推进创新药的研发，为公司的核心竞争力提升提供更多的产品支持，因此我们选择科伦医药、海思科、恒瑞医药作为可比公司，22-24 年，医药业务可比公司的 PS 均值为 7.7、6.7、5.7 倍；而江苏吴中 3 月 6 日收盘价对应 22-24 年的 PS 估值为 3.6、3.1 与 2.5 倍，公司估值低于可比公司均值，估值仍有提升空间，**首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。**

**表 37：可比公司估值对比**

证券代码	证券简称	股价 (元)	每股销售收入 (亿元)			PS (倍)		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
002422.SZ	科伦药业	28.50	13.70	15.67	16.84	2.1	1.8	1.7
002653.SZ	海思科	25.01	2.76	3.33	4.04	9.1	7.5	6.2
600276.SH	恒瑞医药	43.42	3.60	4.07	4.75	12.0	10.7	9.1
<b>平均值</b>						<b>7.7</b>	<b>6.7</b>	<b>5.7</b>
<b>600200.SH</b>	<b>江苏吴中</b>	8.57	2.40	2.81	3.42	3.6	3.1	2.5

资料来源：wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2023 年 3 月 6 日收盘价，可比公司每股销售收入采用 wind 一致预期)

## 6 风险提示

**1) 产品开拓不及预期。**公司的医药业务与医美业务很大程度上依赖于产品的推广效果,如果产品终端认可度与推广不及预期,将对公司的收入与利润均造成较大的影响。

**2) 行业竞争加剧。**医美行业逐渐吸引更多的企业加入,竞争加剧则将改变行业的竞争格局,造成公司生产经营的费用增加。

**3) 需求不及预期。**若宏观经济拖累人均消费增速,作为可选消费或将受到较大影响,从而影响到公司未来的收入和利润增长。

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1775	1938	2239	2827
营业成本	1264	1363	1535	1702
营业税金及附加	12	14	15	20
销售费用	415	468	504	690
管理费用	105	117	122	153
研发费用	21	34	38	50
EBIT	-23	-57	37	201
财务费用	63	35	38	39
资产减值损失	-2	-1	-1	-2
投资收益	18	10	20	6
营业利润	37	-83	18	166
营业外收支	3	-15	-10	-11
利润总额	39	-97	8	155
所得税	19	-16	1	25
净利润	21	-82	7	130
归属于母公司净利润	23	-82	7	130
EBITDA	28	-5	95	262

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1131	842	807	1039
应收账款及票据	760	1008	981	918
预付款项	18	14	15	17
存货	126	133	146	162
其他流动资产	649	648	650	654
流动资产合计	2684	2645	2600	2790
长期股权投资	395	405	425	431
固定资产	244	245	242	239
无形资产	111	111	111	110
非流动资产合计	1074	1085	1099	1102
资产合计	3758	3730	3699	3892
短期借款	1116	1116	1116	1116
应付账款及票据	152	157	172	187
其他流动负债	427	436	383	431
流动负债合计	1696	1709	1671	1733
长期借款	167	178	178	178
其他长期负债	18	49	49	49
非流动负债合计	186	227	227	228
负债合计	1881	1935	1898	1961
股本	712	712	712	712
少数股东权益	22	22	22	22
股东权益合计	1877	1794	1801	1931
负债和股东权益合计	3758	3730	3699	3892

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-5.14	9.15	15.54	26.28
EBIT 增长率	71.67	-142.04	165.50	440.54
净利润增长率	104.49	-459.97	108.35	1800.23
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	28.83	29.66	31.46	39.79
净利润率	1.28	-4.22	0.30	4.59
总资产收益率 ROA	0.60	-2.19	0.18	3.33
净资产收益率 ROE	1.22	-4.61	0.38	6.80
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.58	1.55	1.56	1.61
速动比率	1.12	1.09	1.08	1.14
现金比率	0.67	0.49	0.48	0.60
资产负债率 (%)	50.06	51.89	51.31	50.39
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	156.24	190.00	160.00	120.00
存货周转天数	36.53	36.00	35.00	35.00
总资产周转率	0.48	0.52	0.60	0.74
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.03	-0.11	0.01	0.18
每股净资产	2.60	2.49	2.50	2.68
每股经营现金流	0.63	-0.35	0.24	0.49
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>估值分析</b>				
PE	269	-	894	47
PB	3.3	3.4	3.4	3.2
EV/EBITDA	226.60	-	69.71	24.32
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	21	-82	7	130
折旧和摊销	51	52	57	61
营运资金变动	434	-272	67	91
经营活动现金流	448	-246	171	349
资本开支	43	-65	-61	-69
投资	-134	-3	0	0
投资活动现金流	43	-67	-61	-69
股权募资	0	0	0	0
债务募资	43	80	-96	0
筹资活动现金流	-46	24	-145	-48
现金净流量	445	-289	-35	232

## 插图目录

图 1: 公司发展复盘.....	5
图 2: 股权结构 (截至 2022Q3) .....	7
图 3: 中国医美市场规模及同比增速.....	9
图 4: 手术类和非手术类市场规模 (亿元) .....	9
图 5: 手术类和非手术类市场规模同比增速 (%) .....	9
图 6: 医美消费男女占比以及增速.....	10
图 7: 医美消费者人群年龄分布.....	10
图 8: 2020 年医美用户消费水平.....	10
图 9: 2021 年医美消费人群地域分布.....	10
图 10: 中国医美用户规模 (万人) .....	11
图 11: 2020 年各国医美项目每千人诊疗量 (次) .....	11
图 12: 中国医疗美容类透明质酸终端产品的市场规模 (按销售额计, 单位: 十亿元) .....	13
图 13: 中国基于聚乳酸的皮肤填充剂产品市场规模 (按销售额计, 单位: 百万元) .....	14
图 14: 2017-2027E 中国胶原蛋白产品市场技术路径规模细分 (按零售额计, 单位: 十亿元) .....	16
图 15: 2021-2030E 中国 PLLA 皮肤填充剂市场规模 (百万元) .....	19
图 16: 2022 年中国注射类医美项目消费统计 .....	21
图 17: 2017-2030E 中国玻尿酸填充剂市场规模.....	21
图 18: 中国玻尿酸注射剂市场格局 (2019 年) .....	21
图 19: 江苏吴中医药合作专家、科学顾问与合作院校.....	24
图 20: 江苏吴中医美布局与规划.....	27
图 21: 江苏吴中美学组织架构.....	28
图 22: 医美板块发展逻辑.....	29
图 23: 科学顾问团队及合作院校.....	29
图 24: AestheFill 爱塑美独有多孔性微球体技术.....	30
表 34: 中国生物药 CDMO 市场规模 (亿元) .....	34
图 25: CDMO 上下游产业.....	34
图 26: CDMO 业务闭环 .....	35

## 表格目录

盈利预测与财务指标 .....	1
表 1: 公司主要财务数据 (亿元) .....	3
表 2: 公司各业务及占比 (亿元) .....	4
表 3: 公司及医药行业收入情况 (亿元) .....	5
表 4: 公司费用率情况 (亿元) .....	6
表 5: 公司利润情况 (亿元) .....	6
表 6: 公司分业务毛利率及毛利占比情况 .....	6
表 7: 管理层持股情况(截至 2022Q3).....	7
表 8: 江苏吴中股权激励计划 (2022 年 1 月) .....	8
表 9: 高级管理人员履历情况 (截至 2022.4.25) .....	8
表 10: 全球注射类针剂项目疗程数.....	12
表 11: 中国注射类医美市场结构 (单位: 亿元) .....	12
表 12: 2016-2020 年中国医疗美容类透明质酸终端产品销售金额占比 (%) .....	13
表 13: 我国再生材料产品情况.....	15
表 14: 2017-2027 (预计) 中国重组胶原蛋白产品市场应用的市场规模细分 (按零售额计, 单位: 十亿元) .....	16
表 15: 中国胶原蛋白注射剂主要产品 .....	17
表 16: 2021 年以来医美行业监管政策.....	17
表 17: 再生材料与大分子玻尿酸对比 .....	19
表 18: AestheFill 与国内获批再生材料对比 .....	20
表 19: 国内在研再生材料注射剂产品 .....	20



表 20: HARA 玻尿酸主要竞品分析 .....	22
表 21: 中国获批胶原蛋白填充剂情况 .....	22
表 22: 中国胶原蛋白市场技术路径市场规模细分 (按零售额) .....	22
表 23: 江苏吴中医美团队 .....	23
表 24: 吴中医药在研项目 (截至 2022 年 4 月) .....	24
表 25: 吴中医药重点产品 .....	25
表 26: 我国注射轻医美市场规模 (亿元) .....	27
表 27: 江苏吴中医美产品管线 .....	28
表 28: 中国基于聚乳酸的皮肤填充剂产品市场规模 (单位: 亿元) .....	30
表 29: 重组胶原蛋白种类 .....	31
表 30: 中国重组胶原蛋白产品应用市场规模细分 (十亿元) .....	32
表 31: 我国胶原蛋白填充产品 .....	32
表 32: 国内体重管理市场规模 (亿元) .....	33
表 33: 溶脂针市场规模 (亿元) .....	33
表 35: 收入拆分与盈利预测 .....	36
表 36: 各项费用率预测 .....	37
表 37: 可比公司估值对比 .....	37
公司财务报表数据预测汇总 .....	39

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026