

2021年05月10日

四环医药 (00460.HK)

医美+医药双轮驱动，战略转型焕新颜

- **医美+医药双轮驱动，创新打造医美医药领先企业：**2006 年成立，公司主要聚焦于心脑血管领域，2010 年在香港上市。2014 年公司与韩国 Hugel 公司签署独家代理协议，并于 2020 年推出医美产品。公司以医美+医药双轮驱动，药品板块产品围绕心脑血管等五大领域进行布局，医美板块以肉毒素为原点，未来将推出玻尿酸、童颜针等医美产品，形成医美产品矩阵。
- **医药工业：围绕精神神经、心脑血管、消化、抗感染等领域，积极布局创新研发。**在售核心产品马来酸桂哌齐特注射液（克林澳）的新适应症（治疗急性缺血性脑卒中）已获批临床；甘草酸单铵半胱氨酸氯化钠注射液 2019 年进入医保，看好其销售快速放量；粉液双室袋产品具备避免输液污染、配液方便、不存在误配药风险等优势，看好其销售快速放量。**药品研发：以“仿创结合”的核心理念，持续推动药品研发。**四环医药通过轩竹生物和康明百奥两大平台全面布局小分子和大分子创新药的研发。轩竹生物在研项目有 14 项，全面覆盖肿瘤、代谢、抗感染等领域；康明百奥在研项目有 12 个，主要布局创新双抗、双抗 ADC 等多功能抗体药物的研发。通过投资并购和国际合作强化产品创新。近年公司通过投资济时生命科技、与印度熙德隆制药协议合作、与 Covance 长期合作、引入广东冠润和南靖惠及为北京锐业增资等方式，持续推行产品创新和国际化转型。**打造工业大麻和现代中药全产业链基地。**子公司澳康药业布局工业大麻和现代中药。工业大麻定位于高含量 CBD 药业和医用材料的研发和产业化发展，致力于打造国内北方工业大麻第一的研产销平台。
- **医美空间，战略切入医美大赛道。**20 年 10 月，四环医药独家代理肉毒毒素乐提葆获 NMPA 批准上市，成为第四个获准在中国上市的 A 型肉毒毒素。**我们认为，乐提葆竞争优势明显：1)行货市场上具有高性价比：**目前市面上肉毒素中，进口产品的产品力好于国产产品，主要体现在 1) 进口产品所使用的蛋白质赋形剂为人血白蛋白，而国产产品为医用明胶，进口产品致敏性更低；2) 从弥散度而言，进口产品弥散面积相对较小（乐提葆=保妥适<吉适<衡力），注射部位精准。从产品参数而言，乐提葆的临床效果与安全性和保妥适一致。而从产品品质而言，乐提葆有 99.5% 的有效蛋白质含量，高纯度 900KD 蛋白，高于韩国药监局 95% 的标准。从价格区间带而言，乐提葆的价格在市场上处于衡力、保妥适的中间，为保妥适的 6-7 折，主打轻奢定位；**2)监管趋严，水货市场逐渐出清，乐提葆可收割部分水货市场：**肉毒素类水货实际年消耗量是正规产品的 5 倍左右。水货市场上韩国“白毒”占据较大市场份额，“白毒”即为乐提葆在水

公司深度分析

证券研究报告

投资评级 **买入-A**

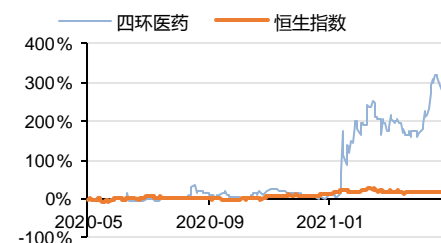
首次评级

目标价 **4.43 港元**
股价 (2021-05-10) **2.76 港元**

交易数据

总市值 (亿港元)	261
流通市值 (亿港元)	261
总股本 (亿股)	94.66
流通股本 (亿股)	94.66
12 个月价格区间	HK\$0.58/3.40

股价表现



资料来源：Wind 资讯

刘文正

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519010001
liuwz@essence.com.cn
021-35082109

马帅

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518120001
mashuai@essence.com.cn

冯俊曦

分析师

SAC 执业证书编号：S1450520010002
fengjx@essence.com.cn

王朔

报告联系人

wangshuo2@essence.com.cn

相关报告

货市场中的代称，已有较高认知。过去消费者机构选择水货产品主要是由于行货市场可选择产品较少，乐提葆可将部分过去偏好韩国肉毒素却苦于没有正规国内引进产品的消费者纳入麾下。同时随着监管趋严，水货出清，乐提葆可收割部分市场份额；**3) 韩国同类产品中的首个获准在中国上市，竞品仍在审批中且审批时间长，乐提葆拥有 2-3 年窗口红利期，具有卡位优势。**肉毒素属于毒麻类药品属，一直以来我国对于肉毒素认证牌照审核十分严格，预计未来 2-3 年内，能获认证牌照的竞品有限，作为韩国同类产品中的首个获准在中国上市，其竞品仍在审批中且审批时间长，乐提葆具有卡位优势，可在未来 2-3 年窗口期中占领消费者心智；**4) 医美核心管理层具有丰富医美销售经验，专业营销网络覆盖 200+ 城市。**医美核心管理层于艾尔建和辉瑞等跨国医药和医美公司担任营销和培训要职于业内拥有超过 10 年的经验，主要管理层为 2014 年艾尔建全国销售冠军，获得艾尔建总裁奖在管理医美销售团队拥有丰富经验。根据公司公开调研，截至 20 年 12 月，已有销售团队人数 60+，代理商 40+，覆盖城市 200+，覆盖医美机构 800+。公司目标 3 年内取得中国正规渠道肉毒素 30% 以上的市场份额，预计 21 年全年乐提葆销量 60 万瓶。

- **公司多款重磅医美新产品将于三年内上市，形成强大产品矩阵。**公司在美国南加州成立医美产品研究院，将海外拥有较高技术壁垒的医美新型技术于公司实验室进行转化，国内生产打造优质医美管线。管线内储备产品包括四环自研产品童颜水凝及所代理的 Hugel 玻尿酸，目前集团已经开始其他医疗美容产品的临床试验，预计在不久的将来进一步实现产品多元化。在研 10 余款医美产品包括：1. 胶原蛋白类产品；2. 可吸收聚酯类产品：一代“童颜针”填充剂、二代“少女针”填充剂；3. 局部改善脂肪容积的溶脂药品。
- **投资建议：买入-A 投资评级。**基于未来公司业务发展战略，采用分部估值法与可比公司进行测算，公司 2021 年净利润 8.43 亿元，目标市值 346.86 亿人民币（对应 420.01 港币），给予“买入-A”评级。
- **风险提示：1) 医美产品渠道销售不及预期；2) 医药产品销售不及预期；3) 带量采购政策变化；4) 国际贸易环境风险。**

摘要(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	2,887.00	2,464.00	3,635.49	4,972.52	7,012.69
净利润	-2,757.00	547.00	843.36	1,236.80	1,880.48
每股收益(元)	-0.29	0.05	0.09	0.13	0.20
每股净资产(元)	1.01	0.79	0.69	1.06	0.90

盈利和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率(倍)	-	46.45	25.04	19.01	12.51
市净率(倍)	2.12	5.72	3.24	2.10	2.48
净利润率	-94.52%	20.54%	24.2%	26.4%	29.0%
净资产收益率	-28.66%	5.15%	13.50%	13.10%	23.85%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

内容目录

1. 四环医药：医美+医药双轮驱动，创新打造医美医药领先企业.....	5
2. 医药工业：围绕精神神经、心脑血管、消化、抗感染等领域，积极布局创新研发.....	6
2.1. 在售药品：形成覆盖心脑血管、消化、抗感染、代谢等领域的多元化组合.....	6
2.2. 药品研发：以“仿创结合”的核心理念，持续推动药品研发.....	8
2.3. 打造工业大麻和现代中药全产业链基地.....	10
3. 溪颜空间，战略切入医美大赛道.....	11
3.1. 市场广阔，增长迅速.....	11
3.1.1. 全球市场规模达 1357 亿美元，非手术占比提升.....	11
3.1.2. 中国市场规模增长迅猛，18 年达 1448 亿，轻医美趋势显著.....	12
3.2. 肉毒素针剂：医美界抗衰不二法宝，除皱+瘦脸能手.....	13
3.2.1. 除皱塑形类核心针剂产品，项目联合应用场景广阔.....	13
3.2.2. 肉毒审批严格，国内正规认证产品仅四家.....	14
3.3. 四环医药：切入大医美赛道，布局肉毒素+玻尿酸等医美产品.....	17
3.3.1. 四环医药代理乐提葆：肉毒素国内首获批，产品力拔尖.....	17
3.3.2. 韩国同类产品首款国内上市，收割部分水货市场可期.....	20
3.3.3. 渠道铺设：乐提葆美丽绽放，专业营销网络覆盖 200+城市.....	21
3.3.4. 未来医美布局：多款重磅新产品于三年内上市，形成强大产品矩阵.....	22
4. 投资建议：盈利预测与估值.....	23
5. 风险提示.....	24

图表目录

图 1：四环医药发展历程.....	5
图 2：四环医药旗下五大平台.....	5
图 3：马来酸桂哌齐特注射液样本医院销售.....	6
图 4：马来酸桂哌齐特注射液竞争格局.....	6
图 5：注射用烟酰胺样本医院销售.....	7
图 6：注射用烟酰胺竞争格局.....	7
图 7：甘草酸单铵半胱氨酸氯化钠注射液样本医院销售.....	7
图 8：甘草酸单铵半胱氨酸氯化钠注射液竞争格局.....	7
图 9：锐业制药双室袋产品梳理.....	8
图 10：国内工业大麻 CBD 市场规模（亿元）.....	11
图 11：全球医美行业市场规模（十亿美元）.....	12
图 12：中国医美市场规模（十亿元）.....	13
图 13：各医美项目规模占比.....	13
图 14：各注射类项目占比.....	13
图 15：肉毒素作用机理.....	14
图 16：乐提葆韩国市场销售第一.....	17
图 17：乐提葆产品.....	18
图 18：新氧平台“乐提葆”搜索结果.....	19
图 19：新氧平台“保妥适”搜索结果.....	19
图 20：乐提葆与保妥适安全性和有效性并无差别.....	20

图 21: “水货”市场肉毒素份额对比.....	21
图 22: 重磅产品+营销团队齐发力	22
图 23: 公司快速发展医美专业营销团队.....	22
图 24: 多款重磅产品将陆续上市.....	22
表 1: 四环医药部分核心在售药品相关情况梳理.....	6
表 2: 轩竹生物在研创新药管线梳理.....	8
表 3: 康明百奥在研创新药管线梳理.....	9
表 4: 吉林惠生在研糖尿病领域药物管线梳理.....	9
表 5: 四环医药仿制药相关布局情况梳理.....	10
表 6: 四环医药历年投资并购和国际合作的相关情况.....	10
表 7: 澳康药业全国独家品种产品分析.....	11
表 8: 手术类、非手术类排名前五项目.....	12
表 9: 四款认证肉毒素产品对比.....	15
表 10: 全球肉毒毒素生产商盘点.....	16
表 11: 乐提葆产品具有高纯度、高效果、高品质的特点.....	17
表 12: 国内四种肉毒素对比.....	18
表 13: 公司四项在研开发计划.....	23
表 14: 医美部分利润测算.....	23
表 15: 四环医美部分市值测算（截止于 2021.05.10）	23
表 16: 医药工业部分利润测算.....	24
表 17: 医药工业业务可比上市公司估值情况（截止于 2021.05.10）	24
表 18: 财务报表预测.....	25

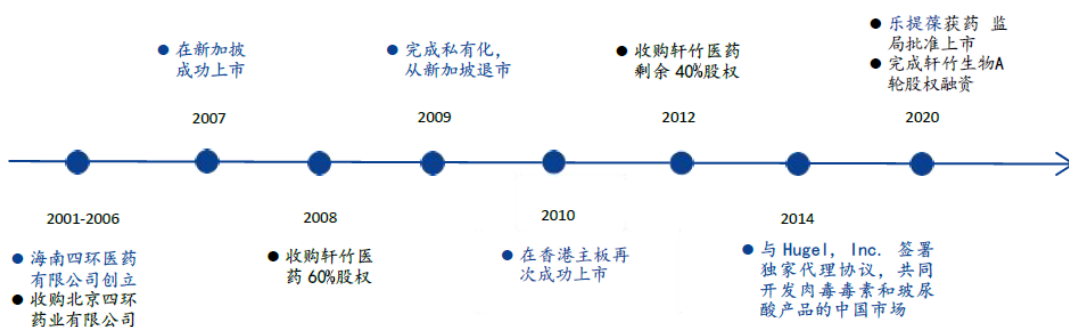
1. 四环医药：医美+医药双轮驱动，创新打造医美医药领先企业

2001 年，海南四环医药有限公司的创立。公司创建初期以市场营销为先导，其后创建海南四环心脑血管药物研究院，使市场开发和新产品研发并进，企业得以快速发展。之后通过收购、兼并等资本运作手段，进一步完善产业链，先后将北京四环制药、深圳四环医药等企业纳入四环医药旗下，发展成为集研发、生产和销售于一体的集团化医药企业。

2006 年 4 月，四环医药控股集团在 Bermuda 注册成立，并于 2007 年 3 月在新加坡成功上市。2009 年，为适应更大发展的需要，四环医药控股集团完成私有化，从新加坡退市，并于 2010 年在香港主板再次成功上市。

2014 年公司前瞻性地跟韩国 Hugel 公司签署独家代理协议，战略切入医美赛道，共同开发肉毒素和玻尿酸产品在国内市场的注册工作，并于 2020 年实现肉毒素产品乐提葆的获批上市，成为第四个获准在中国上市的 A 型肉毒毒素，也是韩国同类产品中的首个获准在中国上市的 A 型肉毒毒素。

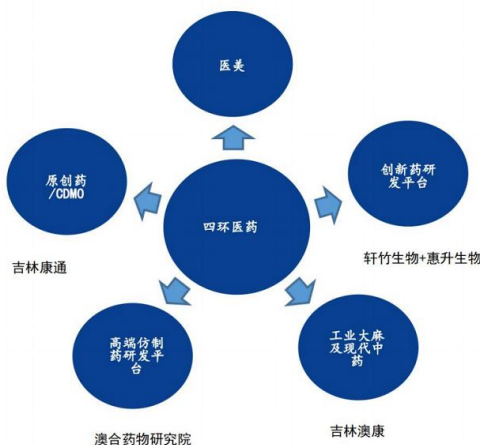
图 1：四环医药发展历程



资料来源：公司公开资料，安信证券研究中心

目前，公司药品板块产品围绕心脑血管、中枢神经系统、新陈代谢、肿瘤及抗感染等领域，积极布局创新研发，已建成多个高效率的现代化生产平台，同步开展原料药、高级中间体、保健食品和 CDMO 多板块业务。

图 2：四环医药旗下五大平台



资料来源：公司公开资料，安信证券研究中心

2. 医药工业：围绕精神神经、心脑血管、消化、抗感染等领域，积极布局创新研发

2.1. 在售药品：形成覆盖心脑血管、消化、抗感染、代谢等领域的多元化组合

四环医药在售药品充分覆盖心脑血管、消化系统、抗感染、代谢等多个领域。在售核心产品包括马来酸桂哌齐特注射液（克林澳）、注射用烟酰胺（普扶林）、注射用盐酸罗沙替丁醋酸酯（杰澳）、甘草酸单铵半胱氨酸氯化钠注射液（回能）、粉液双室袋产品等。

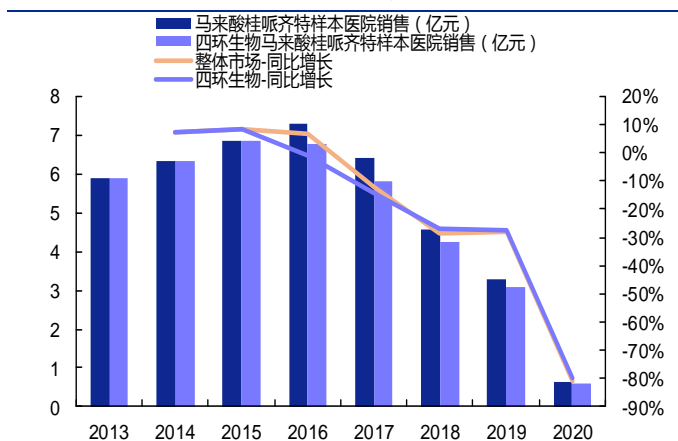
表 1：四环医药部分核心在售药品相关情况梳理

药品类别	药品名称	适应症	四环医药-样本医院销售
心脑血管	注射用烟酰胺	用于防治烟酸缺乏的糙皮病、冠心病等伴发的心律失常	3.76 亿元
	杏苧氯化钠注射液	用于治疗缺血性心脑血管疾病	2.19 亿元
	脑苷肌肽注射液	治疗脑卒中、老年性痴呆等引起的中枢神经损伤	2.13 亿元
	曲克芦丁脑蛋白水解物注射液	用于治疗脑血栓、脑出血、脑痉挛等脑血管疾病	1.48 亿元
	注射用烟酸	缺血性心脏病、降血脂、扩张小血管等	0.92 亿元
	马来酸桂哌齐特注射液	脑血管疾病、心血管疾病、外周血管疾病	0.61 亿元
	丹参川芎嗪注射液	用于闭塞性脑血管疾病，如脑供血不全、脑栓塞等	0.21 亿元
	注射用盐酸多巴胺	适用于心肌梗死、充血性心力衰竭等引起休克综合征	0.21 亿元
消化系统	注射用盐酸罗沙替丁醋酸酯	适用于上消化道出血的低危患者	3.82 亿元
	甘草酸单铵半胱氨酸氯化钠注射液	具有抗肝中毒、恢复肝细胞功能的作用	0.93 亿元
抗感染	注射用甲硝唑	用于厌氧菌感染的治疗	0.12 亿元
代谢	盐酸二甲双胍片	2 型糖尿病	0.03 亿元

资料来源：公司公告、公司官网、Wind 医药库、安信证券研究中心

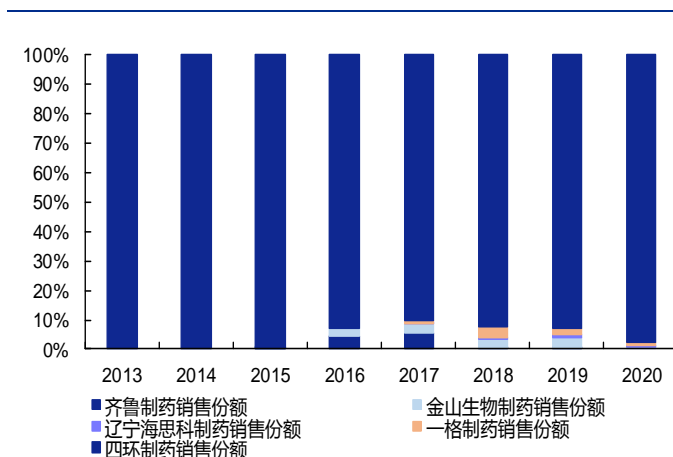
马来酸桂哌齐特注射液主要用于治疗脑血管疾病，根据 Wind 医药库数据，2020 年样本医院销售为 6267.88 万元，同比下降 81.03%，四环制药、一格制药的销售市占率分别为 97.71%、1.04%。其中，2020 年四环制药的马来酸桂哌齐特注射液实现样本医院销售 6124.55 万元，同比下降 80.07%。目前，马来酸桂哌齐特注射液的新适应症（治疗急性缺血性脑卒中）已获批临床，未来有望凭借新适应症实现产品销售的大幅回升。

图 3：马来酸桂哌齐特注射液样本医院销售



资料来源：Wind 医药库、安信证券研究中心

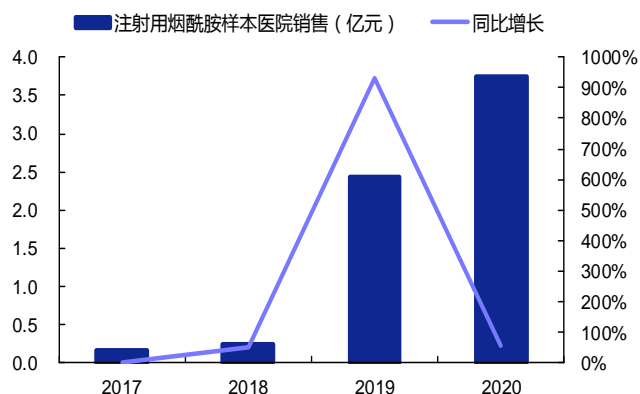
图 4：马来酸桂哌齐特注射液竞争格局



资料来源：Wind 医药库、安信证券研究中心

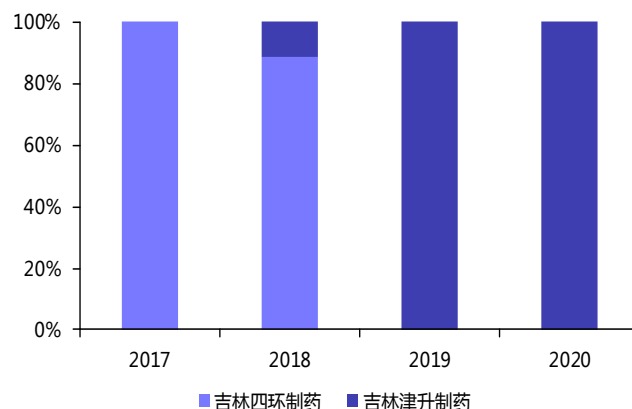
注射用烟酰胺主要用于防治烟酸缺乏的糙皮病、冠心病、病毒性心肌炎等伴发的心律失常。根据 Wind 医药库数据，该品种 2020 年实现样本医院销售 3.76 亿元，同比增长 54.69%，公司的全资子公司津升制药占据 100% 市场份额。

图 5：注射用烟酰胺样本医院销售



资料来源：Wind 医药库、安信证券研究中心

图 6：注射用烟酰胺竞争格局



资料来源：Wind 医药库、安信证券研究中心

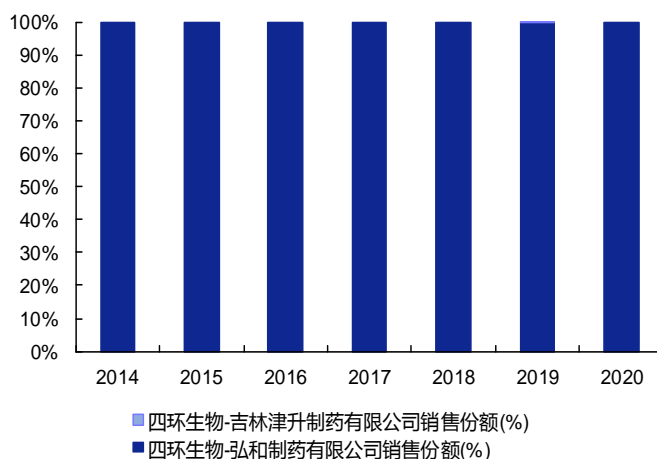
甘草酸单铵半胱氨酸氯化钠注射液具有抗肝中毒、降低谷丙转氨酶、恢复肝细胞功能的功效，主要用于慢性迁延性肝炎、慢性活动性肝炎、急性肝炎、肝中毒、初期肝硬化等治疗。根据 Wind 医药库数据，2019 年甘草酸单铵半胱氨酸氯化钠注射液样本医院销售 1.65 亿元，同比增长 218.47%，主要得益于进入医保后产品快速放量。2020 年样本医院销售同比下降主要是疫情影响所致，看好 2021 年其销售恢复性增长。

图 7：甘草酸单铵半胱氨酸氯化钠注射液样本医院销售



资料来源：Wind 医药库、安信证券研究中心

图 8：甘草酸单铵半胱氨酸氯化钠注射液竞争格局



资料来源：Wind 医药库、安信证券研究中心

公司拥有注射用头孢他啶/氯化钠注射液、注射用头孢地嗪钠/葡萄糖注射液、注射用头孢地嗪钠/氯化钠注射液、注射用头孢呋辛钠-氯化钠注射液 4 个国内独家粉液双室袋产品。目前国内非 PVC 软袋输液产品的使用率较低（仅为 20%），且双室袋产品具备避免输液污染、配液方便、不存在误配药风险等优势，看好其销售快速放量。

图 9：锐业制药双室袋产品梳理



资料来源：公司官网、安信证券研究中心

2.2. 药品研发：以“仿创结合”的核心理念，持续推动药品研发

四环医药通过轩竹生物和康明百奥两大平台全面布局小分子和大分子创新药的研发。其中，轩竹生物在研项目有 14 项，全面覆盖肿瘤、代谢、抗感染等领域；康明百奥在研项目有 12 个，主要布局创新双抗、双抗 ADC 等多功能抗体药物的研发。

- **轩竹生物**：研发管线涉及肿瘤、代谢、抗感染等多个领域。其中，新一代半合成氨基糖苷类抗生素普拉佐米星已进入 III 期临床，其肾毒性风险有望显著低于前几代氨基糖苷类药物；新一代消化疾病用药安纳拉唑钠已完成 III 期临床入组，其药品安全性和症状缓解有望优于同类产品；核心产品吡罗西尼适应症为晚期乳腺癌，目前处于 II 期临床。

表 2：轩竹生物在研创新药管线梳理

相关平台	在研品种	适应症	临床进展
轩竹生物	安纳拉唑钠	质子泵抑制剂 (PPI) /消化疾病用药	III 期临床试验
	普拉佐米星	代半合成氨基糖苷类抗生素	III 期临床试验
	吡罗西尼	针对晚期乳腺癌的 CDK4/6 抑制剂	II 期临床试验
	百纳培南	碳青霉烯类抗生素，用于治疗复杂性泌尿系感染	II 期临床试验
	复达那非	良性前列腺增生症引发下尿路的症状及体征以及勃起功能障碍	I 期临床试验
	呱罗替尼	治疗非小细胞肺癌等多种恶性肿瘤	I 期临床试验
	盐酸泰乐地平	L/T-型钙离子双通道抑制剂类抗高血压	I 期临床试验
	XZP-3621	ALK/ROS1 双靶点酪氨酸激酶抑制剂，适用于肺癌等癌症	已获 I-III 期临床批件
	XZP-5809	治疗 EGFR 敏感突变和获得性耐药突变的肺癌等实体瘤	非临床研究阶段
	XZP-5610	非酒精性脂肪肝病 (NAFLD)	非临床研究阶段

资料来源：公司公告、公司官网、Wind、安信证券研究中心

- **康明百奥**：公司致力于多功能抗体等药物的研发，核心产品 KM257 的适应症为 HER-2

高表达肿瘤，目前处于安全性评价和 IND 阶段；KMD254-ADC 的适应症为胃癌、乳腺癌、肺癌等，有望成为国内外同类最优的双抗 ADC 药物。

表 3：康明百奥在研新药管线梳理

相关平台	在研品种	适应症	临床进展
康明百奥	KM118 单抗	乳腺癌	I 期临床试验
	KM257	HER-2 高表达肿瘤	灵长类动物安全性评价和 IND 阶段
	KM219	抗 Ebola（埃博拉传染病）	安评申报
	KM211	抗冠状病毒中东呼吸综合症 MERS	安评申报
	KM320	抗体融合蛋白长效降糖药物	临床前细株工艺和药学
	KM119	膀胱癌与卵巢癌	进入临床阶段
	免疫检查点双抗 KM216	肺癌	临床前细株工艺和药学
	免疫检查点双抗 KM218	实体瘤	临床前细株工艺和药学
	KMD254-ADC	HER-2 中低表达的癌症，如胃癌、乳腺癌和肺癌等	临床前细株工艺和药学

资料来源：公司公告、公司官网、Wind、安信证券研究中心

四环医药进一步推进糖尿病产品布局和项目研发。四环医药子公司吉林惠升生物研发管线覆盖口服降糖药、二代三代四代胰岛素、GLP-1 类似物等。其中，核心产品 1.1 类新药 SGLT2 抑制剂（加格列净） 针对降糖降压、心肾保护，目前已进入 III 期临床试验；德谷胰岛素 已进入 III 期临床试验，临床应用效果显著超越同类型基础胰岛素。

表 4：吉林惠生在研糖尿病领域药物管线梳理

相关平台	在研品种	适应症	临床进展
吉林惠生	胰岛素及类似物	德谷胰岛素注射液	III 期临床试验
		门冬胰岛素注射液	III 期临床试验
		门冬胰岛素 30 注射液	III 期临床试验
		门冬胰岛素 50 注射液	III 期临床试验
		重组人胰岛素注射液	I 期临床试验
		精蛋白重组人胰岛素注射液	I 期临床试验
		精蛋白重组人胰岛素注射液（预混 30R）	I 期临床试验
	类新药	加格列净	III 期临床试验
	GLP-1 类似物	利拉鲁肽注射液	I 期临床试验
		索马鲁肽注射液	临床前

资料来源：公司公告、公司官网、Wind、安信证券研究中心

四环医药围绕精神神经、心脑血管、消化、抗感染等领域布局仿制药研发。公司的仿制药研发管线覆盖 53 个在研项目，近期重酒石酸卡巴拉汀胶囊（1.5mg 和 3.0mg）、左乙拉西坦片、加巴喷丁胶囊、小二复方氨基酸注射液（18AA-II）、左乙拉西坦注射用浓溶液获得药品生产批件，仿制药的研发进展顺利。

表 5：四环医药仿制药相关布局情况梳理

相关品种	2020 年样本医药销售	研发进展
重酒石酸卡巴拉汀胶囊（1.5mg 和 3.0mg）	0.35 亿元	获药品生产批件
左乙拉西坦片	2.75 亿元	获药品生产批件
左乙拉西坦注射用浓溶液	0.21 亿元	获药品生产批件
加巴喷丁胶囊	0.48 亿元	获药品生产批件
小二复方氨基酸注射液（18AA-II）	--	获药品生产批件
注射用泮托拉唑钠	8.30 亿元	通过一致性评价
醋酸奥曲肽注射液	6.24 亿元	通过一致性评价
咪达唑仑口颊粘膜溶液	--	获药品注册批件
利伐沙班片（10mg 和 15mg）	11.58 亿元	获药品注册批件
马来酸桂哌齐特注射液	0.63 亿元	急性缺血性脑卒中适应症获批
非 PVC 粉液双室袋头孢他啶/氯化钠注射液	--	获药品注册批件
非 PVC 粉液双室袋注射用头孢地嗪钠/5%葡萄糖注射液	--	获药品注册批件
非 PVC 粉液双室袋注射用头孢地嗪钠/氯化钠注射液	--	获药品注册批件
非 PVC 粉液双室袋注射用头孢呋辛钠/氯化钠注射液	--	获药品注册批件

资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

通过投资并购和国际合作强化产品创新。近年，四环医药通过投资济时生命科技、与印度熙德隆制药协议合作、与 Covance 长期合作、引入广东冠润和南靖惠及为北京锐业增资等方式，持续推行产品创新和国际化转型。

表 6：四环医药历年投资并购和国际合作的相关情况

布局时间	相关投资	主要影响
2015.04	与 Covance 签署长期合作协议	支持公司的新药全球开发，新品种覆盖心脑血管、代谢、抗感染、肿瘤、泌尿等领域
2019.07	与 Strides 成立合资公司	合资公司负责药品注册申报和销售
2020.02	与印度熙德隆制药达成合作协议	在心脑血管、中枢神经、抗感染等领域的研发、产品注册、技术转移、原料药供应、本地化生产及销售方面密切合作
2020.08	联营公司北京锐业引入广东冠润、南靖惠及进行 2 亿元增资	强化公司在抗生素双室袋领域的行业地位
2020.10	对济时资本生命科技投资 I 期基金进行不超过 1000 万美元投资	加快海外创新药引进，强化创新药领域布局

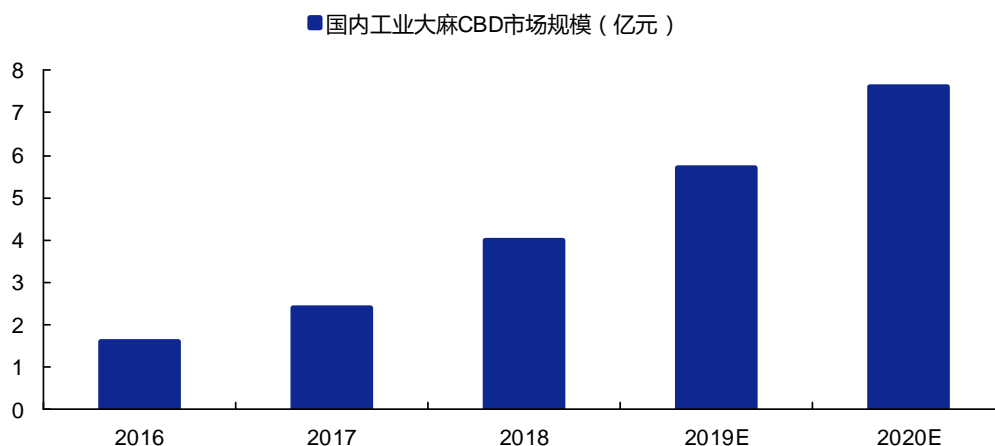
资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

2.3. 打造工业大麻和现代中药全产业链基地

四环医药通过子公司澳康药业布局工业大麻和现代中药。其中，工业大麻方面，澳康药业定位于高含量 CBD 药业和医用材料的研发和产业化发展，致力于打造国内北方工业大麻第一的研产销平台。

- **工业大麻布局：**根据汇众医疗《2019 工业大麻产业白皮书》的数据，国内工业大麻 CBD 市场规模快速增长，2020 年国内工业大麻 CBD 市场规模约为 7.6 亿元，同比增长 33%。公司通过子公司吉林四环澳康药业布局工业大麻，对大麻在药品、医美、食品等领域进行产品开发。

图 10：国内工业大麻 CBD 市场规模（亿元）



资料来源：健康界、汇众医疗《2019 工业大麻产业白皮书》、安信证券研究中心

- **现代中药布局：**澳康药业 164 个批准文号的生产品种，其中包括 128 个国家医保品种，以及海天益肾胶囊、牛黄清脑开窍丸、草仙乙肝胶囊、肝胆双清颗粒等四个全国独家品种。

表 7：澳康药业全国独家品种产品分析

全国独家产品	相关剂型	适应症
海天益肾胶囊	胶囊剂	补肾
草仙乙肝胶囊	胶囊剂	肝炎
牛黄清脑开窍丸	丸剂	清热解毒、开窍镇痉
肝胆双清颗粒	颗粒剂	肝炎、消化

资料来源：公司官网、公司公告、Wind、安信证券研究中心

3. 医美空间，战略切入医美大赛道

3.1. 市场广阔，增长迅速

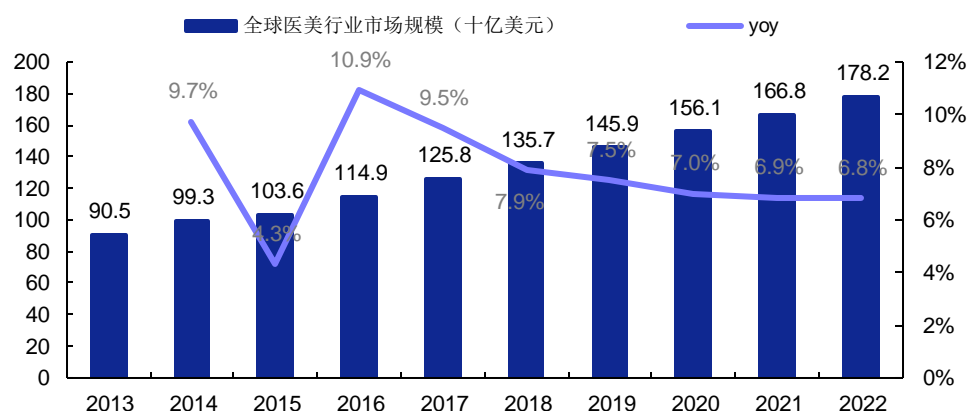
2014-2018 年全球医美市场规模稳定增长，CAGR 约 8%，2018 年市场规模达 1357 亿美元。我国医美市场近年来快速增长，年增速远超全球总体，达 30% 上下，5 年 CAGR 达 31.79%，2018 年市场规模达 1448 亿元人民币。

3.1.1. 全球市场规模达 1357 亿美元，非手术占比提升

全球规模稳定增长，2018 年达 1357 亿美元。根据国际美容整形外科学会和弗若斯特沙利文

的报告，2018 年全球医疗美容服务市场总收入达到 1357 亿美元，同比增幅 7.9%。未来预计保持 8%左右的增速，2022 年市场规模将达到 1782 亿美元。

图 11：全球医美行业市场规模（十亿美元）



资料来源：ISAPS, Frost&Sullivan, 安信证券研究中心

分项目看，全球非手术类项目案例数占比最大的为肉毒素，19 年占比 46.1%达 627 万例，玻尿酸排名第二，占比 31.7%达 432 万例。

表 8：手术类、非手术类排名前五项目

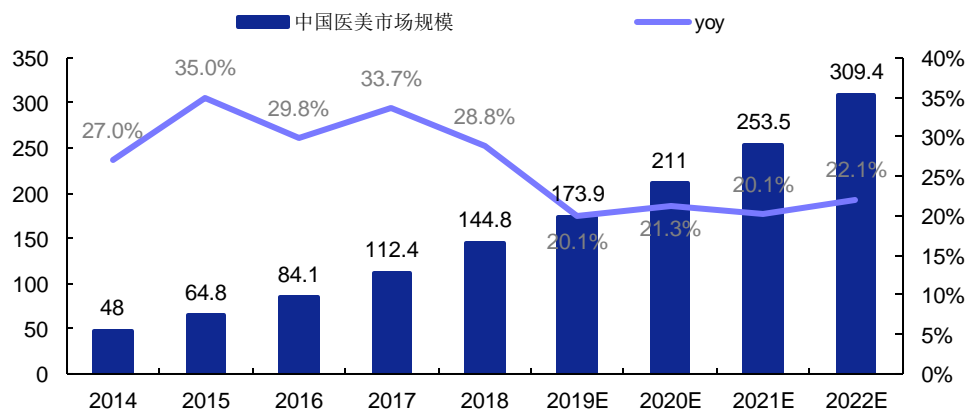
排名	项目	案例数（万例）	占比
手术类			
1	隆胸	179.56	15.8%
2	抽脂术	170.48	15.0%
3	眼部整形	125.98	11.1%
4	腹部整形	92.40	8.1%
5	鼻整形	82.19	7.2%
非手术类			
1	肉毒素	627.15	46.1%
2	玻尿酸	431.59	31.7%
3	脱毛	104.30	7.7%
4	非手术吸脂	46.28	3.4%
5	光子嫩肤	39.14	2.9%

资料来源：ISAPS, 安信证券研究中心

3.1.2. 中国市场规模增长迅猛，18 年达 1448 亿，轻医美趋势显著

近五年行业规模快速增长，5 年 CAGR 超 30%，未来三年或进入行业调整期。近五年，中国医美市场快速增长，年增速保持 30%上下，2018 年市场规模达 1448 亿元，5 年 CAGR 达 31.79%。

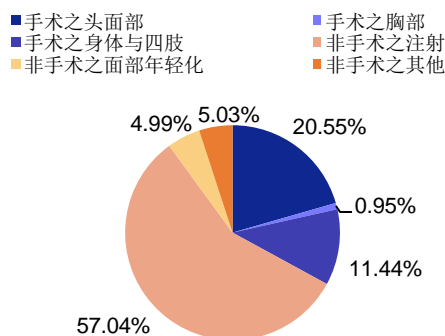
图 12: 中国医美市场规模 (十亿元)



资料来源: 艾瑞咨询, 安信证券研究中心

注射类项目市场规模约占行业总体近六成, 其中玻尿酸最受欢迎。据新氧大数据预测, 注射类医美项目市场规模行业占比最大, 2019 年约 57.04%。其中, 玻尿酸注射占比 66%, 肉毒素注射占比 33%。

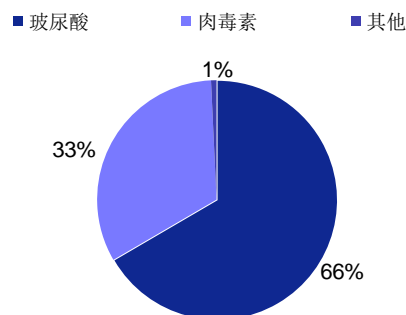
图 13: 各医美项目规模占比



资料来源: 新氧大数据, 安信证券研究中心

注: 新氧大数据与德勤统计口径略有差异

图 14: 各注射类项目占比



资料来源: 新氧大数据, 安信证券研究中心

对标全球轻医美趋势, 未来国内肉毒素注射市场空间广阔。与当前全球市场中非手术类项目案例数占比肉毒素大于玻尿酸不同, 我国非手术类项目案例数占比中玻尿酸大于肉毒素。通常而言, 玻尿酸注射主要用于填充塑型, 而肉毒素注射则主要用于除皱瘦脸。而东亚人种五官结构相对于其他人种更为扁平, 因此填充塑型类诉求更多。另一方面, 我国医美产业相较于欧美日韩等发达地区而言发展较晚, 愿意尝试医美项目的人群结构仍然以年轻人为主, 而肉毒素的主要受众群体为具有抗衰需求的年龄稍长人群, 其对于医美的接受程度仍然不高。对标全球, 未来随着国内消费意识的转变、抗老需求大幅增长, 国内肉毒素注射市场空间广阔。

3.2. 肉毒素针剂: 医美界抗衰不二法宝, 除皱+瘦脸能手

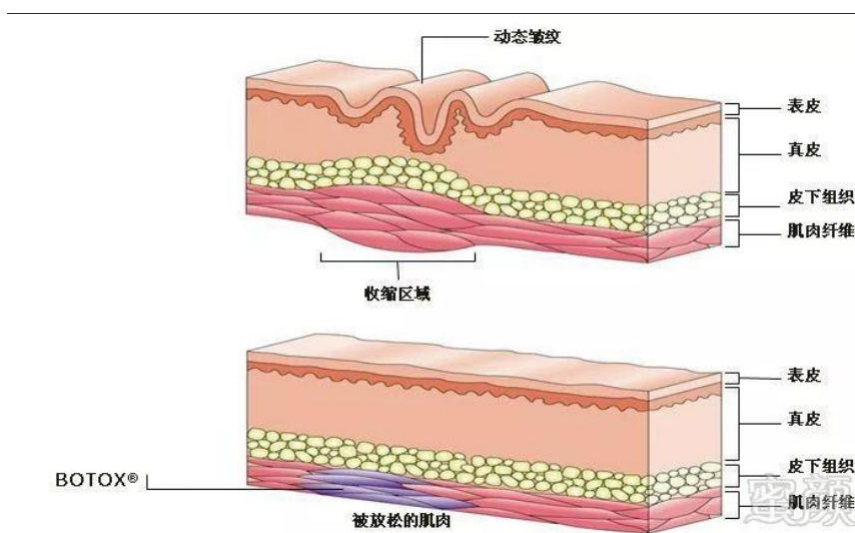
3.2.1. 除皱塑形类核心针剂产品, 项目联合应用场景广阔

肉毒素针剂是除皱塑形类的核心针剂产品, 除可满足除皱需求外, 肉毒素适用于广阔的医美

项目联合应用场景。我国肉毒毒素审批严格，正式认证仅四家，分别为：保妥适、衡力、吉适以及乐提葆；目前仍有 7 款肉毒毒素产品在申请资质进程中。

肉毒素又称肉毒杆菌内毒素，营销名称为瘦脸针、除皱针，注射方式为单点注射，注射部位为眼周、脸颊等，注射深度为真皮层。肉毒素作用于胆碱能运动神经的末梢，干扰乙酰胆碱从运动神经末梢的释放，阻断神经和肌肉之间的“信息传导”，以达到舒展皱纹的目的。肉毒素作用于胆碱能运动神经的末梢，以某种方式拮抗钙离子的作用，干扰乙酰胆碱从运动神经末梢的释放，使肌纤维不能收缩，肉毒素能阻断神经和肌肉之间的“信息传导”，致使肌肉松弛，暂时性释放对褶皱处皮下细胞长期施加的压力，以达到舒展皱纹的目的。肉毒素自注射后 48 到 72 小时开始起效，28 天左右神经开始逐渐发芽，但此时肌肉还没有恢复，三个月左右肌肉开始逐渐恢复。注射肉毒素除皱的效果一般可维持 3-6 个月，皱纹复发后可再次注射，间隔时间在 6 个月左右为宜，如果经常注射的话，会导致神经麻木，严重的话会损伤面部神经。

图 15：肉毒素作用机理



资料来源：蜜颜，有来医生，安信证券研究中心

3.2.2. 肉毒审批严格，国内正规认证产品仅四家

肉毒毒素审批严格，正式认证仅四家：2008 年，原国家食药监局将其列入毒性药品。作为处方及毒麻类药品，肉毒毒素从流通到使用均受到严格管控。同时因相关产品技术壁垒较高，认证牌照审批严格，在前期申报工作完成后，还需进行 I、II、III 期临床试验，其中 III 期临床试验规模大，时间长，整体申报周期通常为 8-10 年。

目前 CFDA 仅批准四种注射用 A 型肉毒毒素，分别为国产的“衡力”、美国进口的“保妥适 BOTOX”、英国益普生公司生产的“吉适 Dysport”以及韩国 Hugel 公司研发的“乐提葆 Letybo”。衡力由兰州生物制品研究所生产，1993 年在中国获批用作新药，2012 年才被批准用于整形美容，其在全国 29 个省份指定了 77 家经销商；保妥适由美国艾尔建公司生产，2009 年被 CFDA 批准用于美容，国药控股分销中心有限公司是其总经销，目前在全国 30 个省份指定了 56 家二级经销商；丽舒妥/吉适由英国益普生公司生产，丽舒妥/吉适于 2009 年在美国上市，最初用于治疗成年颈椎张力障碍（CD）和痉挛患者，2020 年被 CFDA 批准用于整形美容；韩国生物制药公司 Hugel, Inc. 生产的「注射用 A 型肉毒毒素（Letybo 100U，商品名：乐提葆）」与 2020 年成功取得 CFDA 上市批准，是首个及唯一一个获得国家药监局上市批准的韩国肉毒毒素产品，在中国境内由四环医药独家代理的。

表 9：四款认证肉毒素产品对比

产品名称	保妥适	衡力	丽舒妥/吉适	乐提葆
生产企业	美国艾尔建公司 (Allergan)	兰州生物制品研究所	博福-益普生公司 (Ipsen)	韩国 Hugel 公司
国内合作企业				四环医药
国内获批时间	2009 年	2012 年	2020 年	2020 年
分子量	900KD	300/500/900KD	300/500/900KD	900KD
价格	900-2400 元/50 unit	240-750 元/50 unit	1000-2000/50unit	1600-2200 元/100 unit
维持时间	4-6 个月	4-6 个月	4-6 个月	4-6 个月
赋形剂蛋白质	人血白蛋白	医用明胶	人血白蛋白	冻干干燥
生产工艺	真空干燥	冻干干燥	冻干干燥	冻干干燥
理论弥散面积	偏小, 0.5 cm	大, 1cm	大	偏小, 0.5 cm
使用部位	精准除皱 (面部, 眼部)	大面积部位 (瘦腿、瘦肩、瘦脸)	大面积部位 (瘦腿、瘦肩、瘦脸)	精准除皱 (面部, 眼部)
消费者定位	高端人群	中高端人群	中高端人群	中高端人群

资料来源：新氧 App，安信证券研究中心

放眼全球，肉毒生产商蓬勃涌现。根据新浪医药，目前保妥适是全球市场份额最高的产品，全球份额曾经高达 86%，现在仍有 65% 以上；此外，全球市场份额较高的还有英国的 Dysport（英国 Ipsen 生产，欧洲称 Azzalure，德国的 Xeomin（欧洲称 Bocouture），和韩国的 Neuronox（Medytox 生产，其他地区称 Meditoxin、Cunox、Botulift 等）。

表 10：全球肉毒毒素生产商盘点

生产商	生产国	产品名	国内合作情况	公司简介	产品简介
艾尔建		保妥适	已获 CFDA 批准	成立于 1950 年，旗下产品有乔雅登、*EASYBAND 遥控可调式胃束带系统、胶原蛋白真皮填充剂、LATISSE (贝美前列素涂剂)、娜绮丽系列产品、保妥适等。	全球销量第一产品。赋形剂是可追溯的人血白蛋白，真空干燥法进行干燥。
Evolus	美国	Jeuveau	-	创立于 2012 年，是一家专注于自费美容市场的医学美容公司，其主要产品为与韩国大熊制药合作研发的 A 类肉毒毒素 PrabotulinumtoxinA (DWP450)，现称 Jeuveau	2018 年 8 月获得加拿大批准，2019 年获美国 FDA 批准，成为美国批准的首个专门用于美学的神经毒素产品。
US world Meds		Myobloc (B 型肉毒毒素)	-	旗下的药物有：CORCARD, GELX 口腔凝胶，LUCEMYRA, REVONTO, SYMJEPI 等 (公司官网)	2000 年首次获得 FDA 批准用于治疗成人因颈部肌张力障碍引起的头位异常和颈部疼痛 (注入颈部肌肉)，2019 年被 FDA 批准治疗流涎症。
Mentor		Purtox			2009 年 Mentor 被强生收购，后该项目中止
大熊制药		Nabota/Neurotoxin 绿毒	-	创建于 1945 年，旗下生产的药物有：New lanta 铝镁混合液(II)，贝尔渭，梧露洒 (URSA，熊去氧胆酸)，Easyef (表皮生长因子) 等 (搜狐网)	Nabota 是大熊制药历经五年研究开发出的、自主技术研制成功的高纯度肉毒杆菌毒素制剂。2014 年，与阿根廷医药企业 “Bago” 公司就自主开发品种肉毒杆菌毒素制剂 “NABOTA 菌株” 签署了价值约 240 亿韩元的销售合同。
Huons		Hutox 橙毒	与爱美客合作，审批中	成立于 1965 年，旗下的产品有：Hupixaban, Zopista, Tezallbai 等 (公司官网)	
Hugel		乐提葆	与四环医药合作，已获 CFDA 批准	旗下的产品有：Botulax, the Chaeum Style No.1, the Chaeum Style No.2 等 (公司官网)	2009 年在日本获批，2010 年在韩国获批，此后出口泰国、智利、哥伦比亚等国家。在韩国排名第二。
Medytox	韩国	Medytoxin 粉毒	与华熙生物合作，审批中	成立于 2000 年，旗下的主要产品有：Neuronox, Siax, Botulift, Cunox, Meditoxin 等 (公司官网)	全球份额第四，韩国第一。冻干法干燥，赋形剂为人血白蛋白。
Pharma Research Bio		Rentox (出口名为 Rientox, 红毒)	有相关计划，已将在中国的开发许可权代交给 LG chem, LG Chem 将负责进行产品的临床试验、拿到产品在中国的批号、并进行销售。	成立于 2009 年，旗下产品有玻尿酸 Cleviel (香港、韩国上市)、婴儿针丽珠兰、氏殊 Dcell 及相关敷料。	赋形剂为人血白蛋白，其余理化性质与 botox 相近，价格更便宜
Ipsen	英国	Dysport	已获 CFDA 批准	成立于 1929 年，益普生集团公司提供泌尿科，肿瘤学，内分泌学，神经病学，胃肠病学，认知障碍，风湿病和心血管领域的药物，包括：Decapeptyl, Hexvix, Somatuline, Dysport, Smecta 等药物。	欧洲销量第一，全球份额约 15%。最早 1999 年通过 CE 认证，2009 年通过 FDA 认证。赋形剂是可追溯的人血白蛋白，冻干法进行干燥。全球超过 50 个国家销售。
Merz	德国	Bocouture/Xeomin 西马肉毒	与精鼎医药合作，审批中	成立于 1908 年，Merz 的全球业务集中于医学美学，神经毒素疗法和处方药以及消费者健康和美容产品领域。(Merz 官网)	2005 年通过 CE 认证，2010 年通过 FDA 认证。赋形剂是可追溯的人血白蛋白，真空干燥法进行干燥。全球超过 20 个国家上市。
Microgen NPO	俄罗斯	Relatoke	-		俄罗斯非政府组织
Bio Med		BOTOGenie		旗下的产品有：Bio Typh, Peda Typh, Boto Genie, BioPox 等 (公司官网)	2007 年 1 月在印度问世，冻干法干燥，赋形剂是乳糖。
Intas Biopharmaceuticals	印度	BTXA		成立于 1980 年，旗下的主要产品有：Tolperitas DSR, Thymotas, QUIKHALE T - DPI, EZICAS, BTXA 等 (公司官网)	
Masoondarou Biopharmaceuticals	伊朗	Masport		成立于 2007 年，旗下的主要产品有：MAS-HibVAC, MASPORT, ZABOT - A, ZABOT - B, ZABOT - E 等 (公司官网)	2015 年经过伊朗卫生部和食品与药品组织认证，使用冻干法干燥，赋形剂是人血白蛋白和乳糖。

资料来源：骆叶等《全球肉毒毒素市场发展趋势》，医美行业内参，肉毒毒素 BTXA，安信证券研究中心

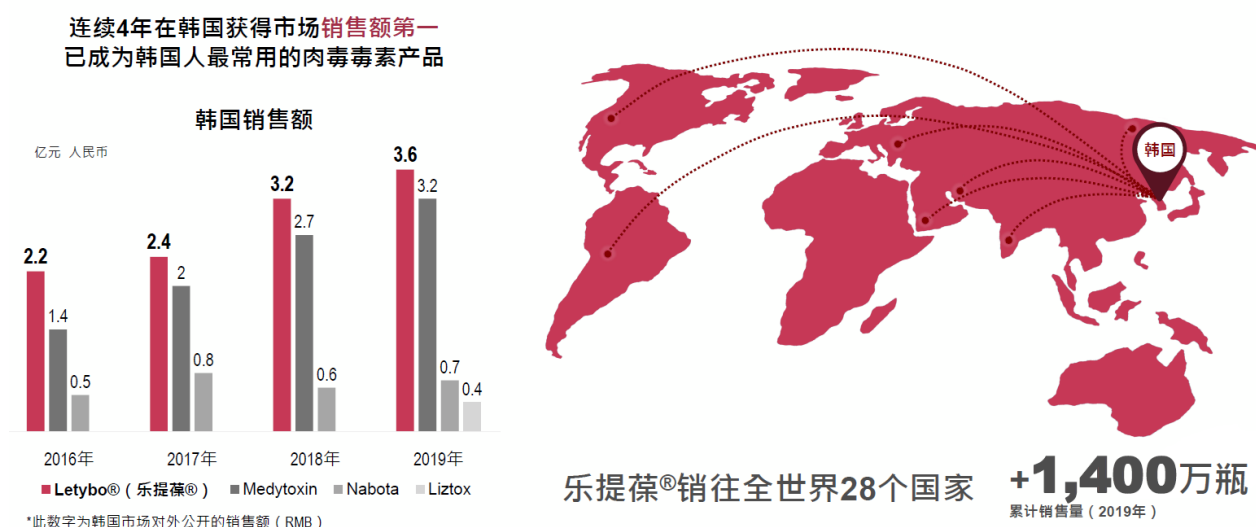
3.3. 四环医药：切入大医美赛道，布局肉毒素+玻尿酸等医美产品

我们认为，乐提葆竞争优势明显：1)行货市场上具有高性价比：乐提葆产品力可对标保妥适，价格处于衡力与保妥适之间；2)监管趋严，水货市场逐渐出清，乐提葆可收割部分水货市场；3)韩国同类产品中的首个获准在中国上市，竞品仍在审批中且审批时间长，乐提葆拥有 2-3 年的窗口红利期，具有卡位优势。

3.3.1. 四环医药代理乐提葆：肉毒素国内首获批，产品力拔尖

2020 年 10 月，四环医药独家代理肉毒素乐提葆获 NMPA 批准上市，成为第四个获准在中国上市的 A 型肉毒素。产 2014 年与韩国韩国生物制药公司 Hugel, 签署独家代理协议，共同开发肉毒素和玻尿酸产品的中国市场。2020 年 10 月 27 日 Hugel, 之注射用 A 型肉毒素 (Letybo®100U, 商品名乐提葆®) 正式获中国国家药品监督管理局批准上市。乐提葆拥有 99.5% 的 900kDa 有效蛋白质，远高于行业纯度要求，在韩国市场市占率达 42%，也是韩国同类产品中的首个获准在中国上市的 A 型肉毒素。

图 16：乐提葆韩国市场销售第一



资料来源：公司公开调研，安信证券研究中心

乐提葆产品具有高纯度、高效果、高品质的特点。根据公司公开资料，预期未来五年中国的肉毒素产品销售将呈爆发式增长，2025 年正规渠道销售额将达到 125 亿人民币，公司目标 3 年内取得中国 30% 以上的市场份额。根据公司公开调研，公司目标 21 年全年乐提葆销量 60 万瓶，其出货价格约为 1200 元/瓶，参考同业友商及韩国本土售价，我们合理推测其毛利率水平在 70%-80%，净利率水平约为 30%-40%。

表 11：乐提葆产品具有高纯度、高效果、高品质的特点

产品特点	
高纯度	拥有 99.5% 的 900 kDa 有效蛋白质 远高于行业纯度要求 (韩国药监局许可基准为 900 kDa 有效蛋白质含量 95% 以上)
高效果	有效性及安全性通过验证
高品质	以严格的管理基准生产出均一、稳定效价的产品

资料来源：公司公开调研，安信证券研究中心

图 17：乐提葆产品



资料来源：公司公开资料、安信证券研究中心

乐提葆产品主打高性价比轻奢地位。目前市面上4款肉毒素中，进口产品的产品力好于国产产品，主要体现在1)进口产品所使用的蛋白质赋形剂为人血白蛋白，而国产产品为医用明胶，相比之下进口产品致敏性更低；2)从弥散度而言，进口产品弥散面积相对较小（乐提葆=保妥适<吉适<衡力），注射部位精准。从产品参数而言，乐提葆的临床效果与安全性和保妥适一致。而从产品品质而言，乐提葆有99.5%的有效蛋白质含量，高纯度900KD蛋白，高于韩国药监局（KFDA）95%的标准。从价格区间带而言，以100U产品为例，新氧平台上国产衡力的定价一般为1000元左右，而进口保妥适与吉适定价一般为4000元左右，乐提葆的价格在市场上处于衡力、保妥适和吉适的中间，基本为保妥适的6-7折，主打超高性价比。作为定位轻奢的肉毒产品，乐提葆主要面向的消费人群为Z时代年轻人，在医美渗透逐渐下沉的趋势背景下，乐提葆产品主打高性价比的定位可迅速在行货市场上吸引一大批忠实用户。

表 12：国内四种肉毒素对比

品牌名称	乐提葆 (Letybo)	保妥适 (Botox)	吉适 (Dysport)	衡力 (Hengli)
厂商/营销	Hugel/四环	Allergan/艾尔健	IPSEN LIMITED/高德美	兰州生物制品研究所
FDA 通用名	Letibotulinum toxin A	Onabotulinum toxin A	Abobotulinum toxin A	无
首次获批	2010, 韩国	1989, 美国	1991, 英国	1993, 中国
血清型	A 型	A 型	A 型	A 型
菌株	CBFC26 (专利)	Hall (Allergan 专利)	Hall	Hall
作用靶点	SNAP-25	SNAP-25	SNAP-25	SNAP-25
弥散度	++	++	+++	++++
复合体分子	900kDa	900kDa	500-900kDa	未知
均一性	均质	均质	非均质	未知
中国获批适应症	眉间纹	眉间纹 鱼尾纹	眉间纹	眉间纹
赋形剂	人血白蛋白 50ug, 氯化钠	人血白蛋白 50ug, 氯化钠	人血白蛋白 50ug, 氯化钠	蔗糖、右旋糖苷、猪明胶
规格	50U, 100U	50U, 100U, 200U	300U	50U, 100U
有效期	36 个月	36 个月	24 个月	36 个月
稀释后保存	24 小时 (韩国、中国)	2-8 摄氏度 (美国 24h、中国 4h)	24 小时 (英国) 2-8 摄氏度	4 小时, 2-8 摄氏度

资料来源：新氧，CFDA，安信证券研究中心

图 18：新氧平台“乐提葆”搜索结果

<p>进口瘦脸针 新男必备·上镜V脸</p> <p>24周年庆 私信到院领取新人礼</p> <p>【除皱瘦脸】进口 100单位 进口瘦脸针#主任亲诊 50单位 正...</p> <p>厦门脸博士整形美容</p> <p>¥1624 ¥3280</p> <p>已售数: 2 日记数: 0</p>	<p>爆款热销 品质医美 精致V脸 进口足量</p> <p>韩国进口瘦脸 私信客服送脱毛卡</p> <p>【除皱瘦脸】进口 100单位 韩国进口瘦脸100单位, 足量注...</p> <p>南昌臻爱医疗美容</p> <p>¥1880 ¥4980</p> <p>已售数: 1 日记数: 0</p>	<p>进口瘦肩</p> <p>足量注射 正品可选</p> <p>【除皱瘦脸】进口 100单位 【新品】韩国进口瘦肩100单...</p> <p>长沙雅美医疗美容医院</p> <p>¥3280 ¥6800</p> <p>已售数: 0 日记数: 0</p>	<p>20余项 10余位 韩国进口瘦脸针100u</p> <p>私信 送医面膜 上门 送精美礼品</p> <p>【除皱瘦脸】进口 100单位 新品【韩国进口瘦脸针+下颌线...</p> <p>长沙希美医疗美容</p> <p>¥1980 ¥2980</p> <p>已售数: 4 日记数: 0</p>
--	--	---	---

资料来源：新氧，安信证券研究中心 *根据相关政策，搜索结果不显示“肉毒素”及品牌等字样

图 19：新氧平台“保妥适”搜索结果

<p>进口瘦脸针 除皱 瘦脸 轮廓自然</p> <p>第六届中国医疗美容 培训大会受证注射医师</p> <p>精致塑形私人定制 韩国深层皮肤管理</p> <p>【除皱瘦脸】进口 100单位 美国进口瘦脸针 轻松瘦脸不手术...</p> <p>广州深美整形美容</p> <p>¥3680 ¥9800</p> <p>已售数: 1 日记数: 0</p>	<p>进口瘦脸 足量注射一口价</p> <p>21年 全国连锁 匠心塑美·品质精湛</p> <p>【除皱瘦脸】进口 100单位 瘦脸针+下颌缘提升 美国进口微...</p> <p>江苏南京施尔美整形美容医院 (华...</p> <p>¥2980 ¥6990</p> <p>已售数: 9 日记数: 0</p>	<p>进口瘦脸针</p> <p>9周年品牌庆典</p> <p>11城13院全国连锁机构</p> <p>【除皱瘦脸】进口 100单位 美国进口瘦脸针 免注射费 院长...</p> <p>东莞壹加壹整形医院 (技术旗舰)</p> <p>¥4800 ¥8800</p> <p>已售数: 54 日记数: 20</p>	<p>下颌缘提升 源自美国 清晰紧致</p> <p>清晰紧致下颌线/轻松GET超模轮廓</p> <p>【除皱瘦脸】进口 200单位 下颌缘提升 源自美国 清晰紧致 ...</p> <p>厦门素色曾云医疗美容诊所</p> <p>¥5510 ¥5800</p> <p>已售数: 0 日记数: 0</p>
--	--	---	--

资料来源：新氧，安信证券研究中心 *根据相关政策，搜索结果不显示“肉毒素”及品牌等字样

三期临床结果表明，乐提葆与保妥适安全性和有效性并无差别。临床结果表明，注射乐提葆4周后，临床疗效比对照组高7.45%，而8周后乐提葆有效率为72.03%。安全性方面，两个产品在轻度不良反应，严重不良事件及药物相关不良事件上无统计学差异。

图 20：乐提葆与保妥适安全性和有效性并无差别



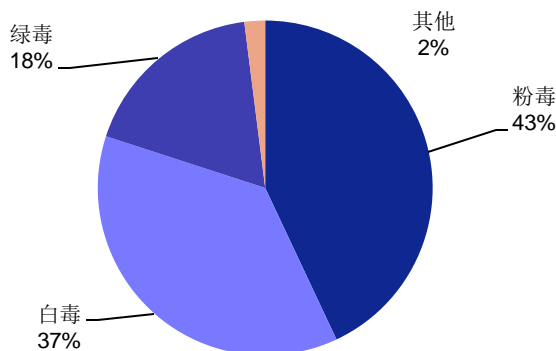
竞品仍在审批中且审批时间长，乐提葆具有卡位优势。肉毒素属于毒麻类药品属，一直以来我国对于肉毒素认证牌照审核十分严格，其周期往往相较于其他医美产品更长。预计未来 2-3 年内，能过获批审核肉毒素认证牌照的竞品有限，作为韩国同类产品中的首个获准在中国上市，其竞品仍在审批中且审批时间长，乐提葆具有卡位优势，可在未来 2-3 年窗口红利中占领消费者心智。

目前其他韩国肉毒素均在审批中。大熊医药于 2019 年 12 月开始在中国对其产品 Nabota 进行三期临床试验；Huons 与爱美客签署合作协议，目前已获得测试批准；Jetema 与爱美客签署合作协议，负责国内的资质注册审批工作。

3.3.2. 韩国同类产品中首款国内上市，收割部分水货市场可期

韩国同类产品中首款国内上市，已在国内具有知名度。根据中国整形美容协会提供的数据，国内市场上销售的玻尿酸和肉毒素类产品 70% 由假货和水货构成，实际年消耗量是正规产品的 5 倍左右。根据肉毒素在线数据，肉毒素“黑市”中，韩国进口的“粉毒”、“白毒”和“绿毒”占据最大市场份额，其中“白毒”即为乐提葆在水货市场中的代称，其产品在水货市场上已有较高认知。过去消费者和医美机构选择水货产品主要是由于行货市场可选择产品较少，仅有保妥适和衡力两款，而韩国肉毒素其产品力与保妥适相近，价格又具有明显优势。作为首款韩国同类产品中在华上市的肉毒素产品，乐提葆不仅在现有行货市场上具有高性价比的竞争力，在水货市场中也能将部分过去偏好韩国肉毒素却苦于没有正规国内引进产品的消费者纳入麾下。

图 21：“水货”市场内毒素份额对比



资料来源：肉毒素在线，安信证券研究中心

行业政策趋严，推动水货市场不断萎缩，乐提葆可迅速收割部分水货市场。从 2008 年国家将 A 型肉毒素列入毒性药品管理开始，不断加强对肉毒素行业的监管，2019 年国家七部门联合开展全国范围的非法医疗美容监管行动。随着行业监管趋严，肉毒素市场竞争将越来越规范，水货假货市场有望萎缩。随着水货假货的逐渐出清，原本对于该类产品的消费者需求逐渐向正品市场转移，而原先在水货市场消费使用过韩国产品的顾客处于对产品的熟悉和认可，往往会转向行货市场上具有产品保证力的韩国产品，而乐提葆无疑是该类顾客首选的产品。

韩国合作方助力，从源头控制水货流入国内市场。韩国生物制药公司 HUGEL 日前在上海成立法人“Hugel Shanghai Aesthetics”，HUGEL 上海法人下设教育中心，面向中国医美行业从业人员进行理论教育，定期举行学术讨论会等活动。四环与 Hugel 合作深度绑定，Hugel 国内可助力四环在国内对水货市场进行监管，并从韩国源头进行水货流出控制。

3.3.3. 渠道铺设：乐提葆美丽绽放，专业营销网络覆盖 200+城市

核心管理层具有丰富医美销售经验。核心管理层于艾尔建和辉瑞等跨国医药和医美公司担任营销和培训要职于业内拥有超过 10 年的经验，主要管理层为 2014 年艾尔建全国销售冠军，获得艾尔建总裁奖在管理医美销售团队拥有丰富经验。根据公司公开调研，截至 2020 年 12 月，已有销售团队人数 60+，代理商 40+，覆盖城市 200+，覆盖医美机构 800+。

图 22：重磅产品+营销团队齐发力

产品领域	<ul style="list-style-type: none"> 建立医美无创产品（肉毒毒素、玻尿酸等）、医美仪器、医美材料和医美化妆品等四大领域产品线
营销团队	<ul style="list-style-type: none"> 代理商数量：40+ 四环医美销售团队人数：60+ 覆盖城市：200+ 覆盖医疗机构数量达：3,000+
重磅产品	<ul style="list-style-type: none"> 独家代理韩国生物制药公司Hugel, Inc. 之注射用A型肉毒毒素（Letybo® 100U，商品名：乐提葆®） 正式获中国国家药品监督管理局批准上市 为第四个获准在中国上市的A型肉毒毒素，也是韩国同类产品中的首个

资料来源：公司公开调研，安信证券研究中心

图 23：公司快速发展医美专业营销团队



资料来源：公司公开调研，安信证券研究中心

3.3.4. 未来医美布局：多款重磅新产品于三年内上市，形成强大产品矩阵

公司多款重磅新产品将于三年内上市，形成强大产品矩阵。在美国南加州成立医美产品研究院，将海外拥有较高技术壁垒的医美新型技术于公司实验室进行转化，在国内生产，打造四环医美自己的优质医美产品管线。自研方面，四环医美自研产品童颜水凝有望于 2022 年底上市；合作方面，公司将推进与韩国 Hugel 及其他国际一线医美产品生产企业进行更密切和深入的战略合作，将海内外优质医美产品快速带入中国市场。根据公司公开资料，公司所代理的韩国 Hugel, Inc 厂家的玻尿酸正在审批过程中，此外，公司还将通过国外产品代理、引进国外技术转化和自主开发的方式上市更多产品。

图 24：多款重磅产品将陆续上市

玻尿酸 HUGEL

- 在众多轻医美的细分领域中，最受青睐
- 与人体兼容性好，保湿效果好，降解时间较长，
- 广泛应用于多个微整形领域，可作为隆鼻、下巴充盈、丰唇和抗皱等填充剂

2021 年中国医疗美容玻尿酸终端产品市场规模将超过 50 亿元*

*根据弗若斯特沙利文预测

童颜水凝

- 面部年轻化
- PLLA成分在进入皮肤后会直接聚焦于老化成纤维细胞，刺激其自体胶原蛋白的再生
- 改善皱纹、提亮肤色、收细毛孔、修复疤痕的功效。
- 制备工艺技术高，产品的稳定性直接决定产品的效果和安全性

童颜针

- 容量填充
- 通过PLLA成分刺激自身胶原蛋白再生，填补凹陷的部位，补充面部容量缺损
- 改善由浅至深的面部皱纹来达到抗衰及防衰的作用

少女针

- PCL微晶球刺激胶原蛋白增生，紧致提拉肌肤刺激人体自身的天然胶原蛋白增生及迅速祛除皱纹，并达至提升及饱满的功效

资料来源：公司资料，安信证券研究中心

根据公司公告，目前集团已经开始其他医疗美容产品的临床试验，预计在不久的将来进一步实现产品多元化。公司在研 10 余款医美产品包括：1.胶原蛋白类产品；2.可吸收聚酯类产品：一代“童颜针”填充剂、二代“少女针”填充剂；3.局部改善脂肪容积的溶脂药品。

表 13: 公司四项在研开发计划

序号	品种名称	国内上市情况	国内申报情况	研发阶段	申报时间	预计上市时间
1	复合胶原蛋白（生物发酵来源）填充剂	产品非常少，动物源性为主	少	立项	2024	2025
2	一代“童颜针”填充剂	无合法上市产品	少	动物试验	2023	2024
3	二代“少女针”填充剂	无合法上市产品	少	动物试验	2023	2024
4	局部改善脂肪容积的溶脂药品	无	少	立项	2023	2025

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4. 投资建议：盈利预测与估值

投资建议：买入-A 投资评级。我们基于未来公司业务发展战略，采用分部估值法与可比公司法进行测算，公司 2021 年净利润 8.43 亿元，目标市值 346.86 亿人民币（对应 420.01 亿港元），给予“买入”评级。

医美部分：1. 乐提葆销售收入和净利润增长快速，预计今年可销售 60 万瓶，3 年内占领国内 30% 肉毒素市场；2. 此外，四环旗下其他医美布局逐渐兑付，增厚中长期医美板块利润。3. 前期乐提葆市场推广营销费用较高，随着后期品牌建立，公司利润率将有所上升。预计 2021-2023 年医美板块分别实现营收 7.20 亿元、15.40 亿元、30.80 亿元，预计 2021 年医美板块贡献利润 2.52 亿元。

表 14: 医美部分利润测算

亿元	2021E	2022E	2023E	2024E
医美收入	7.20	15.40	30.80	41.44
yoy		114%	100%	35%
净利润	2.52	5.39	10.78	14.50
yoy		114%	100%	35%

资料来源：Wind，安信证券研究中心

乐提葆 2021 年起投放市场，由于港股市场暂无可比医美上游产品公司，选取 A 股相关公司为可比公司，考虑到四环为经销代理商且 A 股与港股估值体系不同，估值给予 0.6 倍折价。参考可比上市公司估值情况，给予 2021 年 66.07 倍估值，医美业务对应 188.69 亿元。

表 15: 四环医美部分市值测算（截止于 2021.05.10）

股票代码	公司名称	最新市值 (亿)	净利润					PE			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
688363.sh	华熙生物	932.64	6.45	8.00	10.80	13.60	144.60	116.58	86.36	68.58	
688366.sh	昊海生科	196.28	2.26	4.40	5.90	7.60	86.85	44.61	33.27	25.83	
300896.sz	爱美客	1,133.29	4.33	6.70	9.80	13.90	261.73	169.15	115.64	81.53	
平均 PE(x)							164.39	110.11	78.42	58.64	
四环医美部分对应市值（亿）								188.69	287.43	429.89	

资料来源：Wind，安信证券研究中心 *预测数据来自 Wind 一致预期

医药工业：预计 2021-2023 年医药工业板块分别实现营收 28.34 亿元、32.59 亿元、37.47 亿元。按照 20% 净利率测算，预计 2021 年医药工业板块贡献利润 5.91 亿元。参考可比上市公司估值情况，给予 2021 年 27 倍估值，医药工业业务对应 158.17 亿元。

表 16: 医药工业部分利润测算

亿元	2020	2021E	2022E	2023E
医药工业板块营收	24.64	28.34	32.59	37.47
Yoy		20%	18%	15%
净利润	4.73	5.91	6.98	8.02
净利率		20%	20%	20%

资料来源: Wind, 安信证券研究中心 *预测数据来自 Wind 一致预期

表 17: 医药工业业务可比上市公司估值情况 (截止于 2021.05.10)

股票代码	公司名称	最新市值 (亿)	净利润				PE			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
1177.HK	中国生物制药	1,535	27.71	32.55	38.52	48.07	42.96	38.40	32.44	26.00
2196.GK	复星医药	1,789	36.63	44.18	51.66	61.32	21.82	24.17	20.67	17.42
1093.HK	石药集团	1,166	51.60	53.45	62.47	75.14	15.49	17.72	15.16	12.60
平均 PE(x)								26.76	26.76	22.76
四环医药部分对应市值 (亿)								158.17	158.84	149.76

资料来源: Wind, 安信证券研究中心 *预测数据来自 Wind 一致预期

5. 风险提示

- 医美产品渠道销售不及预期:** 公司产品主要通过自身销售团队和经销商销售给医疗机构, 并由医疗机构的执业医师为客户进行注射, 不能完全排除部分经销商在销售、推广公司产品及部分医疗机构及其执业医师在使用公司产品过程中可能存在不符合公司合规经营管理体系或相关法律法规的行为, 这可能会影响公司的品牌形象。此外, 部分媒体会出现公司所在行业下游客户的负面报道, 不论上述报道是否属实或者经过确证, 均可能影响消费信心, 包括公司在内的行业上游厂家会因此受到不利影响。
- 医药产品销售不及预期:** 医药工业产品销售不达预期, 也将对公司业务发展带来一定的不利影响。
- 带量采购政策变化:** 医药工业产品在带量采购中未中标, 或带量采购政策发生变化, 公司的盈利能力将受到较大影响。
- 国际贸易环境风险:** 由于公司医美产品为代理韩国产品, 一旦国际贸易环境发生变化, 公司将受到一定影响。

表 18: 财务报表预测

单位: 亿人民币	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	27.46	29.17	28.87	24.64	36.35	49.73	70.13
YoY		6.23%	-1.03%	-14.65%	47.54%	36.78%	41.03%
其他业务收入	0.13	0.32	0.30	0.28			
总营业收入	27.59	29.49	29.17	24.92	36.35	49.73	70.13
毛利率							
主营业务收入	27.59	29.49	29.17	24.92	36.35	49.73	70.13
主营业务毛利	19.87	23.79	22.95	19.14	28.68	39.23	55.32
毛利率	72.0%	80.7%	78.7%	76.8%	78.9%	78.9%	78.9%
营业成本							
销售成本	7.72	5.70	6.22	5.78	7.68	10.50	14.81
YoY		-26.17%	9.12%	-7.07%	32.80%	36.78%	41.03%
期间费用							
销售费用	-2.28	-2.71	-2.52	-3.69	-5.09	-6.96	-9.12
占总营收比例	8.26%	9.19%	8.64%	14.81%	14.00%	14.00%	13.00%
研发费用		-4.80	-6.33	-7.29	-8.36	-11.44	-15.43
占总营收比例	0.00%	16.28%	21.70%	29.25%	23.00%	23.00%	22.00%
管理费用	-6.29	-3.96	-4.85	-4.90	-5.09	-6.96	-9.12
占总营收比例	22.80%	13.43%	16.63%	19.66%	14.00%	14.00%	13.00%
其他收入-经营	1.37	2.15	2.13	1.73			
其他经营净收益	3.14	6.10	4.02	2.50			
财务收入							
财务费用	0.00	-0.06	-0.05	-0.08	0.83	1.97	2.56
其他经营净收益	3.14	6.10	4.02	2.50			
应占联营公司之利润-已终止经营业务							
物业, 厂房及设备减值损失			-2.76				
营业利润 (亿)	16.88	20.26	-24.55	7.87	10.14	13.87	21.66
税前利润	17.29	20.12	-24.67	7.66	10.97	15.84	24.21
所得税税率	14.81%	16.44%	-11.81%	27.83%	25%	25%	25%
所得税开支	-2.50	-3.33	-2.90	-2.19	-2.53	-3.47	-5.41
净利润	14.79	16.79	-27.57	5.47	8.43	12.37	18.80
YoY		13.5%	-264.2%	-119.8%	54.2%	46.7%	52.0%
净利率	53.9%	57.6%	-95.5%	22.2%	23.2%	24.9%	26.8%

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先恒生指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先恒生指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与恒生指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后恒生指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后恒生指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于恒生指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于恒生指数波动;

■ 分析师声明

刘文正、马帅、冯俊曦声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

。本公司不会因

为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
北京联系人	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓莹	北京区域销售副总监	18511841987	liuqx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034