信达证券 CINDA SECURITIES

Research and Development Center

医美龙头标杆，乘行业东风腾飞

—— 爱美客（300896.SZ）深度报告

2020 年 10 月 19 日

汲肖飞 服装&轻工行业首席分析师

证券研究报告

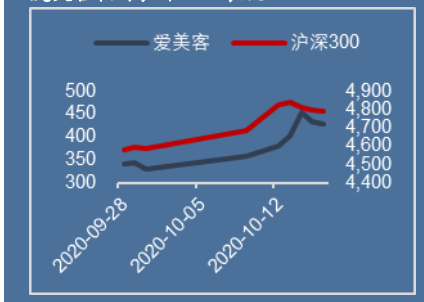
公司研究——深度研究

爱美客（300896.SZ）

买入	增持	持有	卖出

首次评级

爱美客相对沪深 300 表现



资料来源：万得，信达证券研发中心

汲肖飞 服装&轻工行业首席分析师

执业编号：S1500520080003

邮　箱：jixiaofei@cindasc.com

杨　松 医药行业首席分析师

执业编号：S1500519120003

邮　箱：yangsong@cindasc.com

李媛媛　研究助理

执业编号：S1500120090033

电话：18516582264

邮箱：liyuanyuan1@cindasc.com

张雪　医药行业分析师

执业编号：S1500520090002

邮箱：zhangxue1@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼

邮编：100031

医美龙头标杆，乘行业东风腾飞

2020 年 10 月 19 日

本期内容提要：

◆ **医美终端产品龙头品牌商，注射类透明质酸钠产品挤进前五。**公司成立于 2004 年，是国内注射类透明质酸钠产品龙头品牌商，拥有针对颈纹修复的注射透明质酸钠产品“嗨体”，长效抗衰产品“宝尼达”，注射类交联透明质酸钠产品“爱芙莱”、“爱美飞”、“逸美一加一”以及面部埋线产品“紧恋”；截止 2019 年，公司在细分赛道市占率为 10.1%，成为国货第一，挤身行业前五。公司收入业绩高增长，2019 年收入 5.6 亿元，2014-2019 年复合增速为 49%，归母净利润 3.1 亿元，2014-2019 年复合增速为 61%；同时，盈利能力良好，2019 年净资产收益率高达 58%。

◆ **医美行业正处朝阳期，上游厂商占优，行业规范化利于格局优化。**2019 年医疗美容行业市场规模超过 1500 亿元，2014-2019 年复合增速为 24%；其中注射类项目占比 21%，以 26%复合增速优于行业增长。2018 年中国医美渗透率仅 1.48%，较日、美、韩等医疗美容发达市场 2.7%、5.2%、8.6%的渗透率存在翻倍以提升空间，技术驱动项目不断丰富化以及新生消费人群观念变化驱动行业快速增长。产业链方面，上游生产厂商产品入市具备严格流程，拥有更优竞争格局及盈利水平。截止 2019 年，获得医疗器械三类注册证的注射透明质酸钠厂商有 17 家，前五大厂商份额约 78.1%，2016-2019 年份额变动率仅-1.9pct，头部厂家继续保持优势，未来伴随监管加严，正规厂商有望挤压水货、假货市场，优化格局。

◆ **研发创新实力与终端产品精细化管理构筑双重优势。**一方面，公司具备较强研发创新实力，拥有 4 项高新认证技术及 20 项发明专利，获得医疗器械三类注册证的产品数量、丰富度及速度好于竞争对手，极具市场敏锐度。另一方面，公司重视销售团队建设，直销为主，加强机构推广及维护，精细化运营上市产品，减少乱价（爱芙莱、嗨体、宝尼达出厂价较稳）及机构运用不规范等行为。此外，公司激励机制较好，核心技术人员及销售骨干等通过员工持股平台持股，员工薪酬好于竞争对手。

◆ **现有产品线凭借差异化定位正处于快速成长期，丰富项目储备打破成长天花板。**公司现有产品线嗨体、爱芙莱系、逸美一加一凭借差异化产品标签处于成长期，伴随营销中心建设优质机构覆盖率有望突破。未来三年内产能扩展夯实基础，爱芙莱系、嗨体、逸美系预计 2023 年产能分别可达 128/221/10 万支，较 2019 年销量分别增加 82%、221%、417%。同时，公司储备项目丰富，包括含修饰聚左旋乳酸透明质酸钠项目（长效填充产品，海外有获得 FDA 认证产品）、肉毒毒素项目（瘦脸项目）、注射类重组蛋白项目等项目（减肥瘦身项目），可打破未来成长天花板。

◆ **盈利预测与投资评级：** 我们预测公司 2020-2022 年摊薄 EPS 分别为 3.35 元、5.01 元、7.15 元，根据 2020 年 10 月 16 日收盘价对应估值分别为 128 倍、86 倍、60 倍，PEG 为 3.11，低于可比公司，考虑到公司所处赛道高成长性及丰富的项目储备，首次覆盖，给予增持评级。

◆ **股价催化剂：** 爱芙菜、嗨体等现有产品线终端市场反应好于预期；储备项目研发进展超预期。

◆ **风险因素：** 注射透明质酸钠产品终端需求不达预期；肉毒毒素、医用聚左乳酸等项目进展不达预期；下游客户违规使用公司产品等损害产品形象风险。

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	245.26	376.07	702.91	1,043.65	1,507.67
增长率 YoY %	16.58%	53.33%	26.03%	48.48%	44.46%
归属母公司净利润(百万元)	139.28	246.31	402.08	602.37	859.92
增长率 YoY%	6.24%	76.85%	31.60%	49.81%	42.76%
毛利率%	81.17%	81.52%	92.62%	92.87%	93.23%
净资产收益率 ROE%	48.00%	11.47%	15.30%	12.30%	15.28%
EPS(摊薄)(元)	1.39	2.46	3.35	5.01	7.15
市盈率 P/E(倍)	118	67	128	86	60
市净率 P/B(倍)	56.62	7.65	11.20	9.91	8.50

资料来源：万得，信达证券研发中心预测（截至 2020 年 10 月 16 日收盘价）

目 录

公司概况 1
国内注射类医美产品龙头，高管团队持股比例高激发活力 1
收入业绩高增长、高 ROE、强现金创造力 3
差异化布局注射类透明质酸钠产品，直营为主，规模效应正当时 6
行业分析 16
医疗美容行业正处朝阳期，新消费人群带动行业高成长空间 16
上游厂商为产业链最为稳定的环节，整体盈利能力、竞争格局最佳 23
爱美客挤进细分市场前五，监管加严长期利于正规厂商份额稳定 25
竞争力分析 28
敏锐市场嗅觉与强劲研发创新力，力争市场首发，打造差异化产品梯队 28
精细化运营终端产品，提升产品终端形象拉长生命周期 31
成长性分析 33
注射类透明质酸钠产品成长可期，差异化卖点及客户延展助力成长 33
储备项目充足，新业务延展扩充边界 34
盈利预测、估值与投资评级 37
盈利预测及假设 37
估值及投资建议 38
风险因素 38

表 目 录

表 1：公司重点产品线布局情况 1
表 2：公司募集资金按轻重缓急项目情况（单位：万元） 1
表 3：公司核心高管基本情况 2
表 4：公司 2015-20H1 净资产收益率变化及分拆 5
表 5：嗨体产品的基本信息情况 6
表 6：市场上含盐酸利多卡因的透明质酸钠注射材料比较 9
表 7：宝尼达产品及竞品基本情况 10
表 8：市场获得医疗器械 3 认证的产品情况 12
表 9：公司直营与经销客户数量及提货额变化 14
表 10：医疗美容行业明细项目分布情况 17
表 11：市场上注射类透明质酸钠产品情况 26
表 13：市场上肉毒素产品情况比较 35
表 14：基因重组蛋白研发生产基地建设项目十年产品产能及销售收入预测 36
表 15：香港市场流通的获得 FDA 认证的童颜针产品情况 36
表 16：公司 2020-2022 年收入及成本预测情况（单位：百万） 37

图 目 录

图 1：公司股权结构情况 2
图 2：公司 2014-2020H1 收入及增长情况 4
图 3：公司 2014-2020H1 归母净利润及增长情况 4
图 4：公司 2014-2020H1 毛利率及归母净利率 4
图 5：公司 2014-2020H1 期间费用率情况 4
图 6：公司 2014-2020H1 货币资金及经营现金流情况 5
图 7：公司 2015-2020H1 现金周期变化（天） 5
图 8：嗨体销售收入及占比变化 6
图 9：嗨体销量及变化情况 6
图 10：嗨体产品出厂价、成本价及毛利率变化 7
图 11：爱芙莱销售收入及占比变化 8
图 12：爱芙莱销量及变化情况 8
图 13：爱芙莱成本价、出厂价及毛利率 8
图 14：宝尼达销售收入及占比变化（百万） 10
图 15：宝尼达销量及变化情况 10
图 16：宝尼达毛利率及出厂价变化 11
图 17：宝尼达历年成本价变化情况（元/支） 11
图 18：公司不同渠道收入情况及变化（百万） 13
图 19：公司不同产品直销销售收入占比情况 13
图 20：公司不同渠道毛利率情况 13
图 21：公司不同渠道成本价、出厂价比较 13
图 22：公司单位成本分拆变化（元/支） 15
图 23：公司销售费用明细项目占比收入及变化 15
图 24：公司管理费用明细项目占比收入及变化 15
图 25：中国医疗美容行业市场规模及增速（十亿元） 16
图 26：中国医疗美容行业结构情况（十亿元） 16
图 27：中国医疗美容行业疗程量变化（万次） 18
图 28：中国医疗美容行业客单价变化（元/次） 18
图 29：全球医疗美容服务市场规模变化（亿美元） 19
图 30：全球医疗美容市场疗程量及客单价情况 19
图 31：全球医疗美容行业手术及非手术类疗程量分布（万次） 19
图 32：全球不同国家医美项目结构分布情况 19
图 33：全球不同国家医疗美容千人渗透率比较 20
图 34：全球不同国家医疗美容疗程量占比及增速情况 20
图 35：2008 年以来医疗美容项目相关医疗器械/生物制药获得认证时间 21
图 36：新氧线上类型项目对应医疗器械三认证数量变化 22
图 37：2017-2019 年线上医美用户年龄结构变化 23
图 38：线上用户影响决策的要素 23
图 39：医疗美容产业链环节分拆 23
图 40：以市场畅销注射透明质酸纳产品为例产业链参与者价值链分拆 24
图 41：部分医疗美容机构毛利率、销售及管理费用率对比 25

图 42: 注射透明质酸钠品牌商毛利率情况 25
图 43: 历年注射透明质酸钠厂家份额变化情况 26
图 44: 历年获得注册认证的注射透明质酸钠厂家及产品数量变化 26
图 45: 近年医疗美容相关行业规范及监管政策 28
图 46: 国产龙头公司医美终端产品领域核心技术及专利数量对比（个） 29
图 47: 公司多款产品获得首款认证 29
图 48: 同业公司 2019 年研发人员数量及占比比较 30
图 49: 同业公司 2019 年研发人员薪酬及研发投入比较 30
图 50: 公司销售人员及平均薪酬变化 31
图 51: 同业公司 2019 年销售人员薪酬比较 31
图 52: 公司产品出厂价变化及同业比较 32
图 53: 公司现有产品产能扩张情况（万支） 33
图 54: 公司现有产能及产能利用情况 33
图 55: 中国肉毒素产品市场规模测算 35
图 56: 线上注射类产品结构及增速 35

公司概况

国内注射类医美产品龙头，高管团队高持股比例激发活力

公司是国内注射类医疗美容终端产品龙头品牌商。公司成立于 2004 年 6 月，前身为北京英之煌生物科技有限公司。目前销售注射类透明质酸钠产品为主，包括针对颈纹修复的注射透明质酸钠产品“嗨体”，长效抗衰产品“宝尼达”，注射类透明质酸钠产品“爱芙莱”、“爱美飞”、“逸美”、“逸美一加一”以及面部埋线产品“紧恋”。截至 2019 年，公司旗下“嗨体”及“爱芙莱”两大产品销售占比达 83%。

表 1：公司重点产品线布局情况

产品品牌	获得批文时间	产品介绍	19 年销售额及占比
嗨体	2016 年 12 月	颈纹改善注射类透明质酸钠	2.4 亿元/44%
宝尼达	2012 年 10 月	含微球长效抗衰类注射产品	0.7 亿元/12%
爱芙莱	2015 年 4 月	含盐酸利多卡因注射类透明质酸钠	2.2 亿元/39%
逸美一加一	2016 年 12 月	注射类透明质酸钠	0.2 亿元/4%
爱美飞	2015 年 4 月	含盐酸利多卡因注射类透明质酸钠	体量较小
逸美	2009 年 10 月	注射类透明质酸钠	体量较小
紧恋	2019 年 5 月	面部埋线产品	体量较小

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

募集资金主要用于产能建设及新业务研发建设等。2020 年 9 月，公司创业板上市，发行 25%股份，募集资金投资主要用途分为三大类：1）现有业务产能建设；2）新业务研发项目建设，包括注射用基金重组蛋白药物、注射用 A 型肉毒素、基因重组蛋白研发生产基地建设、去氧胆胆酸药物等；3）提升公司销售管理能力项目，包括营销网络建设、智能工业管理平台建设及补充流动资金。

表 2：公司募集资金按轻重缓急项目情况（单位：万元）

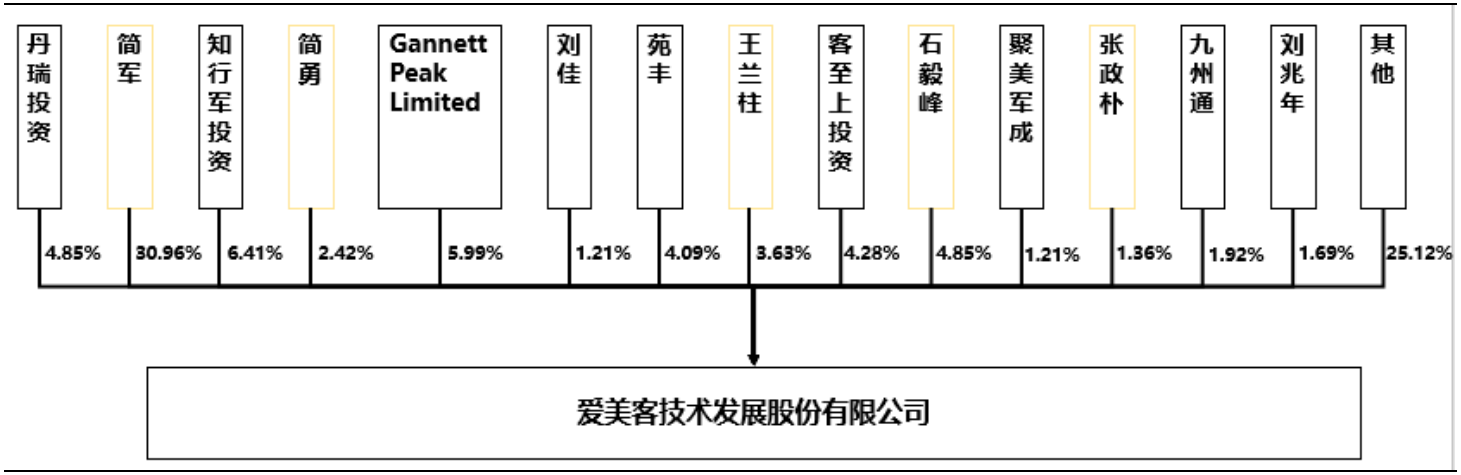
募集资金投资项目	项目总投资规模	募集资金投资额	建设工期	备注
植入医疗器械生产线二期建设项目	19,384.87	19,140.49	36 个月	现有产品线产能拓建
医用材料和医疗器械创新转化研发中心及新品研发建设项目	15,256.40	12,953.73	24 个月	研发建设改善

基因重组蛋白研发生产基地建设项目	16,000.00	16,000.00	38 个月	新业务
注射用 A 型肉毒毒素研发项目	12,000.00	12,000.00	65 个月	新业务
营销网络建设项目	15,000.00	15,000.00	24 个月	销售提升
智能工业管理平台建设项目	8,000.00	8,000.00	47 个月	信息化能力提升
注射用基因重组蛋白药物研发项目	30,400.00	30,400.00	76 个月	新业务
去氧胆酸药物研发项目	20,000.00	20,000.00	60 个月	新业务
补充流动资金项目	60,000.00	60,000.00		
合计	196,041.27	193,494.22		

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

实际控制人及高管团队持股比例高，员工激励充分。公司上市前实际控制人简军女士持股比例为 50.75%，高管石毅峰先生持股比例为 16.52%， Gannett Peak Limited 持有公司股份为 8.00%；同时，公司员工持股平台知行军投资及客至上投资分别持有公司股份 6.41%与 4.28%，员工激励充分。

图 1：公司股权结构情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心(截至 2020 年 9 月 28 日)

表 3：公司核心高管基本情况

姓名	出生年份	职位	持股比例	从业履历
简军	1963	董事长	50.75%	清华大学工商管理硕士；曾就职粮油食品进出口总公司、美国 Bestrend Int’ l Inc.公司、巴拿马 Abatecedora Textil S.A.公司，2004 年起先后担任公司副总经理、董事长
石毅峰	1974	董事/总经理	16.52%	清华大学工商管理硕士；曾就职于北京华旗资讯、北京楚星融智咨询；2010 年加入公司，先后担任公司销售副总、董事兼总经理等职位
王兰柱	1964	董事	4.85%	清华大学新闻与传播学院博士后；曾就职于国际贸易研究院、央视索福瑞媒介研究、北京迈瑞科教育公司，2011 年加入公司，目前为公司董事
简 勇	1968	董事、董事会秘书	3.24%	吉林大学经济管理学院本科学历，曾就职于长春市物价管理局、惠通集团、达讯贸易、新境界网络科技，2016 年加入公司，任董事和董事会秘书
张政朴	1947	监事会主席	1.82%	南开大学高分子化学硕士；高校教授， 2013 年退休， 2013 年起先后担任公司高级顾问、监事、监事会主席
尹永磊	1982	副总经理、生产总监	0.10%	中国药科大学药物制剂本科；曾就职于中新药业、诺华制药， 2007 年加入公司，先后担任检验员、生产部经理、生产总监、公司副总经理
勾丽娜	1982	副总经理、销售总监	0.10%	中共中央党校经济管理大专；曾就职于华旗资讯， 2010 年加入公司，先后担任大区经理、副总经理兼销售总监

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

收入业绩高增长、高 ROE、强现金创造力

公司近五年收入归母净利润保持 49%以上复合增长，盈利水平高。收入净利润方面，公司 2019 年收入 5.6 亿元，2014-2019 年复合增速为 49%，2019 年归母净利润 3.1 亿元，2014-2019 年复合增速为 61%，得益于公司较强产品推新能力及较高的行业景气度，公司收入业绩保持高增长。盈利能力方面，公司 2019 年归母净利率为 54.8%，达近五年最高水平，主要在于：1）高毛利率产品占比提升及固定成本的规模效应提升毛利率，2019 年毛利率为 92.63%，达 2015 年以来的最高水平；2）期间费用受益于规模效应及新品推动节奏有所降低，2019 年销售费率/管理费率/研发费率分别为 13.8%/8.6%/8.7%，为 2016 年以来的最优水平。

公司今年上半年受疫情影响增长放缓，4 月以来获得较好恢复，前三季度归母净利润预计增长 18%-27%。公司今年上半年实现收入 2.4 亿元，同增 0.8%，其中二季度实现收入 1.6 亿元，同增 16.3%；上半年实现归母净利润 1.5 亿元，同增 14.5%，其中二季度实现归母净利润 1.0 亿元，同增 36.5%。自 4 月以来，公司下游客户开始复苏，同时嗨体产品处于高速成长期，需求旺盛，带动公司需求端快速回暖；同时，毛利结构优化及期间费率规模效应继续体现，利润端好于收入端表现。公司预计前三季度收入 4.6-4.8 亿元，同增 16.3%-21.3%，归母净利润 2.6-2.8 亿元，同增 18.0%-27.1%，三季度较二季度继续加速

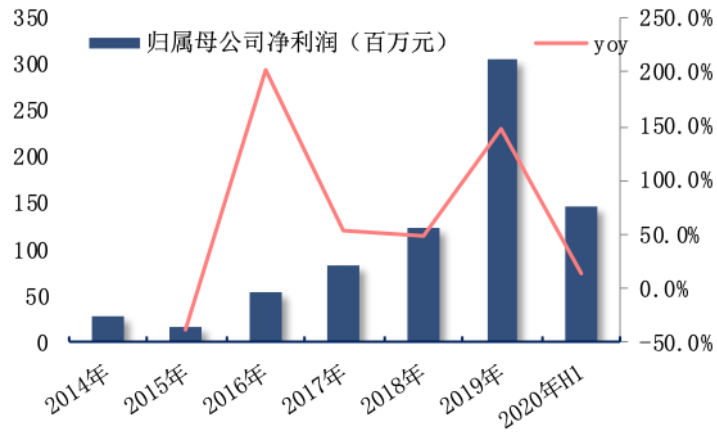
增长，持续回暖。

图 2：公司 2014-2020H1 收入及增长情况



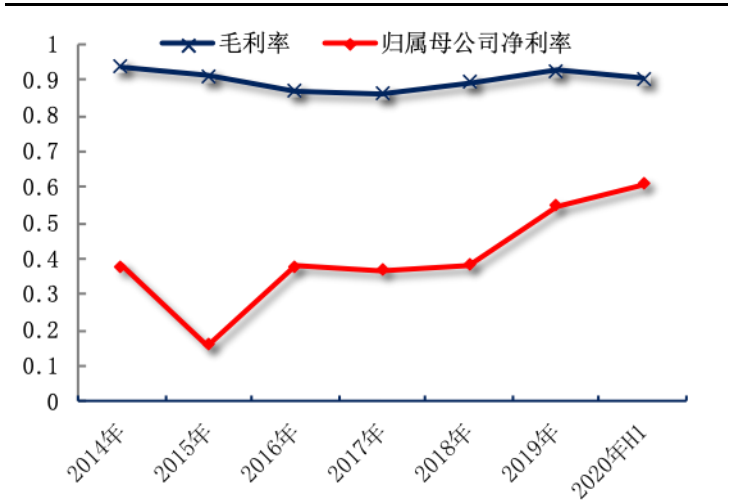
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 3：公司 2014-2020H1 归母净利润及增长情况



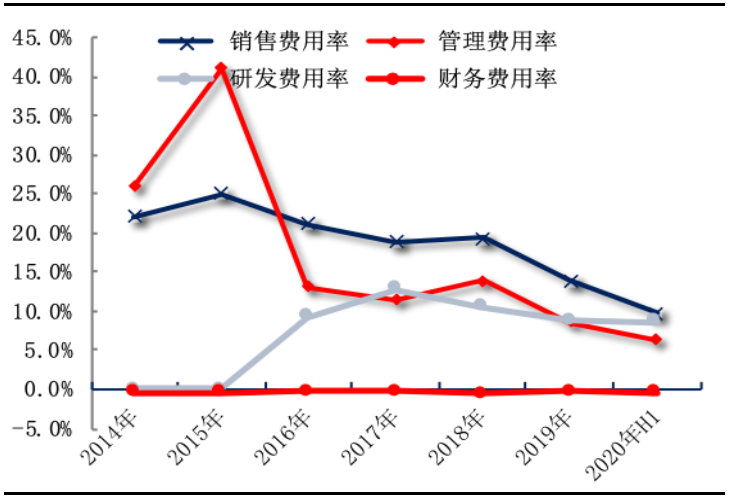
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 4：公司 2014-2020H1 毛利率及归母净利率



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

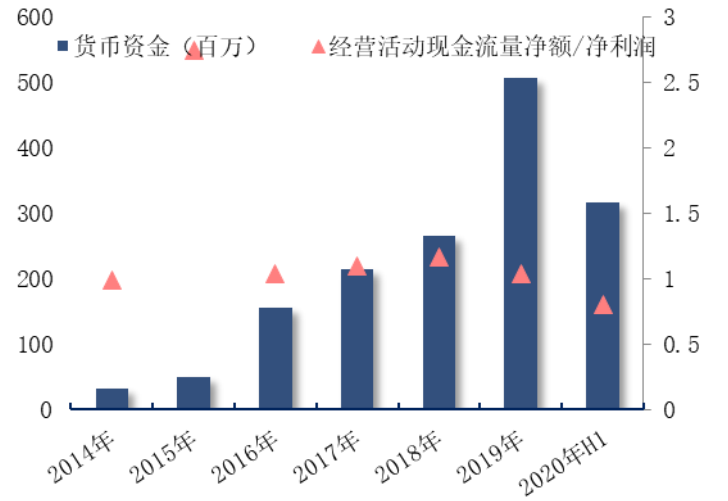
图 5：公司 2014-2020H1 期间费用率情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

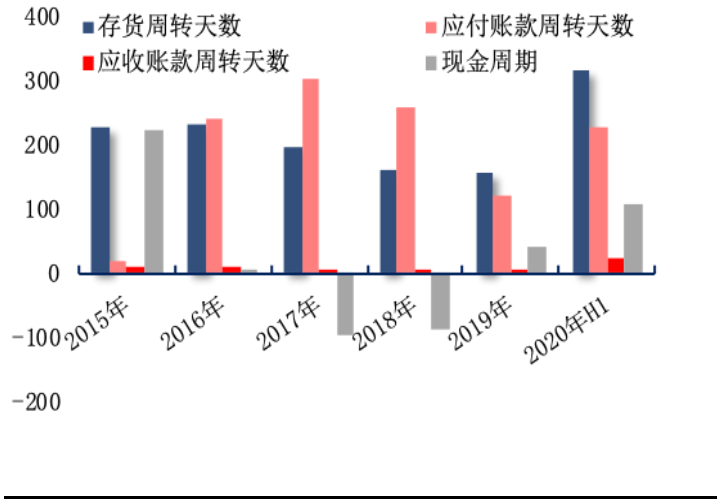
公司现金流状况良好，自我造血能力强。截止 2020H1，公司货币资金与交易性金融资产合计为 5.96 亿元，2015-2019 年经营活动现金流净额与净利润比重均超过 1，自我造血能力突出，体现出公司在产业链较强的地位。

图 6：公司 2014-2020H1 货币资金及经营现金流情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 7：公司 2015-2020H1 现金周期变化（天）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

得益于盈利能力及周转效率提升，2019 年净资产收益率提升至 58%。公司近年 ROE 不断提升，截止 2019 年 ROE 高达 58%，得益于高毛利新产品良好的市场反应及规模优势凸显，公司盈利水平提升及资产周转效率加快。募集资金影响短期资产周转效率，伴随新项目推进将获得恢复。

表 4：公司 2015-20H1 净资产收益率变化及分析

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	20 年上半年
净资产收益率（%）	14.7	25.8	28.0	34.0	57.8	20.1
销售净利率（%）	15.8	37.7	34.5	36.2	53.4	59.5
资产周转率	0.8	0.58	0.63	0.75	0.93	0.30
权益乘数	1.16	1.17	1.21	1.19	1.14	1.10

资料来源：万得，信达证券研发中心

差异化布局注射类透明质酸钠产品，直营为主，规模效应正当时

1）差异化布局注射类产品，新品迭代推动销售快速增长

➢ **嗨体：国内唯一一款针对颈纹修复的注射透明质酸钠产品，处于高速增长期**

嗨体是目前市场上唯一一款获得医疗器械 3 认证的针对颈纹修复的透明质酸钠注射材料，于 2016 年 12 月获得批文并上市流通。该产品主要原材料为注射用透明质酸钠、维生素、氨基酸、L-肌肽，经 pH 值和渗透压调整、混合、过滤除菌、无菌罐装封装成品，可有效修复颈纹。目前，嗨体无直接竞品。

表 5：嗨体产品的基本信息情况

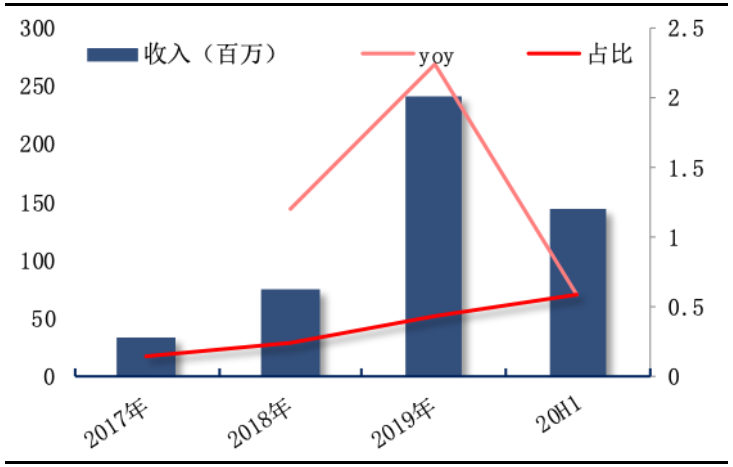
品牌	上市时间	获得批文时间	成分	规格	维持时间	上海地区报价
嗨体	2016 年 12 月	2016 年 12 月	透明质酸/氨基酸/肌肽/维生素	1.0/1.5/2.5ml	6-12 个月；3 次一疗程/每次间隔 1 个月	880-1998 元/1.5ml

资料来源：新氧数据，信达证券研发中心（终端报价为上海地区机构线上新氧 app 价格）

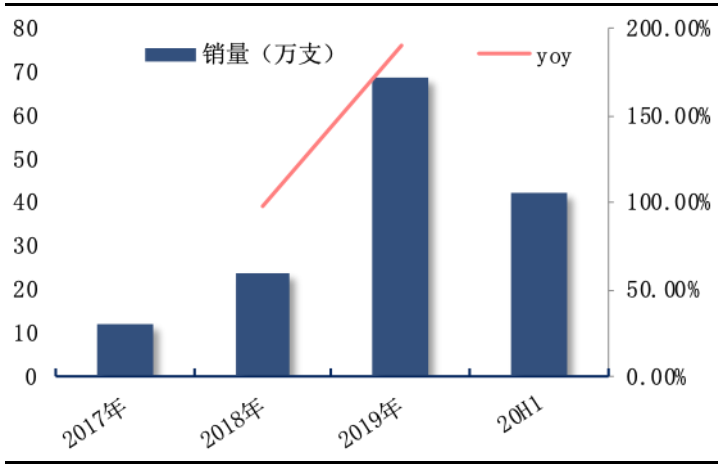
销量高速增长，出厂价稳定提升，正处于成长期。2019 年嗨体销售收入 2.4 亿元，同增 224%，占比公司收入的 44%，为收入贡献第一大产品。其中，销量方面，2019 年产品销量为 69 万支，同增 190%，仍处于快速放量期；价格体系方面，2019 年成本价为 24.7 元/支，自推出以来复合增速为-8%，表现较强的规模效应；2019 年嗨体单位出厂价为 352.6 元，自推出以来复合增速为 11%，展现良好的终端需求。

图 8：嗨体销售收入及占比变化

图 9：嗨体销量及变化情况

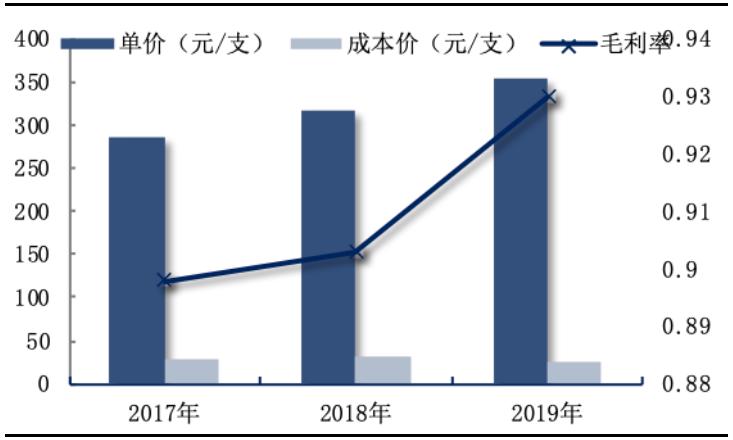


资料来源：公司公告，信达证券研发中心



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 10：嗨体产品出厂价、成本价及毛利率变化



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

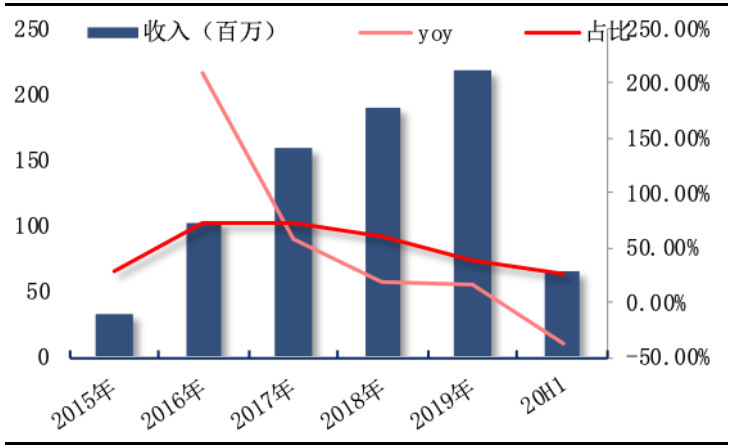
- **爱芙莱系：国内首款含盐酸利多卡因注射透明质酸钠产品，步入平稳增长期**

爱芙莱是公司 2015 年 4 月获得三类医疗器械认证的全国首款含盐酸利多卡因的透明质酸钠注射材料，该产品以 BDDE 为交

联剂，采用固液渐变互穿交联技术形成注射用修饰透明质酸钠凝胶，注射于中皮中层至深层，适用于面部填充及浅层细纹修复等。2019 年公司推出爱美飞，产品规格为 0.75ml，为大分子含盐酸利多卡因注射透明质酸钠材料，丰富产品线。

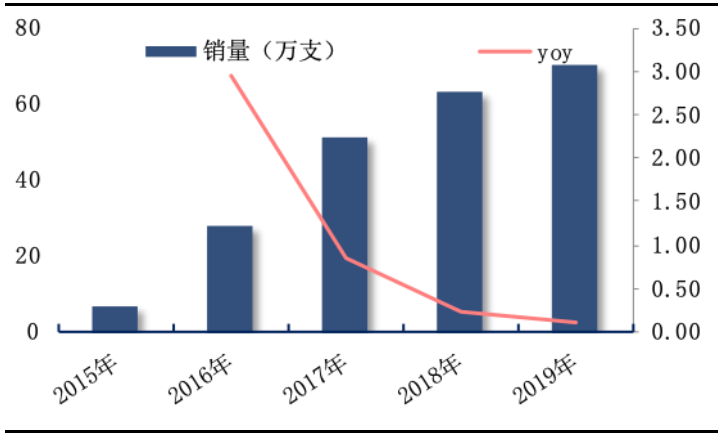
爱芙莱步入平稳增长期，出厂价维持稳定。2019 年爱芙莱销售收入 2.2 亿元，同增 15%，占比公司收入的 39%，为公司第二大产品类型。销量方面，2019 年产品销量为 70.5 万支，同增 11%，伴随产品生命周期成熟，增速放缓；价格体系方面，2019 年爱芙莱单位成本价为 30.4 元/支，自推出以来年均复合增速为-17%，表现较强的规模效应；2019 年爱芙莱单位出厂价为 310.8 元，自推出以来年均复合增速为-4.1%，在激烈的市场竞争中保持出厂价相对稳定，表现出较强的竞争力。

图 11：爱芙莱销售收入及占比变化



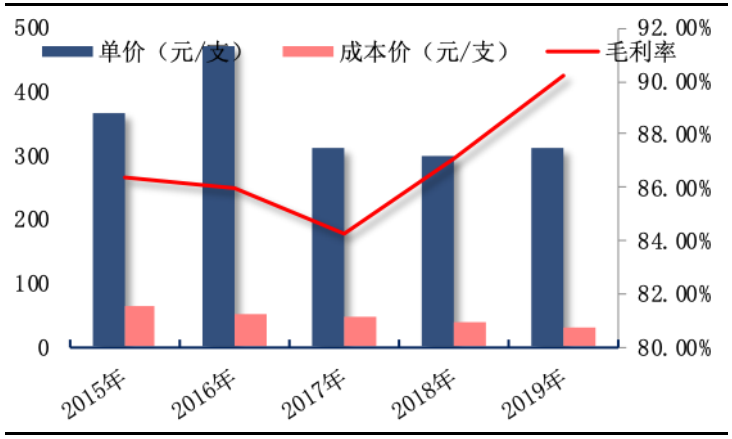
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 12：爱芙莱销量及变化情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 13：爱芙莱成本价、出厂价及毛利率



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

爱芙莱是同类竞品中最具性价比的产品，助力品牌快速成长。目前国内获得认证的含盐酸利多卡因的透明质酸钠注射材料厂家共 4 家，分别为中国的爱美客、韩国的 LG、中国的华熙生物以及韩国的 Humedix，竞争相对平和。相比于其他厂家产品，爱美客旗下的爱芙莱、爱美飞定价更有优势。根据新氧上海地区线上报价，爱芙莱 1ml 规格与爱美飞 0.75ml 规格产品终端价格区间分别为 498-1680 元、399-680 元，相比于伊婉、艾丽薇、润致 2000 元左右的最低报价，爱芙莱更具性价比，可获得价格敏感用户青睐，助力品牌在激烈竞争环境中快速成长。

表 6：市场上含盐酸利多卡因的透明质酸钠注射材料比较

厂商	国家	品牌	上市时间	批文时间	参数	终端价格
爱美客	中国	爱芙莱	2015 年	2015 年 4 月	中分子/单相/维持约 6 个月	498-1680 元/1ml
		爱芙莱 0.5ml	2015 年	2015 年 4 月	中分子/单相/维持约 6 个月	198-1880 元/0.5ml
		爱美飞 0.75ml	2019 年	2015 年	大分子/维持 8-10 个月	399-680 元/0.75ml
LG	韩国	伊婉致柔	2016 年	2016 年 3 月	中分子/双相/维持 6-9 个月	1980-2980 元/1ml
Humedix	韩国	艾莉薇风尚款	20 年 3 月	2019 年 11 月	中分子/单相/维持 6-12 个月	2580-3880 元/1ml
华熙	中国	润致	2018 年	2016 年 5 月	大分子/双相/维持 8-12 个月	1680-3960 元/1ml

资料来源：新氧数据，信达证券研发中心（终端报价为上海地区机构线上新氧 app 价格）

➢ **宝尼达：首款国产含微球长效填充产品，销售占比较为稳定**

宝尼达是首款国产含 PVA 微球的针对褶皱皮肤修复的维素凝胶注射材料，于 2012 年 10 年获得医疗器械三类注册证。该产品由 80%的注射透明质酸钠与 20%的聚乙烯醇微球经 PH 值和渗透压调整、混合、过滤除菌、无菌罐装封装成品。微球注入人体后可刺激胶原蛋白等再生，从而达到长效抗衰作用，维持时间为 5-10 年。目前宝尼达类似竞品为爱贝芙，该产品 2012 年获得国内医疗器械 3 认证，主要成分为 80%胶原蛋白与 20%聚甲基异丁烯酸甲酯微球，维持时间可达 5-10 年。根据新氧上海地区线上价格，宝尼达价格区间为 6666-9800 元/0.5ml，爱贝芙报价区间为 11800-17300 元/0.5ml，宝尼达具有价格优势。

表 7：宝尼达产品及竞品基本情况

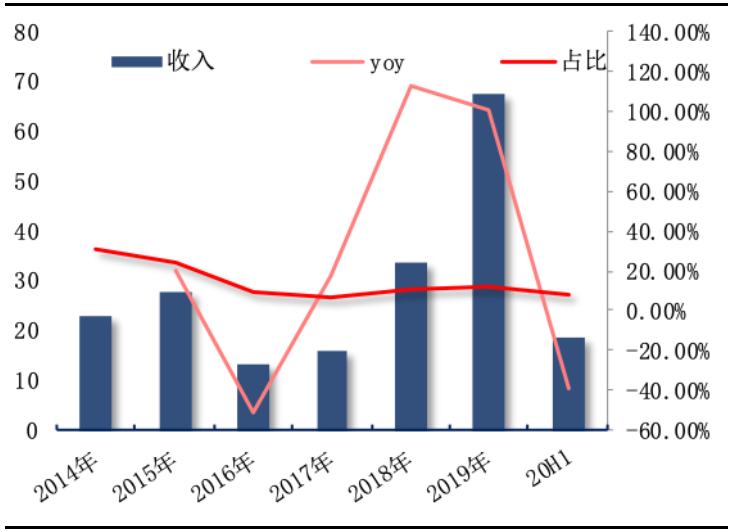
品牌	厂商	上市时间	批文时间	成分	规格	维持时间	上海地区报价
宝尼达	爱美客	2012 年	2016 年 9 月续批	80%玻尿酸+20%微球（聚乙烯醇微球）；10mg/ml 玻尿酸+5mg/ml 微球	1.0ml/1.5ml/2.0ml	5-10 年	6666-9800 元/0.5ml
爱贝芙	汉福生物	2012 年	2016 年 9 月续批	80%胶原蛋白+20%pmma（聚甲基异丁烯酸甲酯）微球	0.5ml	5-10 年	11800-17300 元/0.5ml

资料来源：新氧数据，信达证券研发中心（终端报价为上海地区机构线上新氧 app 价格）

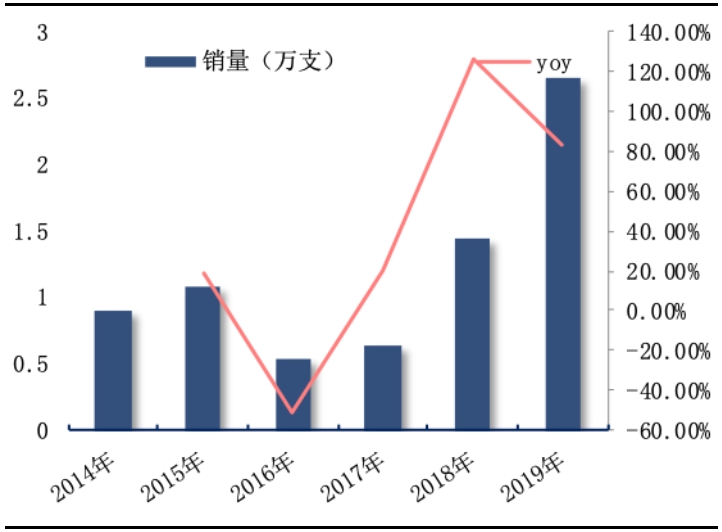
2017 年以来宝尼达销量回暖，价格稳定。2019 年宝尼达销售收入 0.68 亿元，同增 101%，占比公司收入的 12%，宝尼达产品在近两年获得飞速发展。销量方面，2019 年产品销量为 2.7 万支，同增 83%；价格体系方面，2019 年宝尼达单位成本价为 32.3 元/支，自推出以来复合增速为-17%，表现较强的规模效应；2019 年宝尼达单位出厂价为 2547 元，自推出以来复合增速为 0.3%，拉长周期看宝尼达出厂价保持稳定。2016-2017 年是宝尼达销售低谷期，主要系：1）2016 年爱芙莱、嗨体等产品市场培育初期，公司对宝尼达广告与学术推广力度较小；2）产品价格与海外竞品基本相同，维持较高水平，影响销售。2018 年以来，伴随嗨体、爱芙莱市场培育成熟，宝尼达获得新增长。

图 14：宝尼达销售收入及占比变化（单位：百万）

图 15：宝尼达销量及变化情况

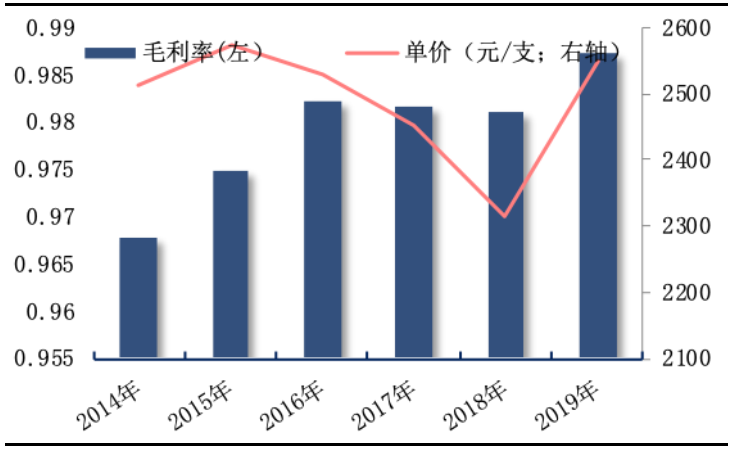


资料来源：公司公告，信达证券研发中心



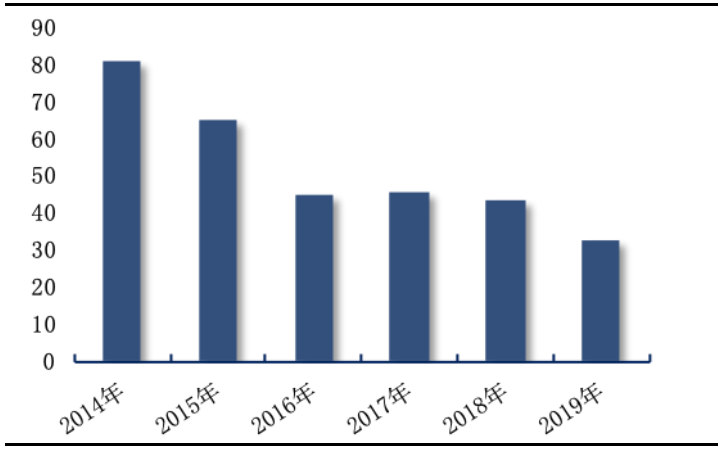
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 16：宝尼达毛利率及出厂价变化



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 17：宝尼达历年成本价变化情况（元/支）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

➢ **逸美系产品：最早产品线，升级迭代正当时**

逸美一加一是公司 2016 年 12 月获得医疗器械 3 注册认证的高端注射透明质酸钠产品，该产品由透明质酸钠与 BDDE 经固液渐变互穿交联技术成交联透明质酸钠，与羟丙基甲基纤维素、缓冲溶液经渗透压调整、混合、过滤除菌、无菌罐装封装成品。相比于公司推出的第一款产品逸美，增加交联技术，是升级产品。

2019 年逸美一加一销售收入 0.21 亿元，同增 36%，占比公司收入的 3.7%。销量方面，2019 年产品销量为 1.7 万支，同增 41%；价格体系方面，2019 年逸美一加一单位成本价为 44.3 元/支，自推出以来复合增速为-5.4%，目前成本价在高，单位出厂价为 1221 元，自推出以来复合增速为-2%。

➢ **紧恋产品：国内首款埋植类面部埋线国产产品**

紧恋是国内首款面部埋线产品，主要材料为聚对二氧环已酮，于 2019 年 5 月获得医疗器械 3 认证，主要用于面部提升，除皱纹。目前市场上类似竞品有东南恒生线和舜科的快翎线，采用微创手术埋植，可维持 1-2 年。该产品前期处于机构培育阶段，今年下半年开始投入市场，有望获得一定市场份额。

表 8：市场获得医疗器械 3 认证的产品情况

名称	厂家	国家	材料	上市时间	CFDA 时间	价格	材料参数	操作方式
恒生线	东南恒生	中国	PPDO	2011 年 12 月	2015 年续批	3500~10000/元/次	锯齿线，平滑线，螺旋线	微创/1-2 年持续期
快翎线	舜科公司	美国	PDDO	2011 年	2011 年	10000~30000/元/次	带倒钩线材	微创/1-2 年持续期
鱼骨线	强生	美国	PDDD/PDO	2012 年	2024 年 10 月	30000~60000/元/次	单向倒刺	埋植/1-1.5 年
紧恋	爱美客	中国	PPDO	2019 年	2019 年 5 月	无报价	无描述	埋植/6-10 个月

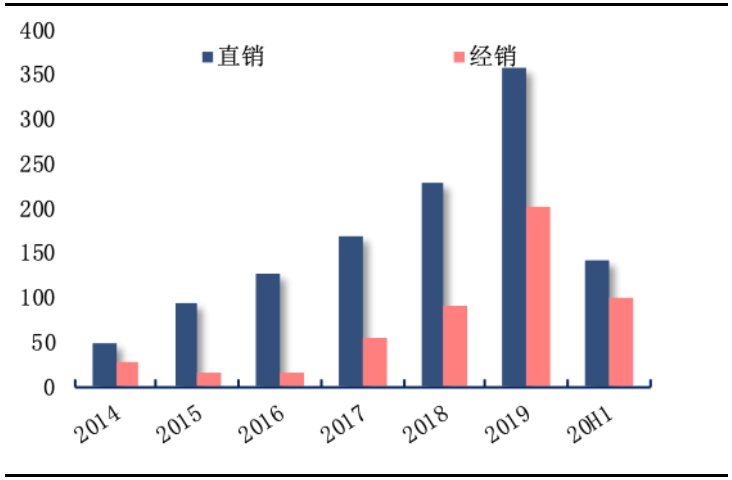
资料来源：公司公告，新氧数据，信达证券研发中心（价格采用新氧 APP 全国范围内线上报价）

2）直营销售为主，经销商发展较为克制，客户获得平稳发展

公司产品以直营销售为主，宝尼达、逸美一加一等高端产品直营占比更高。公司销售渠道主要分为两大类：1）买断给经销商分销至下游机构客户；2）通过销售人员直供给以民营美容医院为主的医疗机构。公司以直营销售为主，便于医疗机构产品培训及管控，减少产品使用不当等行为。截止 2019 年，公司直营销售收入为 3.6 亿元，占比 64%，受嗨体产品快速增长影响，

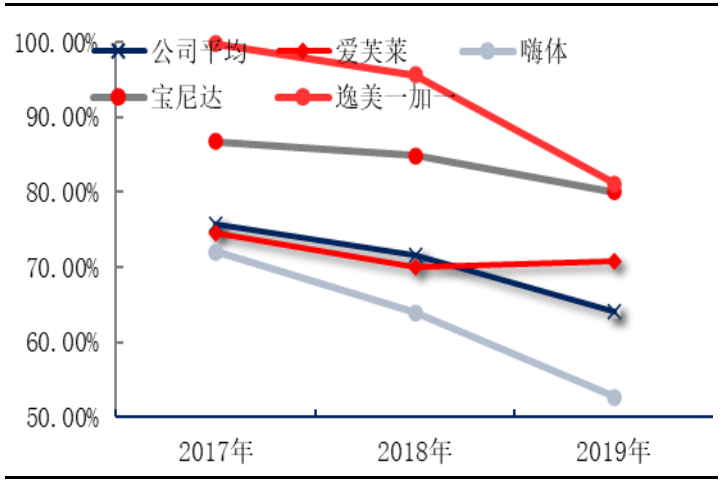
直营占比有所降低。从重点产品销售渠道结构看，嗨体直营占比最低，19 年为 53%，宝尼达和逸美一加一等高端产品直营占比较高，19 年均为 81%左右。不同产品渠道差异一方面与产品终端景气度有关，另一方面与公司基于产品特征的渠道策略有关。

图 18：公司不同渠道收入情况及变化（百万）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 19：公司不同产品直销销售收入占比情况

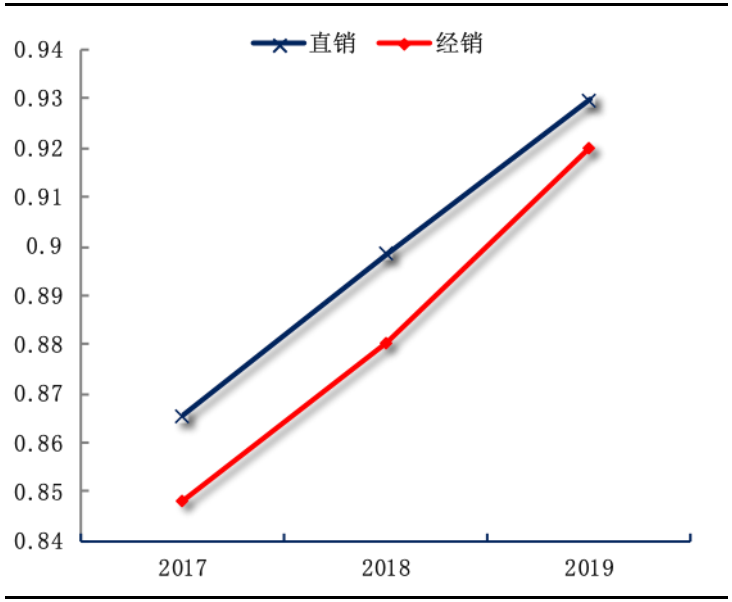


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

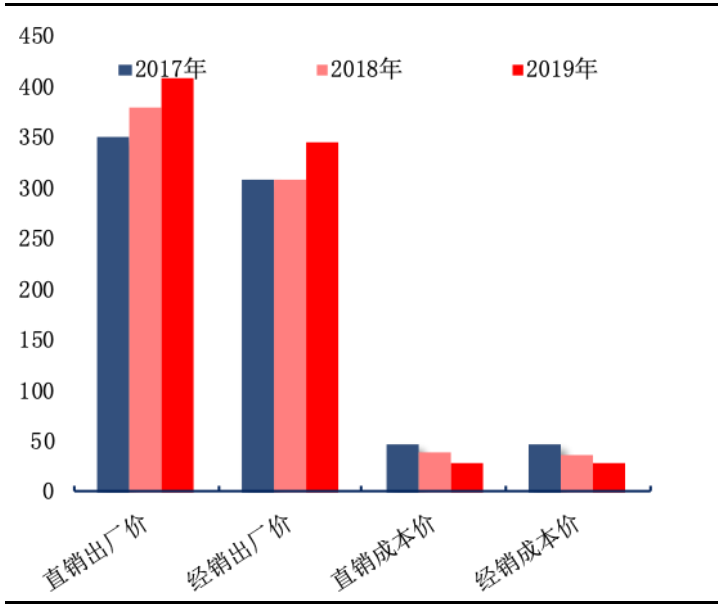
公司对代理商议价能力高。公司直销与经销毛利率差异较小，且账期控制严格；近三年公司直销渠道与经销渠道毛利率差距缩小至 0.97pct，差价缩短至 35 元/支，一方面与直销经销渠道产品结构差异有关，另一方面表现出公司对代理商较强的议价能力。

图 20：公司不同渠道毛利率情况

图 21：公司不同渠道成本价、出厂价比较



资料来源：公司公告，信达证券研发中心



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司客户发展稳定，提货额平稳增长。从客户数量上看，截止 2019 年，公司直销客户数量为 1381 家，2017-2019 年复合增速超过 30%，经销商数量为 122 个，2017-2019 年复合增速约 10%，相比于经销商的引入，公司更重视直营客户的发展。从客户提货额看，截止 2019 年，公司直营客户平均年提货额为 26 万，同增 24%，经销商客户平年提货额为 164 万，同增 102%，客户提货额增长良好。

表 9：公司直营与经销客户数量及提货额变化

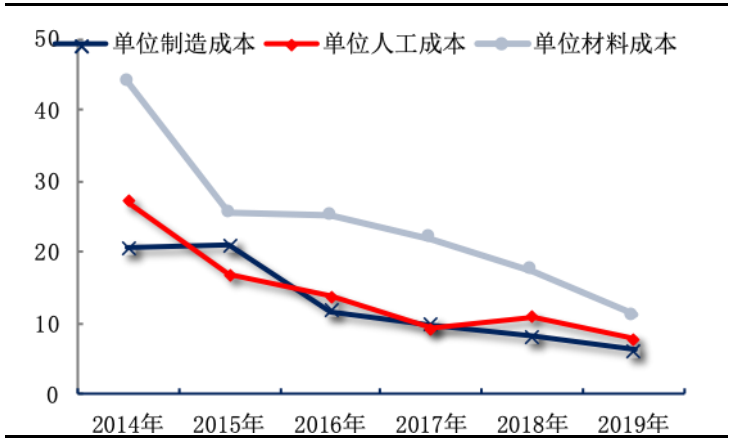
	2017 年	2018 年	2019 年
直销客户数量（个）	806	1073	1381
Yoy		33%	29%
直销客户平均提货额（万/家）	21	21	26
经销商数量（个）	101	112	122
Yoy		11%	9%
经销商平均提货额（万/个）	53	81	164

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3）产品线成熟过程中成本费用端规模效应显著，释放利润弹性

规模效应及原材料采购价格下降带动单位成本不断下降。 公司 2014-2019 年产品综合单位成本不断下降，主要在于：1）各产品线达到一定销售体量后制造费用及人工费用享受规模效应；2）近三年一次性使用无菌注射针以及预罐注射器等原材料采购成本下降，三年内降幅分别为 77%/55%，伴随公司采购体量增加，对供应商议价能力增强，采购价下降。截至 2019 年，公司产品单位成本为 25.3 元/支，2014-2019 年复合增速为-22.7%，成本端规模效应显著。

图 22：公司单位成本分拆变化（元/支）

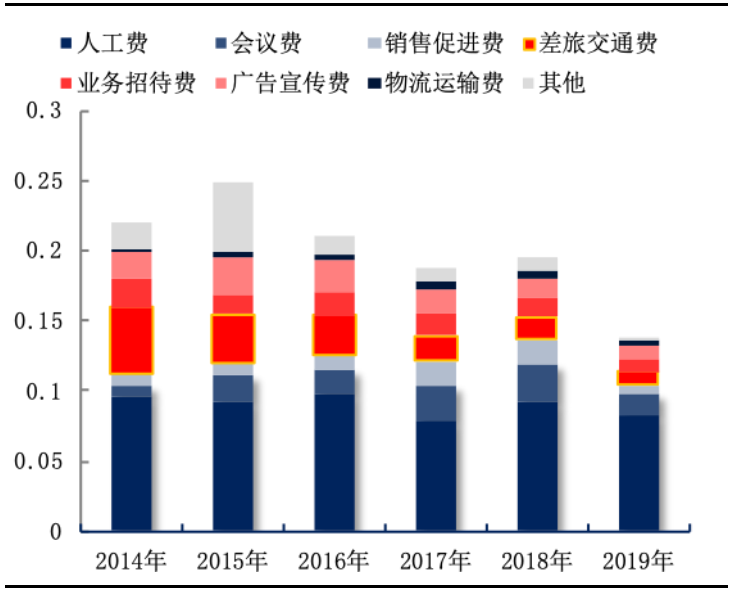


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

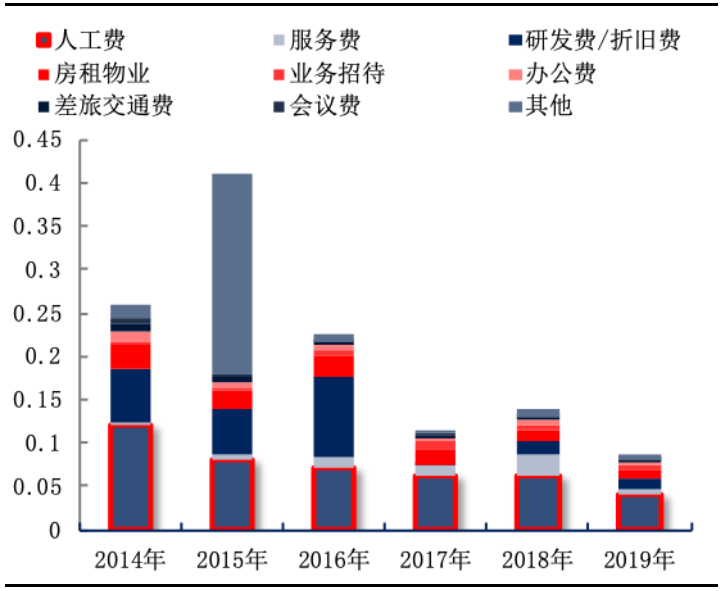
伴随产品成熟，市场投入费率下降，费用端规模效应明显。根据公司销售管理费率结构，伴随产品投入市场并快速放量，差旅及销售促进费大幅下降；同时管理人员费用及相关办公费用占收入比重伴随销售体量增大逐年降低。总体上，新产品投入市场前期影响带来一定费用，伴随产品快速放量，费用端规模效应显著。

图 23：公司销售费用明细项目占比收入及变化

图 24：公司管理费用明细项目占比收入及变化



资料来源：公司公告，信达证券研发中心



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

行业分析

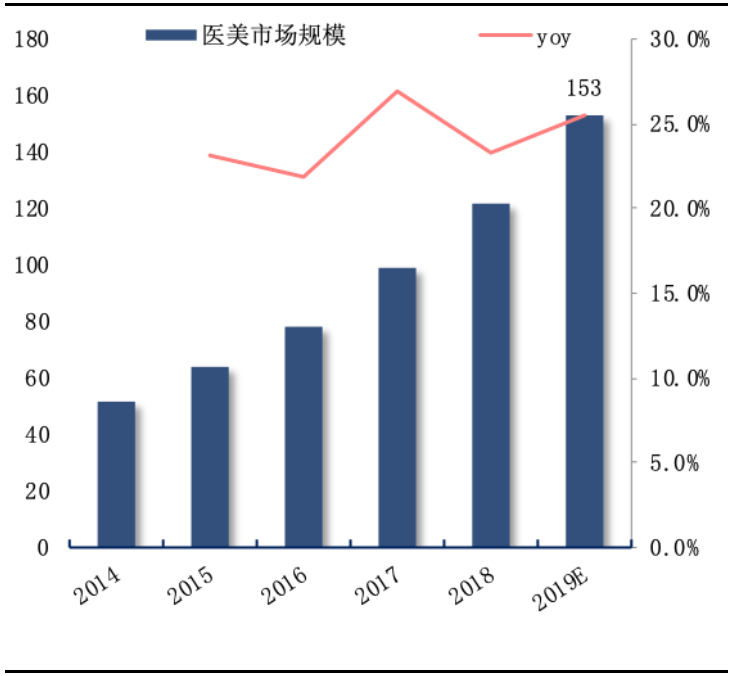
医疗美容行业正处朝阳期，新消费人群带动行业高成长空间

1）疗程量快速增长推动医美行业 24%复合增长，注射类项目占比超过 20%

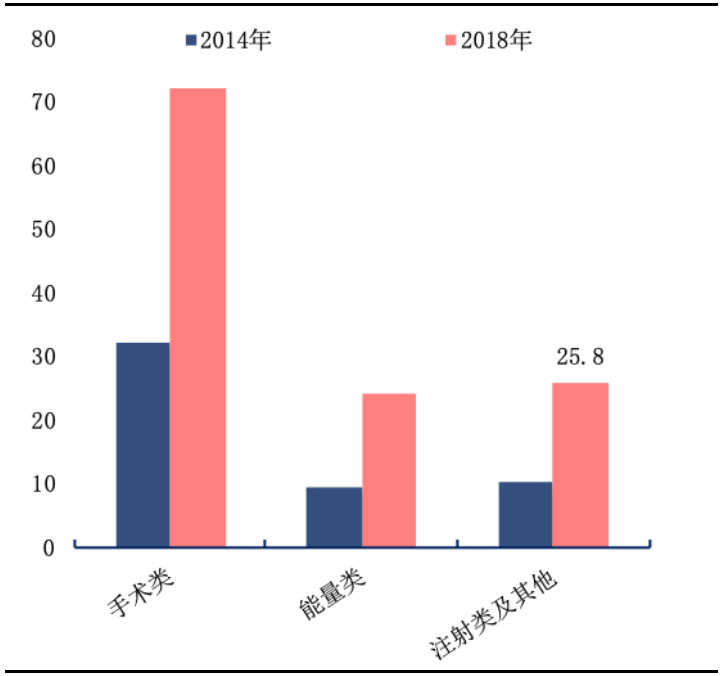
中国医疗美容行业保持 24%复合增速，2019 年规模超 1500 亿，注射类项目高于行业增速。医疗美容指通过手术及非手术手段改变自身形象，包括面部、胸部、身体及四肢类手术项目，玻尿酸肉毒素等注射类非手术项目，以及激光等能量类非手术项目。根据 Frost&Sullivan 预测，2019 年中国医疗美容行业市场规模为 1530 亿元，2014-2019 年复合增速为 24%；其中手术类项目占比较高，2018 年市场规模 720 亿元，占比 59%，2014-2018 年复合增速为 23%；非手术类增速更高，注射类 2018 年市场规模为 258 亿元，占比 21%，2014-2018 年为复合增速 26%，而能量类 2018 年市场规模为 242 亿元，占比 19%，2014-2018 年复合增速为 26%。

图 25：中国医疗美容行业市场规模及增速（十亿元）

图 26：中国医疗美容行业结构情况（十亿元）



资料来源：Frost&Sullivan，信达证券研发中心



资料来源： Frost&Sullivan，信达证券研发中心

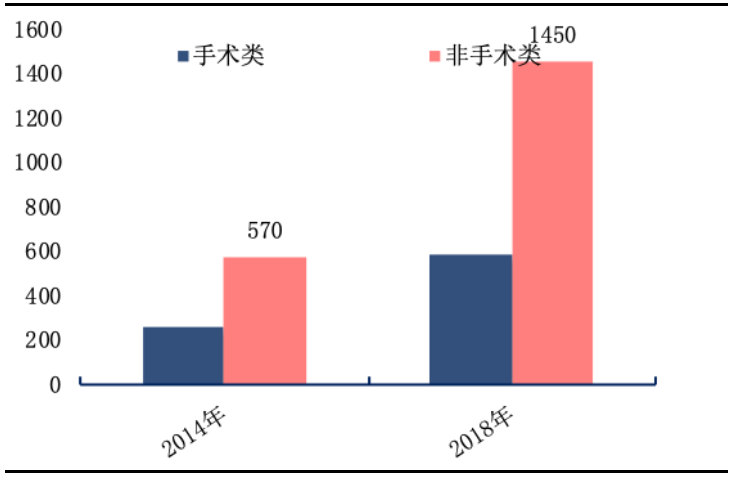
表 10：医疗美容行业明细项目分布情况

类目	部位	疗程占比	明细项目（占比明细类目，增速）	用户诉求
手术类	头面部	20.55%	面部填充（占 30%，+4%）、隆鼻（占 22%，+32%）、眼睑手术（占 18%，+69%）、面部提升（占比 7%，+30%）、下巴（占比 7%，+1%）唇部/眉毛/吸脂等	整形、抗衰老
	胸部	0.68%	隆胸（占比 95%）、乳房提升等	整形
	身体与四肢	11.44%	吸脂（占比 88%）、私密（占比 8%）、臀部/腹部等	整形、瘦身
注射类	注射	57.04%	玻尿酸（占 66.6%，+53%）、肉毒素（占 32.7%，+91%）其他（占 0.7%，+60%）	抗衰老、瘦身
能量类	面部年轻化	4.99%	光子嫩肤、皮秒激光、激光祛斑/眼袋/黑眼圈、热拉提、点阵激光、微针美塑、热玛吉、射频紧肤等	抗衰老、美白祛斑、瘦身
	其他	5.30%	激光脱毛等	脱毛等

资料来源：新氧大数据，信达证券研发中心

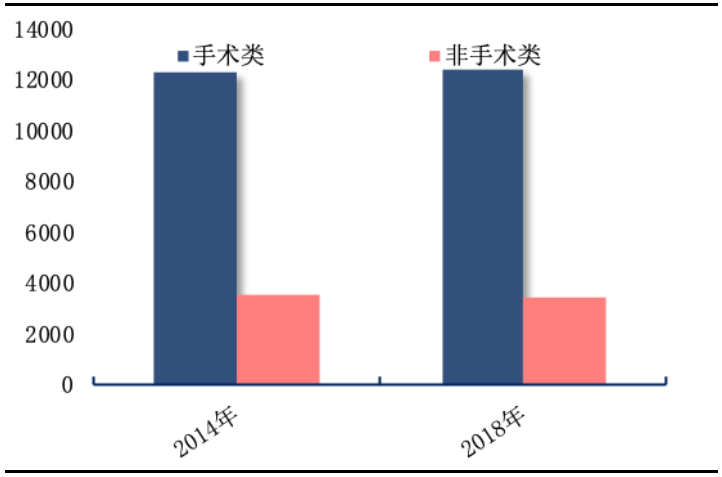
疗程数量提升是过去几年行业增长的重要驱动力。根据 Frost&Sullivan 统计，2018 年我国医疗美容行业疗程数量为 2020 万次，同增 26%，2014-2018 年复合增速为 25%；平均疗程单价为 6040 元，2014-2018 年复合增速为-1%；根据卫生局统计，2017 年中国美容医院及整形外科医院就诊人数为 534 万人次，2012-2017 年复合增速为 29.54%；受制于统计口径及范畴差异，尽管数据存在差异，均体现出疗程数量增长是推动行业过去几年增长的重要因素。分结构看，2018 年我国手术类项目疗程数量为 580 万次，2014-2018 年复合增速为 23%，平均疗程单价为 12414 元，，2014-2018 年复合增速为 0.2%；2018 年我国非手术项目疗程数量为 1450 万次，2014-2018 年复合增速为 26%，平均疗程单价为 3448 元，2014-2018 年复合增速为-0.4%。

图 27：中国医疗美容行业疗程量变化（万次）



资料来源：Frost&Sullivan，信达证券研发中心

图 28：中国医疗美容行业客单价变化（元/次）

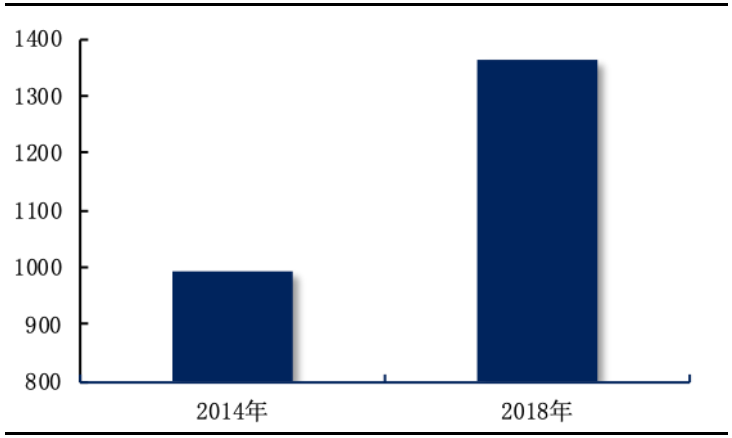


资料来源： Frost&Sullivan，信达证券研发中心

2）对标海外市场中国医美渗透率仍在低位，存在翻倍以上提升空间

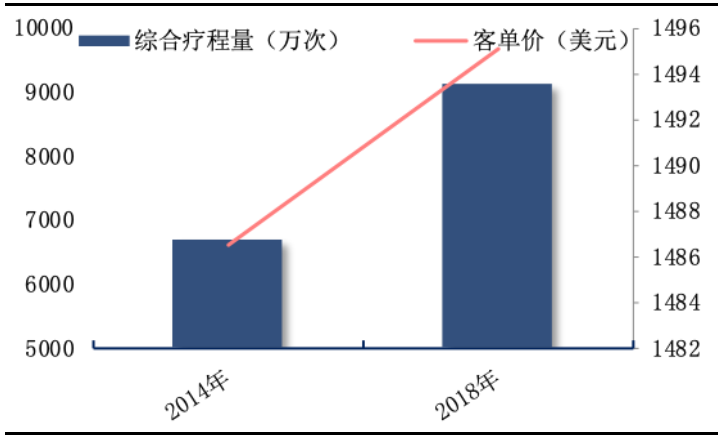
全球医美市场规模近万亿，步入平稳增长阶段。根据 Frost&Sullivan 统计，全球医疗美容行业 2018 年市场规模为 1362 亿美元，CACR(4)为 8%，其中疗程量为 9110 万次，，2014-2018 年复合增速为 6.7%，单位疗程均价为 1495 美元，2014-2018 年复合增速为 0.1%。

图 29：全球医疗美容服务市场规模变化（亿美元）



资料来源：Frost&Sullivan，信达证券研发中心

图 30：全球医疗美容市场疗程量及客单价情况

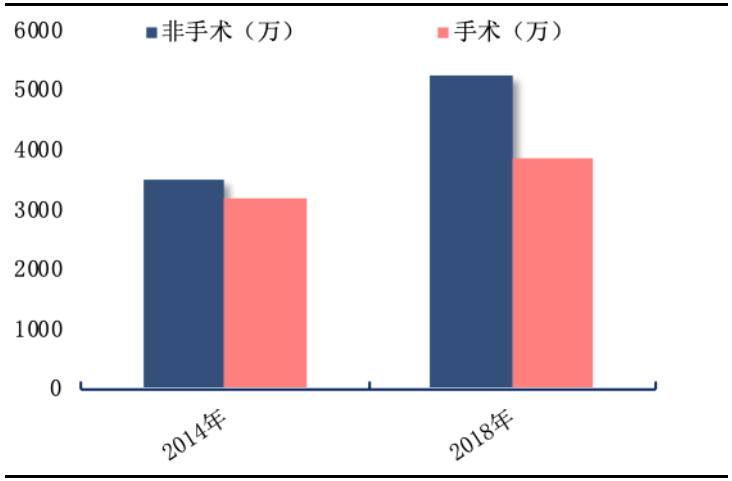


资料来源：Frost&Sullivan，信达证券研发中心

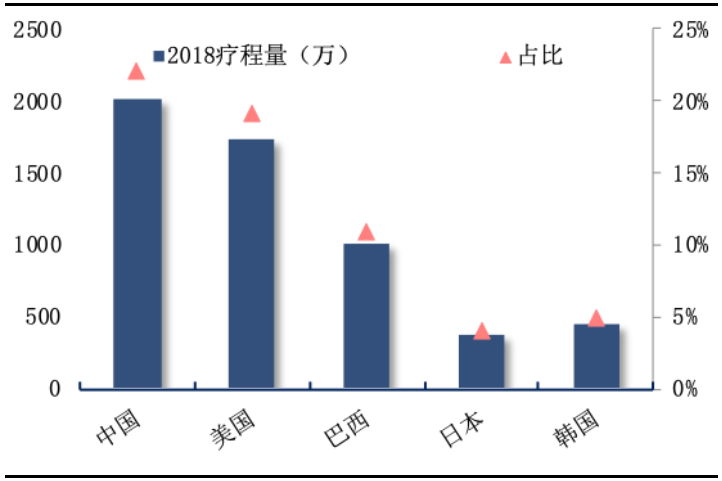
各地区医美项目偏好存在差异，注射类项目疗程占比最高。从医疗美容类型来看，根据 Frost&Sullivan 统计，2018 年全球手术类疗程量为 3580 万次，占比 42%，2014-2018 年复合增速为 5%，低于全项目疗程量增长；2018 年非手术类疗程量为 5250 万次，占比 58%，2014-2018 年复合增速为 11%，高于全项目疗程量增长；从全球市场看，非手术类项目占比及增速更占优。根据新氧大数据及 ISPAS，中国青睐注射类项目，占比 57%，日本市场偏爱非手术类项目，注射及能量类占比均超过 40%，美国市场手术类项目占比较高为 36%。不同文化影响下各市场对美追求存在差异，项目青睐度出现分化，总体上注射类项目为代表市场占比最高子类目。

图 31：全球医疗美容行业手术及非手术类疗程量分布（万次）

图 32：全球不同国家医美项目结构分布情况



资料来源：Frost&Sullivan，信达证券研发中心

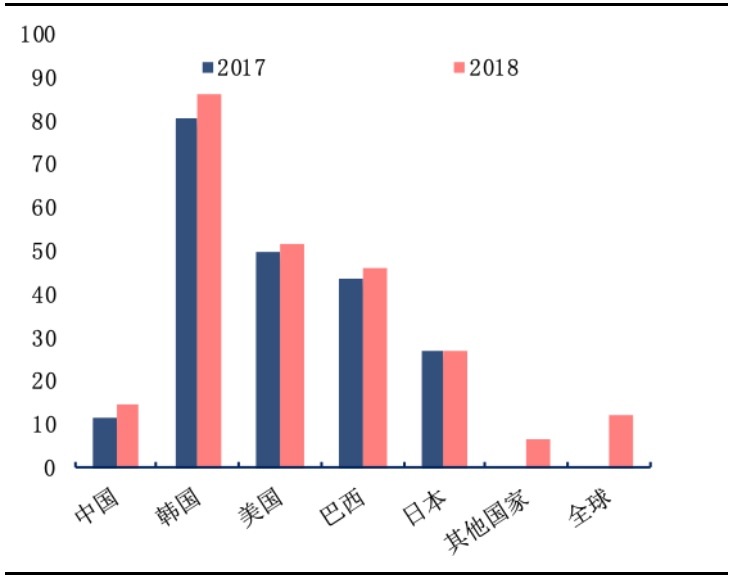


资料来源： Frost&Sullivan，信达证券研发中心

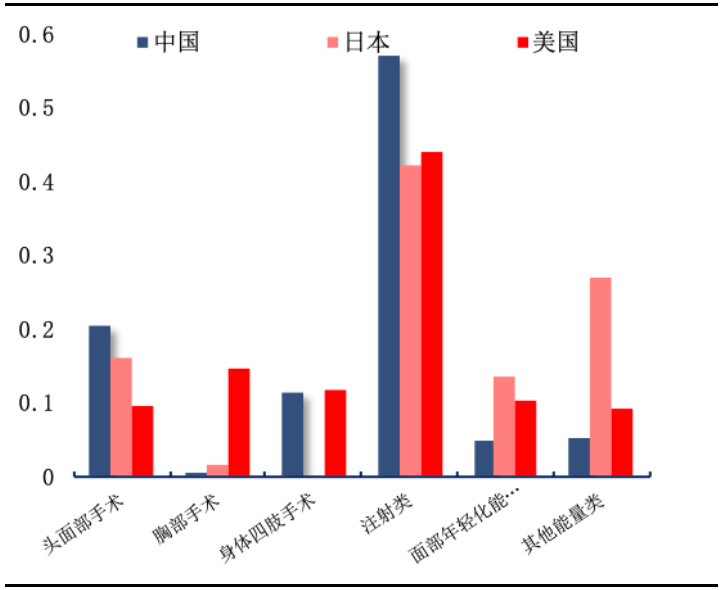
中国医美渗透率较海外成熟市场仍在低位，疗程量增速领跑海外发达市场。2018 年中国疗程量在全球占比 22%超越美国成为医疗美容消费量最强市场，2018 年疗程量以 20%以上增长高于其他市场，成为全球医美消费潜力地区；但目前中国医疗美容千人渗透率基本与全球水平相当，较发达市场存在翻倍以上渗透空间。根据 Frost&Sullivan 统计，2018 年全球医疗美容渗透率为 1.2%(此渗透率近似为疗程量/人口基数)，韩国、美国、巴西、日本四大医美市场较发达的国家渗透率分别为 8.6%、5.2%、4.6%、2.7%，渗透率同比提升 0.06 pct、0.02 pct、0.03pct、0.00pct。2018 年中国市场渗透率仅 1.5%，相较于成熟市场仍处于低位，存在翻倍以上提升空间。

图 33：全球不同国家医疗美容千人渗透率比较

图 34：全球不同国家医疗美容疗程量占比及增速情况



资料来源：Frost&Sullivan，信达证券研发中心

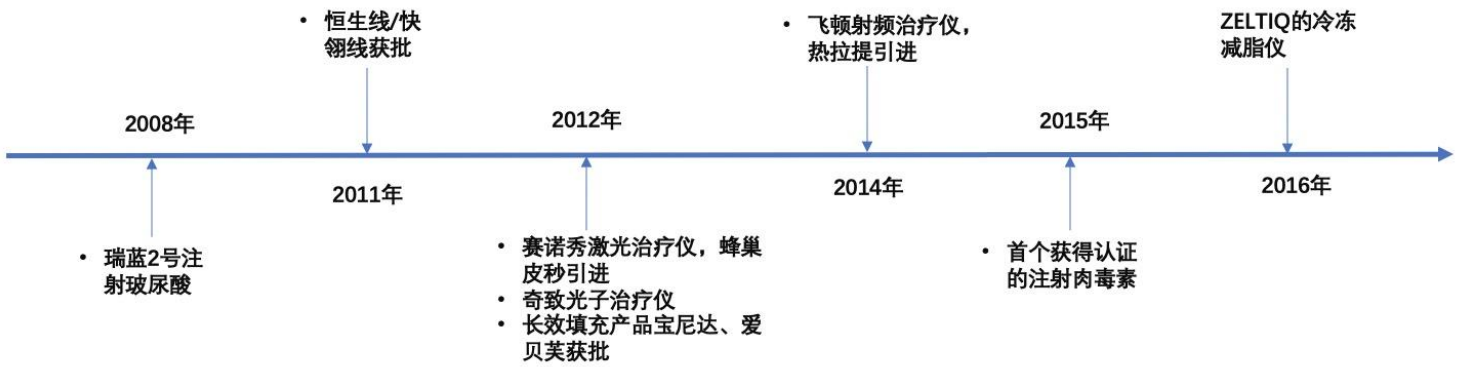


资料来源： 新氧大数据，ISPAS，信达证券研发中心

3）医疗技术升级带来项目选择多样化+新生消费人群观念变化驱动行业增长

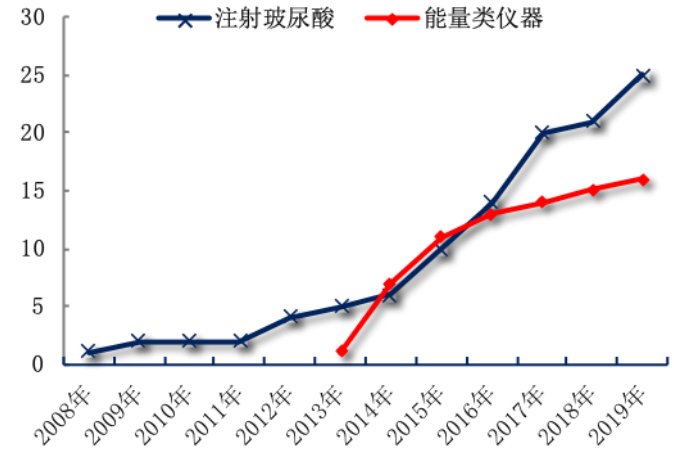
技术升级带来项目选择多样化，激发用户需求驱动行业增长。根据新氧分类，目前市场上可供选择的医疗美容项目分 18 个分类，598 种项目，包括眼部整形、面部轮廓、鼻部整形、美体塑形等，可供用户选择的项目不断丰富化。以注射类产品、手术类假体、能量类仪器在国内获得批文的数量变化为例，近十余年国内市场获得医疗器械三认证的产品数量显著增加。同时，医疗美容项目越来越偏轻医美，减少用户担忧，提升选择概率。

图 35：2008 年以来医疗美容项目相关医疗器械/生物制药获得认证时间



资料来源：药监局网站，信达证券研发中心（根据线上项目统计，存在遗漏）

图 36：新氧线上类型项目对应医疗器械三认证数量变化

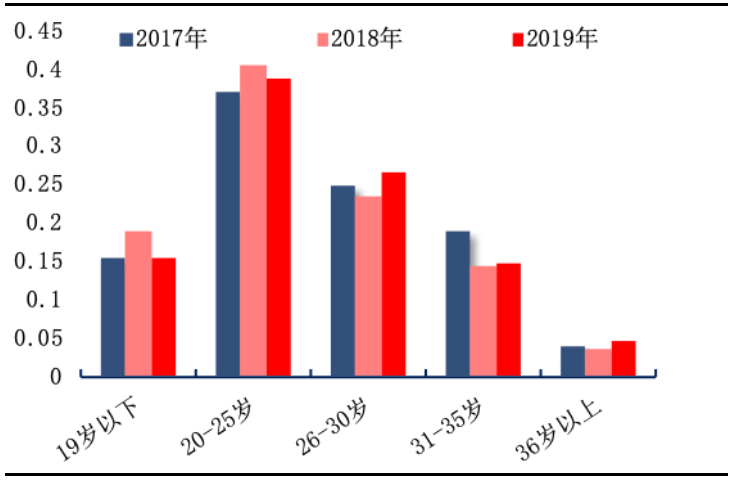


资料来源：新氧数据，药监局网站，信达证券研发中心（根据线上项目统计，存在遗漏）

90 后消费者相信医学美容，受互联网环境等影响观念更为开放，用户思维变化提供底层驱动力。90 后对医学美容接受程度逐

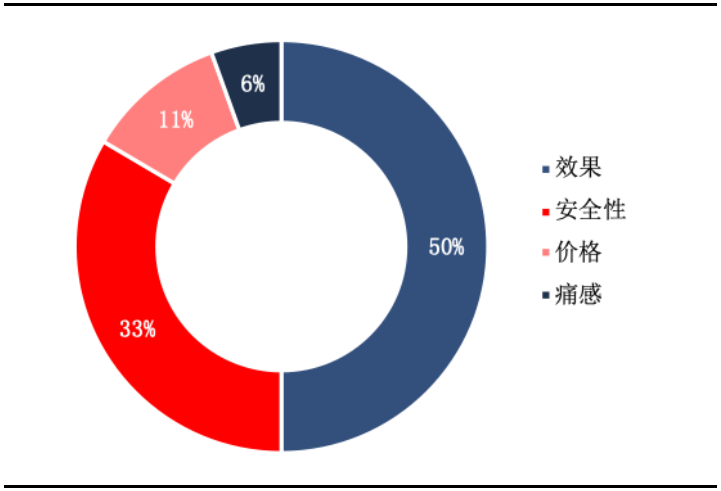
步提升，尤其在发达城市的年轻用户群体中。一方面，90 后用户在互联网时代成长，思想更新潮，更容易接受机构传播信息；另一方面，直播短视频快速发展，明星“大众化”，催化医美大众化。根据新氧线上消费人群大数据，2019 年 30 岁以下人群占比 80.7%，近三年提升 3.4pct，00 后消费人群占比 15.5%，基本稳定；同时，年轻用户消费策略重要考量因素为效果、其次为安全性，对项目态度更开放。

图 37：2017-2019 年线上医美用户年龄结构变化



资料来源：新氧大数据，信达证券研发中心

图 38：线上用户影响决策的要素

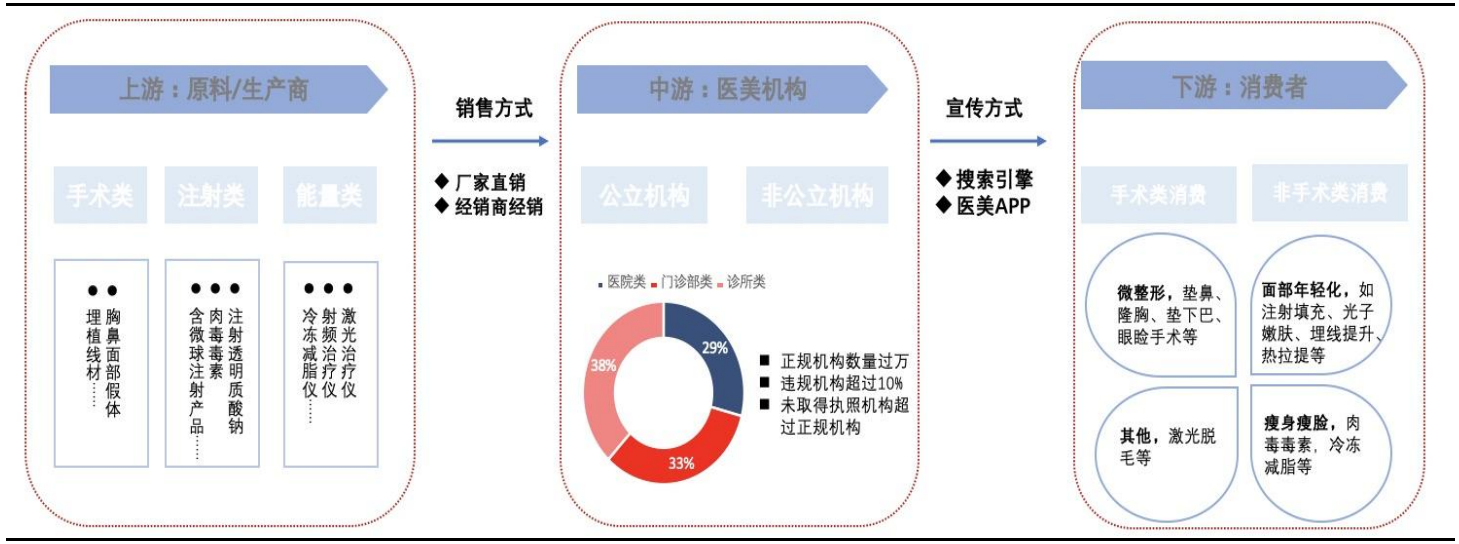


资料来源：新氧大数据，信达证券研发中心

上游厂商为产业链最为稳定的环节，整体盈利能力、竞争格局最佳

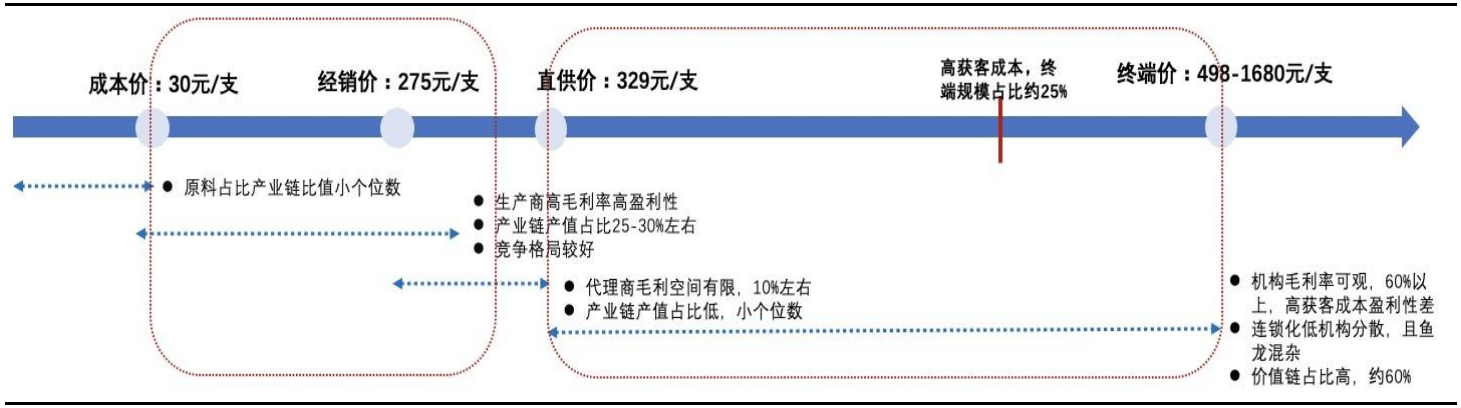
医美产业链主要参与方分为三大环节：1）上游原料供应商及耗材设备等生产厂商；2）中游医疗美容机构；3）下游终端用户。

图 39：医疗美容产业链环节分析



资料来源：新氧数据，艾瑞咨询，信达证券研发中心

图 40：以市场畅销注射透明质酸纳产品为例产业链参与者价值链分析



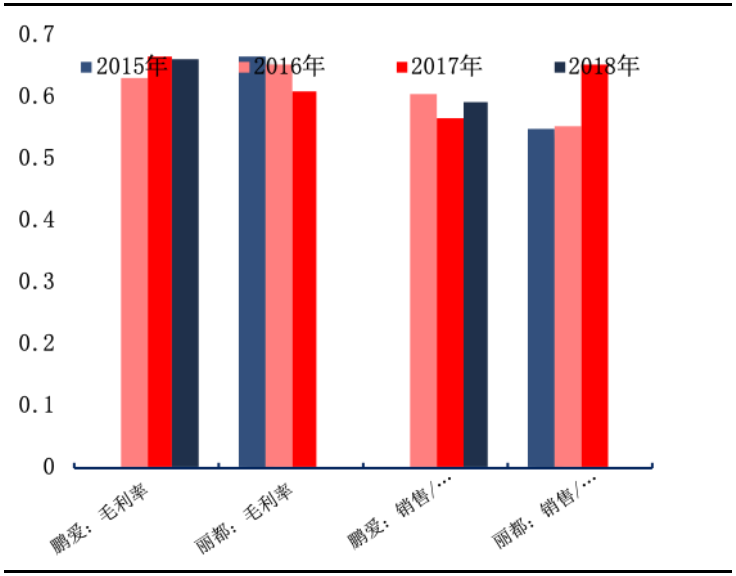
资料来源：公司公告，Frost&Sullivan，信达证券研发中心

1）生产厂商监管严格，进入壁垒最高，竞争格局最好。根据不同项目类型，医疗美容厂商生产产品类型主要为手术类项目的

器械、能量类项目的器械、注射类项目的器械及药品等。上游行业具备较高研发、资金壁垒，赢利性强，竞争格局好。以注射用玻尿酸为例，正规市场行业参与者为 17 家，三大国产厂商毛利率超过 80%，净利率超过 20%，同时行业前五大厂家份额近 80%；对于参与者更少的细分赛道，盈利性与竞争格局或更优。

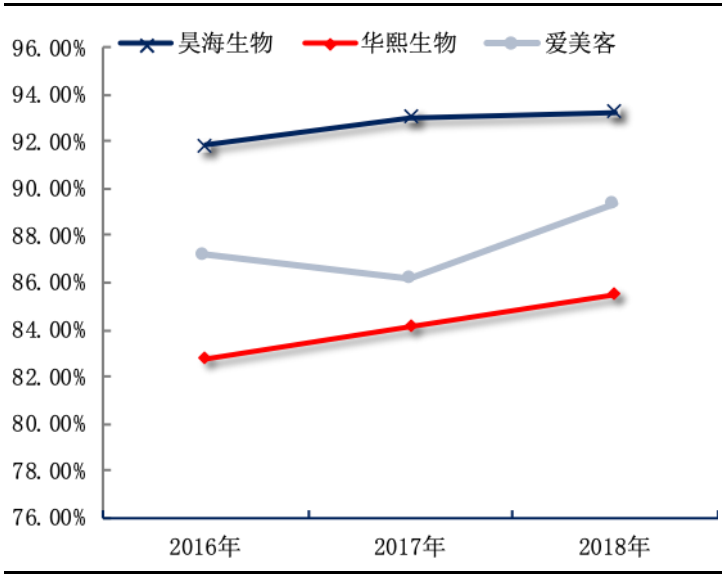
2）机构占据产业链最高产值，鱼龙混杂带来高获客成本，盈利水平差。根据艾瑞咨询，2019 年市场正规医疗美容机构数量为 1.3 万家左右，其中医院类占比 29.1%，门诊部类占比 32.9%，诊所类占比 38%。行业乱象带来较高获客成本，尽管机构拥有可观毛利率水平盈利仍较差；根据市场头部医疗美容机构，代表机构毛利率水平为 60%左右，销售及管理费用率高达 50%以上，盈利性较差。

图 41：部分医疗美容机构毛利率、销售及管理费用率对比



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 42：注射透明质酸钠品牌商毛利率情况



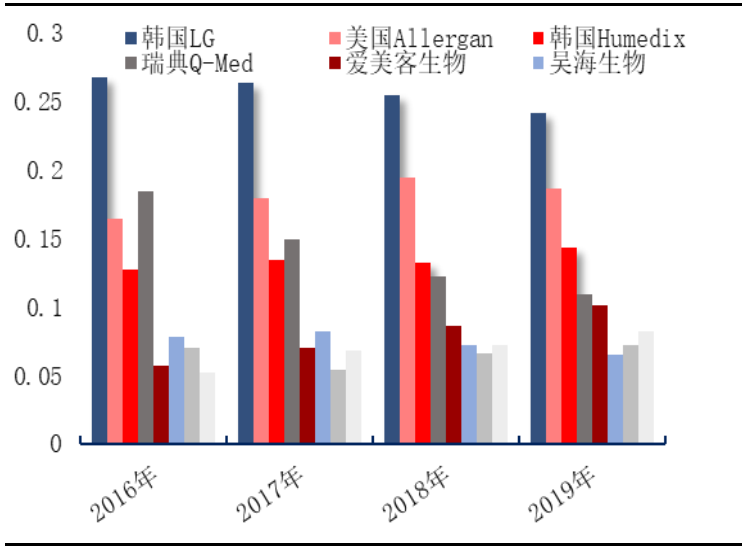
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

爱美客挤进细分市场前五，监管加严长期利于正规厂商份额稳定

中国注射透明质酸钠厂商近三年竞争格局较稳，市场集中度高。截止 2019 年年底，国内获得医疗器械 3 认证的注射透明质酸钠厂商有 17 家，其中 10 家为国产厂家（含港澳台），7 家外资厂家，整体上国产厂商产品注册数量上占有优势。尽管 2013 年以来获得注册认证的厂家数量快速增长，但近几年厂家格局趋于稳定，整体集中度较高。根据 Frost&Sullivan 统计，2019

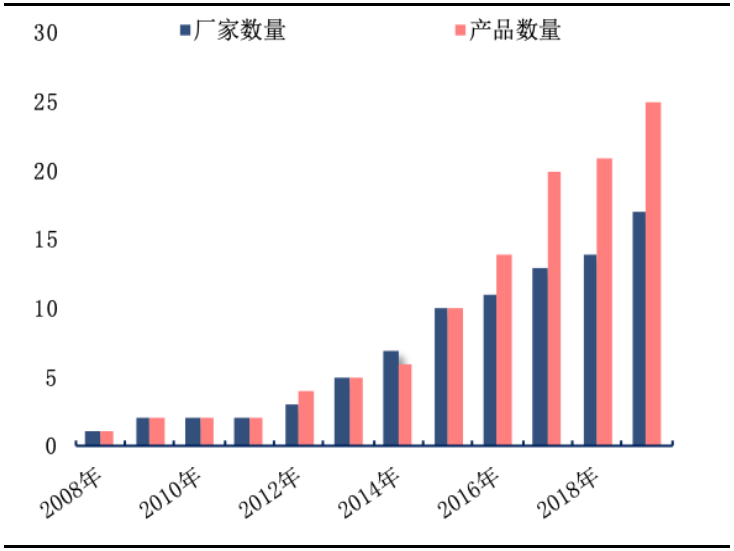
年中国注射透明质酸钠前五大厂商份额为 78.1%，2016-2019 年前五大厂商份额变动率为-1.9pct；爱美客依托差异化产品布局在 2016-2019 年份额逆势提升 4.4pct 至 10.1%，成为国产龙头挤进行业前五，缩小与行业第四差距。

图 43：历年注射透明质酸钠厂家份额变化情况



资料来源：Frost&Sullivan，信达证券研发中心

图 44：历年获得注册认证的注射透明质酸钠厂家及产品数量变化



资料来源：新氧网站，药监局网站，信达证券研发中心

外资品牌在中高端市场占据优势，国产品牌整体更具性价比。根据新氧数据，注射用玻尿酸主要用于塑形及抗衰，针对不同部位对产品的分子量/单双相等参数有不同要求，同时各大厂家交联技术存在差异，市场上大部分产品存在差异化。尽管如此，终端用户关注更多的仍然是效果持续时间、疼痛程度、填充自然度及价格。目前，外资品牌定价更高端，以份额前三的品牌伊婉、乔雅登、艾莉薇为例，上海地区线上机构定价在 1000-6000 元之间；国产品牌定位更大众化，以份额前三的品牌爱芙莱、海薇、润百颜为例，上海地区最低价为 380-500 元，定价更大众化。

表 11：市场上注射类透明质酸钠产品情况

厂家	国家	品牌	产品系列	上市时间	获得认证时间	产品参数特征	上海区报价（元/ml）
LG	韩国	伊婉	伊婉 C	2010 年	2017 年 6 月	中分子/双相/维持 6-9 个月	980-1960
			伊婉致柔	2016 年	2016 年 3 月	中分子/双相/ 6-9 个月（含利多卡因）	1980-2980
Allergan	美国	乔雅登	乔雅登雅致	2015 年 5 月	2015 年 5 月	中分子/单相/1 年左右	3980-5980
Humedix	韩国	艾莉薇	艾莉薇	2015 年 5 月	2015 年 1 月	中分子/单相/1 年左右间	1800-4680

			艾莉薇风尚	2020 年 3 月	2019 年 11 月	中分子/单相/6-12 个月（含利多卡因）	2580-3880
Q-Med	瑞典	瑞蓝	瑞蓝 2 号	1996 年	首批 08 年 12 月	中分子/双相/8-12 个月	1880-3114
		爱芙莱	爱芙莱 1ml	2015 年	2015 年 4 月	中分子/单相/6 个月以上（含利多卡因）	**498-1680**
爱美客	中国	爱美飞	爱美飞	2019 年	2015 年	大分子/维持 3-6 个月（含利多卡因）	**399-680/0.75ml**
昊海	中国	姣兰	姣兰	2017 年 2 月	2016 年 9 月	小分子/双相/维持时间 3-6 个月	1980-5360
		海薇	海薇	2013 年	2013 年 9 月	中分子/单相 /6-12 个月	**399-499**
			润百颜白紫	2012 年 7 月	2012 年 7 月	中分子/双相/6 个月	**380-976**
			润百颜黑金	2020 年	2012 年	大分子/双相 /6-12 个月	699-2560
		润百颜	润百颜星耀	2019 年	2012 年	中分子/双相 /6-12 个月	580-1120
华熙	中国		润百颜月盈	2019 年	2012 年	大分子/双相 /6-12 个月	680-1980
		润致	润致玻尿酸	2018 年	2016 年 5 月	大分子/双相/维持 8-12 个月（含利多卡因）	1680-3960
		奥昵	奥昵	2012 年 7 月	2012 年 7 月	中分子/双相/约 6 个月	380-828
克罗玛	奥地利	公主	公主	2017 年 5 月	2017 年 5 月	大分子/维持时间 9 个月左右	3980-14666
吉诺斯	韩国	莫娜丽莎	莫娜丽莎	2020 年	2019 年 12 月	大分子/双相/8-12 个月维持时间	2980-3960
蒙博润	中国	觉醒	觉醒	2019 年	2019 年 6 月	三个月左右疗效时间	3280-5000
常州药所	中国	碧萃诗	碧萃诗	2018 年	2018 年	维持时间 6-9 个月	**99-258**
杭州协合	中国	塑欣	塑欣	2019 年	2015 年	持续 6-12 个月	
凯乐普	中国	菲羽	菲羽	2019 年	2017 年	维持时间 6-12 个月	**350-2800**
大熊制药	韩国	婕尔	婕尔	2019 年 6 月	2019 年 3 月	中分子/单相	2980-5686
梓正医药	中国	馨妍	馨妍	2019 年	2017 年	维持时间 6-12 个月	4000-4980
凯乐普	中国	玻菲	玻菲	2017 年	2017 年 7 月	双相	666-2590
和康生物	台湾	芙媄登	芙媄登	2016 年 4 月	2016 年 4 月	中分子/双相/维持 8-12 个月	2480

资料来源：新氧大数据，信达证券研发中心整理（终端报价根据新氧 APP 线上价格统计）

监管加严助力正规军顺势而为。医疗美容行业因违法违规机构数量占比较高、美容科医生稀缺及水货假货产品充斥市场引发较多医疗美容事故，降低消费者信任度；根据艾瑞咨询，市场上正规医美针剂占比不足 50%，充斥大量水货、假货。2014 年以来行业监管更加严格，严格打击黑医美，整顿行业乱象；行业不断规范化发展过程中，正规厂商产品有望挤压非法违规产品，优化竞争格局。

图 45：近年医疗美容相关行业规范及监管政策



资料来源：信达证券研发中心

竞争力分析

敏锐市场嗅觉与强劲研发创新力，力争市场首发，打造差异化产品梯队

公司具备较强研发创新实力，核心技术及细分领域专利数量领先。截止 2019 年公司拥有专利 37 项，发明专利为 20 项，5 项核心技术，其中多组分复合仿基质水凝胶技术、固液渐变互穿交联技术、水密型微球悬浮制备技术、组织液仿生技术获得北京市高新技术认证。相比于国产竞争对手，在医疗美容终端产品特定领域核心技术及专利数量领先。

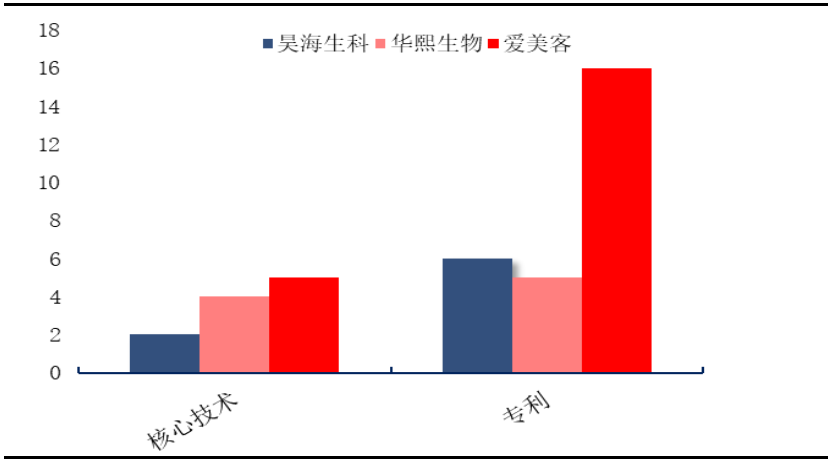
表 12：公司代表核心技术及产品应用情况

核心技术	时间	技术优势	产品应用	专利数量

多组分复合仿基质水凝胶技术	11-12 年	模仿细胞外基质，使材料具备良好生物性	逸美、宝尼达、逸美一加一	4
固液渐变互穿交联技术	11-14 年	有效延长凝胶在体内停留时间且交联剂用量更少	爱芙莱、爱美飞、逸美一加一	8
水密型微球悬浮制备技术	12 年	制得高弹性水凝胶微粒径可控，与透明质酸钠使用提高支撑力	宝尼达	1
组织液仿生技术	14 年	除填充效果外促进胶原形成，改善皮肤皱纹	嗨体	1
恒水精准切割技术	15-17 年	独特切割性保证有效性，恒定低含水量保证稳定性	紧恋	2

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

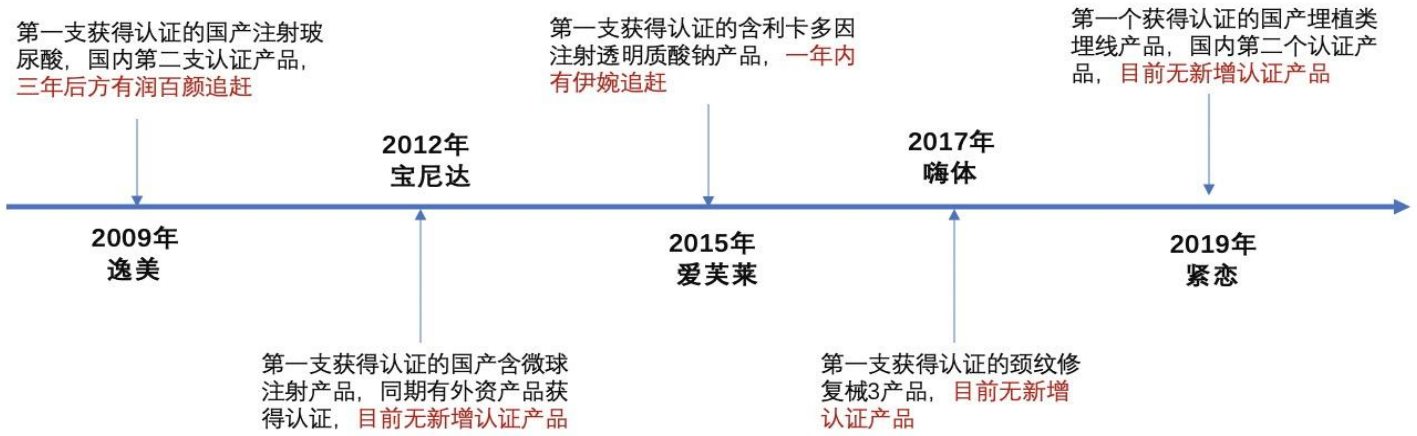
图 46：国产龙头公司医美终端产品领域核心技术及专利数量对比（个）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

敏锐的医美市场洞察，善于研发创新，结合技术专利优势，认证产品速度走在市场前列。公司已推出的产品获得药监局认证的速度大部分走在市场前列，具备差异化标签。具体而言，逸美、紧恋、宝尼达成为特定领域国内首款认证产品；爱芙莱、嗨体展现强创新力，爱芙莱是首款含盐酸利多卡因注射类透明质酸钠产品；嗨体采用组织液仿生技术，成为市场唯一一款修复颈纹的获得医疗器械三认证的产品。

图 47：公司多款产品获得首款认证

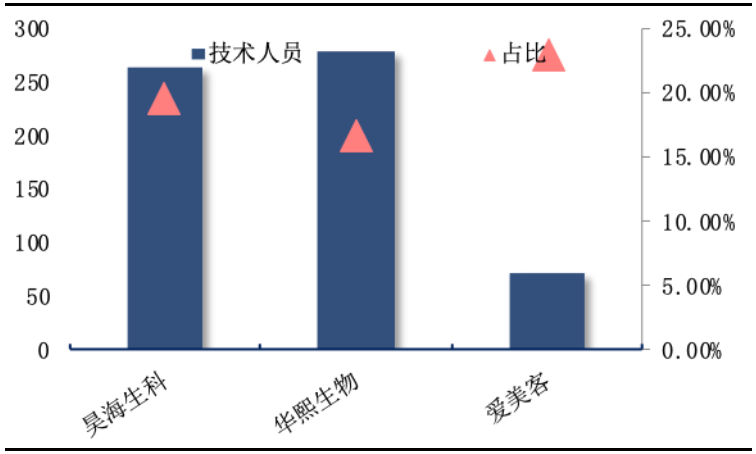


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

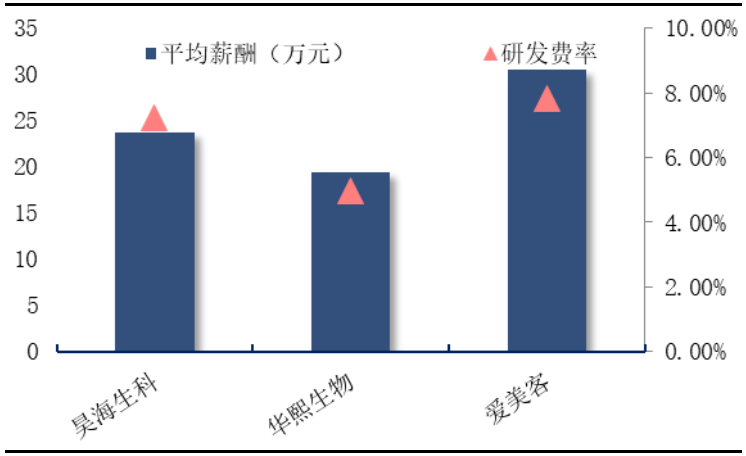
研发投入充分，核心人员激励到位与包容性的平台夯实研发创新实力。一方面，公司研发投入充分，截止 2019 年公司拥有技术人员 72 人，占员工总数的 23%，占比高于国内竞品公司；同时 2019 年研发人员平均薪酬（研发费用中人员薪酬及福利/研发人员数量）为 30 万， 12 名研发生产相关员工持有员工持股平台知行军投资股份（融资前占比约 0.47%），激励到位。另一方面，公司具备较强人才吸纳能力，助力前沿技术的引进，例如肉毒毒素，公司通过与外部合作方式增强自身研发实力；而注射重组蛋白研发项目，重要技术人员获得子公司股权，深度利益绑定。

图 48：同业公司 2019 年研发人员数量及占比比较

图 49：同业公司 2019 年研发人员薪酬及研发投入比较



资料来源：公司公告，信达证券研发中心



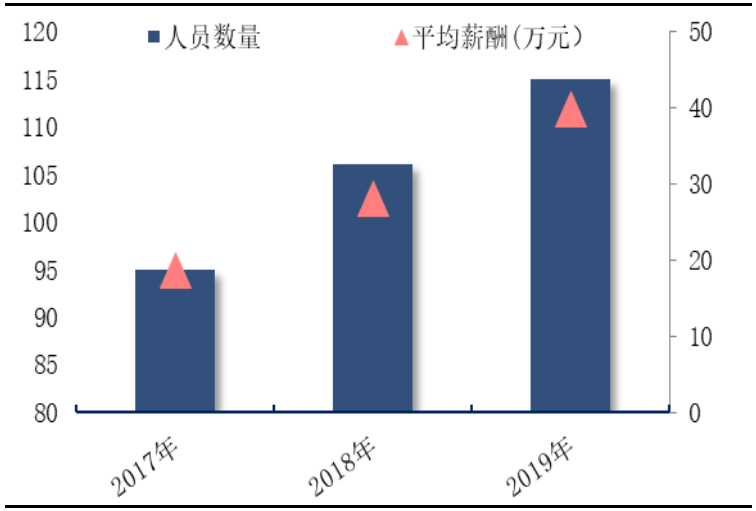
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

精细化运营终端产品，提升产品终端形象拉长生命周期

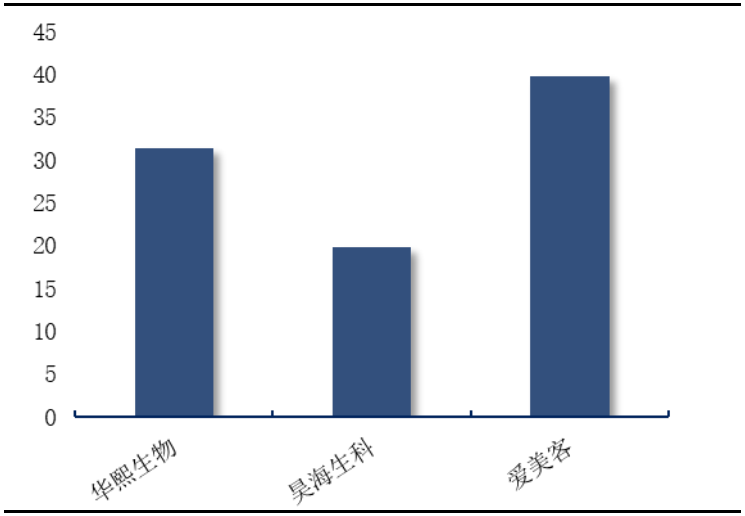
公司精细化运营终端产品，维持产品终端形象，拉长产品生命周期。一方面，公司注重高专业度及执行力的销售团队搭建，销售人员激励到位。截止 2019 年，公司销售人员数量为 115 人，平均每人覆盖客户数量为 13 家，具备精力精细化管理客户，做好终端培训。同时，公司销售人员激励到位，有助于发挥更强能动性。2019 年公司销售人员平均薪酬为 40 万/年（2019 年销售费用中人工福利/人员数量），高于同业公司；同时，公司员工持股平台客至上投资中共有 13 名销售人员持有平台股份，合计持有公司股份约 0.51%。

图 50：公司销售人员及平均薪酬变化

图 51：同业公司 2019 年销售人员薪酬比较（万元）



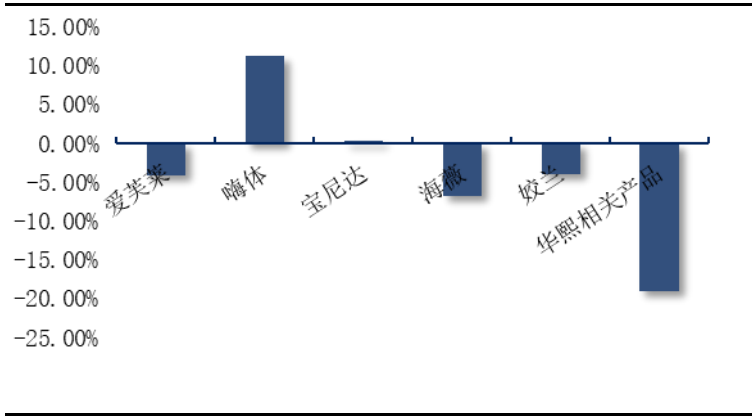
资料来源：公司公告，信达证券研发中心



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

另一方面，公司对渠道价格管理严格，经销商发展较为克制，出厂价较稳定。公司核心产品出厂价较为稳定，爱芙莱近 5 年出厂价复合增速为-3.9%，嗨体、宝妮达两大稀缺性产品出厂价可维持微增，相比与其他国产品牌具备优势。这得益于公司严格的价格管理，且代理商发展克制减少中间环节的乱价窜货等行为，维持机构价格体系稳定。未来公司将耗资 1.5 亿在全国建设 6 大营销中心，有助于加强核心地区机构管理，精细化运营上市产品，提升产品生命周期。

图 52：公司产品出厂价变化及同业比较



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

备注：各产品价格变化区间不同，爱芙莱为 2015-2019 年，嗨体为 2017-2019 年，宝尼达为 2014-2019 年，海薇为 2016-2018 年，姣兰为 2017-2018 年，华熙旗下医美终端产品为 2016-2018 年。

成长性分析

注射类透明质酸钠产品成长可期，差异化卖点及客户延展助力成长

差异化产品卖点以及客户延展助力公司现有产品继续快速增长。公司现有产品嗨体、爱芙莱系、逸美一加一仍处于成长期，主要得益于：

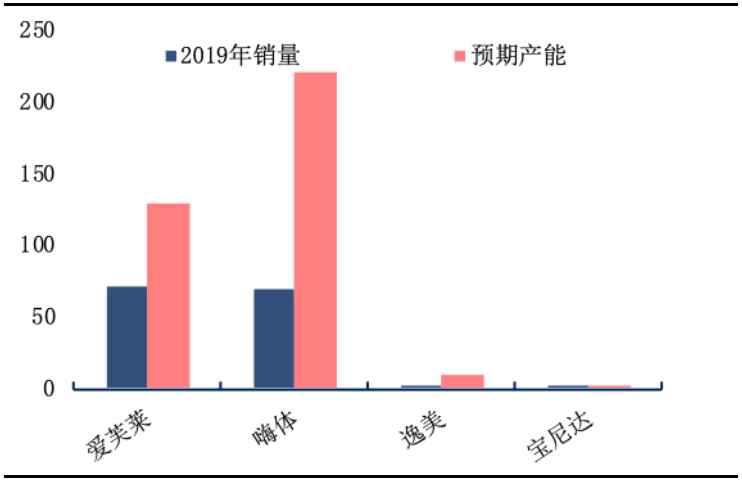
1）具备差异化卖点，高景气度市场需求助力产品快速增长。前文提及，爱芙莱为市场上最具性价比的含利多卡因注射透明质酸钠，可满足价格敏感者用户需求，同时推出爱美飞（大分子），加大用户群体覆盖，稳定客户群，助力增长；嗨体满足用户除颈纹需求，符合年轻用户抗初老诉求，具备较大成长空间；逸美一加一补足高端产品线，争夺高端用户。

2）终端机构不断延展，扩宽不同城市用户覆盖。截止目前，公司覆盖机构数量 2000 家左右，相比于行业超过 1 万家以上的正规机构数量，终端覆盖率可获得进一步提升；同时，公司仅华东销售占比超过 40%，华南、华北市场仅 10%左右，医美发达市场份额仍可获得进一步提升。

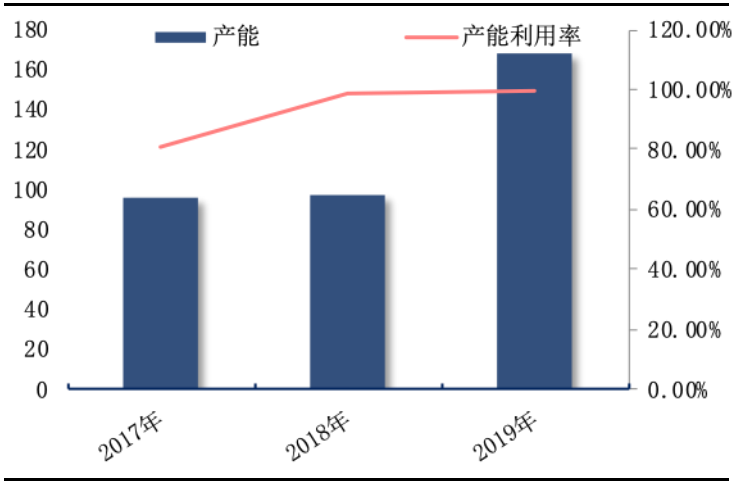
产能扩展夯实获取份额基础。根据公司募集资金产能建设规划，未来三年公司现有产品爱芙莱系、嗨体、逸美系产能将获得提升，预计 2023 年产能分别为 128 万支、221 万支、10 万支，较 2019 年销量分别增加 82%、221%、417%，可有效解决产能不足问题，为公司获取市场份额夯实基础。

图 53：公司现有产品产能扩张情况（万支）

图 54：公司现有产能及产能利用情况（万支）



资料来源： 公司公告，信达证券研发中心



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

储备项目充足，新业务延展扩充边界

1）与韩国 Huons 合作布局肉毒毒素领域，切入瘦脸、塑小腿领域

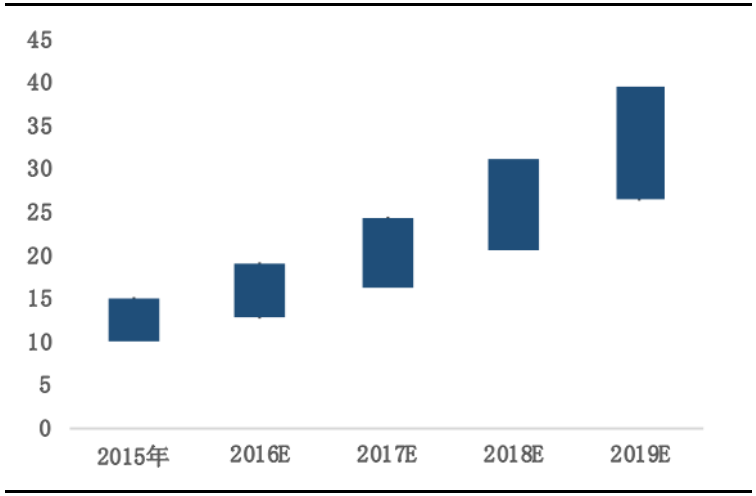
肉毒毒素是由致命的肉毒杆菌分泌出的细菌毒素，属于生物制药，作用于胆碱能运动神经的末梢，拮抗钙离子，干扰乙酰胆碱的释放，使肌纤维不能收缩致使肌肉松弛，达到除皱美容的目的；上世纪八十年代美容界将其功能扩大，用于瘦脸、塑小腿等。

公司布局肉毒素产品线，项目建设期 3 年。公司 **2018 年 9 月**与韩国 Huons 公司签订 A 型肉毒素产品在中国的合作协议，根据协议，Huons 授权公司在中国地区进口、注册、经销其生产的 A 型肉毒素产品，获批后公司拥有其产品 10 年独家经销权。Huons 公司为韩国知名制药及医疗器械企业，成立于 1965 年，其研发的 A 型肉毒素产品 Hutox 已于 **2019 年 4 月**在韩国获得产品注册证书。此次公司募投项目中将有 1.2 亿元用于注射用 A 型肉毒素研发项目，包括前期准备阶段、临床前研究阶段、临床研究阶段、注册审批阶段。

肉毒素国内市场景气度高，线上项目增速高于注射玻尿酸。根据美国透明市场研究公司的数据，2017 年全球肉毒毒素市场规模为 45.3 亿美元，预计 2026 年将达 87.2 亿美元，年复合增长率为 7.6%；根据 IMS 样本医院统计数据，2015 年中国市场销售 1.1 亿元，考虑到市场规模约是样本医院的 10 倍，预计中国地区正规渠道市场规模为 10-15 亿元，2012-2015 年复合增速为 27.3%；假设 2015 年之后保持此增速，则预计 2019 年市场规模为 26-39 亿元。根据新氧大数据，2018 年线上注射类产

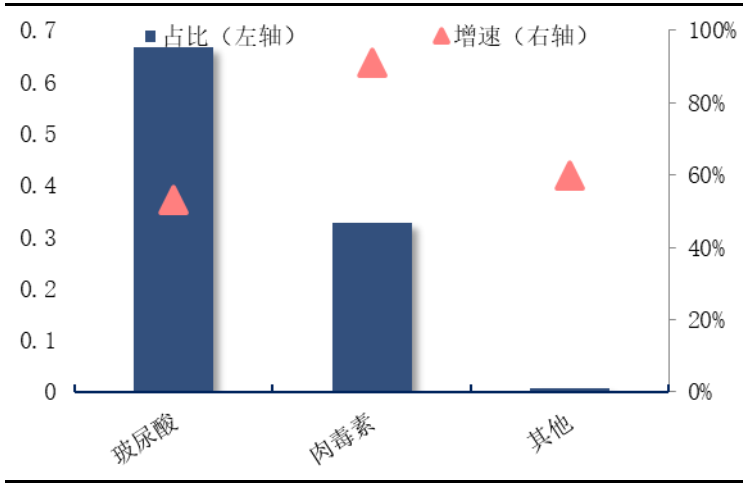
品中肉毒素项目数量占比为 33%，增速为 91%，景气度高于其他注射类产品。

图 55：中国肉毒素产品市场规模测算（亿元）



资料来源： IMS 样本医院，信达证券研发中心

图 56：线上注射类产品结构及增速



资料来源：新氧大数据，信达证券研发中心

肉毒素产品竞争格局更优，替代产品少。国内市场获得认证的 A 型肉毒素产品仅两款，分别是兰州生物制品研究所的衡力和艾尔建的 Botox，市场上流通韩国粉毒、绿毒、白毒等产品。同时，尽管市场上流通溶脂针等类似产品，但仅获得妆字号，竞品较少，整体而言竞争格局更优。

表 13：市场上肉毒素产品情况比较

厂商	国家	产品名称	上市时间	批文时间	全国报价区间
兰生所	中国	衡力	2015 年 6 月	2015 年 6 月	466-680 元/100 单位
Allergan	美国	保妥适	2017 年 7 月	2017 年 7 月	1160-2780 元/100 单位

资料来源：新氧大数据，信达证券研发中心

2）布局重组蛋白与去氧胆酸注射类药物，切入医疗减肥瘦身领域

公司布局重组人胰高血糖样肽-1（GLP-1）类似物，可满足减肥瘦身的需求。2016 年 11 月，公司成立控股子公司诺博特生

物，从事该药物研究开发，目前已经完成原研药质量研究及样品小试，正在进行临床前安全性评价，预计 2020 年进行临床申报（临床申报到三期试验结束需要 5 年）。诺博特生物的核心研发人员黄钦恒曾担任辉瑞制药首席研究员、诺和诺德首席研究员等，拥有丰富糖尿病生物医药行业经验；其中诺和诺德研发的利拉鲁肽于 2014 年 12 月获得 FDA 批文。

医疗美容瘦身需求旺盛，满产后可贡献 5.5 亿收入。根据 2016 年《柳叶刀》医学杂志，中国肥胖人口为 8960 万，根据 2015 年国家卫计委，全国成人超重率为 30.1%，肥胖率为 11.9%。庞大的人口基数预计产品具有良好的市场前景。此次募集资金中将有 3.04 亿用于注射用基因重组蛋白药物研发以及 1.6 亿元用于基因重组蛋白研发生产基地建设，预计满产后产能为 133 万支，销售收入可达 5.5 亿元。

表 14：基因重组蛋白研发生产基地建设项目十年产品产能及销售收入预测

项目	年份									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
生产负荷	30%	55%	70%	85%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
产量（万支）	40	73	94	114	134	134	134	134	134	134
销售收入（亿元）	1.64	3.01	3.83	4.65	5.48	5.48	5.48	5.48	5.48	5.48
销售收入/产量 （元）	410	410	410	410	410	410	410	410	410	410

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司布局去氧胆酸注射剂的研发，为局部软组织代谢产品，有助于推动局部软组织代谢治疗手段的创新及优化。公司 2017 年 2 月成立子公司融知生物，从事相关药物研究开发，目前进行制剂开发小试及药物临床前样品中试及动物安全性评价，将于 2020 年进行临床申报。此次募集资金中将有 2 亿元用于项目研发，总建设周期为 5 年，其中三期临床试验要 3.5 年。

3）储备含聚乳酸微球的透明质酸钠凝胶产品，丰富长效填充项目储备

公司储备医用含修饰聚左旋乳酸的透明质酸钠凝胶，目前处于注册申报阶段，或将于 2020 年末获得产品证书。聚左旋乳酸（PLLA）医学临床应用有 30 年以上，可被人体自然分解，同时促进骨胶原再生，循序渐进的抚平皱纹、改善凹陷，维持效果更久，被市场称为“童颜针”。根据终端机构线上调研，香港市场流通聚左旋乳酸类产品销售，定价 6000 元人民币/次以上。若公司产品可获得认证，将成为国内首款获得医疗器械 3 的含聚左旋乳酸的注射用透明质酸钠材料，弥补国内市场中期面部年轻化产品空白，市场前景较好。

表 15：香港市场流通的获得 FDA 认证的童颜针产品情况

产品名称	国家	批文时间	成分	香港地区报价	维持时间

塑然雅（sculptra）	法国	美国 FDA/2009 年	PLLA+水分等	5999-9800 元/5ml	2 年以上
得美颜（Derma Veil）	美国	获得 FDA/2016 年以后	PLLA+果酸甘醇酸等	7999-9000 元/10ml	2 年以上

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

盈利预测、估值与投资评级

盈利预测及假设

收入成本方面，医疗美容行业景气度较高，公司未来三年内现有产品线凭借差异化定位获得快速增长。分产品线看，我们预计爱芙莱与爱美飞 2020-2022 年收入增速分别为-8%、21%、17%，毛利率分别为 90.4%、90.9%、91.4%；嗨体 2020-2022 年收入增速分别为 65%、55%、55%，毛利率分别为 93.3%、93.9%、94.0%；宝尼达 2020-2022 年收入增速分别为 0%、10%、10%，毛利率分别为 98.8%、98.9%、98.9%，综合而言，我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 7.0 亿、10.4 亿、15.1 亿，对应增速为 26%、48%、44%，对应毛利率为 92.6%、92.9 %、93.2%。

表 16：公司 2020-2022 年收入及成本预测情况（单位：百万元）

	2018 年	2019 年	2020E	2021E	2022E
收入	321	558	703	1044	1508
yoy	44.28%	73.74%	26.03%	48.48%	44.46%
毛利率	89.34%	92.63%	92.62%	92.87%	93.23%
（1）爱芙莱与爱美飞	190	224	207	251	295
yoy	19.38%	17.68%	-7.64%	21.44%	17.39%
毛利率	87.09%	90.24%	90.44%	90.93%	91.38%
占比	59.26%	40.14%	29.42%	24.06%	19.55%
（2）嗨体	75	243	400	618	955
yoy	119.69%	223.58%	65.00%	54.50%	54.50%
毛利率	90.30%	92.99%	93.34%	93.86%	94.04%
占比	23.36%	43.50%	56.95%	59.26%	63.37%
（3）宝尼达	34	68	68	74	85

yoy	112.95%	100.68%	0.01%	10.00%	15.00%
毛利率	98.11%	98.73%	98.79%	98.85%	98.85%
占比	10.48%	12.10%	9.60%	7.12%	5.66%
（4）逸美一加一	15	21	21	32	43
yoy	2883.90%	36.30%	1.69%	50.00%	35.00%
毛利率	96.40%	96.37%	96.33%	96.40%	96.48%
占比	4.75%	3.73%	3.01%	3.04%	2.84%
(5)其他	7	8	7	68	129
占比	2.16%	0.53%	1.03%	6.53%	8.57%

资料来源：信达证券研发中心预测

期间费用方面，公司现有产品线销售管理费用享受一定规模效应，预计 2020-2022 年销售费率分别为 11.0%、11.5%、11.5%；管理费率分别为 7%、7%、7%；考虑到未来储备项目的研发投入，预计研发费率将有所上升，2020-2022 年预计分别为 10%、11%、11%；综合而言，我们预计公司 2020-2022 年公司归母净利润分别为 4.0 亿元、6.0 亿元、8.6 亿元，对应增速分别为 32%、50%、43%。

估值及投资建议

我们预计公司 2020-2022 年摊薄 EPS 分别为 3.35 元、5.01 元、7.15 元，增速分别为 32%、50%、43%，根据 2020 年 10 月 16 日收盘价对应估值分别为 128 倍、86 倍、60 倍，对应的 PEG 为 3.11。根据万得一致预期可比公司华熙生物 2020-2022 年摊薄 EPS 增速分别为 19%、36%、32%，根据最新收盘价对应估值分别为 94 倍、70 倍、53 倍，PEG 为 3.30，公司 PEG 低于可比公司。公司所处赛道具备高成长性，同时公司拥有产品储备及销售管理等多方面优势，看好公司未来发展，首次覆盖，给予增持评级。

风险因素

注射透明质酸钠产品市场竞争加剧风险。近年来行业快速发展，上游厂商毛利率较高，吸引多家企业通过自主研发或兼并购模式进入国内市场，行业竞争加剧；若公司未能精细化运营上市产品以及更迭产品线，可能将面临行业价格战风险影响利润率，甚至丧失部分市场份额影响销售达成。

储备项目开发注册进展不达预期风险。公司未来投入较大费用在肉毒毒素、重组蛋白等新项目上，但新品研发从实验室到最终获批上市环节多、周期长、投入大，存在一定的不确定风险。

下游客户违规使用公司产品等损害产品形象风险。医疗美容行业存在一定乱像，尽管公司以直销为主，建立严格合规经营管理体系，但仍五大排除部分经销商及终端机构违规销售或使用公司产品，影响产品终端形象甚至产生负面报告，进而影响销售达成。

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	296.26	564.70	4,500.15	5,110.97	5,981.10
货币资金	265.55	505.61	4,429.90	5,016.44	5,855.60
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	9.12	14.74	18.57	27.58	39.84
预付账款	3.33	4.57	5.77	8.28	11.34
存货	12.97	23.29	29.42	42.19	57.82
其他	5.30	16.49	16.49	16.49	16.49
非流动资产	167.35	178.95	179.25	179.78	180.57
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产（合计）	138.35	150.64	150.23	149.79	149.32
无形资产	8.91	10.66	11.32	12.21	13.35
其他	20.09	17.64	17.70	17.78	17.90
资产总计	463.61	743.65	4,679.39	5,290.75	6,161.67
流动负债	44.68	67.24	75.55	94.54	119.85
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	20.63	7.43	9.38	13.46	18.44
其他	24.05	59.81	66.17	81.09	101.40
非流动负债	14.18	13.70	13.70	13.70	13.70
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	14.18	13.70	13.70	13.70	13.70
负债合计	58.87	80.95	89.25	108.25	133.55
少数股东权益	6.33	3.77	-6.17	-15.07	-27.78
归属母公司股东权益	398.41	658.93	4,597.05	5,199.42	6,059.34
负债和股东权益	463.61	743.65	4,679.39	5,290.75	6,161.67

重要财务指标 单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	321.01	557.72	702.91	1,043.65	1,507.67
同比（%）	44.28%	73.74%	26.03%	48.48%	44.46%
归属母公司净利润	122.85	305.52	402.08	602.37	859.92
同比（%）	49.47%	148.68%	31.60%	49.81%	42.76%
毛利率（%）	89.34%	92.63%	92.62%	92.87%	93.23%
ROE%	33.96%	57.79%	15.30%	12.30%	15.28%
EPS (摊薄)(元)	1.02	2.54	3.35	5.01	7.15
P/E	444	179	128	86	60
P/B	136.97	82.82	11.20	9.91	8.50
EV/EBITDA	269.76	113.23	109.00	72.52	51.02

利润表 单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	321.01	557.72	702.91	1,043.65	1,507.67
营业成本	34.22	41.10	51.90	74.44	102.03
营业税金及附加	6.16	3.54	4.43	7.31	10.55
销售费用	62.41	77.17	77.32	120.02	173.38
管理费用	44.44	48.09	49.20	73.06	105.54
研发费用	33.68	48.56	70.29	114.80	165.84
财务费用	-1.72	-1.71	-2.31	-35.27	-37.96
减值损失合计	1.07	-0.54	-0.37	-0.55	-0.80
投资净收益	0.75	6.97	6.97	6.97	6.97
其他	1.77	1.74	2.07	1.71	1.22
营业利润	143.27	350.21	461.49	698.53	997.26
营业外收支	-0.07	0.58	0.19	0.16	0.16
利润总额	143.19	350.79	461.67	698.69	997.42
所得税	27.06	52.82	69.53	105.22	150.21
净利润	116.13	297.97	392.15	593.47	847.21
少数股东损益	-6.73	-7.55	-9.93	-8.90	-12.71
归属母公司净利润	122.85	305.52	402.08	602.37	859.92
EV/EBITDA	151.47	360.85	472.51	710.18	1,009.60
EPS (当年)(元)	1.37	3.39	3.35	5.01	7.15

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	135.50	309.72	392.37	591.51	845.05
净利润	118.39	297.97	392.15	593.47	847.21
折旧摊销	8.11	10.06	10.84	11.49	12.18
财务费用	0.17	0.00	0.00	0.00	0.00
投资损失	-0.75	-6.97	-6.97	-6.97	-6.97
营运资金变动	3.76	6.82	-3.22	-5.84	-6.46
其它	5.82	1.83	-0.43	-0.63	-0.92
投资活动现金流	-38.41	-25.62	-4.11	-4.97	-5.88
资本支出	-39.16	-32.59	-11.08	-11.94	-12.85
长期投资	300.75	816.97	6.97	6.97	6.97
其他	-300.00	-810.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-45.89	-44.03	3,536.04	0.00	0.00
股债融资	9.80	6.57	3,536.04	0.00	0.00
支付股利与利息	-5.51	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	49.68	45.00	0.00	0.00	0.00
现金流净增加额	51.20	240.06	3,924.29	586.54	839.16

研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，五年证券研究经验，2016 年 9 月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得 16/17/19 年新财富纺织服装行业最佳分析师第 3 名/第 2 名/第 5 名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，行业研究经验丰富，从长周期研判行业发展趋势。

李媛媛，复旦大学金融硕士，三年消费品行业研究经验，2020 年加入信达证券，从事纺织轻工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁　泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张　华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐　蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏　冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴　国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈　晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

分析师声明

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

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。
本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。
本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。
在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。
在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。
本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。
如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

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

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。
本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。