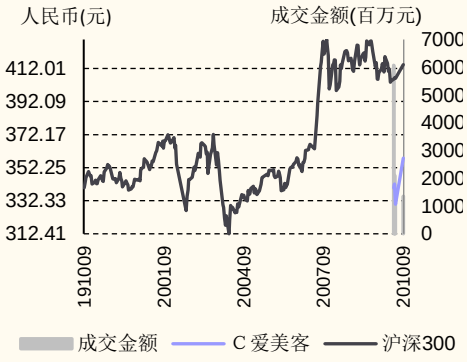
C爱美客 (300896.SZ) 增持（首次评级）

公司深度研究

市场价格（人民币）： 358.00 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	1.20
已上市流通 A 股(亿股)	.26
总市值(亿元)	430.32
年内股价最高最低(元)	358.00/330.24
沪深 300 指数	4681
创业板指	2673



医美玻尿酸产品龙头，研发+销售驱动高增长

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	321	558	708	1,111	1,674
营业收入增长率	44.28%	73.74%	26.98%	56.88%	50.65%
归母净利润(百万元)	123	306	401	622	916
归母净利润增长率	49.47%	148.68%	31.10%	55.36%	47.16%
摊薄每股收益(元)	1.365	3.395	3.332	5.177	7.619
每股经营性现金流净额	1.48	3.44	3.44	5.48	8.03
ROE(归属母公司)(摊薄)	30.84%	46.37%	9.24%	13.22%	17.42%
P/E	N/A	N/A	99.10	63.79	43.35
P/B	N/A	N/A	9.16	8.43	7.55

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **公司是国产医美透明质酸终端产品领域的领导者，拥有多项III类医疗器械注册证且产品种类丰富，已形成“5+1”差异化的产品布局，先发优势显著。**5 款透明质酸和 1 款埋植线产品在配方组份、适用部位、修复效果等方面不同，能够满足多个细分市场需求。公司业绩处于高速成长期，盈利能力持续提升。2019 年营业收入、归母净利润分别为 5.58 亿元、3.06 亿元， 2014-2019 年营业收入、归母净利润年复合增长率分别高达 49.3%、60.8%。
- **需求端+供给端+政策端多重因素驱动我国医美行业加速扩容，非手术类医美市场景气度高、占比持续提升，玻尿酸和肉毒毒素备受青睐。**根据 2019 年我国医药级透明质酸市场规模为 78.3 亿元，医美类占比约 54.5%，过去 5 年 CAGR 为 28.7%。2018 年全球肉毒毒素诊疗量约为玻尿酸的 1.6 倍，我国发展相对滞后，目前呈寡头垄断格局，未来发展潜力大。
- **产品定位精准+技术积累深厚+销售力优秀筑高公司竞争护城河，新品不断涌现叠加产品应用领域拓展持续提供业绩增长动能。**针对颈纹修复功效的嗨体市场培育初见成效，竞争格局较好，处于快速放量期；紧恋今年开始逐步贡献收入，童颜针预计 2021 年推向市场，与韩国 Huons 合作的 A 型肉毒毒素处于临床试验中，值得期待。存量产品持续放量叠加新品推出加码公司业绩高增长。此外，美妆类玻尿酸极具发展潜力，公司大有可为。
- **募投项目情况：**公司 IPO 发行价格为 118.27 元/股，发行总股数为 3020 万股，总募资金额约 34.35 亿元，拟投资于产能扩建、医用材料及基因重组蛋白药物研发项目和营销网络拓展，进一步提升公司产品竞争力和盈利能力。

投资建议与估值

- 我国医美行业空间大、增速快、市场渗透率较低，公司已在产品布局、技术积累、销售网络及客户资源方面建立先发优势，作为国产玻尿酸产品领导者有望畅享行业增长红利。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 4.01 亿元、6.22 亿元、9.16 亿元，分别同比增长 31.1%、55.4%、47.2%。
- 我们选用 PE 估值法对公司进行估值，给予公司 12 个月内目标市值 454.28 亿元，12 个月内对应目标价为 377.94 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险

销售收入增长率不及预期风险；玻尿酸产品市场竞争加剧导致净利率下滑风险；疫情影响下游需求恢复不及预期；产品结构相对单一风险；产品推广不及预期；产品研发及注册进度不及预期；税收优惠变化风险等。

杨芳 联系人
yangfang1@gjzq.com.cn

袁维 分析师 SAC 执业编号：S1130518080002
(8621)60230221
yuan_wei@gjzq.com.cn

内容目录

爱美客：医美注射类透明质酸产品先锋，业绩高速增长 5
深耕轻医美行业十余载，产品布局先发优势显著 5
公司治理现代化，高管及核心业务骨干激励充分 5
盈利能力强劲，期间费用率稳中向好 6
行业动向：非手术类医美行业不断扩容，透明质酸市场景气度高 8
医美行业发展潜力大，非手术类项目占比持续提升 8
需求+供给+政策多重因素驱动医美行业欣欣向荣 11
透明质酸：医药级终端产品快速增长，国产品牌渗透率持续提升 13
肉毒毒素：国内成熟度低于国际市场，发展潜力大 18
核心竞争力：产品定位精准，研发+销售双轮驱动 19
丰富的产品矩阵，呈差异化梯度式覆盖 19
技术积累深厚且具备先发优势，拥有多项III类医疗器械证 24
直销为主经销为辅，客户拓展节奏稳健 26
未来增长点：产品品类及应用领域延伸提供持续增长动能 30
新品不断涌现，产品布局愈加丰富 30
美妆类玻尿酸前景广阔，公司大有可为 32
募集资金用途 33
盈利预测与估值 34
风险提示 36

图表目录

图表 1：公司已上市产品及其特点 5
图表 2：公司股权结构图 6
图表 3：2014-20201H 公司主营业务收入及增速 7
图表 4：2014-20201H 公司归母净利润及增速 7
图表 5：2014-20201H 公司毛利率及净利率情况 7
图表 6：2014-20201H 公司期间费用率变化趋势 7
图表 7：2014-20201H 公司分产品线收入情况 8
图表 8：2014-20201H 公司分产品线收入占比 8
图表 9：2014-20201H 公司分产品线毛利润占比 8
图表 10：2014-20201H 公司分产品线毛利率 8
图表 11：2013-2022E 全球医美行业市场规模 9
图表 12：2012-2023E 中国医美行业市场规模 9
图表 13：2018 年各国医美项目疗程总量及增长率 9
图表 14：各国（地区）医美项目渗透率变化趋势 9
图表 15：手术类与非手术类医美项目分类 10
图表 16：手术类与非手术类医美项目特征对比 10

图表 17：美国手术类与非手术类医美项目疗程数量 10
图表 18：美国手术类与非手术类医美项目疗程数量占比 10
图表 19：中国手术类和非手术类医美项目市场规模 10
图表 20：中国注射类医美项目市场规模及占比 10
图表 21：2018 年全球非手术类医美项目按疗程数量排名 top 10 11
图表 22：2000-2019 年城镇居民人均可支配收入 11
图表 23：2000-2050 中国老龄化人口统计及预测 11
图表 24：2018 年中国不同年龄层级医美需求 12
图表 25：中国医美人群消费动机对比 12
图表 26：2018 年中国大众对医美的态度 12
图表 27：2004-2018 年医疗美容行业执业医师数 13
图表 28：我国各类医疗机构中医疗美容科床位数 13
图表 29：医疗美容行业政策梳理 13
图表 30：透明质酸的分类（根据分子量的大小） 14
图表 31：透明质酸的分类（根据用途和技术要求） 14
图表 32：透明质酸产业链上中下游分析 15
图表 33：不同医美项目的透明质酸产品类型 15
图表 34：2018 年透明质酸疗程数排名 top 10（按国家） 16
图表 35：2014-2018 年全球透明质酸疗程总量统计 16
图表 36：2014-2019 年中国医药级透明质酸终端产品市场规模 16
图表 37：2018 年中国医疗美容透明质酸产品市场竞争格局（按销量占比） 17
图表 38：中国医疗美容透明质酸产品市场竞争格局（按销售金额占比） 17
图表 39：国内通过 NMPA 认证的透明质酸填充产品梳理 17
图表 40：肉毒杆菌素行业发展历程 18
图表 41：2018 年肉毒素注射疗程总量排名（按国家） 18
图表 42：2014-2018 年全球肉毒素疗程总量统计 18
图表 43：2013-2022 年全球肉毒毒素行业市场规模 19
图表 44：2013-2022 年中国肉毒毒素行业市场规模 19
图表 45：2009-2019 公司共推出六款自主研发产品 20
图表 46：公司多款透明质酸产品呈差异化梯度式覆盖 20
图表 47：2014-20201H 逸美及逸美一加一收入及毛利率 21
图表 48：2014-2019 逸美及逸美一加一销售数量 21
图表 49：2014-2019 逸美及逸美一加一销售单价 21
图表 50：2014-20201H 宝尼达产品收入及毛利率 21
图表 51：2014-2019 宝尼达产品销售数量 22
图表 52：2014-2019 宝尼达产品销售单价 22
图表 53：2017-20201H 嗨体收入及毛利率 22
图表 54：2017-2019 嗨体销售数量 23
图表 55：2017-2019 嗨体销售单价 23

图表 56：2015-20201H 爱芙莱收入及毛利率 23
图表 57：2015-2019 爱芙莱销售数量 23
图表 58：2015-2019 爱芙莱销售单价 23
图表 59：爱美客、华熙生物和昊海生科玻尿酸产品单价比较 24
图表 60：爱美客、华熙生物和昊海生科玻尿酸产品销量比较 24
图表 61：爱美客、华熙生物和昊海生科玻尿酸产品毛利率比较 24
图表 62：公司研发人员占比领先 25
图表 63：公司研发投入力度大 25
图表 64：公司拥有多项核心技术 25
图表 65：公司核心技术的产品收入占比高达 90%以上 26
图表 66：公司六项产品均获得 NMPA 三类医疗器械注册证 26
图表 67：公司直销和经销模式销售收入 27
图表 68：公司直销和经销模式销售收入占比 27
图表 69：2017-2019 直销模式不同客户销售收入 27
图表 70：2017-2019 直销模式不同客户销售收入占比 27
图表 71：华熙生物皮肤类医疗产品直销和经销收入情况 28
图表 72：华熙生物皮肤类医疗产品直销和经销收入占比 28
图表 73：昊海生科透明质酸直销和经销收入情况 28
图表 74：昊海生科透明质酸直销和经销收入占比 28
图表 75：玻尿酸企业毛利率比较 28
图表 76：玻尿酸企业净利率比较 28
图表 77：玻尿酸企业销售费用率比较 29
图表 78：玻尿酸企业管理费用率比较 29
图表 79：2017-2019 年公司新增客户数量及占比 29
图表 80：2017-2019 年公司新增客户销售额及占比 29
图表 81：2014-2019 公司按区域划分的销售收入 30
图表 82：2014-2019 公司按区域划分的销售收入占比 30
图表 83：中国线雕产品市场竞争格局 30
图表 84：公司在研产品情况 31
图表 85：童颜针品牌举例（目前国内无III类器械证获批） 31
图表 86：目前国内仅三款肉毒毒素产品获批 32
图表 87：全球化妆品级透明质酸终端产品市场规模（按销售额计） 33
图表 88：中国透明质酸化妆品整体市场规模（按销售额计） 33
图表 89：中国透明质酸保湿面膜类产品市场规模 33
图表 90：中国透明质酸精华类产品市场规模 33
图表 91：募集资金用途 34
图表 92：2014-2022E 公司收入拆分及预测 35
图表 93：可比公司估值情况（截止 2020/10/09） 36

爱美客：医美注射类透明质酸产品先锋，业绩高速增长

深耕轻医美行业十余载，产品布局先发优势显著

- 公司是国内生物医用软组织修复材料领域的创新型领先企业。成立于 2004 年 6 月，专注于注射类透明质酸钠及面部埋植线产品的研发及产业化，目前已有“5+1”款产品获批 III 类医疗器械注册证书，是轻医美产品线布局全面的国产企业龙头，先发优势显著。

图表 1：公司已上市产品及其特点

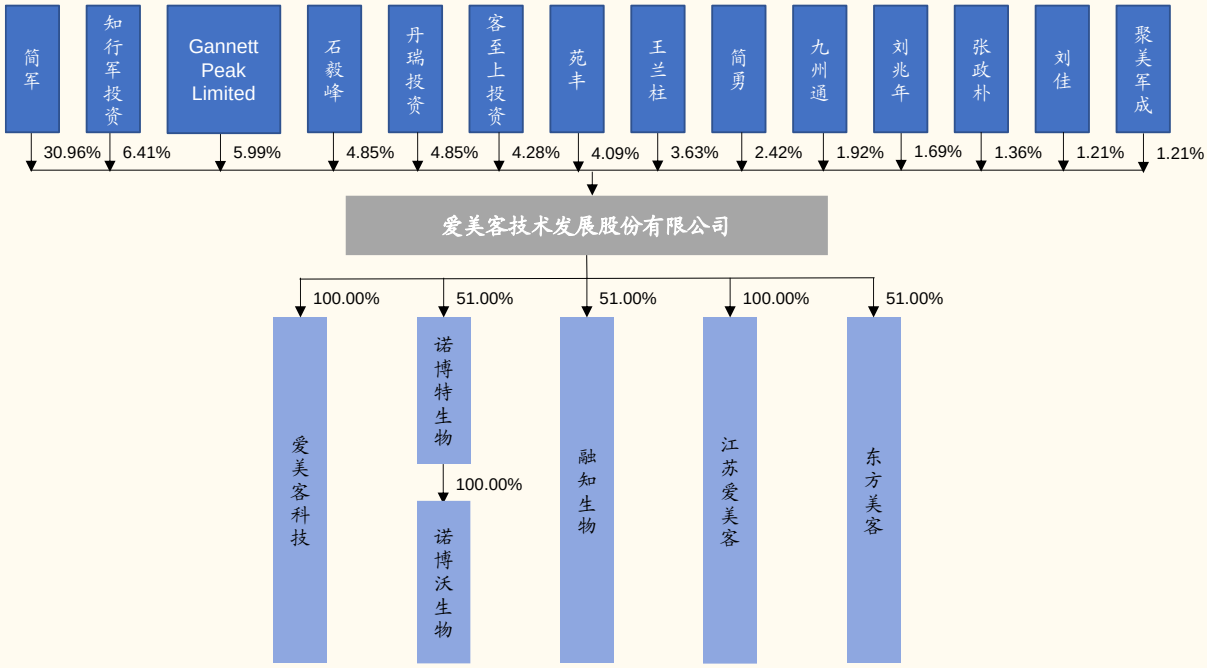
产品通用名（商品名）	核心技术	适用范围	注射/植入层次	批准上市时间	备注	图示
逸美	多组分复合仿基质水凝胶技术	额部、鼻唇部	皮肤真皮深层至皮下浅层	2009年10月	国内首款透明质酸钠类注射填充剂	
宝尼达	多组分复合仿基质水凝胶技术、水密型微球悬浮制备技术	额部、鼻唇部	皮肤真皮深层至皮下浅层	2012年10月	国内首款含PVA微球的透明质酸钠注射填充剂	
爱芙莱 爱美飞	固液渐变互穿交联技术	鼻唇沟	皮肤真皮中层至深层	2015年04月	国内首款含利多卡因的透明质酸钠注射材料	
嗨体	组织液仿生技术	颈部	皮内真皮层	2016年12月	国内首款用于修复颈纹的复合注射材料	
逸美一加一	多组分复合仿基质水凝胶技术、固液渐变互穿交联技术	额部、鼻唇沟	皮肤皮下浅层至深层之间	2016年12月	新型针对褶皱皮肤修复的复合注射材料	
紧恋	恒水精准切割技术	鼻唇沟	皮下脂肪层	2019年5月	国内首款面部埋植线产品	

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

公司治理现代化，高管及核心业务骨干激励充分

- 公司实际控制人简军合计持有公司 38.72%股权，持股比例较集中。其中，直接持有 30.96%股份，通过丹瑞投资、客至上投资及知行军投资间接持有公司 7.04%的股份，通过战略投资持股计划持有公司股份 0.72%股份。实控人持股比例较高有利于公司管理经营决策的高效执行和长远稳健发展。
- 公司高度重视股权激励，设有知行军投资和客至上投资两个员工持股平台，合计持有公司 10.69%股份，主要股东覆盖公司核心技术人员及销售骨干。技术人员主要包括副总经理兼生产总监尹永磊、研发部经理陈雄伟、研发部项目经理张堃和李睿智等。销售人员主要包括副总经理兼销售总监勾丽娜、销售人员张乐、李大宇、张丹丹等。积极到位的股权激励实施方案将公司的长远发展与高管的自身利益紧密绑定，可充分调动管理人员的积极性和主动性。

图表 2：公司股权结构图

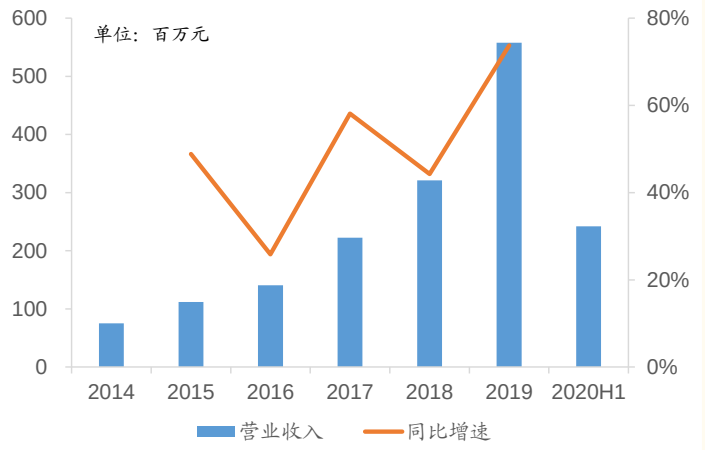


来源：公司招股说明书，国金证券研究所

盈利能力强劲，期间费用率稳中向好

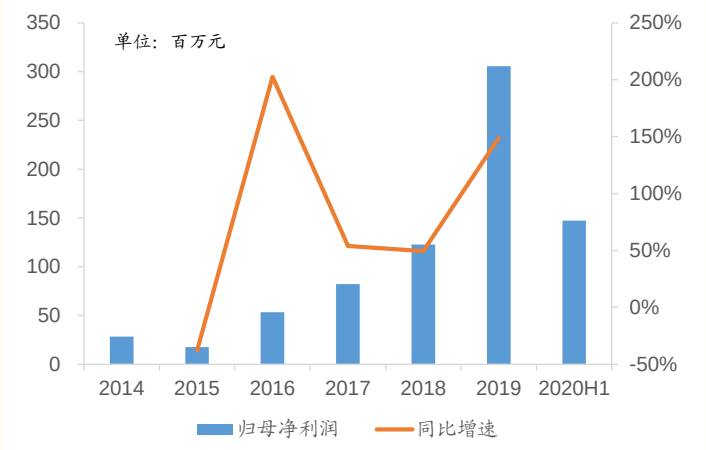
- 公司业绩处于高速增长阶段。营业收入从 2014 年的 7512 万元增加至 2019 年的 5.58 亿元，CAGR 为 49.3%；2019 年公司实现归母净利润 3.06 亿元，2013-2019 年 CAGR 为 60.8%。
- 公司 2019 年收入和利润同比大幅增长主要系嗨体销售收入大幅增加所致。2019 年实现收入 5.58 亿元，较 2018 年增长 73.7%，归母净利润 3.06 亿元，同比增长 148.7%。嗨体是目前唯一经国家药监局批准的针对颈部皱纹改善的三类医疗器械产品，填补了颈部皱纹修复领域的空白。经过近 2 年的市场培育，其安全性和有效性较快得到了下游医疗机构以及终端消费者的认可，终端消费需求大幅度增长，2019 年销售单价和销量均实现了显著提升。
- 受疫情影响，2020 年上半年公司业绩整体表现稳定，实现收入 2.42 亿元，同比增长 0.72%；实现归母净利润 1.47 亿元，同比增长 14.6%，利润增速大于营收增速的主要原因是 2020 年上半年公司税收、销售费用及管理费用较 2019 年上半年均出现一定程度缩减。

图表 3：2014-20201H 公司主营业务收入及增速



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

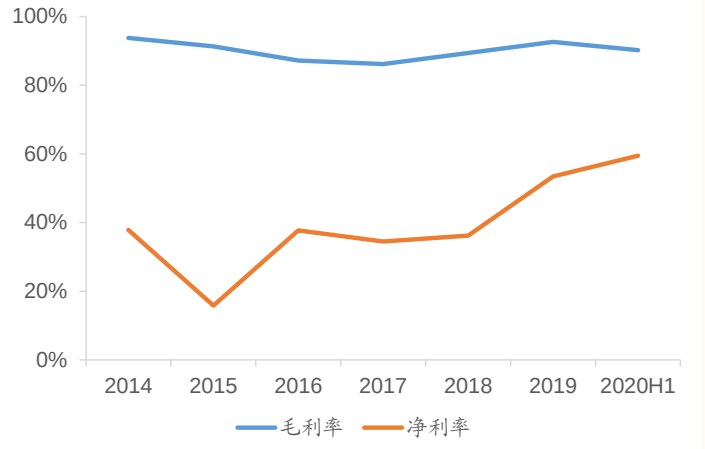
图表 4：2014-20201H 公司归母净利润及增速



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

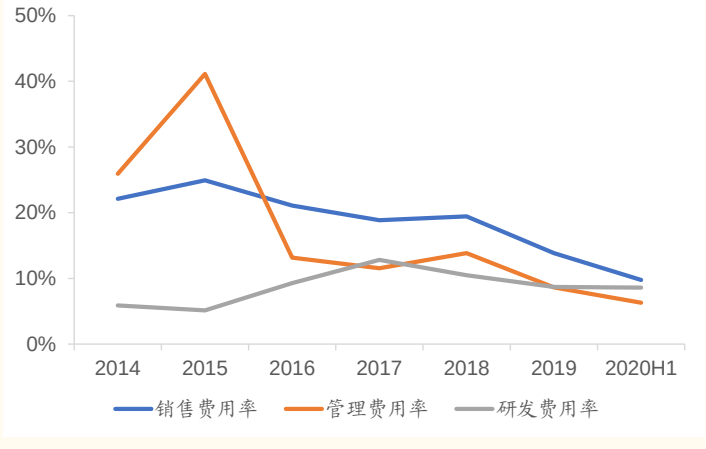
- 公司毛利率保持稳定，期间费用率稳中向好，净利率逐年改善。
  - 公司期间费用率呈下行趋势主要系销售费用、管理费用和研发费用的增速小于同年营业收入增幅所致，公司发展积极进取，期间费用金额均保持较高增长。
  - 公司 2019 年净利率提升明显，主要原因：一是公司主要产品增值税税率从 16%变更为 3%，含税价格基本保持稳定，不含税价格较 2018 年有所上升；二是随着产量增加，规模效应增加使得主要产品单位成本进一步下降。2020 年上半年净利率提升主要是因疫情期间费用有所减少。

图表 5：2014-20201H 公司毛利率及净利率情况



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

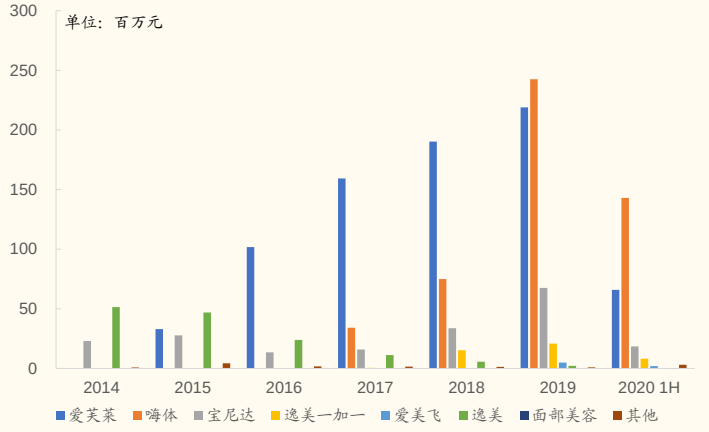
图表 6：2014-20201H 公司期间费用率变化趋势



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

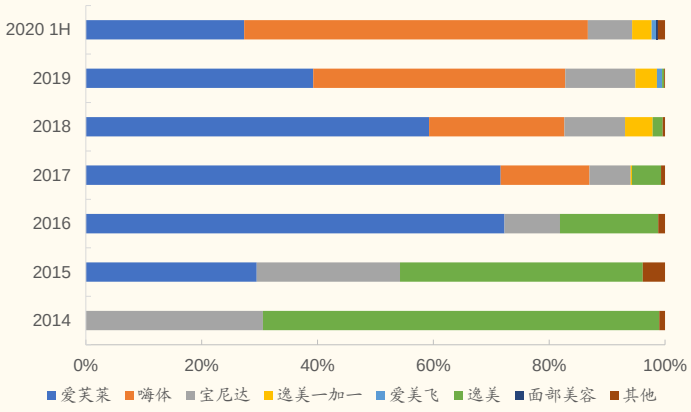
- 中高端产品占比逐年提升，盈利能力持续改善。
  - 公司普通玻尿酸产品爱芙莱占营收比重下滑明显，从 2016 年的 72%下降至 2019 年的 27%，预计未来占比将进一步减少。
  - 公司国产独家获批的颈纹修复产品嗨体迎来量价齐升阶段，预计未来几年营收占比将不断提升。
  - 公司具备价格优势的宝尼达市场认可度不断提升，亦有望持续贡献业绩弹性。

图表 7：2014-20201H 公司分产品线收入情况



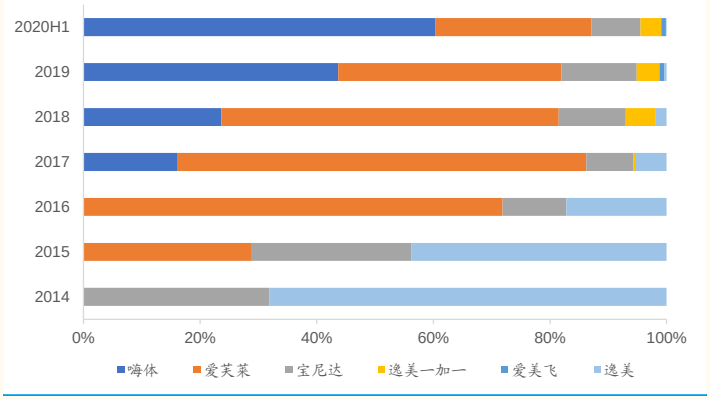
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 8：2014-20201H 公司分产品线收入占比



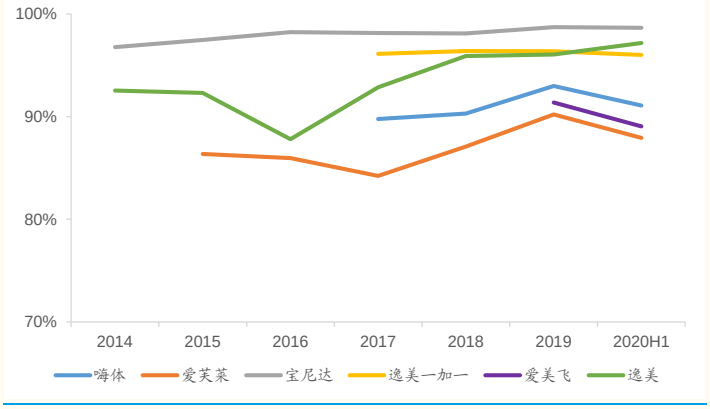
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 9：2014-20201H 公司分产品线毛利润占比



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 10：2014-20201H 公司分产品线毛利率



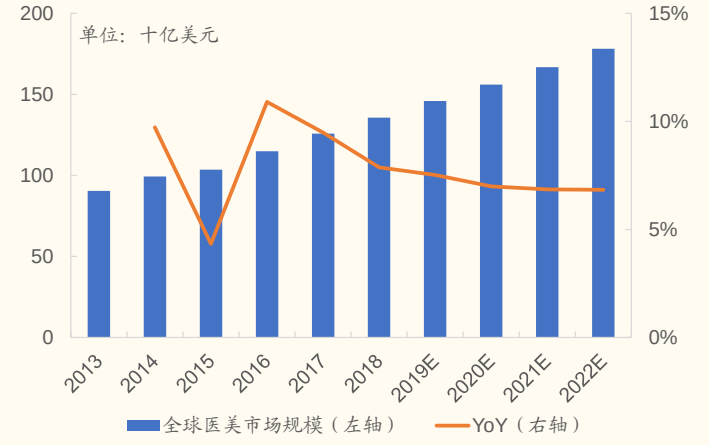
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

行业动向：非手术类医美行业不断扩容，透明质酸市场景气度高

医美行业发展潜力大，非手术类项目占比持续提升

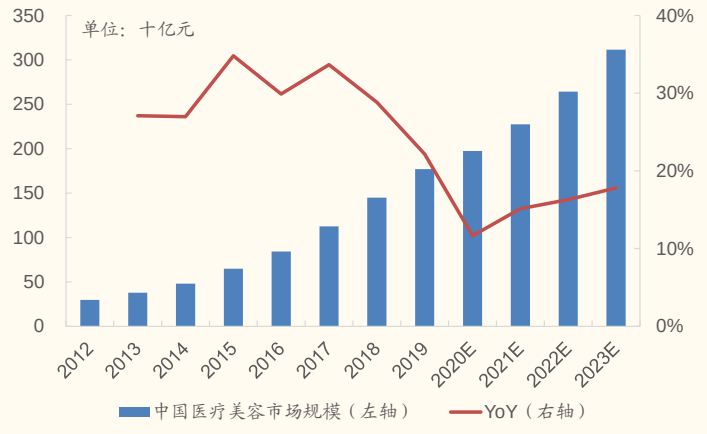
- 医美区别于专业的临床治疗，以提高“美感”为主要目的，消费属性大于医疗属性。医疗美容是指运用药物、手术、医疗器械以及其他具有创伤性或者不可逆性的医学技术方法对人的容貌和人体各部位形态进行修复与再塑的美容方式。医美产业链主要由上游药械供应商，中游服务机构以及下游渠道构成。爱美客处于医美产业链的上游，是国产医美药械领域的领导者。
- 全球医美市场进入稳定发展阶段，中国医美市场增速领跑全球，加速扩容。2018 年全球医美市场规模约 1357 亿美元，预计 2018-2022 年 CAGR 为 7.05%，2022 年有望达到 1782 亿美元。随着人均可支配收入增加，大众对医美接受程度提高等多重因素推动，我国医美市场蓬勃发展，想象空间大。根据艾瑞咨询预测，2019 年我国医美市场规模达 1769 亿元，预计 2023 年将增加至 3115 亿元，期间 CAGR 为 15.19%。

图表 11：2013-2022E 全球医美行业市场规模



来源：Frost & Sullivan，国金证券研究所

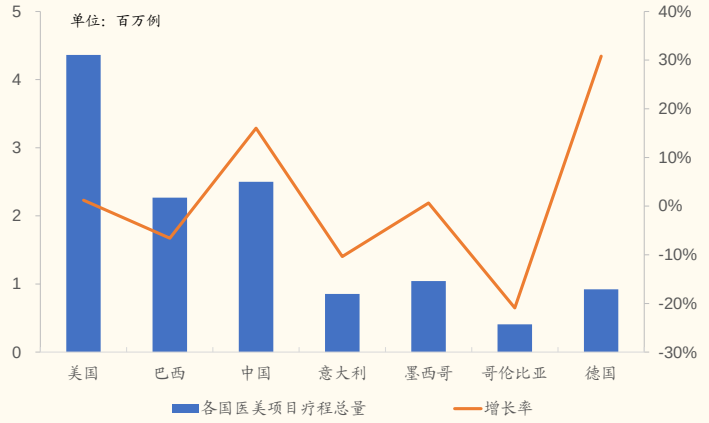
图表 12：2012-2023E 中国医美行业市场规模



来源：iResearch，国金证券研究所

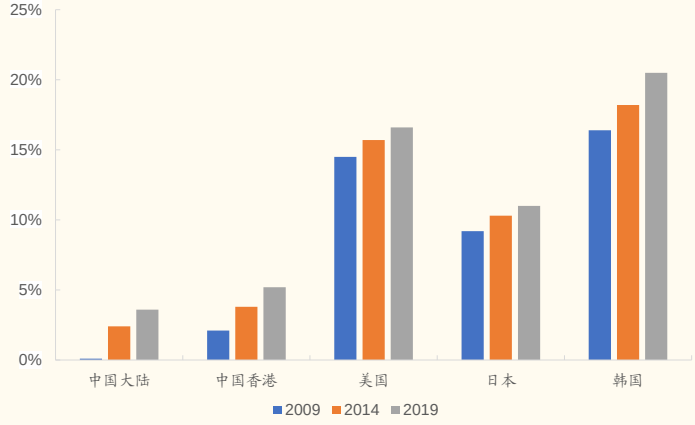
■ 我国医美项目渗透率较欧美日韩等国家偏低，但呈现不断提升趋势。我国医美项目渗透率从 2009 年的 0.1%提升至 3.6%，增速显著，但与美国的 16.6%、韩国的 20.5%相比仍存在较大提升空间，我国医美行业有望受益于渗透率的持续提升而不断扩容。

图表 13：2018 年各国医美项目疗程总量及增长率



来源：ISAPS，国金证券研究所
注：中国使用 2017 年数据，由于 ISAPS 未披露中国 2018 年数据

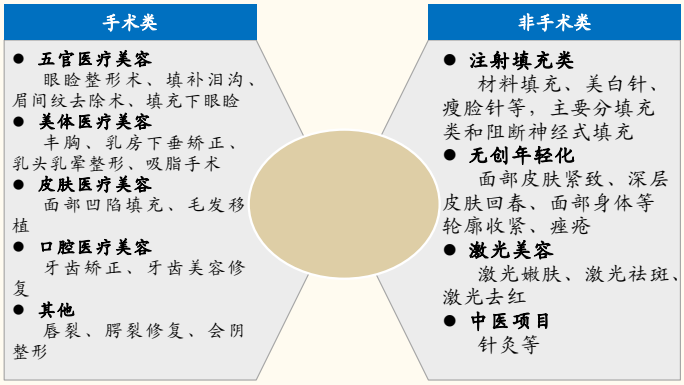
图表 14：各国（地区）医美项目渗透率变化趋势



来源：Frost & Sullivan，国金证券研究所

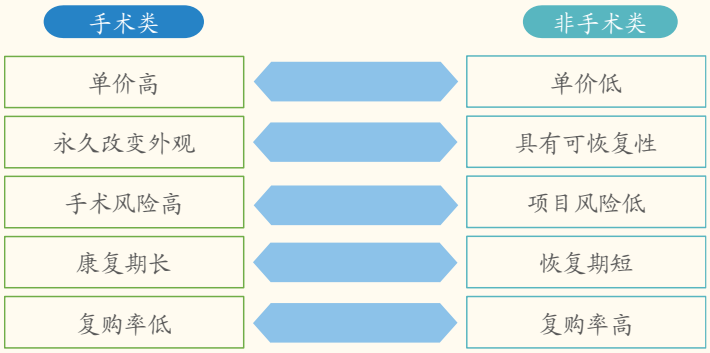
■ 医美项目可分为手术类和非手术类，非手术类项目由于创伤小、恢复快、单价低、决策周期短、复购率高等特点较手术类项目流行。手术类是指通过手术对身体直接进行改变或改善胸、鼻、眼等部位的外观，非手术类主要是注射、激光和超声等疗法。其中，注射类是指通过注射透明质酸、羟基磷灰石钙、自体脂肪、聚乳酸、胶原蛋白、聚甲基丙烯酸甲酯等材料来达到修复特定缺陷的目的。

图表 15：手术类与非手术类医美项目分类



来源：CNKI，国金证券研究所

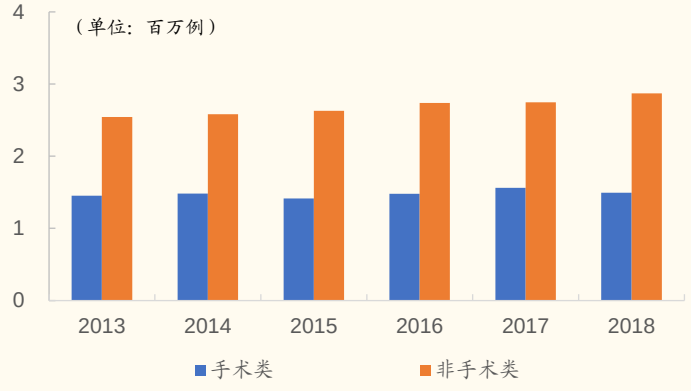
图表 16：手术类与非手术类医美项目特征对比



来源：CNKI，国金证券研究所

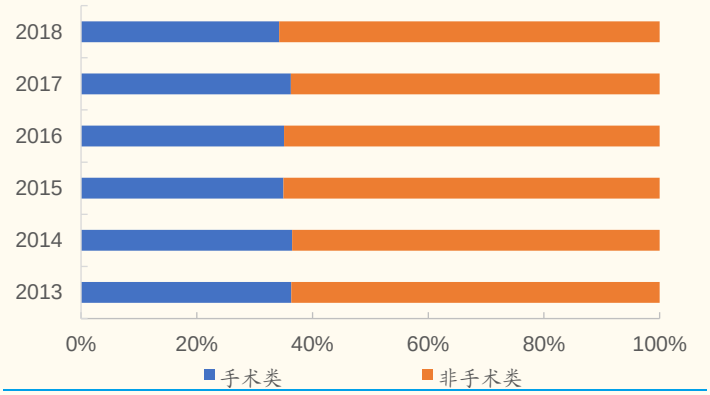
■ 美国医美市场已趋于成熟，从疗程量来看，以非手术类项目为主。2013-2018 年期间非手术类项目占比约 65%，占据美国医美的主要市场。

图表 17：美国手术类与非手术类医美项目疗程数量



来源：ISAPS，国金证券研究所

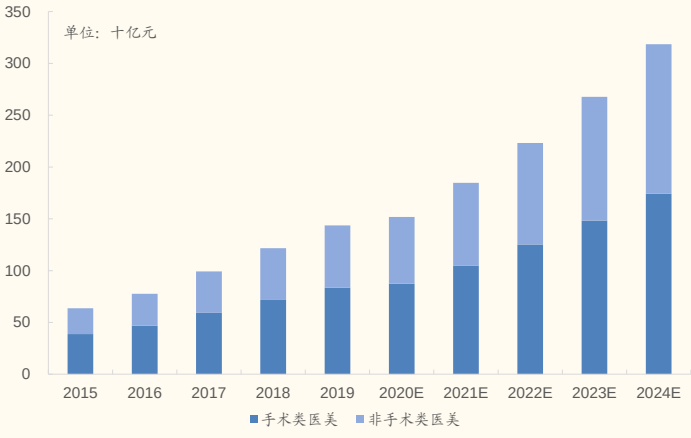
图表 18：美国手术类与非手术类医美项目疗程数量占比



来源：ISAPS，国金证券研究所

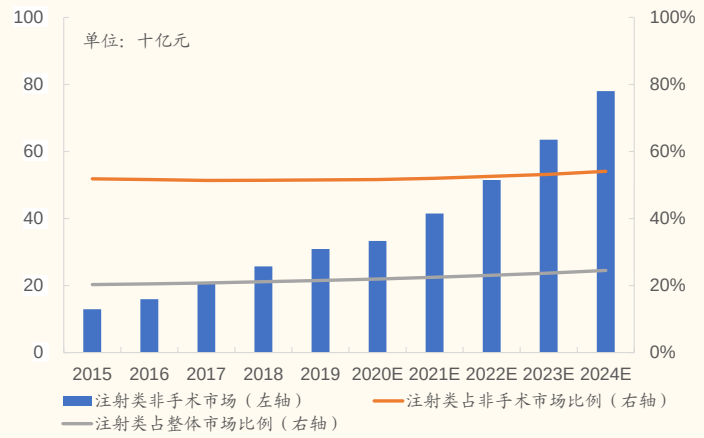
■ 中国手术类医美项目市场份额仍居主导地位，中国医美行业细分市场结构与全球市场存在一定差异。非手术类医美项目占比逐步提升，注射类在非手术类项目中占比超一半。中国医美市场处于高速发展期，随着大众对非手术整形美容项目的关注度及认可度明显提升，非手术类市场增速显著。中国医美行业细分市场结构与全球市场存在一定差异。

图表 19：中国手术类和非手术类医美项目市场规模



来源：Frost & Sullivan，国金证券研究所

图表 20：中国注射类医美项目市场规模及占比



来源：Frost & Sullivan，国金证券研究所

- 肉毒毒素和透明质酸微整形市场需求旺盛，合计约占全球非手术类疗程总量的 80%。2018 年全球肉毒素注射疗程数超 600 万次，约占非手术医美项目总疗程数一半，位居第一。其次是透明质酸诊疗量约 373 万，位居非手术类项目第二，约占 30%。

图表 21：2018 年全球非手术类医美项目按疗程数量排名 top 10

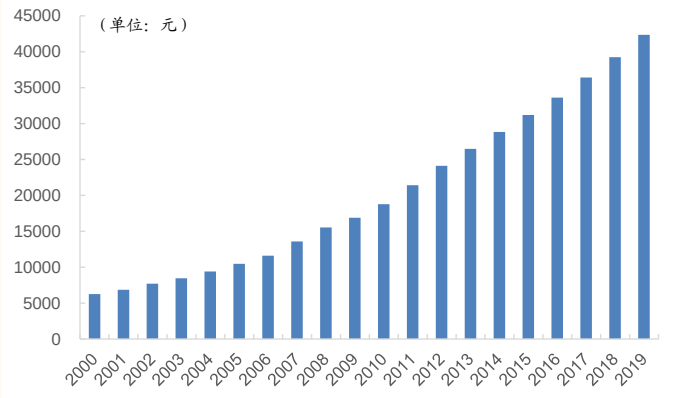
排名	非手术类医美	2018疗程量	占比	2017疗程量	2014疗程量	2018 vs. 2017增长	2018 vs. 2014增长
1	肉毒毒素	6,097,516	48.2%	5,033,693	4,830,911	17.4%	20.8%
2	透明质酸	3,729,833	29.5%	3,298,266	2,690,633	11.6%	27.9%
3	脱毛	916,869	7.2%	997,372	1,277,581	-8.8%	-39.3%
4	非手术溶脂	473,316	3.7%	478,739	NA	-1.1%	NA
5	光子嫩肤	436,656	3.4%	545,953	NA	-25.0%	NA
6	化学剥脱	408,485	3.2%	357,753	493,043	12.4%	-20.8%
7	微剥脱换肤	201,797	1.6%	214,652	NA	-6.4%	NA
8	激光换肤	192,880	1.5%	170,854	NA	11.4%	NA
9	微晶瓷	129,038	1.0%	167,385	194,709	-29.7%	50.9%
10	聚左旋乳酸	72,756	0.6%	72,852	72,495	-0.1%	0.4%
	非手术美容总计	12,659,147		11,337,519	9,559,372	10.4 %	24,5%

来源：ISAPS，国金证券研究所

需求+供给+政策多重因素驱动医美行业欣欣向荣

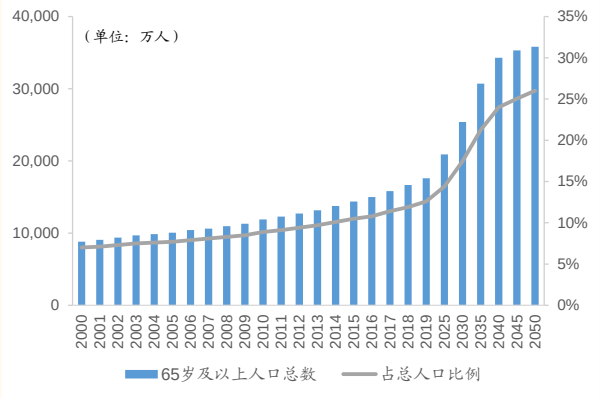
- 需求端：人均可支配收入增加、医美消费者年龄结构扩张及医美接受度提升共同驱动医美市场需求旺盛。
- 收入增加是我国医美市场生机勃勃的基础驱动力。我国人均可支配收入呈增长态势，收入增加拉动消费升级，医美等服务类可选消费占比有所提升。
- 医美消费群体呈现加速年轻化趋势，同时人口老龄化加剧亦催生了大量医美市场需求，医美消费者年龄结构持续扩张。
  - 受“追星文化”、“颜值经济”、“网红”等影响，诸多 00 后涉足部分医美项目，这部分年轻人对医美接受程度高、乐于尝试且追求个性化。根据艾瑞咨询数据，00 后青睐的项目 top3 分别是肉毒毒素、玻尿酸和鼻整形，主要集中于面部轮廓调整。

图表 22：2000-2019 年城镇居民人均可支配收入



来源：Wind，国金证券研究所

图表 23：2000-2050 中国老龄化人口统计及预测



来源：Wind，CNKI，国金证券研究所

- 出于工作、社交、自我欣赏等因素，广大职场人兼具消费实力和变美需求，是医美市场的核心消费群体之一。

- 人口老龄化加剧预计将催生皮下注射填充和肉毒毒素等微整形项目消费，更多老年人希望通过轻医美项目修复因衰老而丢失的胶原蛋白，市场发展潜力巨大。

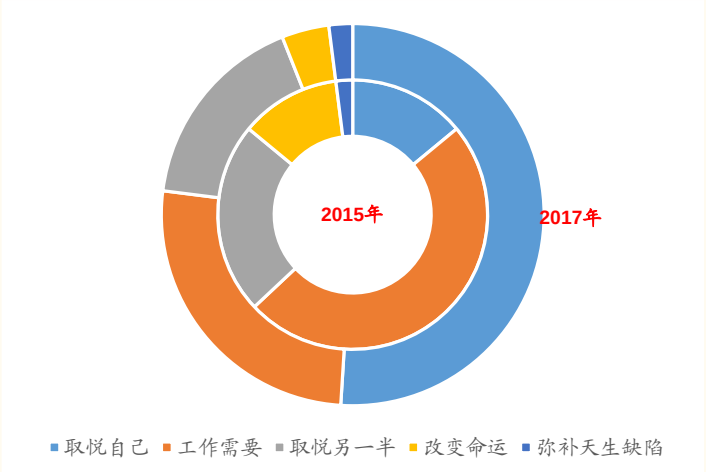
图表 24：2018 年中国不同年龄层级医美需求

项目		70后抗衰老	80后面部身体塑性并存	90后强项自体脂肪	00后面部轮廓初调整
主要年龄		40岁+	30岁+	20岁+	18岁左右
消费水平		个体差异非常大	年均消费：约5-6k	年均消费：约1-2k	个体差异大
消费医美项目排序	TOP1	**玻尿酸填充**	**玻尿酸填充**	面部脂肪填充	**肉毒素瘦脸**
	TOP2	面部提升	面部脂肪填充	**玻尿酸填充**	**玻尿酸填充**
	TOP3	**肉毒素瘦脸**	**肉毒素瘦脸**	**肉毒素瘦脸**	鼻综合整形

来源：iResearch，悦美网，国金证券研究所

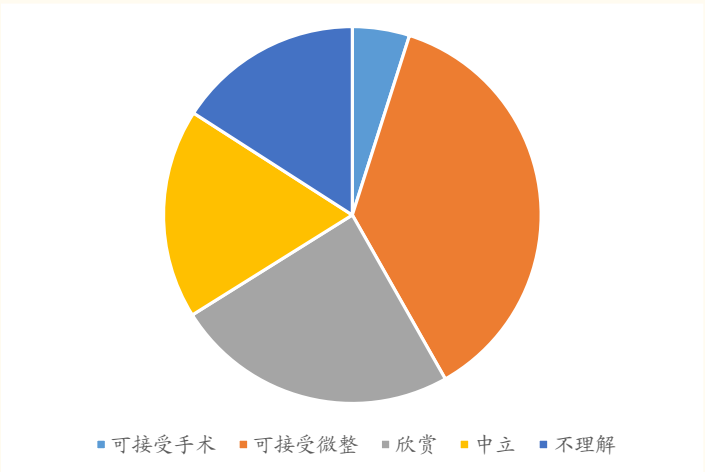
- 医美人群消费动机轻松化，大众对医美接受度提升加速医美行业扩容。根据新氧大数据：
  - 从消费动机来看，2015 年，选择医美项目主要出于工作需要，占比约 49%；而 2017 年排名第一的动机是“取悦自己”，占比超一半，为 51%，仅两年时间大众对于医美的认知度提升明显，预计未来医美更趋于个性化变美诊疗。
  - 从大众对医美的态度来看，2018 年中国大众对医美持正面态度，其中 37% 的人愿意微调， 24% 持欣赏态度，不理解的人数仅占 16%。2011 年，我国整形外科医院、美容医院的门诊数量共计 113.12 万人次，并于 2017 年上升至 534.42 万人次，年均复合增长率高达 29.54%。由此可见，我国大众对医美的认可度已趋于成熟。

图表 25：中国医美人群消费动机对比



来源：新氧大数据，国金证券研究所

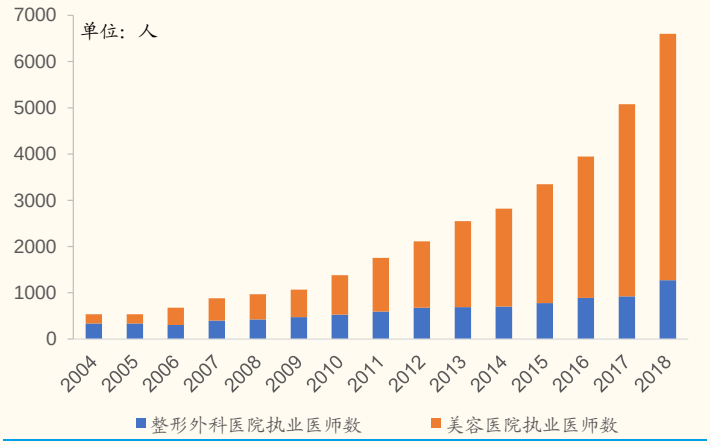
图表 26：2018 年中国大众对医美的态度



来源：新氧大数据，国金证券研究所

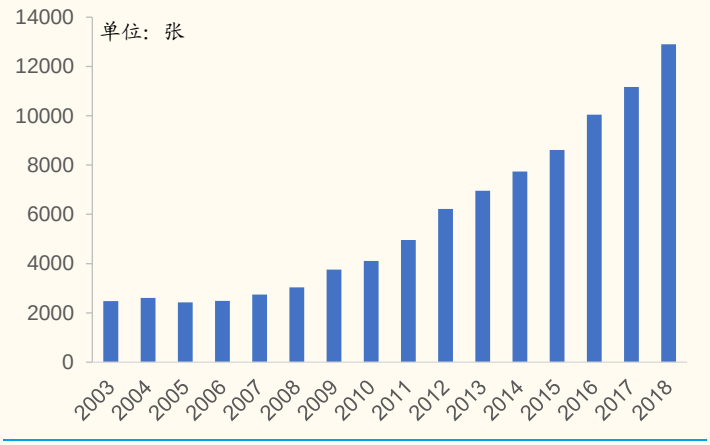
- 供给端：我国整形外科医院、美容医院的职业医师数、床位数不断增加。我国整形外科医院执业医师数从 2004 年的 338 人增加至 2018 年的 1274 人，美容医院执业医师数从 199 人增加至 5323 人。此外，我国各类医疗机构中医疗美容科床位数也从 2003 年的 2475 张增加至 2018 年的 12901 张，执业医师数和床位数的快速增加为我国医美行业加速扩容提供坚实的基础和保障。

图表 27：2004-2018 年医疗美容行业执业医师数



来源：中国卫生统计年鉴，国金证券研究所

图表 28：我国各类医疗机构中医疗美容科床位数



来源：中国卫生统计年鉴，国金证券研究所

- 政策端：推进医美监管向纵深发展，行业走向合规是大势所趋。监管趋严将会带来非正规份额的替代，加速我国医美市场规范化发展。

图表 29：医疗美容行业政策梳理

时间	政策名称	主要内容
1994年8月29日	《医疗机构管理条例实施细则》	美容服务机构需依照本细则申请设置相应类别的医疗机构，方可开展医疗美容业务
2002年1月22日	《医疗美容服务管理办法》	明确医美机构设置及登记注册流程，对执业人员资质进行严格限定，确定行业的执业及监督管理规则
2002年4月16日	《美容医疗机构、医疗美容科（室）基本标准（试行）》	明确美容医院、医疗美容门诊部、医疗美容诊所的床位、人员、科室及设备等标准
2009年12月11日	《医疗美容项目分级管理目录》	依据手术难度、复杂程度及可能出现的医疗意外和风险大小对医美项目分级，便于对不同资质机构进行严格管理、保证医疗安全
2011年1月14日	《医疗美容专项整治工作方案》	对现有开展医疗美容服务的机构进行全面清理整顿，规范医疗机构设置审批及依法执业管理
2012年8月2日	《卫生部办公厅关于进一步加强医疗美容管理工作的通知》	全面规范化医美行业，对美容医疗机构、从业人员、项目、广告及信息化等进行管理
2017年3月17日	《国家卫生计生委关于加强医疗美容主诊医师管理有关问题的通知》	对医疗美容主诊医师的专业实行备案管理并录入信息管理系统，规范开展定期考核，加大监管力度
2017年5月18日	《严厉打击非法医疗美容专项行动方案》	严厉打击无证行医，规范医疗美容服务行为，严肃整治违规医疗美容培训等；健全长效管理机制，促进医疗美容产业规范健康发展
2020年4月3日	《关于进一步加强医疗美容综合监管执法工作的通知》	强化医美机构自我管理主体责任，积极发挥行业组织自律作用，加大政府监管及社会监督力度
2020年7月6日	《医疗美容主诊医师备案培训大纲》	严格规定医疗美容主诊医师培训具体内容及学时，加强备案管理水平，保障医美服务质量及安全

来源：国家卫建委，国金证券研究所

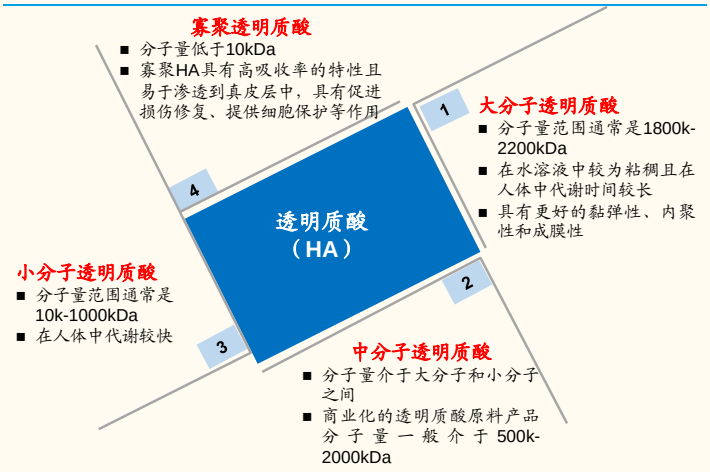
透明质酸：医药级终端产品快速增长，国产品牌渗透率持续提升

- 透明质酸（Hyaluronic Acid，简称 HA）又称玻尿酸，是一种由双糖单位 D-葡萄糖醛酸及 N-乙酰葡糖胺组成的高分子粘多糖，是人体细胞间质、眼

玻璃体、关节滑液等结缔组织的主要成分，具有良好的保湿性、粘弹性、润滑性、可降解性及生物相容性，被广泛用作生物医用材料。

- 透明质酸在人体皮肤中天然存在，并作为表皮及真皮的主要基质成分之一，起到吸收水分、保持湿润的作用，使皮肤柔嫩、光滑并具有弹性，防止皮肤衰老或产生皱纹。同时，透明质酸还具有促进营养成分吸收、预防修复皮肤损伤以及改善皮肤新陈代谢的作用。然而，人体皮肤中的透明质酸会随着年龄的增长而流失，导致皮肤保湿能力下降，失去弹性与光泽，并出现皱纹等衰老现象。因此，透明质酸常被添加至食品、化妆品中，用于增强皮肤保湿功能、改善皮肤状态。在医疗美容用途中，透明质酸可以通过皮下填充剂的形式，人工注射进入真皮褶皱凹陷或希望丰润的部位，更为直接、快速地补充透明质酸，从而达到上述皮肤美容效果，并借由透明质酸的粘弹性和塑形功能，同时实现消除皱纹以及修饰面部的效果。
- 透明质酸根据分子量的范围，可分为大分子、中分子、小分子和寡聚透明质酸四种类别。不同分子量的透明质酸物理学及生物学表现特性不同。分子量较大的透明质酸，具有更强的支撑性、抗降性和黏弹性，因此常作为塑形填充材料应用于医疗美容中。分子量较小的透明质酸，能够穿透表皮实现皮肤深层吸收，因此常用于保湿类的护肤品中。
- 根据用途和技术要求的不同，透明质酸原料可以分为三类：医药级、化妆品级和食品级。

图表 30：透明质酸的分类（根据分子量的大小）



来源：Frost & Sullivan，国金证券研究所

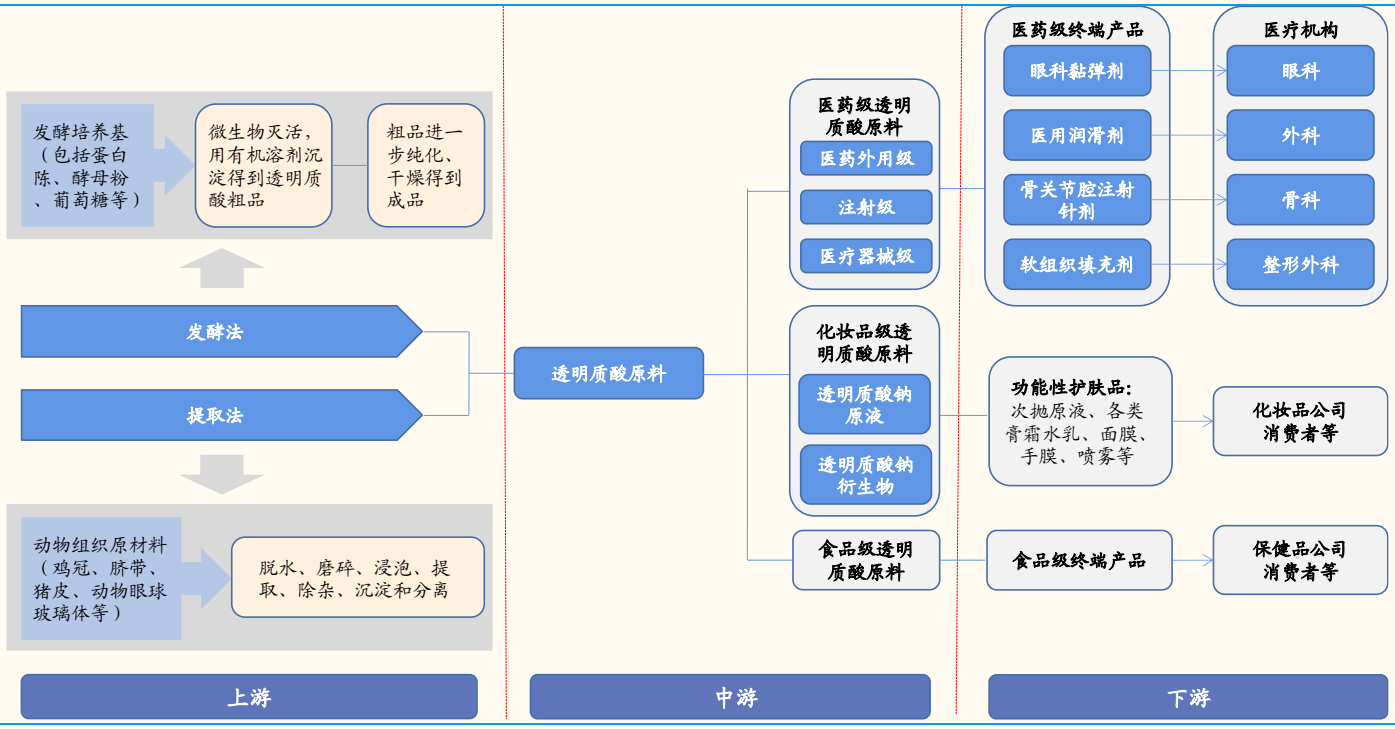
图表 31：透明质酸的分类（根据用途和技术要求）

分类	用途	主要功能
医药级	注射液透明质酸	作为润滑或粘弹剂治疗骨关节疼痛
		作为润滑剂用于预防手术黏连
		作为粘弹剂用于眼科手术
		作为塑形填充剂用于防皱抗衰老
	滴眼液透明质酸	用做减轻药物刺激，延长药效的药物载体
化妆品级	外敷透明质酸	用于各种保湿类护肤品中
食品级	食品用透明质酸	用于营养补充食品中

来源：Frost & Sullivan，国金证券研究所

- 透明质酸产业链上游主要包括生产透明质酸所需的原料。原料制备方法有组织提取法、发酵法和化学合成法三种，目前以动物组织提取法和发酵法为主，所需原料主要包括提取法中的动物玻璃体、鸡冠及发酵法中的菌种等，原材料易获取。
- 透明质酸产业链中游主要指透明质酸的制备。动物组织提取法由于萃取环节要求苛刻，易受病菌感染或影响免疫应答，故存在技术局限性。而发酵法不受来源的限制，产量高、成本低，无动物来源的致病病毒的感染，在工业化生产中组织提取法逐渐被发酵法所取代。提取法仅能生产 200-2000kDa 的透明质酸，发酵法不仅可以获得分子量大于 2000kDa 的透明质酸，也能够通过后期的化学降解技术或微生物酶切技术，获得分子量小于 200kDa 的透明质酸。
- 透明质酸产业链下游主要指透明质酸产品，包括医疗级、化妆品级和食品级。医疗级的终端应用产品附加值高于食品级和化妆品级。

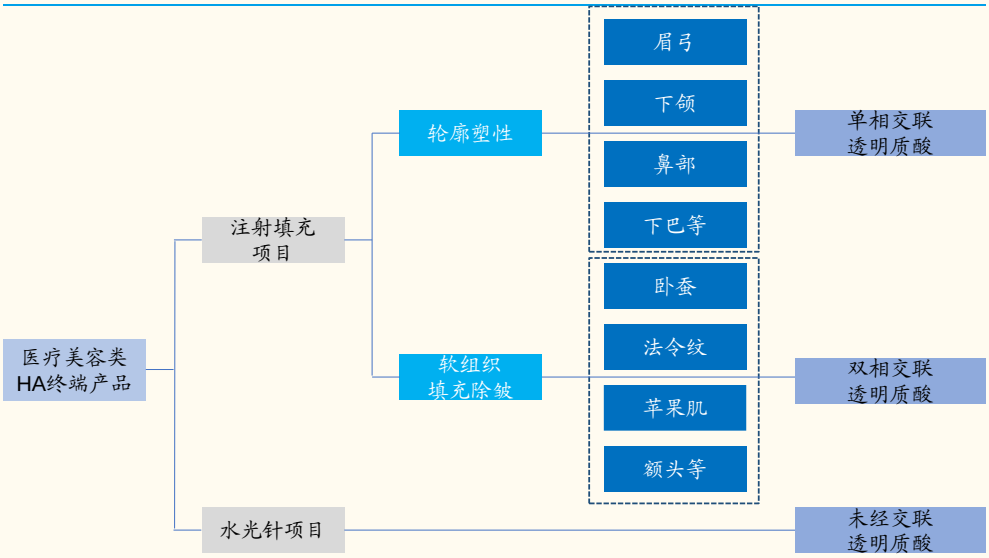
图表 32：透明质酸产业链上中下游分析



来源：华熙生物招股书，国金证券研究所

- 透明质酸填充剂根据交联化状态可分为“单相（Monophasic）”和“双相（Biphasic）”两种。单相玻尿酸是用研磨法将大块玻尿酸凝胶磨成质地平滑，很细很细的凝胶状，通过采用高密度网状结构技术，提高了交联度。双相玻尿酸是使用筛分法，将交联与非交联的玻尿酸混合在一起，爱美客目前已上市产品均为单相交联透明质酸。

图表 33：不同医美项目的透明质酸产品类型



来源：Frost & Sullivan，国金证券研究所

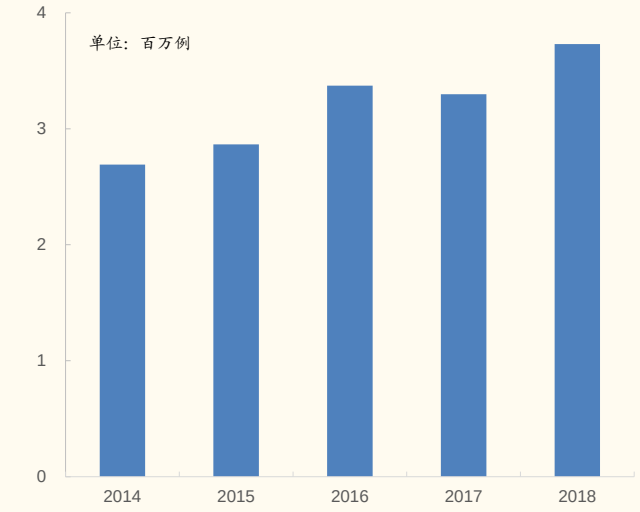
- 美国是全球第一大透明质酸消费国，按疗程数量计，约占全球 1/5 市场份额。透明质酸填充在全球注射类医美项目中疗程数量排名第二，仅次于肉毒素，但疗程量约为肉毒素的一半，随着收入增加、医美产品质量及种类不断丰富，透明质酸应用场景预计将更加广泛，注射量有望持续增加。

图表 34：2018 年透明质酸疗程数排名 top 10（按国家）

排名	国家名称	疗程总量	占比
1	美国	763,000	20.5%
2	巴西	252,971	6.8%
3	意大利	243,584	6.5%
4	德国	174,900	4.7%
5	墨西哥	142,217	3.8%
6	阿根廷	82,871	2.2%
7	印度	72,933	2.0%
8	哥伦比亚	31,375	0.8%
9	澳大利亚	29,559	0.8%
10	泰国	9,484	0.3%

来源：ISAPS，国金证券研究所

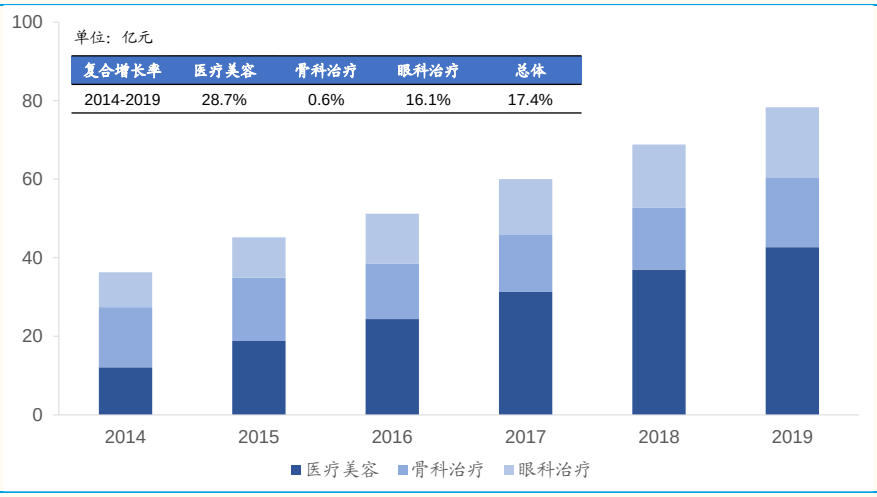
图表 35：2014-2018 年全球透明质酸疗程总量统计



来源：ISAPS，国金证券研究所

- 我国医药级透明质酸市场规模增长稳健，医疗美容应用占比超一半且呈日益提升趋势。2019 年，中国医疗美容类透明质酸终端产品的市场规模仍大于其它医药级终端应用领域，达到 42.7 亿元，2014-2019 年复合增长率为 28.7%。受益于人口基数大、医美渗透率持续提升等因素，我国医疗美容类透明质酸终端产品市场发展潜力大。

图表 36：2014-2019 年中国医药级透明质酸终端产品市场规模

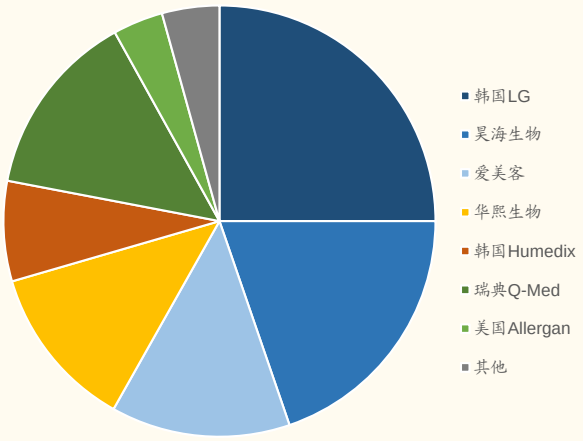


来源：Frost & Sullivan，国金证券研究所

- 我国医美玻尿酸产品市场仍以进口企业为主导，国产企业占比逐步提升，进口替代空间大。
  - 从销售收入来看，爱美客市场份额占比提升显著，从 2016 年的 5.7%提升至 2019 年的 10.1%。国产三家企业（爱美客、华熙生物、昊海生科）合计占比从 20.5%提升至 23.8%。
  - 从销售数量来看，2018 年，爱美客市场占比约 12.5%，仅次于昊海生科（占比为 18.4%），位居国产第二。国产三家企业（爱美客、华熙生物、昊海生科）合计占比 42.4%。由于国产品牌单价较进口品牌产品低，故数量占比高于收入占比。
- 国外品牌主要占据高端市场，随着本土企业产品品类增多、质量提升和技术创新，占比有望逐步提升。国外品牌进入中国市场较早，有稳定的市场渠道，具备先发优势。国产品牌如爱美客产品不断丰富，如加入利多卡因

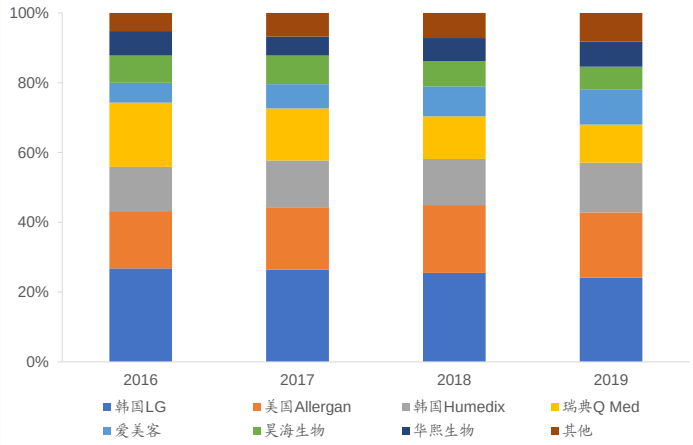
缓释剂，尤其是嗨体获批对水光市场起到引领作用，本土品牌的市场销售收入有望进一步提高。

图表 37：2018 年中国医疗美容透明质酸产品市场竞争格局（按销量占比）



来源：Frost & Sullivan，国金证券研究所

图表 38：中国医疗美容透明质酸产品市场竞争格局（按销售金额占比）



来源：Frost & Sullivan，国金证券研究所

- 我国有三十余款透明质酸产品获得国家药监局批准，可满足消费者对产品性能、价格等多方面差异化需求。

图表 39：国内通过 NMPA 认证的透明质酸填充产品梳理

企业类别	企业名称	品牌名称	上市时间	生产地点	零售参考价
内资企业	爱美客	逸美	2009	北京	2500-5000/ml
		宝尼达	2012	北京	6000-10800/0.5ml
		爱芙莱	2015	北京	500-1680/ml
		逸美一加一	2016	北京	
		嗨体	2016	北京	1800-5800/1.5ml
	其胜生物	海薇	2013	上海	400-880/ml
		姣兰	2015	上海	1980-3800/ml
		海魅	2020	上海	
	华熙生物	润百颜	2012	山东	500-2000/ml
		润致	2016	山东	1680-1980/ml
		TWINHA	2019	山东	400-1000/ml
	蒙博润生物	舒颜	2014	北京	480-1080/ml
	科妍生物	法思丽	2014	中国台湾	880-2200/ml
	协和医疗	欣菲聆	2015	杭州	400-800/ml
		欣德美	2020	杭州	
	和康生物	肤媄登	2016	中国台湾	1000-3880/ml
	凯乐普生物	玻菲	2017	山东	980-2600/ml
	常州药物研究所	碧萃诗	2018	江苏	
外资企业	Q-Med	瑞蓝2号	2008	瑞典	2180-5000/ml
		Restylane Vital	2019	瑞典	6800-9800/ml
		瑞蓝3号/Lyft/Perlane	2018	瑞典	
	艾尔建	乔雅登	2015	美国	5800-15000/ml
	LG	伊婉 classic s / plus	2013	韩国	680-880/ml
		伊婉 volume s	2014	韩国	1080-2580/ml
		伊婉 volume plus	2016	韩国	1580-2980/ml
	Humedix	艾莉薇	2015	韩国	2000-4000/ml
	CROMA	Princess Volume	2017	奥地利	6800/15000/ml
	大熊制药	婕尔	2019	韩国	3000-4000/ml
	菲洛嘉	Art Filler	2019	比利时	
	吉诺斯	蒙娜丽莎	2019	韩国	2000-3000/ml

来源：公司招股说明书，国家药监局，国金证券研究所

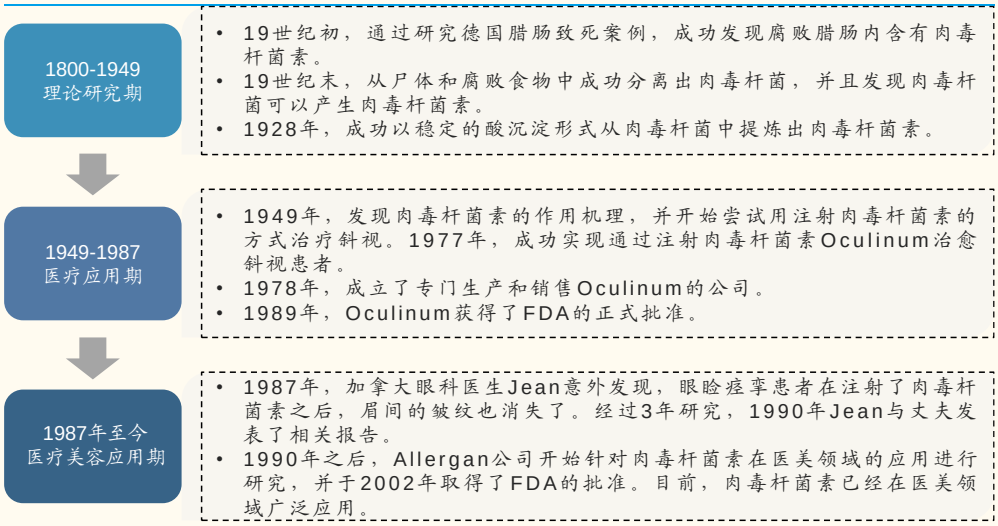
- 从产品产地来看，进口产品主要来自美国、韩国、瑞典、比利时、奥地利等，共十余款产品。国产产品主要分布在山东、北京、江浙沪等区域，约二十款产品。

- 从产品获批时间来看，爱美客的逸美于 2009 年获批，是国产首个获批的透明质酸产品。Q-Med 的瑞蓝 2 号于 2008 年获批，是首个获批的进口产品。目前，爱美客在透明质酸产品获批时间上具备先发优势且产品线布局丰富。
- 从产品零售参考价来看，进口企业价格较高于国产企业，复合透明质酸售价高于普通透明质酸。

肉毒毒素：国内成熟度低于国际市场，发展潜力大

- 肉毒毒素又称肉毒杆菌毒素，是由致命的肉毒杆菌在繁殖过程中产生的毒性蛋白质。肉毒杆菌素根据抗原性的不同，可分为 A、B、Ca、Cb、D、E、F、G 八种类型，其中，A、B、E、F 型肉毒杆菌素均能引起人类疾病。临床上用于医疗及美容的肉毒杆菌素都是 A 型肉毒杆菌素。
- 肉毒杆菌素作用于胆碱能运动神经的末梢，拮抗钙离子，干扰乙酰胆碱的释放，使肌纤维不能收缩致使肌肉松弛，达到除皱美容的目的。肉毒毒素医学界用来治疗面部痉挛和其他肌肉运动紊乱症，上世纪八十年代，整容界才将它的功能扩大，用它进行瘦脸、塑小腿等。在治疗过程中，医生逐渐发现肉毒杆菌素在消除皱纹方面有着卓越的效果，利用肉毒杆菌素消除皱纹的整容术应运而生，并因疗效显著而迅速流行。

图表 40：肉毒杆菌素行业发展历程



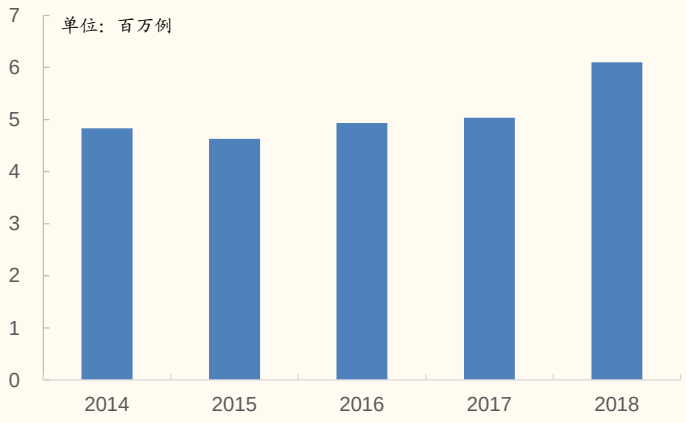
来源：CNKI，Frost & Sullivan，国金证券研究所

图表 41：2018 年肉毒素注射疗程总量排名（按国家）

排名	国家名称	疗程总量	占比
1	美国	1,463,409	24.0%
2	巴西	392,530	6.4%
3	德国	321,702	5.3%
4	墨西哥	289,568	4.7%
5	意大利	181,472	3.0%
6	印度	142,784	2.3%
7	阿根廷	109,794	1.8%
8	哥伦比亚	66,351	1.1%
9	澳大利亚	41,077	0.7%
10	泰国	20,561	0.3%

来源：ISAPS，国金证券研究所

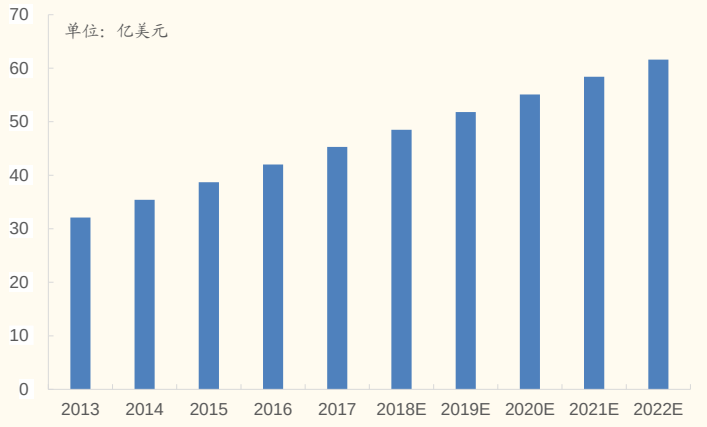
图表 42：2014-2018 年全球肉毒素疗程总量统计



来源：ISAPS，国金证券研究所

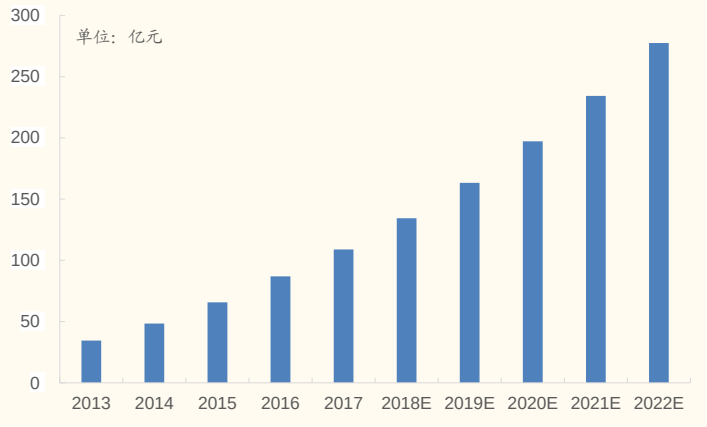
- 美国是全球第一大肉毒毒素消费大国，按疗程数量计，约占全球 1/4 市场份额。肉毒素是全球注射类医美项目疗程数量最大的项目，2018 年全球疗程总量约 610 万个。全球人口老龄化呈加速趋势，去皱市场需求旺盛，预计肉毒毒素行业将继续稳健增长。
- 全球肉毒毒素行业市场规模保持稳定增长趋势。2017 年全球肉毒毒素市场规模约 45.3 亿美元，预计 2022 年将达到 61.6 亿元，2017-2022 年 CAGR 为 6.3%。全球肉毒毒素市场规模持续扩大，主要由供应、需求和消费频次三大因素驱动。
  - 供应水平提升：伴随着生产技术的不断进步，肉毒毒素的供应量和供应质量均有所提升，为市场规模的扩大奠定了基础。
  - 终端需求扩大：肉毒毒素具有防皱抗衰的功效，随着全球范围内老龄人口增加，人民生活水平提升，对采取医疗美容手段抗衰老的需求不断增加，肉毒杆菌素的终端需求也随之扩大。
  - 消费频次增加：肉毒毒素除皱需定期反复注射，消费频次增加将推动行业市场规模持续增长。
- 中国肉毒毒素行业市场规模以超 20%的年复合增长率快速增长。根据 Frost & Sullivan，2017 年中国肉毒毒素市场规模约 109 亿元，2017-2022 期间 CAGR 为 20.56%，预计 2022 年有望达到 277 亿元。中国肉毒毒素行业市场规模加速扩容，除了受供给、需求和消费频次增加因素驱动，还受到合规医美市场扩容及终端应用领域增加影响。
  - 市场规范程度提升：卫健委等相关机构相继出台多项条文促进我国医美市场规范化发展，预计未来市场上不合格产品将减少并逐渐消失，肉毒毒素行业将迎来快速发展期。
  - 终端应用领域增加：目前国内肉毒毒素临床应用领域比较局限，以消除鱼尾纹、眉间纹等为主。预计未来肉毒毒素的临床应用领域将不断拓展，适用于咬肌肥大、额纹等领域的肉毒毒素有望开发并获批，终端应用领域的增加扩展了肉毒毒素的市场空间，未来发展趋势良好。

图表 43：2013-2022 年全球肉毒毒素行业市场规模



来源：Frost & Sullivan，国金证券研究所

图表 44：2013-2022 年中国肉毒毒素行业市场规模



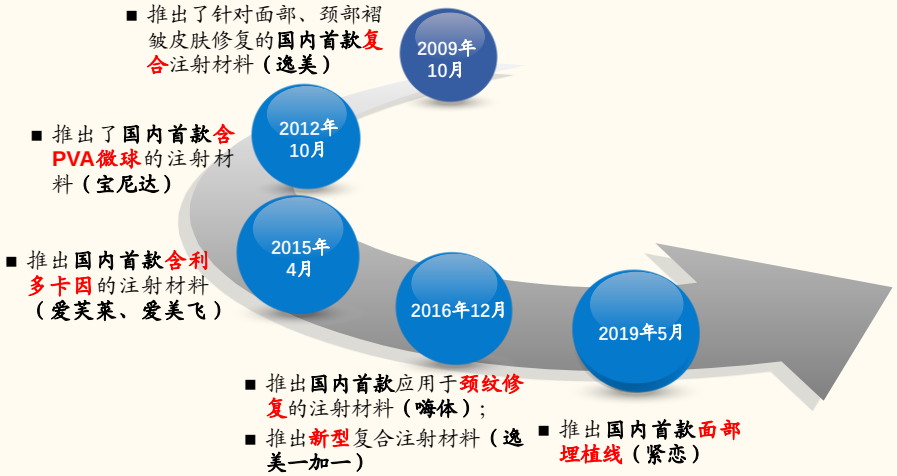
来源：Frost & Sullivan，国金证券研究所

核心竞争力：产品定位精准，研发+销售双轮驱动

丰富的产品矩阵，呈差异化梯度式覆盖

- 产品定位精准且种类丰富，先发优势显著。公司产品主要针对面部、颈部褶皱皮肤的修复，目前已形成“5+1”的产品布局，五款透明质酸和一款面部埋植线产品各具特色，在技术运用、适用范围、注射/植入层次上有所区别，可满足消费者多样化的需求，先发优势显著。

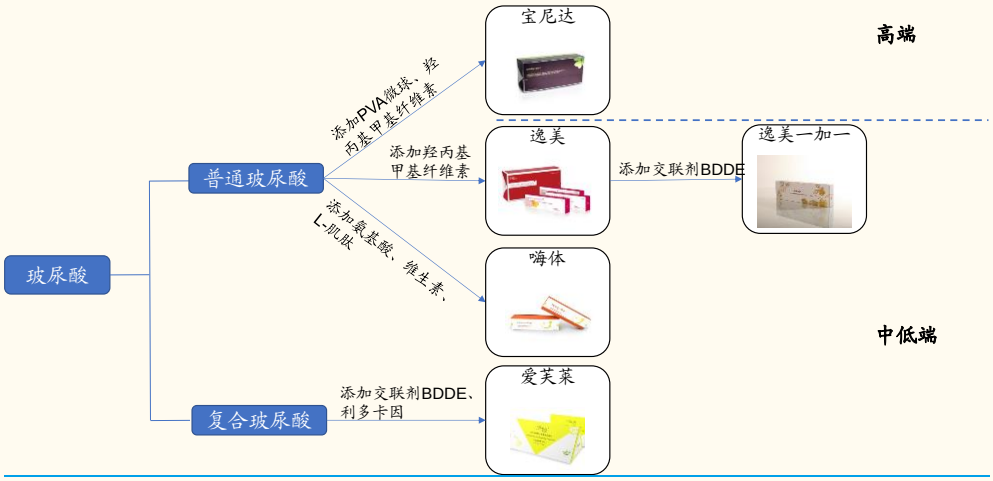
图表 45：2009-2019 公司共推出六款自主研发产品



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 多款透明质酸产品呈差异化梯度式覆盖，各产品在配方组份、适用部位、修复效果等方面有所不同，能够满足多个细分市场的消费需求。

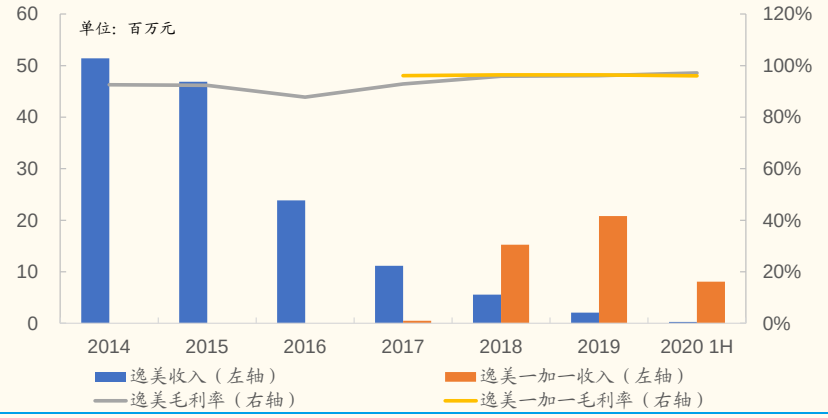
图表 46：公司多款透明质酸产品呈差异化梯度式覆盖



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

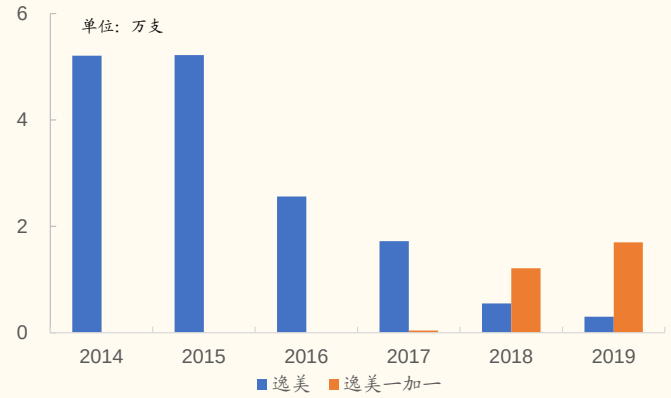
- 普通透明质酸逸美、逸美一加一中添加了羟丙基甲基纤维素，可延缓透明质酸分解，延长填充剂在皮肤中维持时间至 1-2 年。逸美产品自 2009 年 10 月获得 CFDA 批准以来，销售超过 9 年。公司为了进一步满足市场更新换代需求，精确产品定位，在 2017 年推出逸美升级产品逸美一加一。
  - 2014-2016 年逸美产品销售收入呈下行趋势主要系 2015 年爱芙莱上市后，公司降低了对逸美的推广力度，产品销量下滑及销售单价略有下降所致。2017 年逸美一加一上市后，逸美产品收入下降，主要是受产品更新换代造成的影响，产品销量下降。
  - 逸美一加一销售单价高于逸美，处于快速放量期。随着公司加大对逸美一加一的推广和宣传力度，逸美一加一的销售收入逐年增加。

图表 47：2014-20201H 逸美及逸美一加一收入及毛利率



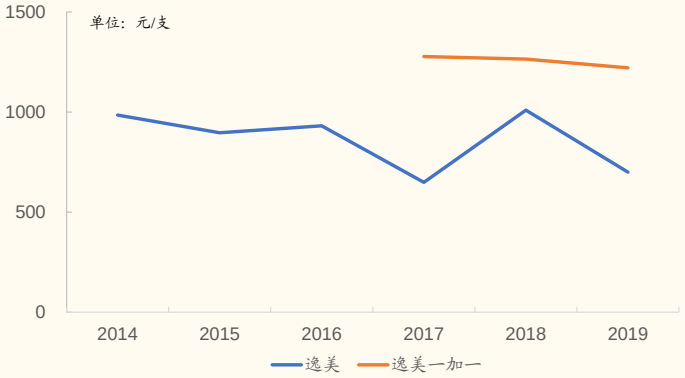
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 48：2014-2019 逸美及逸美一加一销售数量



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

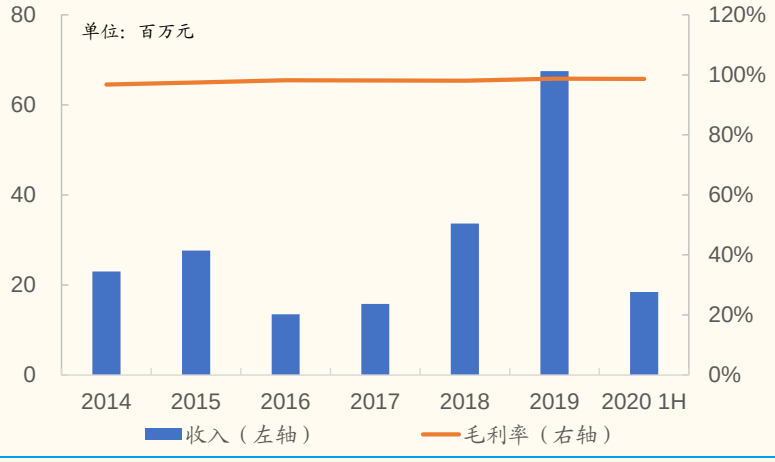
图表 49：2014-2019 逸美及逸美一加一销售单价



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 宝尼达产品定位相对高端，产品售价相对较高，是公司研制的国产首款长效透明质酸注射填充剂，含有 80%复合透明质酸和 20%微球。PVA 微球能不断刺激皮肤内产生新的胶原蛋白，维持皮下胶原蛋白动态平衡，填充效果可维持 5-10 年左右。目前国内仅两款用于面部填充的含微球成分长效透明质酸产品获得国家药监局批准，市场竞争格局较好，公司产品具备先发优势，经近些年的临床应用，长效产品逐渐被市场接受，公司宝尼达产品得到了下游医疗机构以及终端消费者的认可，产品需求稳步增长。

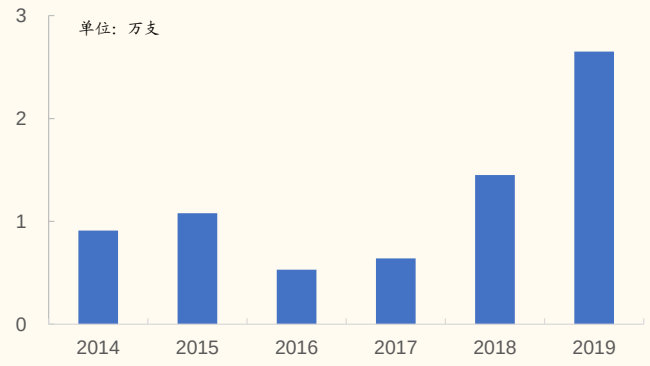
图表 50：2014-20201H 宝尼达产品收入及毛利率



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

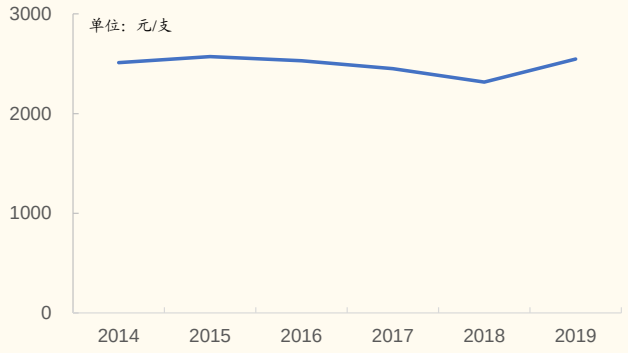
- 宝尼达产品毛利率保持稳定，收入增加主要源于销售量增加。2016 年宝尼达产品销量下降的原因主要有：一是公司为保持宝尼达高端的产品定位，销售单价与国外同类产品的价格基本相同，一定程度影响了销量提升；二是公司在营销资源的投入比较有限，广告和学术推广力度较小。

图表 51：2014-2019 宝尼达产品销售数量



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

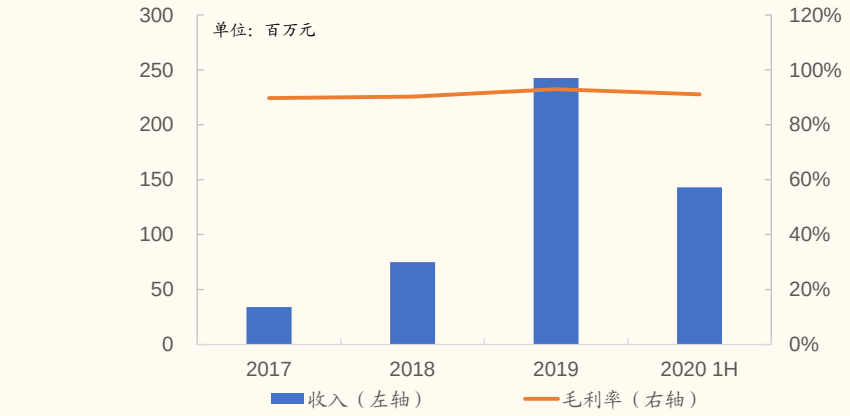
图表 52：2014-2019 宝尼达产品销售单价



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

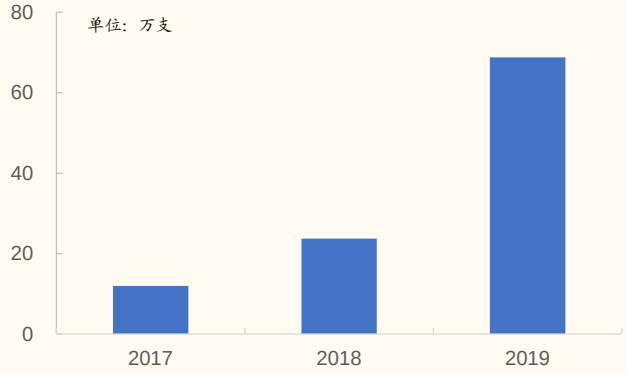
- 嗨体是目前唯一经国家药监局批准的针对颈部皱纹改善的三类医疗器械产品，填补了颈部皱纹修复领域的空白。嗨体的核心技术已获得国家发明专利，产品主要成分除透明质酸钠外，还添加了氨基酸、维生素 B2 和 L-肌肽等元素，可刺激成纤维细胞分泌大量胶原蛋白，减轻或消除细纹，收紧皮肤。
- 嗨体属于改善型治疗产品，消费频次高。多数终端客户会在嗨体产品注射完成 1-3 个月后需再次注射嗨体产品。因此，嗨体产品的注射频次一般会高于爱芙莱产品等其他注射用透明质酸类产品。经过近 2 年的市场培育，其安全性和有效性较快得到了下游医疗机构以及终端消费者的认可，终端消费需求大幅度增长，客户黏性较强。

图表 53：2017-20201H 嗨体收入及毛利率



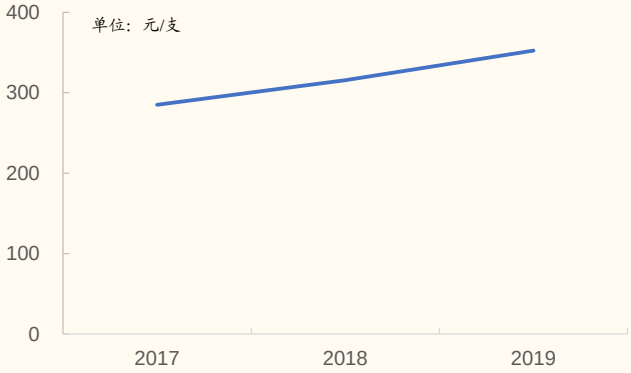
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 54：2017-2019 嗨体销售数量



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

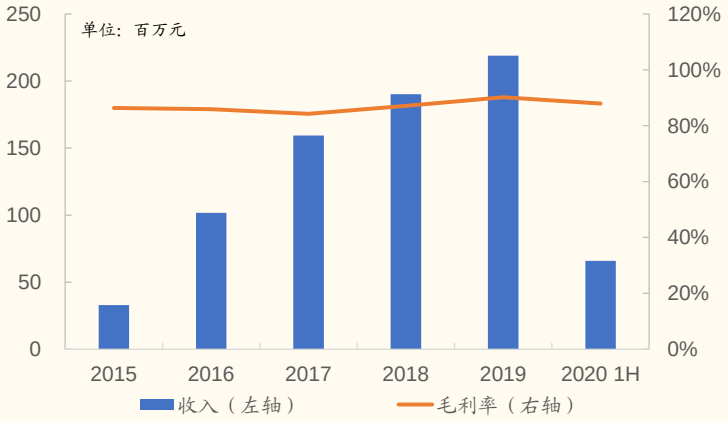
图表 55：2017-2019 嗨体销售单价



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

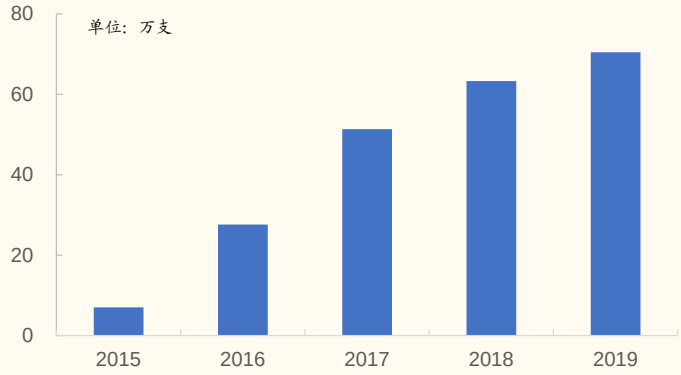
- 爱芙莱产品含有盐酸利多卡因成分，具有舒缓减痛作用，提升了消费者注射过程的舒适度，且产品性价比较高，故收入增长迅速。

图表 56：2015-20201H 爱芙莱收入及毛利率



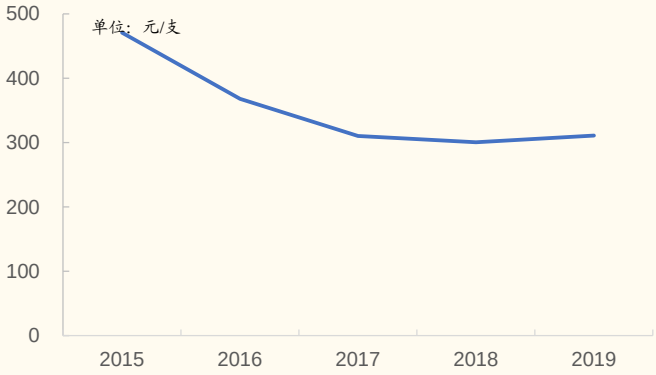
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 57：2015-2019 爱芙莱销售数量



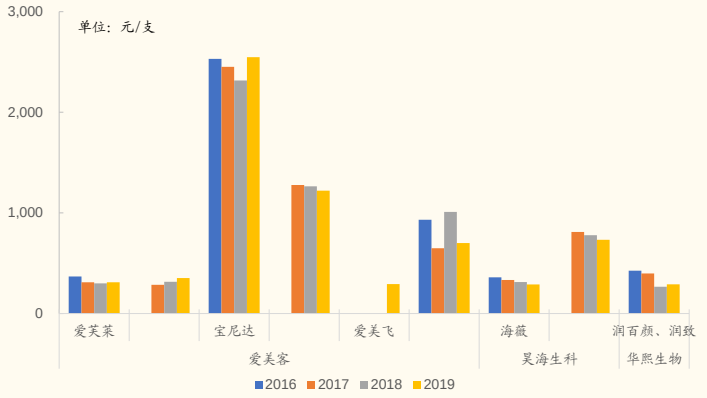
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 58：2015-2019 爱芙莱销售单价



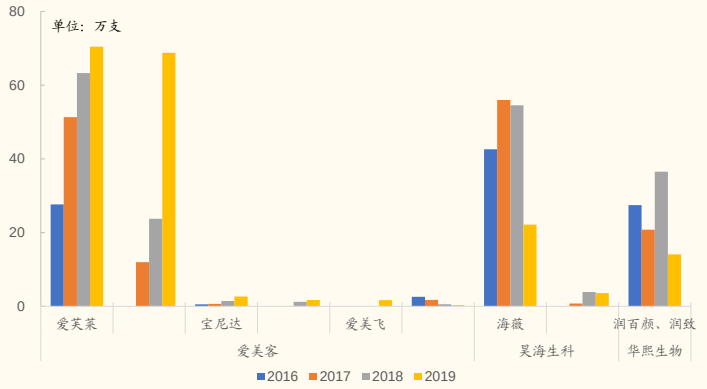
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 59：爱美客、华熙生物和昊海生科玻尿酸产品单价比较



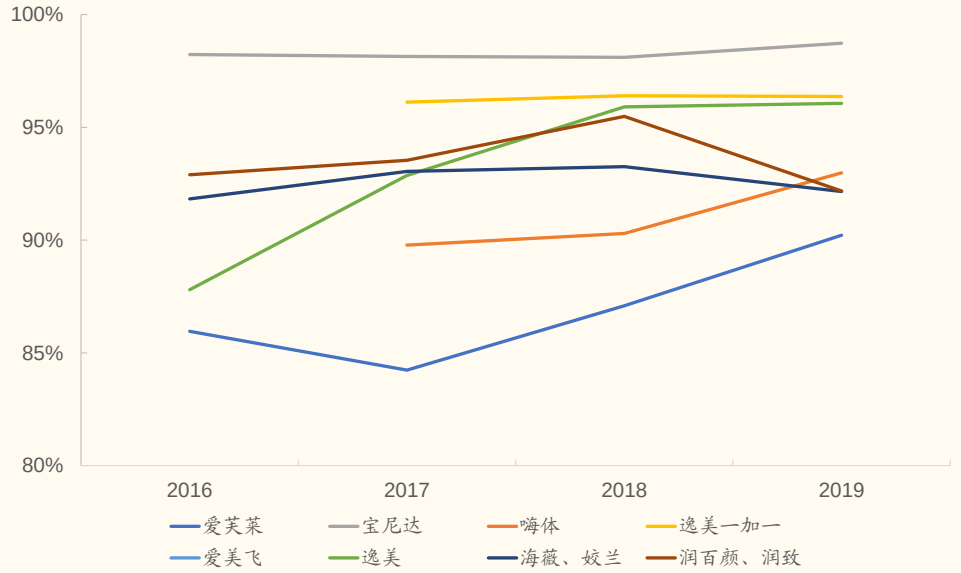
来源：各公司招股说明书，各公司年报，国金证券研究所

图表 60：爱美客、华熙生物和昊海生科玻尿酸产品销量比较



来源：各公司招股说明书，各公司年报，国金证券研究所

图表 61：爱美客、华熙生物和昊海生科玻尿酸产品毛利率比较

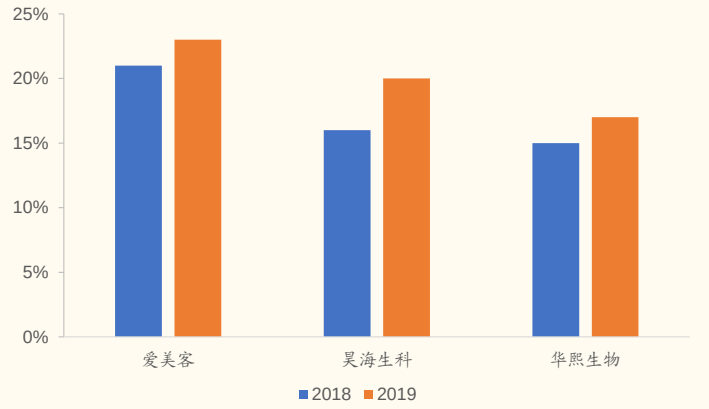


来源：各公司招股说明书，各公司年报，国金证券研究所

技术积累深厚且具备先发优势，拥有多项III类医疗器械证

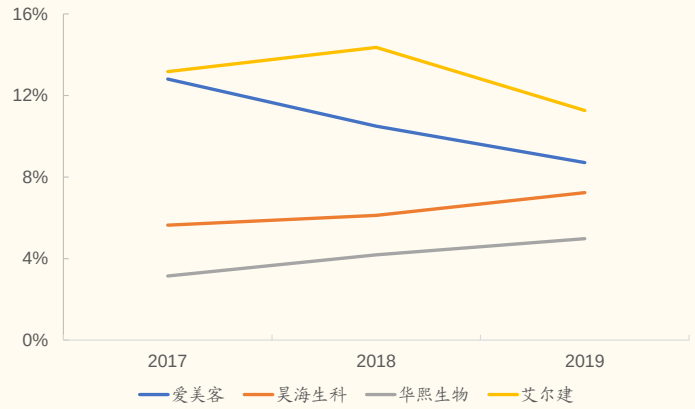
- 公司高度重视研发人员培养且激励充分，持续高研发投入为产品落地奠定坚实的基础。
  - 公司研发人员占比领先于国内其他透明质酸龙头企业。2019 年公司研发人员占比为 23%，昊海生科和华熙生物分别为 20%、17%，公司研发人员占比具备较大优势。
  - 公司研发费用率始终维持高位，为新品推出保驾护航。研发费用率略呈下行趋势主要原因是公司收入近年来增速过快。2019 年公司研发费用率 8.7%，高于昊海生科的 7.2%、华熙生物的 5.0%。

图表 62：公司研发人员占比领先



来源：公司招股说明书，各公司年报，国金证券研究所

图表 63：公司研发投入力度大



来源：公司招股说明书，各公司年报，国金证券研究所

- “知行军”员工持股平台覆盖核心技术和产品人员，并对在项目研发中贡献重大的科技人员给予充分的奖励，激励措施稳健。公司的技术骨干均具备深厚的专业背景和丰富的行业经验，充分到位的股权激励及项目奖励机制将员工利益与公司的长远发展绑定，可大大提高研发人员的工作积极性。

- 公司拥有多项核心技术，并持续将技术优势转化为产品优势。
  - 公司拥有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、恒水精准切割技术等多项核心技术，以技术创新为先导，基于产、学、研、医一体化的研发模式，通过建设生物可降解新材料北京市工程实验室，搭建了生物医用材料产品转化平台，通过此平台，将技术实力逐步转化为产品落地。

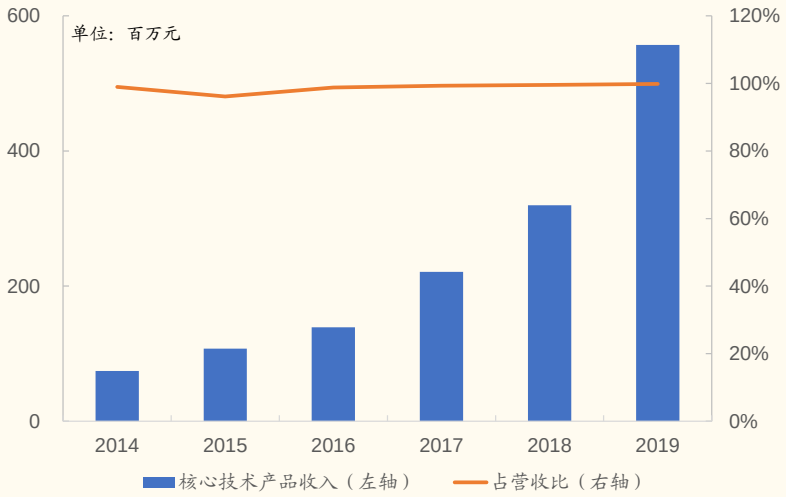
图表 64：公司拥有多项核心技术

序号	技术名称	技术特点	技术优势	产品应用
1	多组分复合仿基质水凝胶技术	以透明质酸钠为主体，复合植物多糖、合成高分子等多种生物材料，得到仿细胞外基质的水凝胶	模仿细胞外基质，使材料具有良好的生物性	逸美 宝尼达 逸美一加一
2	固液渐变互穿交联技术	高分子溶液在交联过程中固化，完成液态向固态的转变。交联剂将高分子链段联结，形成交联网络	有效延长凝胶在体内的停留时间且交联剂用量更少	爱芙莱 爱美飞 逸美一加一
3	水密型微球悬浮制备技术	通过双相悬浮交联法一步制得粒度均匀的高含水量的水凝胶微球	制得的高弹性水凝胶微粒径可控，与透明质酸钠联合使用能提高产品对皮肤的支撑力	宝尼达
4	组织液仿生技术	由透明质酸钠、L-肌肽、氨基酸和维生素组成的复合溶液，能够促进皮肤组织基质的形成，达到皮肤仿生修复效果	除填充效果外，还能促进胶原形成，实现改善皮肤皱纹的效果	嗨体
5	恒水精准切割技术	对可吸收聚合物线材进行精准切割，让线材具有特定的形态特征；同时通过特殊加工处理让材料含水量恒定维持在一个可接收的极低水平，保证材料的稳定性	切割的独特形态，保证了产品有效性；恒定低含水量，保证了产品的稳定性	聚对二氧环己酮面部埋植线

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 公司技术水平和创新能力不断提升，持续将研发优势转化为收入优势，核心技术研发的产品销售收入占比高达 90%以上，且呈现逐年上行趋势。

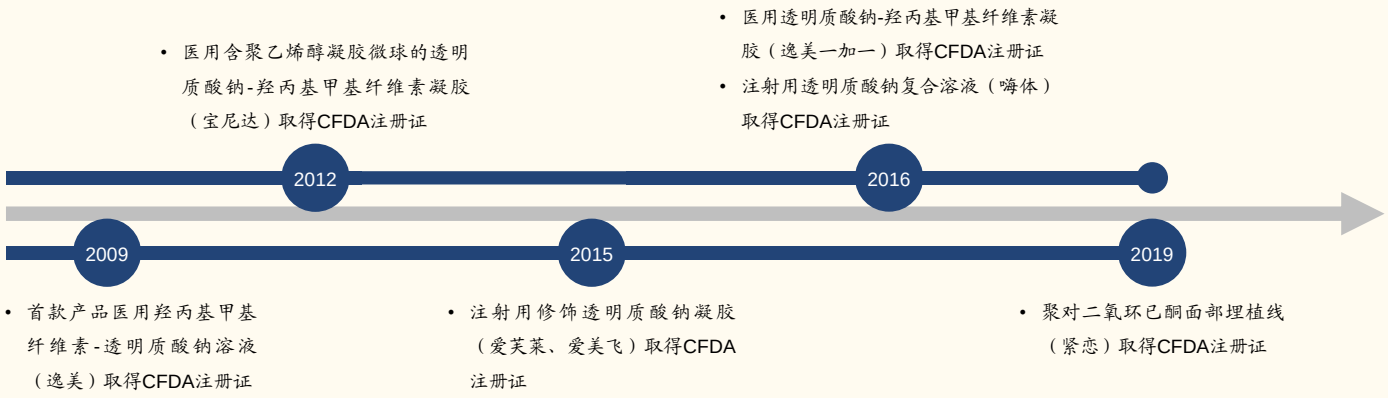
图表 65：公司核心技术的产品收入占比高达 90%以上



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 公司已上市产品均已获得国家药监局颁发的Ⅲ类医疗器械注册证书，数量及进度均领先同行业竞争者，确立并持续巩固公司在医用软组织修复材料领域的技术领先地位。随着国内规范化医美市场持续扩容，公司已获证产品预计将很大程度受益。

图表 66：公司六项产品均获得 NMPA 三类医疗器械注册证



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

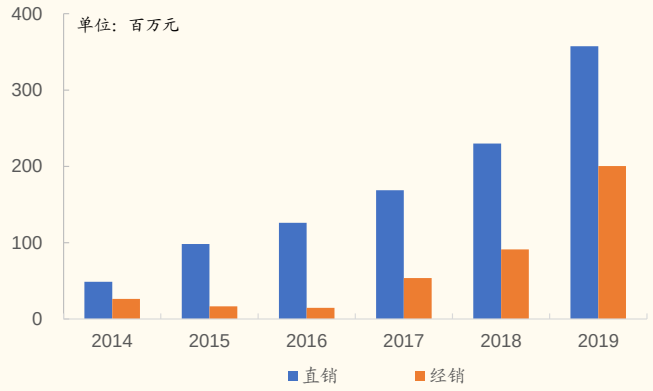
直销为主经销为辅，客户拓展节奏稳健

- 公司已建立完善的销售人员培训体系及多样化的销售激励机制。
  - “客至上”员工持股平台覆盖核心销售骨干，可大大调动人员的工作积极性，充分到位的股权激励及项目奖励机制将员工利益与公司的长远发展绑定。
  - 销售人员人工费占销售费用比例不断增加。2017-2019 年销售人员人工费分别为 1,765 万元、2,980 万元和 4,568 万元，占销售费用比例分别为 42%、48%、59%，销售人员人工费占销售费用比例持续上升主要系公司销售人员奖金绩效增加所致。
- 公司的销售模式以直销为主，经销为辅，直销客户以非公立医疗机构为主。医美消费属性更强，非公立医疗机构是主要服务主体，医美产品的销售主要取决于非公立医疗机构的采购决策而非医生，主要影响因素是产品的合规性、安全性、修复效果、品牌、价格以及与生产厂商的商业合作关系等。医美产品在终端销售模式上，通常采取营销活动获取优质客源，例如通过

广告投放、搜素引擎竞价、医美 APP 社区分享等方式进行营销，通过组织多样化的营销活动吸引和维护客源。公司采取直销和经销相结合的销售方式，既可以牢牢把握住优质的客户资源，又进一步拓宽了市场渠道，形成了高效、稳定的销售网络。

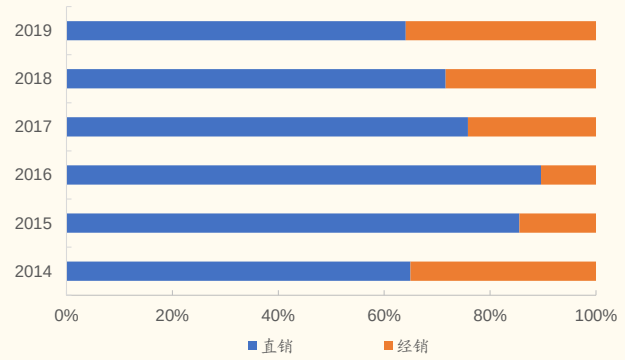
- 直销模式主要由公司销售人员覆盖规模较大的客户，有利于及时获取市场信息，准确把握市场需求，产品研发跟随市场变化的节奏，增强公司对市场的控制力。
- 经销模式主要覆盖公司销售团队无法直接覆盖的医疗机构，公司对经销商筛选严格，采购产品一般以款到发货的方式为主。公司经销模式收入占比提高的主要原因有：一是爱芙莱及嗨体产品分别于 2015 年 4 月及 2016 年 12 月取得产品注册证，2017 年公司在坚持直销为主的前提下，引进部分新增经销商，以进一步提升两个产品的市场覆盖率和渗透率；二是 2018-2019 年，已有经销商产品销售数量有所增长。

图表 67：公司直销和经销模式销售收入



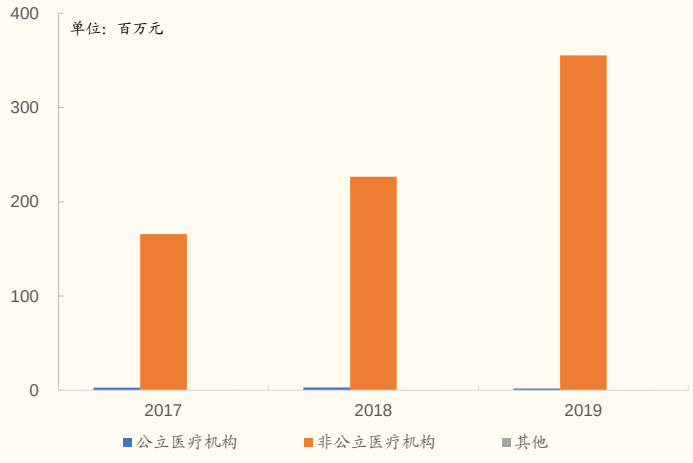
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 68：公司直销和经销模式销售收入占比



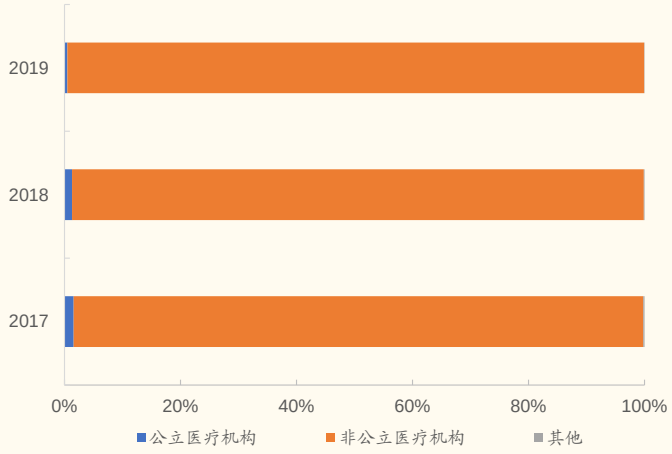
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 69：2017-2019 直销模式不同客户销售收入



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 70：2017-2019 直销模式不同客户销售收入占比

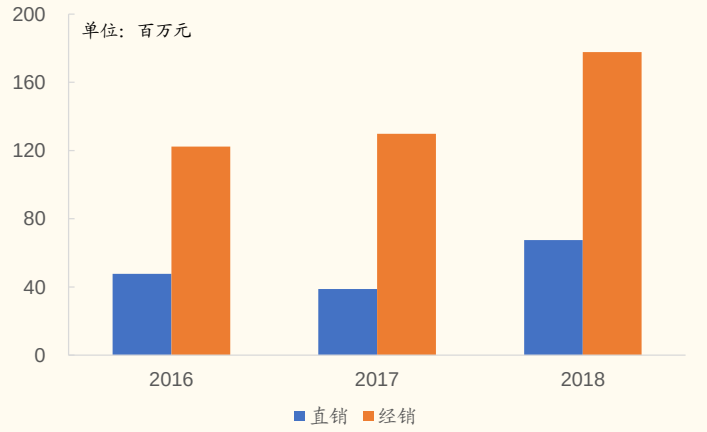


来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 华熙生物皮肤类医疗产品和昊海生科的透明质酸产品均以经销方式为主，且经销收入占比高于爱美客。2018 年昊海生科直销比例上升较多，主要由于其加大了医美产品终端市场直销业务的开拓力度。
  - 华熙生物采取经销、直销相结合的模式，建立专业的医学市场支持团队，成立华熙学院，定期对临床医生和患者进行学术研讨、培训等，协助进行市场定位。

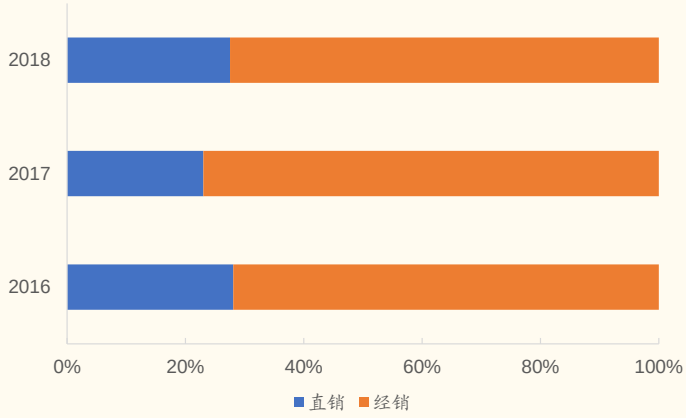
- 昊海生科针对玻尿酸“海薇”和“姣兰”品牌建立了独立的专业化营销团队，通过医院直销与经销商相结合的模式，做到重点区域和旗舰医院的精耕细作，实现了销售渠道的快速铺设和目标市场的广泛覆盖。

图表 71：华熙生物皮肤类医疗产品直销和经销收入情况



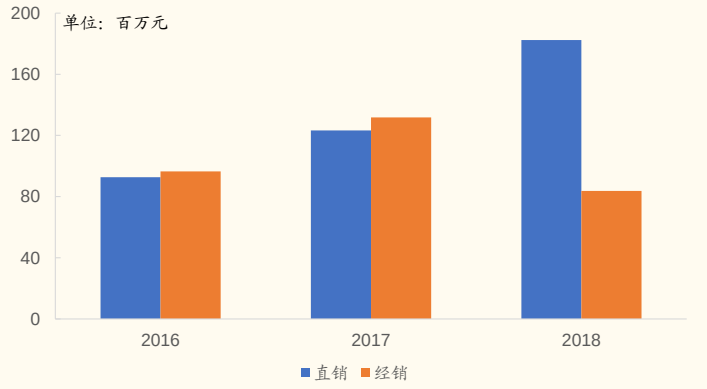
来源：华熙生物招股书，国金证券研究所

图表 72：华熙生物皮肤类医疗产品直销和经销收入占比



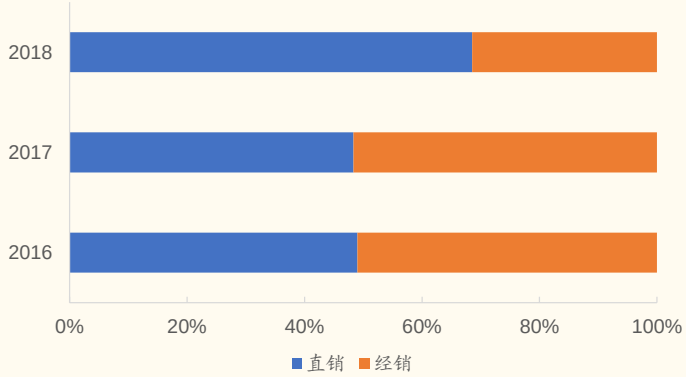
来源：华熙生物招股书，国金证券研究所

图表 73：昊海生科透明质酸直销和经销收入情况



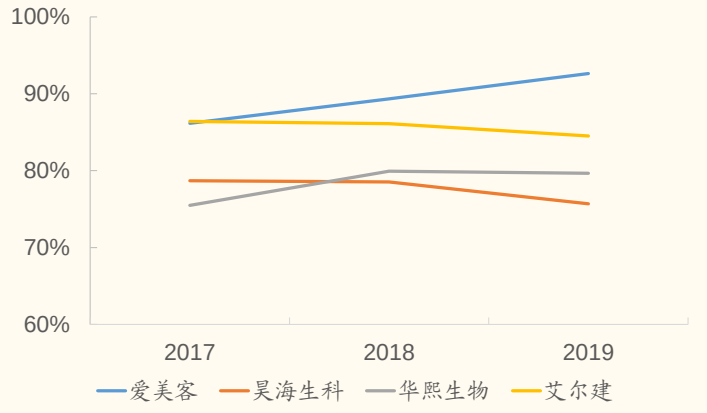
来源：昊海生科招股书，国金证券研究所

图表 74：昊海生科透明质酸直销和经销收入占比



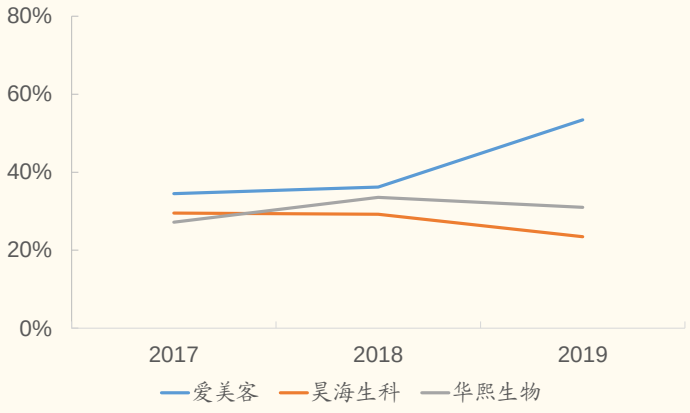
来源：昊海生科招股书，国金证券研究所

图表 75：玻尿酸企业毛利率比较



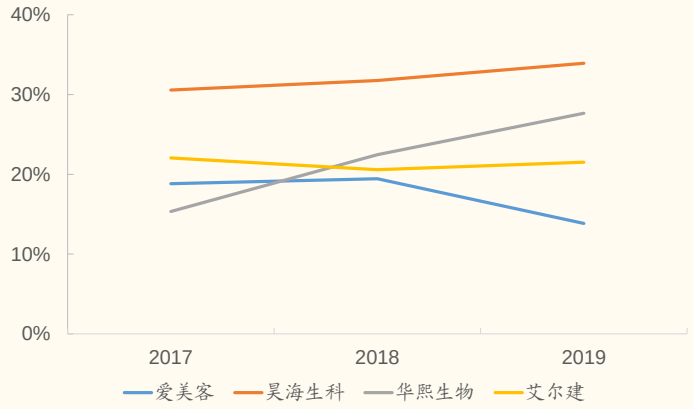
来源：各公司招股说明书，各公司年报，国金证券研究所

图表 76：玻尿酸企业净利率比较



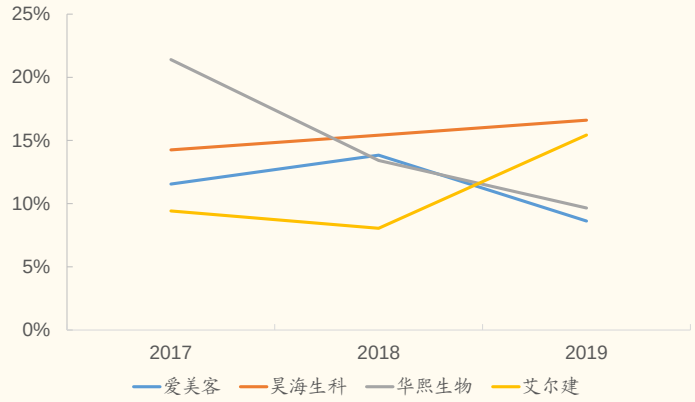
来源：各公司招股说明书，各公司年报，国金证券研究所

图表 77：玻尿酸企业销售费用率比较



来源：各公司招股说明书，各公司年报，国金证券研究所

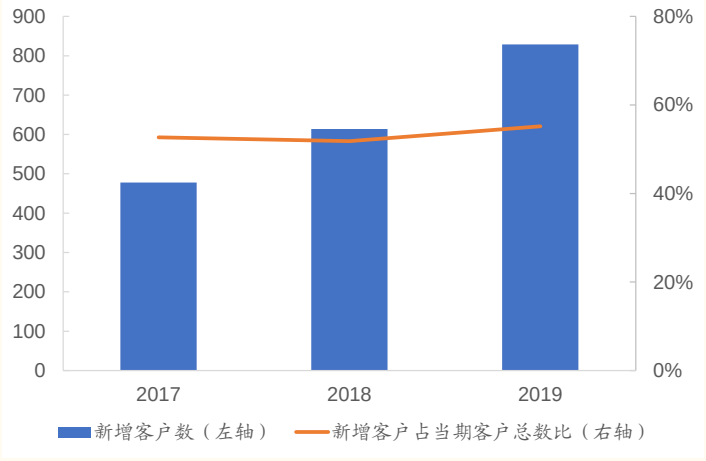
图表 78：玻尿酸企业管理费用率比较



来源：各公司招股说明书，各公司年报，国金证券研究所

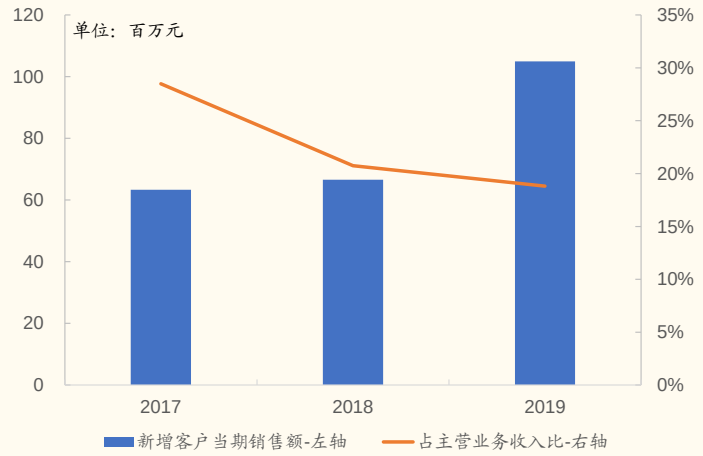
- 随着公司产品品牌知名度不断提升及产品线持续丰富，公司客户数量逐年增加。2017-2019 公司新增客户分别为 478 家、614 家和 829 家，新增客户收入占比分别为 28.49%、20.75%、18.82%。公司产品的安全性和有效性逐步得到下游医疗机构以及终端消费者的认可，终端消费需求大幅增长，预计未来持续会有新客户寻求业务合作。

图表 79：2017-2019 年公司新增客户数量及占比



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

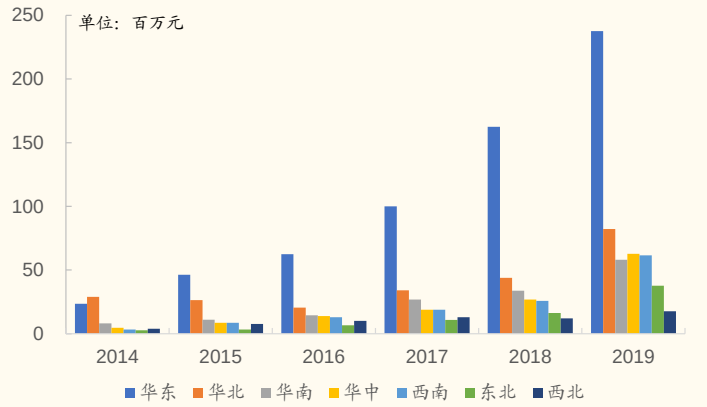
图表 80：2017-2019 年公司新增客户销售额及占比



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

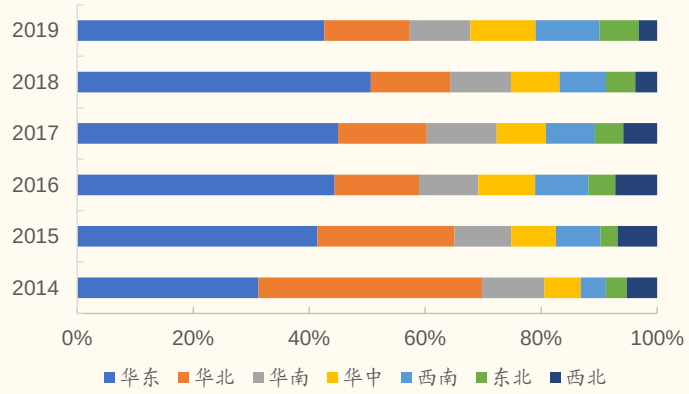
- **公司的销售主要集中于华东、华北和华南地区。**2017-2019 年，华北、华东和华南地区合计占营业收入的比例分别为 72.35%、74.79%和 67.77%。公司产品销售的区域性特征形成的原因：一是华北、华东和华南地区经济发展水平较高，医疗美容市场发展迅速，消费观念较为成熟，大型美容医疗机构相对集中；二是公司在华北、华东和华南地区市场推广力度较强。预计随着大众对医美消费接受度提高、医美消费渠道下沉至三四线城市，公司销售收入全国分布将愈加平衡。

图表 81：2014-2019 公司按区域划分的销售收入



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 82：2014-2019 公司按区域划分的销售收入占比



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

未来增长点：产品品类及应用领域延伸提供持续增长动能

新品不断涌现，产品布局愈加丰富

- 公司紧恋产品先发优势显著，预计未来将贡献业绩增量。2019 年 5 月公司取得聚对二氧环己酮面部埋植线 III 类医疗器械注册证书，为首款取得国家药监局批准的面部埋植线产品。
- 面部埋线是将植入的 PPDO 线依据皮肤老化纹路和凹陷位置分布，形成稳定和谐的新构架。锯齿线可以产生强劲的提拉力，将松垮的脂肪和肌肉收回并固定在原处，面部皱纹变少皮肤变紧致；平滑线植入后可以刺激成纤维细胞活性、让胶原及弹性蛋白再生，提升皮肤整体代谢率，让肤质更紧致细腻。

图表 83：中国线雕产品市场竞争格局

品牌	紧恋线	秘特线MINT	美迪塑	快翎Quill	蓝钻鱼骨线
产地	中国	韩国	韩国	美国	美国
生产厂商	爱美客	韩士生科	KJ Meditech	舜科医疗	强生
获证情况	国械注准20193130294 Ⅲ类证	国械注进20193130311 Ⅲ类证	国械注进20143026222 Ⅲ类证	国械注进20163653290 Ⅲ类证	国械注进20153020661 Ⅲ类证
价格	3000元/次	20000~40000元/次	8800~20000元/次	10000~30000元/次	30000-60000元/次
操作方式	埋植	埋植	微创	微创	埋植
持续时间	6-10个月	1.5-2年	1-2年	1-2年	1-1.5年
治疗周期	单次，可在6个月后进行再次治疗	单次	单次，可在2年后再次治疗	单次，可在12个月后进行再次治疗	1.5-2年/次

来源：国家药监局，国金证券研究所

- 公司在研产品童颜针（聚左旋乳酸）预计将于 2020 年末取得产品注册证书，目前国内尚无获批产品，未来有望成为强劲的业绩增长点。

图表 84：公司在研产品情况

产品名称	产品功能及用途	产品类别	研发阶段	与行业技术水平的比较
医用含修饰聚左旋乳酸微球的透明质酸钠凝胶	用于皮肤填充	III 类医疗器械	注册申报阶段	含有聚乳酸微球的复合填充材料，具有中长期的维持效果
注射用 A 型肉毒毒素	医疗美容中用于去除动态皱纹等	生物药品	临床阶段	属于已上市同种产品的生物类似药
医用聚羧甲基葡糖胺聚糖凝胶	手术防粘连产品	III 类医疗器械	注册申报阶段	利用原位成膜技术，预防术后慢性炎症期造成的粘连
医用生物补片	用于硬脑膜和软组织修复	III 类医疗器械	注册检验阶段	具有良好的机械性能和生物相容性能
基因重组蛋白药物	用于糖尿病及肥胖症的治疗	生物药品	临床前研究阶段	利用原核表达技术，具有成本优势

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 85：童颜针品牌举例（目前国内无Ⅲ类器械证获批）

品名	产地	厂商	成分	规格	配置及使用	疗程	价格	全球资质	国内资质	上市时间	图示
舒颜萃 Sculptra	法国	Galderma	PLLA	150mg*1瓶/盒	无菌注射用水5ml，溶解后静置24小时	最多注射3-4次，注射间隔4-6周	5000-7000/元/ml	FDA	暂无	未获得认证	
爱塑美 AestheFill	韩国	Regen Biotech	PLLA、PDLA、CMC	200mg*1瓶/盒	无菌注射用水8ml，摇晃至均匀约20分钟，加入利多卡因2ml后施打	最多注射3-4次，注射间隔4-6周	2000-4000/元/次	KFDA	暂无	未获得认证	
得美颜 DermaVeil	美国	Anteco Pharma	PLLA、GLA	236.14mg*2瓶/盒	无菌注射用水或生理盐水8ml，溶解后静置30分钟	最多注射3-4次，注射间隔4-6周	3000-5000/元/次	FDA	暂无	未获得认证	
瑞博 Reborn	中国	杭盖和博生物	PLLA、GLA	360mg*1瓶/盒	无菌注射用水或生理盐水8ml，溶解后静置10分钟	注射2-3次，注射间隔4-6周	6980-23800/元/次	暂无	吉长械字号	2018	
欧倍颜 EVOPLLA	中国	JTK国际医疗集团	PLLA	PLLA凝胶型	无需溶解配制	注射3-6次，注射间隔3-4周	6800-9800/元/次	暂无	暂无	2019	
仙诺德 SianMagic	中国	微度医疗器械公司	PLLA	PLLA凝胶型 200mg*2支/盒	无需溶解配制	注射3-6次，注射间隔3-4周	11600-12000/元/次	暂无	CFDA Ⅰ类械字号	2018	
加纳菲 GanaFill	韩国	GANA生物制药	PLLA、PDLA	210mg*10瓶/盒	无菌注射用水10-15ml，充分溶解后48小时内使用	注射3-6次，注射间隔3-4周	2000-15000/元/次	KFDA	暂无	未获得认证	
百佳丽 Bellezza	韩国	ELASTEM,Inc	PLLA	365mg*1瓶/盒	无菌注射用水8-10ml+利卡多因2ml，溶解后静置20分钟	最多注射3-4次，注射间隔4-6周	5000-8000/元/次	暂无	暂无	未获得认证	
美拉克 Touch Up	韩国	Newface Laboratories	PCL	PCL凝胶型 2ml*5瓶/盒	无需溶解配制	注射3-6次，注射间隔1-4周		暂无	CFDA进口妆字号	2018	
贝洛娜 Bellona	韩国	G-MED	PCL	PCL凝胶型 2ml*5瓶/盒	无需溶解配制	注射3次，注射间隔15天	5000-8000/元/次	暂无	CFDA备案	2018	

来源：肉毒毒素 btxa，新氧 APP，各公司官网，国金证券研究所

- 公司已与韩国 Huons 签署合作协议研发肉毒毒素产品，目前已处于临床阶段，产品上市后有望成为推动业绩增长的一大动力。2018 年 9 月，公司与 Huons 签订 A 型肉毒毒素产品在中国的合作协议，根据协议约定，Huons

授权爱美客在中国区域内进口、注册和经销其生产的 A 型肉毒毒素产品，爱美客将负责该产品在中国区域内的临床试验及注册申请，Huons 将提供其所拥有的一切必要技术信息，致力于获取中国药监局的产品注册证。

- 目前，中国肉毒素市场呈现寡头垄断局面。通过国家药监局批准上市的肉毒毒素产品仅有 3 种，分别为美国艾尔建公司生产的 BOTOX（保妥适）、兰州生物制品研究所生产的衡力和法国益普生公司生产的 Dysport（吉适）。预计未来公司产品获批上市后有望分享肉毒毒素市场的高增长红利。

图表 86：目前国内仅三款肉毒毒素产品获批

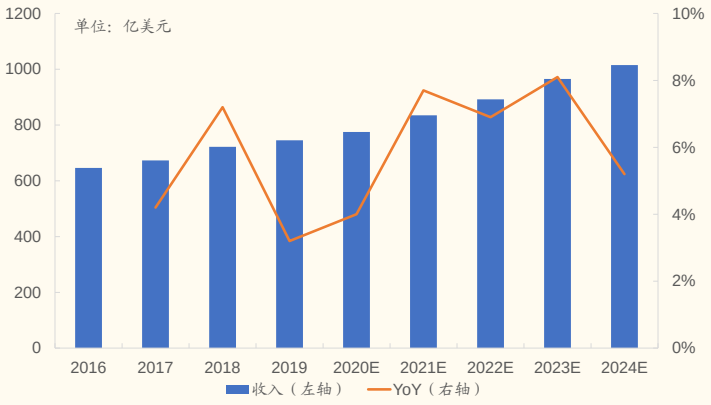
商品名称	衡力	保妥适 BOTOX	吉适 Dysport
注册证号	国药准字S10970037	S20171003 S20171004 S20171005	S20200016
发证日期	2015.06.26	2017.07.28	2020.06.17
上市时间	2015年6月	2017年7月	
产品类型	注射用A型肉毒毒素	注射用A型肉毒毒素	注射用A型肉毒毒素
国家	中国	美国	英国
生产厂商	兰州生物技术开发有限公司	Allergan Pharmaceuticals Ireland	Ipsen Biopharm Limited
分子量	300-900KD	900KD	300-900KD
规格	50U/支、100U/支	50U/支	300U/支
价格	350-650/50U	1000-2100/50U	1500/100U
赋形剂	医药明胶	人血白蛋白	人血白蛋白
适用部位	瘦腿、瘦脸等	额头纹、鱼尾纹、眉纹等	瘦脸、瘦肩等
见效时间	一周	2-3天	3-4天
持续时间	3-6个月	3-6个月	3-6个月

来源：国家药监局，新氧 APP，国金证券研究所

美妆类玻尿酸前景广阔，公司大有可为

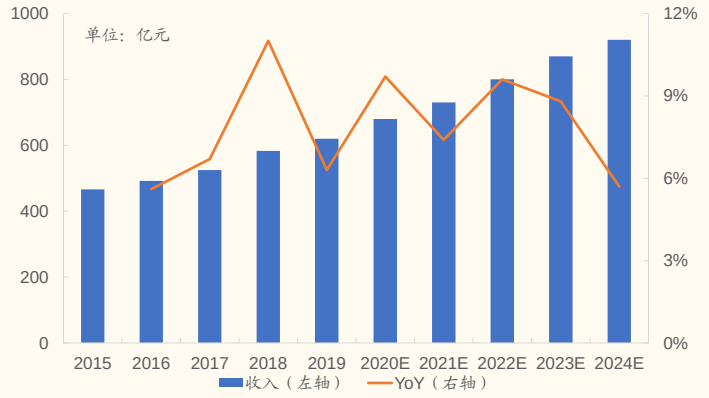
- 化妆品级透明质酸终端产品应用成熟，消费者认知度较高的产品为保湿面膜和精华液类产品。透明质酸在化妆品领域的应用首先由精华原液起始，而后发展至保湿面膜，后随着技术革新拓展至口红和粉底液等产品。
- 全球化妆品级透明质酸终端产品销售额近年来呈温和增长趋势，2016 年至 2019 年的年均复合增长率达到 4.9%，市场增长势能良好。预计 2020 年透明质酸化妆品市场规模可增长至约 775 亿美元，该市场 2024 年将增长至 1015 亿美元，突破千亿美元级别。
- 国内透明质酸化妆品市场保持高速增长趋势。2015-2019 年 CAGR 达 7.4%，2019 年国内市场规模已达 620 亿元，预计 2020-2024 年 CAGR 约 7.8%。与发达国家相比，我国化妆品人均消费金额、高端消费占比、彩妆消费占比均处较低位置。随着电商渠道、社交媒体平台上多种新兴营销方式的兴起，消费者对化妆品成分的深入了解有望带动以透明质酸成分为主打的功能性护肤品行业增长。

图表 87：全球化妆品级透明质酸终端产品市场规模（按销售额计）



来源：Frost & Sullivan，国金证券研究所

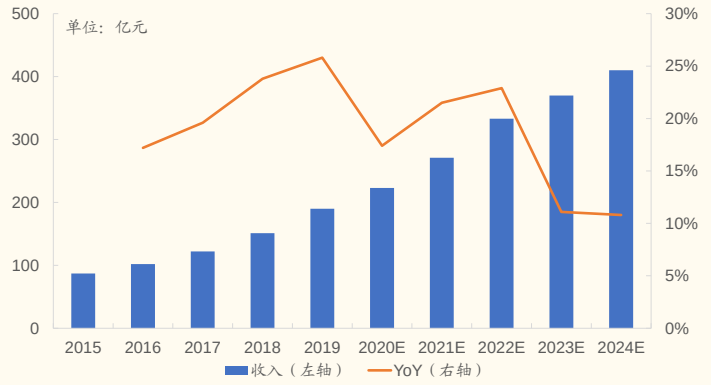
图表 88：中国透明质酸化妆品整体市场规模（按销售额计）



来源：Frost & Sullivan，国金证券研究所

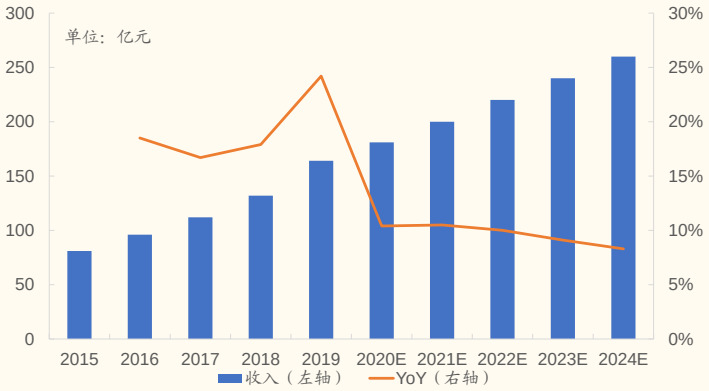
- 中国透明质酸化妆品市场主要产品构成为保湿面膜类、精华类以及口红类产品。其中保湿面膜类产品规模最大，增速最快。2019 年市场规模为 190 亿元，2015-2019 年 CAGR 高达 21.6%，预计 2020-2024 年 CAGR 为 16.4%。目前市场上含有透明质酸成分的保湿面膜产品丰富，从低端到高端，整体销量稳定增长。爱美客作为国内医用软组织修复材料领域的领先企业之一，已经推出颈膜、眼膜和面膜等产品，市场反响良好。
- 含有透明质酸的精华类产品主要应用为精华液和安瓶精华原液两种细分产品之中，2015-2019 年 CAGR 为 19.3%，增长强劲，预计未来透明质酸在精华类产品中更广泛的应用将进一步带动市场规模的提升。

图表 89：中国透明质酸保湿面膜类产品市场规模



来源：Frost & Sullivan，国金证券研究所

图表 90：中国透明质酸精华类产品市场规模



来源：Frost & Sullivan，国金证券研究所

募集资金用途

- 公司于 2020 年 9 月登陆深交所创业板，公开发行 3,020 万股，募集资金净额约 34 亿元，主要用于生产线二期建设项目、医用材料及基因重组蛋白药物研发项目、营销网络建设等项目。
- 募投项目实施完成后，可进一步扩大公司的产能、提高公司研发能力、拓展公司国内的营销网络，提高公司的综合竞争力和盈利能力。

图表 91：募集资金用途

序号	募集资金投资项目	项目总投资规模（万元）	募集资金投资额（万元）	占总募资投资额比
1	植入医疗器械生产线二期建设项目	19,384.87	19,140.49	9.89%
2	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	6.69%
3	基因重组蛋白研发生产基地建设项目	16,000.00	16,000.00	8.27%
4	注射用 A 型肉毒毒素研发项目	12,000.00	12,000.00	6.20%
5	营销网络建设项目	15,000.00	15,000.00	7.75%
6	智能工业管理平台建设项目	8,000.00	8,000.00	4.13%
7	注射用基因重组蛋白药物研发项目	30,400.00	30,400.00	15.71%
8	去氧胆酸药物研发项目	20,000.00	20,000.00	10.34%
9	补充流动资金项目	60,000.00	60,000.00	31.01%
合计		**196,041.27**	**193,494.22**	**100.00%**

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

盈利预测与估值

- 我们对公司未来各医美产品作出预测，结合新冠疫情影响及费用估计，预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 7.08 亿元、11.11 亿元、16.74 亿元，分别同比增长 27.0%、56.9%、50.7%。预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 4.01 亿元、6.22 亿元、9.16 亿元，分别同比增长 31.1%、55.4%、47.2%。
  - 定位于针对颈纹修复功效的玻尿酸产品嗨体预计未来市场竞争环境较好，处于快速放量期，假设嗨体单位价格和成本变化较小，2020-2022 毛利率分别为 92.9%、93.3%、93.3%，预计销售收入增长率分别为 53.1%、62.2%和 55.0%。
  - 宝尼达定位高端，是国内首款长效玻尿酸，目前市场上仅有一家竞品获批，预计未来公司产品具备较强的增长力。假设 2020-2022 毛利率分别为 98.7%、98.7%、98.7%，销售收入增长率分别为 3.1%、40.0%和 35.0%。
  - 普通玻尿酸爱芙莱于 2015 年上市，至今已销售 5 年，考虑到市场竞争趋于激烈及新冠疫情影响，我们假设爱芙莱毛利率保持相对稳定，2020-2022 分别为 90.2%、90.2%和 90.2%，销售收入增长率分别为 4.7%、20.0%和 13.1%。
  - 逸美自 2010 年上市以来销售超过 9 年，公司为应对市场需求变化，于 2016 年底推出逸美升级产品逸美一加一，我们预计未来逸美产品销售将呈下行趋势，逐步被逸美一加一所取代。假设 2020-2022 逸美一加一毛利率约为 96.3%，收入增长率分别为 0.1%、35.0%和 29.4%。假设 2020-2022 逸美毛利率分别为 96.5%、96.5%和 96.5%，销售收入增长率分别为-45.9%、-30.0%和-30.0%。
  - 爱美飞于 2019 年上市，当年实现销售 488 万元，假设 2020-2022 毛利率分别为 91.2%、91.5%和 91.5%，销售收入增长率分别为 24.1%、32.2%和 30.0%。
  - 紧恋是国内首款合规的面部埋植线，目前处于推广期，预计未来增长潜力较大。假设 2020-2022 毛利率分别为 93.5%、94.0%和 94.5%，2021、2022 年的销售收入增长率分别为 100%和 200%。
  - 根据招股书，公司预计于 2020 年末有望取得童颜针产品 III 类医疗器械注册证，考虑到童颜针在国内已有部分消费者基础，预计未来销售

将步入高速增长阶段。假设 2021、2022 毛利率分别为 93.0%、94.0%，销售收入分别为 8000 万元、1 亿元。

- 面部美容业务 2020 年上半年实现收入 41 万元，毛利率为 72.3%，我们假设未来公司美妆类玻尿酸产品将逐渐增长，2020-2022 毛利率分别为 75.0%、75.5%和 76.0%，2021、2022 年的收入增长率分别为 300%和 250%。

图表 92：2014-2022E 公司收入拆分及预测

（除特殊说明外均为人民币百万元）

								Projected		
		2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收入		**75.12**	**111.82**	**140.73**	**222.49**	**321.01**	**557.71**	**708.17**	**1110.95**	**1673.69**
	YoY		*48.8%*	*25.9%*	*58.1%*	*44.3%*	*73.7%*	*27.0%*	*56.9%*	*50.7%*
成本		4.71	9.72	17.43	30.82	34.21	41.10	54.94	81.81	120.62
	YoY		*106.1%*	*79.4%*	*76.8%*	*11.0%*	*20.1%*	*33.7%*	*48.9%*	*47.4%*
毛利额		70.41	102.10	123.30	191.68	286.80	516.61	653.23	1029.14	1553.06
毛利率		**93.7%**	**91.3%**	**87.6%**	**86.1%**	**89.3%**	**92.6%**	**92.2%**	**92.6%**	**92.8%**
嗨体										
收入					**34.13**	**74.97**	**242.59**	**371.52**	**602.69**	**934.17**
	YoY					*119.7%*	*223.6%*	*53.1%*	*62.2%*	*55.0%*
宝尼达										
收入		**22.97**	**27.66**	**13.49**	**15.80**	**33.64**	**67.50**	**69.56**	**97.39**	**131.47**
	YoY		*20.4%*	*-51.2%*	*17.1%*	*112.9%*	*100.7%*	*3.1%*	*40.0%*	*35.0%*
爱芙莱										
收入			**32.99**	**101.71**	**159.35**	**190.23**	**218.99**	**229.31**	**275.18**	**311.35**
	YoY			*208.4%*	*56.7%*	*19.4%*	*15.1%*	*4.7%*	*20.0%*	*13.1%*
逸美一加一										
收入					**0.51**	**15.25**	**20.79**	**20.81**	**28.09**	**36.34**
	YoY					*2883.8%*	*36.3%*	*0.1%*	*35.0%*	*29.4%*
爱美飞										
收入							**4.88**	**6.05**	**8.01**	**10.41**
	YoY							*24.1%*	*32.2%*	*30.0%*
逸美										
收入		**51.40**	**46.86**	**23.86**	**11.17**	**5.58**	**2.08**	**1.13**	**0.79**	**0.55**
	YoY		*-8.8%*	*-49.1%*	*-53.2%*	*-50.1%*	*-62.7%*	*-45.9%*	*-30.0%*	*-30.0%*
紧恋										
收入								**2.50**	**5.00**	**15.00**
	YoY								*100.0%*	*200.0%*
童颜针（聚左旋乳酸）										
收入									**80.00**	**200.00**
	YoY									*150.0%*
面部美容业务										
收入								**2.00**	**8.00**	**28.00**
	YoY								*300.0%*	*250.0%*
其它业务										
收入		0.76	4.31	1.67	1.54	1.34	0.88	**5.29**	**5.82**	**6.40**
	YoY		*468.4%*	*-61.3%*	*-7.7%*	*-12.8%*	*-34.4%*	*500.0%*	*10.0%*	*10.0%*

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 公司集医药类透明质酸终端产品的研发、生产和销售于一体，预计未来美妆类透明质酸也将快速增长。故本报告选取透明质酸上市公司华熙生物、昊海生科，美妆类上市公司珀莱雅、御家汇四家公司作为可比公司。
- 我们选用 PE 可比公司估值法对公司进行估值，考虑到：1）2020 年公司业绩因新冠疫情影响承压，故本报告选取 2021 年预测净利润作为参考；2）公司是国产医美透明质酸终端产品龙头企业，而透明质酸终端产品附加值高于透明质酸原料，从产品线看，嗨体市场培育已见效，处于加速放量期，紧恋今年开始逐步贡献收入，瘦脸针预计 2021 年推向市场，新品不断涌现加码公司业绩高增长。我们参考可比公司 2021 年 Wind 一致预期对应归母净利润的市盈率，爱美客享有一定溢价，给予 73 倍 PE，对应上市公司 12 个月内目标市值为 454.28 亿元，对应目标价为 377.94 元，首次覆盖给与“增持”评级。

图表 93：可比公司估值情况（截止 2020/10/09）

细分领域	代码	公司名称	当前市值（亿元）	2019		2020（Wind一致预期）		2021（Wind一致预期）	
				归母净利润（百万元）	对应归母净利润市盈率	归母净利润（百万元）	对应归母净利润市盈率	归母净利润（百万元）	对应归母净利润市盈率
透明质酸	688363.SH	华熙生物	659.90	585.61	112.69	697.00	94.68	945.74	69.78
	688366.SH	昊海生科	202.35	370.78	54.57	274.56	73.70	428.30	47.25
化妆品	603605.SH	珀莱雅	291.08	392.68	74.13	478.59	60.82	615.33	47.30
	300740.SZ	御家汇	71.57	27.22	262.89	95.69	74.79	163.31	43.82
算数平均					80.46		76.40		54.78
市值加权平均					102.70		82.00		59.20

来源：Wind，国金证券研究所

风险提示

- 销售收入增长率不及预期风险：本报告中我们对公司 2020-2022 年收入增长预测是基于行业高增长持续、公司市场推广顺利、产品渗透率逐步提升等乐观假设，若存量产品市场渗透率提升放缓，新产品推广不及预期，可能导致公司销售收入增长率低于我们预测值。
- 玻尿酸市场竞争加剧导致净利率下滑风险：医美行业景气度高，玻尿酸产品利润率水平较好，若更多生产厂家进入玻尿酸产品行业，可能会对公司产品定价、期间费用、销售等产生不良影响，净利率可能面临下行风险。
- 疫情影响下游需求恢复不及预期：虽国内疫情已进入常态化防控阶段，但各大医疗机构诊疗仍未完全恢复，医美消费属性高于刚性的疾病治疗，若因疫情下游医美医疗机构诊疗人次恢复不及预期，将对公司产品销售产生不利影响。
- 产品结构相对单一风险：公司专注于软组织修复材料领域，近三年，爱芙莱、宝尼达、嗨体等注射类透明质酸钠相关产品的销售收入占主营业务收入比例超过 99%。若现有产品的生产、销售、市场状况等情况出现异常波动，将对公司经营业绩产生较大影响。
- 客户开拓风险：随着公司产品知名度和认可度提升，合作客户数量快速增加，若下游客户存在经营不善等其它原因，公司可能面临坏账准备等风险。
- 新产品研发和注册风险：生物制药和医疗器械研发周期长、难度大、环节多、研发投入重，存在较多不确定性。此外，产品需经国家药监局审核批准后方可上市，若获批节奏延缓或未通过将无法对业绩产生正向作用。
- 经销模式风险：公司采用“直销为主、经销为辅”的销售方式，随着经销商数量增加，培训管理难度亦随之增加，若经销商管理不善将对公司产品销售及品牌美誉度产生不良影响。
- 税收优惠变化的风险：公司目前作为高新技术企业，所得税税率为 15%，此外，还享有研究开发费用税前加计扣除等税收优惠。若国家相关税收征管政策发生变化，或者公司在持续经营过程中，未能达到相关优惠条件，则公司的税负有可能增加，会使公司未来经营业绩、现金流水平受到不利影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**222**	**321**	**558**	**708**	**1,111**	**1,674**
增长率		44.3%	73.7%	27.0%	56.9%	50.7%
主营业务成本	-31	-34	-41	-55	-82	-121
%销售收入	13.9%	10.7%	7.4%	7.8%	7.4%	7.2%
毛利	192	287	517	653	1,029	1,553
%销售收入	86.1%	89.3%	92.6%	92.2%	92.6%	92.8%
营业税金及附加	-4	-6	-4	-5	-7	-10
%销售收入	1.6%	1.9%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%
销售费用	-42	-62	-77	-103	-194	-291
%销售收入	18.8%	19.4%	13.8%	14.5%	17.5%	17.4%
管理费用	-26	-44	-48	-61	-91	-131
%销售收入	11.6%	13.8%	8.6%	8.6%	8.2%	7.8%
研发费用	-28	-34	-49	-71	-112	-167
%销售收入	12.8%	10.5%	8.7%	10.0%	10.1%	10.0%
息税前利润（EBIT）	92	140	339	414	624	954
%销售收入	41.4%	43.6%	60.8%	58.5%	56.2%	57.0%
财务费用	1	2	2	44	80	86
%销售收入	-0.3%	-0.5%	-0.3%	-6.3%	-7.2%	-5.1%
资产减值损失	2	1	1	1	1	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	3	1	7	7	15	25
%税前利润	3.0%	0.5%	2.0%	1.5%	2.1%	2.3%
营业利润	94	143	350	468	722	1,067
营业利润率	42.1%	44.6%	62.8%	66.1%	65.0%	63.7%
营业外收支	0	0	1	1	0	1
税前利润	94	143	351	469	722	1,067
利润率	42.1%	44.6%	62.9%	66.2%	65.0%	63.8%
所得税	-17	-27	-53	-75	-108	-160
所得税率	18.1%	18.9%	15.1%	16.0%	15.0%	15.0%
净利润	77	116	298	394	614	907
少数股东损益	-5	-7	-8	-7	-9	-9
归属于母公司的净利润	**82**	**123**	**306**	**401**	**622**	**916**
净利率	36.9%	38.3%	54.8%	56.6%	56.0%	54.7%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	77	118	298	394	614	907
少数股东损益	-5	-7	-8	-7	-9	-9
非现金支出	0	7	10	27	48	68
非经营收益	-6	4	-6	-7	-16	-26
营运资金变动	8	4	7	0	12	16
经营活动现金净流	**79**	**133**	**309**	**414**	**659**	**965**
资本开支	-43	-39	-33	-136	-190	-201
投资	29	0	0	-295	-35	-50
其他	3	1	7	7	15	25
投资活动现金净流	**-11**	**-38**	**-26**	**-424**	**-210**	**-226**
股权募资	6	10	7	3,436	0	0
债权募资	3	-6	0	1	1	1
其他	-22	-50	-51	-160	-249	-366
筹资活动现金净流	**-12**	**-46**	**-44**	**3,277**	**-248**	**-365**
现金净流量	**56**	**49**	**240**	**3,266**	**200**	**374**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	214	266	506	3,772	3,972	4,346
应收款项	6	11	17	20	29	43
存货	18	13	23	24	35	52
其他流动资产	9	7	19	306	344	393
流动资产	247	296	565	4,122	4,380	4,833
%总资产	62.4%	63.9%	75.9%	93.1%	90.6%	89.0%
长期投资	0	0	0	15	20	30
固定资产	130	140	151	275	418	553
%总资产	32.9%	30.1%	20.3%	6.2%	8.6%	10.2%
无形资产	9	9	11	12	13	14
非流动资产	149	167	179	305	454	600
%总资产	37.6%	36.1%	24.1%	6.9%	9.4%	11.0%
资产总计	**396**	**464**	**744**	**4,426**	**4,834**	**5,434**
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	30	23	18	31	48	71
其他流动负债	22	22	49	47	72	108
流动负债	52	45	67	78	120	178
长期贷款	6	0	0	0	0	0
其他长期负债	11	14	14	16	16	17
负债	68	59	81	94	137	195
普通股股东权益	325	398	659	4,336	4,709	5,258
其中：股本	90	90	90	120	120	120
未分配利润	82	144	384	625	998	1,547
少数股东权益	3	6	4	-3	-12	-20
负债股东权益合计	**396**	**464**	**744**	**4,426**	**4,834**	**5,434**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.913	1.365	3.395	3.332	5.177	7.619
每股净资产	3.612	4.427	7.321	36.069	39.176	43.747
每股经营现金净流	0.882	1.482	3.435	3.441	5.480	8.028
每股股利	0.220	0.550	0.500	1.333	2.071	3.047
回报率						
净资产收益率	25.29%	30.84%	46.37%	9.24%	13.22%	17.42%
总资产收益率	20.73%	26.50%	41.08%	9.05%	12.87%	16.85%
投入资本收益率	22.57%	27.94%	43.33%	8.02%	11.29%	15.47%
增长率						
主营业务收入增长率	58.09%	44.28%	73.74%	26.98%	56.88%	50.65%
EBIT 增长率	55.68%	52.28%	142.15%	22.10%	50.75%	52.76%
净利润增长率	53.99%	49.47%	148.68%	31.10%	55.36%	47.16%
总资产增长率	26.30%	16.95%	60.40%	495.24%	9.21%	12.41%
资产管理能力						
应收账款周转天数	7.9	7.7	7.8	9.0	8.5	8.5
存货周转天数	198.9	162.7	161.0	160.0	163.0	165.0
应付账款周转天数	306.0	260.6	124.6	120.0	115.0	113.0
固定资产周转天数	165.6	157.3	98.6	115.7	97.9	78.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-63.61%	-65.61%	-76.30%	-93.53%	-91.17%	-89.65%
EBIT 利息保障倍数	-132.0	-81.6	-198.8	-9.4	-7.8	-11.1
资产负债率	17.18%	12.70%	10.88%	2.12%	2.83%	3.60%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%－15%；

中性：预期未来 6－12 个月内变动幅度在 -5%－5%；

减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH