

公司深度报告

2023 年 04 月 11 日



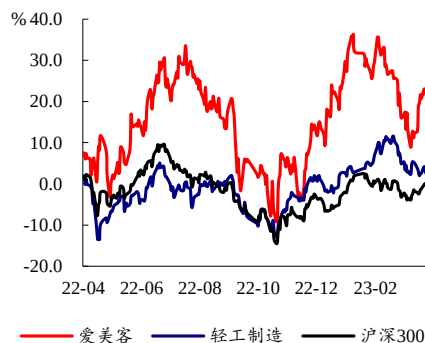
東亞前海證券有限責任公司
East Asia Qianhai Securities Co., Ltd.

评级 推荐（维持）

报告作者

作者姓名 郑倩怡
资格证书 S1710521010002
电子邮箱 zhengqy@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	216.36
流通 A 股/B 股(百万股)	216.36/0.00
资产负债率(%)	5.00
每股净资产(元)	27.02
市净率(倍)	20.72
净资产收益率(加权)	23.73
12 个月内最高/最低价	631.00/421.00

相关研究

《爱美客（300896.SZ）三季报点评：三季度高增延续，研发队伍扩充布局中长期发展》2022.10.26
《疫情下显韧性，二季度表现略超预期_20220824》2022.08.24
《业绩高增延续，看好医美药械龙头强者恒强》2022.05.18
《2021H1 业绩略超预期，规模效应显现》2021.08.25
《颜值时代先锋，尽享长坡厚雪》2021.08.11

多重产品动能支撑中长期发展，疫后弹性可期 爱美客（300896.SZ）跟踪报告

核心观点

公司 2022 年业绩在疫情背景下韧性凸显。2022 年，公司实现营业收入 19.39 亿元，同比增长 33.91%；实现归母净利润 12.64 亿元，同比增长 31.90%。分季度来看，除 2022Q4 疫情爆发及解封期收入端受损严重外，公司业绩呈逐季提升趋势。同时，公司成本端表现持续优秀，高端新品助力毛利率进一步提升至 94.85%（+1.15PCT），费用端在疫情下控制较好，销售费用适时收紧，2022 年净利率达 65.38%。

公司产品接力顺畅，大单品、高端化两大逻辑持续兑现：1）大单品嗨体系列，增长主力切换至熊猫针与两款水光产品。熊猫针主要针对眼周市场，主打填充组织、除皱和补水功效，兼具高认知、稀缺性和高性价比。强产品力叠加对应细分领域高天花板，熊猫针现已顺利接棒颈纹针并加速渠道渗透；同时水光针合规替代持续有望提速，泡泡针、嗨体 2.5 或将受益于水光针规范化，另有水光新品已推进至临床试验阶段。2）高端品类方面，公司 2022 年跑通了高端品类从定位开发、渠道建立、医师培训、市场教育等的全链路，推进节奏稳健。作为当前国内唯三之一的 III 类注册再生材料针剂，濡白天使红利期表现亮眼，依托其在机构端盈利空间大、在终端安全性高、性价比强属性迅速起量，同时，公司高端产品线打法日趋体系化背景下，老品宝尼达开启第二增长曲线，产品生命周期有效延长。

研发布局内生+外延双管齐下，前瞻性产品定位能力加持下有望构筑多重增长曲线。内部研发方面，公司后备产品矩阵增厚与拓宽并举，A 型肉毒毒素、医用含聚乙烯醇凝胶微球的修饰透明质酸钠凝胶有望于 2023-2024 年注册上市，另 7 款具 NMPA III 类证书的存量品类亦有较强潜力顺应市场需求推出子类新品。外延布局方面，2022 年公司收购控股哈尔滨沛奇隆，入局胶原蛋白领域探索新增量。沛奇隆主要从事猪皮（或跟腱）胶原蛋白产品的提取和应用，旗下共有创必复和沛妍两大胶原蛋白系列品牌，现有产品矩阵覆盖 III 类医疗器械胶原蛋白海绵、II 类医疗器械猪胶原蛋白止血愈合敷料、冻干粉和喷雾及 I 类医疗器械冷敷贴。动物源性胶原蛋白市场兼具高成长性与高毛利，本次收购帮助爱美客迅速获得相关注册产品和技术，我们认为公司渠道、研发及市场优势将赋能胶原蛋白产业化，胶原蛋白医用敷料和注射针剂有望成为爱美客又一增长动力。

股权激励深度绑定核心骨干，业绩目标可望且远期目标兼具一定挑战性。公司公告 2023 年第一期限限制性股票激励计划，公司层面业绩考核目标为，以 2022 年为基数，2023-2025 年公司营业收入增长分别不小于 45%/103%/174%，或归母扣非净利润增长目标不小于 40%/89%/146%；对应 2023-2025 年营收同比增长目标 45%/40%/35%，2023-2025 年归母扣非净利润同比增长目标 40%/35%/30%。股权激励授予总量的 62%用于 135 名中层管理人员及核心技术/业务人员，覆盖公司总人数 713 人的 19%，有望深层次激发团队动力，提升整体经营效率。

投资建议

公司医美国货针剂头部地位突出，有望优先受益于行业合规化推进。基于公司存量产品线，我们部分上调公司 2023-2024 年盈利预测，并新增 2025 年盈利预测：预计 2023-2025 年营业收入分别为 29.87/40.39/50.78 亿元，同比提升 54.04%/35.24%/25.71%；预计 2023-

2025 年归母净利润分别为 19.22/26.49/33.21 亿元，同比分别提升 52.10%/37.84%/25.37%。公司优质基本面优质且后备产品梯队充足，我们看好业绩的持续兑现，维持“推荐”评级。

风险提示

消费复苏不及预期；行业政策不利变化；新品研发、注册和上市进度不及预期等。

盈利预测

项目(单位：百万 元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1938.84	2986.61	4039.02	5077.54
增长率 (%)	33.91	54.04	35.24	25.71
归母净利润	1263.56	1921.81	2649.01	3321.07
增长率 (%)	31.90	52.10	37.84	25.37
EPS (元/股)	5.84	8.88	12.24	15.35
市盈率 (P/E)	96.98	64.68	46.92	37.43
市净率 (P/B)	20.96	16.00	11.93	9.05

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所预测，基于 2023/4/10 最新收盘价更新

正文目录

1. 疫中韧性突显，毛利率持续提升.....	4
2. 大单品+高端化逻辑兑现，增长动能连贯切换.....	6
2.1. 大单品内部产品接力，嗨体品牌价值持续强化.....	6
2.2. 濡白天使红利期放量，高端品类打法系统化跑通打开老品第二增长曲线.....	7
3. 内生+外延双管齐下，前瞻性产品定位能力加持下有望构筑多重增长曲线.....	8
3.1. 自身研发管线增厚+拓宽，深化优质产品布局.....	8
3.2. 外延收购优质资产，探索胶原蛋白风口.....	10
4. 股权激励绑定核心骨干，产学研融合填补人才缺口.....	14
5. 直销为主战略凸显，内地渠道深入渗透.....	15
6. 投资建议.....	17
7. 风险提示.....	18

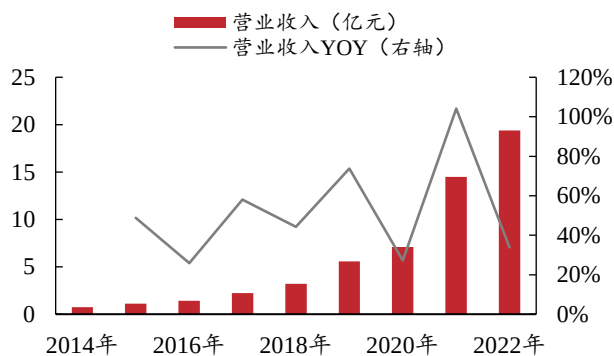
图表目录

图表 1. 2014-2022 年公司营业收入及增速.....	4
图表 2. 2014-2022 年公司归母净利润及增速.....	4
图表 3. 2019Q3-2022Q4 公司单季度收入及增速.....	4
图表 4. 2019Q3-2022Q4 公司归母净利润及增速.....	4
图表 5. 2014-2022 年公司毛利率和净利率.....	5
图表 6. 2014-2022 年公司 ROE、ROA.....	5
图表 7. 2019Q3-2022Q4 公司单季度毛利率、归母净利率.....	5
图表 8. 2019Q3-2022Q4 公司单季度销售、管理费用率.....	5
图表 9. 2019Q3-2022Q4 公司单季度研发费用.....	5
图表 10. 2019Q3-2022Q4 公司单季度经营性现金流.....	5
图表 11. 玻尿酸、胶原蛋白填充材料优缺点对比.....	6
图表 12. 同样具有眼周产品标签的熊猫针与双美胶原蛋白两款产品对比.....	6
图表 13. 嗨体 2.5 产品外观.....	7
图表 14. 太活泡泡针产品外观.....	7
图表 15. 爱美客在研项目进展.....	8
图表 16. 中国医美肉毒毒素市场规模(十亿元)及同比(%).....	9
图表 17. 中国肉毒毒素在注射类医美消费市场占有率(%).....	9
图表 18. 中国肉毒毒素竞争格局.....	10
图表 19. 胶原蛋白的产品应用.....	11
图表 20. 沛奇隆现阶段胶原蛋白产品矩阵.....	11
图表 21. 胶原蛋白兼具皮肤修复和美白功能，注射塑形效果较透明质酸更自然.....	12
图表 22. 动物源性胶原蛋白各细分赛道市场规模(十亿元)及总体同比(%).....	13
图表 23. 胶原蛋白产品毛利率水平(%).....	13
图表 24. 国内获批 NMPA 三类医疗器械的 6 款胶原蛋白注射剂.....	13
图表 25. 股权激励计划公司层面业绩考核要求.....	14
图表 26. 股权激励计划个人层面业绩考核要求.....	14
图表 27. 2021-2022 年爱美客员工专业构成.....	15
图表 28. 2022 年爱美客员工培训计划及成果.....	15
图表 29. 爱美客直销和经销渠道销售情况.....	16
图表 30. 2017-2022 年公司分地区销售额(百万元)及同比(%).....	16
图表 31. 2022 年公司分地区销售额(百万元)及占比(%).....	16
图表 32. 营收拆分及盈利预测.....	17

1. 疫中韧性突显，毛利率持续提升

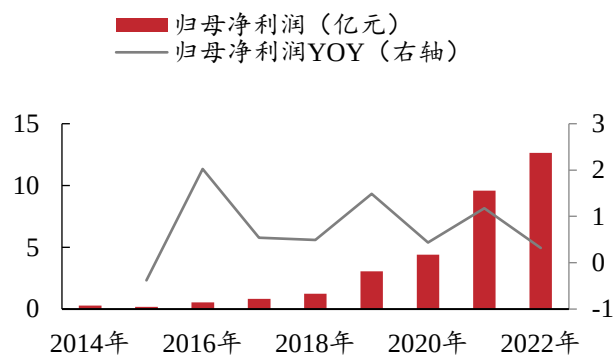
疫情承压下公司业绩韧性凸显。2022 年，公司实现营业收入 19.39 亿元，同比增长 33.91%；实现归母净利润 12.64 亿元，同比增长 31.90%。2022 年公司的 ROE/ROA 分别达 23.73%/22.00%。分季度来看，除 2022Q4 受疫情影响收入端受损严重外，公司业绩呈逐季提升趋势，2022 年 Q1-4 收入同比增速分别达 66.1%/21.4%/55.2%/5.8%，归母净利润同比增速分别达 64.0%/22.0%/41.6%/9.0%。从产品结构来看，溶液类与凝胶类注射产品均实现同比增长，其中，以嗨体为代表的溶液类注射产品营业收入为 12.93 亿元，同比增速为 23.57%，以濡白天使为代表的凝胶类注射产品的营业收入同比增长 65.61%至 6.38 亿元。

图表1. 2014-2022 年公司营业收入及增速



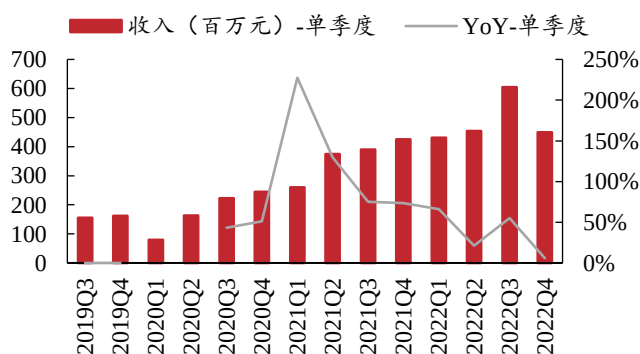
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表2. 2014-2022 年公司归母净利润及增速



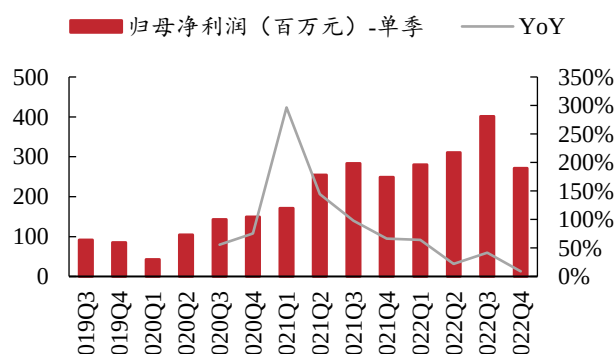
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表3. 2019Q3-2022Q4 公司单季度收入及增速



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表4. 2019Q3-2022Q4 公司归母净利润及增速

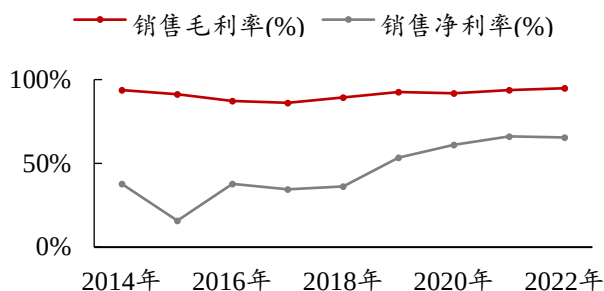


资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

成本端表现持续优秀，高端新品助力毛利率进一步提升。2022 年，公司的毛利率为 94.85%，同比进一步提升 1.15PCT，主要得益于高端新品濡白天使的快速渗透。

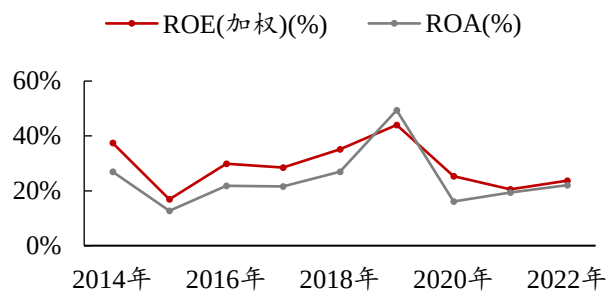
上市以来公司 ROE、ROA 仍呈逐年提升态势，2022 年 ROE/ROA 达 23.7%/22.0%。

图表5. 2014-2022 年公司毛利率和净利率



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

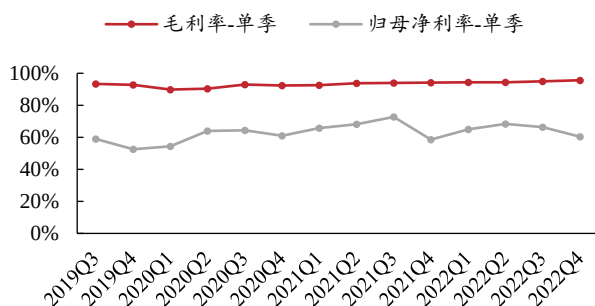
图表6. 2014-2022 年公司 ROE、ROA



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

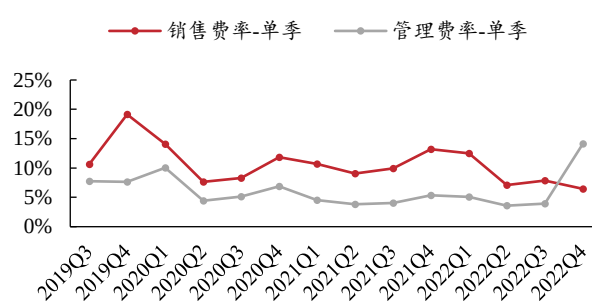
2022 年公司费用端受疫情影响波动明显, 销售费用投放适时收紧, 费用整体控制较好。疫情扰动+研发布局投入拉升整体费用率, 2022 年公司的期间费用率为 21.46%, 同比增加 2.70PCT, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 8.39%/6.47%/8.93%/-2.33%, 同比分别 -2.42/+2.00/+1.86/+1.26PCT。自 2022 年 3 月起国内疫情扰动明显, 悲观预期下居民消费意愿转弱, 为合理应对疫情对消费的负面冲击, 2022 年一季度后公司销售费用率明显收紧, 2022Q1/Q2/Q3/Q4 销售费用率分别为 12.52%/7.07%/7.88%/6.45% (同比变化为 1.84/-1.99/-2.07/-6.76PCT)。管理费用方面, 2022 年管理费用支出前三季度较为平稳, 2022Q4 港股上市服务费等因素显著拉升管理费用率。同时, 随着公司研发投入力度增加, 2022 年研发团队人数扩张至 181 名 (净增加 64 名), 人工费及服务费等相应增加, 研发费用率提升 1.26PCT 至 8.93%。

图表7. 2019Q3-2022Q4 公司单季度毛利率、归母净利率



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表8. 2019Q3-2022Q4 公司单季度销售、管理费用率



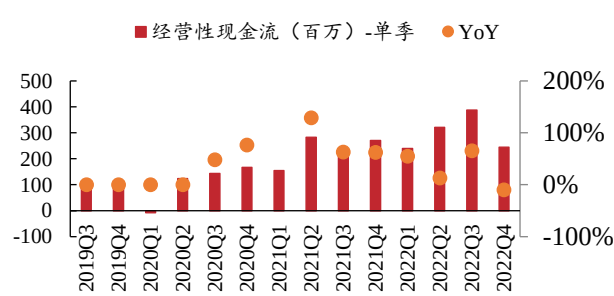
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表9. 2019Q3-2022Q4 公司单季度研发费用



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表10. 2019Q3-2022Q4 公司单季度经营性现金流



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

2. 大单品+高端化逻辑兑现，增长动能连贯切换

2.1. 大单品内部产品接力，嗨体品牌价值持续强化

嗨体系列增长主力切换顺利，熊猫针、水活泡泡针接力放量。2022 年，以嗨体为代表的溶液类注射产品的营业收入同比增长 23.57%至 12.93 亿元。其中，结合渠道调研我们发现颈纹针增长有所放缓、熊猫针已顺利接棒成为增长主力。

熊猫针瞄准眼周部位治疗，打开更大市场空间。熊猫针主要针对眼周市场，主打填充组织、除皱和补水功效，兼具高认知、稀缺性和高性价比：
1) 眼周蓝海市场细分竞品较为有限，产品先发奠定稀缺性优势：眼周填充性医美治疗对针剂安全性、吸水肿胀程度及维持时间等性能要求较高，当前市场仍属高速增长、竞品稀少的蓝海期。2) 产品标签及品牌认知强：嗨体品牌依托颈纹针这一大单品已积累了较为广泛的客户基础与市场认知，而熊猫针产品定位聚焦眼周组织这一较为薄弱且柔软部位，市场推广过程中产品标签持续强化。3) 产品上以双美胶原蛋白及熊猫针为主，熊猫针具低门槛优势：较双美胶原蛋白而言，熊猫针终端价格门槛明显较低，双美、熊猫针每 ml 终端价格参考区间分别在 6000-10000 元/2000-4000 元。
强产品力叠加对应细分领域高天花板，熊猫针现已顺利接棒颈纹针并加速渠道渗透，打造嗨体系列第二增长曲线。

图表11. 玻尿酸、胶原蛋白填充材料优缺点对比

术式	优点	缺点
玻尿酸	即刻效果明显 操作时间短无恢复期 效果不满意可溶解	需要定期补针 适合深层填充 注射不当会有局部硬块
胶原蛋白	即刻效果明显 操作时间短无恢复期 不易位移吸水肿胀	需要定期补针 无法溶解 对医生技术要求较高

资料来源：美国医美避雷针，东亚前海证券研究所

图表12. 同样具有眼周产品标签的熊猫针与双美胶原蛋白两款产品对比

品牌型号	嗨体（熊猫针）	双美（肤丽美）
产品特点	非交联小分子玻尿酸复配氨基酸成分，对比传统交联型玻尿酸 无栓塞、结节的风险 ；低渗平衡调节技术提高了粘稠度并保证分子结构稳定，实现 较长的维持时间，且不会吸水肿胀	ZDT 去端肽技术可 去除致敏原 ，添加凝固剂 提升保持时间
维持时间	2 个月左右	8-12 个月
市场参考价格	2000-4000 元/ml	6000-10000 元/ml

资料来源：美国医美避雷针，东亚前海证券研究所

同时，水光针合规替代持续有望提速，泡泡针、嗨体 2.5 或将受益于水光针规范化，另有水光新品已推进至临床试验阶段。水光针终端市场规模巨大，水货假货居多而合规产品占比较少：据华经产业研究院预测，预计至 2025 年水光产品终端规模有望达到 200 亿元以上；而根据 2021 年 5 月央视新闻的报道，2020 年水光针市场中，水货、假水光针剂比例高达 67%，即合规针剂占比尚不足三分之一。现医疗器械分类政策已将水光针

纳入三类械，预计中长期内将进一步加强监管与执法力度：1) 2021 年 11 月国家药品监督管理局医疗器械标准管理中心发布《医疗器械分类目录》调整意见的通知，就拟对水光针、射频美容仪等产品的监管类别做出调整；2) 自 2022 年 4 月起，《医疗器械分类目录》正式更新，载明注射用透明质酸钠溶液用于注射到真皮层，主要通过所含透明质酸钠等材料的保湿、补水等作用，改善皮肤状态，明确按照 III 类医疗器械监管。市场端，2023 年央视 315 还聚焦了妆字号美容针的非法注射与虚假宣传问题，报导揭示了展会现场多位展商为顾客面部注射备案为化妆品的美容针的严重违法行为，我们认为水光针合规化在市场教育、监管执法层面都释放了稳步推进的积极信号。随着严监管持续推进，合规产品具备较大的替代空间。

图表13. 嗨体 2.5 产品外观



资料来源：爱美客公司官网，东亚前海证券研究所

图表14. 冻活泡泡针产品外观



资料来源：爱美客公司官网，东亚前海证券研究所

2.2. 濡白天使红利期放量，高端品类打法系统化跑通打开老品第二增长曲线

濡白天使作为再生针剂迎强市场红利，销售表现亮眼。再生针剂作为高价位新品类近两年有效帮助机构端打开盈利空间，叠加疫情背景下高收入人群受影响相对较小，再生针剂自上市至今两年需求强劲。作为当前国内唯三之一的III类注册再生材料针剂，濡白天使在细分领域红利期表现亮眼，依托其在机构端盈利空间大、在终端安全性高、性价比强属性迅速起量。

借力濡白天使再生针剂的市场红利，公司 2022 年跑通了高端品类从定位开发、渠道建立、医师培训、市场教育等的全链路，推进节奏稳健：

1) 合作机构、医师广泛：截至 2022 年底，濡白天使合作医疗美容机构超 600 家，授权医生超 700 名；2) 初期合作门槛相对较高，从头部机构开始向下渗透：从渠道调研情况来看，濡白天使主要从中腰部以上优质机构推广起步，稳扎稳打建立行业口碑；3) 终端价格管控有力：产品终端定价 12800 元且折扣普遍较小，稳定的终端价格为机构盈利空间与良性竞争提供了一定支撑。

公司高端产品线打法日趋体系化背景下，爆品复刻能力日趋成熟，老品宝尼达开启第二增长曲线，产品生命周期有效延长。公司此前上市产品布局主要集中在针对大众客群的平价品类，高端线仅宝尼达一款且其上市

多年来放量有限。而濡白天使的试水促进了公司高端线打法的优化和体系化，从而带动高端存量产品宝尼达的销售回暖。

3. 内生+外延双管齐下，前瞻性产品定位能力加持下有望构筑多重增长曲线

3.1. 自身研发管线增厚+拓宽，深化优质产品布局

公司现有医美产品矩阵强大，充分展现卓越研发实力与出色产品定位能力。截至目前，爱美客拥有 7 款获 NMPA III 类医疗器械注册证书产品。产品数量上，公司用于轻医美的 III 类注册产品数为全中国最多；产品地位上，获证产品大多为同类首创，产品精细化定位展现公司强差异化竞争力。

后备产品矩阵增厚与拓宽并举，强大产品管线有望构筑多重增长曲线，巩固龙头地位。目前公司 9 款在研产品中，不仅有纵向增厚现有皮肤填充和面部埋植线产品矩阵的品类，也有横向拓宽肉毒毒素和减重新赛道的布局。其中医用含聚乙烯醇凝胶微球的修饰透明质酸钠凝胶预计 2023 年提交注册申请、并于 2024 年完成上市，产品上市有望弥补中国纠正额部后缩皮肤填充产品的空白；A 型肉毒毒素亦已进入 III 期临床试验受试者随访阶段，预计 2023 年提交新药申请、2024 年上市；此外，7 款具有 NMPA III 类证书的存量品类亦有较强潜力顺应不断变化的市场需求推出子类新品。在严监管、长注册周期的背景下，上游药械商的先发优势和技术壁垒趋于稳固，有利于公司开拓和维系同类首创的产品地位；而全方位的产品布局也有望为公司构筑多重增长曲线，从而实现增长动能的连贯切换。

图表15. 爱美客在研项目进展

在研产品	临床用途	临床前	临床试验Ⅰ期	临床试验Ⅱ期	临床试验Ⅲ期
注射用A型肉毒毒素	纠正中度至重度皱眉纹		Ⅲ期临床试验受试者随访		
利拉鲁肽注射液	慢性体重管理		完成Ⅰ期临床试验		
医用含聚乙烯醇凝胶微球的修饰透明质酸钠凝胶	纠正额部后缩、中重度额部皱纹和鼻唇部皱纹		临床试验执行		
利多卡因丁卡因乳膏	用于成人浅层皮肤手术前的局部麻醉		临床试验阶段		
第二代理植线	用于软组织提升		临床试验阶段		
医用透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶	增加新填充部位的适应症		临床试验阶段		
去氧胆酸注射液	额下减脂	已完成生产工艺和质量标准的确定	预期2023-2024年提交临床试验申请		
注射用透明质酸酶	溶解透明质酸，可皮下注射	临床前在研阶段			
司美格鲁肽注射液	慢性体重管理	临床前在研阶段			

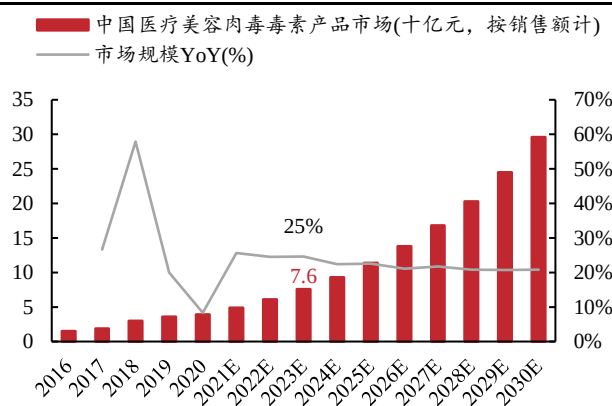
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

注：注射用 A 型肉毒毒素在研产品仅在针对中度至重度皱眉纹适应症方面在中国免于进行 I 期及 II 期临床试验；第二代理植线、医用透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶和医用含聚乙烯醇凝胶微球的修饰透明质酸钠凝胶未公布具体临床试验阶段

独家代理韩国 Hutox 肉毒毒素临床阶段已近尾声、上市在望，我们看好此产品在行业红利叠加公司产品运营及渠道能力下的亮眼表现。行业层面，需求端，中国肉毒毒素市场的增长率和渗透率均有提升空间。肉毒毒素在动态纹除皱、瘦脸瘦腿瘦肩、改变眉形提升口角等方面效果明显且复购率较高，其用于面部可以和水光、玻尿酸等项目配套灵活应用，是机构

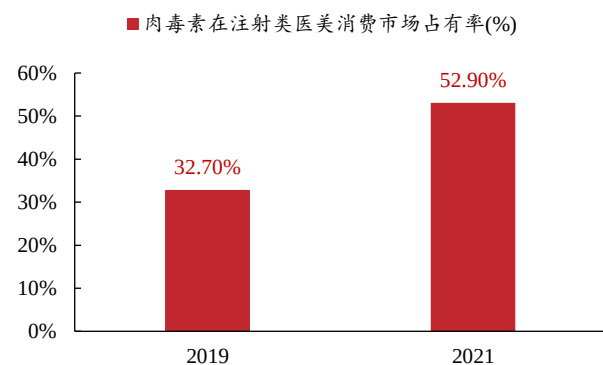
端升级业务和提高复购的理想产品。根据 Frost&Sullivan，2023 年中国医美肉毒毒素产品市场规模将达 76 亿元，保持 25% 的高同比；同时根据艾瑞咨询，肉毒毒素产品在注射类医美消费市场的渗透仍在迅速提升，2021 年其市场占有率达 52.9%，较 2019 年增加 20.2pct。供给端，成熟产品的份额挤占大有可为。由于肉毒毒素在中国按毒麻药审批——上市周期长且审核严格，长期以来我国医美市场上合规肉毒毒素仅美国进口的“保妥适 BOTOX”、国产的“衡力”两款，分别实现了高、低两端需求的较好满足。直到 2020 年下半年英国“吉适/丽舒妥 Dysport”、韩国“乐提葆 Letybo”两款产品获批，市场上才逐步显现出“两大两小”4 款合规产品分庭抗礼的局面。同时，在医美注射类治疗市场迅速扩容背景下，国内厂商也逐步在肉毒毒素方面加大了研发布局力度，医美肉毒毒素在研产品种类不断增加，目前国内主要在研肉毒毒素产品已达 7 种。我们预计，中短期内医美肉毒毒素领域竞争将明显加剧，新产品获批上市或将显著挤压成熟产品市场份额。

图表16. 国内医美肉毒毒素市场规模及同比



资料来源：Frost&Sullivan，东亚前海证券研究所

图表17. 2019 年及 2021 年国内肉毒毒素在注射类医美消费市场占有率



资料来源：艾瑞咨询，东亚前海证券研究所

公司层面，爱美客过往产品定位策划展现了充分的前瞻性，在研产品中 Hutox 肉毒毒素的上市表现值得期待。当前肉毒毒素市场主要市场份额由两款上市超过 20 年的产品占据：1) 保妥适最早通过美国 FDA 认证，凭借真空干燥的高安全性、高纯度和高精度的产品特性，占据高端肉毒毒素市场主要份额；2) 国产衡力采用异种蛋白猪明胶作赋形剂，免疫风险较高，但因其突出的性价比而深受低端市场欢迎；3) 另吉适、乐提葆均在 2020 年下半年获批，上市不足 3 年且市场份额较小。按照韩国 Hutox 产品资料，公司在研肉毒毒素产品将采取冻干粉生产工艺，弥散度也介于保妥适、衡力两者之间，目前国外终端售价\$90/100U。仅从 Hutox 橙毒肉毒毒素性能来看，主攻中高端市场可能性较大，或将依托公司强大的产品定位能力，在与英国吉适和韩国乐提葆的正面竞争中突出重围。

图表18. 中国肉毒毒素竞争格局

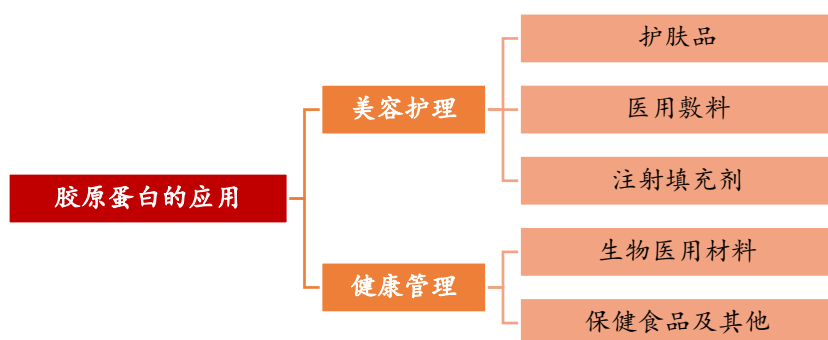
产品名称	已上市产品					在研产品			
	衡力	保妥适	吉适	乐提葆	Hutox	Xeomin	The Toxin	ET-01	RT002
生产商	兰州生物(中)	艾尔建(美)	Ipsen(英)	Hugel(韩)	Huons(韩)	Merz	Jetema(韩)	Eirion(美)	Revance(美)
国内合作商	-	国药控股	博福-益普生	四环医药	爱美客	精鼎医药	华东医药	昊海生科	复星医药
产品特点	高性价比	高纯度、高精度	低致敏	高纯度、低致敏	适用于皱眉纹	无复合蛋白低致敏，常温保存	菌株安全性高	外用涂抹型A型肉毒毒素产品	弱扩散新型A型肉毒毒素
产品定位	中低端	高端	中高端	中高端					
首次获批时间	1997年	1989年	1991年	2009年	2019年	2005年	2020年		
NMPA 获批时间/在研状态	1997年	2003年	2020年	2020年	III期临床试验阶段	2023-2024年有望上市	临床方案涉及阶段	美国II期临床试验阶段	III期临床试验阶段
终端售价(元)	700-800元	3000-5000元	2400-3000元	1800-2500元	\$90/100U (境外)	\$349/100U (境外)			
分子量	900kDa	900kDa	500-900kDa	900kDa	900kDa	150kDa	900kDa		
弥散度	++++(>1cm ²)	++(0.5cm ²)	+++	++(0.5cm ²)	++	++			
赋形剂	猪明胶蛋白	人血清蛋白	人血清蛋白	人血清蛋白	人血清蛋白	不含辅助蛋白	人血清蛋白	人血清蛋白	人血清蛋白
生产工艺	冻干粉	真空干燥	冻干粉	冻干粉	冻干粉	冻干粉	冻干粉		
辅料	明胶 右旋糖酐 蔗糖	人类血清蛋白 0.5mg 氯化钠 0.9mg	人类血清蛋白 0.5mg 乳糖 2.5mg	人类血清蛋白 0.5mg 氯化钠 0.9mg	人类血清蛋白 氯化钠	人类血清蛋白 1mg 蔗糖 4.7mg			
蛋白数量		4.5ng/100U	12.7ng/500U			0.44ng/100U	2.82ng/100U		
储存温度	(-20)-5℃	(-5)℃以下或 2-8℃	2-8℃	2-8℃	0-4℃	<25℃ 无需冷链			
保质期	36个月	36(24)个月	36个月	24个月	36个月	36个月			

资料来源：艾瑞咨询，BTXA 肉毒毒素报告，Jetema 官网，Eirion 官网，Husons 官网，CPHI，东亚前海证券研究所

3.2. 外延收购优质资产，探索胶原蛋白风口

公司2022年收购控股沛奇隆，探索胶原蛋白材料新增量。根据公司公告，爱美客通过控股的北京原之美科技有限公司，以人民币 3.5 亿元收购了哈尔滨沛奇隆生物制药有限公司 100%股权。沛奇隆公司主要从事猪皮(或跟腱)胶原蛋白产品的提取和应用，旗下共有创必复和沛妍两大胶原蛋白系列品牌，主要产品包括III类医疗器械胶原蛋白海绵、II类医疗器械猪胶原蛋白止血愈合敷料、冻干粉和喷雾，以及I类医疗器械冷敷贴。结合沛奇隆现有产品矩阵和爱美客自身研发和渠道优势，胶原蛋白医用敷料和注射针剂研发或为公司进军胶原蛋白领域的首要发力方向。

图表19. 胶原蛋白的产品应用



资料来源：Frost&Sullivan，东亚前海证券研究所

图表20. 沛奇隆现阶段胶原蛋白产品矩阵

沛奇隆公司胶原蛋白产品矩阵						
胶原蛋白产品						
	创必复生物蛋白海绵	沛妍生物蛋白海绵	好复胶原蛋白止血愈合敷料	沛妍胶原蛋白冻干粉	沛妍胶原蛋白喷雾	沛妍医用冷敷贴
类型	生物蛋白海绵		医用敷料	冻干粉型	喷雾型	医用冷敷贴
组成	胶原蛋白和成纤维细胞生长因子		胶原蛋白敷芯及医用基带、粘胶层、隔离纸	胶原蛋白、纯化水、喷雾泵	胶原蛋白、纯化水、喷雾泵	无纺布背衬层、凝胶层等
用途	促进创伤组织的主动修复和功能恢复		用于手术切口，体外浅表创伤和擦伤创面的止血及愈合			用于物理退热、冷敷理疗
医疗器械类别	III类		II类			I类

资料来源：沛奇隆官网，东亚前海证券研究所

与其他医美注射针剂主流成分（玻尿酸、植物活性成分）相比，胶原蛋白功效更复合，填充效果更加自然。胶原蛋白兼具皮肤修复和美白功效，同时亲水性较玻尿酸更弱，因此注射不易肿胀。其复合功效和自然效果开启了终端医美新风口。

收购沛奇隆利好爱美客迅速获得相关注册产品和技术，协同渠道和研发优势赋能胶原蛋白产业化。胶原蛋白材料终端认可度高，但生产供应因较高成本、高技术壁垒和严监管而受限。区别于玻尿酸和植物活性成分产品技术成熟、产业链完备、终端市场竞争激烈，胶原蛋白作为医美注射针剂尚处成长初期，仍属蓝海市场：

- 1) 动物源性胶原蛋白原材料管控严格、生产周期长，且存在排异风险，监管正逐步收紧相关产品的医疗器械分类管理标准：如动物源性胶原蛋白敷料自 2022 年 10 月起已被正式纳入 III 类医疗器械管理。收购主攻动物源性胶原蛋白领域的沛奇隆有助于爱美客迅速切入胶原蛋白赛道，在审核趋严的背景之下快速收获一批 III 类和 II 类胶原蛋白注册产品，并可依托沛奇隆现有胶原蛋白材料研发基础开展相关产品的商业化挖掘和技术的深度开发。

2) 重组胶原蛋白量产难，主要碍于基因技术的突破。目前除锦波生物的重组人源胶原蛋白之外，市面上多数重组类胶原蛋白的单螺旋结构支撑性暂未得到验证。待技术成熟至投产，相关设备成本投入才会随着规模经济得以缓和。

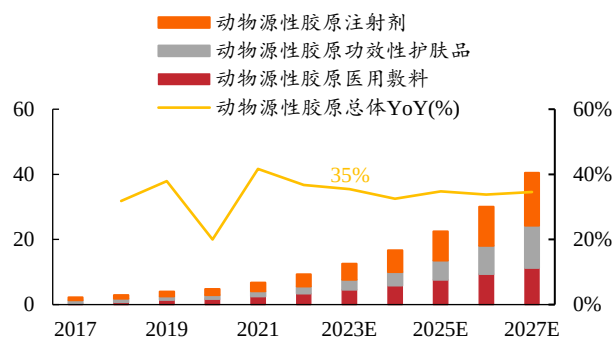
图表21. 胶原蛋白兼具皮肤修复和美白功能，注射塑形效果较透明质酸更自然

	动物源性胶原蛋白	重组胶原蛋白	透明质酸	植物活性成分
功效	抗敏感、抗痘、抗早衰、受损皮肤屏障修复及美白		保湿润滑	抗敏感、抗痘及抗早衰
生产成本	固定成本(设备成本)较低； 原材料成本较高	固定成本(设备&研发成本)较高； 原材料成本较低		
生产复杂性	原料把控严格(按药品管理)； 生产周期长(1个月左右)，产能受限	技术尚不成熟， 重组类胶原蛋白支撑性暂未被验证	产业化更成熟， 生产成本和复杂性较低	
稳定性	多重螺旋结构(活性更稳定)， 但 37-40℃环境下即容易变性	单螺旋结构(重组类胶原蛋白)， 三螺旋结构(重组人源化胶原蛋白) 水溶性良好，70℃环境下或变性	较高	较高
安全性	可能存在病毒感染引起的人体免疫反应	可有效避免病毒隐患及免疫反应	较高	较高
注射难度	较大，对注射均匀度要求高		较小	-
塑形效果	不易肿胀，效果更自然		亲水性强，易肿胀	-
价格区间	150-300	90-790	40-720	60-580
2021 年中国美容市场规模(亿元)	41	94	193	93
代表企业及产品	双美生物(注射剂)； 创尔生物(医用敷料&护肤品) 沛奇隆(生物蛋白海绵&医用敷料)	锦波生物(医用敷料&注射剂)； 巨子生物(医用敷料&护肤品)	爱美客(注射剂)； 华熙生物(注射剂&护肤品)； 敷尔佳(医用敷料)	贝泰妮(护肤品)

资料来源：巨子生物招股书，Frost&Sullivan，艾瑞咨询，东亚前海证券研究所

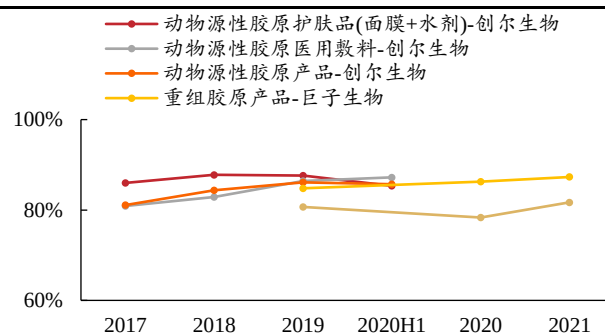
动物源性胶原蛋白市场兼具高成长性与高毛利，将迎高速成长期。根据 Frost&Sullivan 数据，2023 年动物源性胶原蛋白在功效性护肤品/医用敷料/注射剂终端零售市场规模或达 30/46/50 亿元，同比增速分别约 36%/35%/35%。胶原蛋白产品毛利水平同样稳定于高位，1) 功效性护肤品方面，以创尔生物为例，2017-2020H1 其动物源性胶原护肤品毛利率始终保持在 85%以上水平；2) 医用敷料方面，对标创尔生物，2020H1 其动物源性胶原医用敷料毛利率达 87.22%，呈逐年提升之势；3) 注射剂方面，对标主营重组胶原蛋白注射剂的锦波生物，重组胶原蛋白类美护产品毛利率约 80%。

图表22. 动物源性胶原蛋白各细分赛道市场规模(十亿元)及总体同比(%)



资料来源: Frost&Sullivan, 巨子生物招股书, 东亚前海证券研究所

图表23. 胶原蛋白产品毛利率水平(%)



资料来源: 巨子生物招股书, 创尔生物招股书, 锦波生物招股书, 东亚前海证券研究所

注: 巨子生物重组胶原蛋白产品特指其美容护理方向应用产品

纯动物源性胶原蛋白注射剂应用日益成熟, 复合型注射剂有望打开公司皮肤填充领域新增量。动物源性胶原蛋白工艺较成熟、胶原活性高, 目前国内 6 款获批的III类医疗器械胶原蛋白注射剂中, 有 5 款原材料取自动物源性胶原蛋白。动物源性胶原蛋白的易致敏问题也得到有效解决, 如双美生物的 ZDT 去端肽技术即可完全去除致敏原。技术革新之下, 产品安全性能不断提升, 利好动物源性胶原蛋白材料竞争、替代玻尿酸填充。复合材料型注射剂或为公司提供研发布局新思路, 如爱贝芙创新性将骨性材料 PMMA 微球体和牛胶原蛋白结合, 实现了全球唯一的皮下修复功能和较长的维持时间, 定价高于同类产品价格带。爱美客同样具备骨性材料产品 (含 PVA 微球的宝尼达) 和其他复合再生针剂 (PLLA+玻尿酸的濡白天使), 期待沛奇隆和爱美客研发技术互通互融之下, 胶原蛋白与其他研发材料之间的联合放量, 从而巩固公司在皮肤填充剂的市场地位。

图表24. 国内获批 NMPA 三类医疗器械的 6 款胶原蛋白注射剂

公司	产品	价格	胶原蛋白类型	用途	维持时间	优势	劣势
台湾双美	肤柔美	4800-8800 元/ml	非凝固型I型猪胶原蛋白	纠正额部动力性皱纹	3 个月左右	ZDT 去端肽技术, 可完全去除致敏原	维持时间短, 原材料 SPF 猪培育严格
	肤丽美	13800 元/ml	凝固型I型猪胶原蛋白	纠正鼻唇沟重力性皱纹	6-12 个月		价格高, 原材料 SPF 猪培育严格
	肤力原	-	凝固型I型猪胶原蛋白	"肤柔美"的含麻版, 纠正鼻唇沟重力性皱纹	6-12 个月		原材料 SPF 猪培育严格
长春博泰	肤美达/弗缦	8800-16800 元/支	凝固型I型和III型牛胶原蛋白	纠正中、重度鼻唇沟	6-8 个月	无化学交联剂, I 型给凹陷部位支撑、III 型修复肌肤弹性	治疗周期较长, 一般首次注射 1-2 月后建议补打
荷兰汉福	爱贝芙	12800-20000 元/支	含 PMMA 微球体的牛胶原蛋白悬浮液	纠正鼻唇沟纹或隆鼻	6-12 个月	全球唯一实现刺激人皮下胶原蛋白再生的产品	价格高
锦波生物	薇旖美	8800 元/支	重组III型人源化胶原蛋白冻干纤维	纠正额部动力性皱纹 (包括眉间纹、额头纹和鱼尾纹)	3-6 个月	避免了病毒污染风险和免疫原性	维持时间较短

资料来源: 医美部落, 爱贝芙官网, 东亚前海证券研究所

4. 股权激励绑定核心骨干，产学研融合填补人才缺口

股权激励深度绑定核心骨干，业绩目标可望且远期目标兼具一定挑战性，有望深层次提升公司经营效率。公司公告2023年第一期限制性股票激励计划，拟向141名激励对象（董事、中高层管理人员和核心技术人员）授予限制性股票不超过41.73万股，约占总股本的0.19%，计划授予价格282.99元/股，并设置业绩考核目标：

1) 公司层面，以2022年为基数，2023/2024/2025年公司营业收入增长分别不小于45%/103%/174%，即对应2023-2025年营收同比增长目标约为45%/40%/35%；2023/2024/2025年公司归母扣非净利润同比增长目标不小于40%/89%/146%，即对应2023-2025年归母扣非净利润同比增长目标约为40%/35%/30%。考核年度每年需满足两个考核要求之一，未满足业绩考核目标的，所有激励对象对应考核当年计划归属的限制性股票均不得归属或递延至下期归属，并作废失效。

2) 个人层面，在公司层面业绩考核达标后，个人考核结果需达到A或A+才能获得全部计划归属的限制性股票数，A以下等级则当年部分或全部计划归属数失效。

图表25. 股权激励计划公司层面业绩考核要求

业绩考核目标		每年需满足两个条件之一	
考核年度		营业收入	归母扣非净利润
2022年基数（亿元）		19.39	11.97
目标同比增速	2023年	45%	40%
	2024年	40%	35%
	2025年	35%	30%
目标规模（亿元）	2023年	28.12	16.76
	2024年	39.36	22.62
	2025年	53.13	29.45

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表26. 股权激励计划个人层面业绩考核要求

个人当年实际归属限制性股票数=					
个人当年计划归属的限制性股票数*个人当年可归属比例					
考核结果	A+	A	A-	B	B-
归属比例	100%	100%	80%	0%	0%

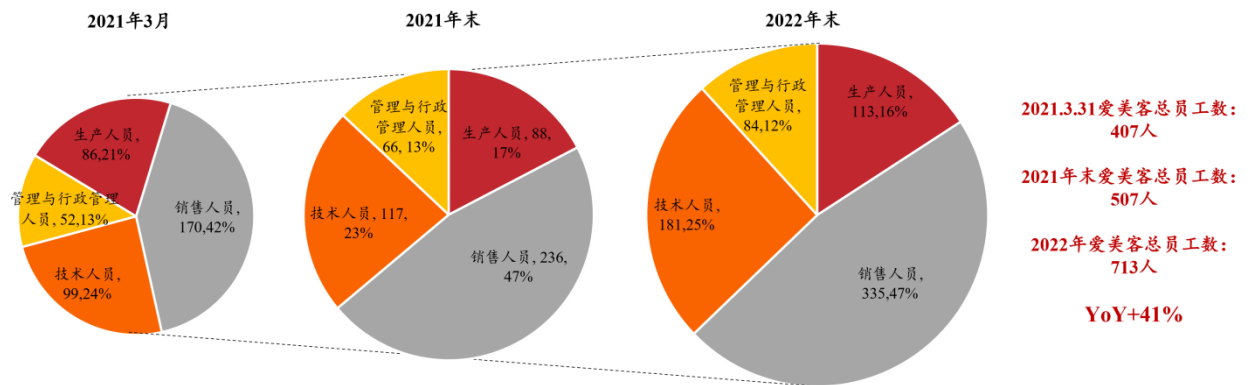
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

股权激励授予总量的62%用于135名中层管理人员及核心技术/业务人员，授予价格接近当前股价5折。根据公司股权激励计划，公司拟首次授予限制性股票33.3856万股，占拟授出权益总数的80%，覆盖135名中层激励对象（占公司总人数约19%）。其中25.92万股用于激励135名中层管理人员及核心团队，即每人可以约当前股价5折平均获授1920股（按当前股价实际价值约100万元）。除首次授予外，公司还预留了拟授出权益总数的20%，面向本激励计划获股东大会批准时尚未确定但在本计划存续期间纳入激励计划的激励对象（在激励计划经股东大会审议通过后12个月

内确定)。

同时,顺应业务发展需求,公司整体员工团队迅速扩容,产学研融合激发人才潜力。人才招聘方面,2022年爱美客总员工人数达713人,同比增长41%;其中销售和研发团队是公司人才扩充的重心,团队人数均实现翻倍增长。公司另启动“启航培养计划”和“远航培养计划”,招募年轻高潜力员工,丰富公司人才储备。人才培养方面,公司推崇产学研结合,通过线上线下双轨培训、内部知识资源库分享和文化工作坊活动的途径,最大限度调动员工能动性并传授员工专业知识。

图表27. 2021-2022年爱美客员工专业构成



资料来源:公司公告,东亚前海证券研究所

图表28. 2022年爱美客员工培训计划及成果

人才培养计划

- 启航校招生计划
- 远航高潜人才计划,共覆盖80余人(含上述校招生计划)

员工培训

- 针对全体员工:爱学习平台上线,员工覆盖率65%
- 针对新员工:线上线下培训相结合,2022年覆盖340人

内部知识资源库

- 176篇文章
- 77门内部课程
- 25次公司级培训分享
- 135次部门级培训分享

企业文化建设

- 6次文化工作坊活动

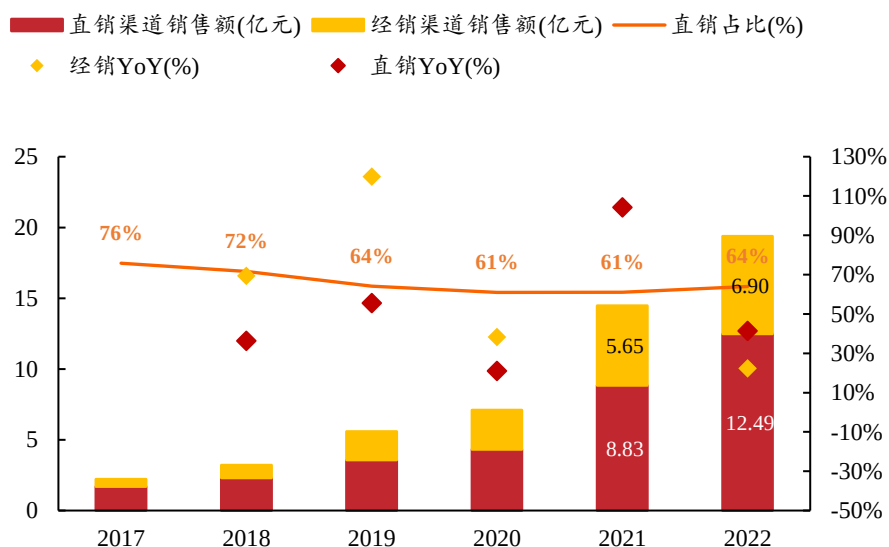
资料来源:公司公告,东亚前海证券研究所

5. 直销为主战略凸显,内地渠道深入渗透

直销占比维持高水平且边际抬升,突显公司强渠道掌控力。公司坚持“直销为主、经销为辅”的营销模式,2022年公司直销/经销渠道销售额分别达12.49/6.90亿元,其中直销销售占比达64%,同比增加3pct。直销模式有助于公司深度参与客户关系管理,有效提高客户服务质量及敏捷性,

从而把握优质的客户资源。截至 2022 年，公司已覆盖 31 个省、市、自治区的约 5000 家医疗美容机构。

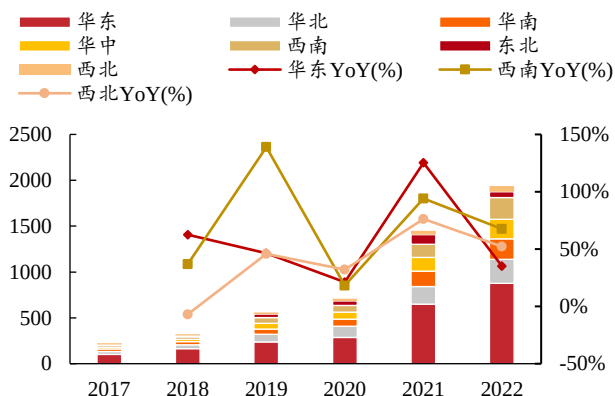
图表29. 爱美客直销和经销渠道销售情况



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

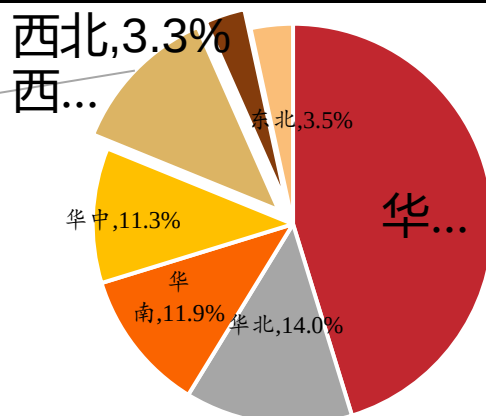
分区域来看，沿海存量市场稳增长具备产品品牌竞争优势驱动，内陆地区增量市场空间或以渠道下沉打开为主。2022 年除东北地区外，全国其他地区销售额同比均实现 30%以上增长，其中西南/西北地区销售额分别实现同比 67%/52%的高增。我们认为，1) 华东作为公司的最早发力地区，渠道体系已经基本健全，存量市场的竞争主要围绕产品力和品牌力展开，公司作为拥有全方位产品矩阵的医美龙头能够享受头部虹吸效应的辐射；2) 西南和西北地区销售额的迅速成长或在于渠道的进一步下沉与搭建，基于高效稳定的渠道建设经验，公司或能快速渗透当地医疗美容机构并释放内地城市的业绩潜力。

图表30. 2017-2022 年公司分地区销售额(百万元)及同比(%)



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表31. 2022 年公司分地区销售额(百万元)及占比(%)



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

6. 投资建议

我们认为医美行业在渗透率提升长期逻辑下将持续高景气，短期来看疫后消费反弹亦为医美终端提供复苏动能。公司基本面优质，作为轻医美药械赛道龙头将充分享受行业成长红利。

从存量产品来看，公司产品梯队接力顺畅，大单品、高端化两逻辑持续兑现：1）大单品嗨体系列，增长主力已顺利切换至熊猫针与两款水光产品。熊猫针主要针对眼周市场，主打填充组织、除皱和补水功效，兼具高认知、稀缺性和高性价比。强产品力叠加对应细分领域高天花板，熊猫针现已顺利接棒颈纹针并加速渠道渗透；同时，水光针合规替代持续有望提速，泡泡针、嗨体 2.5 预计显著受益于水光针规范化。2）高端品类方面，公司 2022 年跑通了高端品类从定位开发、渠道建立、医师培训、市场教育等的全链路，推进节奏稳健。作为当前国内唯三之一的Ⅲ类注册再生材料针剂，濡白天使红利期表现亮眼，依托其在机构端盈利空间大、在终端安全性高、性价比强属性迅速起量。同时，公司高端产品线打法日趋体系化背景下，老品宝尼达开启第二增长曲线，产品生命周期有效延长。

图表32. 营收拆分及盈利预测

单位：万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	144,787	193,884	298,661	403,902	507,754
Yoy	104%	34%	54%	35%	26%
溶液类注射产品	104,614	129,275	185,832	236,379	274,861
Yoy	134%	24%	44%	27%	16%
占比	72%	67%	62%	59%	54%
毛利率	94%	94%	96%	96%	96%
凝胶类注射产品	38,533	63,814	111,994	166,646	231,972
Yoy	53%	66%	76%	48%	39%
占比	27%	33%	38%	41%	46%
毛利率	95%	97%	98%	98%	98%
面部埋植线	530	538	565	593	623
Yoy	188%	1%	5%	5%	5%
占比	0%	0%	0%	0%	0%
毛利率	78%	75%	76%	76%	76%
其他	1,110	257	270	284	298
Yoy	41%	-77%	5%	5%	5%
占比	1%	0%	0%	0%	0%
毛利率	60%	28%	50%	50%	50%

资料来源：东亚前海证券研究所整理预测

现阶段医美消费渗透下沉逻辑持续兑现，公司医美国货针剂头部地位突出，有望优先受益于行业合规化推进。基于公司存量产品，我们部分上调公司 2023-2024 年盈利预测，并新增 2025 年盈利预测：预计 2023-2025

年营业收入分别为 29.87/40.39/50.78 亿元，同比提升 54.04%/35.24%/25.71%；预计 2023-2025 年归母净利润分别为 19.22/26.49/33.21 亿元，同比分别提升 52.10%/37.84%/25.37%。公司优质基本面优质且后备产品梯队充足，我们看好业绩的持续兑现，维持“推荐”评级。

7. 风险提示

消费复苏不及预期；行业政策不利变化；新品研发、注册和上市进度不及预期等。

利润表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1939	2987	4039	5078
%同比增速	34%	54%	35%	26%
营业成本	100	114	131	159
毛利	1839	2872	3908	4918
%营业收入	95%	96%	97%	97%
税金及附加	10	15	19	25
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	163	291	390	521
%营业收入	8%	10%	10%	10%
管理费用	125	181	196	266
%营业收入	6%	6%	5%	5%
研发费用	173	276	380	467
%营业收入	9%	9%	9%	9%
财务费用	-45	-63	-94	-135
%营业收入	-2%	-2%	-2%	-3%
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	-3	0	0	0
其他收益	15	14	21	29
投资收益	33	50	63	84
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	29	0	0	0
资产处置收益	0	-0	-0	-0
营业利润	1488	2237	3102	3888
%营业收入	77%	75%	77%	77%
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	1488	2237	3102	3888
%营业收入	77%	75%	77%	77%
所得税费用	221	323	454	569
净利润	1268	1914	2648	3320
%营业收入	65%	64%	66%	65%
归属于母公司的净利润	1264	1922	2649	3321
%同比增速	32%	52%	38%	25%
少数股东损益	4	-8	-1	-1
EPS (元/股)	5.84	8.88	12.24	15.35

基本指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	5.84	8.88	12.24	15.35
BVPS	27.02	35.90	48.15	63.50
PE	96.98	64.68	46.92	37.43
PEG	3.04	1.24	1.24	1.48
PB	20.96	16.00	11.93	9.05
EV/EBITDA	84.78	54.91	38.95	30.39
ROE	22%	25%	25%	24%
ROIC	20%	23%	24%	23%

资产负债表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3140	4703	6734	9712
交易性金融资产	704	704	704	704
应收账款及应收票据	128	108	232	218
存货	47	43	56	69
预付账款	21	18	23	29
其他流动资产	95	105	106	111
流动资产合计	4134	5681	7855	10844
长期股权投资	935	1247	1651	1868
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	195	189	178	156
无形资产	117	152	199	262
商誉	245	327	435	580
递延所得税资产	8	8	8	8
其他非流动资产	625	646	674	695
资产总计	6259	8249	11001	14413
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	19	5	23	14
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	76	137	196	255
应交税费	18	74	86	93
其他流动负债	111	84	100	134
流动负债合计	224	301	405	497
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	36	36	36	36
其他非流动负债	53	53	53	53
负债合计	313	389	493	585
归属于母公司的所有者权益	5846	7768	10417	13738
少数股东权益	100	92	91	89
股东权益	5946	7860	10508	13827
负债及股东权益	6259	8249	11001	14413

现金流量表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流净额	1194	2012	2621	3421
投资	-813	-312	-404	-217
资本性支出	-156	-187	-249	-309
其他	25	50	63	84
投资活动现金流净额	-944	-449	-590	-442
债权融资	0	0	0	0
股权融资	95	0	0	0
银行贷款增加(减少)	0	0	0	0
筹资成本	-454	0	0	0
其他	-15	0	0	0
筹资活动现金流净额	-374	0	0	0
现金净流量	-124	1563	2031	2979

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

郑倩怡，东亚前海证券研究所轻工组组长。华威大学金融数学硕士。2019 年加入东亚前海证券。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来 6—12 个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来 6—12 个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来 6—12 个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在 20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于 5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在 5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>