

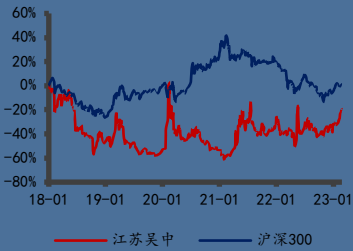


Research and
Development Center

夯实医药基本盘，布局医美构建业绩增长新动能

—江苏吴中（600200.SH）深度报告

2023年3月1日

证券研究报告
公司研究
深度报告
江苏吴中 (600200. SH)
投资评级 增持
上次评级 -


资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	9.09
52 周内股价	5.43-9.83
波动区间 (元)	
最近一月涨跌幅 (%)	17.29
总股本 (亿股)	7.12
流通 A 股比例 (%)	99.43
总市值 (亿元)	64.75

资料来源：万得，信达证券研发中心

刘嘉仁 社零&美护首席分析师
 执业编号：S1500522110002
 联系电话：15000310173
 邮箱：liujiaren@cindasc.com

王越 社零&美护分析师
 执业编号：S1500522110003
 联系电话：18701877193
 邮箱：wangyue1@cindasc.com

信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO., LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编：100031

江苏吴中 (600200. SH)：夯实医药基本盘，布局医美构建业绩增长新动能

2023 年 3 月 1 日

本期内容提要：

- ◆**依托药企基因切入医美上游产业。**江苏吴中成立于 1994 年。在二十多年的发展历程中，江苏吴中不改医药公司的底色。近几年出于对行业前景的考量，公司先后剥离房地产、化工等业务，医药产业地位也因此日益凸显。2018 年以来，集采和医保谈判导致医药行业逻辑生变，多数传统药企进入转型阵痛期。在转型探索的过程中，江苏吴中将目标瞄准正处于黄金发展阶段的医美行业。2019 年公司制定了《五年战略规划 (2020-2024)》，确定了以“医药+医美”为核心的发展战略。公司于 2021 年正式成立医美事业部及吴中美学全资子公司，利用其在研发、注册申报及药械生产方面的优势，快速切入注射类医美领域。
- ◆**引入海外高端产品构建医美产业基本盘。**1、2021 年 6 月战略控股尚礼汇美，获得 Humedix 旗下 HARA 玻尿酸国内独家代理权，目前 HARA 玻尿酸在国内的临床试验正在进行中，预计将于 2025 年上市；2、2021 年 12 月收购达透医疗，获得 AestheFill 国内独家代理权，AestheFill 采用空心微球专利技术和聚双旋乳酸成分，与同类胶原蛋白再生剂相比，其优势在于：1) 术后副作用较少；2) 可实现客制化浓度调配；3) 兼具即时填充及长期再生效果；4) 30min 速溶降低预泡风险。目前 AestheFill 在国内的注册申报正有序推进中，参考国内 NMPA 临床审批流程，产品有望于 2023 年下半年上市。基于再生针剂长期市场空间及 AestheFill 产品优势，我们认为产品上市后有望驱动公司业绩增长。
- ◆**自研+合作建立注射类自有技术平台。**江苏吴中通过内部研发和外部合作进军重组胶原蛋白填充剂市场：1、2022 年 7 月与浙江大学杭州国际科创中心生物与分子智造研究院达成合作协议，共建“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”；2、2022 年 8 月首个自有品牌婴芙源面世；3、2022 年 10 月官宣从美国 G 公司引进具有三螺旋和三聚体结构的重组 III 型人胶原蛋白生物合成技术。此外，利丙双卡因乳膏已于 2022 年底启动 BE，溶脂针 (脱氧胆酸) 将于 2023 年启动临床。长期来看，创新产品或将帮助公司打入自研医美行列。
- ◆**随着疫情影响消退，医药业务回暖可期。**公司医药产品线丰富，持有 290 多个药品生产文号，拥有 170 多个基因药物、化学药物和中药品种，主营产品覆盖抗感染/抗病毒、免疫调节、抗肿瘤、消化系统等领域。目前公司已经建成集研发、生产和销售为一体的完整产业链。未来拟充分发挥产能和区位优势，投建江苏吴中医药集团研发及产业化基地，并发展化学制剂和生物药物的 CDMO 合作业务。2022 年前三季度，国内疫情多点散发，医药商业物流配送暂停，公司营收及净利润短期承压。后续随着疫情影响消退，公司因疫情承压的药品销售业务将有望迎来复苏。
- ◆**盈利预测及投资建议：**我们认为公司医药业务受疫情影响阶段性承压，后续随着疫情影响消退将逐步恢复，医美业务依托药企基因以“并购+自研”模式加速布局，重磅产品爱塑美有望于 2023 年三季度上市并逐步抢占市场份额，成为公司业绩的新增长点。基于此，我们预计 2022-2024 年公司实现营收分别为 19.04 亿元、22.73 亿元、27.39 亿元，归母净利润分别为-0.85 亿元、0.33 亿元、1.45 亿元，每股收益分别为-0.12 元、0.05 元、0.20 元。截至 2023 年 3 月 1 日收盘价，对应 2022-2024 年 PE 分别为-77 倍、194 倍、45 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

◆**风险提示：**医药、医美行业政策风险；新品获批及推广不及预期；新药研发及注册风险；大股东高比例股权质押风险等。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1872	1775	1904	2273	2739
增长率 YoY %	-11.29%	-5.14%	7.26%	19.37%	20.51%
归属母公司净利润(百万元)	-506.41	22.72	-84.57	33.30	144.61
增长率 YoY%	-884.77%	104.49%	-472.29%	139.38%	334.24%
毛利率%	30.74%	28.83%	29.06%	32.00%	36.00%
净资产收益率 ROE%	-27.4%	1.2%	-4.78%	1.85%	7.42%
EPS(摊薄)(元)	-0.71	0.03	-0.12	0.05	0.20
市盈率 P/E(倍)	-13	285	-77	194	45

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为2023年3月1日收盘价



投资聚焦.....	6
1、医美业务：药企基因赋能，自研并购双轮驱动卡位中高端市场.....	6
1.1、依托药企基因抢滩医美上游产业.....	6
1.2、轻医美迈向再生时代，AestheFill 童颜针紧跟再生风潮.....	10
1.3、海外玻尿酸品牌竞争优势仍在，HARA 玻尿酸助力打通渠道.....	16
1.4、通过内部研发和外部合作，逐步建立注射类自有技术平台.....	17
2、医药业务：医药工业百强，CDMO 转型注入新动能.....	21
2.1、深耕医药制造领域，产品线丰富，集研产销全产业链为一体.....	21
2.2、CDMO 转型为发展注入新动能.....	25
3、江苏吴中：立足医药夯实基本盘，进军医美打开增长点.....	27
3.1、历史沿革：深耕医药领域二十余年，医美赛道开启新的增长点.....	27
3.2、管理团队：股权结构稳定，核心团队行业背景深厚.....	28
3.3、财务概况：药品销售业务短期承压，静待医美业务破茧成蝶.....	30
4、盈利预测与投资建议.....	32
4.1、核心假设与盈利预测.....	32
4.2、弹性测算.....	33
4.3、投资建议.....	34
5、风险提示.....	34

表目录

表 1、医美政策梳理.....	8
表 2、吴中美学核心人员信息.....	10
表 3、玻尿酸、胶原蛋白填充剂、胶原蛋白再生剂对比.....	12
表 4、爱塑美、艾维岚、濡白天使、伊妍仕产品对比.....	15
表 5、动物源性胶原蛋白和重组性较远蛋白对比.....	18
表 6、我国胶原蛋白填充产品.....	19
表 7、溶脂针常见成分及其功效.....	20
表 8、主要研发项目基本情况（截至 2021.12.31）.....	23
表 9、公司部分主要产品介绍.....	24
表 10、江苏吴中管理层信息.....	29
表 11、2021 年限制性股权激励计划.....	30
表 12、公司分业务收入预测（单位：亿元）.....	33
表 13、AestheFill（爱塑美）收入弹性测算（单位：亿元）.....	34

图目录

图 1、中国医美市场规模（销售额）.....	6
图 2、中国非手术类医美市场规模（销售额）.....	6
图 3、各国每一千人医美治疗次数.....	7
图 4、中国医美市场规模（销售额）.....	7
图 5、中国非手术类及外科类医美市场规模（销售额）.....	7
图 6、江苏吴中医美领域布局进展.....	9
图 7、江苏吴中医美产品线情况.....	9
图 8、十四五规划提及科技前沿领域攻关表述.....	10
图 9、十四五规划提及制造业核心竞争力提升表述.....	10
图 10、2021 年 4 款再生产品获批，我国进入“再生时代”.....	11
图 11、注射类产品原材料多样，包含刺激&诱导类产品.....	12
图 12、全球注射类医美项目按项目次数占比情况.....	13
图 13、中国基于聚乳酸的市场规模.....	13
图 14、Aesthefill（爱塑美）是海外三大主流童颜针产品之一.....	14
图 15、PDLLA 聚双旋乳酸来源于玉米、马铃薯淀粉等.....	14
图 16、PDLLA 聚双旋乳酸在皮肤内分解的过程.....	14
图 17、多孔性微球体结构.....	14
图 18、AestheFill 采用空心微球专利技术和聚双旋乳酸成分诱导胶原再生.....	15
图 19、全球注射类医美项目按项目次数占比情况.....	16
图 20、中国透明质酸市场规模.....	16
图 21、中国玻尿酸市场格局.....	17
图 22、动物源性胶原蛋白市场规模.....	18
图 23、重组胶原蛋白市场规模.....	18
图 24、自有品牌婴芙源面世.....	19

图 25、2021 年国内肥胖患者人数已增至 2.3 亿人	20
图 26、中国体重管理市场规模预测	20
图 27、中国溶脂针市场规模	21
图 28、江苏吴中医药集团有限公司	22
图 29、医药业务收入占总营收的比重提升至 70-80%	22
图 30、医药业务研发投入情况	22
图 31、2021 年可比公司医药研发投入占医药营收的比重	22
图 32、江苏吴中销售模式	25
图 33、各治疗领域药品营业收入（万元）	25
图 34、各治疗领域药品毛利率情况	25
图 35、中国 CDMO 市场占全球比重	26
图 36、全球 CDMO 市场规模（十亿美元）	26
图 37、中国 CDMO 市场规模（十亿人民币）	26
图 38、江苏吴中历史沿革	28
图 39、分业务收入（亿元）	28
图 40、分业务收入占总营收的比重	28
图 41、江苏吴中股权结构	29
图 42、2016-2022 前三季度公司营收情况	30
图 43、2016-2022 前三季度公司归母净利润情况	30
图 44、公司毛利率及净利率情况	31
图 45、公司期间费用率情况	31
图 46、公司现金流情况（亿元）	31
图 47、公司各期末现金及其等价物	31

投资聚焦

依托药企基因切入医美上游产业。江苏吴中成立于1994年，1999年于上海证券交易所上市。在二十多年的发展历程中，江苏吴中不改医药公司的底色。近几年出于对行业发展前景的考量，公司先后剥离房地产、化工等业务，医药产业地位也因此日益凸显。2018年以来，集中带量采购和医保谈判导致医药行业逻辑生变，多数传统药企进入转型阵痛期。在转型探索的过程中，江苏吴中将目标瞄准正处于黄金发展阶段的医美行业。

然而知易行难。虽然传统药企长期积累的资源、技术、人才及口碑对于其拓展医美业务具有较大的协同作用，但在转型过程中，公司在营销路径构建、自主研发能力提升等方面将面临诸多挑战。因此，本篇报告重点梳理江苏吴中布局医美领域的逻辑及其具备的优势，并详细分析公司重点产品AestheFill童颜针、HARA玻尿酸以及重组胶原蛋白填充剂所在领域的供需情况与商业逻辑，进而推敲出产品上市后驱动业绩增长的可达成性，最后结合公司传统制药业务给予业绩测算。

1、医美业务：药企基因赋能，自研并购双轮驱动卡位中高端市场

1.1、依托药企基因抢滩医美上游产业

近年来众多药企转型布局医美领域。目前药品集中带量采购已进入常态化、制度化，但对于传统药企来说，集采所释放的销量增量未必能抵消降价带来的影响。在此背景下，规模企业或能凭借储备的管线优势过冬，众多中小企业却遭遇重挫，步入转型阵痛期。在转型探索的过程中，正处于黄金发展阶段的医美行业成为部分传统药企的选择，其原因主要有以下三点：

1、我国医美行业具备增长确定性。2014年以来，在经济增长、消费升级、监管趋严、颜值经济、技术进步等因素的共同推动下，大量医美机构涌现，消费者需求增加，行业增速显著提升。据Frost&Sullivan统计，2013-2019年我国医美行业市场规模CAGR达22.4%。2020年受疫情影响，医美行业增速下降至7.9%，但非手术类项目规模实现了28.8%的增长。根据Frost&Sullivan预期，2020-2022年中国医美行业CAGR将达到21.0%，医美具有最后一里路属性（只能线下消费），在疫情之下仍能维持双位数增长，这在一定程度上可以说明其具备增长确定性。

图1、中国医美市场规模（销售额）

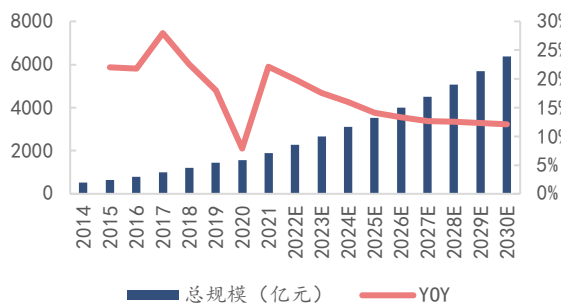
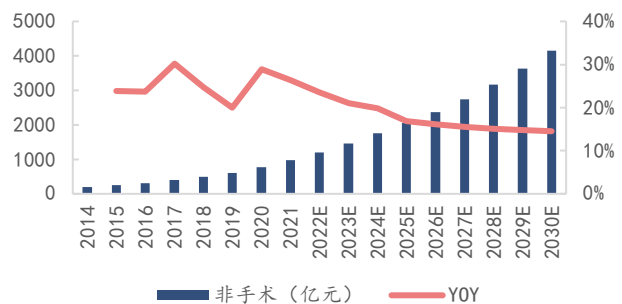


图2、中国非手术类医美市场规模（销售额）

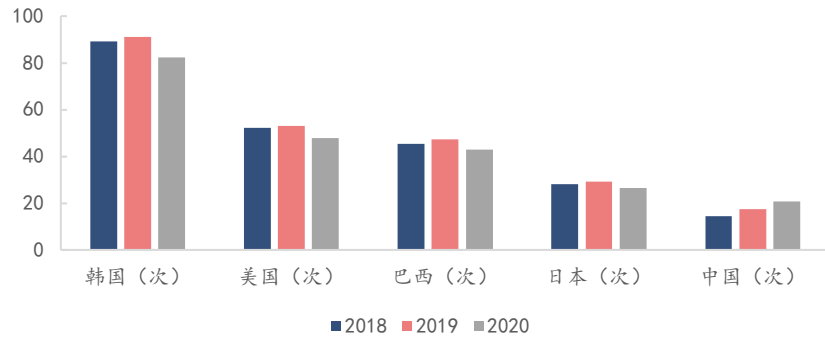


资料来源：Frost&Sullivan，爱美客招股说明书，信达证券研发中心

资料来源：Frost&Sullivan，爱美客招股说明书，信达证券研发中心

- **从渗透率来看：我国医美渗透率相较海外有较大提升空间。**尽管我国医美市场规模庞大，但是与其他国家相比，我国医美市场的渗透率仍然较低。2020年我国每千人疗程量为20.8次，相比医美大国韩国的82.4次、美国的47.9次、巴西的42.8次，差距较大。未来随着消费升级、人口结构变化、医美技术成熟，以及年轻一代对医美的接受度不断提高，我国医美渗透率有望得到提升。

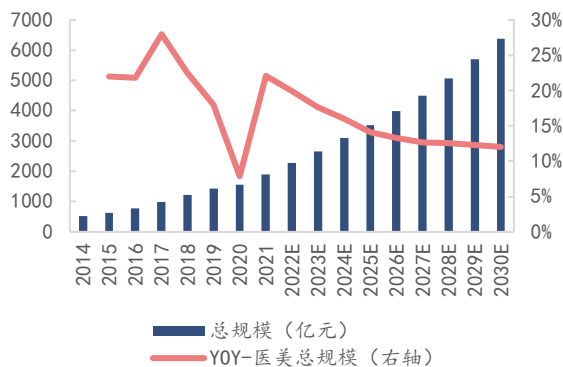
图3、各国每一千人医美治疗次数



资料来源：Frost&Sullivan，爱美客招股说明书，信达证券研发中心

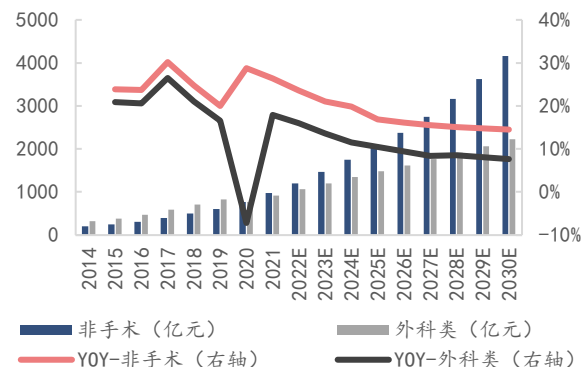
- **从行业空间来看：短期来看，因疫情而受抑制的医美需求有望得到释放；长期来看，我国医美行业仍处于发展早期。**根据Frost&Sullivan预期，2021-2025年我国医美行业市场规模CAGR为16.9%，2025年市场规模有望达到3500亿元以上；2025-2030年我国医美行业市场规模CAGR为12.6%，2030年市场规模有望达到6300亿元以上。

图4、中国医美市场规模（销售额）



资料来源：Frost&Sullivan，爱美客招股说明书，信达证券研发中心

图5、中国非手术类及外科类医美市场规模（销售额）



资料来源：Frost&Sullivan，爱美客招股说明书，信达证券研发中心

2、医美行业监管趋严，利好具备合规资质且产品竞争力较强的公司。近年来医美行业政策立法严格化、监管落地化引导行业整体走向合规化。行业监管趋严一方面提高了行业准入门槛，有利于具备合规资质的公司扩大市占率；另一方面将推动龙头公司不断丰富产品矩阵，提升竞争力。

表 1、医美政策梳理

日期	发文部门	内容
2019/1/11	国家卫健委	国家卫生健康委员会关于进一步加强公共场所卫生监管工作的通知
2019/3/6	国家卫健委	医疗乱象专项整治行动方案
2019/3/21	医政医管局	《医疗乱医疗乱象专项整治行动方案》解读
2019/3/22	国家卫健委	关于开展医疗乱象专项整治行动的通知
	市场监督管理总局	市场监管总局关于深入开展互联网广告整治工作的通知
2019/4/9	最高人民法院、最高人民检察院、公安部等	关于办理“套路贷”刑事案件若干问题的意见
2019/5/15	市场监督管理总局	关于认真做好“百日行动”有关工作的通知
2019/6/12	国家卫健委	关于印发促进社会办医健康规范发展意见的通知
2019/6/18	国家卫健委	关于就“非法医疗问题专项治理方面取得的进展和成效”的回应
2019/11/11	国家卫健委	国家卫生健康委公布 2019 年医疗美容违法违规典型案例
2019/11/22	国家卫健委	国家卫生健康委办公厅关于印发大型医院巡查工作方案（2019-2022 年度）的通知
2020/4/27	国家卫健委、中央网信办、教育部、公安部、商务部、海关总署、市场监管总局、国家药监局八部门	《关于进一步加强医疗美容综合监管执法工作的通知》
2020/7/6	国家卫健委	《关于印发医疗美容主诊医师备案培训大纲的通知》
2021/5/1	内蒙古药监局	进一步加强可用于医疗美容的药品管理
2021/5/1	甘肃甘南州市场监管局、滁州市市场监管局等多地部门	《关于开展可用于医疗美容药品专项检查的通知》
2021/5/1	孝感市市场监管局	加强可用于医疗美容的药品管理
2021/6/2	荆门市人民政府	我市加强医疗美容药品零售使用环节监管
2021/6/4	国家卫健委、中央网信办、公安部、海关总署、市场监管总局、国家药监局、国家邮政局、国家中医药管理局八部门	《关于印发有关打击非法医疗美容服务专项整治工作方案的通知》
2021/10/27	人民网	发文：以强监管护航医美行业发展
2021/11/1	市场监督管理总局	《医疗美容广告执法指南》发布
2022/3/24	国家药监局	《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》、《医疗器械委托生产质量协议编制指南》发布
2022/3/30	国家药监局	《关于调整医疗器械分类目录部分内容的公告》

资料来源：国家卫健委等，信达证券研发中心

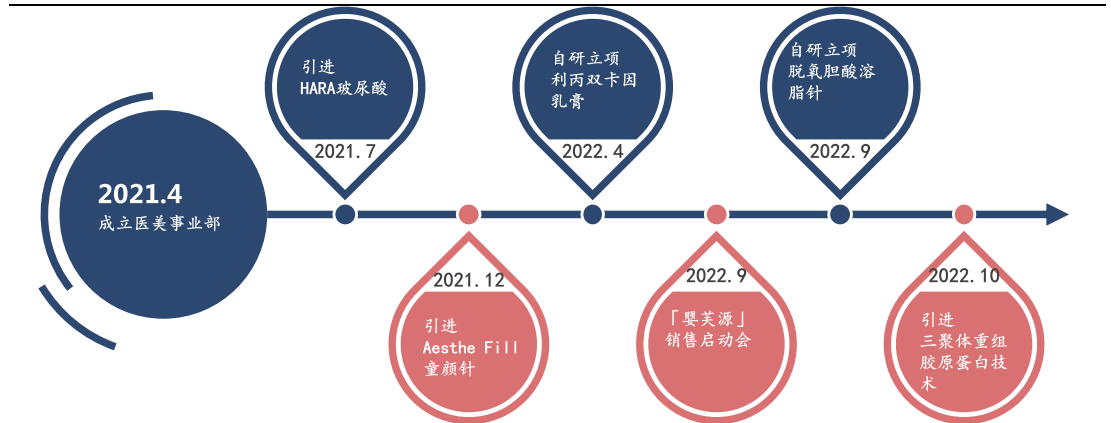
3、传统药企布局医美上游产业或具备先天优势。医美上游公司的核心竞争力包括研发能力、资质认证情况、临床资源等，相比于其他行业，传统药企在这些方面具有先天优势：1) 传统药企原有的资源、技术和人才对转型医美行业具有较大的协同作用；2) III 类医疗器械资质是医美上游企业最重要的护城河之一，传统药企获证经验丰富，已取得 III 类医疗器械资质的企业具备竞争优势；3) 传统药企依赖其积累的口碑，转型医美后或能更易赢得消费者的认同与信任。

虽然传统药企拓展医美业务具备诸多先天优势，但也面临多重挑战：1) 为了快速切入医美赛道，传统药企通常采取代理、收购等方式快速整合业务，这将对公司现金流造成一定的压力；2) 医美产品的消费群体与传统药企的消费群体存在差异，传统药企不仅需要根据医美用户的消费习惯调整营销模式，还需要对民营医美机构建立新的营销路径；3) 对于转型布局医美赛道的传统药企而言，医药业务虽呈颓势，但目前乃至未来很长一段时间内或仍将是公司营收的主要来源，如何平衡医药、医美业务的投入也是传统药企需要面临的挑战；4) 通过代理、收购等方式虽然能够快速切入市场，但从可持续发展的角度来看，加强自主研发才是长久之道。

江苏吴中依托药企经验切入医美赛道。药品集中带量采购对药企的销售体系和竞争格局造成较大冲击，在此背景下，公司一方面主动适应医药行业发展趋势，不断完善创新体系建设，另一方面也在积极探索转型之路。2019 年公司制定了《五年战略规划（2020-

2024)》，确定了以“医药+医美”为核心的发展战略，即在已有医药业务基础上，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，力争形成具有一定行业地位的大健康产业集团。公司于2021年正式成立医美事业部及吴中美全资子公司，利用其在研发、注册申报及药械生产方面的优势，快速切入注射类领域。

图 6、江苏吴中医美领域布局进展



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

江苏吴中在医美的布局主要通过三步走战略：1) 通过代理权引进迅速切入市场：主要通过股权投资或并购的方式获得国际知名品牌的代理权，希望能够以此迅速切入市场，并逐步树立吴中美品牌形象，构建医美产业基本盘；2) 通过合作研发以形成自主研发能力：与海外龙头企业合作开发新产品，在此过程中逐步掌握核心技术，并借助药企基因获得医美产品的自主研发能力；3) 自主研发产品：在具备自主研发能力后，根据市场需求变化打造产品矩阵，形成竞争壁垒。

图 7、江苏吴中医美产品线情况

产品	申报类别	性质	研发阶段				下一节点	预计上市时间
			临床前	临床/BE	提交注册	上市		
AestheFill 童颜针	三类医疗器械	进口注册	完成	完成	完成	完成	取证上市	2023.H2
HARA 玻尿酸	三类医疗器械	进口注册	完成	完成	完成	完成	2024.Q1 提交注册	2025.H1
重组胶原蛋白填充剂	三类医疗器械	自研	完成	完成	完成	完成	2023 启动临床	2026
溶脂针 (脱氧胆酸)	化药3类	自研	完成	完成	完成	完成	2023 启动临床	2028
利丙双卡因乳膏	化药4类	自研	完成	完成	完成	完成	2022年底启动BE	2025

资料来源：公司公告，公司官网，信达证券研发中心

对应上述传统药企转型医美领域或具备的先天优势及可能面临的挑战，江苏吴中的主要优势如下：1) 研发及生产方面：公司长期深耕医药领域，在研发、药械生产方面具备优势，同时，子公司中凯生物制药厂拥有 20 余年重组蛋白药物制备经验，具备重组胶原研发及生产基础；2) 注册申报方面：公司具备药企基因，获证经验丰富，目前已取得第三类医疗器械经营许可证和第二类医疗器械经营备案凭证；3) 人才引进方面：公司于 2022 年 10 月正式聘用李艳章为公司医美事业部总经理和吴中美常务副总经理，李艳章曾任华东医药医美事业部总经理，并于任职期间主导少女针“伊妍仕”的注册申请及市场推广工作，具备丰厚的业内经验与资源。此外，吴中美学的核心高管还包括首席医学官林睿禹、生产负责人荣志刚、研发负责人杨南林、副总经理项臻等。

表 2、吴中美学核心人员信息

姓名	职位	简历
钱群山	首席执行官	<ul style="list-style-type: none"> ● 江苏吴中医药发展股份有限公司董事长、首席执行官 ● 苏州市工商联常务委员 ● 苏州市吴中区工商联副主席
李艳章	常务副总经理	<ul style="list-style-type: none"> ● 曾任华东医药医美事业部总经理、Sinclair 美学中国区副总裁
林睿禹	首席医学官	<ul style="list-style-type: none"> ● 曾任 Regen Biotech 医疗总顾问 ● 从事整形美容长达 15 年，发表 7 篇童颜针临床相关学术论文 ● 中华海峡两岸美容医学交流协会理事
杨南林	研发负责人	<ul style="list-style-type: none"> ● 兼任江苏吴中医药集团副总经理（分管研发） ● 近 30 年医药研发、临床和注册经验
荣志刚	生产负责人	<ul style="list-style-type: none"> ● 第一代重组蛋白制药专家 ● 获得重组蛋白相关发明 5 项，苏州科技进步一等奖 ● 近 30 年重组蛋白领域研发生产经验
项臻	副总经理	<ul style="list-style-type: none"> ● 江苏吴中投资部总监、总裁助理，达透医疗器械(深圳)有限公司总经理、成都尚礼汇美生物科技有限公司董事长 ● 曾任麦格理资本经理，主导执行近十起境内外 IPO 和并购项目

资料来源：公司公告，公司官网，Wind，信达证券研发中心

江苏吴中依托药企基因切入医美赛道能否开创一片新天地？总结来看，医美行业长期空间广阔且具备增长确定性，产业链上游具备较高的技术壁垒，行业监管趋严利好具备资质且产品力较强的企业。江苏吴中利用其在研发、注册申报及药械生产方面的优势切入医美领域，以 HARA 玻尿酸打通渠道，以 AestheFill 童颜针紧跟再生风潮，并通过合作研发及内部自研进军重组胶原蛋白填充剂市场。同时，公司高度重视研发，在医药领域长期的深耕及原有的资源、技术和人才对转型医美行业具有较大的协同作用，因此我们认为公司依托药企基因切入医美赛道乃应势而为，未来有望驱动业绩开启新增长。下文将详细分析。

1.2、轻医美迈向再生时代，AestheFill 童颜针紧跟再生风潮

顶层政策支持再生医学发展。“十四五规划和 2035 年远景目标纲要”指明了未来 5 年及 15 年内我国各行各业发展方向。纲要第二篇“坚持创新驱动发展 全面塑造发展新优势”中明确指出，再生医学、合成生物、生物药等方面属于需要攻关的科技前沿领域；第三篇“加快发展现代产业体系 巩固壮大实体经济根基”中明确指出，生物基和生物医用材料研发与应用是制造业核心竞争力提升的举措之一。根据上述政策表述可以发现，国家对包括再生医学在内的新型生物医用材料的研发与应用持积极鼓励的态度。

图 8、十四五规划提及科技前沿领域攻关表述
图 9、十四五规划提及制造业核心竞争力提升表述

专栏2 科技前沿领域攻关	专栏4 制造业核心竞争力提升
01 新一代人工智能 前沿基础理论突破, 专用芯片研发, 深度学习框架等开源算法平台构建, 学习推理与决策、图像图形、语音视频、自然语言识别处理等领域创新。	01 高端新材料 推动高端稀土功能材料、高品质特殊钢材、高性能合金、高温合金、高纯稀有金属材料、高性能陶瓷、电子玻璃等先进金属和无机非金属材料取得突破, 加强碳纤维、芳纶等高性能纤维及其复合材料、 生物基和生物医用材料研究应用 , 加快茂金属聚乙烯等高性能树脂和集成电路用光刻胶等电子高纯材料关键技术突破。
02 量子信息 城域、城际、自由空间量子通信技术研发, 通用量子计算原型机和实用化量子模拟机研制, 量子精密测量技术突破。	02 重大技术装备 推进 CR450 高速度等级中国标准动车组、谱系化中国标准地铁列车、高端机床装备、先进工程机械、核电机组关键部件、邮轮、大型 LNG 船舶和深海油气生产平台等研发应用, 推动 C919 大型客机示范运营和 ARJ21 支线客机系列化发展。
03 集成电路 集成电路设计工具、重点装备和高纯靶材等关键材料研发, 集成电路先进工艺和绝缘栅双极型晶体管 (IGBT)、微机电系统 (MEMS) 等特色工艺突破, 先进存储技术升级, 碳化硅、氮化镓等宽禁带半导体发展。	03 智能制造与机器人技术 重点研制分散式控制系统、可编程逻辑控制器、数据采集和视频监控系统等工业控制装备, 突破先进控制器、高精度伺服驱动系统、高性能减速器等智能机器人关键技术。发展增材制造。
04 脑科学与类脑研究 脑认知原理解析, 脑介观神经联接图谱绘制, 脑重大疾病机理与干预研究, 儿童青少年脑智发育, 类脑计算与脑机融合技术研发。	04 航空发动机及燃气轮机 加快先进航空发动机关键材料等技术研发验证, 推进民用大涵道比涡扇发动机 CJ1000 产品研制, 突破宽体客机发动机关键技术, 实现先进民用涡扇发动机产业化。建设上海重型燃气轮机试验电站。
05 基因与生物技术 基因组学研究应用, 遗传细胞和遗传育种、 合成生物、生物药 技术创新, 创新疫苗、体外诊断、抗体药物等研发, 农作物、畜禽水产、农业微生物等重大新品种创制, 生物安全关键技术研究。	05 北斗产业化应用 突破通信导航一体化融合等技术, 建设北斗应用产业创新平台, 在通信、金融、能源、民航等行业开展典型示范, 推动北斗在车载导航、智能手机、穿戴设备等消费领域市场化规模化应用。
06 临床医学与健康 癌症和心脑血管、呼吸、代谢性疾病等发病机制基础研究, 主动健康干预技术研究, 再生医学 微生物组、新型治疗等前沿技术研发, 重大传染病、重大慢性非传染性疾病防治关键技术研究。	

资料来源: 国务院官网, 信达证券研发中心

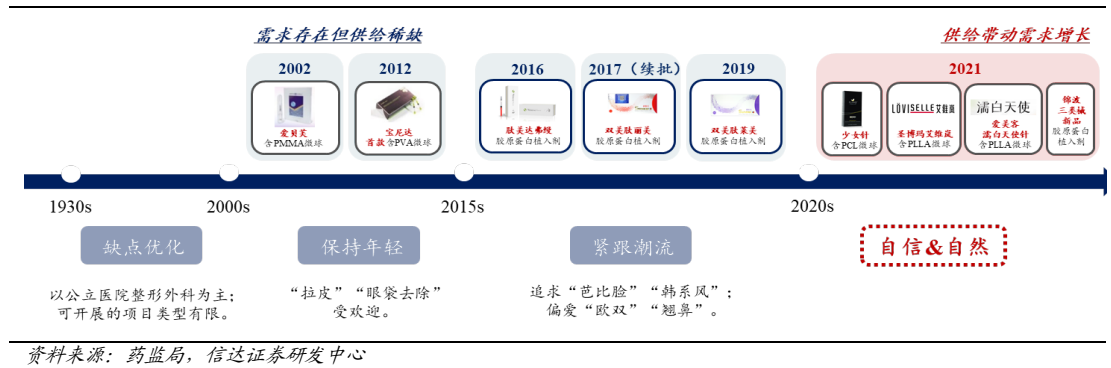
资料来源: 国务院官网, 信达证券研发中心

再生医学产业化有利于提升我国医疗水平, 更精准满足患者需要。多数医美产品研发及产业化的初衷都是为了满足医学临床的发展, 例如肉毒素最早应用于临床治疗斜视, 透明质酸最早作为眼科手术的辅助剂。我们认为再生医学也不例外, 例如胶原蛋白可用于烧烫伤皮肤促进愈合、手术缝合线、骨科填充和修复材料等方面, PLLA 最早则是用于可吸收式缝合线, 2004 年 8 月美国 FDA 批准 PLLA 用于 HIV 阳性患者的面部脂肪萎缩及双侧不对称的矫正治疗。也就是说, 再生医学领域中的新材料可能会运用于严肃医疗, 有利于提升我国医疗水平。通常来说, 新医学材料的研发投入较大、发展速度缓慢, 但若给予其产业化、市场化甚至资本化的机会, 或可以加速发展, 通过规模以及技术迭代降低原材料成本, 优化临床医学等等符合人民生活福祉的刚性需求, 也就是通过给予医美赛道等变现的渠道, 来给予严肃医疗领域更好的发展。也正是基于再生医学材料在严肃医疗领域的广阔前景, 我们认为从政策趋势上来说, 再生医学的产业化发展有较大可能性获得相关政策支持。

2021 年以来监管部门种种举措表明其对再生医学产业化的大力支持。1) 政策端: 2021 年以来国家药品监督管理局相继发布了《重组胶原蛋白生物材料命名指导原则》、《重组胶原蛋白类医疗产品分类界定原则》、《重组胶原蛋白医疗器械行业标准》, 以规范重组胶原蛋白行业健康发展。2021 年国家药品监督管理局的多项具体举措再次印证了国家大力支持再生医学产业化发展;2) 产品端: 国家药品监督管理局陆续批准了华东医药、长春圣博玛、爱美客、锦波生物申报的以再生材料为方向的注射填充剂产品。

2021 年 4 款再生产品获批, 再生医学市场产品不断完善, 我国轻医美进入“再生时代”。2021 年华东医药注射用聚己内酯微球面部填充剂、圣博玛聚乳酸面部填充剂、爱美客含左旋乳酸-乙二醇共聚物微球的交联透明质酸钠凝胶、锦波生物重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维四款产品相继获批, 完善再生赛道直接补充类、支撑类、刺激&诱导类产品, 匹配消费者对于自然、年轻的诉求, 推动我国轻医美进入“再生时代”。

图 10、2021 年 4 款再生产品获批, 我国进入“再生时代”



注射类的再生材料主要通过刺激与诱导或两种方式结合达到胶原再生目的。1) 刺激: 微晶瓷、爱贝芙、宝尼达、少女针等骨性材料产品主要通过羟基磷酸石钙、PMMA 微球、PVA 微球、PCL 微球发挥物理填充作用及占位效应作用刺激免疫反应, 带来成纤维细胞增殖、胶原蛋白分泌; 2) 刺激&诱导: PLLA&PCL 材料部分通过免疫反应刺激胶原再生带来组织增容, 部分在缓慢分解过程中激活成纤维细胞生成胶原纤维改善皮肤纹理; 3) 诱导: 胶原蛋白在直接补充的同时形成胶原蛋白支架诱导胶原蛋白继续增生。

图 11、注射类产品原材料多样, 包含刺激&诱导类产品



与传统填充材料相比, 胶原蛋白再生剂在安全性、长效性等方面具备优势。传统填充材料包括玻尿酸、胶原蛋白填充剂等, 主要通过增加容积以实现填平凹陷褶皱并达到塑形目的, 但传统填充剂存在丁达尔效应、维系时间短等痛点。近两年热度极速上升的童颜针、少女针等再生填充剂能够刺激皮肤产生胶原蛋白, 安全性相对较高, 效果维持时间更长, 可以达到1-3年, 且在自然度等方面也具备明显优势。再生填充材料成本较高, 定位中高端市场, 未来可能对中高端玻尿酸市场形成分流。

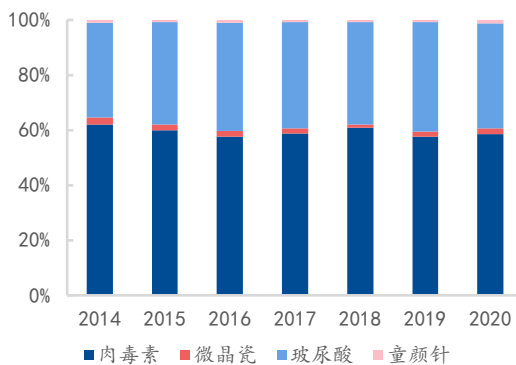
表 3、玻尿酸、胶原蛋白填充剂、胶原蛋白再生剂对比

注射材料	技术原理	优势	恢复期	维持期	风险	价格
玻尿酸	在面部填充上应用广泛，无需手术切口，通过多层次、多点注射方式向面部凹陷处、皮下组织注射玻尿酸材料，使面部饱满圆润，起到除皱、保湿、面部年轻化的作用。	可在体内自然吸收降解；效果可逆，可用溶解酶溶解；可对注射部位进行调节；恢复快。	5-7 天	3-9 个月	注射并发症：局部硬结、皮肤红肿、丁达尔现象	单次 2000-10000 元；全脸 10000-40000 元
胶原蛋白填充剂	通过注射的方式，将胶原蛋白注入指定部位，进行面部塑形。	体内天然存在，注射后能快速促进伤口愈合，安全，恢复快。	5-7 天	8-12 个月	诱发过敏反应，形成硬结、纤维条索	约 1000-10000 元/次
胶原蛋白再生剂	刺激人体免疫反应令胶原蛋白实现增生，从而进行面部塑形并达到抗衰老的作用。	具有良好的生物相容性和可降解性，在安全性、自然度、长效性方面具备优势。	4-7 天	1-3 年	诱发免疫反应，出现皮下结节、发红肿胀	约 3000-12000 元/次

资料来源：新氧，信达证券研发中心

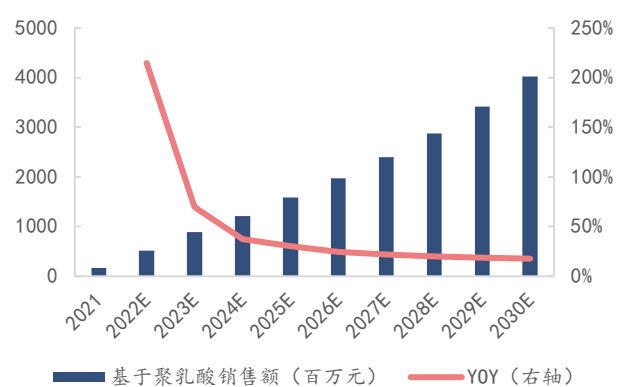
长期看胶原蛋白再生针剂发展潜力较大。ISAPS 数据显示，2020 年我国注射医美项目中，玻尿酸和肉毒素占比分别为 58.56% 和 38.20%，而童颜针占比仅 1.14%，这主要是国内再生针剂起步较晚、尚处于发展初期所致。随着多款产品获批、厂商的营销推广活动全面铺开，求美者对于再生医学产品认知将不断加深，机构端则有更强能力提供优质产品注射服务，并进一步提升产品口碑，带来更多消费者转化。根据 Frost&Sullivan 数据，2021 年国内基于聚乳酸的皮肤填充剂产品市场规模为 1.65 亿元，预计 2026 年市场规模有望达 19.71 亿元，2021-2026 年 CAGR 为 64%，长期看再生针剂市场的发展潜力值得期待。

图 12、全球注射类医美项目按项目次数占比情况



资料来源：ISAPS，信达证券研发中心

图 13、中国基于聚乳酸的市场规模



资料来源：Frost&Sullivan，公司公告，信达证券研发中心

江苏吴中收购达透医疗，获得 AestheFill 国内独家代理权。AestheFill (爱塑美) 定位中高端，是海外三大主流童颜针产品之一，于 2014 年获得韩国食品药品监督管理局 (KFDA) 审批并上市销售，目前已获得欧盟 CE 认证，在全球 65 个国家和地区均有销售，临床数据丰富，品牌认知度较高。Aesthefill (爱塑美) 在中国台湾的定价为 36000 新台币，高于当地少女针 Ellanse 的注射价格。截至目前 Aesthefill (爱塑美) 在中国台湾市场销售一年半左右，并在销售量上屡创佳绩，与已经耕耘市场 10 年的 Sculptra 并驾齐驱。2021 年 12 月公司以 1.66 亿元战略控股达透医疗器械(深圳)有限公司 51% 的股权，并获得韩国 Regen Biotech 公司旗下胶原蛋白再生剂 AestheFill (爱塑美) 在中国大陆地区的独家销售代理权，目前 AestheFill (爱塑美) 在国内的注册申报正有序推进中。

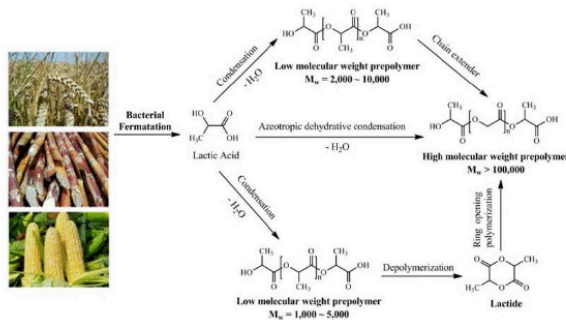
图 14、AestheFill (爱塑美) 是海外三大主流童颜针产品之一



资料来源：台北上立皮肤科诊所，信达证券研发中心

AestheFill (爱塑美) 的核心成分为 PDLLA 聚双旋乳酸。PDLLA 聚双旋乳酸由玉米、马铃薯淀粉等可再生资源制成脂肪族高分子聚合物，这是一种与生物相容且能被生物降解的材质，已在医药界使用多年。注射 AestheFill (爱塑美) 童颜针后，随着时间的推移，PDLLA 聚双旋乳酸在体内将逐渐被分解成乳酸和糖原，其代谢后的最终产物是水和二氧化碳，可排出体外，无异物残留。

图 15、PDLLA 聚双旋乳酸来源于玉米、马铃薯淀粉等

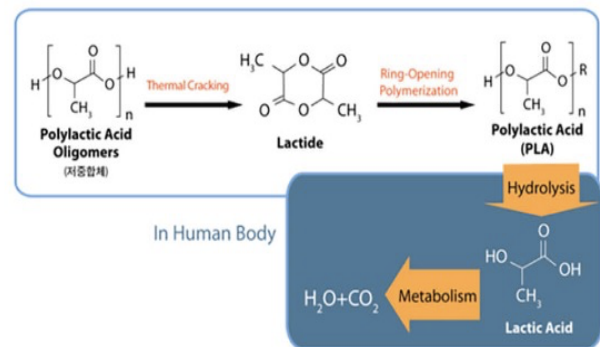


New Biomaterials Derived from Poly(lactic acids) ISBN: 978 94

6159 449 Copyright c Yujing Wang, Maastricht 2015

资料来源：台北上立皮肤科诊所，信达证券研发中心

图 16、PDLLA 聚双旋乳酸在皮肤内分解的过程

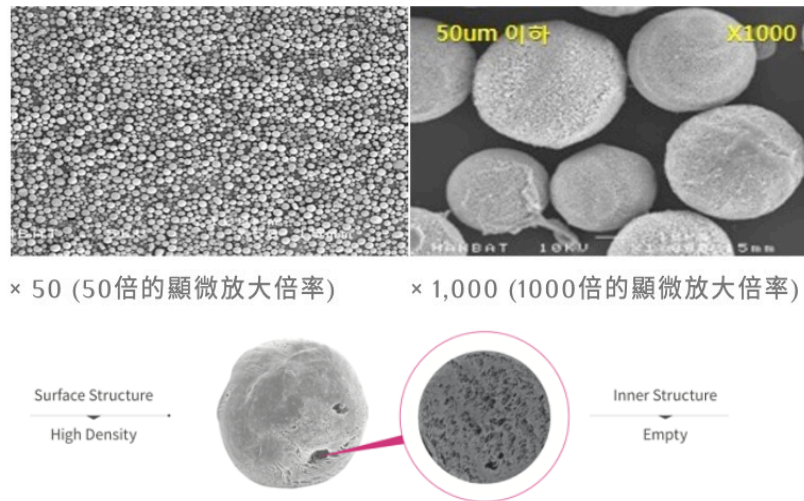


Mechanism of Action of PDLLA 降解成水與二氧化碳後排出體外

资料来源：台北上立皮肤科诊所，信达证券研发中心

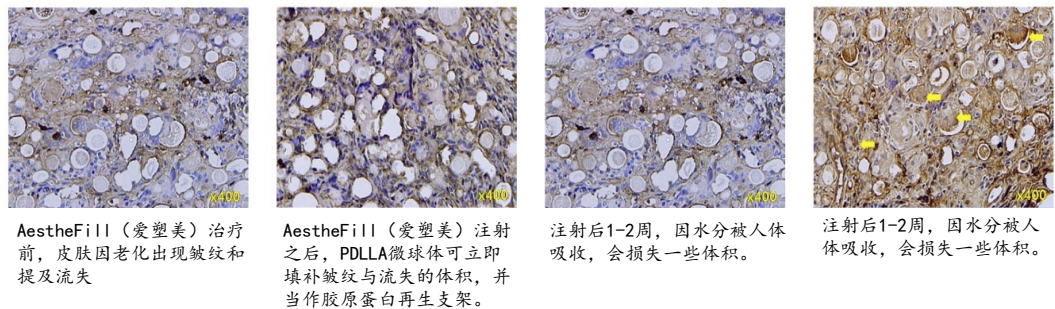
AestheFill (爱塑美) 采用空心微球专利技术。产品在使用前需用无菌生理盐水泡制至少 30 分钟以使其溶解，将泡制后的聚双旋乳酸放在高倍数显微镜下观察，可以看到空洞的球体，这就是 AestheFill (爱塑美) 的“多孔性微球体”结构。多孔性空心微球可作为肌肤青春再生支架，而微球的多孔性结构可以吸引纤维母细胞靠近，诱导胶原蛋白新生至球体内部居住、生长。AestheFill (爱塑美) 兼具即时填充及长期再生效果，效果可维持长达 18-24 个月。

图 17、多孔性微球体结构



资料来源：吴中美学官网、台北上立皮肤科诊所，信达证券研发中心

图 18、AestheFill 采用空心微球专利技术和聚双旋乳酸成分诱导胶原再生



注：第12周、第20周：胶原蛋白在多孔性微球体之间生产，而且在微球内也开始生产胶原蛋白(黄色箭头标示处)

资料来源：台北上立皮肤科诊所，信达证券研发中心

与同类胶原蛋白再生剂相比，AestheFill(爱塑美)主要优势包括：1) 客制化浓度调配：AestheFill(爱塑美)是目前全球唯一浓度客制化产品，可由医生根据临床经验进行不同浓度设计并运用在不同部位。具体来看，高浓度可取代大分子玻尿酸注射于立体部位，较高浓度可在胶原蛋白注射部位或中分子玻尿酸注射部位发挥替代作用，低浓度可替代传统童颜针刺刺激胶原蛋白再生。2) 30min 速溶降低预泡风险：产品采用 Microspheres 多孔性空心微球体专利技术，用无菌生理盐水溶解 30 分钟即可使用，无需提前 1-3 天预泡，可降低机构风险。3) 产品施打顺滑：AestheFill(爱塑美)由纳米级圆型微小颗粒组成，不易产生针管阻塞情况，施打顺滑。4) 兼具即时填充及长期再生效果：球体表面高密度结构可作为再生支架，内部空心多孔结构吸引纤维母细胞靠近并诱导胶原蛋白生成，兼具即时填充与长期再生效果，治疗后皮肤质地自然，效果可维持长达 18-24 个月。5) 术后副作用较少：产品核心成分为 PDLLA 聚双旋乳酸，由玉米、马铃薯淀粉等可再生资源制成脂肪族高分子聚合物，代谢后最终产物为水和二氧化碳，无异物残留，可降低感染、结节等并发症的风险。6) 临床经验丰富&终端口碑良好：AestheFill(爱塑美)于 2014 年获得韩国食品药品监督管理局(KFDA)的审批并上市销售，目前已经获得欧盟 CE 认证，在全球 68 个国家和地区均有销售，产品临床经验丰富，终端口碑良好。

表 4、爱塑美、艾维岚、濡白天使、伊妍仕产品对比

企业	产品名称	上市时间	主要成分	成分结构	维持时间	前三个月
江苏吴中	AestheFill	预计 2023H2	聚双旋乳酸 PDLLA+羧甲基纤维素 CMC	空心微球	2 年	有效
圣博玛	艾维岚	2021. 4	聚左旋乳酸 PLLA+羧甲基纤维素 CMC+甘露醇	实心结晶体	1-3 年	无效
爱美客	濡白天使	2021. 6	PLLA-PEG 聚左旋乳酸-乙二醇+HA 玻尿酸	玻尿酸混悬物	2 年	有效
华东医药	伊妍仕	2021. 4	聚己内酯微球 PCL+羧甲基纤维素 CMC	实心结晶体	1-3 年	有效

资料来源：各公司官网、新氧，公司公告，信达证券研发中心

AestheFill (爱塑美) 上市后，将采取自营为主的销售模式。AestheFill (爱塑美) 在国内的注册申报正在有序推进中，参考国内 NMPA 临床审批流程，产品有望于 2023 年下半年上市，成为国内第四款合规再生填充剂。目前公司正在搭建销售团队，销售模式上，计划主要采取自营模式，一是为了维持高端的品牌定位和定价，二是为后续其他产品上市打通渠道，协同作战，以扩大规模效应。在营销环节上，公司计划采取医学先行的策略，重点投入医学培训体系的搭建。

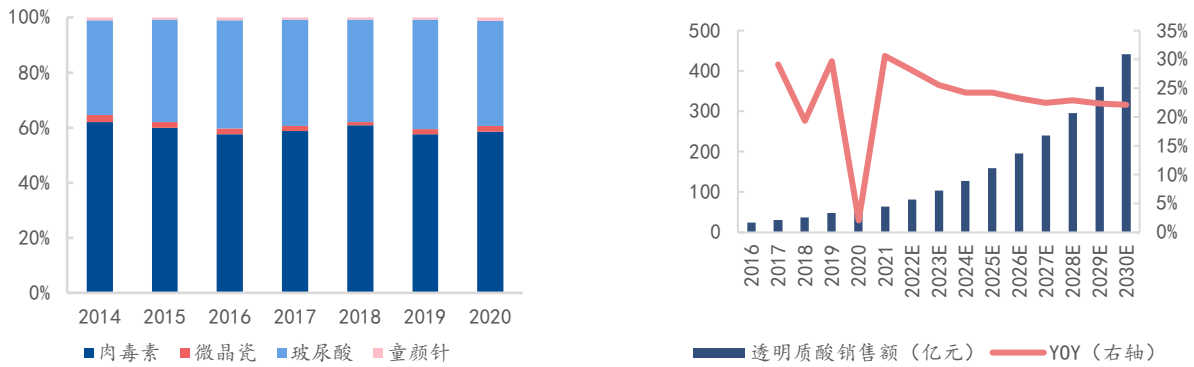
总结来看，基于再生针剂的长期市场空间及 AestheFill (爱塑美) 的产品优势，我们认为产品上市后有望驱动公司业绩增长。AestheFill (爱塑美) 采用独特的聚双旋乳酸成分 & 空心微球专利结构，在安全性、长效性等方面更具优势，是树立吴中美学中高端形象、打造品牌声誉及驱动业绩增长的重点产品，该产品已于 2021 年 12 月在海南先行区完成首例注射并积累更直观的临床数据。AestheFill (爱塑美) 在国内的注册申报正在有序推进中，产品有望于 2023 年下半年上市。目前公司正在搭建销售团队，上市后公司将全面开展市场推广活动，同时加速医生培训及医院覆盖，以提升消费者对产品的认知并提高产品在国内的市占率。基于此，我们预计产品将在 2024 年开始放量。

1.3、海外玻尿酸品牌竞争优势仍在，HARA 玻尿酸助力打通渠道

玻尿酸是注射类医美中最受欢迎的项目之一，也是填充市场第一大品类。2020 年全球注射类医美项目中，玻尿酸占比达 38.20%，受欢迎程度仅次于肉毒素。玻尿酸效果一般维持在 6-12 个月，凭借可在体内自然吸收降解、效果可逆、可对注射部位进行调节、恢复快等优势，长期位居填充市场第一大品类，具有复购率高、消费者黏性强、客单价跨度大等特点。根据 Frost&Sullivan 统计，中国基于透明质酸的皮肤填充剂产品 2021 年市场规模为 64 亿元，2017-2021 年 CAGR 为 19.9%；2026 年市场规模预计达到 196 亿元，2021-2026 年 CAGR 为 25.1%；2030 年市场规模预计达 441 亿元，2026-2030 年 CAGR 为 22.5%。

图 19、全球注射类医美项目按项目次数占比情况

图 20、中国透明质酸市场规模

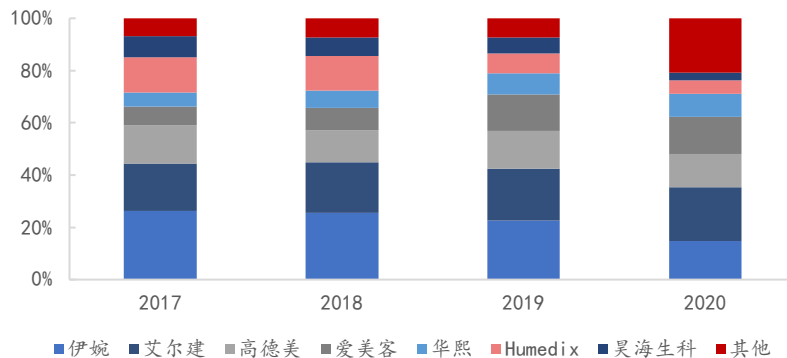


资料来源: ISAPS, 信达证券研发中心

资料来源: Frost&Sullivan, 爱美客招股说明书, 信达证券研发中心

玻尿酸市场参与者众多，海外品牌仍具备较强的竞争力。玻尿酸填充产品的技术壁垒相对较低，竞争力主要由进入市场时间、品牌力、渠道力等因素决定。按销售额计，目前海外品牌市占率相对领先，2017-2020年海外前四大品牌在中国玻尿酸注射剂的市场份额分别为73%、70%、64%、53%。2020年韩国 Humedix 位于海外品牌的第四名，市场份额占比为5.1%。

图 21、中国玻尿酸市场格局



资料来源: Frost&Sullivan, 爱美客招股说明书, 信达证券研发中心

战略控股尚礼汇美，获得 Humedix 旗下 HARA 玻尿酸的独家代理权。2021年7月公司通过增资入股战略控股尚礼生物下属公司尚礼汇美60%的股权，获得韩国医美企业 Humedix 人气产品艾莉薇的迭代新品 HARA 玻尿酸在中国区的独家代理权。HARA 玻尿酸定位精致轻奢，是 Humedix 新一代高端注射用含利多卡因的双相交联透明质酸钠凝胶产品，采用 Humedix 专有 HRDM 和 HiVE 交联技术，降解周期更长，舒适性、稳定性更优。目前 HARA 玻尿酸在中国大陆的临床试验正在进行中，产品预计 2025 年上市，上市后有望成为业绩的新增长点。

1.4、通过内部研发和外部合作，逐步建立注射类自有技术平台

1、通过“自研+合作”模式，进军重组胶原蛋白填充剂市场

胶原蛋白按提取来源可分为动物源性胶原蛋白和重组性胶原蛋白。动物源性胶原蛋白主要来自牛皮、猪皮和鱼胶等，具备制作简易、成本可控、生物活性高等特征，通常应用于注射医美、医疗修复、食品等领域，但由于动物供应受限，且在医疗应用领域监管对动物溯源要求较严格，动物源性胶原蛋白无法快速扩量。重组性胶原蛋白通过基因工程法制备，具备高水溶性、低致敏性和高燃点等特征，主要应用于医疗修复、皮肤护理等领域，但由于研发成本高、技术尚不成熟，目前的运用场景也受到一定制约。

表 5、动物源性胶原蛋白和重组性胶原蛋白对比

	动物源性胶原蛋白	重组胶原蛋白
提取来源	天然动物组织：牛皮，猪皮，鱼胶等	大肠杆菌、酵母等微生物发酵
优势	生产过程简单、生产成本低、三螺旋结构稳定、生物活性高等	免疫原性更低、水溶性更佳、稳定易于运输、易实现量产等
劣势	容易产生病毒隐患、对某些控制条件要求过高（如：温度、加酶量、底物浓度、pH 值等）	没有稳定的三螺旋结构、技术尚不成熟
成本	研发成本相对较低	研发成本相对较高
应用领域	注射医美、医疗修复、食品	医疗修复、皮肤护理

资料来源：创尔生物招股书、巨子生物招股书，信达证券研发中心

相比于动物源性胶原蛋白，重组胶原蛋白的增速更快。根据 Frost&Sullivan 数据，2021 年动物源性胶原蛋白市场规模为 179 亿元，2017-2021 年 CAGR 为 21.6%。重组胶原蛋白受益于合成生物技术的进步以及运用场景的扩展，近几年市场规模增速较快，2021 年重组胶原蛋白市场规模为 108 亿元，2017-2021 年 CAGR 为 63.8%。

图 22、动物源性胶原蛋白市场规模

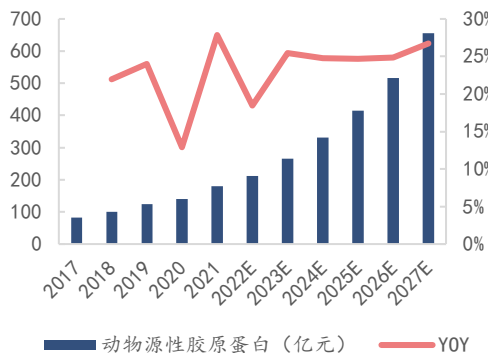
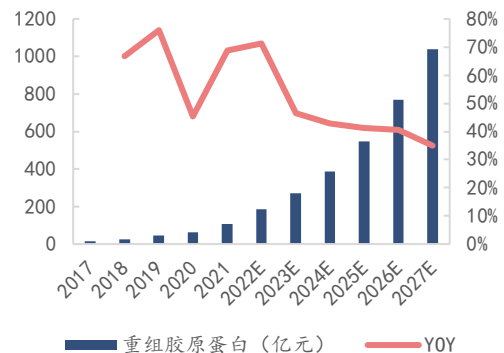


图 23、重组胶原蛋白市场规模



资料来源：Frost&Sullivan，巨子生物招股说明书，信达证券研发中心

资料来源：Frost&Sullivan，巨子生物招股说明书，信达证券研发中心

重组胶原蛋白竞争格局较好，政策支持及行业规范助力发展。目前国内胶原蛋白注射剂获 NMPA 三类医疗器械认证的仅 6 款，其中重组胶原蛋白仅 1 款，市场竞争格局较好。标准化方面，2021 年以来国家药监局密集出台政策以规范胶原蛋白市场，政策更聚焦于重组胶原蛋白产品，对重组胶原蛋白的命名规则、管理类别、检测指标、质量要求等做了明确规定。在政策支持和行业规范下，我们认为随着技术进步、大规模量产及成本下降，重组胶原蛋白填充剂有望成为下一类热门医美产品。

表 6、我国胶原蛋白填充产品

企业	产品	价格	技术类别	获批时间
双美生物	肤柔美	4000-5800 元/0.5ml	动物源	2014 年 7 月
	肤丽美	7800-10000 元/ml	动物源	2017 年 1 月
	肤力原	-	动物源	2019 年 4 月
荷兰汉福生物	爱贝芙	15800 元/0.5ml 起	动物源	2012 年 3 月
长春博泰	弗缦	6800 元/ml 起	动物源	2012 年 4 月
锦波生物	薇旖美	5500-8800 元/4mg	重组胶原	2021 年 6 月
巨子生物	-	-	重组胶原	临床 (2023)、开发 (2024)
江苏吴中	-	-	重组胶原	临床 (2023)、上市 (2025)

资料来源：公司公告、国家药监局、新氧、巨子生物招股说明书，信达证券研发中心

江苏吴中通过内部研发和外部合作进军重组胶原蛋白填充剂市场。江苏吴中子公司中凯生物制药厂为公司生产基地之一，原主要生产生物制品，拥有 20 余年重组蛋白药物制备经验，具备重组胶原研发及生产基础，并且其“重组蛋白提取纯化新工艺”已获国家发明专利。公司在自身现有产业化优势基础之上，从以下三个方面做技术储备：

- **重组胶原产品上市，先行试水：**2022 年 8 月 31 日，吴中美学首个自有品牌婴芙源面世，旗下两款首发产品重组胶原蛋白生物修复敷料 X 型及 M 型启动销售。婴芙源重组胶原蛋白生物修复敷料以“重组 III 型人源化胶原蛋白”为核心成分，主打修复和抗衰功能，在靶向修复受损细胞、改善干纹细纹和调理肤质等方面有着显著作用。婴芙源重组胶原蛋白品牌的上市，拉开了吴中美学深耕重组胶原蛋白的帷幕，不但扩充医美产品管线，也为公司下一步上市的 Aesthe Fill 童颜针产品铺设渠道。

图 24、自有品牌婴芙源面世


资料来源：吴中美学官网，信达证券研发中心

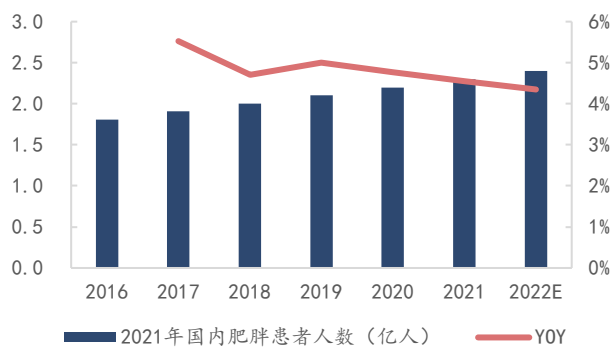
- **与浙江大学合作共建重组胶原实验室，储备胶原原料：**2022 年 7 月，吴中美学与浙江大学杭州国际科创中心生物与分子智造研究院达成合作协议，共建“生物与分子智造研究院-吴中美学重组胶原蛋白联合实验室”，以加快公司重组胶原蛋白研发及产业化。
- **引进具有三螺旋和三聚体结构的重组 III 型人胶原蛋白生物合成技术，拉开技术差距：**2022 年 10 月官宣从美国 G 公司引进具有三螺旋和三聚体结构的重组 III 型人胶原蛋白生物合成技术，目前该技术仍处于研发阶段。G 公司从事重组胶原蛋白的研究已经超过 5 年，掌握全球领先的重组人胶原蛋白合成技术，通过基因工程技术

成功表达了具有天然全长的 III 型胶原蛋白序列，在完整的天然序列基础上形成了正确的三螺旋和三聚体结构。胶原蛋白正常的三螺旋构象是其理化特性和生物学活性的基础，前期基础研究显示其研究样品具有低抗原活性、低刺激性和低细胞毒性特点，安全性较高。作为全球截至目前已公开的可实现三螺旋和三聚体结构的重组胶原合成技术，技术壁垒深厚且突破性意义重大。未来江苏吴中将基于该技术进行产业化放大，以期在行业内率先开发具备支撑塑形功能的胶原蛋白填充剂；此外，公司更进一步的目标是把该技术应用于临床医疗美容整形以及于皮肤、骨、软骨、心血管、口腔及管腔组织修复再生等领域，希望能以此抢占重组胶原医疗健康领域的市场份额。

2、依托药企优势，自研脱氧胆酸溶脂管线

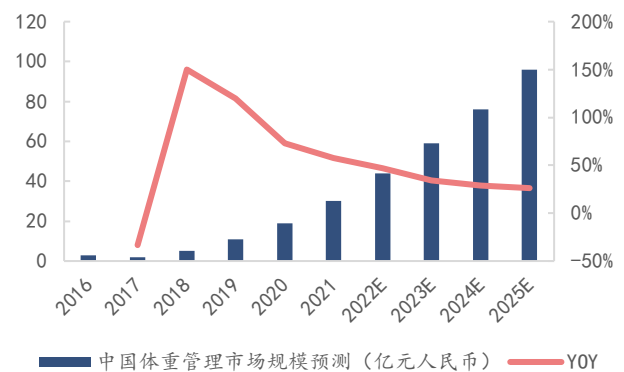
中国肥胖人群基数大，减脂塑形赛道未来可期。中国肥胖患者人数已由 2016 年的 1.81 亿增至 2021 年的 2.3 亿，当前超重肥胖已成为影响居民健康的重要公共卫生问题，减脂消费潜在需求人数逐渐增多。在此背景下，持续迭代的塑形技术、多样的塑形项目选择、合规监管的正确引导有望共同促使国内减脂塑形行业快速扩容。根据 Frost&Sullivan 数据显示，2025 年国内体重管理市场规模将达到 96 亿元。

图 25、2021 年国内肥胖患者人数已增至 2.3 亿人



资料来源：Frost&Sullivan，信达证券研发中心

图 26、中国体重管理市场规模预测



资料来源：Frost&Sullivan，智研咨询，信达证券研发中心

溶脂针是美体塑形类医美注射产品。溶脂针常见的有效成分包括脱氧胆酸、卵磷脂/磷脂酰胆碱、左旋肉碱、多胜肽等乳化剂，主要作用是通过破坏脂肪细胞，释放脂滴并将其乳化，最后由淋巴系统代谢将其排出体外。目前全球仅有艾尔建旗下的 Kybella 溶脂针在 2015 年 4 月获得 FDA 认证，用于局部注射以改善成年人中重度颏下脂肪堆积问题，但该产品对医师注射要求很高，一旦注射偏差易发生溶血引起严重副作用。

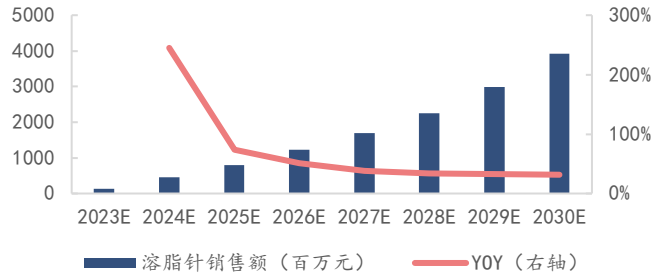
表 7、溶脂针常见成分及其功效

主要成分	主要作用
脱氧胆酸	强效溶解脂肪细胞膜，导致脂肪细胞崩解，对于脂肪细胞具有靶向性，效果较为持久
卵磷脂/磷脂酰胆碱	与脱氧胆酸钠结合反应，破坏脂肪细胞膜，分解后的脂肪转变成水和其他脂肪微粒，进入局部淋巴、血液，参与身体代谢
左旋肉碱	存在于动植物和微生物中的一种类似维生素的营养物质，具有促进脂肪酸氧化作用
多胜肽	刺激分泌出更多的脂肪分解酶，将脂肪分解为脂肪酸和甘油，从而促进脂肪代谢

资料来源：观研天下，信达证券研发中心

国内少数厂家正在积极布局溶脂针产品：1) 江苏吴中依托药企优势，自研脱氧胆酸溶脂管线，目前已经完成脱氧胆酸制剂的内部立项；2) 南京诺瑞特的去氧胆酸注射液目前处于三期临床实验阶段；3) 爱美客的去氧胆酸注射液预计将于 2023 年进入临床实验；4) 科笛生物的注射用 CU-20401 目前处于第 1b/II 期临床实验。根据弗若斯特沙利文数据，预计国内首款溶脂针产品于 2023 年获批，到 2026 年市场规模将突破 10 亿元。

图 27、中国溶脂针市场规模



资料来源：Frost&Sullivan，中商产业研究院，信达证券研发中心

总结来看，医美技术的升级以及产品的迭代将满足求美者更多需求，从而促使人均医美疗程数增加，以及医美单疗程平均价格提升，而在量价齐升的情况下，医美上游厂商未来增长才更具有确定性。江苏吴中在医药领域长期的深耕及原有的资源、技术和人才对转型医美行业具有较大协同作用。公司引进的韩国玻尿酸 HARA 定位中高端，预计 2025 年上市；引进的 AestheFill 童颜针紧跟再生风潮，预计 2023 年下半年上市，并于 2024 年开始放量；同时，公司通过合作研发及内部自研，力争建立注射类自有技术平台，其中重组胶原蛋白填充剂、溶脂针（脱氧胆酸）将于 2023 年启动临床，利丙双卡因乳膏已于 2022 年三季度完成样品开发，并于 2022 年底启动 BE。长期来看，创新产品或将帮助江苏吴中打入自研医美行列，并助其进一步提升市场份额。

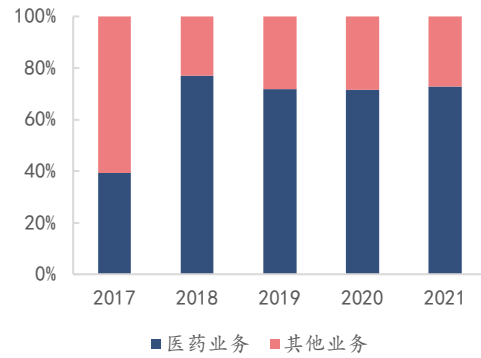
2、医药业务：医药工业百强，CDMO 转型注入新动能

2.1、深耕医药制造领域，产品线丰富，集研产销全产业链为一体

传统医药产业基础牢固，主业地位及核心优势凸显。近年来，随着公司先后剥离房地产、化工等业务，医药产业的地位及优势日益凸显。公司在医药领域的布局和运营以子公司江苏吴中医药集团有限公司为核心，已连续多年被工信部评为化学药品工业企业百强。目前公司的医药产品线基础稳固，持有 290 多个药品生产文号，拥有 170 多个基因药物、化学药物和中药品种，主营产品覆盖抗感染/抗病毒、免疫调节、抗肿瘤、消化系统等多个领域，已经建成集研发、生产和销售为一体的完整产业链。

图 28、江苏吴中医药集团有限公司

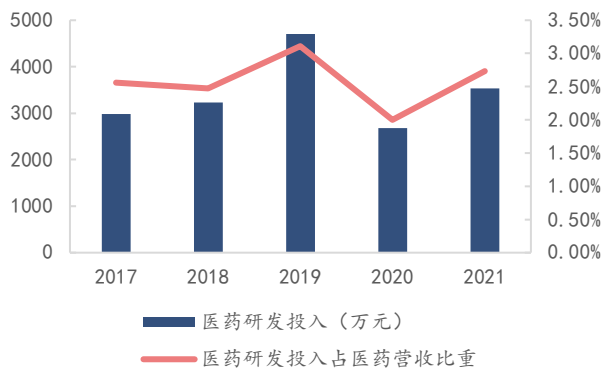

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 29、医药业务收入占总营收的比重提升至 70-80%


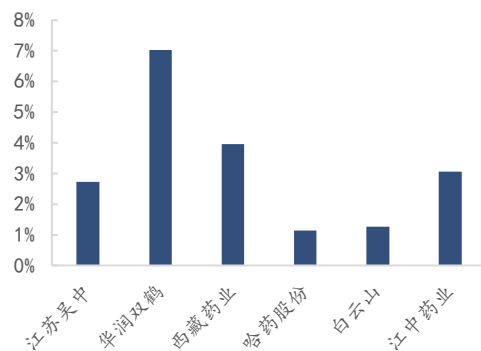
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

● **研发方面：**

高度重视医药研发，重点聚焦高端仿制药、首仿药及专科用药。公司建设了以江苏省基因药物工程技术研究中心、苏州市（吴中）医药创新技术研究院、江苏省企业技术中心等为主体的研发机构，可承担项目调研立项、高端仿制药工艺与质量研究、临床试验、注册申报、创新药物和现代中药等新药开发工作。2021 年公司医药研发投入占医药营收比例为 2.73%，位居同业中等水平。目前公司重点聚焦高端仿制药、首仿药、专科用药的研发，专攻独家品种及小众品种，2021 年新增眼科、口腔与呼吸系统用药项目研究。未来公司将继续加快仿制药研发及一致性评价项目，并以临床需求为重点做好研发立项，扩充现有产品管线，以巩固医药业务的实力及优势。

图 30、医药业务研发投入情况


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 31、2021 年可比公司医药研发投入占医药营收的比重


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 8、主要研发项目基本情况（截至 2021. 12. 31）

药(产)品名称	适应症或功能主治	研发(注册)所处品种(如涉及)阶段
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（原 2019-29 注射液）	噁唑烷酮类抗生素：治疗由特定微生物敏感菌株是引起的感染	境内生产药品注册上市许可申请
YS001	抗肿瘤药：晚期实体瘤	启动临床试验
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)	1. 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；2. 3 岁以上儿童轮状病毒急性肠道感染的综合治疗；3. 慢性支气管炎，肺炎和复发性疱疹感染的复杂治疗；4. 预防术后感染并发症。	一致性评价药学研究
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)	甲型或乙型流感病毒感染	仿制药药学研究
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)	急性循环衰竭时心肌收缩力的增强超声心动图是负荷	一致性评价药学研究
WZ011(片剂)	由于毛细血管抵抗力降低和通透性增加导致的是出血倾向(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，信达证券研发中心

研发机构实力雄厚，外部合作持续赋能。公司一级组成部门研发中心负责研发体系全面统筹管理，下设创新药物研究所、生物医药研究所，分别负责化学与生物创新药的研发工作。2020 年吴中医药整合资源成立药物研究院，负责仿制药的研发工作，并先后与浙江大学、中国药科大学、上海医工院等学术科研机构及医疗机构建立合作关系，通过“两所一院”优化医药研发业务管理与运营体系。同时，公司正在规划成立药物研发分公司、中控实验室、苏州研究二所。通过内部研发及外部合作的持续推进，公司的研发能力不断提升，项目与工厂的对接效率也得到有效提高。

● 生产方面：

生产链条成熟，制剂覆盖齐全，生产规模扩大可期。公司设有一家原料药厂和两家药品生产分支机构，分别是苏州制药厂、中凯生物制药厂，其中苏州制药厂主要生产化学药物制剂与现代中药，中凯生物制药厂主要生产生物制品。目前制剂生产覆盖小容量注射剂、粉针剂、大容量注射剂、片剂、胶囊剂、口服溶液剂、滴丸剂等大部分剂型，原料药生产以内部需求为主，同时积极拓展对外业务。根据苏州市吴中经济开发区规划调整，原有生产基地中凯生物制药厂已实施拆迁，并正筹备医药新基地建设，待其建设完成后苏州制药厂也将整体搬迁至此，以进一步扩大生产规模并提高生产效率。

产品管线丰富，多款重点产品为国内独家。公司已形成以“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，并拥有多个国内独家产品，包括：国内首创全国独家静脉用中枢肌松药“力制同-美索巴莫注射液”、首家通过一致

性评价心血管领域产品“爱怡令-盐酸曲美他嗪片”、全国独家冻干粉针剂型眼科用药“洛冠-注射用普罗碘铵”等。目前公司重点产品大多已实现从原料药到制剂的完整产业链布局，未来公司将聚焦高端仿制药、首仿药、专科用药，持续推进产业一体化布局并扩充产品矩阵。

表 9、公司部分主要产品介绍

药品名称	主要治疗领域	特点	是否纳入国家/省级医保目录
芙露欣-匹多莫德口服溶液	免疫增强剂	口服生物多肽，调节细胞免疫，独家品种	省级
洛汇-注射用兰索拉唑	消化系统疾病药物	抑酸起效更快、作用更强，抗 HP 更高效持久	国家、省级
洛凯-注射用奥美拉唑钠	消化系统疾病药物	抑制胃酸，迅速止血	国家、省级
洛叶-注射用卡络磺钠	血液和造血系统领域	强化血管，回缩裂端，减少渗透，迅速止血	国家、省级
爱怡令-盐酸曲美他嗪片/缓释片	心血管领域	优化心脏代谢途径，治疗缺血性心脏病	国家、省级
浩欣-重组人粒细胞刺激因子注射液	免疫调节剂	专利技术，迅速升白	国家、省级
力制同-美索巴莫注射液	中枢作用肌肉松弛药	迅速解痉止痛，有效缓解创伤疼痛，独家品种	省级
玛诺苏-盐酸阿比多尔片	全身抗病毒药领域	阻融合增强细胞抗毒能力，新类型广谱抗病毒新选择	国家、省级
洛冠-注射用普罗碘铵	感觉系统领域	促进眼底出血和渗出物吸收的注射用碘剂	国家、省级

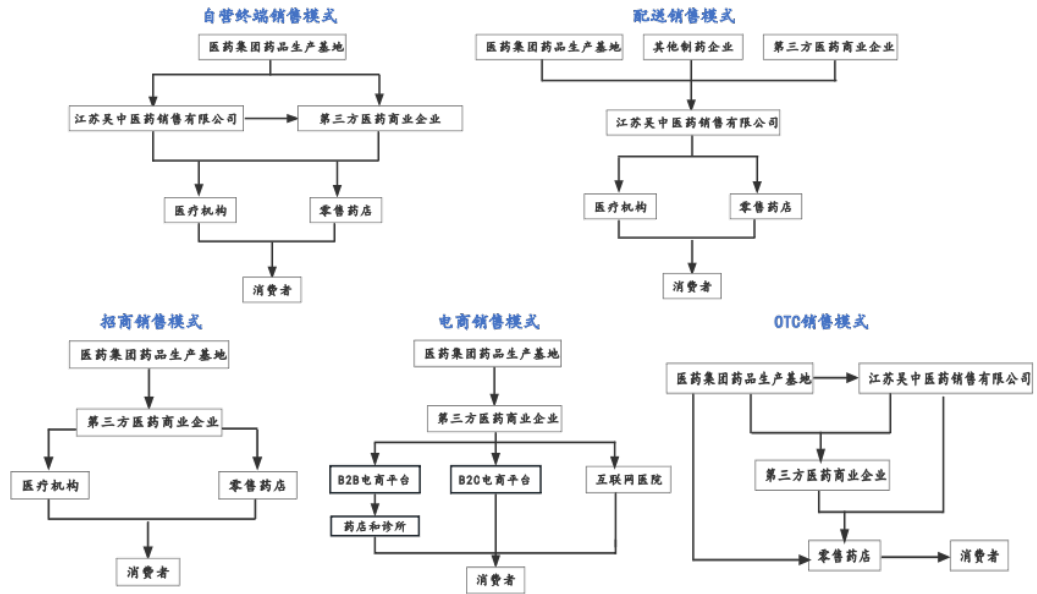
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司生产的盐酸阿比多尔片被多省市列入新冠常备药目录。阿比多尔是一种广谱抗病毒药物，在 10-30 微摩尔浓度下，对冠状病毒抑制效果可达 60 倍。公司生产的盐酸阿比多尔片曾入选新型冠状病毒肺炎诊疗方案第六、七、八版（试行）及其修订版，并在 2021 年占据 32.37% 的市场份额。根据 2022 第二十三次全国呼吸病学学术会议公布的最新临床研究结果，阿比多尔可显著缩短新冠奥密克戎患者核酸转阴时间、住院时间，且安全可靠，目前被多省市列入居家防治新冠常备药目录。

● **销售方面：**

多元化销售模式并行，优化市场策略以适应医药商业终端变化。公司设有专业医药销售公司，具备自营终端、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。近年来随着医改推进，医药分开、处方药外流的趋势明显，为快速适应医药商业终端变化并推动上量，公司优化营销部门组织架构，加大营销人员激励，要求各级销售人员深入终端，推动空白市场开发计划落地，并实行广泛招聘佣金制代表及合伙人下沉一线市场等制度。未来公司将采取更为灵活的市场策略，持续深挖基层市场和院外市场，以提升重点产品销量并扩大市场份额。

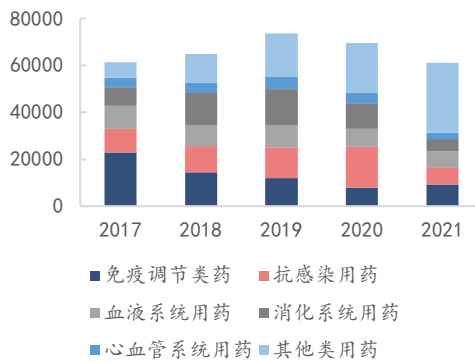
图 32、江苏吴中销售模式



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

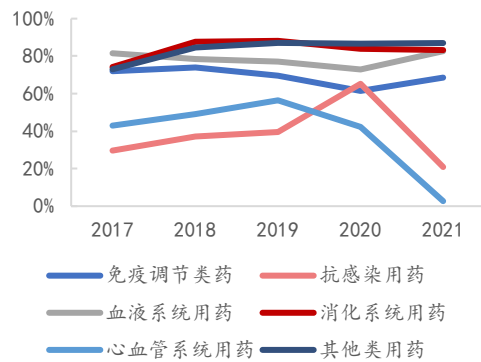
随着疫情影响消退，医药业务回暖可期。2020-2022 年受新冠疫情影响，医院诊疗量、处方量大幅下降，医药物流阶段性受阻，公司药品销售承压。值得注意的是，2021 年其他类用药收入 2.98 亿元，较 2020 年增长 39.44%，主要是由于眼科用药收入及骨骼肌松弛用药收入大幅增长所致。当前，随着“乙类乙管”方案全面执行以及各地疫情陆续消退，医院诊疗需求正在持续恢复中。从海外经验来看，肿瘤等刚性诊疗需求恢复得更快，眼科、口腔等消费医疗需求恢复速度相对慢一些，但恢复空间更大。展望未来，公司因疫情承压的药品销售业务有望随着医院诊疗需求的恢复而迎来复苏。

图 33、各治疗领域药品营业收入（万元）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 34、各治疗领域药品毛利率情况



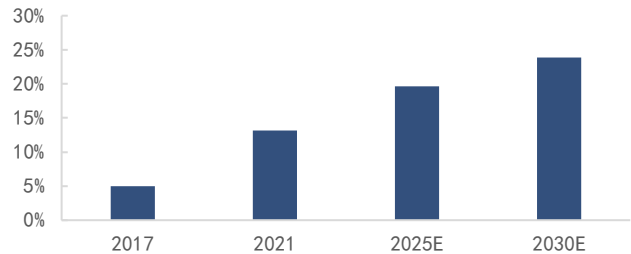
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2.2、CDMO 转型为发展注入新动能

CDMO 是一种新型研发生产外包，主要为医疗企业以及生物技术公司提供创新性工艺研发及规模化生产服务。当前 CDMO 行业发展呈现以下特征：1) 由欧美向新兴国家转移。欧美的 CDMO 行业起步早，近年来由于研发、环保、人力等成本上升，该产业正在逐步向具有工程师红利且市场潜力更大的新兴国家转移。以中国为代表的新兴国家凭借研发成本优势，建立了完整的研发体系，正在抢占 CDMO 市场份额。2) 产业价值由低端向高

端转移。传统的 CMO 业务主要是将制药公司委托的生产工艺进行技术转移并扩大生产，而 CDMO 业务则是在 CMO 业务的基础上增加了研发服务，即帮助新药研发公司设计临床前研究、工艺开发等，以提高研发成功率、降低生产成本并推进药物上市。

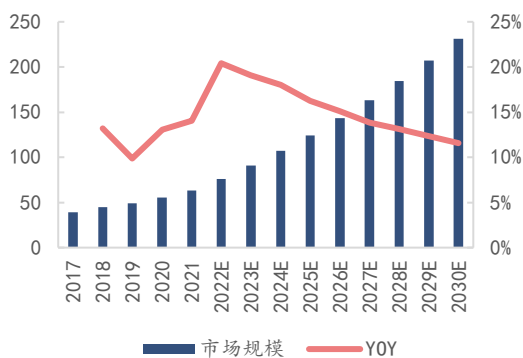
图 35、中国 CDMO 市场占全球比重



资料来源: Frost&Sullivan, 信达证券研发中心

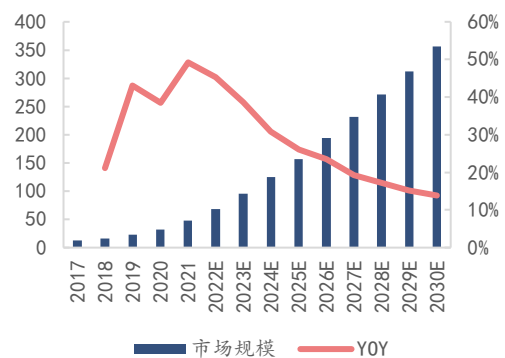
CDMO 行业处于快速发展阶段，是传统药企转型的较好选择。近年来医药行业增速放缓，受两票制、集采、医保控费等政策影响，传统药企面临较大压力。基于此，众多医药企业开始寻求转型，或通过投资并购扩充产品管线，或凭借规模化生产经验和成本控制能力，提升研发能力，发展 CDMO 业务。CDMO 可在一定程度上降低创新药研发风险，并分享创新药上市后的增长红利，是传统药企转型的较好选择。我国具备工程师红利和研发成本优势，叠加不断完善的 cGMP 原料药供应体系以及 MAH、一致性评价、审评审批加速等政策释放，国内 CDMO 行业正处于快速发展期，据 Frost&Sullivan 数据，2025 年我国 CDMO 市场空间将超过 1571 亿元，2020-2025 年 CAGR 将达到 37.7%，复合增速远超全球同期的 17.5%。

图 36、全球 CDMO 市场规模 (十亿美元)



资料来源: Frost&Sullivan, 信达证券研发中心

图 37、中国 CDMO 市场规模 (十亿人民币)



资料来源: Frost&Sullivan, 信达证券研发中心

发挥产能和区位优势，推进 CDMO 平台建设。2022 年 1 月子公司吴中医药与苏州吴中经开区招商局签署《用地项目投资协议书》，计划建设研发及产业化基地，项目总投资额约 17.3 亿元，建筑面积 161390 平方米，主要建设内容包括综合办公中心、生物创新中心、质检研发中心、注射剂楼、口服制剂楼、综合制剂楼、仓库及环保处理设施等，预计三年内完成主要生产车间、质检研发中心及相应配套设施建设，五年内完成全部项目建设。建设基地符合中国及欧美 GMP 标准，集现代药物实验室研究、中试放大研究和商

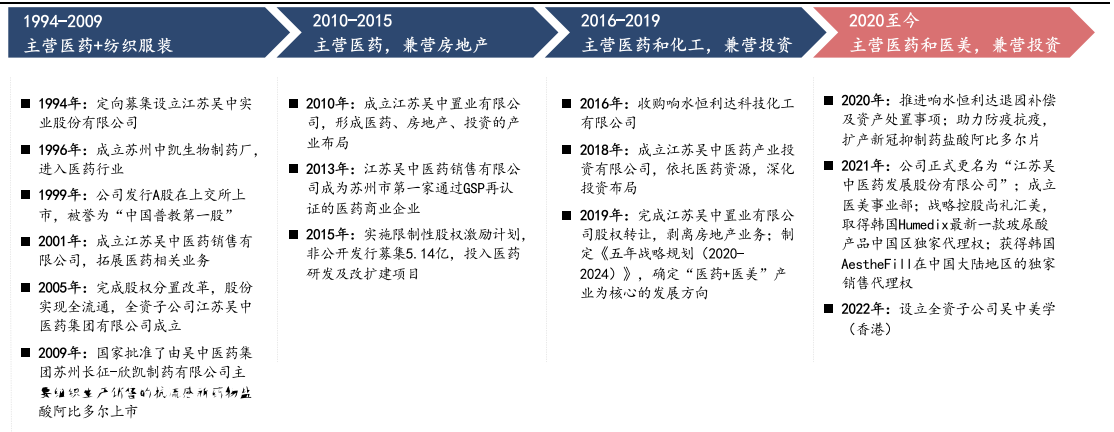
业规模化生产一体，可承接多剂型多品种 CDMO 业务，预计将于 2025 年投入使用。项目建成达产后，公司将进一步扩大生产规模，并逐步实现从 CMO 向 CDMO 的转型。

3、江苏吴中：立足医药夯实基本盘，进军医美打开增长点

3.1、历史沿革：深耕医药领域二十余年，医美赛道开启新的增长点

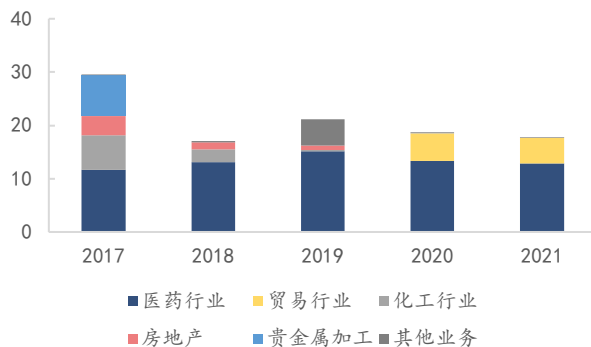
江苏吴中长期深耕医药行业，是一家融合了医药、医美及投资业务的综合性高新企业。江苏吴中成立于 1994 年，1999 年于上海证券交易所上市。在二十多年的发展历程中，江苏吴中不改医药公司的底色。近几年出于对行业发展前景的考量，公司先后剥离房地产、化工等业务，医药产业地位也因此日益凸显。目前公司在医药业务上已经形成了成熟完整的研产销体系，并依托药企基因及产业经验布局医美业务，确立了“以医药为核心、以投资赋能、进军医美领域拓宽商业版图”的发展战略。纵观公司的发展历程，大致可分为以下四个阶段：

- **第一阶段（1994-2009 年）：主营医药及服装，兼营重金属加工。**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织行业；1996 年成立苏州中凯生物制药厂，正式踏入医药领域；1999 年公司于上海证券交易所上市；2001 年成立江苏吴中医药销售有限公司，拓展医药相关业务。在 1994-2009 年期间，公司逐步形成以医药及服装为主，以重金属加工为辅的战略布局。
- **第二阶段（2010-2015 年）：主营医药，兼营房地产：**在房地产市场空前繁荣的时代背景下，2010 年公司转让江苏吴中服装集团有限公司股权，剥离服装业务，并成立了江苏中吴置业有限公司，形成了以医药为主、以房地产为重要产业、以投资为辅的战略布局。
- **第三阶段（2016-2019 年）：主营医药和化工，兼营投资：**为优化产业结构、提升盈利能力，公司于 2016 年收购大型染料中间体生产商响水恒利达科技化工有限公司；2019 年，房地产信贷政策收紧，房地产市场持续低迷，在此背景下，公司将江苏中吴置业有限公司股权转让，剥离房地产业务。在此期间，公司形成以“医药+化工”为双主业，以投资为辅的战略布局。
- **第四阶段（2020 年至今）：主营医药和医美，兼营投资：**面对医改新政深入推进、“321 响水爆炸事故”及工业园区关停等局面，2019 年公司制定了《五年战略规划（2020-2024）》，确定了以“医药+医美”为核心的发展战略；2021 年公司成立医美事业部，依托药企基因及产业经验正式布局医美领域，同年公司战略控股尚礼汇美，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；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。

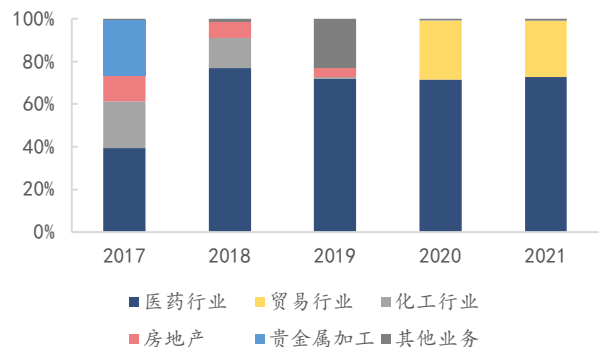
图 38、江苏吴中历史沿革


资料来源：公司官网、公司公告，信达证券研发中心

医药主业持续发力，医美布局加速推进。继贵金属、房地产与化工业务相继剥离后，公司已逐步形成“医药+医美”的产业格局。其中，医药板块由全资子公司江苏吴中医药集团组织运营，业务涉及基因药、化学药与中药产品的研发、生产和销售，产品覆盖抗病毒/抗感染、免疫调节、抗肿瘤、消化系统、心血管类等领域；医美板块则是依托药企基因以“并购+自研”的模式加速布局。从营业收入及其结构来看，医药业务营收呈现稳步增加态势，2018-2021年医药板块营收占比均为70%以上，为公司业绩提供有力支撑；而医美业务目前尚未释放，预计医美产品陆续获批上市后，管线或将迎来收获期。

图 39、分业务收入（亿元）


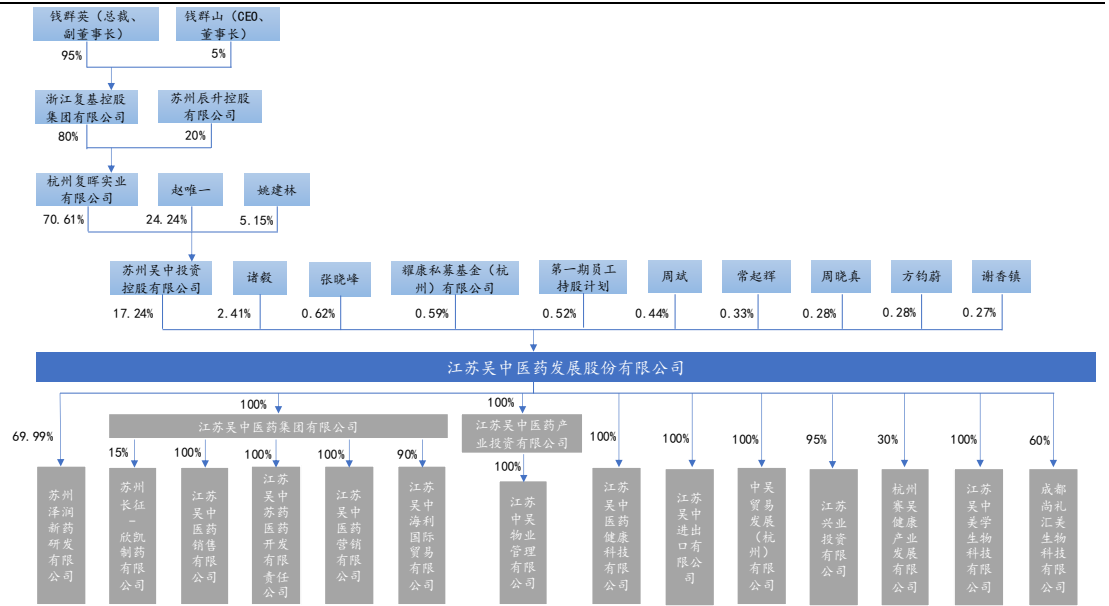
资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

图 40、分业务收入占总营收的比重


资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

3.2、管理团队：股权结构稳定，核心团队行业背景深厚

公司股权结构稳定，各子公司分工明确，医药业务实现全产业链覆盖。截止 2022Q3，公司第一大股东为苏州吴中控股集团有限公司，持股比例为 17.24%，其中公司实控人为现任总裁、副董事长钱群英，间接持股 9.25%，公司董事长及总裁系姐弟关系，家族持股结构稳定。江苏吴中旗下的子公司覆盖医药、医美、投资等板块，分别负责研发、生产、销售、贸易等环节。

图 41、江苏吴中股权结构


资料来源: Wind, 公司公告, 天眼查, 信达证券研发中心

核心管理团队具备丰富的医药研发、经营管理、投资并购经验。目前，钱群山先生担任公司董事长，钱群英女士为复基控股第一大股东，持股 95%，是江苏吴中实际控制人。公司董事、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。公司总裁助理项臻曾任麦格理资本大中华区投资银行部经理，具备丰富的投资并购经验。江苏吴中管理层兼具各方面人才，有助于公司全面协调发展。

表 10、江苏吴中管理层信息

姓名	年龄	职位	任职日期	简历
钱群山	49	CEO、董事长	2021-03-31	<ul style="list-style-type: none"> 工商管理硕士 曾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	总裁、副董事长	2019-10-25	<ul style="list-style-type: none"> 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
孙田江	51	副总裁、董事	2014-04-08	<ul style="list-style-type: none"> 制药工程硕士、管理学博士、研究员级高级工程师 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
朱菊芳	55	副总裁	2015-03-26	<ul style="list-style-type: none"> 曾任吴县青山白泥矿团委书记、党办副主任，吴县丝绸制品厂财务科长、仓库主任，吴县建行新区办事处储蓄所主任，江苏吴中实业股份有限公司董秘室主任兼证券事务代表，江苏吴中集团有限公司党委委员 曾荣获苏州市“新长征突击手”，苏州市三八红旗手，“金牌董秘”、“优秀董秘”、“最佳优秀董秘”称号
孙曦	41	财务总监	2019-04-18	<ul style="list-style-type: none"> 曾任浙江英特药业有限责任公司财务会计部副经理，杭州新中大软件股份有限公司财务总监，浙江英特集团股份有限公司财务与分析评价部副经理兼事业部财务总监，杭州世创电子技术股份有限公司财务总监兼董事会秘书，浙江复基控股集团有限公司总裁助理
顾铁军	41	董事会秘书、董事	2020-11-09	<ul style="list-style-type: none"> 曾任上海宏达矿业股份有限公司行政人事部总监、董事会秘书
项臻	28	总裁助理	2022-04-25	<ul style="list-style-type: none"> 上海交通大学金融学学士、复旦大学金融硕士、CFA 曾任麦格理资本大中华区投资银行部经理

资料来源: Wind, 公司公告, 信达证券研发中心

股权激励调动员工积极性。公司于2022年1月推出限制性股票激励计划，以3.68元/股的价格授予143名核心技术人员、核心业务人员共计412万股限制性股票，约占股本总额的0.58%。根据激励计划，以2021年营业收入和归母净利润为基数，设定2022-2024年增长率不低于10%/20%/30%的业绩考核目标。公司通过股权激励将核心员工利益与公司发展深度绑定，可以进一步调动员工积极性。

表 11、2021 年限制性股权激励计划

解除限售期	解禁比例	业绩考核目标（需满足下列两个条件之一）
第一个解除限售期	40%	1、以2021年营业收入为基数，2022年营业收入增长率不低于10%； 2、以2021年净利润为基数，2022年净利润增长率不低于10%。
第二个解除限售期	30%	1、以2021年营业收入为基数，2023年营业收入增长率不低于20%； 2、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%	1、以2021年营业收入为基数，2024年营业收入增长率不低于30%； 2、以2021年净利润为基数，2024年净利润增长率不低于30%。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3.3、财务概况：药品销售业务短期承压，静待医美业务破茧成蝶

业务结构调整影响收入表现，21年归母净利润扭亏为盈。出于对行业发展前景的考量，公司先后剥离房地产、贵金属加工、化工业务，基于此，公司营业收入由2016年的39.9亿元缩减至2021年的17.8亿元。具体来看，2016年公司收购响水恒利达，并表后营收增长；2017年公司转让兴瑞贵金属股权，营收有所下滑；2018-2020年化工园区环保整治叠加“321响水爆炸事故”，响水恒利达停产，营收进一步下滑。2020年公司归母净利润下降至-5.1亿元，一方面是由于公司与政府签订《响水生态化工园区企业退出补偿协议》，并计提大额资产减值准备所致；另一方面是由于疫情导致诊疗服务受限，药品销售业务承压。2021年随着疫情影响弱化以及化工业务完全剥离，公司归母净利润扭亏为盈至0.2亿元。

图 42、2016-2022 前三季度公司营收情况

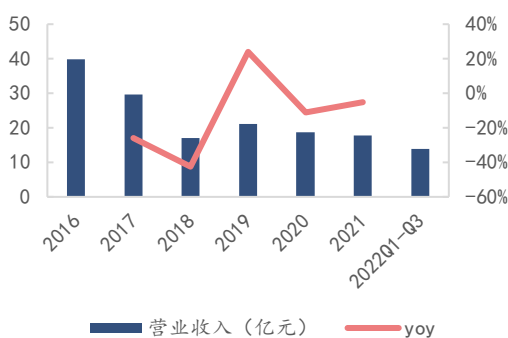
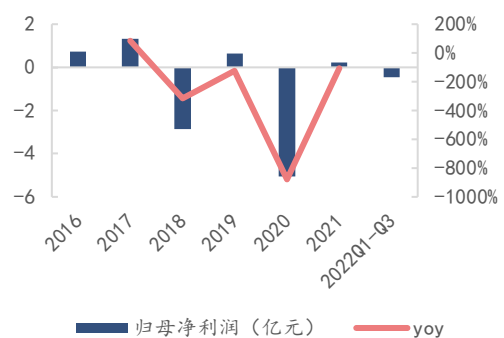


图 43、2016-2022 前三季度公司归母净利润情况



资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

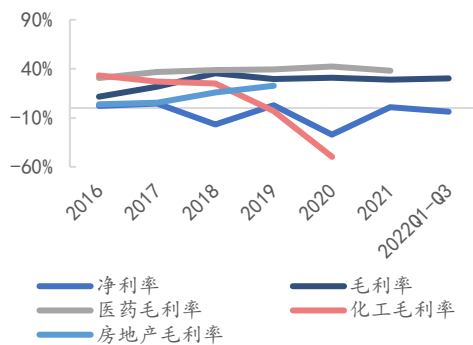
资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

疫情影响下 22 年前三季度业绩承压，医美业务尚未释放但有序推进中。2022 年前三季度公司实现营业收入 13.80 亿元；实现归母净利润-0.47 亿元，去年同期 0.49 亿元。营收及净利润短期承压，主要是由于 2022 年前三季度国内疫情多点散发，医药商业物流配送暂停，叠加医美业务前期组建费用支出所致。公司的医美赛道布局正有序推进中，

玻尿酸、胶原蛋白、再生针剂管线储备持续丰富，尽管当前医美业务尚未释放，但随着医美产品陆续上市，未来有望带动业绩提升。

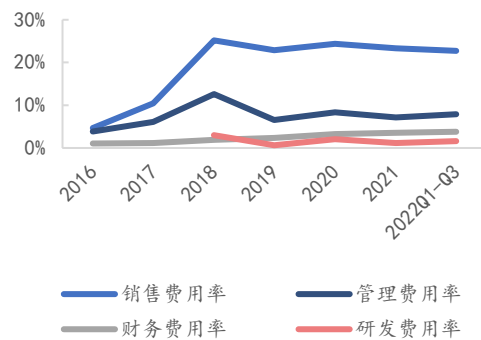
业务调整后毛利率稳中有增，期间费用管控较为得当。从毛利率来看，2019年以来毛利率维持30%左右且稳中有增，主要是由于公司剥离了毛利率相对较低的房地产等业务，并大力发展毛利率相对较高的医药业务；从费用端来看，在疫情反复影响经营的背景下，公司有意减少开支，期间费用率维持在35%左右；从净利率来看，2018、2020年净利率降幅较大，主要是由于响水恒利达因环保整治、所在园区爆炸停产，最终公司剥离该业务并计提大额减值准备所致。2022年前三季度，公司毛利率30.3%（+3.5pcts），其中医药业务毛利率44.7%（+6.9pcts）；销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为22.7%/6.2%/1.6%；净利率-3.51%（-6.76pcts）。

图 44、公司毛利率及净利率情况



资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

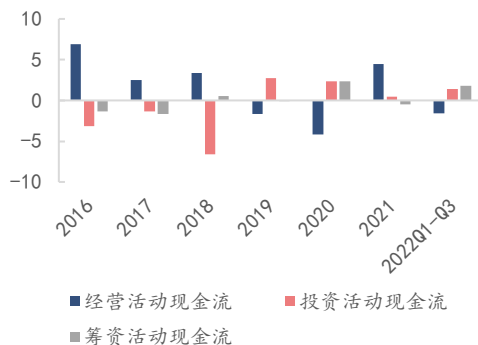
图 45、公司期间费用率情况



资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

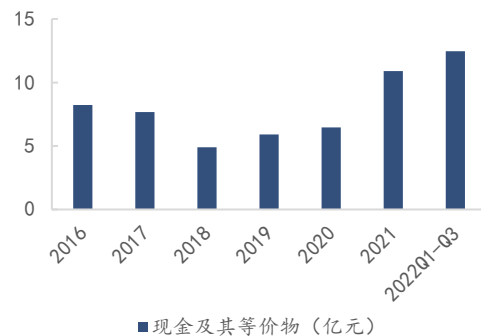
剥离地产及化工业务后，现金流情况有所好转。2019-2020年受预售房款和承兑汇票的影响，公司的经营活动现金流为负。随着地产、化工业务逐步剥离以及相应款项收回，公司现金流状况有所好转。2022年前三季度，公司经营活动现金流/投资活动现金流/筹资活动现金流分别为-1.62/1.39/1.80亿元。

图 46、公司现金流情况（亿元）



资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

图 47、公司各期末现金及其等价物



资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

4、盈利预测与投资建议

4.1、核心假设与盈利预测

公司在医药业务上已形成成熟完整的研产销体系，并依托药企基因及产业经验布局医美业务，确立了“以医药为核心、以投资赋能、进军医美领域拓宽商业版图”的发展战略。基于各行业发展趋势及公司产品竞争力分析，我们对医美、医药两大业务进行假设预测：

- **医美业务：**公司医美业务正处于起步发展阶段。1) 参考国内 III 类医疗器械临床至获批流程，预计再生针剂 AestheFill（爱塑美）有望于 2023 年三季度上市，参考爱塑美与伊妍仕定价水平，我们假设爱塑美内地出厂价为 5000 元，并跟随竞争格局扩容每年降价 100 元，预计 2023-2025 年间爱塑美内地市占率分别为 8%、15%、20%，则内地出货量分别为 2.0 万支、6.7 万支、12.9 万支，实现销售收入分别为 0.99 亿元、3.26 亿元、6.20 亿元。2) HARA 玻尿酸在内地的临床试验正在进行中，预计将于 2025 年上市，由于玻尿酸是医美的必争之地，赛道较为拥挤，因此预计 2025 年 HARA 玻尿酸的市占率为 2%，则 2025 年 HARA 玻尿酸的销售收入为 3.18 亿元。3) 预计 2022-2025 年其他医美收入（婴芙源敷料等业务）收入分别为 0.10 亿元、0.20 亿元、0.20 亿元、0.20 亿元。综上，2022-2025 年医美业务实现营收分别为 0.10 亿元、1.19 亿元、3.46 亿元、9.59 亿元。
- **医药业务：**公司的医药产品线基础稳固，主营产品覆盖抗感染/抗病毒、免疫调节、抗肿瘤、消化系统等多个领域，已经建成集研发、生产和销售为一体的完整产业链。2020 年新冠疫情爆发，诊疗服务受限叠加集采等影响导致医药业务营收下滑；2022 年前三季度受疫情影响，药品销售再次承压。展望未来，公司将坚持发力医药主业，加快仿制药研发、一致性评价项目、拓展 CDMO 业务，并扩充现有产品管线。目前公司的核心产品暂无集采风险，眼科用药与骨骼肌松弛药有望加速放量，整体看医药业务收入或将企稳回升，预计 2022-2025 年医药业务营收分别为 13.71 亿元、15.99 亿元、18.09 亿元、19.38 亿元。

综上假设，我们预计 2022-2024 年公司分别实现营收 19.04 亿元、22.73 亿元、27.39 亿元，分别实现归母净利润-0.85 亿元、0.33 亿元、1.45 亿元，对应毛利率水平达 29.06%、32.00%、36.00%，对应净利率水平达-4.44%、1.46%、5.28%。

表 12、公司分业务收入预测（单位：亿元）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	18.72	17.75	19.04	22.73	27.39
营收 yoy	-11.29%	-5.14%	7.26%	19.37%	20.51%
归母净利润	-5.06	0.23	-0.85	0.33	1.45
毛利率	30.74%	28.83%	29.06%	32.00%	36.00%
净利率	-27.12%	1.16%	-4.44%	1.46%	5.28%
医美业务收入	-	-	0.10	1.19	3.46
医美收入 yoy	-	-	-	1090.00%	190.41%
医美业务净利润	-	-	-	0.36	1.04
医美业务毛利率	-	-	-	78.00%	78.00%
医美业务净利率	-	-	-	30%	30%
医药业务收入	13.38	12.91	13.71	15.99	18.09
医药收入 yoy	-11.66%	-3.49%	6.18%	16.60%	13.16%
医药业务毛利率	42.34%	38.25%	38.25%	38.25%	38.25%
贸易业务收入	5.18	4.69	5.07	5.37	5.64
贸易收入 yoy	-	-9.41%	8.00%	6.00%	5.00%
贸易业务毛利率	3.49%	4.20%	4.00%	4.10%	4.05%
其他业务收入	0.14	0.15	0.16	0.18	0.19
其他收入 yoy	-97.22%	7.96%	10.00%	10.00%	10.00%
其他业务毛利率	-61.11%	-11.76%	5.00%	5.00%	5.00%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

4.2、弹性测算

考虑到新品获批及推广的不确定性，我们对重磅产品 AestheFill（爱塑美）的业绩进行弹性测算。在乐观情况下，预计 2022-2024 年实现营业收入分别为 19.04 亿元、22.98 亿元、28.48 亿元，较原假设变动 0%/29.41%/30.56%；在悲观情形下，预计 2022-2024 年实现营业收入分别为 19.04 亿元、22.36 亿元、26.31 亿元，归母净利润分别为 -0.85 亿元、0.19 亿元、1.01 亿元，归母净利润较原假设变动 0%/-44.12%/-29.86%。

表 13、AestheFill（爱塑美）收入弹性测算（单位：亿元）

	2022E	2023E	2024E	2025E
PLLA 市场规模（亿元）	6.51	12.41	21.76	31.03
乐观				
AestheFill 市占率		10%	20%	25%
AestheFill 收入（亿元）		1.24	4.35	7.76
AestheFill 净利润（亿元）		0.37	1.31	2.33
AestheFill 净利率		30%	30%	30%
原假设				
AestheFill 市占率		8%	15%	20%
AestheFill 收入（亿元）		0.99	3.26	6.21
AestheFill 净利润（亿元）		0.30	0.98	1.86
AestheFill 净利率		30%	30%	30%
悲观				
AestheFill 市占率		5%	10%	15%
AestheFill 收入（亿元）		0.62	2.18	4.65
AestheFill 净利润（亿元）		0.19	0.65	1.40
AestheFill 净利率		30%	30%	30%

资料来源：信达证券研发中心

4.3、投资建议

我们认为公司医药业务受疫情影响阶段性承压，后续随着疫情影响减弱有望逐步恢复，医美业务依托药企基因以“并购+自研”模式加速布局，重磅产品 AestheFill（爱塑美）有望于 2023 年三季度上市并逐步抢占市场份额，成为公司业绩的新增长点。基于此，我们预计 2022-2024 年公司实现营收分别为 19.04 亿元、22.73 亿元、27.39 亿元，归母净利润分别为-0.85 亿元、0.33 亿元、1.45 亿元，每股收益分别为-0.12 元、0.05 元、0.20 元。截至 2023 年 3 月 1 日收盘价，对应 2022-2024 年 PE 分别为-77 倍、194 倍、45 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

5、风险提示

- **医药、医美行业政策风险：**医药、医美行业均属于政策强监管行业，若行业政策出现调整，可能对公司产品结构与研发计划产生影响。
- **新品获批及推广不及预期：**爱塑美可能存在获批进度不及预期的风险；此外，新品推广受医生、渠道等多因素影响，若产品放量不及预期，公司盈利能力将受影响。
- **新药研发及注册风险：**在研项目研发与审评时间周期长，面临较大不确定性。
- **大股东高比例股权质押风险：**截至 2023 年 2 月 26 日，公司第一大股东质押占持有股份比例达 82.93%。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	2,680	2,684	2,331	2,274	2,532	
货币资金	684	1,131	509	465	492	
应收票据	534	0	0	126	102	
应收账款	687	760	933	835	991	
预付账款	17	18	20	15	18	
存货	155	126	217	176	270	
其他	604	649	652	655	660	
非流动资产	1,024	1,074	1,084	1,096	1,108	
长期股权投资	395	395	395	395	395	
固定资产(合计)	294	244	270	297	323	
无形资产	61	111	98	84	70	
其他	274	324	321	320	319	
资产总计	3,704	3,758	3,416	3,370	3,640	
流动负债	1,595	1,696	1,458	1,399	1,545	
短期借款	1,051	1,116	916	716	716	
应付票据	0	21	2	2	3	
应付账款	240	132	131	170	171	
其他	304	427	409	512	654	
非流动负债	257	186	166	145	125	
长期借款	229	167	147	127	107	
其他	27	18	18	18	18	
负债合计	1,852	1,881	1,623	1,544	1,670	
少数股东权益	4	22	22	22	22	
归属母公司股东权益	1,848	1,855	1,770	1,804	1,948	
负债和股东权益	3,704	3,758	3,416	3,370	3,640	

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,872	1,775	1,904	2,273	2,739
同比(%)	-11.3%	-5.1%	7.26%	19.37%	20.51%
归属母公司净利润	-506	23	-85	33	145
同比(%)	-884.7%	104.5%	-472.3%	139.5%	332.8%
毛利率(%)	30.7%	28.8%	29.1%	32.0%	36.0%
ROE%	-27.4%	1.2%	-4.78%	1.85%	7.42%
EPS(摊薄)(元)	-0.71	0.03	-0.12	0.05	0.20
P/E	—	285.04	—	193.92	44.80
P/B	3.50	3.49	3.66	3.59	3.32
EV/EBITDA	909.64	226.62	-352.24	63.50	28.45

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	1,872	1,775	1,904	2,273	2,739	
营业成本	1,296	1,264	1,351	1,546	1,753	
营业税金及附加	14	12	16	18	21	
销售费用	456	415	445	489	581	
管理费用	120	105	129	134	159	
研发费用	37	21	33	27	33	
财务费用	60	63	61	51	44	
减值损失合计	-357	-2	-16	-16	-16	
投资净收益	16	18	18	18	18	
其他	-29	124	19	19	19	
营业利润	-481	37	-109	30	169	
营业外收支	-23	3	3	11	12	
利润总额	-504	39	-106	42	181	
所得税	3	19	-21	8	36	
净利润	-508	21	-85	33	145	
少数股东损益	-1	-2	0	0	0	
归属母公司净利润	-506	23	-85	33	145	
EBITDA	5	28	-20	109	242	
EPS(当年)(元)	-0.71	0.03	-0.12	0.05	0.20	

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-415	448	-301	257	120
净利润	-508	21	-85	33	145
折旧摊销	88	51	30	30	30
财务费用	64	65	65	52	46
投资损失	-16	-18	-18	-18	-18
营运资金变动	-452	434	-307	155	-87
其它	409	-104	13	5	4
投资活动现金流	236	43	-36	-28	-28
资本支出	14	43	-3	6	6
长期投资	5	-134	-53	-53	-53
其他	217	135	20	19	19
筹资活动现金流	236	-46	-285	-273	-66
吸收投资	0	0	0	0	0
借款	1,769	1,438	-220	-220	-20
支付利息或股息	-63	-62	-65	-52	-46
现金流净增加额	57	445	-622	-44	26

研究团队简介

- 刘嘉仁，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。
- 王越，美护&社服高级分析师。上海交通大学金融学硕士，南京大学经济学学士，2018年7月研究生毕业后加入兴业证券社会服务小组，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美、社会服务行业。
- 周子莘，美容护理分析师。南京大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士，曾任兴业证券社会服务行业美护分析师，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。
- 涂佳妮，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022年11月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。
- 李汶静，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com

华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券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并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。