

华东医药(000963)

报告日期: 2021 年 4 月 1 日

# 工商一体医药龙头，抢滩高端医美蓝海

——华东医药系列深度报告之一

✍ 分析师: 余剑秋 S1230520080007  
☎ 联系人: 汤秀洁  
✉ 邮箱: tangxiujie@stocke.com.cn

## 报告导读

医美篇: 通过收购全资子公司+参股+战略合作等方式, 开启“微创+无创”医美新时代, 形成包含玻尿酸、胶原蛋白刺激剂、A 型肉毒素、埋植线、能量源设备的综合化产品集群, 产品管线布局、技术水平及覆盖领域均处于行业前列。

## 投资要点

□ 华东医药如何抢滩医美蓝海? ——收购全资子公司+参股+战略合作等, 依托四大研发中心+5 大生产基地

医美赛道步步为营, 从经销商转型产品供应商。1) 2013 年成功取得韩国玻尿酸伊婉品牌独家代理权公司, 将其塑造为中国最热销玻尿酸 (按入院价口径); 2) 2018 年收购英国医美公司 Sinclair 全部股权, 布局长效微球、玻尿酸以及面部提拉埋线等产品; 3) 2019 年入股美国 R2, 布局医美领域冷冻祛斑和美白相关医疗器械; 4) 2020 年与瑞士专业医美研发公司 Kyline Laboratoires 签署协议, 获得其 MaiLi 系列新型含利多卡因透明质酸填充物(玻尿酸)产品的全球独家许可; 5) 2020 年与韩国上市公司 Jetema 签署战略合作协议, 获得其 A 型肉毒素产品在中国的独家代理权; 6) 2021 年收购西班牙能量源型医美器械公司 High Tech, 布局冷冻溶脂及激光脱毛等系列产品。

开启“微创+无创”医美新时代。玻尿酸 (2023 年起代理伊婉, 2020 年引入 MaiLi 玻尿酸, 定位高端并对标乔雅登丰颜, 预计 2024E 有望获批)+少女针 (预计 2021H1 有望获批, 与童颜针同台竞争)+埋置线 (首款 3D 锥形埋线, 临床阶段, 预计 2023E 有望获批)+肉毒素 (代理韩国 JetemaA 型肉毒素, 预计 2025E 有望获批)+利拉鲁肽注射液 (2020 年肥胖适应症进入三期临床试验, 预计 2022E 有望获批)+医疗器械 (布局冷冻减脂、祛斑和脱毛等市场, 部分产品已在国内外上市, 预计 2021E-2025E 及以后全球范围内陆续获批上市)。

□ 为什么看好医美赛道? ——颜值经济崛起大趋势下, 成长确定性和爆发性凸显的极佳赛道

颜值经济下, 美容变迁历程为“基础护肤品→功能性护肤品→医美”, 医美是能代表下一阶段美容时代性机遇的赛道。目前我国美容市场处于基础护肤品普及、功能性护肤品高增长、医美消费爆发阶段。Euromonitor 数据显示, 近 5 年化妆品市场复合增速约 10%, 其中功能性护肤赛道复合增速约 20%, 而 Frost&Sullivan、ISAPS 和新氧大数据等均显示医美行业复合增速高于 20%。

细拆医美行业, 注射项目增速高于行业平均, 是“功能性护肤品→医美”过渡最顺利的项目。三大原因解读注射类高增长: 1) 效果佳: 相比护肤品, 注射医美效果可谓立竿见影, 极大激发消费欲望。2) 心理负担低: 耗时短 (通常 5-30 分钟)、风险低、恢复快、线上平台分享多, 降低消费者顾虑。3) 财务有支撑: 单次价格集中 500-5000 元/次, 与护肤套装价格重合度高, 消费能力过渡自然。

□ 医美赛道适合投资产业链什么环节? ——上游供应商, 集中度高、议价能力强, 受益确定性和强度相对有保障

上游技术壁垒和资质壁垒高筑, 寡头竞争格局下受益确定性和受益强度相对有保障。医美产业链可以分解成供应商、经销商、医疗服务机构和获客渠道。其

## 评级

## 买入

上次评级

当前价格

¥ 38.80

## 单季度业绩

元/股

3Q/2020

0.39

2Q/2020

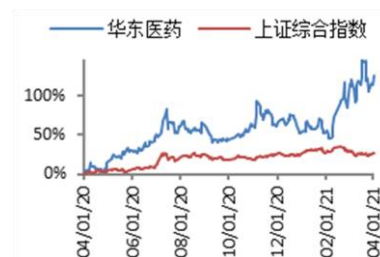
0.36

1Q/2020

0.66

4Q/2019

0.35



## 公司简介

## 覆盖分析师

中小盘分析师: 余剑秋

执业证书编号: S1230520080007

yujianqiu@stocke.com.cn

中小盘研究助理: 汤秀洁

执业证书编号: S1230120070032

tangxiujie@stocke.com.cn

医药分析师: 孙建

执业证书编号: S1230520080006

sunjian@stocke.com.cn

医药研究助理: 毛雅婷

执业证书编号: S1230120080071

maoyating@stocke.com.cn

报告撰写人: 余剑秋

联系人: 汤秀洁

中经销商、医疗服务机构市占率相对分散，难以形成标准化，且格局更替较快。而上游供应商技术壁垒和资质壁垒较高，研发和注册流程可长达 3-8 年，个别项目达到 10 年以上，因此供应商竞争格局相对稳定，对分散的下游客户具有较强议价能力。

#### □ 盈利预测及估值

公司积极抢滩医美蓝海市场，在产品差异化和稀缺性、以及项目储备方面可圈可点，未来医美领域看点多多，潜力大空间广。预计 2020-2022 归母净利润分别为归母净利润分别为 29、31、37.2 亿元，同比增长 3.2%、6.7%、20.2%；对应 EPS 分别为 1.66、1.77、2.13 元/股，给予买入评级。

□ **风险提示：**市场竞争加剧的风险、产品注册批件无法获批的风险、新药研发风险、公司战略失误的风险、医美业务占比较低有一定不确定性等。

#### 财务摘要

(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	35446	34446	38059	42704
(+/-)	15.60%	-2.82%	10.49%	12.20%
净利润	2813	2902	3097	3723
(+/-)	24.08%	3.16%	6.73%	20.19%
每股收益(元)	1.61	1.66	1.77	2.13
P/E	24.13	23.40	21.92	18.24

## 正文目录

<b>1. 工商业一体医药龙头，外延布局抢滩医美蓝海</b>	<b>5</b>
1.1. 深耕慢病管理领域，医美布局逐渐成形	5
1.2. 收入利润稳健增长，ROE 远超行业均值	5
1.3. 股权结构相对集中，高管团队成员稳定	7
<b>2. 行业：医药工商为基础，医美崛起进行时</b>	<b>7</b>
2.1. 医药：从仿制走向创新，从跟随迈向引领	8
2.2. 医美：基础护肤→功能性护肤→轻医美，直击颜值焦虑	8
2.3. 互联网改变消费认知，医美不再是小众消费	10
2.4. 非手术项目最获青睐，注射类成为入门首选	11
<b>3. 医药工业+医药商业+医美业务各有看点</b>	<b>14</b>
3.1. 医药工业：深耕专科、慢病用药及特殊用药领域	14
3.2. 医药商业：中西药、医疗器械、药材参茸、健康产业四大业务	18
3.3. 医美板块：布局玻尿酸、埋置线、肉毒和冷冻等多项轻医美	18
3.3.1. 玻尿酸：伊婉+Mali	20
3.3.2. 胶原蛋白刺激剂：Ellanse（少女针）	23
3.3.3. 埋线：全球首款 3D 锥形埋置线	24
3.3.4. 肉毒素：合作韩国 Jetema	26
3.3.5. R2 公司：医疗器械 F1 冷冻祛斑和 F2 美白，生活美容 F0	27
3.3.6. High Tech 公司：冷冻溶脂和激光脱毛	28
<b>4. 盈利预测</b>	<b>30</b>
<b>5. 风险提示</b>	<b>33</b>

## 图表目录

图 1：公司医药工业+医药商业+医美三大业务布局	5
图 2：公司近 10 年收入复合增长 16.3%至 354 亿元	6
图 3：公司近 10 年归母净利润复合增长 22.2%至 28 亿元	6
图 4：华东医药连续 13 年 ROE 大于 20%	6
图 5：销售费用率、研发费用率显著高于行业平均水平，管理费用率处于行业合理区间	7
图 6：华东医药股权结构，远大集团薇控股股东	7
图 7：华东医药积极布局科研创新	8
图 8：中国消费者对变美与抗衰老的追求正在进阶化，医美将成为未来热点	9
图 9：18 年全球医美市场规模 1357 亿美元，5 年复合增速 8%	10
图 10：2018 年中国医美消费每千人诊疗次数仅为韩国的 1/6	10
图 11：中国医美行业获客渠道丰富	11

图 12: 互联网已成为非手术类医美信息最重要获客渠道 .....	11
图 13: 2018 年 66% 的人对医美整形持有积极态度 .....	11
图 14: 2018 年“取悦自己”成为医美最大的消费动机, 占 57% .....	11
图 15: 医美非手术项目相比手术项目单价低、单次治疗时长短、效果持续时间短 .....	12
图 16: 2017 年中国医疗美容非手术占比 70%, 高于全球平均 .....	12
图 17: 非手术医美占比逐年提升, 增速高于手术项目 .....	12
图 18: 14-18 年中国非手术类医美市场 CAGR 35% 至 1028 亿元 .....	13
图 19: 预计 16-20 年中国非手术类医美客户 CAGR 53% .....	13
图 20: 19 年中国非手术之注射项目占比 57%, 高于日美 15pct .....	13
图 21: 19 年玻尿酸与肉毒素注射的增速分别为 53% 与 91% .....	13
图 22: 华东医药全球业务合作方及医美业务国际布局图 .....	14
图 23: 华东医药工业发展复盘 .....	15
图 24: 华东医药糖尿病领域全产品布局 (研发进度截至 2020 年 6 月) .....	15
图 25: 中国肥胖率与超重率变化趋势 .....	18
图 26: 我国上市的 GLP-1 受体激动剂产品 .....	18
图 27: 医药商业板块销售收入及占总营业收入比重 .....	18
图 28: 公司医药商业浙江全省网络覆盖图 .....	18
图 29: 华东医药全球业务合作方及医美业务国际布局图 .....	20
图 30: 伊婉产品线为伊婉 C、伊婉 V、伊婉 C Plus (致柔)、伊婉 V Plus (致美) .....	21
图 31: 2019 年玻尿酸医美市场中, 伊婉以 22.6% 市占率位居第一 .....	23
图 32: 某品牌童颜针产品作用机制, PLLA 与水混合后再注射 .....	24
图 33: Silhouette Instalift 埋线的形状为锥形 (3D 铃铛形状) .....	25
图 34: 其他埋置线形状通常为平滑线、螺旋线和锯齿线 .....	25
图 35: 肉毒素应用领域覆盖医美、神经系统和泌尿系统 .....	26
图 36: 中国合规医疗美容肉毒素市场规模 (2015-2024E) .....	27
图 37: 某品牌冷冻溶脂产品的工作原理 .....	30
表 1: 2021 年新收购项目 .....	16
表 2: 我国利拉鲁肽注射液临床试验登记一览 .....	16
表 3: 医美产品矩阵覆盖玻尿酸+胶原蛋白刺激+埋线+肉毒+肥胖症+光电等品类 .....	19
表 4: 华东医药四大医美平台: 全资子公司英国 Sinclair、西班牙 High Tech 以及参股公司美国 R2、瑞士 Kyleane .....	19
表 5: NMPA 获批上市的医美注射用透明质酸钠产品情况 .....	22
表 6: 少女针与相似产品对比 .....	24
表 7: 爱美客和韩士生科获批 PPDO 面部埋置线 .....	25
表 8: 中国已获批和申报中肉毒素产品一览 .....	27
表 9: 中国市场上部分主流光电医美器械一览 .....	28
表 10: High Tech 已上市和在研产品一览 .....	29
表 11: 2030E 中国轻医美行业规模和华东医药在国内销售规模测算 .....	31
表 12: 公司细分业务盈利预测 .....	32
表附录: 三大报表预测值 .....	34

## 1. 工商业一体医药龙头，外延布局抢滩医美蓝海

### 1.1. 深耕慢病管理领域，医美布局逐渐成形

公司业务覆盖医药全产业链，以医药工业为主导，积极拓展医药商业和医美产业，已发展成为集医药研发、生产、经销为一体的大型综合性医药公司。

1) 医药工业：收入占比 30%，毛利率 83%，公司利润主要来源，深耕专科、慢病用药及特殊用药领域。核心子公司中美华东深耕慢性肾病、糖尿病、移植免疫、消化等四大产品线，拥有阿波卡糖、百令胶囊等明星产品，2019 年中美华东收入突破百亿大关，达 105.08 亿元。

2) 医药商业：收入占比 69%，毛利率 7.7%，公司收入主要来源，模式创新进行中。拥有中西药、医疗器械、药材参茸、健康产业四大业务板块，涵盖医药批发、医药零售、以冷链为特色的第三方医药物流、医药电商、医院增值服务及特色大健康产业。2019 年公司的医药商业板块营收达到 251 亿元，继续保持浙江省龙头地位，疫情负面影响正被产品结构调整和运营效率提升逐步消化。

3) 医疗美容：并购+战略合作布局多项轻医美，积极抢滩高端医美蓝海。2018 年收购英国医美公司 Sinclair 全部股权，布局长效微球、玻尿酸以及面部提拉埋线等产品；2019 年入股美国 R2，布局医美领域冷冻祛斑和美白相关医疗器械；2020 年与瑞士专业医美研发公司 Kylene Laboratoires 签署协议，获得其 MaiLi 系列新型含利多卡因透明质酸填充物(玻尿酸)产品的全球独家许可；2020 年与韩国上市公司 Jetema 签署战略合作协议，获得其 A 型肉毒素产品在中国的独家代理权，进一步补充华东医美板块产品管线。

图 1：公司医药工业+医药商业+医美三大业务布局



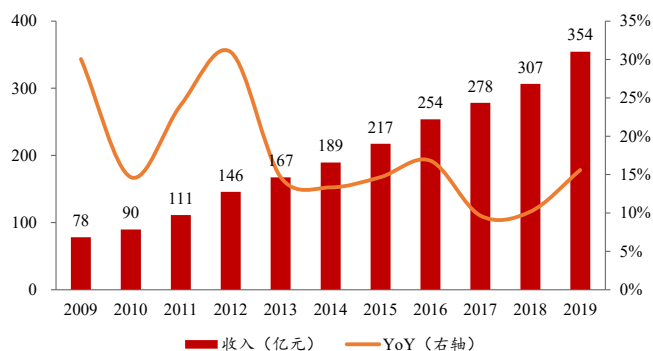
资料来源：公司公告，公司官网，浙商证券研究所

### 1.2. 收入利润稳健增长，ROE 远超行业均值

2009-2019 年，公司收入和归母净利润分别复合增长 16.3%、22.2%，核心子公司中美华东增长良好推升盈利。收入从 2009 年的 78 亿元提升至 2019 年的 354 亿元，CAGR16.3%；归母净利润从 2009 年的 3.8 亿元提升至 2019 年的 28.1 亿元，CAGR22.2%。收入增长的主要原因：1) 医药商业运营效率持续提升，增长稳健，2019 年，公司医药商业版块实现收入 251 亿元，占总收入 69%。2) 医药工业秉承“以科研为基础、以患者为中心”的理念，持续加大研发投入，营业收入增长快速，2019 年突破百亿大关。

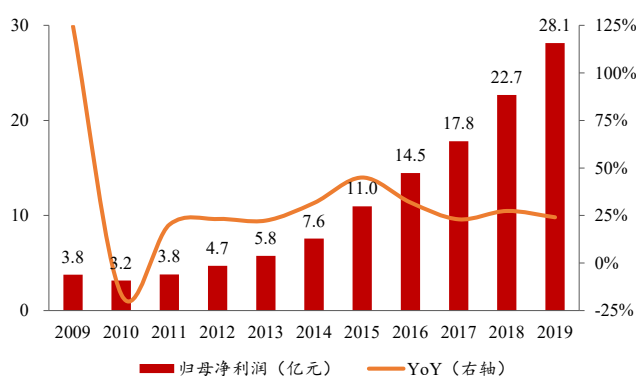


图 2：公司近 10 年收入复合增长 16.3%至 354 亿元



资料来源：浙商证券研究所

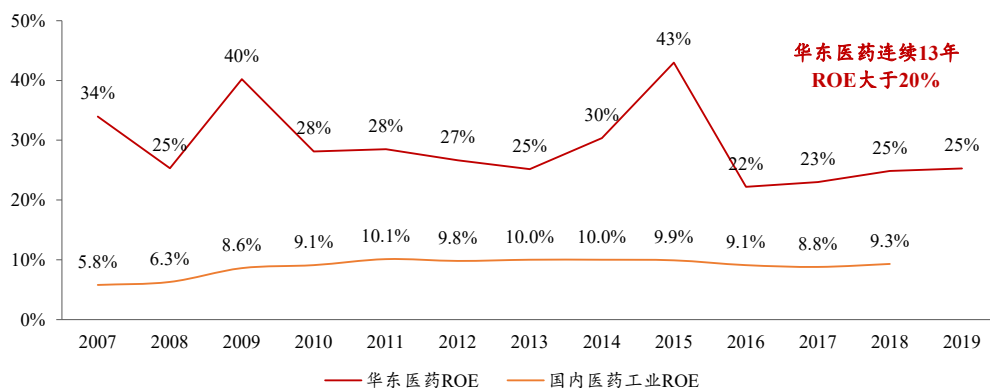
图 3：公司近 10 年归母净利润复合增长 22.2%至 28 亿元



资料来源：浙商证券研究所

毛利率和净利率逐步提升，ROE 高于 20%，盈利能力较强。2014-2019 年，毛利率从 21.98%提升至 32.05%，带动净利率从 4.98%提升至 8.25%，净资产收益率始终保持 20% 以上高位，远超行业平均水平。

图 4：华东医药连续 13 年 ROE 大于 20%

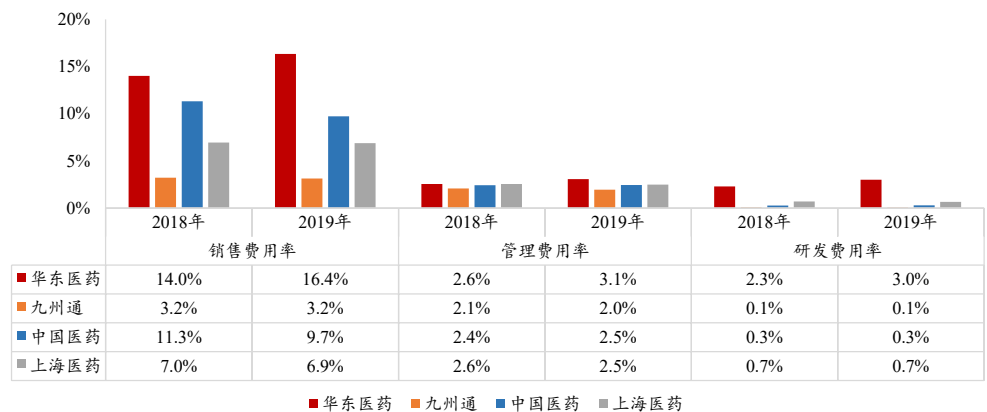


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

备注：国内医药工业 ROE 数据来自国资委、同花顺 ifind

公司是国内少有的医药工商业一体龙头，销售费用率、研发费用率明显高于行业平均水平，管理费用率接近行业均值。1）销售费用：2019 年销售费用达 58 亿元，同比增长 34.9%，销售费用率为 16.4%；2）管理费用：2019 年公司管理费用 11 亿元，同比增长 39.5%，管理费用率 3.1%，与行业均值接近；3）研发费用：2019 年共投入 10.7 亿元用于研发，同比增长 52%，研发费用率 3.0%高于行业平均水平，加大研发投入夯实龙头地位。

图 5：销售费用率、研发费用率显著高于行业平均水平，管理费用率处于行业合理区间



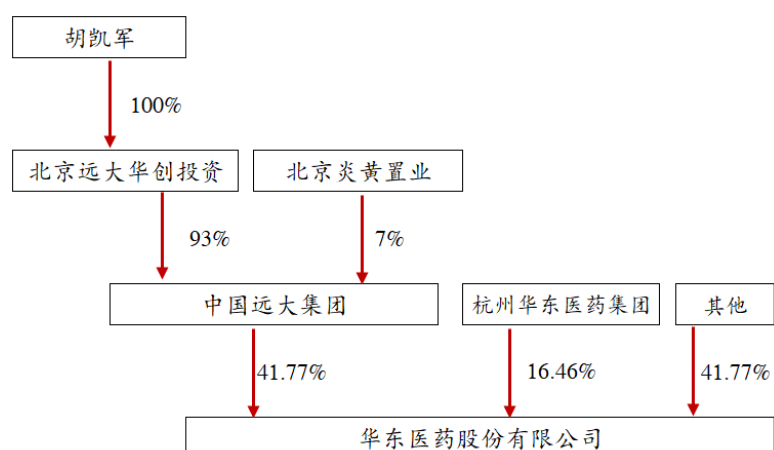
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 1.3. 股权结构相对集中，高管团队成员稳定

华东医药控股股东为远大集团，持股比例 41.77%，实际控制人为胡凯军。第二大股东为杭州华东医药集团有限公司，持股比例为 16.46%。公司曾于 2016 年 2 月 18 日完成每股 67.31 元，总计 35 亿元的定向增发，其中远大集团认购 32.9 亿元，持股比例由 35.50%变为 41.77%；第二大股东杭州华东医药集团有限公司认购 2.1 亿元。

高管团队稳定，在公司平均工作年限较长。1) 董事长：吕梁先生，2010 年 4 月至今担任本公司董事、副总经理、总经理、董事长。2) 总经理：李阅东先生，2014 年 4 月起担任华东医药股份有限公司董事，2016 年 8 月起担任华东医药股份有限公司副总经理，后任总经理。3) 副总经理：周顺华先生：1978 年 12 月加入华东制药厂，历任公司宣传干事、经营部经理、上海办事处主任、上海大区经理、中美华东副总经理，2009 年至今任副总经理。

图 6：华东医药股权结构，远大集团为控股股东



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

## 2. 行业：医药工商为基础，医美崛起进行时

## 2.1. 医药：从仿制走向创新，从跟随迈向引领

中国医药行业近年来政策驱动下正处于深刻变革进程中。受医保控费的影响，2018年底开始的仿制药带量采购是国内药品采购的第一次市场化改革，也为医药行业带来了回归患者的价值导向。这种市场化改革带来了国内专利过期原研药的大幅降价以及成熟仿制药之间的价格竞争，重塑了医药行业的流通价值链，虽然使医药行业进入整体增速放缓的新常态，但也促使医药行业未来更加规范化和集中化，加速与国际接轨，促进了制药企业加快转型升级，加大高端仿制药的开发和创新药领域的投入的进程。仿制药和创新药业务和品种布局、全球化供应链体系的选择、质量和成本的控制、品种的差异化立项都将成为制药企业未来市场战略的重要考虑因素。

中国医药产业在政策推动下迎来新格局，医药产业发展主题逐渐由仿制切换到创新，药物创新成为支撑企业未来发展的核心动力，也是医药企业的必然选择。新修订的《中华人民共和国药品管理法》于2019年12月1日正式施行，总则中明确规定国家鼓励研究和创制新药。国家对创新药物的政策支持力度不断加大，不仅体现在药品上市许可持有人制度MAH、临床价值导向、创新审评机制的落地等审批过程的改革，在医保支付端的支付力度也在不断提升。药物经济学在医保谈判中的指导和应用、DRGs（疾病诊断分组）的逐步推行、对于改变医疗行为，降低不合理用药比例，促进产品回归临床价值起到积极作用。这些政策的集中出台也预示着未来医保考核机制将从单纯控费转变为以医疗质量和安全为核心，中国医药行业监管将更严格、医药市场将更加规范、优胜劣汰的形势更加严峻。未来在国家鼓励创新政策带来的红利下，必将极大提升制药企业研发创新积极性，重塑国内化学制药行业格局、推动医药企业从普通仿制药向高质量仿制药、改良型新药以及创新药、生物药等领域实现跨越和转型。

随着药品审评进一步制度化和规范化，国家对药品违法的管理处罚力度不断也在增强。这就要求医药企业将“合规”和“风控”的理念贯穿于生产，研发，管理、营销、经营的各个环节。对国内医药企业来说，只有深刻理解并顺应中国医药行业发展趋势，拥抱创新，抓住机会，在商业化能力、药品临床价值、学术推广、临床影响力、商业策略、政策事务和市场准入等方面全方位提升，才能促进自身的可持续发展。

图 7：华东医药积极布局科研创新



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

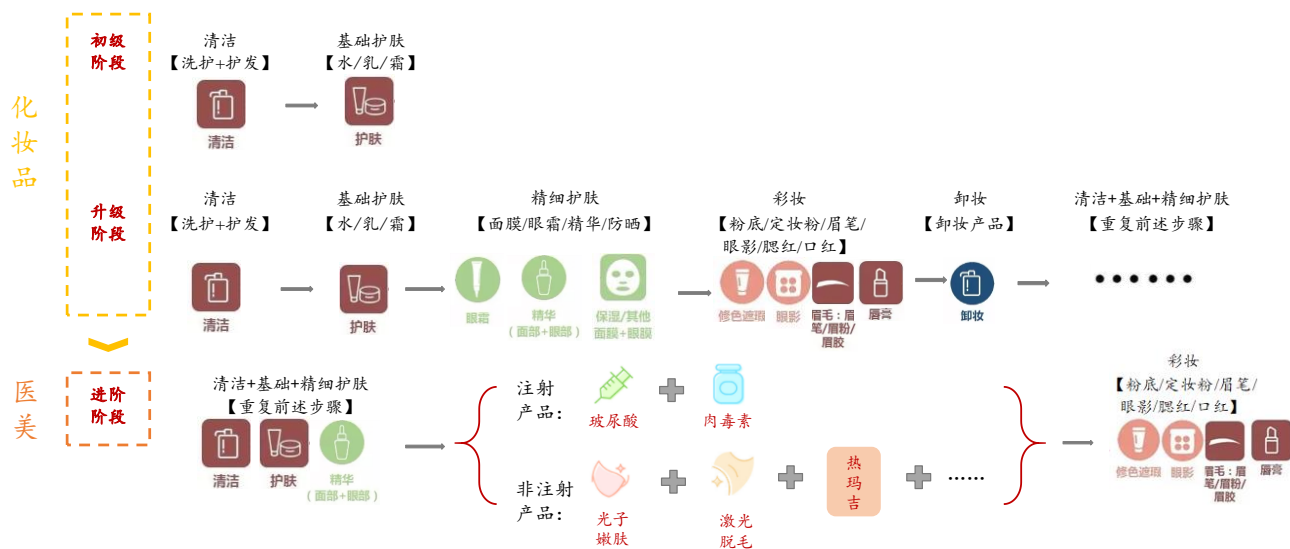
## 2.2. 医美：基础护肤→功能性护肤→轻医美，直击颜值焦虑



依据发达市场历史经验，变美与抗衰老的发展历程为“基础护肤→功能性护肤→医美（首先向非手术类医美过渡）”。黑格尔在《美学》中写道：“精神的表现尽管贯穿整个身体，却大部分集中在面部构造上。”在中国居民可支配收入提升、媒体时代促进信息获取便捷性、国际消费巨头完成消费者教育三大驱动因素下，颜值经济崛起，消费者重视迎合内心“变美的欲望+衰老的恐慌”。在变美的道路上，医美产品亦成为了消费者继化妆品之后的进阶选择。目前我国美容市场处于基础护肤普及、精细护肤高增长、医美消费爆发阶段。以水乳霜为基础护肤品基本普及，增长趋于平缓；以眼霜、精华为代表的精细护肤品高增长，这也是为什么近两年国货美妆抱团推出抗衰领域超级单品，如珀莱雅红宝石精华、双抗精华，丸美小红笔眼霜；同时消费者对医美的态度经历了“抗拒→犹豫→尝新”的变化，以明星引领、中高端消费者为主流群体的人士逐渐向医美项目过渡。

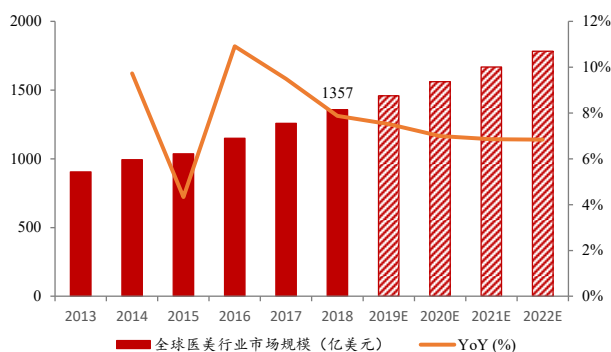
美容效果佳+心理负担轻+财务有支撑，共同保障消费者由化妆品向非手术类医美的顺利过渡。1) 在外形改善方面，非手术类医美产品效果佳。化妆品往往见效较慢，且需要长期坚持使用。此外，化妆品效果也收消费者自身肤质、五官轮廓的限制，只能帮助消费者在先天基因的范围尽可能地变美。而非手术类医美产品则不同，在注射/手术后的短期时间内即可显现产品效果，不仅效果更为显著，还可以帮助消费者突破先天限制。2) 在心理负担方面，非手术医美产品耗时短、恢复快，缓解消费者顾虑。随着我国医美行业监管逐渐完善，线上信息共享日益成熟，使消费者在选择正规医美机构和医美产品所需的时间成本与门槛愈发降低。同时，非手术医美产品通常用时极短，玻尿酸注射大多仅5-30分钟，加之恢复快、风险低，进一步降低了消费者选择医美产品时的心理负担。3) 在财务能力方面，医美价格带宽，与化妆品价格带重合度高。非手术医美项目单价从几百元到几万元不等，以玻尿酸注射为例，部分项目仅需千元以内即可完成，持续时间达6个月-1年。中低端化妆品虽单品价格更低，但考虑其需组合使用+长期使用+一年内需多次复购属性，实在与医美产品价差不大。在高价位产品方面，非手术医美在数千至万元不等，与高端、奢侈定位化妆品价位亦相似。

图 8：中国消费者对变美与抗衰老的追求正在进化，医美将成为未来热点



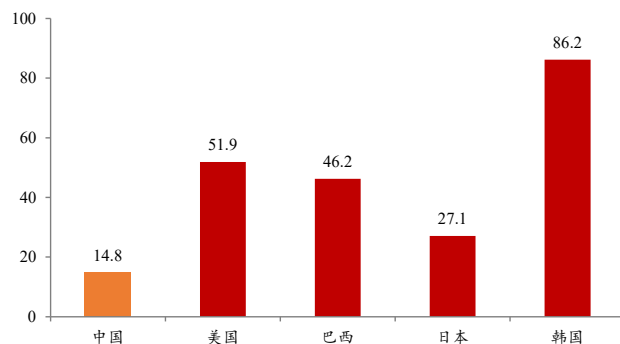
资料来源：格调实验室，浙商证券研究所

图 9：18 年全球医美市场规模 1357 亿美元，5 年复合增速 8%



资料来源：ISAPS，浙商证券研究所

图 10：2018 年中国医美消费每千人诊疗次数仅为韩国的 1/6



资料来源：Frost&Sullivan，浙商证券研究所

### 2.3. 互联网改变消费认知，医美不再是小众消费

**互联网平台兴起打通信息渠道，医美话题进入公众视线。**在互联网兴起之前，医美相关信息获取渠道门槛较高，往往直接来自于美容院或医美整形机构；同时受限于“身体发肤，受之父母”的中国传统社会观念，医美整形的社会接受度较低，医美项目消费者大多不愿意公开谈论、推荐医美项目，导致很大一部分潜在的渴望变美却对医美不甚了解的消费者“望而却步”。互联网医美平台的出现打破了这一信息与认知的枷锁，不仅提供专业的医美科普、项目介绍，实现消费者与市场教育，同时也积极鼓励消费者公开分享日记心得，建立了良好的社群氛围，扭转了公众对医美与整形的传统观念。

中国医美行业获客渠道可主要分为以下五种：

**1) 垂直平台：**以新氧（2013）、悦美（2015）为代表，覆盖专业项目介绍、用户笔记分享并直接连接整形医生与服务购买的一站式医美信息资源平台，是最早一批的医美专业线上平台。

**2) 综合平台：**电商三大巨头阿里、京东与美团不甘落后，纷纷推出阿里健康、京东健康与美团医美进军医美互联网市场，凭借自身庞大的用户基础将医美信息带入更广大大众的视线。依据美团医美发布的《2020 年 618 美丽重启消费报告》，618 活动期间，美团医美线上交易额超过 21.7 亿，同比增长 133%。

**3) 1v1 咨询、转诊平台：**这类平台与新氧等垂直平台的最大区别在于拿走了社群社交属性，以专业医师、医美机构输出的咨询服务为主，直接引流至终端产品与项目。美呗（2016）为其代表之一，提供咨询美容项目、查询美容机构、挑选美容项目三大功能模式，并将全程匿名咨询，保护消费者隐私作为特色。截至到 2019 年 3 月 7 日，其业务已经拓展至全国 34 个省市自治区，和 3500 多家正规医美机构 10000 多名执业医师达成合作，全平台日均访问用户超过 30 万，咨询服务超过 3000 万次。

**4) 搜索引擎、信息平台：**由于中国社会整体对医美行业的认知仍然处于起步阶段，故传统搜索引擎的广告、关联搜索依然是相关企业营销投资的重要一环节。与此同时，鉴于大部分医美终端诊所、美容院体量较小，微信、小红书等新兴信息、社群平台依旧是它们做信息发布、客户维持以及人肉推荐的重要渠道。

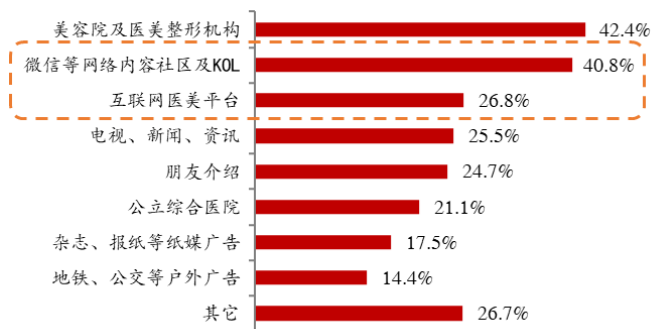
**5) 线下渠道：**包含专业美容整形医院与传统综合医院开设的整形外科门诊，对消费者而言是最传统同时可信度最高的信息获取渠道，对服务提供者而言是最直接、转化率最高的获客渠道。

图 11：中国医美行业获客渠道丰富



资料来源：艾瑞咨询，浙商证券研究所

图 12：互联网已成为非手术类医美信息最重要获客渠道

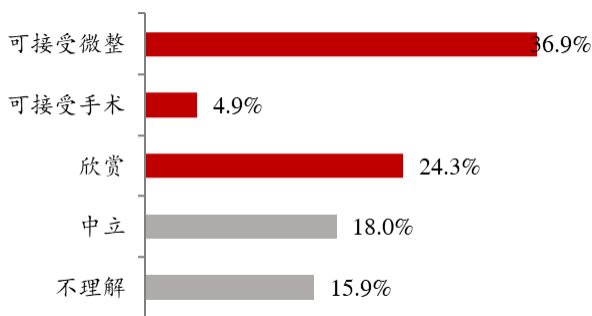


资料来源：艾媒数据中心，浙商证券研究所

样本来源：莓派数据调查与计算系统，N=1406；2019 年 6 月

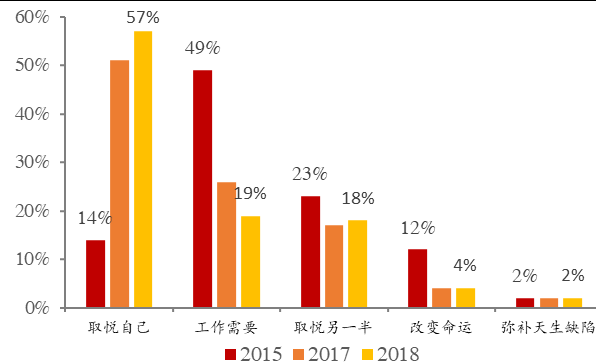
社会态度向积极转变，医美消费成为“取悦自己”而萌发的自发需求。根据艾瑞咨询调研，2018 年可接受微整、可接受手术与欣赏医美的人群分别占比 36.9%、4.9%与 24.3%，综合而言对医美持积极态度群体占比已超 66%，医美的社会接受度正在提高。与此同时，医美消费目的也迎来了较大转变：2015 年时，“工作需要”这类被动需求占比近 50%，是医美消费第一大需求；至 2018 年，“取悦自己”这类主动需求占比高达 57%，成为第一大消费动机，而“工作需要”占比大幅下降，仅为 19%。消费自发式的转变一方面体现了社会观念的开放，是对为追求美而进行后天整形这一行为的认可度的提升；另一方面也预示着未来更高的自然增长率与复购率，市场潜在需求有望加速释放。

图 13：2018 年 66%的人对医美整形持有积极态度



资料来源：艾瑞咨询，浙商证券研究所

图 14：2018 年“取悦自己”成为医美最大的消费动机，占 57%



资料来源：新氧大数据，浙商证券研究所

## 2.4. 非手术项目最获青睐，注射类成为入门首选

医美行业可分为手术项目与非手术项目（轻医美），非手术项目单价低、单次操作时间短、安全性较高、复购属性强，最受消费者青睐。

1) 典型的手术项目包括面部手术：眼/耳/鼻整形、脂肪填充与植发；胸部手术：隆胸、去副乳、乳头整形、胸部塑形；身体手术：吸脂、脂肪转移填充、私密整形。这些项目的效果持续时间可达 10 年以上至持久，手术时长平均在 1-2 小时，单价由千元至数万元不等，以单次疗程为主。此外还有各类修复手术，价格往往大于初次手术，以万元起步。

2) 典型的非手术项目包括注射类项目：以玻尿酸和肉毒素为主；非注射类项目：光子嫩肤、激光脱毛、热玛吉抗衰老等。大部分的非手术项目起步单价可控制在千元以内，并且无需麻醉或只需要表面麻醉，安全性较高，其中注射项目治疗时长仅需 5-20 分钟，

但效果持续时间也是所有项目中最短的，仅 6-12 个月。而非注射项目的治疗时间稍长，大多需要 30 分钟，与此同时效果持续时间也可延长至 1-2 年。最近火热的热玛吉项目单价较传统项目高，手术时长也需要 1.5-2 小时。

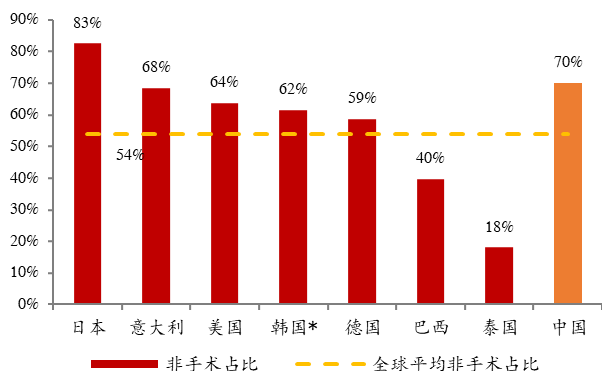
图 15：医美非手术项目相比手术项目单价低、单次治疗时长短、效果持续时间短

	分类	项目	价格区间	治疗时长	效果持续时间
手术	面部手术	眼/耳/鼻整形	2000-10000元	30分钟-2小时	10年以上-持久
		脂肪/假体填充	500-10000元	1-2小时	持久
		植发	5000-30000元	4-8小时	持久
		修复手术	10000元以上	视情况而定	持久
	胸部手术	隆胸	10000-100000元	1-2小时	10年以上-持久
		去副乳	2000-13000元	30分钟-1小时	持久
		乳头整形	2000-15000元	30分钟-1小时	持久
	身体手术	吸脂	500-3000元	1.5-2小时	持久
		脂肪转移填充	5000-2000元	1.5-2小时	持久
		私密整形	5000-30000元	1.5-2小时	1-3年，部分持久
(轻医美)非手术		注射	玻尿酸	500-10000元	5-10分钟
	肉毒素		300-3000元	10-20分钟	6个月
	非注射	光子嫩肤	300-1000元	30分钟	1年
		激光脱毛	300-3000元	30分钟	持久
		热玛吉	4000-10000元	1.5-2小时	1-2年

资料来源：新氧项目百科，浙商证券研究所

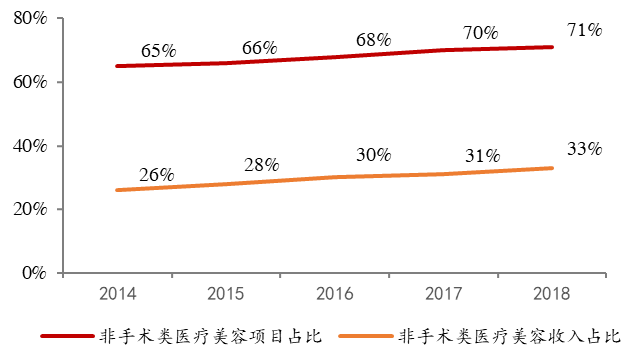
2018 年中国非手术医疗美容收入占比 33%，项目占比 71%，高于全球平均水平。根据 ISAPS 统计，2017 年全球平均医疗美容项目非手术占比为 54%，领先国家日本、意大利、美国的占比分别为 83%、68%、64%。根据德勤与艾媒咨询数据，2014-2018 年中国医疗美容非手术占比由 65% 提升至 71%，医疗美容非手术收入占比由 26% 提升至 33%，非手术细分市场增速大于中国医美市场总增速，非手术类项目更获中国消费者青睐。根据艾瑞咨询预测，到 2023 年预计手术与非手术收入占比为 5.2:4.8。

图 16：2017 年中国医疗美容非手术占比 70%，高于全球平均



资料来源：ISAPS，德勤，艾媒咨询，浙商证券研究所  
注：韩国数据为 2016 年；其中，中国数据来自于德勤与艾媒咨询，其余国家均来源于 ISAPS。

图 17：非手术医美占比逐年提升，增速高于手术项目

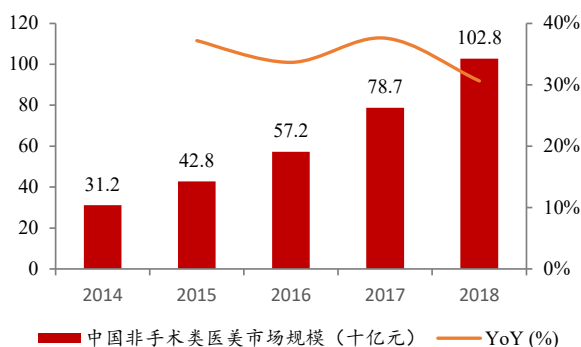


资料来源：德勤，艾媒咨询，浙商证券研究所



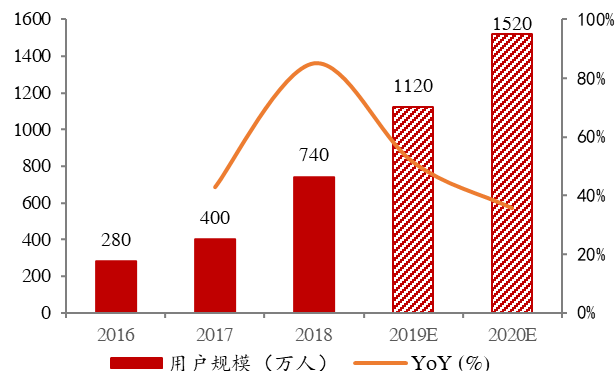
2018 年中国非手术类医美市场规模 1028 亿元，2014-2018 年复合增长率达 35%，增速高于中医美总市场。根据德勤与艾瑞咨询统计，2018 年中国非手术类医美市场规模达 1028 亿元，14-18 年复合增长率达 35%。同时根据艾媒数据中心统计，预计 2018 年中国非手术类医美市场用户约 740 万人，且预计 16-20 年用户规模复合增长率可达 53%。非手术类项目由于其创伤小、恢复快、风险低、价格低等特性成为消费者医美入门项目的首选，同时非手术类项目效果维持时间相比手术项目较短，如注射的玻尿酸会通常在 6-12 个月被自然吸收，故消费者需要多次购买项目以维持效果。并且一旦体验过医美效果的消费者对其自身颜值的预期被提升了，会因为难以接受效果消失后的差距而选择继续使用医美产品，继而非手术类产品又有了高复购率的属性。

图 18：14-18 年中国非手术类医美市场 CAGR 35%至 1028 亿元



资料来源：德勤，艾瑞咨询，浙商证券研究所

图 19：预计 16-20 年中国非手术类医美客户 CAGR 53%

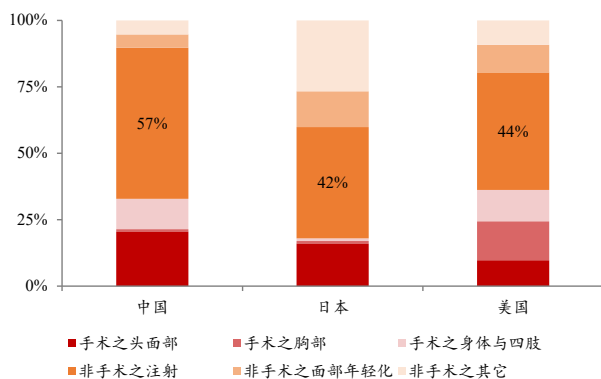


资料来源：艾媒数据中心，浙商证券研究所

根据新氧大数据统计，中国医疗美容市场非手术项目中，注射项目占比为 57%，同期日本、美国市场的注射项目占比仅为 42%与 44%。结合中国医美市场仍处于发展期的情况，许多目标消费者仍在初步接触尝试医美或者观望阶段，故安全性高、单价低、治疗耗时短的注射类项目成为了医美入门消费者的首选，并有望保持高于轻医美市场平均的增速。根据《新氧 2019 年医美行业白皮书》，中国注射医美市场中玻尿酸与肉毒素占比分别为 66.6%与 32.7%，合计占 99.3%的市场，其中玻尿酸注射增速为 53%，肉毒素注射增速为 91%，中国注射医美市场平均增速为 65%。

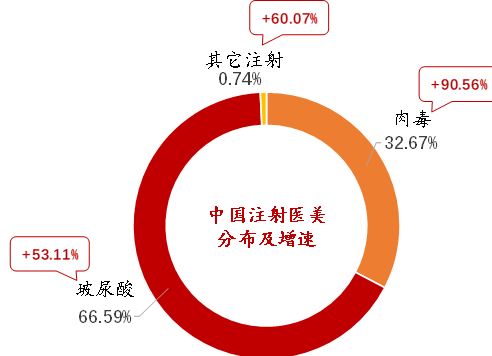
根据新氧大数据与国际美容整形外科协会 (ISAPS) 研究，2018 年玻尿酸填充与肉毒素注射同时是中国、日本与美国的最受消费者欢迎的非手术项目 Top 2。可见无论是在发展中市场还是成熟市场，注射项目都备受消费者青睐，中国注射医美市场有长期发展支撑。中国最受消费者欢迎的非手术项目 Top 3-5 分别为激光脱毛、水光针和光子嫩肤。

图 20：19 年中国非手术之注射项目占比 57%，高于日美 15pct



资料来源：ISAPS，新氧大数据，浙商证券研究所

图 21：19 年玻尿酸与肉毒素注射的增速分别为 53%与 91%



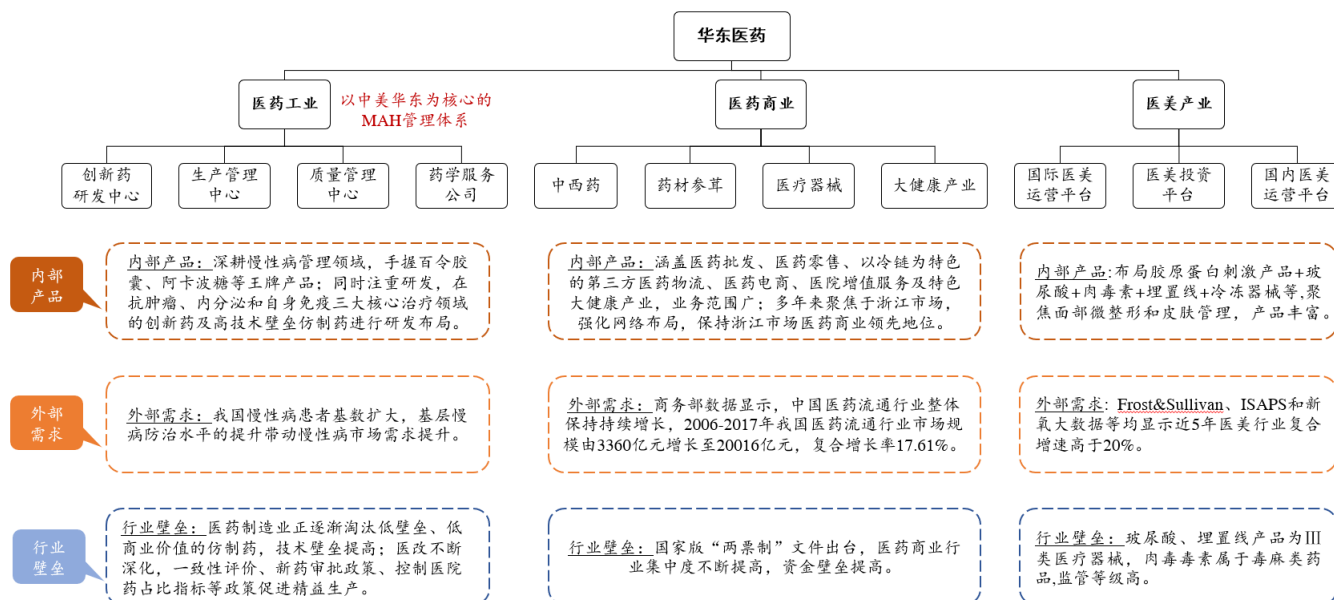
资料来源：新氧大数据，浙商证券研究所



### 3. 医药工业+医药商业+医美业务各有看点

三大业务板块共同特点：1) 内部产品线聚焦且丰富；2) 外部需求旺盛；3) 行业壁垒高筑。

图 22：华东医药全球业务合作方及医美业务国际布局图



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

#### 3.1. 医药工业：深耕专科、慢病用药及特殊用药领域

医药工业：深耕于专科、慢病用药及特殊用药领域的研发、生产和销售，已形成慢性肾病、移植免疫、内分泌、消化系统等领域为主的核心产品管线。拥有多个在国内具有市场优势的一线临床用药，重点在抗肿瘤、内分泌和自身免疫三大核心治疗领域的创新药及高技术壁垒仿制药进行研发布局。此外医药工业拥有覆盖全国的营销网络，重点建设城市社区地县级基层市场及药店，覆盖全国 2400 余家三甲医院，约占全部三甲医院的 92%，覆盖二级及以下医院 9000 余家、基层医疗机构 50000 余家、零售药店约 18 万余家。

1) 成长期：1993 年-2003 年，华东医药进行“二次创业”，提出“百令胶囊进军全国，赛斯平走向世界”的策略，逐步形成了华东医药专注专科特殊用药的产品观。

2) 快速成长期：拥有百令胶囊、卡博平两个年销售额超十亿元的核心品种，4 个免疫抑制剂系列产品年销售累计超 10 亿元。

3) 龙头稳固期：2016 年至今，华东医药第五个三年规划全面启动，目标是打造“两个百亿”的华东梦。2019 年，公司医药工业销售首次突破 100 亿元，构建了以中美华东为中心的全球化研发战略协作生态圈。

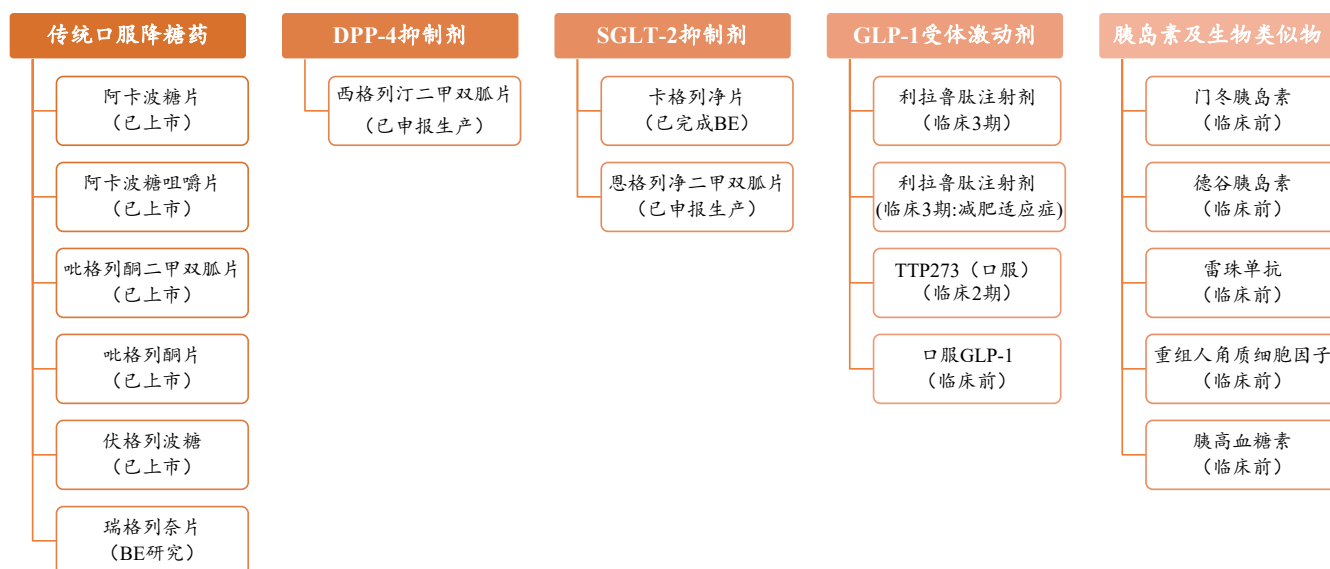
图 23：华东医药工业发展复盘



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

**内分泌类药物之糖尿病：**在糖尿病临床重要用药靶点形成了创新靶点和差异化仿制药产品管线全线布局。当前已上市产品主要为传统口服降糖药阿卡波糖、吡格列酮二甲双胍、吡格列酮、伏格列波糖等。1) 挑战：面对阿卡波糖片国家集采失标，公司积极开展全国医院市场的销售工作，有信心通过对阿卡波糖片和阿卡波糖咀嚼片差异化的市场定位，力争销量稳定。2) 展望：储备 DPP-4 抑制剂、SGLT-2 抑制剂、GLP-1 受体激动剂、胰岛素及生物类似物等 10 余项在研产品。其中公司重点产品利拉鲁肽注射液的糖尿病适应症已基本完成 III 期临床试验，预计 2021 年第 2 季度末完成全部临床工作并提交注册申请；减肥适应症预计在 2021 年 Q3 完成临床工作，年底前提交注册申请。

图 24：华东医药糖尿病领域全产品布局（研发进度截至 2020 年 6 月）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**免疫领域创新产品管线：**2021 年 2 月，中美华东与美国 Provention Bio 达成独家临床开发及商业化协议，中美华东获得 Provention Bio 在研产品——**双特异性抗体 PRV-3279** 两个临床适应症：用于治疗系统性红斑狼疮（美国临床 1 期）、用于预防或降低基因治疗的免疫原性（美国临床前研究）在大中华区的独家临床开发及商业化权益。中美华东将向

Provention Bio 支付 600 万美元首付款, 1150 万美元的研发和生产支持经费, 最高不超过 1.72 亿美元的里程碑付款, 以及约定分级的、两位数的净销售额提成费。

表 1: 2021 年新收购项目

产品名称	适应症	研究进度	药效
PRV-3279	用于治疗系统性红斑狼疮	美国临床 1 期	阻断 SLE 疾病进展, 提高 SLE 患者生活质量
	用于预防或降低基因治疗的免疫原性	美国临床前研究	在靶细胞和功能分子(细胞)之间架起桥梁, 激发具有导向性的免疫反应, 预防或降低基因治疗免疫原性适应症

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

利拉鲁肽注射液为重组人胰高血糖素样肽-1 (GLP-1) 类似物, 主要用于糖尿病及肥胖症的治疗。

1) 入局方式: ①2017 年 8 月, 中美华东与杭州九源基因工程签订《新药技术转让合同》, 中美华东以 8000 万元受让对方拥有的利拉鲁肽新药技术(糖尿病适应症)。中美华东成功受让利拉鲁肽新药技术并上市后的前 6 年里, 每年需按相关产品销售净额的 3% 提取并支付给杭州九源技术使用费。②2019 年 5 月, 中美华东与杭州九源签订了《新药技术转让合同》, 中美华东以 2500 万元受让对方拥有的利拉鲁肽新药技术(减肥适应症)。

2) 产品特点: 利拉鲁肽注射液为重组人胰高血糖素样肽-1 (GLP-1) 类似物, 通过增加饱足感来调节血糖, 并降低饥饿感, 从而减少食物摄入。此外公司已获批上市药品还包括奥利司他胶囊, 该产品有两个商标, OTC 标识的商标名是健姿, 处方药的商标名是卡优平。奥利司他胶囊是特异性胃肠道脂肪酶抑制剂, 它通过与胃中的胃脂肪酶和小肠腔内的胰脂肪酶的活性丝氨酸部位形成共价键, 使酶失活, 而发挥治疗作用。失活的酶不能将食物中的脂肪(主要是甘油三酯)水解为可吸收的游离脂肪酸和单酰基甘油。未消化的甘油三酯不能被身体吸收, 从而减少热量摄入, 控制体重。

3) 进展: 公司糖尿病领域重点产品利拉鲁肽注射液目前已全面启动 2 型糖尿病适应症多中心 III 期临床试验, 并已正式开展该产品减肥适应症多中心 III 期临床试验。

表 2: 我国利拉鲁肽注射液临床试验登记一览

序号	登记号	试验状态	适应症	试验	申办单位	登记日期
1	CTR20210173	进行中 尚未招募	2 型糖尿病	3 期	重庆派金生物/ 重庆宸安生物制药	2021-01-28
2	CTR20202001	已完成	成人 2 型糖尿病患者控制血糖; 适用于单用二甲双胍或磺脲类药物最大可耐受剂量治疗后血糖仍控制不佳的患者, 与二甲双胍或磺脲类药物联合应用。	1 期	北京双鹭药业/ 重庆浦诺维生物	2020-10-20
3	CTR20201785	进行中 尚未招募	适用于成人 2 型糖尿病患者控制血糖	1 期	北京亦庄国际/ 杭州先为达	2020-09-13
4	CTR20201453	进行中 尚未招募	2 型糖尿病	3 期	江苏万邦生化医药集团	2020-07-23
5	CTR20201449	进行中 尚未招募	成人肥胖或超重	3 期	江苏万邦生化医药集团	2020-08-10
6	CTR20201274	进行中 招募中	辅助生活方式干预, 用于成年肥胖或伴体重相关并发症超重患者的长期体重管理	3 期	杭州九源基因工程	2020-06-30
7	CTR20200402	已完成	2 型糖尿病	1 期	广东东阳光生物/ 广东东阳光药业	2020-05-25
8	CTR20200400	进行中 招募中	2 型糖尿病	3 期	广东东阳光生物/ 广东东阳光药业	2020-03-27

9	CTR20200348	进行中&nbsp;  招募中	2 型糖尿病	3 期	珠海联邦制药	2020-06-22
10	CTR20192342	进行中&nbsp;  招募中	成人 2 型糖尿病患者; 适用于单用二甲双胍或磺脲类药物可耐受剂量治疗后血糖仍控制不佳的患者, 与二甲双胍或磺脲类药物联合应用。	1 期	江苏万邦生化医药集团	2019-12-02
11	CTR20192168	进行中&nbsp;  招募中	2 型糖尿病	3 期	连云港润众制药/ 正大天晴药业集团/ 上海医药工业研究院	2020-03-11
12	CTR20191393	进行中&nbsp;  尚未招募	成人 2 型糖尿病	1 期	江苏万邦生化医药集团	2019-07-25
13	CTR20191362	已完成	2 型糖尿病	其它	重庆派金生物/ 重庆宸安生物制药	2019-07-17
14	CTR20191158	进行中&nbsp;  招募完成	2 型糖尿病	1 期	深圳翰宇药业	2019-07-26
15	CTR20191032	已完成	成人 2 型糖尿病	其它	珠海联邦制药	2019-06-05
16	CTR20190914	已完成	成人 2 型糖尿病患者控制血糖	其它	连云港润众制药/ 正大天晴药业集团/ 上海医药工业研究院	2019-05-09
17	CTR20190885	已完成	2 型糖尿病	1 期	通化东宝药业/ 通化统博生物医药	2019-07-05
18	CTR20190791	进行中&nbsp;  招募完成	2 型糖尿病	3 期	通化东宝药业/ 通化统博生物医药	2019-04-24
19	CTR20190444	进行中&nbsp;  招募中	2 型糖尿病	3 期	杭州九源基因工程	2019-03-19
20	CTR20181815	已完成	用于治疗成人 2 型糖尿病患者控制血糖	其它	深圳翰宇药业	2018-11-19
21	CTR20171303	已完成	成人 2 型糖尿病患者控制血糖: 适用于单用二甲双胍或磺脲类药物最大可耐受剂量治疗后血样仍控制不佳的患者, 与二甲双胍或磺脲类药物联合应用。	1 期	杭州九源基因工程	2017-11-20
22	CTR20170722	已完成	2 型糖尿病	1 期	Novo Nordisk A/S/ 诺和诺德(中国)	2017-08-23
23	CTR20170004	已完成	2 型糖尿病	3 期	Novo Nordisk A/S/ 诺和诺德(中国)	2017-05-01
24	CTR20160909	已完成	2 型糖尿病	3 期	Novo Nordisk A/S/ 诺和诺德(中国)	2017-05-02
26	CTR20130003	已完成	2 型糖尿病	3 期	丹麦诺和诺德/ 诺和诺德(中国)	2015-12-16

资料来源: 药物临床试验登记与信息公示平台, 浙商证券研究所

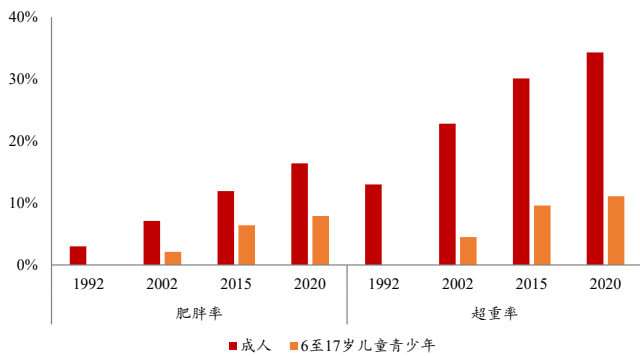
**Novo Nordisk (诺和诺德) 研发的利拉鲁肽 (Liraglutide) 在 2010 年首次批准用于 2 型糖尿病的治疗, 2014 年 12 月 FDA 将该药物的治疗领域扩大到肥胖症领域, 宣布批准更高剂量的利拉鲁肽 (商品名 Saxenda) 用于慢性体重管理。该药物被批准用于体重指数 (BMI) 超过 30 的成年人或 BMI 超过 27 且至少有一种体重相关疾病 (如高血压、2 型糖尿病或胆固醇升高) 的成年人。2017 年 12 月, FDA 批准诺和诺德公司的降糖药索马鲁肽 (Semaglutide) 上市, 根据其 II 期临床研究数据, 近 2/3 的成年非糖尿病肥胖患者在每天注射索马鲁肽后可减轻至少 10% 的体重。**

**糖尿病:** 据国际糖尿病组织调查, 全球糖尿病市场规模持续稳定增长, 2017 年全球糖尿病药物市场规模达 775 亿美元, 预计 2022 年全球糖尿病市场规模将超 1240 亿美元。其中, 中国糖尿病市场规模近年来高速发展, 复合增速达 10.4%, 2017 年市场规模突破 400 亿元, 18 年有望接近 460 亿元。2017 年, 利拉鲁肽被纳入国家医保目录乙类, 医保支付标准 410 元 (需二级以上医疗机构医师处方), 是目前中国医保目录中唯一的 GLP-1 受体激动剂。

**肥胖症:** 根据 2016 年《柳叶刀》医学杂志发布的《全球成年人体重调查报告》, 中国肥胖人口约 8960 万, 已位居世界首位。2020 年 12 月, 国务院新闻办公室新闻发布会公布的《中国居民营养与慢性病状况报告 (2020 年)》显示, 中国成年居民超重肥胖率超过 50%, 相比于 2015 年发布的结果, 居民超重肥胖问题不断凸显, 慢性病患病、发病仍呈上升趋势。



图 25：中国肥胖率与超重率变化趋势



资料来源：中国居民营养与慢性病状况报告，浙商证券研究所

图 26：我国上市的 GLP-1 受体激动剂产品

药品名称	所属企业	我国批准上市时间	使用方法
艾塞那肽	阿斯利康	2009年	2次/天
利拉鲁肽	诺和诺德	2011年	1次/天
贝那鲁肽	仁会生物	2016年	3次/天
利斯那肽	赛诺菲	2017年	1次/天
艾塞那肽微球	三生制药	2018年	1次/周
度拉糖肽	礼来	2019年	1次/周
聚乙二醇洛塞那肽	江苏豪森	2019年	1次/周

资料来源：头豹研究院，浙商证券研究所

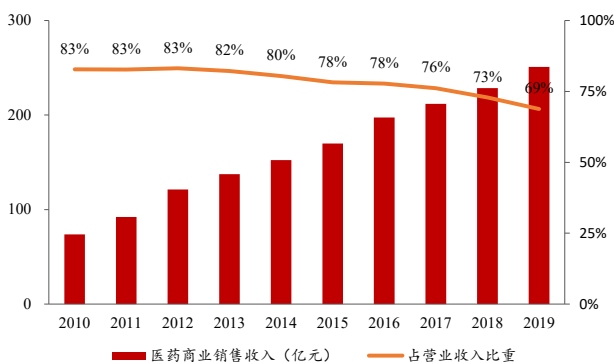
### 3.2. 医药商业：中西药、医疗器械、药材参茸、健康产业四大业务

**医药商业：**拥有中西药、医疗器械、药材参茸、健康产业四大业务板块。涵盖医药批发、医药零售、以冷链为特色的第三方医药物流、医药电商、医院增值服务及特色大健康产业，为客户提供综合性解决方案。医药商业业务网络已实现浙江省全覆盖，销售规模 and 市场份额为浙江省内龙头，连续多年位居中国医药商业企业十强，并积极通过特色产品代理业务拓展全国市场。已和全球前 50 强制药跨国公司中的 31 家、国内前 100 强制药企业中的 80 家建立了业务合作关系，冷链物流配送业务处于全国领先水平。

**1) 快速增长期：**2004 年起连续十数年位列浙江省同行业第 1 名，并在全国医药商业百强企业中连续多年排名稳居前 15 位。2012 年，医药商业板块营收突破百亿大关，拥有中西药、医疗器械、药材参茸、健康产业四大业务板块。

**2) 创新发展期：**2019 年，华东医药商业公司积极进行业务模式创新发展，运营效率持续提升，业务保持稳定增长，全年实现销售收入 251 亿元，在浙江省内继续保持医药商业龙头地位。

图 27：医药商业板块销售收入及占总营业收入比重



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图 28：公司医药商业浙江全省网络覆盖图



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

### 3.3. 医美板块：布局玻尿酸、埋置线、肉毒和冷冻等多项轻医美



**医美板块：聚焦于面部微整形和皮肤管理领域最新的产品和器械的研发、生产和销售。**采用“全球化运营布局，双循环经营发展”策略，将中国市场作为公司医美业务一个特殊市场，将国际一流的、科技含金量高的产品陆续引入国内，形成国内国际双循环联动发展并相互促进的新格局。

**表 3：医美产品矩阵覆盖玻尿酸+胶原蛋白刺激+埋线+肉毒+肥胖症+光电等品类**

产品类型	玻尿酸		胶原蛋白刺激	面部埋置线	肉毒素	肥胖症	医疗器械		
产品名称	伊婉	MaiLi	Ellanse	Silhouette	Jetema 肉毒素	利拉鲁肽注射液	F1 (冷冻祛斑)	F2 (全身美白)	冷冻溶脂 激光脱毛
入局方式	中国独家代理	参股瑞士 Kyline, 获该产品全球独家许可	收购 Sinclair 100%股权, 子公司	收购 Sinclair 100%股权, 子公司	中国独家代理	与杭州九源签技术转让合同	参股美国 R2, 亚太独家分销权		收购西班牙 High Tech 100%股权, 子公司
产品特点	市占率 20%+ (销售额口径)	含利多卡因高端系列	“填充+修复”双重功效	3D 椎体悬挂, PLLA 线材	未上市, 待定	调节血糖, 降低饥饿感	未上市, 待定	研发中, 待定	局部低温减脂 破坏毛囊, 脱毛效果佳
竞争格局	逐渐激烈		较好	较好	较好, 逐渐激烈	较好	较好		较好
项目进展	自 2013 年代理	2021E 启动国内临床申报	临床完成申报阶段	临床试验阶段	2020Q1 启动临床申报	III 期临床试验	预计 21H1 美国上市	研发阶段	国外已上市 国外已上市
国内大陆地区上市	2013	2024E	2020H1E	2023E	2025E	2022E	待定	待定	待定 待定

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**1) 四大平台：全资子公司英国 Sinclair、西班牙 High Tech 以及参股公司美国 R2、瑞士 Kyline 四个全球化研发中心，进一步整合研发资源和能力，在面部填充剂、身体塑形、埋线、能量源器械等领域不断开发国际高端医美产品技术及核心产品，积极优化提升产品结构，丰富和完善产业布局。**

**表 4：华东医药四大医美平台：全资子公司英国 Sinclair、西班牙 High Tech 以及参股公司美国 R2、瑞士 Kyline**

公司	公司简介	关系	主要产品	适应症	华东 (或子公司) 权益	研发进展(国外)	研发进展(中国)
Sinclair	全球化医美产品业务运营	全资子公司	注射用微球 (Ellanse)	面部皮下植入, 可持久改善皱纹	全部	60 多个国家或地区获得注册认证或上市准入	在中国已完成注册临床试验, 上市注册申请已被受理。
			美容埋线 (Silhouette)	适用于中面部提拉手术, 短暂固定并提拉脸颊下真皮位置	全部	60 多个国家或地区获得注册认证或上市准入	silhouette 中国注册工作已经启动, 临床注册开发计划和试验方案准备中
西班牙 HighTech	能量源型医美设备的国际公司	全资子公司	Primelase	激光脱毛	全部	已上市	-
			Cooltech 系列	冷冻溶脂	全部	已上市	-
			define 系列	减脂紧肤塑形	全部	研发中	研发中
瑞士 Kyline 公司	提供创新面部填充产品的公司	参股公司	MaiLi 系列	面部填充 玻尿酸	全球独家许可	已获得 CE 认证	研发计划待定
美国 R2	冷冻祛斑和美白相关医疗器械及技术开发	参股公司	F1	消除皮肤的良性色素病变	中、日、韩等 34 个亚洲国家地区	已获美国 FDA 批准的 510(k), 预计 2021H1 美国上市	准备启动中国注册工作
			F2	全身美白	独家分销权	研发中	研发计划待定

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 29：华东医药全球业务合作方及医美业务国际布局图



**复盘：从产品代理商到产品提供商。**1) 2013 年成功取得韩国玻尿酸伊婉品牌独家代理权公司；2) 2018 年收购英国医美公司 Sinclair 全部股权，布局长效微球、玻尿酸以及面部提拉埋线等产品；3) 2019 年入股美国 R2，布局医美领域冷冻祛斑和美白相关医疗器械；4) 2020 年 Sinclair 与高德美就 Sculptra（聚左旋乳酸微球）产品西欧地区市场营销权益出让达成协议并已完成交易，给 Sinclair 带来约 3065 万英镑资产处置收益（税后）；5) 2020 年与瑞士专业医美研发公司 Kylane Laboratoires 签署协议，获得其 MaiLi 系列新型含利多卡因透明质酸填充物(玻尿酸)产品的全球独家许可；6) 2020 年与韩国上市公司 Jetema 签署战略合作协议，获得其 A 型肉毒素产品在中国的独家代理权，进一步补充华东医美板块产品管线；7) 2021 年收购西班牙能量源型医美器械公司 High Tech，布局冻溶脂及激光脱毛等系列产品。

一、伊婉：2013年起独家代理韩国伊婉品牌，并将其打造为中国玻尿酸市场市占率最高的品牌。

1) 入局方式: 华东医药 2013 年成功取得韩国伊婉品牌独家代理权, 由控股子公司华东宁波公司总代理其玻尿酸产品在中国市场的推广销售, 2018 年伊婉销售规模超 6 亿元, 2019 年保持稳定发展并有小幅增长。

2) 产品特点: 伊婉系列目前在国内上市 4 款产品, 分别为伊婉 C、伊婉 V、伊婉 C Plus (致柔)、伊婉 V Plus (致美), 以性价比高和用户口碑好而著称。根据 Frost&Sullivan 数据, 伊婉以 22.6% 市占率 (按入院价金额统计口径) 成为中国市场最受欢迎玻尿酸品牌。

3) 进展: 自 2013 年至今, 独家代理伊婉玻尿酸产品在中国市场的销售。

图 30：伊婉产品线为伊婉 C、伊婉 V、伊婉 C Plus（致柔）、伊婉 V Plus（致美）

玻尿酸/部位	分子量	性质	是否含麻	特点	终端价格
伊婉C	中分子	双相玻尿酸	否	具备优秀的延展性，适用于面部浅层填充，质地较软	650~2800/元/ml
伊婉C Plus	中分子	双相玻尿酸	含低浓度利多卡因	具备更科学的粘弹性，适用于面部浅层填充，质地较软	2000~5000/元/ml
伊婉V	大分子	双相玻尿酸	否	具备卓越的弹性，适用于面部深层塑形，质地较硬	1800~3800/元/ml
伊婉V Plus	大分子	双相玻尿酸	含低浓度利多卡因	具备更科学的粘弹性，适用于塑形和五官立体，质地较硬	3000~6000/元/ml



资料来源：Frost&Sullivan，浙商证券研究所

## 二、MaiLi：含利多卡因高端玻尿酸系列，维持时间长，丰盈效果佳。

1) 入局方式：第一步：签署合作协议，合作 MaiLi 系列。2020Q1，全资子公司 Sinclair 与瑞士专业医美研发公司 Kylane Laboratoires 签署合作协议，获得其 MaiLi 系列新型含利多卡因玻尿酸产品的全球独家许可。第二步参股 Kylane 20% 股权，锁定后续产品优先谈判权。英国全资子公司 Sinclair 与 Kylane 达成股权投资和产品合作开发协议如下，① 股权投资协议：Sinclair 公司出资 600 万欧元受让 Kylane 公司现有股东持有的所有普通股，交易完成后 Sinclair 公司持有 Kylane 公司 20% 股权，成为其第三大股东；② 产品合作开发协议，Sinclair 公司每年将向 Kylane 公司支付一定金额支持其研发活动，并有权以约定对价获得 Kylane 公司在面部和身体填充剂领域两款重点研发产品的 IP（知识产权）及其全球权益。同时根据协议约定，Sinclair 公司将拥有 Kylane 公司未来其他后续研发产品的优先谈判权。

2) 产品特点：MaiLi 系列产品定位高端市场，内含的利多卡因成分减轻了消费者注射时的疼痛感，大大提升了使用舒适度。MaiLi 系列产品通过差异化配方可适用于面部不同部位，为消费者提供了面部美容填充的整体解决方案，注射后维持效果可达 12-18 个月，今后有望成为公司医美产业的核心产品。

3) 进展：MaiLi 已于 2020 年 6 月获得欧盟 CE 认证，计划 2021 年上半年将在欧洲市场上市，并准备 2021 年下半年启动中国市场注册工作。

当前玻尿酸市场竞争格局：7 成国际品牌+3 成国货品牌，高端市场几乎被国际产品牢牢占据。根据 NMPA 玻尿酸医美产品注册信息，NMPA 准入了 8 家海外公司（4 家上市）以及 9 家本土公司（3 家上市）的玻尿酸注射产品，共涵盖玻尿酸品牌 24 个，其中 19 年以来新认证产品 7 种，市场正规供给呈现加速发展趋势。

表 5: NMPA 获批上市的医美注射用透明质酸钠产品情况

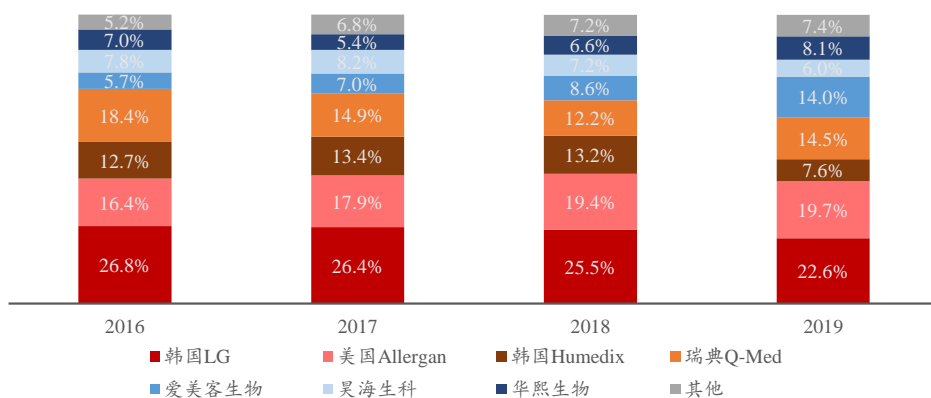
来源	注册公司	上市公司	品牌	首次准 入年份	代表产品	定价	功能	
进口	瑞典	Q-Med AB	未上市	瑞蓝	2008	瑞蓝 2 号	1000~4800 元/ml	抚平鼻唇沟皱纹
					2018	瑞蓝·丽瑛	5000~7000 元/ml	立体塑性，改善面部轮廓
					2020	瑞蓝唯瑛 Restylane Vital	6800~9800 元/ml	填充手纹
	韩国	LG Life Sciences	LG 集团	伊婉	2013	伊婉 C	650~2800 元/ml	浅层除皱、浅层塑形
					2016	伊婉 C Plus（致柔）	2000~5000 元/ml	改善浅表层皱纹以及全面部平铺和提升，含 0.3%的利多卡因
					2013	伊婉 V	1800~3800 元/ml	持久塑形、深层除皱
					2016	伊婉 V Plus（致美）	3000~6000 元/ml	深层软组织填充、面部轮廓塑形，含有 0.3%的利多卡因
	美国	艾尔建 Allergan	艾尔建	乔雅登	2015	乔雅登雅致	5000~17250 元/ml	纠正中度鼻唇沟皱纹
					乔雅登极致	4750~12500 元/ml	纠正中度鼻唇沟皱纹	
					乔雅登沃拉易特水光	暂无信息	填充浅表皮层凹陷，如细纹，含利多卡因	
					2020	乔雅登 Juvederm Volux	8000~9000 元/ml	用于面部深层(皮下和/或骨膜上)注射，以重塑面部体积
	韩国	Humedix	Humedix	艾莉薇	2015	Deep Line Plus	3500~9000 元/ml	大分子改善轮廓
					2019	Deep Line-L	3500~6800 元/ml	面部组织容量填充及浅表细纹修饰
	奥地利	Croma-Pharma GmbH	未上市	Princess	2017	公主 volume	6800~9800 元/ml	大分子、除皱塑形
	韩国	Genoss	未上市	莫娜丽莎	2019	莫娜丽莎 hard type	2000~3000 元/ml	大分子改善轮廓
	韩国	CG Bio	大熊制药	婕尔	2019	婕尔	3680~7800 元/ml	中分子动态丰盈填充
	法国	S.A.FILORGA	未上市	菲洛嘉	2019	FILLER®UNIVER RSAL	1500~3000 元/ml	塑型和充盈能力
国产	华熙生物	华熙生物	润百颜		润百颜白紫	500~1000 元/ml	改善面部中度皱纹	
				2012	润百颜黑金	480~2800 元/ml	面部轮廓塑型	
			润致		润百颜水光	190~690 元/ml	填充细小皱纹	
				2018	润致玻尿酸	2500~4000 元/ml	修饰外形、矫正轮廓	
				2020	润致娃娃针	2000~5000 元/ml	填充额纹	
	爱美客	爱美客	宝尼达	2012	宝尼达	12800~22000 元/ml	长效类骨性填充材料，可持续 8-10 年	
				爱芙莱	2012	爱芙莱 1ml	1000~3000 元/ml	立体塑性，改善面部轮廓
			爱芙莱	爱芙莱 0.5ml	1000~3000 元/ml	抚平细小皱纹		
				爱美飞	2012	爱美飞	500~1500 元/ml	提升轮廓感及增加充盈感
			逸美	2017	逸美一加一	3000~6000 元/ml	皮下浅层至深层填充，塑形，支撑力强	
				2009	逸美	2000~4000 元/ml	增强立体感	
			嗨体	2016	嗨体	3000~4000 元/ml	颈纹治疗	
	上海其胜	昊海生科	海薇	2013	海薇	300~1500 元/ml	面部轮廓塑型	
			姣兰	2016	姣兰	3000~4000 元/ml	唇部、眼周精细化	
			海魅	2020	海魅	暂无信息	无颗粒化、安全性高、维持时间长	
	北京蒙博润	未上市	舒颜	2015	舒颜	500~2000 元/ml	浅表细纹填充	
	杭州协合医疗	未上市	欣菲聆	2015	欣菲聆	880~2800 元/ml	支撑与塑形	
					欣菲聆水光	125~500 元/ml	抚平细纹、缩小毛孔	
	常州药物研究所	未上市	碧萃诗	2015	碧萃诗	1000~3000 元/ml	改善面部中度皱纹	
	和康生物科技	未上市	芙媾登	2016	芙媾登	980~3880 元/ml	改善皱纹，填补组织缺失	
山东凯乐普	未上市	菲羽	2017	菲羽	1000~2000 元/ml	塑形效果自然持久		
科妍生物	未上市	法思丽	2014	法思丽	1800~7800 元/ml	立体塑性，轮廓改善		

资料来源: NMPA, 新氧 APP, 公司官网, 浙商证券研究所



在玻尿酸医美市场中,国际品牌市占率约7成,爱美客以14%市占率位居全体第四、国货第一。根据 Frost&Sullivan 统计的市占率数据,按照销售金额,1)国际公司占据TOP3。一方面,海外品牌技术和产品口碑相对成熟、与各大医美机构也较早建立合作关系,另一方面海外产品价格偏高、通常单笔成交的绝对利润额更大,医美机构倾向于推荐高价产品以获取更高利润,因此2019年玻尿酸医美市场的TOP3依旧由国际巨头占据,分别为韩国LG(22.6%)、美国艾尔建(19.7%)、瑞典Q-Med(14.5%),合计56.8%。2)国货品牌中爱美客提升最快。爱美客、华熙生物和昊海生科是TOP3国货公司,均在A股已上市,2016年-2019年,三家公司合计市占率由20.5%提升至28.1%。2018年,爱美客、昊海生科、华熙生物市占率分别为8.6%、7.2%与6.6%;2019年,爱美客、昊海生科、华熙生物市占率分别为14.0%、8.1%与6.0%。

图 31: 2019 年玻尿酸医美市场中, 伊婉以 22.6% 市占率位居第一



资料来源: Frost&Sullivan, 浙商证券研究所

### 3.3.2. 胶原蛋白刺激剂: Ellanse (少女针)

新型胶原蛋白刺激剂 Ellanse: 俗称“少女针”, 被认为“玻尿酸+童颜针”的结合体。

1) 入局方式: 2018 年公司以 1.69 亿英镑价格收购英国医美公司 Sinclair 全部股份。Sinclair 总部位于英国伦敦, 是一家拥有全球领先的医美技术并全球化运营的专业医美公司, 业务涵盖从研发、生产、销售等全产业链, 拥有超过 200 人的国际化的管理及运营团队。Sinclair 的核心产品 Silhouette 埋线系列、Ellanse 注射用长效微球其技术水平均属于行业领先地位。

2) 产品特点: Ellanse 是由聚己内酯微球(PCL)和羧甲基纤维素(CMC)制成的可吸收性高端填充物, 具有“填充+修复”双重功效, 通过刺激患者自身胶原蛋白生成, 产生自然、安全、持久的效果, 被认为是“玻尿酸+童颜针”的结合体。CMC 是一种拥有上好的黏度和弹性的凝胶载体, 能够迅速改善肌肤皱纹和褶皱, 恢复肌肤弹性, 通常在注射 8 周之内, 会被人体逐渐吸收; PCL 能够持续刺激胶原蛋白生长, 新生的胶原蛋白会逐渐地取代 CMC 凝胶载体, 形成一个维持时间可长达至少 1 年以上的“支架”, 有更持久的治疗效果。Ellanse 具备多规格的系列产品, 最长效果持续时间可达 4 年。

3) 产品进展: 该产品已获得 FDA 美国食品药品监督管理局认证、CE 欧盟合格认证, 尚未取得 NMPA 中国食药监局认证。公司根据 CMDC (中国医疗器械质量认证中心) 要求, 已提交了该产品在中国的注册申请并获受理, 有望 2021 年上半年拿到上市许可。根



据上市时间，公司也已做好了营销团队建设、品牌和市场传播、与机构沟通等上市相关推广准备工作。

4) 竞争格局：我国大陆地区未批准合规III类医疗器械的少女针和童颜针上市，华东医药有望获批首款少女针，爱美客有望获批首款童颜针。

少女针使用效果区别于初代童颜针和交联玻尿酸产品。1) 注射后少女针后，CMC 凝胶即时填充，支撑起褶皱、凹陷部位。2) 一段时间后，CMC 凝胶体被代谢，皮肤饱满感稍微变弱。3) PCL 微球刺激胶原蛋白再生，新生胶原蛋白逐渐增多，皮肤变得饱满、有弹性。

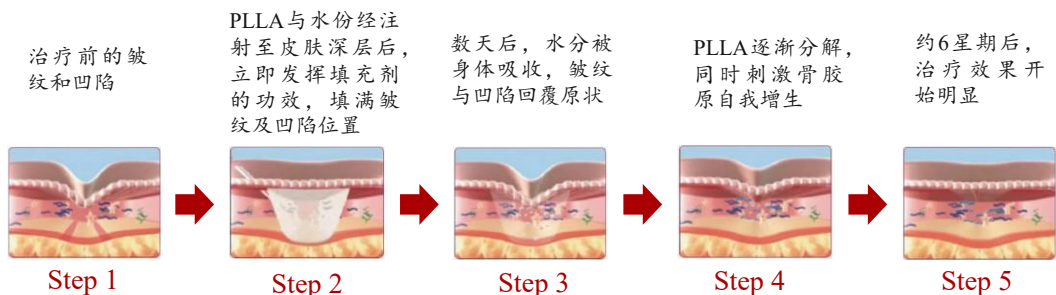
表 6：少女针与相似产品对比

产品名称	Ellanse 少女针	初代童颜针※	玻尿酸（交联玻尿酸）※
作用原理	体积填充式+体积生长式 CMC 拥有绝佳黏度和弹性，立即改善肌肤，紧接着 PCL 刺激胶原蛋白新生紧致提拉肌肤	体积填充式+体积生长式 先通过纯物理性空间占据及达到暂时性的填充效果，随后逐渐地在皮肤组织中分解释放其作用	体积填充式 注射后有立即的填充效果，注入后肌肤会膨胀，皱纹变平隆起，达到即刻除皱目的
维持时间	少女针分四个型号，分别是:S、M、E、L，维持时间分别在 1、2、3、4 年	通常 1 到 3 年	通常 6 个月到 2 年
效果出现时间	CMC 效果立即显现，PCL 刺激再生维持长期效果	渐进式效果，若要达到最佳的效果，注射会分为 2 到 3 次	效果立即出现

资料来源：新氧 APP，浙商证券研究所

※注：上述童颜针特指常见的粉末状童颜针，不包括在研的含玻尿酸童颜针（如爱美客在研产品）；玻尿酸特指含交联剂的玻尿酸，不包括玻尿酸复合溶液如嗨体。

图 32：某品牌童颜针产品作用机制，PLLA 与水混合后再注射



资料来源：新氧 APP，浙商证券研究所

### 3.3.3. 埋线：全球首款 3D 锥形埋置线

埋线 Silhouette Instalift：可吸收埋线通过创新的双向锥体悬挂技术，用于面部及颈部塑形，可直接实现组织提升。

1) 入局方式：同胶原蛋白刺激剂 Ellanse，通过收购英国 Sinclair 进行布局。

2) 产品特点：Silhouette Instalift 是目前美国 FDA 批准的唯一一款用于面部组织提拉埋线产品，已在 60 多个国家或地区获得注册认证或上市准入，该产品具有即时见效、微创、生物可吸收、效果持久等突出优势。市场竞争格局良好。①3D 锥体悬挂技术：其形状特征为锥形或者 3D 铃铛形状，能 360 度实现 3D 立体提拉，目前市场上大多数产品

都只能单点提拉或者平面提拉，不能做到 3D 提拉，因此从提拉效果上来说，Silhouette 具备较大优势。② PLLA 线材刺激胶原蛋白：其材质为 PLLA，目前市场上大多埋线的材质为 PDO 蛋白线，PLLA 具备蛋白线不具备的刺激胶原再生的作用，既能起到提拉作用也能起到填充作用。

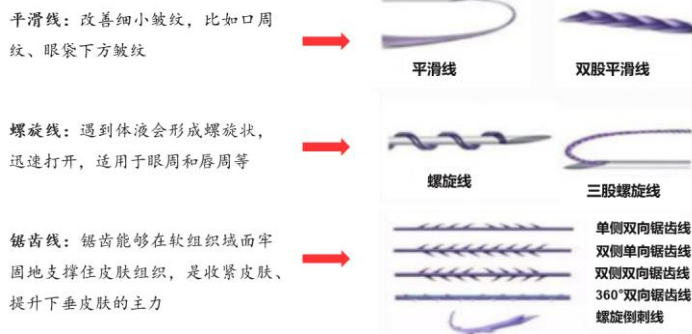
3) 进展：公司已启动临床工作，预计 2023 年有望获批。

图 33：Silhouette Instalift 埋线的形状为锥形（3D 铃铛形状）



资料来源：新氧 APP，浙商证券研究所

图 34：其他埋置线形状通常为平滑线、螺旋线和锯齿线



资料来源：新氧 APP，浙商证券研究所

**当前竞争格局：合规产品稀缺。**爱美客的紧恋是国内首款聚对二氧环己酮（PPDO）面部埋植线，19 年 5 月获批上市，随后韩士生科 Hans 于 19 年 6 月获批同材质的聚对二氧环己酮面部埋植线。但目前爱美客和韩士生科获批线性均为小线。其他品牌如强生和快翎 Quill 获批 III 类医疗器械——可吸收性手术缝合线。

表 7：爱美客和韩士生科获批 PPDO 面部埋置线

	公司	获批	线材	线形		代谢周期	商品名
国产	爱美客	2019.5	PPDO	3-0 规格为锯齿线，4-0 以下规格为非锯齿线	用于皮下脂肪层植入纠正中、重度鼻唇沟皱纹	180-220 天	紧恋
进口	韩士生科	2019.6	PPDO	锯齿线	该产品适用于植入浅表肌肉腱膜系统（SMAS）及其浅层组织以纠正鼻唇沟皱纹	180 天+	秘特

资料来源：NMPA，新氧 APP，浙商证券研究所

### 3.3.4. 肉毒素：合作韩国 Jetema

1) 入局方式：2020 年 8 月，华东医药与 Jetema 签署战略合作协议，获得其 A 型肉毒素产品在中国的独家代理权。韩国 Jetema 公司是一家专注于医美器械领域全品类研发以及医美生物制药的上市公司，业务范围涉及全球，主要经营产品包括肉毒素、医疗设备、透明质酸钠凝胶等。

2) 特点：Jetema 拥有符合全球标准的原始菌株，是目前世界上唯一一家获得 A 型、B 型和 E 型肉毒素的公司。

3) 进展：该项目于 2020 年启动在中国境内的注册报批工作，估算报批周期 5-7 年，预计 2025 年前后有望获批。

肉毒素应用领域覆盖医美、神经系统和泌尿系统等，范围极广。肉毒素又称肉毒杆菌毒素，它是由致命的肉毒杆菌分泌而出的细菌毒素，作用于胆碱能运动神经的末梢，拮抗钙离子，干扰乙酰胆碱的释放，使肌纤维不能收缩致使肌肉松弛，达到除皱美容的目的。肉毒素医学界用来治疗面部痉挛和其他肌肉运动紊乱症，上世纪八十年代，整容界才将它的功能扩大，用它进行瘦脸、塑小腿等。根据相关论文，目前肉毒素由三大应用领域，分别是：1) 美容整形：动态除皱、瘦脸和瘦小腿以及腋窝和手掌部多汗症、切口愈合等。2) 神经系统：面部痉挛、颈部肌张力障碍、原发性头痛、眼睑痉挛等。3) 泌尿系统：可缓解膀胱炎患者的临床症状等。

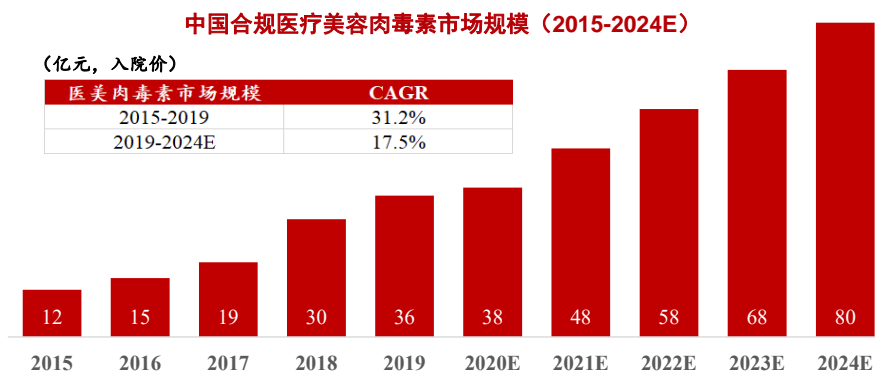
图 35：肉毒素应用领域覆盖医美、神经系统和泌尿系统

美容整形	神经系统	泌尿系统
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 动态除皱</li> <li>• 咬肌肥大</li> <li>• 要抽</li> <li>• 多汗症</li> <li>• 瘢痕疙瘩</li> <li>• 切口愈合</li> <li>• .....</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 面肌痉挛</li> <li>• 眼睑痉挛</li> <li>• 痉挛型脑瘫</li> <li>• 原发性头痛</li> <li>• 肢体痉挛状态</li> <li>• 流涎症</li> <li>• .....</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 膀胱炎</li> <li>• 膀胱过度活动症</li> <li>• 良性前列腺增生</li> <li>• .....</li> </ul>

资料来源：中国知网，浙商证券研究所

2019 年，中国合规医美用肉毒素产品的入院价市场规模达到 36 亿元，2015 至 2019 年复合增长率达到 31.2%。截至 2020 年底我国共批准 4 款肉毒素产品：分别是兰州生物的衡力、艾尔建的 BOTOX 保妥适、Ipsen 的 Dysport 吉适、Hugel（四环医药代理）的 Letybo 乐提葆。

图 36：中国合规医疗美容肉毒素市场规模（2015-2024E）



资料来源：Frost&Sullivan，浙商证券研究所

表 8：中国已获批和申报中肉毒素产品一览

分类	国家	公司	公司中文名	品牌英文名	品牌中文名	昵称	国内合作代理商
已获批上市	中国	兰州生物	兰州生物	Btxa	衡力	-	-
	美国	Allergan	艾尔建	Botox	保妥适	-	-
	英国	Ipsen	益普生	Dysport	吉适	-	-
	韩国	Hugel	-	Letybo	乐提葆	白毒	四环医药
NMPA 申报中	韩国	Medytox	韩国太平洋制药	Meditoxin	美得妥	粉毒	华熙生物（韩国被吊销许可，不确定性）
	韩国	DaewoongPharma	大熊制药	Nabota	-	绿毒	-
	韩国	Huons	汇恩斯	Hutox	-	橙毒	爱美客
	德国	Merz	德国莫氏制药	Xeomin	净优明	-	精鼎医药
	美国	Revance		RT002			复星医药

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 3.3.5. R2 公司：医疗器械 F1 冷冻祛斑和 F2 美白，生活美容 F0

医疗器械 F1 用于冷冻祛斑、F2 用于全身喷雾美白，此外公司还引入生活美容版本仪器亮白焕肤仪 F0。

1) 入局方式：入股 R2 公司 26.6%股权，获得医疗器械 F1（冷冻祛斑）和 F2（全身喷雾美白）的亚太独家分销权。美国 R2 公司成立于 2014 年，主要开发美容和医疗皮肤疾病的医疗设备。2019 年，华东医药投资 R2 公司，目前持有其 26.6%股份并获得其医疗器械 F1 和 F2 及其未来改进型在中国大陆、日本、韩国等 34 个亚太国家的独家分销权。

2) 产品特点：研发背景强大。该公司技术来自三位科学家 R. Rox Anderson, M.D., Dieter Manstein, M.D., Ph.D., Henry H.L. Chan, M.D., Ph.D. 的专利授权。三位科学家均具有强大的冷冻祛斑科研背景。R. Rox Anderson, M.D. 为美国麻省总医院（哈佛医学院附属教学医院，位于波士顿）威尔曼光电医学中心主任、“现代激光医学之父”。Dieter Manstein, M.D., Ph.D. 为美国麻省总医院皮肤科皮肤生物医学研究中心博士。Henry H.L. Chan, M.D.,

Ph.D.为香港大学医学系名誉教授、美国麻萨诸塞州总医院韦尔曼光电医学中心客座科学家。

3) 进展: 医疗器材 F1 (冷冻祛斑), 已获得美国 FDA 批准的 510(k), 预计 2021 年上半年在美国上市, 并即将启动中国注册工作。医疗器材 F2 (全身喷雾美白), 正处于研发阶段。

生活美容仪器 F0 亮白焕肤仪预计将于 2021Q2 在中国上市。F0 护理过程中配套使用的护肤品和探头也会在 F0 上市后同步销售。引进美国 R2 公司的亮白焕肤仪 Glacial™ Spa (F0), 它是冷冻祛斑医疗器械的生活美容版本, 源自医美技术, 通过能量安全测试引入生活美容渠道, 已经获得中国药监局非医疗器械管理认证。F0 采用革新性冰息科技, 可瞬时精准低温多维度调控色素, 抑制黑色素的生成和转运, 维养肌底微环境, 提高肌肤耐受力, 从源头焕亮肌肤, 打造健康长效好气色。主要针对肤色问题, 包括肤色不均, 暗黄暗沉, 没有光泽, 敏感泛红, 以及局部色素沉着严重等, 对淡化色斑、痘印、黑眼圈有一定的效果。

光电医美器械包括激光类、射频类和皮肤检测类。根据头豹研究院整理, 光电医美器械是将激光或射频等光电技术作用于皮肤, 达到紧致皮肤、缩小毛孔、改善暗沉粗糙、治疗痘印痘坑、祛除红血丝、脱毛等功效的设备或仪器。1) 激光类: 利用激光器所发出的不同波段激光与生物组织间发生光子生物学效应, 达到祛除面部色素等目的, 主要产品包括塞诺秀和赛诺龙的皮秒、飞顿和科医人的光子嫩肤等。2) 射频类: 利用 RF 射频波穿透皮肤, 使皮肤底层温度瞬间升高, 利用热效应刺激胶原蛋白再生, 达到改善皱纹、紧致肌肤目的, 要产品包括索尔塔的热玛吉、飞顿的热拉提等。3) 皮肤检测设备: 运用先进的光学成像和软件科技, 即时测出和分析表皮的斑点、皱纹以及色素性病变, 辅助皮肤科医生设计最佳治疗方案, 皮肤检测仪包括 Visia、欧博等。

表 9: 中国市场上部分主流光电医美器械一览

分类	仪器	品牌	产地	CFDA 认证时间	波长	最大输出能量	能量源	价格
皮秒激光	超皮秒	赛诺龙-凯黛乐	以色列	2017 年 7 月	532/1064/785nm		激光	800~7000 元/次
	蜂巢皮秒	赛诺秀	美国	2012 年 12 月	755nm	200mJ	激光	800~9000 元/次
紧致提升	热玛吉	索尔塔	美国	2015 年 8 月		110KJ	射频	6800~22000 元/全脸
	热拉提二代	飞顿	以色列	2015 年 2 月	40.68MHz		聚焦射频	8000~12000 元/全脸
	丽肤美	飞顿	以色列	2017 年				1000~5000 元/次
	美提塑		德国	2019 年				
	热拉提一代	飞顿	以色列	2014 年 9 月	40.68HMz		聚焦射频	1980~26800 元/次
	Thermolift 睛彩							
	亮眼小熨斗	飞顿	以色列	2019 年 10 月			射频	3680~9680 元/次
彩光嫩肤	王者之冠	科医人	美国	2017 年 12 月	515-1565nm	10-70mJ/光束	激光	580~2000 元/全脸
	极光女神		丹麦	2016 年			激光	4000~6000 元/次
	NIR 牛奶光	飞顿	以色列	2019 年 10 月				3980~5980 元/疗程
	DPL Pro 超光子无痛嫩肤	飞顿	以色列	2019 年 10 月				3680~9980 元/疗程
	DPL 克敏	飞顿	以色列	2019 年 10 月			彩光	

资料来源: 新氧 APP, 浙商证券研究所

### 3.3.6. High Tech 公司: 冷冻溶脂和激光脱毛

布局冷冻溶脂和激光脱毛市场。



入局方式：全资子公司 Sinclair 收购西班牙能量源型医美器械公司 High Tech 公司 100% 股权，布局冷冻溶脂及激光脱毛。2021 年 2 月，Sinclair 向 Cocoon 公司支付 6500 万欧元股权对价款及最高不超过 2000 万欧元销售里程碑付款，收购 Cocoon 公司持有的西班牙能量源型医美器械公司 High Tech 公司 100% 股权。High Tech 公司总部位于西班牙，是一家聚焦非侵入性 EBD（能量源型）医美设备集研发、生产及销售为一体的国际化科技公司。目前销售的产品均为其自主研发和生产，且拥有完整的商业团队。公司研发基地位于西班牙巴塞罗那，生产基地位于保加利亚，拥有大约 165 名员工，并通过直接经营（西班牙、英国等）和分销伙伴在全球数十个国家和地区开展业务。High Tech 公司业务覆盖身体塑形和皮肤修复两大医美领域，拥有领先的自主核心技术。主要产品包括冷冻溶脂及激光脱毛等系列产品。

表 10：High Tech 已上市和在研产品一览

功能类别	产品	状态	上市时间	布局	特点
冷冻溶脂	Cooltech	已上市	2011 年	2013 年获得欧盟 CE 认证，目前已在欧洲、哥伦比亚、韩国等全球 13 个国家和地区完成注册	第一代产品：含 2 个手柄和 6 个探头
	cooltech Define	已上市	2018 年	正积极开展该产品在欧洲、哥伦比亚等多国的注册工作	升级产品：含 4 个手柄和 9 个探头，多部位可同时治疗
	Crystile	已上市	2014 年	-	针对美容院的产品：安全、更易于操作
激光脱毛	Elysion	已上市	2014 年	已在欧洲、加拿大等 7 个国家和地区完成注册	针对美容院的产品
	Primelase	已上市	2014 年	已在欧洲、美国、加拿大等 11 个国家和地区完成注册	最大功率为 4800W，脱毛效果更好
减脂紧肤塑形	Define2.0	在研			
	Define3.0	在研			
脱毛皮肤年轻化	PrimelasePro	在研			
紧肤塑形	Titania	在研			

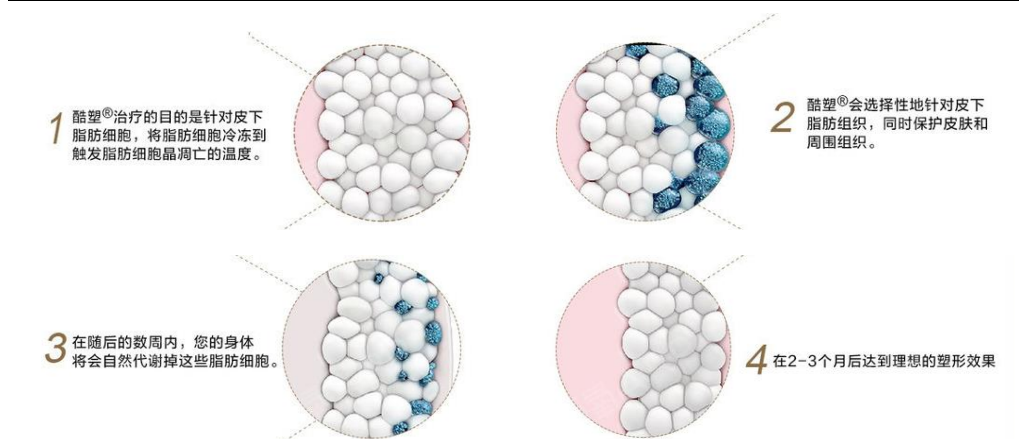
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

#### 项目一、冷冻溶脂产品：产品线包括 Cooltech、Cooltech Define 和 Crystile

工作机制：基于脂肪细胞比其他组织对冷却更加敏感，精确地冷冻治疗后脂肪细胞将自然凋亡，并逐步通过新陈代谢排出，达到减脂的目的。

市场格局：在减脂领域，目前技术主要有射频、低电频激光、高强度聚焦超声、冷冻溶脂，其中冷冻溶脂技术通过冷冻脂肪分解来完成治疗，因此在疗效大致相似的情况下，疼痛、皮肤烧伤、色素沉着等不良事件率较低，更受求美者和医生的喜爱。Medical insight 行业报告显示，2019 年全球身体塑形和紧肤市场规模约 15.1 亿美元，2018-2023 年复合增长率预计 13% 左右，预计 2023 年增长至 24.7 亿美元，在塑形紧肤市场中冷冻塑形产品市场占比 40% 以上。2019 年，High Tech 的冷冻溶脂产品在 EMEA（欧洲、中东、非洲三地区的合称）塑形和紧肤设备市场占有率排名第二。

图 37：某品牌冷冻溶脂产品的工作原理



资料来源：新氧 APP，浙商证券研究所

## 项目二、激光脱毛产品：产品线包括 Elyson、Primelase

**工作机制：**利用毛囊里的黑色素对相应激光波长的吸收，将光能转化为热能从而破坏毛囊，阻止毛发的生长。

**市场格局：**据 Medical insight 估计，2019 年全球脱毛市场规模约 3.6 亿美元，在能量源皮肤表面修复设备市场占比约为 19%。为进一步扩展市场份额，High Tech 正积极推进在研产品开发，布局痤疮治疗、色素沉着病变、血管病变和皮肤年轻化等其他皮肤表面修复市场。

### 在研产品：现有系列升级款，追求灵活+联网

在研的新一代冷冻溶脂及激光能量源设备采用对求美者最舒适和安全的技术，着眼于行业发展及消费趋势，医师操作起来更灵活，同时设备具备联网功能，能进一步提高其服务性能。

## 4. 盈利预测

**医美业务测算：**1) **行业端：**按照 2030 年按入院价规模测算，预计玻尿酸规模 517 亿元，肉毒素规模 540 亿元，少女针/童颜针等胶原蛋白刺激类产品规模 70 亿元，面部埋线 7 亿元，光电类器械 767 亿元，合计 1900 亿元。2) **公司端：**华东医药玻尿酸销售规模 20-40 亿元，市占率约 4%-8%；肉毒素销售规模 25-30 亿元，市占率 5%；胶原蛋白刺激类（少女针）销售规模 15-20 亿元，市占率 20%-30%；面部埋线（Silhouette）销售规模 2-3 亿元，市占率 20%-30%，器械产品销售规模 20-35 亿元，市占率 3%-5%，合计 82-128 亿元。

表 11: 2030E 中国轻医美行业规模和华东医药在国内销售规模测算

分类	医美统计表 (2030E)	玻尿酸	肉毒素	少女针/童颜针	面部埋线	光电类器械	合计
	市场规模 (终端口径, 亿元)	1861	1943	251	24	2301	6381
	市场规模 (入院口径, 亿元)	517	540	70	7	767	1900
行业	主要竞争产品	韩国 LG (伊婉) 艾尔建 (乔雅登) Humedix (艾莉薇) Q-med (瑞蓝) 爱美客 (嗨体等) 华熙生物 (润百颜等) 昊海生科 (海薇等)	艾尔建 (保妥适) 兰州生物 (衡力) 四环医药 (代理: 乐提葆) 伊普森 (吉适 Dysport) 大熊制药 (绿毒, 申报中) 爱美客 (代理: 橙毒, 申报中)	爱美客 (童颜针, 预计 2021E 获批) 华东医药 (少女针, 预计 2021E 获批) 高德美 (申报中) 四环医药 (有布局计划)	爱美客 (紧恋, 目前是小线) 韩式生科 (目前是小线) 强生/快翎 (可吸收性手术缝合线)	热玛吉、超声刀等; A 股上市公司中, 积极布局的有复星医药 (收购以色列飞顿, 激光龙头) 华东医药 (参股美国 R2, 收购西班牙 High Tech)、昊海生科等	
公司	关键假设	玻尿酸 (MaiLi)	Jetama A 型肉毒素	少女针	Silhouette	医美器械产品	预计 2030 年合计销 售额
	预计国内地位	第 10-15	第 5-10	第 1-3	第 1-5	第 5-10	
	预计市占率	4%-8%	5%	20%-30%	20%-30%	3%-5%	
华东医药	预计销售额	20-40	25-30	15-20	2-3	20-35	82-128
	预计中国上市时间	2024E	2025E-2026E	2021E	2023E	待定	

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

注: 以上行业规模或公司销售规模为预测数据, 其中行业规模包括合规市场和非合规市场, 单位为亿元。

#### 2020-2022 年盈利测算如下。

**收入端:** 1) 工业业务: 受到阿卡波糖片国家集采失标和国内外新冠疫情的影响, 预计 2020 年医药工业板块增速将放缓至 5%。21 年后有望通过各举措消除阿卡波糖失标的影响, 此外利拉鲁肽、卡格列净等有望完成临床并获批上市, 将推动医药工业收入增速提高。预计 2020-2022 年收入增速分别为 6%、15%、18%。

2) 商业业务: 面对国家政策和医药市场的变化及国内外新冠疫情的影响, 短期内面临增长动力减弱, 预计 2020 年医药商业板块出现负增长, 21-23 恢复个位数增长。预计 2020-2022 年收入增速分别为 -6%、8%、8%。

3) 医美业务: 2020 年新冠疫情对公司国内外医美业务带来消极影响, 预计上半年收入大幅降低, 但下半年国内医美市场逐渐回暖, 整体预计医美业务 2020 年收入出现负增长。2021 年, “少女针”、F0 (亮白焕肤仪) 等重磅产品均有望在中国上市, 拉动收入水平提高。预计 2020-2022 年收入增速分别为 -12%、30%、60%。

**毛利率:** 工业业务中, 考虑到阿卡波糖降价等影响, 预计毛利率略有下滑, 2020-2022 年毛利率分别为 81.7%、80%、78.5%; 预计商业业务的毛利率基本持平, 约 7.6%; 医美业务毛利率逐渐提升, 主要系预期新产品的市场竞争格局更好, 产品稀缺性更强, 且公司角色从单纯代理商转为产品提供商, 盈利能力更强, 预计 2020-2022 年毛利率分别为 73%、75%、76%。

**费用率:** 1) 销售费用率: 2020 年受疫情等影响, 收入增速有所放缓, 但销售费用支出相对刚性, 销售费用率有所提升; 此外 2021-2022 年起随着医美业务和工业业务的新品

陆续上市，需要提前做好销售人才储备等工作，所以销售费用再度略有上升。预计 2020-2022 年分别为 17.8%、18.0%、18.2%；2）管理费用率和研发费用率相对稳定。

**表 12：公司细分业务盈利预测**

	2019	2020E	2021E	2022E
<b>医药工业</b>				
营业收入（亿元）	109	115	132	156
YOY	26.7%	6%	15%	18%
毛利率	83.4%	81.7%	80.0%	78.5%
<b>医药商业</b>				
营业收入（亿元）	251	235	254	275
YOY	9.8%	-6%	8%	8%
毛利率	7.7%	7.6%	7.6%	7.6%
<b>医美业务</b>				
营业收入（亿元）	5	4	6	9
YOY	569.8%	-12%	30%	60%
毛利率	72.4%	73.0%	75.0%	76.0%
分部间抵消	-10	-11	-12	-13
<b>合计</b>				
总收入（亿元）	354	344	381	427
YOY	15.6%	-2.8%	10.5%	12.2%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

综上，预计 2020-2022 年收入分别为 344、381、427 亿元，分别同比下滑 2.8%、增长 10.5%、增长 12.2%；归母净利润分别为 29、31、37.2 亿元，同比增长 3.2%、6.7%、20.2%；对应 EPS 分别为 1.66、1.77、2.13 元/股。目前医药工业、医药商业和医美业务 2021 年行业的 PE 均值分别为 21、11、93，公司同时涉及三大业务，且利润主要贡献来自于医药工业，未来重要增量来自于医美业务，随着医美管线逐渐完善，盈利能力和估值水平都有较大向上弹性，给予买入评级。



**表 13：可比公司估值比较（2021 年 4 月 1 日）**

类型	上市公司	市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				PE			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
医药工业	科伦药业	317	9.38	9.40	12.88	16.17	34	34	25	20
	通化东宝	252	8.11	9.29	11.21	13.62	31	27	22	19
	恩华药业	151	6.63	7.29	9.04	11.07	23	21	17	14
	均值							27	21	17
医药商业	九州通	338	17.27	30.04	29.10	35.32	20	11	12	10
	中国医药	148	9.81	12.00	13.95	15.99	15	12	11	9
	上海医药	564	40.81	44.96	52.00	59.17	14	13	11	10
	均值							12	11	9
医美公司	爱美客	940	3.06	4.40	6.68	9.66	308	214	141	97
	华熙生物	774	5.86	6.46	8.34	11.07	132	120	93	70
	昊海生科	201	3.71	2.30	4.32	5.71	54	88	47	35
	均值							140	93	68
	华东医药	679	28.13	29.02	30.97	37.23	24	23	22	18

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

注：标黄数据代表着 2020 年业绩已公布，2020 年归母净利润为实际值。

## 5. 风险提示

**1、行业政策及市场影响。**当前我国医药卫生领域改革不断深化，各项政策密集出台，国家集中采购政策、仿制药一致性评价、两票制、新药审批政策、控制医院药占比指标及医院二次议价、紧密型医联体等政策都将对药品的研发、生产和流通等环节产生重大影响。同时随着医保控费和支付方式改革的落实，以及仿制药集中采购政策的进一步推行，将促使部分药品面临价格进一步下调的风险。

**2、新药研发风险。**新药研发周期长，投入大，研发过程存在诸多不确定性，研发过程中也面临着高层次人才不足、研发新药因疗效或安全性原因未能获得注册审批的风险，新药上市后也存在市场需求考验、招标采购、医保支付准入以及同类产品市场竞争等风险。此外，研发费用的投入也将会对公司当期经营目标的实现带来一定的压力。

**3、产品降价风险。**随着医药市场竞争的加剧以及国家集中采购政策的进一步推进，国内医药企业面临的政策性降价压力将长期存在，同类产品竞争厂家增多，存在失标风险，这也是影响公司经营业绩的不利因素。

**4、医美业务风险。**目前医美业务占比较低，产品注册批件等存在无法获批的风险、有一定不确定性等。

## 表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	13736	16609	19332	22920
现金	2403	5050	6846	9193
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	6092	6736	7257	7944
其它应收款	91	79	96	105
预付账款	363	329	382	411
存货	4039	3906	4319	4703
其他	747	509	432	563
<b>非流动资产</b>	7728	7761	9056	9857
金融资产类	0	61	51	37
长期投资	223	129	147	166
固定资产	2175	2612	3056	3538
无形资产	1455	1672	1943	2038
在建工程	1830	1930	2134	2383
其他	2046	1357	1726	1694
<b>资产总计</b>	21464	24370	28388	32777
<b>流动负债</b>	8397	7599	8456	9162
短期借款	656	552	611	606
应付款项	4402	4386	4850	5230
预收账款	255	171	219	255
其他	3084	2489	2776	3071
<b>非流动负债</b>	201	886	827	638
长期借款	0	0	0	0
其他	201	886	827	638
<b>负债合计</b>	8597	8485	9283	9800
少数股东权益	557	673	797	945
归属母公司股东权益	12309	15211	18309	22031
<b>负债和股东权益</b>	21464	24370	28388	32777
现金流量表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	2002	3296	3285	3473
净利润	2925	3018	3221	3871
折旧摊销	414	267	318	364
财务费用	2	20	(20)	(44)
投资损失	15	15	15	15
营运资金变动	(769)	(349)	212	(333)
其它	(586)	324	(460)	(401)
<b>投资活动现金流</b>	(1583)	(526)	(1575)	(1160)
资本支出	(1354)	(691)	(839)	(962)
长期投资	(40)	31	(7)	(6)
其他	(188)	134	(728)	(192)
<b>筹资活动现金流</b>	(609)	(123)	87	34
短期借款	30	(103)	59	(5)
长期借款	0	0	0	0
其他	(638)	(20)	28	39
<b>现金净增加额</b>	(190)	2647	1797	2347

利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	35446	34446	38059	42704
营业成本	24087	22915	25107	27655
营业税金及附加	182	190	206	229
营业费用	5797	6131	6851	7772
管理费用	1095	1068	1172	1302
研发费用	1073	918	1043	1281
财务费用	2	20	(20)	(44)
资产减值损失	25	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	(15)	(15)	(15)	(15)
其他经营收益	228	398	126	101
<b>营业利润</b>	3397	3587	3813	4595
营业外收支	73	(7)	8	(3)
<b>利润总额</b>	3470	3580	3821	4592
所得税	545	562	600	721
<b>净利润</b>	2925	3018	3221	3871
少数股东损益	112	116	124	149
<b>归属母公司净利润</b>	2813	2902	3097	3723
EBITDA	3881	3901	4172	4956
EPS (最新摊薄)	1.61	1.66	1.77	2.13
主要财务比率				
	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入	15.60%	-2.82%	10.49%	12.20%
营业利润	16.75%	5.58%	6.30%	20.52%
归属母公司净利润	24.08%	3.16%	6.73%	20.19%
<b>获利能力</b>				
毛利率	32.05%	33.48%	34.03%	35.24%
净利率	8.25%	8.76%	8.46%	9.07%
ROE	24.16%	20.19%	17.70%	17.69%
ROIC	20.78%	18.87%	16.62%	16.56%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	40.05%	34.82%	32.70%	29.90%
净负债比率	19.88%	10.81%	11.82%	12.66%
流动比率	1.64	2.19	2.29	2.50
速动比率	1.15	1.67	1.78	1.99
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.74	1.50	1.44	1.40
应收账款周转率	6.05	5.65	5.92	5.99
应付账款周转率	6.26	6.00	6.22	6.30
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.61	1.66	1.77	2.13
每股经营现金	1.14	1.88	1.88	1.98
每股净资产	7.03	8.69	10.46	12.59
<b>估值比率</b>				
P/E	24.13	23.40	21.92	18.24
P/B	5.52	4.46	3.71	3.08
EV/EBITDA	10.97	16.54	15.12	12.30

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn