

2020年10月20日

“颜值”经济时代红利，医美龙头未来可期  
买入（首次）

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	558	712	1,071	1,569
同比（%）	73.7%	27.6%	50.5%	46.4%
归母净利润（百万元）	306	394	601	882
同比（%）	148.7%	27.1%	51.3%	47.7%
每股收益（元/股）	3.39	3.28	5.00	7.34
P/E（倍）	168.78	130.95	85.86	58.46

投资要点

- **投资逻辑：**公司作为国产玻尿酸第一品牌，先发优势显著，充分受益于国内医美市场蓬勃发展带来的行业红利。公司上市大单品推动业绩快速增长，在研管线有望再推重磅品种；凭借产异化、前瞻性产品线，以及高直销比例下的渠道优势，有望打造国内医美行业龙头。
- **国内医美消费市场快速发展，国产头部企业尽享行业红利。**根据艾瑞咨询的分析与预测，2020年中国医疗美容市场规模接近2000亿元，同比增长22.2%；预计2019-2023年CAGR约15.2%，未来医美消费渗透率与复购率提升将推动市场规模扩容。非手术类的轻医美项目最受国民青睐，玻尿酸、肉毒素在注射类项目的占比分别接近67%、33%。玻尿酸市场的海外品牌份额超过七成，2016-2018年国产品牌复合增长率为32.2%，未来国产份额有望持续提升，头部企业由于技术、资质、渠道等优势最为受益。
- **上市玻尿酸产品类型丰富，嗨体、宝尼达等稀缺产品贡献主要收入。**公司主要产品包括玻尿酸填充剂爱芙莱、嗨体、宝尼达、逸美一加一、爱美飞、逸美，平均每2年推出一款核心产品，形成差异化竞争优势。嗨体为国内唯一获批颈部皱纹修复的III类医疗器械，2019年销售额超过2亿元（+57%）；宝尼达经过2年市场培育后较快放量，2019年增长100%；新品面部埋线紧致市场竞争格局良好。上市大单品推动公司业绩快速增长，2019年公司实现收入5.58亿元（+73.7%），归母净利润3.06亿元（+148.7%）；2015-2019年收入/归母净利润CAGR分别为49.4%/104.0%。
- **研发项目快速推进，童颜针、注射用肉毒素等有望再造国产重磅产品。**公司前瞻性布局医美研发管线，在研5项产品快速推进。童颜针效果显现快、维持时间长，目前已进入注册申报阶段；肉毒素项目已进入临床试验阶段，有望在轻医美第二大项目市场打开空间；基因重组蛋白药物定位于庞大的减肥减重市场，有望增添新增长点。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计2020-2022年，公司营业收入分别为7.12亿元、10.71亿元、15.69亿元，归母净利润分别为3.94亿元、6.01亿元、8.82亿元，对应当前股价的估值分别为131倍、86倍、58倍。考虑到国内医美行业快速扩容，公司产品市场竞争力强劲，在研产品前景广阔，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**研发进度或不及预期的风险；市场推广不及预期的风险；整形医疗事故风险。

证券分析师 朱国广  
执业证号：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn  
证券分析师 全铭  
执业证号：S0600517010002  
021-60199793  
quanm@dwzq.com.cn

证券分析师 吴劲草  
执业证号：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn  
证券分析师 汤军  
执业证号：S0600517050001  
021-60199793  
tangj@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	429.00
一年最低/最高价	311.00/465.00
市净率(倍)	12.60
流通A股市值(百万元)	11156.74

基础数据

每股净资产(元)	34.06
资产负债率(%)	10.88
总股本(百万股)	120.20
流通A股(百万股)	26.01

相关研究

## 内容目录

<b>1. 公司概况：国内医用玻尿酸领跑者</b> .....	<b>5</b>
1.1. 发展历程：聚焦医美市场，打造玻尿酸填充剂国产第一品牌 .....	5
1.2. 业绩概览：营收与净利润强劲增长，利润率水平持续提升 .....	6
<b>2. 行业分析：医美消费风向正当红，国产品牌发展好时机</b> .....	<b>9</b>
2.1. 医美消费市场规模超两千亿，以玻尿酸/肉毒素为代表的轻医美成潮流 .....	9
2.2. 渗透率与复购率提升，推动国内医美市场扩容 .....	12
2.3. 国产品牌快速崛起，国内头部企业具备先发优势 .....	15
<b>3. 业务分析：玻尿酸抢占国产高端地位，在研重磅品种前景可期</b> .....	<b>18</b>
3.1. 上市产品线丰富，玻尿酸大单品、面部埋线占据国产稀缺赛道 .....	18
3.1.1. 玻尿酸：多产品差异化竞争，嗨体、宝尼达等大单品优势显著 .....	18
3.1.2. 面部埋线：正规产品稀缺，市场竞争格局良好 .....	21
3.2. 在研发产品快速推进，有望推出多款重磅产品 .....	22
3.2.1. 童颜针：含修饰 PLLA 的长效玻尿酸，有望获批国内首张 III 类医械证 .....	22
3.2.2. 注射用 A 型肉毒素：技术门槛高，新品上市有望抢占市场份额 .....	24
3.2.3. 基因重组蛋白药物：减肥减重市场庞大，有望增添新增长点 .....	24
<b>4. 公司对比：爱美客 vs 华熙生物 vs 昊海生科</b> .....	<b>27</b>
4.1. 主营业务：国产玻尿酸三巨头，爱美客聚焦医美终端产品 .....	27
4.2. 财务分析：爱美客营收增速最快，毛利率与净利率最高 .....	28
4.3. 销售模式：爱美客直销比例最高，在医美行业销售规模领先 .....	31
4.4. 研发项目：爱美客研发费用率最高，肉毒素、童颜针有望再推国产重磅 .....	32
<b>5. 盈利预测与估值分析</b> .....	<b>35</b>
<b>6. 风险提示</b> .....	<b>37</b>

## 图表目录

图 1: 公司发展历程	6
图 2: 公司股权结构 (截至 2020 年 9 月底)	6
图 3: 公司营业收入情况	7
图 4: 公司收入构成情况	7
图 5: 2019 年公司主营业务收入构成	7
图 6: 2019 年公司主营业务毛利构成	7
图 7: 公司归母净利润情况	7
图 8: 公司毛利率与净利率情况	7
图 9: 中国医疗美容行业市场规模 (亿元) 及增速	9
图 10: 中国医美手术类与非手术类市场规模占比	10
图 11: 中国医美手术类与非手术类市场规模增速	10
图 12: 2019 年中国注射医美市场份额分布	10
图 13: 透明质酸注射产品主要分类	11
图 14: 2019 年注射类医美项目增速	11
图 15: 中国样本医院肉毒素行业规模及增速 (百万元)	12
图 16: Allergan 产品 Botox 收入及增速 (百万美元)	12
图 17: 2018 年每千人诊疗次数对比	13
图 18: 主要国家医美渗透率	13
图 19: 2018 年中国大众对医美的接受度调查	13
图 20: 2018 年中国不同线级城市的医美消费渗透率	14
图 21: 中国不同线级城市的用户分布	14
图 22: 2020 年中国医美用户年龄分布	14
图 23: 2018 年不同年龄层级用户的医美年均消费	14
图 24: 新氧 APP 平台医美消费决策周期	14
图 25: 2018 年中国医美玻尿酸产品市场格局 (按销量)	15
图 26: 2018 年中国医美玻尿酸产品市场格局 (按收入)	15
图 27: 2016-2018 中国医疗美容玻尿酸产品市场竞争格局 (按销售金额占比)	16
图 28: 嗨体产品作用原理	19
图 29: 2017-2020H1 嗨体贡献收入及变动情况	19
图 30: 2019 年嗨体与海薇&姣兰营业收入及毛利率比较	19
图 31: 嗨体眼周除皱技术全新升级方案	20
图 32: 宝尼达收入及增速	21
图 33: 宝尼达毛利率情况	21
图 34: 童颜针效用过程	23
图 35: 我国肥胖率和超重率情况	25
图 36: 我国糖尿病药物规模及增速	25
图 37: 2019 年三家公司分业务收入 (亿元)	27
图 38: 2019 年华熙生物各业务营业收入占比	28
图 39: 2019 年昊海生科各业务营业收入占比	28
图 40: 各公司医美产品对比	28
图 41: 各公司营业收入 (亿元) 及其增速	29
图 42: 各公司归母净利润 (亿元) 及其增速	29

图 43: 各公司医美终端产品收入与增速对比 .....	29
图 44: 各公司经营性现金流净额 (亿元) 及占营收比例 .....	29
图 45: 各公司销售毛利率 .....	30
图 46: 各公司销售净利率 .....	30
图 47: 各公司相似产品毛利率对比 .....	30
图 48: 爱美客玻尿酸产品毛利率 .....	30
图 49: 各公司销售费用率 .....	31
图 50: 各公司管理费用率 .....	31
图 51: 各公司研发费用 (万元) 及研发费用率 .....	32
表 1: 公司主营产品介绍 .....	5
表 2: 手术类与非手术类医美项目对比 .....	9
表 3: 我国已准入注射用 A 型肉毒素产品对比 .....	16
表 4: 公司上市产品介绍 .....	18
表 5: 长效填充产品宝尼达与爱贝芙对比 .....	21
表 6: 我国已获批面部埋植线产品对比 .....	22
表 7: 国内主要童颜针产品对比 .....	23
表 8: 肉毒素国内审批进展 .....	24
表 9: “基因蛋白重组研发生产基地建设项目”十年产能及营收预测 .....	25
表 10: 三家公司市场定位/主营业务/核心品牌 .....	27
表 11: 各公司医美终端产品的销售模式占比 .....	31
表 12: 爱美客直销模式下收入构成 .....	32
表 13: 各公司在医美行业的在研产品 .....	33
表 14: 公司分品类营收及毛利率预测 (单位: 万元) .....	35
表 15: 可比公司估值 .....	36

## 1. 公司概况：国内医用玻尿酸领跑者

### 1.1. 发展历程：聚焦医美市场，打造玻尿酸填充剂国产第一品牌

爱美客是国内生物医用软组织修复材料领域的创新型领先企业，目前上市产品包括 5 款注射用透明质酸钠（逸美、宝尼达、爱芙莱/爱美飞、嗨体、逸美一加一）与 1 款聚对二氧环己酮面部埋植线（紧恋），主要针对面部、颈部褶皱皮肤的修复。聚对二氧环己酮面部埋植线产品由经过培训的医生植入皮下脂肪层，为浅层脂肪提供支撑，从而改善鼻唇沟皱纹。公司产品在配方组份、注射部位、注射体验等方面满足多个细分市场的消费需求，形成强劲的差异化市场竞争力。

表 1: 公司主营产品介绍

产品通用名 (商品名)	产品图示	产品功能	产品定位	上市时间	2019 年营收 (亿元)及占比
医用羟丙基甲基纤维素-透明质酸钠溶液(逸美)		额部、鼻唇部皱纹及凹陷组织修复	国内首款透明质酸钠类注射填充剂	2009 年 10 月	0.02 (0.37%)
医用含聚乙烯醇凝胶微球的透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶(宝尼达)		额部、鼻唇部皱纹及凹陷组织修复	国内首款含 PVA 微球的透明质酸钠注射填充剂	2012 年 10 月	0.68 (12.10%)
注射用修饰透明质酸钠凝胶(爱芙莱、爱美飞)		鼻唇沟皱纹及凹陷组织修复	国内首款含利多卡因的透明质酸钠注射材料	2015 年 4 月	2.24 (40.14%)
注射用透明质酸钠复合溶液(嗨体)		颈部皱纹及凹陷组织修复	国内首款临床用于颈部皱纹修复的复合注射材料	2016 年 12 月	2.43 (43.50%)
医用透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶(逸美一加一)		额部、鼻唇部皱纹及凹陷组织修复	新型针对褶皱皮肤修复的新型复合注射材料	2016 年 12 月	0.21 (3.73%)
聚对二氧环己酮面部埋植线(紧恋)		改善鼻唇沟皱纹	国内首款面部埋植线	2019 年 5 月	-

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司成立于 2004 年，于 2016 年完成股份制改造，并作为十三五国家重点研发计划牵头单位，承担新型颌面软硬组织修复材料重点专项研发工作。作为国内首家取得国家药监局批准用于面部软组织修复的注射用玻尿酸钠医疗器械产品注册证书的企业，公司

经过十余年发展，现已打造成为国内玻尿酸第一品牌。

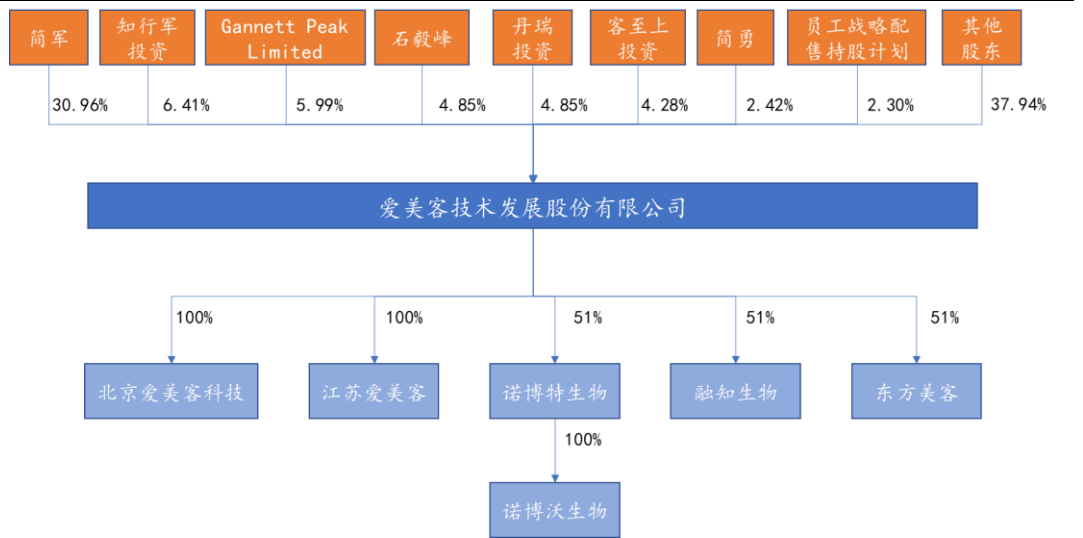
图 1: 公司发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司实控人持股 38%，股权结构稳定集中。本次公开发行上市后，公司控股股东、实际控制人简军女士直接持有公司 30.96%的股份，并通过丹瑞投资、客至上投资及知行军投资间接持有公司 7.04%的股份，因此直接或间接合计持有 38%的股权。公司第九大股东简勇为简军女士的弟弟，担任公司的董事、董事会秘书。

图 2: 公司股权结构（截至 2020 年 9 月底）



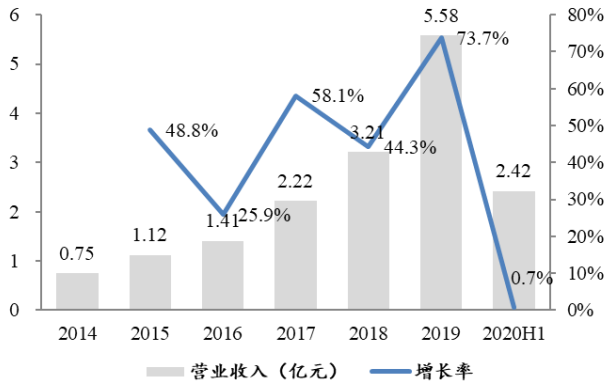
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 1.2. 业绩概览：营收与净利润强劲增长，利润率水平持续提升

公司营业收入增长强劲，玻尿酸填充剂产品收入贡献 95%以上。近年来公司营业总收入持续快速增长，2019 年收入 5.58 亿元，同比增长 73.74%；2020 年上半年实现收入 2.42 亿元，即使受到疫情影响，依然保持正增长。目前公司收入主要来自注射类透明质酸钠产品，收入占比 95%以上；新产品面部埋植线（紧恋）于 2019 年 5 月获批上市，

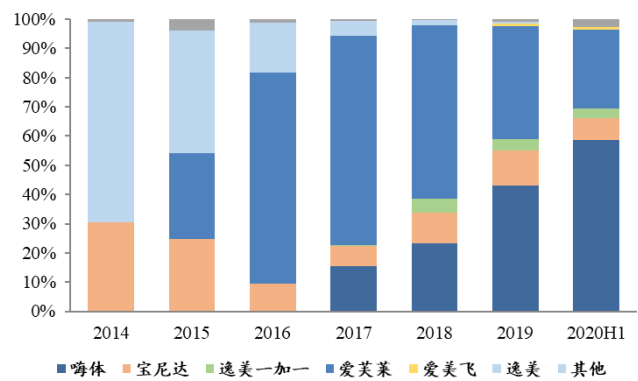
收入占比小。

图 3: 公司营业收入情况



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

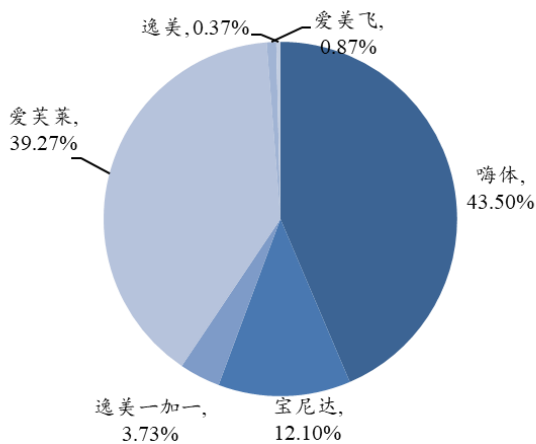
图 4: 公司收入构成情况



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

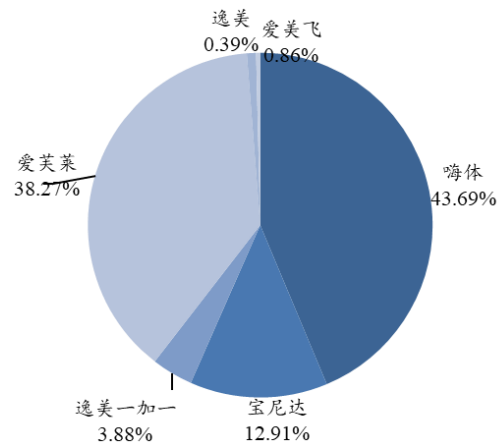
**主营业务收入构成方面**，“嗨体”和“爱芙莱”在 2019 年的收入占比分别为 43.50%、39.27%。其中，“嗨体”是国内首款且唯一一款适应症用于颈纹修复的注射用透明质酸钠产品，具备较强的市场竞争力；“爱芙莱”是国内首款含利多卡因的透明质酸钠注射材料，具有舒缓减痛作用，因此受到欢迎。**主营业务毛利构成方面**，2019 年“嗨体”和“爱芙莱”的毛利占比分别为 43.69%、38.27%。

图 5: 2019 年公司主营业务收入构成



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

图 6: 2019 年公司主营业务毛利构成

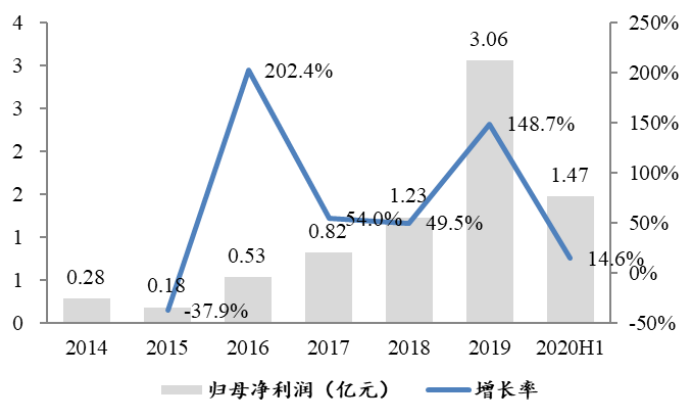


数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

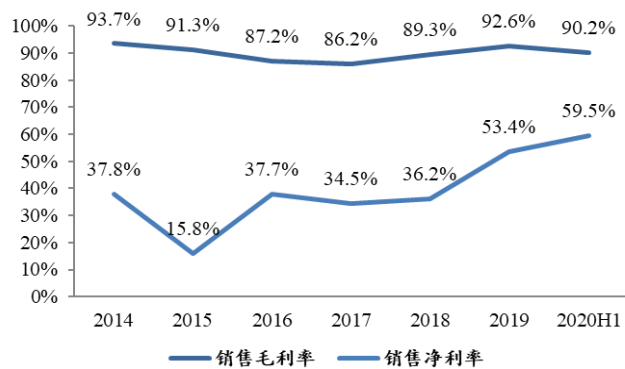
**公司净利润高速增长，净利润水平持续提高。**公司归母净利润自 2014 年的 2842 万元，增长至 2019 年的 3.06 亿元，2014-2019 年复合增长率约 61%；2020 年上半年归母净利润同比增长 14.59%，明显高于收入增速。公司产品毛利率较高，且得益于规模效应持续提升；同时期间费用率逐渐下降，销售净利率持续提升，2020 年上半年提高至 59.5%。

图 7: 公司归母净利润情况

图 8: 公司毛利率与净利率情况



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

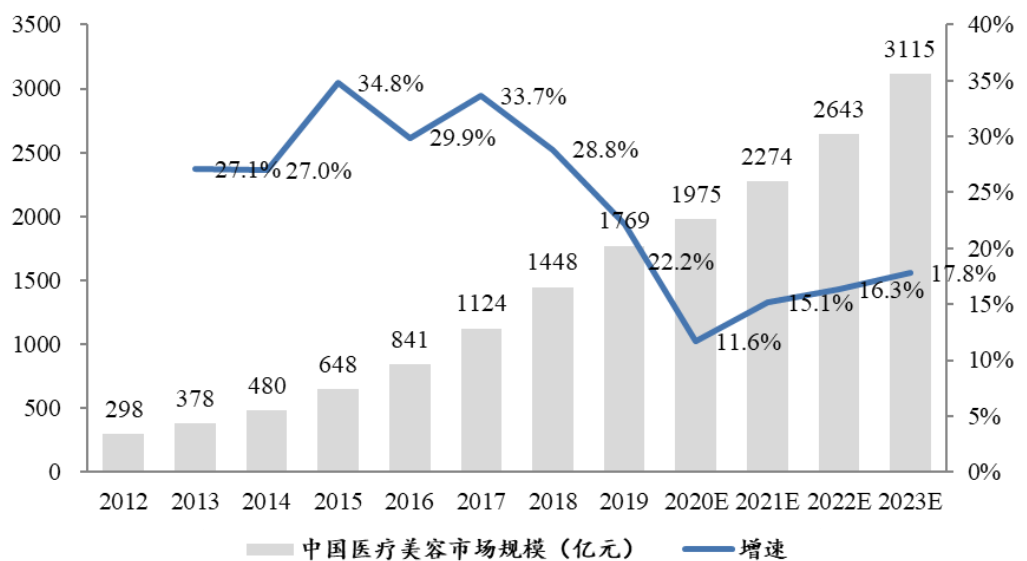


## 2. 行业分析：医美消费风向正当红，国产品牌发展好时机

### 2.1. 医美消费市场规模超两千亿，以玻尿酸/肉毒素为代表的轻医美成潮流

2020年中国医疗美容市场规模接近2000亿元。据国际整形美容医学学会统计，全球医疗美容服务疗程数从2011年的1470.78万例增长至2017年的2339.05万例，年均复合增长率为8.04%，已进入稳定发展阶段。而国内医疗美容市场正呈现出快速发展的趋势，根据艾瑞咨询统计与预测，2020年中国医疗美容市场规模约1975亿元，同比增长11.6%，受疫情影响，行业增速略有下降，但将逐步提升。预计2023年市场规模达3115亿元，2019-2023年CAGR为15.2%。

图9：中国医疗美容行业市场规模（亿元）及增速



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

非手术类整形有更高的市场接受率，轻医美成为潮流风向。医疗美容是指运用手术、药物、医疗器械以及其他具有创伤性或者侵入性的医学技术方法对人的容貌和人体各部位形态进行的修复与再塑。主要分为手术类和非手术类。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，效果显著且具备永久性，但创伤较大、风险较高；非手术类主要是注射、激光和超声等疗法，创伤小、风险低、单价低，但维持时间有限，需要间隔一定时间后再次消费以维持效果。

表2：手术类与非手术类医美项目对比

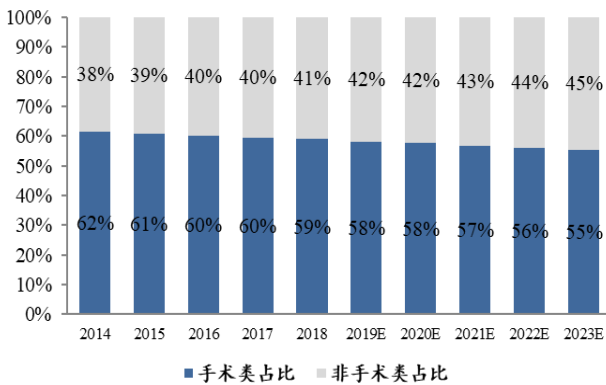
医美部位	手术类	非手术类
面部及五官	开双眼皮、隆鼻、正颌手术	玻尿酸注射、肉毒注射、脂肪注射、激光祛斑、激光脱毛、光子嫩肤、热玛吉、超声刀
躯体	隆胸、抽脂	
皮肤	毛发移植、肿物切除、腋臭手术	
口腔	牙齿畸形拔除及矫正、种植牙	
		洗牙、抛光、烤瓷牙美容

<b>特点</b>	部分项目价格较高、创伤较大、恢复周期长、风险高、永久性、效果明显,复购率低	价格较低、风险较小、创伤小,恢复快、微调型、效果有期限性,复购率高
-----------	---------------------------------------	-----------------------------------

数据来源：顶智医美，东吴证券研究所

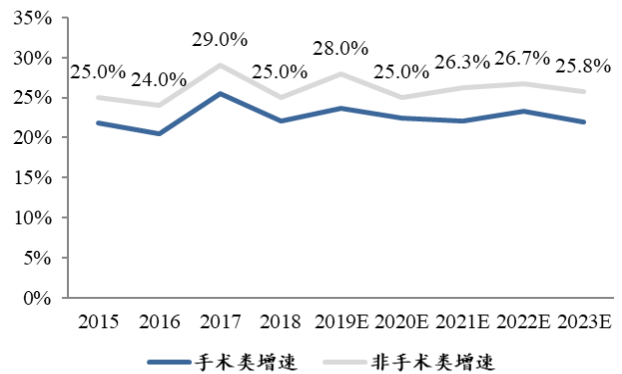
因此，非手术类整形具有更高的市场接受度和复购率。手术类项目由于价格高，整体市场规模相对较大，但非手术类项目增速更快，市场占比逐年提升。

图 10：中国医美手术类与非手术类市场规模占比



数据来源：Frost&Sullivan，东吴证券研究所

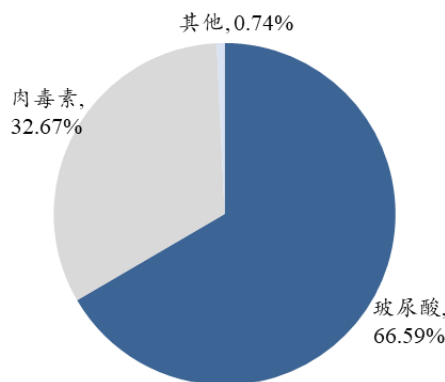
图 11：中国医美手术类与非手术类市场规模增速



数据来源：Frost&Sullivan，东吴证券研究所

玻尿酸与肉毒素为最主流的轻医美消费项目，玻尿酸填充注射最受青睐。交联化玻尿酸由于具有良好的生物组织相容性、体内降解时间较长、填充塑形效果好等特点，已逐步取代胶原蛋白等其他填充剂成为了主流的软组织填充材料，并广泛应用于多种整形领域。根据新氧大数据，2019 年国内注射类项目占到医美疗程的 57.04%；其中玻尿酸注射占据注射类项目的 66.59%，成为最受欢迎的注射类项目，肉毒素注射项目占比 32.67%。

图 12：2019 年中国注射医美市场份额分布



数据来源：新氧大数据，东吴证券研究所

人工注射填充玻尿酸可达到保湿、消除皱纹和修饰面部的效果，产品主要差别在于交联技术、成分配比、维持时间和分子量等。透明质酸是一种高分子粘多糖，被广泛用

作生物医用材料,人工注射透明质酸可以借由其粘弹性和塑形功能,同时实现补水保湿、消除皱纹以及修饰面部的效果。市场上的注射用透明质酸填充剂品类众多,主要从以下几方面形成差异化:

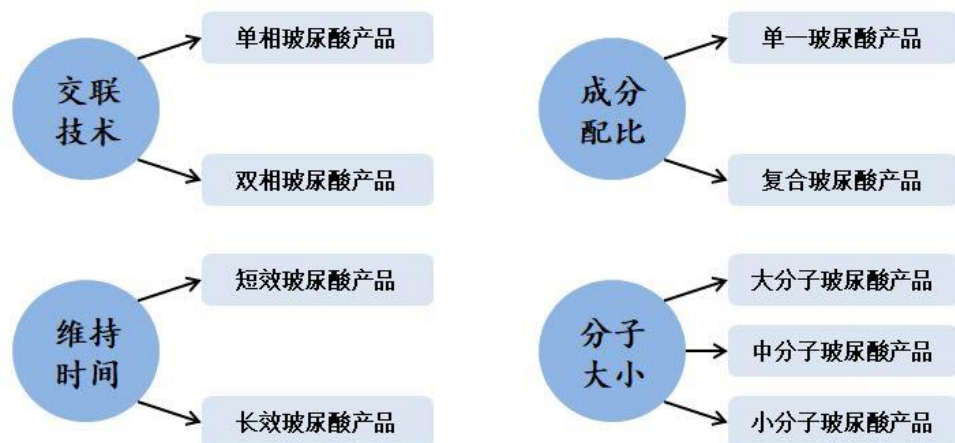
**(1) 交联技术:** 单相交联玻尿酸支撑力较好,塑形更持久、黏性值高,一般用于塑形、隆鼻和下巴、面部提升、填深层皱纹、法令纹等。双相交联玻尿酸粘度好、弹性度高,延展性好、较易扩散,适合注射鼻唇沟、泪沟、嘴唇等。

**(2) 成分配比:** 单一玻尿酸注射产品玻尿酸纯度较高,产品功效即玻尿酸本身功效,复合玻尿酸注射产品添加其他活性成分或添加剂,国内审批难度更高,呈现几种成分复合功效。

**(3) 维持时间:** 短效玻尿酸注射产品一般在半年到一年时间内会被代谢,注射频次更高,长效玻尿酸注射产品可维持 1-3 年时间。

**(4) 分子大小:** 大分子玻尿酸有填充定型的作用,主要用于隆胸丰臀、隆鼻隆下巴等塑形手术中,填充部位是深层组织;中分子玻尿酸通常用来除皱,注射部位通常为泪沟、唇部以及皱纹横生处,填充部位也是深层组织;小分子玻尿酸主要用于全脸真皮层注射,补充真皮层缺失的水分,及修复受损肌肤,起到保湿嫩肤的作用。

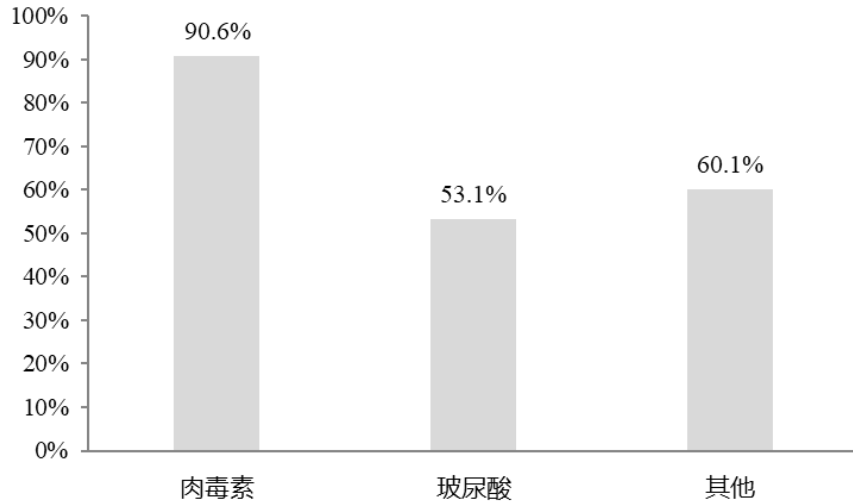
图 13: 透明质酸注射产品主要分类



数据来源: 公司招股说明书、新氧, 东吴证券研究所

**肉毒素是一种神经毒素,通常用于去皱和瘦脸,国内管制较为严格。**肉毒素是由致命的肉毒杆菌分泌而出的细菌毒素,通过干扰乙酰胆碱的释放,使肌纤维不能收缩致使肌肉松弛。肉毒素原用于治疗面部肌肉痉挛和其他肌肉运动紊乱症,于上世纪八十年代开始拓展应用于医学美容,它进行瘦脸、塑小腿等,因此肉毒素又被称为“瘦脸针”。2008年7月,国家食品药品监督管理局颁布《关于将A型肉毒毒素列入毒性药品管理的通知》,将肉毒素正式列为毒性药品,从销售流通到使用均需严格管制。肉毒素生产企业须将A型肉毒素年度生产计划及指定经销商情况向相关部门备案,医疗机构也只能从指定的A型肉毒毒素经销商采购制剂。尽管肉毒素的监管严格,但市场需求一直旺盛,根据新氧大数据,肉毒素在注射类项目中的增速最快,2019年增速为90.56%。

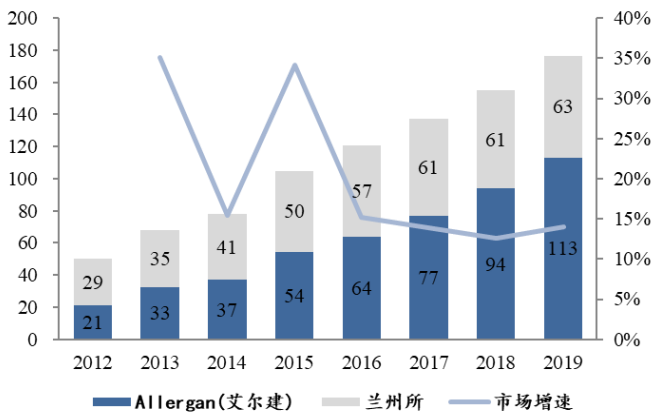
图 14: 2019 年注射类医美项目增速



数据来源：新氧大数据，东吴证券研究所

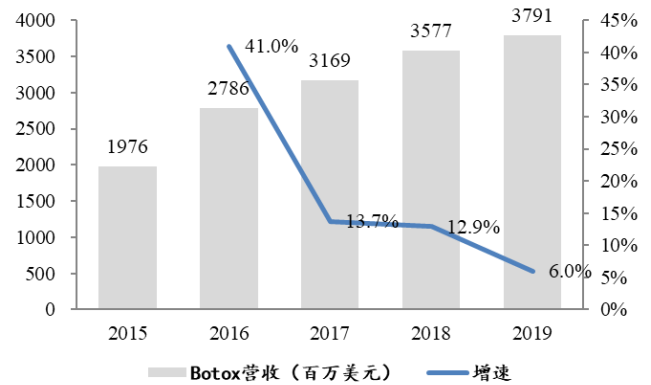
PDB 样本医院统计数据显示，2019 年中国 A 型肉毒杆菌毒素总销售额约 1.76 亿元，2012-2019 年 CAGR 为 27%。2019 年，艾尔健的肉毒素产品保适妥在全球的销售额为 37.91 亿美元，在中国的销售额约 1.13 亿人民币。未来随着中国经济维持中高速发展水平，医美消费需求持续释放，以及肉毒素经过市场教育，新产品、新适应症获批，我们预期肉毒素市场仍将有广阔的发展空间。

图 15: 中国样本医院肉毒素行业规模及增速 (百万元)



数据来源：PDB，东吴证券研究所

图 16: Allergan 产品 Botox 收入及增速 (百万美元)



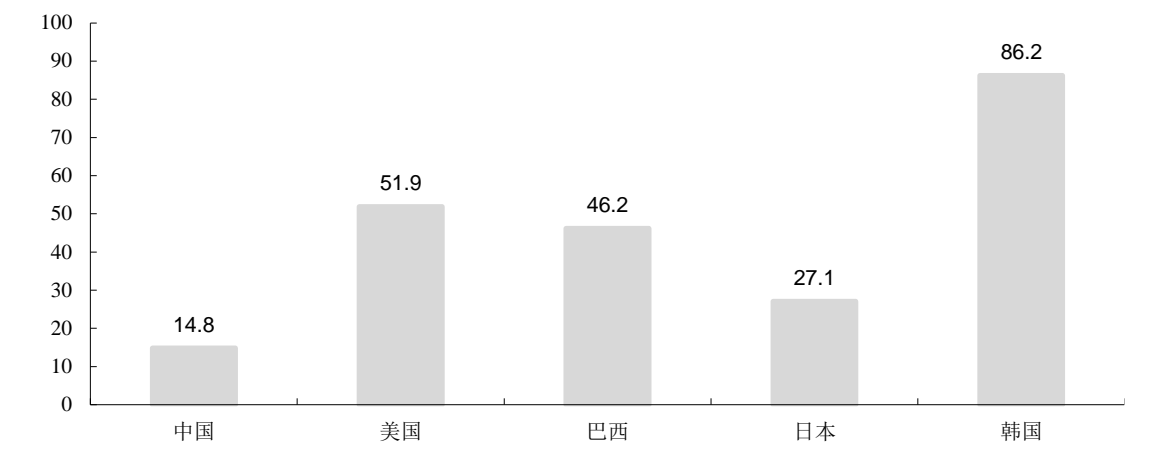
数据来源：Allergan 年报，东吴证券研究所

## 2.2. 渗透率与复购率提升，推动国内医美市场扩容

我国医美接受度提高，医美消费渗透率相比于发达国家仍有较大提升空间。随着医美产品及仪器技术水平的提升、以及医美知识的普及，中国民众对整形美容的观念正在向积极态度转变，根据新氧大数据调查数据及艾瑞咨询，2018 年 36.9% 的受访者表示愿意微调，24.3% 的人持欣赏态度。Frost&Sullivan 统计显示，2009-2019 年中国大陆医美渗透率不断提升，从 1.5% 提升至 3.6%，但仍较世界主要国家有较大差距，约为日本

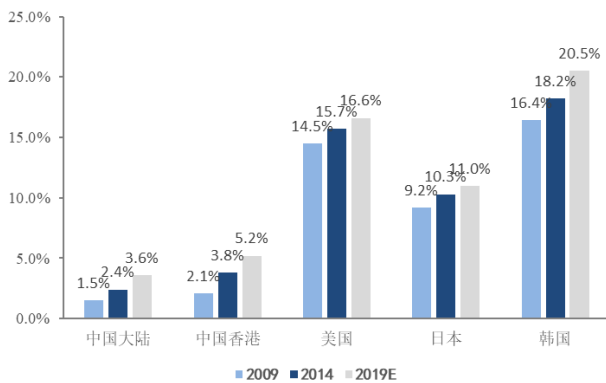
的 1/3，美国的 1/5，韩国的 1/6；中国的每千人医美诊疗次数为 14.8 次，远低于美国、巴西、韩国等。我们认为，伴随中国社会经济水平提高，医美行业发展向发达国家趋同，未来中国医疗美容市场发展前景广阔。

图 17: 2018 年每千人诊疗次数对比



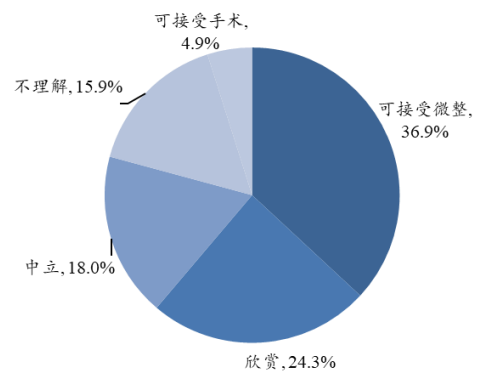
数据来源: Frost&Sullivan, 东吴证券研究所

图 18: 主要国家医美渗透率



数据来源: Frost&Sullivan, 东吴证券研究所

图 19: 2018 年中国大众对医美的接受度调查

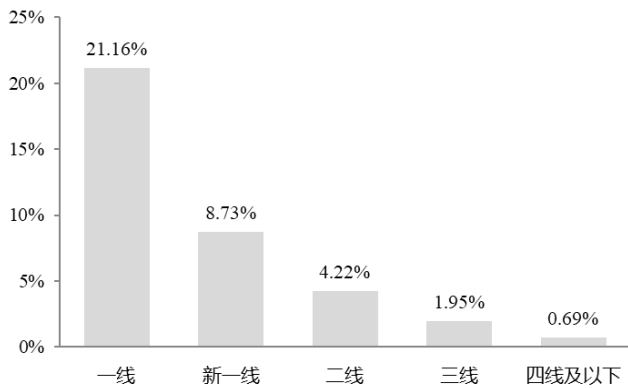


数据来源: 艾瑞咨询, 东吴证券研究所

**低线城市和 90 后消费人群促进国内医美渗透率提升。**

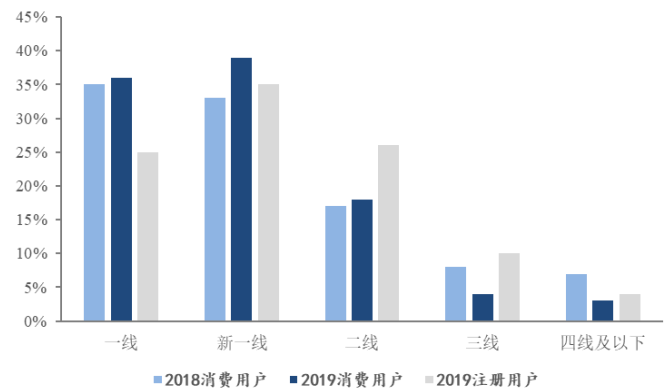
**从城市分布看:** 在北京、上海等一线城市由于头部医疗机构、医生集聚、医学知识普及，且医美消费水平及接受度更高，医美消费渗透率甚至接近韩国、美国等发达国家水平。而在低线城市渗透率相对较低，对医美项目的咨询量大、但消费量小，消费转化率较低。但与此同时，新一线城市的消费力正在快速提升，新氧用户数据显示，2019 年新一线城市医美领域消费用户占比首次超过一线城市，成为市场增长的最大推力。鉴于低线城市消费者实际占比更高，我们认为未来随着低线城市消费者认知愈加成熟，医美机构市场下沉及规范发展，低线城市医美渗透率有望逐步提升，推动医美消费市场规模扩容。

图 20: 2018 年中国不同线级城市的医美消费渗透率



数据来源: Frost&Sullivan、艾瑞咨询, 东吴证券研究所

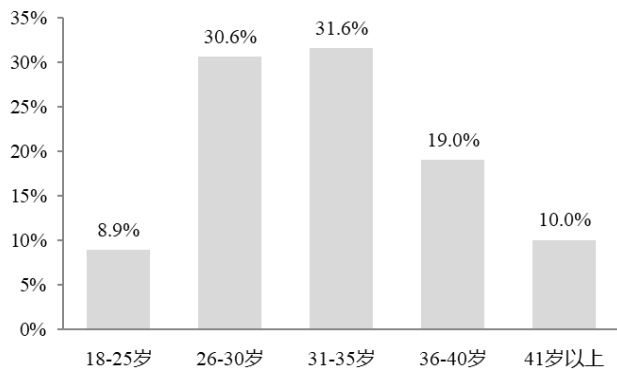
图 21: 中国不同线级城市的用户分布



数据来源: 新氧大数据, 东吴证券研究所

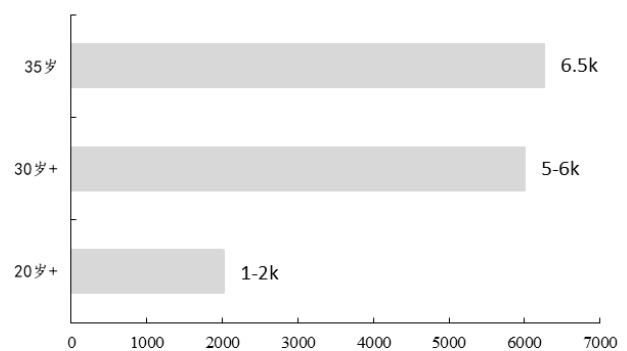
**从人群分布看:** 90 后主力军随着年龄增长, 投入更大, 推动行业长期增长。我国医疗美容消费仍处于导入期, 消费人群总体较为年轻。根据艾瑞咨询统计, 2020 年 30 岁以下消费者占比接近 40%, 35 岁以下消费者占比超过 70%。18-30 岁消费者注重面部轮廓五官调整, 30-40 岁注重面部提升与身体塑形, 40 岁及以上着重抗衰老, 总的来看, 伴随年龄的增长, 医美消费的意愿更强且投入更大, 女性多在 35 岁时达到年均医美消费金额峰值 6500 元左右。我们认为, 出生于 90 年及以后的新时代医美消费者, 作为医美消费主力军, 将推动医美消费普及和市场扩张。

图 22: 2020 年中国医美用户年龄分布



数据来源: 艾瑞咨询, 东吴证券研究所

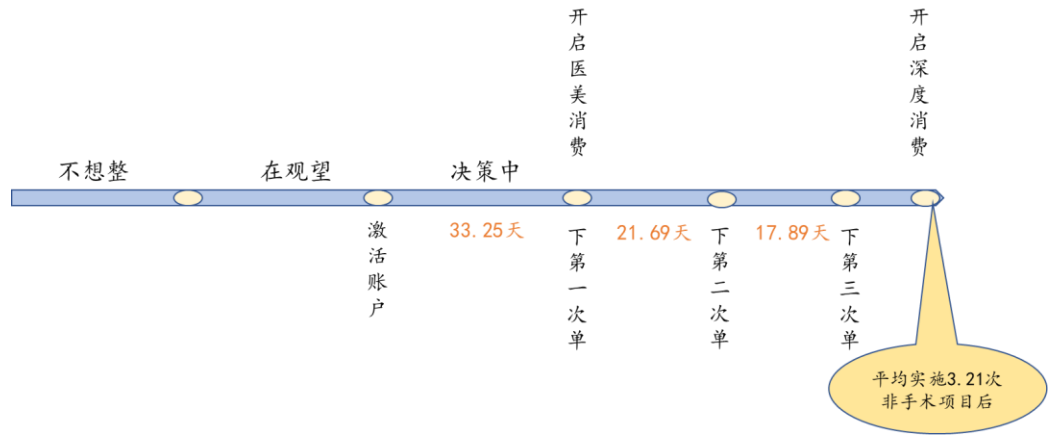
图 23: 2018 年不同年龄层级用户的医美年均消费



数据来源: 艾瑞咨询, 东吴证券研究所 注: 35 岁数据 6.5K 表示年均医美消费金额峰值。

**轻医美项目复购率提升促进市场扩容。** 根据新氧对中国消费者的调查, 轻医美消费者的复购率很高, 2017 年度新氧电商平台人均复购率达 92%, 复购频次 3-6 个月。具体到玻尿酸产品, 2014 年新氧平台玻尿酸复购情况为平均每人 2.3 支, 到 2015 年 11 月底, 玻尿酸复购增长到 4.1 支/人。

图 24: 新氧 APP 平台医美消费决策周期



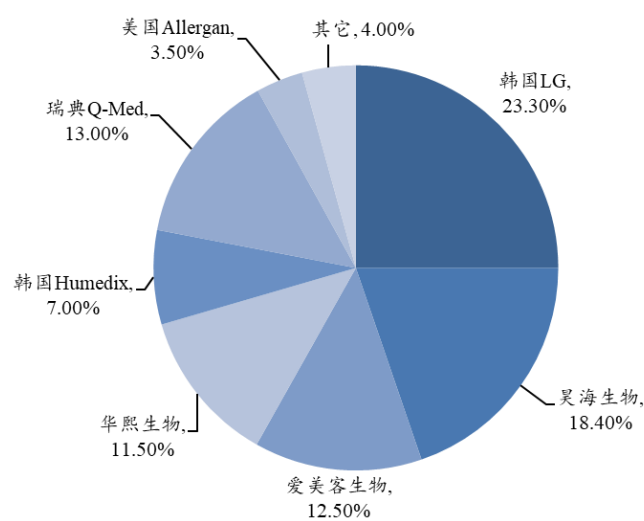
数据来源：新氧 APP，东吴证券研究所

### 2.3. 国产品牌快速崛起，国内头部企业具备先发优势

玻尿酸填充剂技术壁垒与资质门槛较高，海外品牌占据7成以上市场。玻尿酸最初于1934年在牛眼中提取出来，直至21世纪初，我国才实现玻尿酸原料的规模化生产制备，2009年爱美客推出国产首款玻尿酸填充剂（逸美）。因此，我国玻尿酸市场仍主要由国外品牌占据主导，只有少数早期进入市场的爱美客、华熙生物、昊海生科能够占据一定的市场份额。

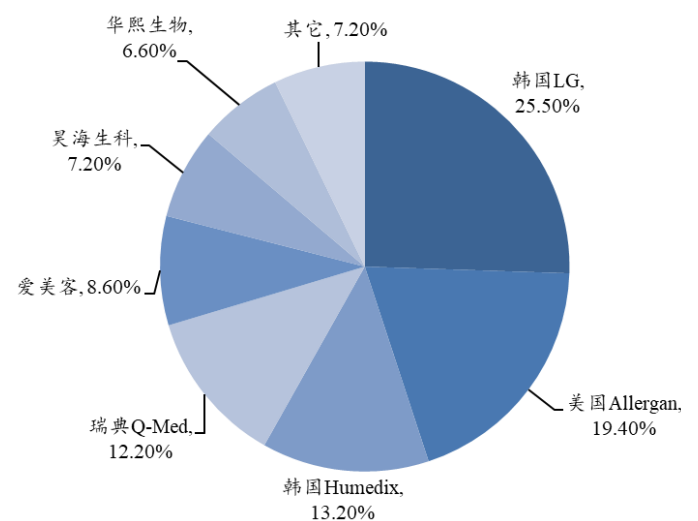
从销量上看，国产三大企业销量占比居前，2018年爱美客市占率在12.5%。但国外产品凭借技术、品牌与渠道优势，单价更高、单笔成交利润空间更大。从销售收入来看，前四大厂商的均为海外品牌，占据了市场超过7成的份额，爱美客玻尿酸市占率为8.6%。

图 25：2018 年中国医美玻尿酸产品市场格局（按销量）



数据来源：Frost&Sullivan，东吴证券研究所

图 26：2018 年中国医美玻尿酸产品市场格局（按收入）

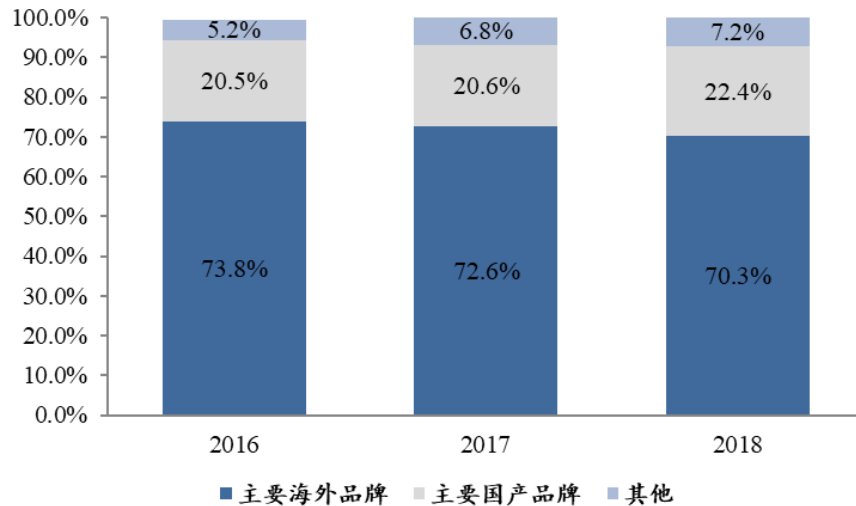


数据来源：Frost&Sullivan，东吴证券研究所

国产玻尿酸填充剂复合增速高达 32%，加快实现国产替代。近年来医疗美容玻尿酸

填充剂本土品类不断增多，根据 Frost&Sullivan 数据，2016-2018 年国产品牌销售收入复合增长率为 32.2%，高于同期进口品牌的 18.7%。同时，主要国产玻尿酸品牌的市场份额从 20.5% 提升至 22.4%。我们认为，随着国产企业技术与生产能力提升，国产替代进口的趋势将会持续，而国产头部企业将在国产替代潮流中凭借先发优势，继续提升市场份额。

图 27: 2016-2018 中国医疗美容玻尿酸产品市场竞争格局 (按销售额)



数据来源: Frost&Sullivan, 东吴证券研究所

**肉毒素注射剂市场竞争缓和，新上市产品潜在放量机会较大。**肉毒素是迄今适应症最丰富的药物之一，至 2016 年 1 月已在全球 80 多个国家获批了 29 个适应症。我国兰州生物制品研究所于 1993 年成功研制肉毒素并试用于临床，1997 年被正式批准上市，成为继美国、英国之后第三个能生产治疗用 A 型肉毒素的国家。但由于肉毒素具有强毒性，我国的审批非常严格，在今年之前国内审批通过的肉毒素产品仅有美国艾尔建生产的保妥适和中国兰州生物所生产的衡力。2020 年 6 月，英国 IPSEN 生产的吉适 (Dysport) 获 NMPA 批准上市，国内正规上市的 A 型肉毒素产品增加到三家，打破了国内肉毒素市场长期二分天下的格局。

表 3: 我国已准入注射用 A 型肉毒素产品对比

商品名称	保妥适 (BOTOX)	衡力 (BTXA)	吉适 (Dysport)
所属国家	美国	中国	英国
所属公司	Allergan	兰州生物	IPSEN
获批时间	1989 年 FDA 获批上市	1997 年 CFDA 获批上市	1999 年通过 CE 认证
	1999 年 CFDA 获批上市	2012 年适应症拓展至眉间纹	2009 年 FDA 获批上市
	2009 年适应症拓展至眉间纹		2020 年 6 月 NMPA 获批上市
剂量	50 单位、100 单位	50 单位、100 单位	500 单位
效价比	1: 1	1: 1	1: 2.5
适用部位	细微部位	较大面积部位	较大面积部位
赋形剂蛋白	血清白蛋白	猪明胶蛋白	血清白蛋白



工艺	真空干燥	冻干干燥	冻干干燥
维持时间	6-8 个月	3-6 个月	6-8 个月
销售情况	市占率及知名度均位居世界第一，全球市场份额 65% 以上，国内样本医院销售占比达 53.5%	我国唯一审批的国产注射用 A 型肉毒毒素，国内样本医院销售占比达 46.5%	欧洲市占率第一，全球市场份额 15%

数据来源：NMPA，新氧，东吴证券研究所

此外，爱美客、四环制药、复星医药等厂商代理的国外企业也在角逐肉毒素新产品的获批机会，并不断拓展新的适应症。2015 年 7 月，华熙生物宣布与韩国生物科技公司 Medytox.Inc 达成战略合作，联手开发、拓展注射用 A 型肉毒素的中国市场。我们认为，未来医美注射用的肉毒素品种将更加丰富，对现有产品形成有效补充，但市场竞争更为激烈，而对于爱美客、华熙生物等医美终端产品厂商而言，肉毒素品种获批无疑会成为又一重磅产品，抢占轻医美市场地位。

### 3. 业务分析：玻尿酸抢占国产高端地位，在研重磅品种前景可期

爱美客拥有 5 款注射用透明质酸钠系列及聚对二氧环己酮面部埋植线，为获得国家药监局批准的同类产品最多的企业。面对日趋同质化的市场竞争，公司在产品上依靠稀缺品种和持续迭代保持竞争优势。一方面，嗨体、紧恋等产品为国内首款，抢占国内市场稀缺赛道；另一方面，公司持续投入研发，平均每两年推出一款新品，保持产品推陈出新，保证公司长期可持续发展。

表 4：公司上市产品介绍

商品名称	产品特点	核心技术	适用范围	注射/植入层次	2019 年出厂价	终端销售价格
逸美	国内首款透明质酸钠类注射填充剂	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	700.41 元/支	3000-8000 元/ml
宝尼达	含 PVA 微球，起到骨性支撑塑形作用、效果持久	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	2547.49 元/支	12800-18000 元/ml
爱芙莱、爱美飞	含利多卡因，具有舒缓减痛作用	固液渐变互穿交联技术	鼻唇沟	皮肤真皮中层至深层	310.83 元/支 292.75 元/支	320-580 元/ml 517-1076 元/ml
嗨体	添加氨基酸、肌肽、维生素等成分	组织液仿生技术	颈部	皮内真皮层	352.61 元/支	650-1700 元/ml
逸美一加一	针对褶皱皮肤修复的新型复合注射材料	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	1220.87 元/支	3800-6800 元/ml
紧恋	国内首款面部埋植线	恒水精准切割技术	鼻唇沟	皮下脂肪层	—	—

数据来源：公司公告、新氧，东吴证券研究所

#### 3.1. 上市产品线丰富，玻尿酸大单品、面部埋线占据国产稀缺赛道

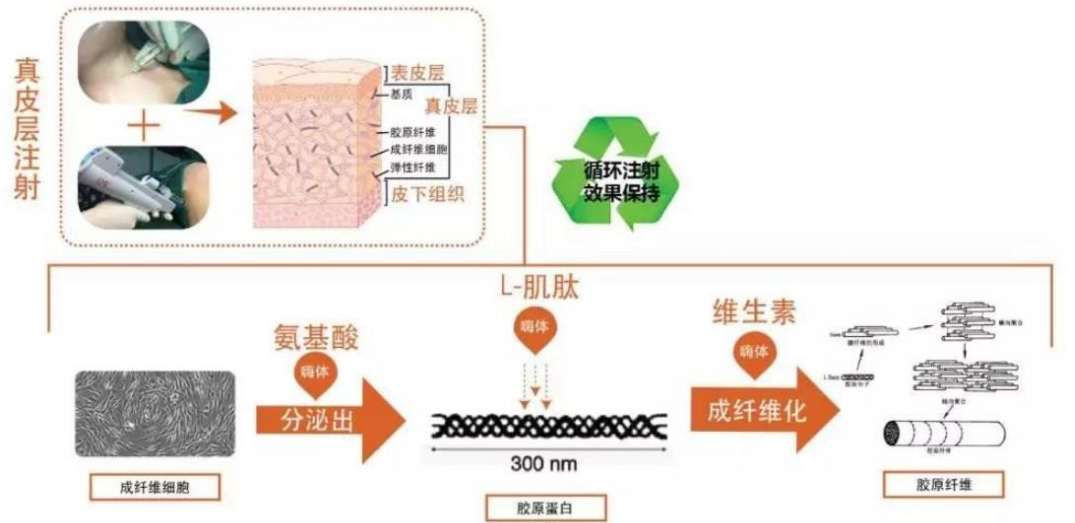
##### 3.1.1. 玻尿酸：多产品差异化竞争，嗨体、宝尼达等大单品优势显著

###### (1) 嗨体：目前国内唯一获批颈纹修复的玻尿酸，上市第三年营收过 2.4 亿

“嗨体”于 2016 年获批，2017 年上半年正式推向市场，是国内首款应用于颈纹修复的注射材料。该产品由公司与南开大学高分子化学研究所联合开发，应用了组织液仿生技术，添加氨基酸、肌肽、维生素等成分。其中，多种氨基酸成分辅助机体自身成纤维细胞分泌出大量胶原蛋白；L-肌肽成分有效抵御皮肤环境中的自由基破坏，对重建的胶原纤维结构具有保护作用；维生素成分辅助胶原蛋白成纤维化，通过胶原蛋白合成、

胶原纤维生成、胶原纤维重建的三重聚合，形成胶原纤维，恢复真皮层容量及弹性，使皮肤呈现年轻健康状态。

图 28: 嗨体产品作用原理



数据来源：中华整形大典，东吴证券研究所

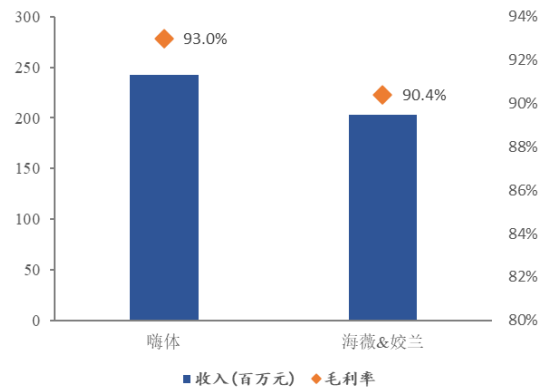
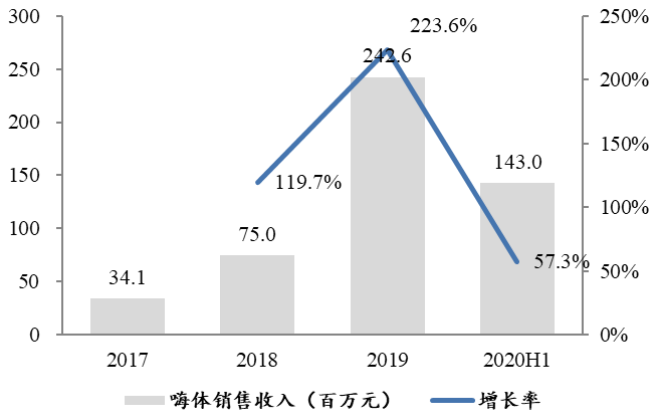
“嗨体”主要用于皮内真皮层注射填充，以纠正颈部中重度皱纹。在临床实际应用中，根据临床效果及医生建议，多数终端客户会在“嗨体”产品注射完成 1-3 个月后再选择再次注射“嗨体”产品，且由于治疗改善效果较好，客户黏性较强。

“嗨体”上市以来表现亮眼，经过近几年的市场培育，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。“嗨体”上市 3 年，合作机构数量突破 2000 家，用户突破 200 万。2020H1 贡献 1.43 亿元收入，同比增长 57%；2017-2019 年收入复合增速 105%；2019 年毛利率为 93%，远超同行业类似产品的收入与毛利率水平。以昊海生科的“海薇”和“姣兰”产品为例，两款产品的收入合计与毛利率均小于“嗨体”。

“嗨体”由于创新性技术壁垒和较强不可替代性，目前在市场上无直接竞争产品，考虑到医疗器械获批至少需要 3-5 年时间，我们预计未来短期内该产品仍将保持竞争优势，未来“嗨体”的收入规模仍将较快增长。

图 29: 2017-2020H1 嗨体贡献收入及变动情况

图 30: 2019 年嗨体与海薇&姣兰营业收入及毛利率比较



数据来源: wind, 东吴证券研究所

数据来源: 爱美客招股说明书, 昊海生科年报, 东吴证券研究所

“嗨体”同系列“熊猫针”最新发布, 定位高端眼周抗衰明星产品。2020年6月, 公司发布最新产品“嗨体熊猫针”, “熊猫针”属于滋养型活性填充剂, 具有滋养填充双效合一的效果, 可滋养皮下结缔组织、促进胶原纤维合成, 并具有活性填充无肿胀、平滑无颗粒等特点。“熊猫针”的推出使得“嗨体”系列的应用范围扩大至眼周, 根据维美网提供的一套眼周除皱方案, 其与“嗨体1.5 (真皮表层屏障皮脂膜修复)”及“嗨体2.5 (真皮层皮内营养再生填充)”能够在眼周泪沟、眼袋的治疗上形成深度协同, 上市后有利于进一步提升整个系列的销量水平。

图 31: 嗨体眼周除皱技术全新升级方案

部位问题	适应症	材料选择	单次用量	疗程设计
眼周肤质	眼周皮脂膜修复	嗨体2.5	1支	3周/次, 4次/疗程
眼周细纹	眼周静态细纹	嗨体1.5	1支	1月/次, 3次/疗程
上脸容量形态	上脸凹陷	嗨体1.5	1支	1月/次, 3次/疗程
下脸容量形态	轻度假性泪沟	嗨体1.5	1支	1月/次, 3次/疗程
	中度/中重度泪沟	嗨体熊猫针	2支	建议3月/次, 2次/疗程
	重度泪沟/眼袋手术后	嗨体熊猫针+嗨体2.5	熊猫针1支+嗨体2.5 1支	建议每年一次
	假性眼袋型泪沟	嗨体1.5+紧恋小V脸+嗨体2.5	嗨体1.5 1支+嗨体2.5 1支+小线10根	嗨体1.5: 1-2月/次, 3次/疗程 嗨体2.5: 1月/次 紧恋: 建议埋线间隔6-8个月

数据来源: 维美网, 东吴证券研究所

### (2) 宝尼达: 长效玻尿酸注射填充剂, 定位高端市场

“宝尼达”为医用含PVA微球的HA-HPMC凝胶, 于2012年取得III类医疗器械注册证, 是CFDA仅批准的两款含微球成分产品之一。另一个为荷兰汉福生物的爱贝芙, 其同样为III级医疗器械且在2012年获批, 不同之处在于其成分主要为胶原蛋白与微球的合成物。PVA微球运用在血管支架的外科手术中, 在5-10年后才会打开内部链接, 既能够保证持久性, 又能被人体自然降解, 安全可靠。“宝尼达”创新地将玻尿酸与其业内领先的PVA微球专利成分相结合, 具有保持皮肤弹性、锁住水分子的功能, 使肌肤饱满年轻有弹性。产品主要用于皮肤真皮深层及皮下浅层之间的注射填充。

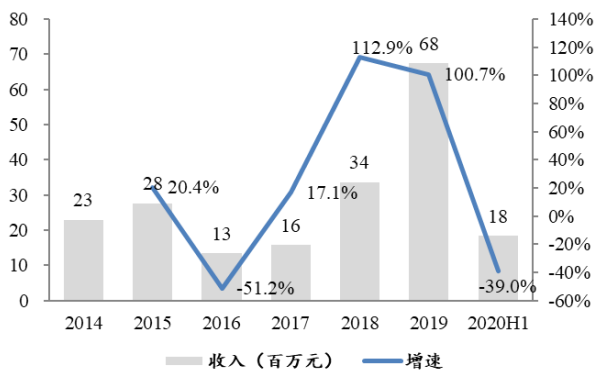
“宝尼达”定位相对高端，因此市场推广需要一定时间积累。经近些年的临床应用，长效产品逐渐被市场接受，宝尼达经过多年的市场培育和推广，逐步得到下游医疗机构以及消费者的认可，产品需求稳步增长，销售量开始大幅增加。该产品在 2020H1 贡献 0.18 亿元收入，占总营业收入的 7.60%，同比下滑 39%，主要原因在于疫情产生的短暂性冲击。此外，“宝尼达”产品一直具有较高的毛利率，2016 年以来毛利率均保持在 98% 以上。

表 5: 长效填充产品宝尼达与爱贝芙对比

品牌	获批时间	所属公司	价格	主要成分及构成
宝尼达	2012 年 10 月	爱美客	12800-18000 元/ml	含聚乙烯醇凝胶微球的透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶， 80%的复合玻尿酸+20%微球
爱贝芙	2012 年 3 月	荷兰汉福生物	19600-35200 元/ml	含聚甲基丙烯酸甲酯微球体的胶原蛋白悬浮液， 80%胶原蛋白溶液+20%微球

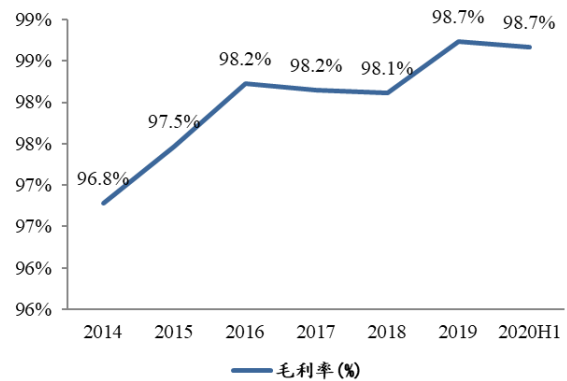
数据来源：NMPA，新氧，东吴证券研究所

图 32: 宝尼达收入及增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 33: 宝尼达毛利率情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

### 3.1.2. 面部埋线：正规产品稀缺，市场竞争格局良好

公司于 2019 年 5 月获批面部埋植线“紧恋”，是国内首款面部埋植线产品。线材埋植入皮下浅层脂肪，入皮肤后平行成线状或交织成网状，并与周边结缔组织连接产生张力，使得皮肤软组织有一定的紧致效果，从而达到纠正皮肤皱纹、改善皮肤状态的效果。该产品采用聚对二氧环己酮（PPDO）作为原材料，具有非常优异的生物相容性、生物可吸收性和生物降解性，可完全被人体所吸收。

面部埋线市场正规产品稀缺，公司产品有望快速抢占市场份额。目前在面部埋植线产品市场只有“紧恋”和韩国生科的 MINT 获批上市。两者的差异点在于 MINT 仅有一款线型，应用相对受到局限，而“紧恋”具有三种线型，包括平滑线、螺旋线、短锯齿线三种线型，分别满足用户皮肤紧致、表情区紧致、精细部位凹陷填充和皮肤提升的用户需求。“紧恋”可与其他手术、非手术年轻化手段联合应用，分层解决结构性衰老问

题。鉴于面部埋植线获批产品目前相对有限，我们预计紧恋可在未来几年时间赢得一定的审批红利，并有机会优先完成消费者的认知教育。

表 6: 我国已获批面部埋植线产品对比

品牌名称	获批时间	所属公司	材料	外形
紧恋	2019 年 5 月	爱美客	聚对二氧环己酮 (PDO)	锯齿/平滑/螺旋
MINT	2019 年 9 月	韩士生科	聚对二氧环己酮 (PDO)	锯齿

数据来源：智械洞察，东吴证券研究所

### 3.2. 在研发产品快速推进，有望推出多款重磅产品

公司在研发产品主要包括注射用 A 型肉毒毒素、含修饰聚左旋乳酸微球的透明质酸钠凝胶、聚羧甲基葡糖胺聚糖凝胶、医用生物补片和基因重组蛋白药物。未来新产品上市将改变公司收入依赖玻尿酸产品的格局，抢占医美行业更多子领域的市场份额，打造国产医美行业龙头地位。

表 2: 公司在研产品一览表

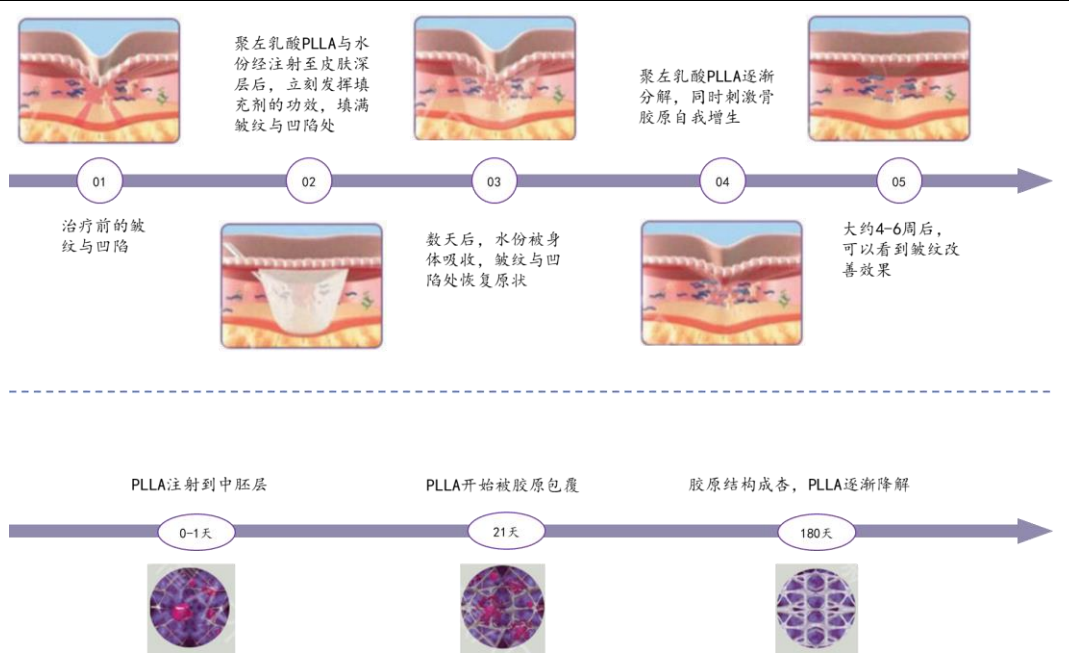
产品名称	研发阶段	产品功能及用途	产品类别	与行业技术水平的比较
含修饰聚左旋乳酸微球的透明质酸钠凝胶	注册申报阶段	用于手术填充	III 类医疗器械	含有聚乳酸微球的复合填充材料，具有中长期的维持效果
聚羧甲基葡糖胺聚糖凝胶	注册申报阶段	手术防粘连	III 类医疗器械	利用原位成膜技术，预防术后慢性炎症期造成的粘连
医用生物补片	注册检验阶段	用于硬脑膜和软组织修复	III 类医疗器械	具有良好的机械性能和生物的相容性能
注射用 A 型肉毒毒素	临床试验阶段	医疗美容中用于去除动态皱纹	生物药品	属于已上市同种产品的生物类似药
基因重组蛋白药物	临床前研究阶段	用于糖尿病及肥胖症的治疗	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

数据来源：爱美客招股说明书，东吴证券研究所

#### 3.2.1. 童颜针：含修饰 PLLA 的长效玻尿酸，有望获批国内首张 III 类器械证

该款在研产品为含聚左乳酸 (PLLA) 微球的透明质酸钠凝胶，用于修复褶皱皮肤、填充凹陷部位，并通过刺激人体骨胶原再生使老化的肌肤重新富有弹性，达到提升紧致、增加弹性、改善皱纹的效果。产品中含有的聚乳酸是 20 世纪 90 年代迅速发展起来的新一代可完全降解高分子材料，它以乳酸为单体聚合而成，在人体内可以通过非酶水解缓慢降解为乳酸，最终降解为二氧化碳和水，安全性高。左旋聚乳酸作为美容注射用材料，可以刺激皮下胶原蛋白生长，随着时间的增加使真皮层增厚，填充部位完全被新生的自体组织代替，使肌肤重获弹性。相较于一般的玻尿酸产品，童颜针的外观效果更真实，维持时间更长久，一般 2-3 年。

图 34: 童颜针效用过程



数据来源：新氧，东吴证券研究所

从竞品来看，目前国内市场上尚无获批含聚左乳酸的III类医疗器械产品，大多为I类、II类的医疗器械甚至是妆字号产品，以及未经认证的伪劣产品。而根据文献报道，现有市场的相似产品聚乳酸玻尿酸填充剂，大多数为聚乳酸与透明质酸或羧甲基纤维素钠的混合冻干产品，需要先用注射水混匀后使用，如果混合不充分均匀注射时可能会发生针头阻塞，且注射后填充效果不能立即显现。未来公司产品成功上市，有望成为首款获证的III类医疗器械产品，凭借资质优势快速打开市场。根据公司招股说明书披露，该产品目前已处于注册申报阶段，预计将于2020年末取得产品注册证书。

表 7: 国内主要童颜针产品对比

商品名称	产地	审批进展	生产企业	价格/次
Replace 瑞博	中国	II类医疗器械注册证	杭盖桐博生物	6980~23800元
EVOPLLA 欧倍颜	中国	I类医疗器械注册证	吉林科罗纳多	6800~9800元
仙诺德	中国	I类医疗器械注册证	浙江微度	11600~12000元
Bealovo 贝洛芙	中国	I类医疗器械注册证	浙江微度	3000~20000元
Aphrolane 艾芙朗	中国	I类医疗器械注册证	上海千拓	
Renata 润娜塔	中国	I类医疗器械注册证	浙江梓正	
Babyskin 悦色	中国	I类医疗器械注册证	长春市悦色	
普丽妍	中国	I类医疗器械注册证		
美彭	中国	I类医疗器械注册证		
Beautisle 每思然	中国	I类医疗器械注册证		
Trueself 真予	中国	I类医疗器械注册证		
Boji 博吉	中国	I类医疗器械注册证		

稚龄	中国	I 类医疗器械注册证		
Bellona 百洛娜	韩国	妆字号批文	G-Med	5000-8000 元
Sculptra 塑然雅/舒颜萃	瑞士	I 类医疗器械注册证	高德美	5000-7000 元
AestheFill 爱塑美	韩国	未通过 NMPA 审核		2000~4000 元
Ganafil 加纳菲	韩国	未通过 NMPA 审核		
Ellanse 少女针	英国	未通过 NMPA 审核	Sinclair	
Derma Veil 得美颜	美国	未通过 NMPA 审核	Anteco Pharma	3000-5000 元

数据来源：新氧，NMPA，东吴证券研究所

### 3.2.2. 注射用 A 型肉毒素：技术门槛高，新品上市有望抢占市场份额

2018 年 9 月，公司与韩国 Huons 公司签订合作协议，爱美客负责该产品在中国区域的临床试验、注册申请及进口经销，独家代理销售该产品 10 年。临床试验于 2019 年正式实施，计划拟投资共 1.2 亿元。Huons 公司为韩国知名制药及医疗器械企业，其研发的 A 型肉毒毒素产品 Hutox 已于 2019 年 4 月在韩国取得产品注册证书，因此，我们认为，按照第 III 类医疗器械获证时间 3-5 年预计，公司产品有望在 2023-2024 成功获批上市。

此外，已有多家国内企业与海外品牌合作研发注射用肉毒素产品，但鉴于肉毒杆菌毒素注射剂作为轻医美第二大项目，国内肉毒素市场也处于快速成长阶段，目前市场竞争格局较好，新进入者仍然面临良好的发展机遇。相较于四环制药、华东医药、精鼎医药等制药企业而言，爱美客作为精耕医美行业的本土龙头，在销售渠道上具有天然优势，因此，我们认为，未来公司新产品肉毒素获批上市，有望依托公司强大的医美销售渠道和品牌影响力加速推广。

表 8：肉毒素国内审批进展

产地	生产企业	代理企业	品牌	研究阶段
韩国	Huons	爱美客	Hutox (橙毒)	临床试验阶段
韩国	Hugel	四环制药	Botulax (白毒)	上市申请阶段
韩国	Jetema	华东医药	The Toxin	达成协议，尚未申请注册
美国	Revance	复星医药	RT002	临床试验阶段
韩国	大熊制药	北京大熊伟业	Nabota (绿毒)	临床试验阶段
德国	Merz	精鼎医药	Xeomin	已完成临床试验

数据来源：各公司公告，NMPA，东吴证券研究所

### 3.2.3. 基因重组蛋白药物：减肥减重市场庞大，有望增添新增长点

公司在研的基因重组蛋白药物为重组人胰高血糖样肽-1 (GLP-1) 类似物，主要用

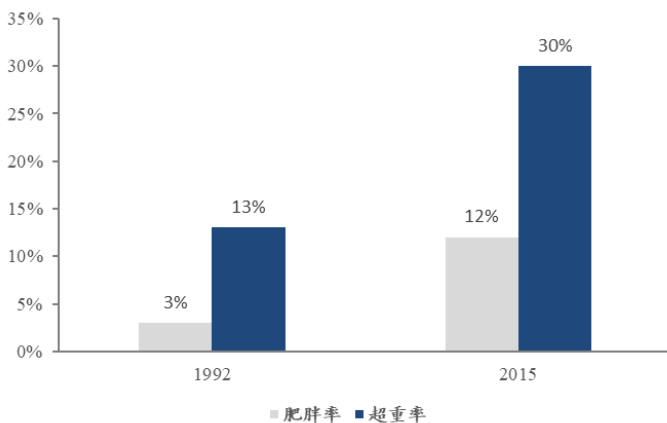


于糖尿病及肥胖症的治疗。2014年，诺和诺德用于治疗2型糖尿病的GLP-1类似物利拉鲁肽将适应症扩大至肥胖症领域，2017年11月，诺和诺德宣布开始降糖药索玛鲁肽用于减肥适用症的III期临床研究，证明了GLP-1类似物的减肥减重应用。公司在2016年11月成立控股子公司诺博特生物，并引入核心研发人员黄钦恒博士，其曾任职于多家医学中心、辉瑞制药、北京诺和诺德等药企，具有丰富的糖尿病生物医学行业经验。根据公司招股说明书，诺博特生物目前已完成原研药的质量研究及样品小试，正在进行临床前的样品中试动物安全性评价，预计将于2020年进行产品的临床申报。本研发项目建设周期为76个月。

**我国减肥减重市场庞大，瘦身纤体是非手术类医疗美容的主要项目之一。**近年来，我国肥胖率和超重率均上升较快，根据国家卫计委与全国居民营养健康调查数据，1992年至2015年，全国18岁及以上成人超重率从13%提升至30%，肥胖率从3%提升至12%。2016年《柳叶刀》医学杂志发布的《全球成年人体重调查报告》显示，中国肥胖人口约8960万，已位居世界首位。我国糖尿病药物市场规模持续较快增长，但减肥减重药物市场仍较为空白，目前尚无在中国取得药品批文的针对肥胖适应症的药物。考虑到在糖尿病、肥胖症等患病率快速提升的同时，人们的健康意识不断提高，减肥减重需求强烈。若公司研发产品未来成功上市，将有望在在轻医美的瘦身纤体领域增添新的增长点。

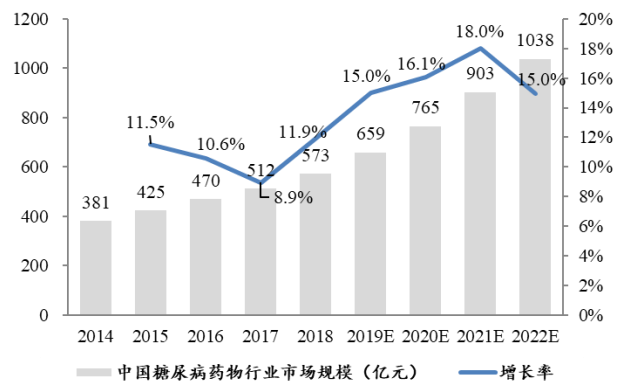
根据公司招股说明书，公司拟使用3.04亿元募集资金用于“基因重组蛋白药物研发”，拟使用1.6亿元募集资金用于“建设基因重组蛋白研发生产基地”，该项目达产后的产能为133.57万支/年。预计项目实施第一年即可生产40.07万只药品，对应销售收入1.64亿元；预计满产下可年产133.57万只，对应销售收入5.48亿元。

图 35: 我国肥胖率和超重率情况



数据来源：国家卫计委，人民网，东吴证券研究所

图 36: 我国糖尿病药物规模及增速



数据来源：Frost&Sullivan，东吴证券研究所

表 9: “基因蛋白重组研发生产基地建设项目”十年产能及营收预测

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(万只)	40.07	73.46	93.5	113.53	133.57	133.57	133.57	133.57	133.57	133.57
销售收入(万元)	16429	30120	38334	46549	54764	54764	54764	54764	54764	54764

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

## 4. 公司对比：爱美客 vs 华熙生物 vs 昊海生科

### 4.1. 主营业务：国产玻尿酸三巨头，爱美客聚焦医美终端产品

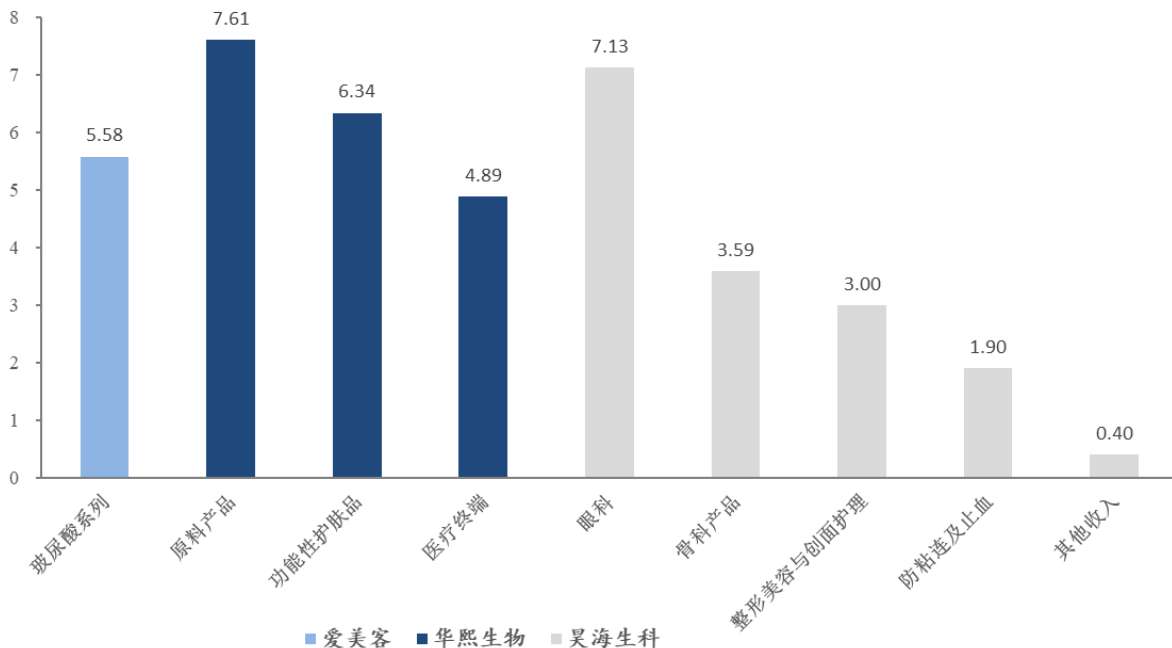
整体来看，三家公司主营业务均涉及透明质酸，爱美客上市产品与在研产品线集中在医美终端产品。华熙生物主营业务包括透明质酸原料、医疗终端产品、功能性护肤产品等三大类，原料产品和功能性护肤品的收入占比分别约 40%、34%。昊海生科的整形美容与创面护理产品包括玻尿酸填充剂与重组人表皮因子，收入占比约 19%。2019 年，在医美终端产品方面，爱美客收入为 5.58 亿元，大于华熙生物和昊海生科。

表 10: 三家公司市场定位/主营业务/核心品牌

公司名称	市场定位	主营业务	现有医美终端产品
爱美客	国内生物医用软组织修复材料的创新型领先企业	注射用透明质酸钠、聚对二氧环己酮面部埋植线	玻尿酸填充剂、面部埋线
华熙生物	全球领先的透明质酸原料生产企业，建立了从原料到产品的产业链	透明质酸原料、医疗终端产品、功能性护肤产品	玻尿酸填充剂
昊海生科	运用生物医用材料技术和基因工程技术进行医疗器械和药品研发的科技创新型企业	眼科、整形美容与创面护理、骨科、防粘连及止血	玻尿酸填充剂、重组人表皮生长因子

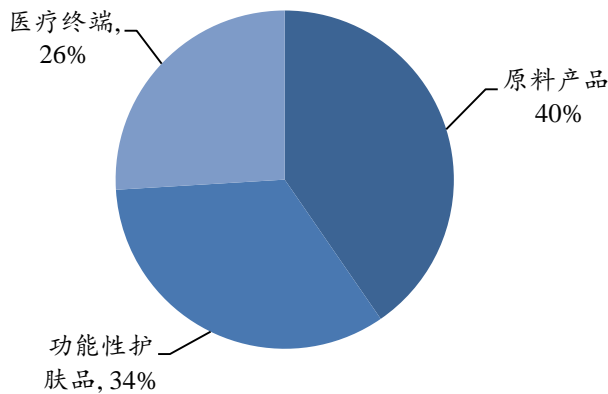
数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图 37: 2019 年三家公司分业务收入（亿元）



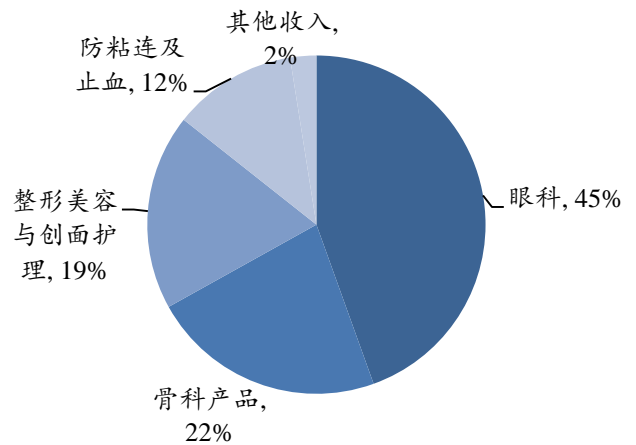
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 38: 2019 年华熙生物各业务营业收入占比



数据来源: 华熙生物公司公告, 东吴证券研究所

图 39: 2019 年吴海生科各业务营业收入占比



数据来源: 吴海生科公司公告, 东吴证券研究所

在医美产品线上, 爱美客产品布局领先、覆盖广泛。爱美客于 2009 年最早进入玻尿酸填充剂市场, 产品价格覆盖中、高端市场, 适应症覆盖面部和颈部修复。华熙生物拥有“润百颜”与“润致”两个系列, 产品定位逐步走向高端, 依靠上游透明质酸原料制造具有一定成本优势。吴海生科拥有三个品牌, 定价逐步走高, 适应症均为鼻唇沟。

图 40: 各公司医美产品对比

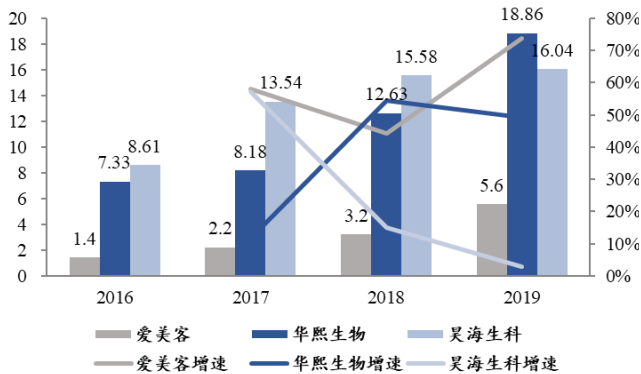
公司	品牌	商品名	价格 (元/ml)	批准时间	作用部位	产品特点
爱美客	逸美	逸美	3000-8000	2009	额部、鼻唇部	国内首款透明质酸钠类注射填充剂
	宝尼达	宝尼达	12800-18000	2012	额部、鼻唇部	国内首款含PVA微球的透明质酸钠注射填充剂
	爱芙莱、爱美飞	爱芙莱、爱美飞	300-1100	2015	鼻唇沟	国内首款含利多卡因的透明质酸钠注射材料
	嗨体	嗨体	650-1700	2016	颈部	国内首款用于修复颈纹的复合注射材料
	逸美一加一	逸美一加一	3800-6800	2016	额部、鼻唇沟	针对褶皱皮肤修复的复合注射材料
华熙生物	润百颜	润百颜白紫	500-1000	2012	鼻唇部	中分子质地柔软, 适合填充皱纹
		润百颜星耀	600-1500	2012	鼻唇部	中分子质地柔软, 适合填充皱纹
		润百颜月盈	1200-3000	2012	鼻唇部	大分子玻尿酸塑形效果佳
		润百颜水光	190-690	2012	鼻唇部	拥有高水分保持力, 接近人体HA, 无毒无残留
		润百颜大分子黑金	480-2800	2014	鼻唇部	首个获批的国产交联玻尿酸填充剂
	润致	润致(双相)	2500-4000	2016	鼻唇部	含利多卡因, 准确塑形及长效定型
		润致(单相)	1680-3980	2019	鼻唇部	含利多卡因, 推注精准定位, 效果持久
奥尼	奥尼	500-1000	2012	鼻唇部	中分子质地柔软, 适合填充皱纹	
吴海生科	海薇	海薇	300-1500	2013	鼻唇沟	高弹性适合静态轮廓塑形
	姣兰	姣兰	3000-4000	2016	鼻唇沟	高动力粘度适合动态填充
	海魅	海魅	8000-10000	2020	鼻唇沟	采用无颗粒交联技术, 内聚力好, 注射效果持久, 持续效果可长达18个月

数据来源: NMPA、新氧, 东吴证券研究所

#### 4.2. 财务分析: 爱美客营收增速最快, 毛利率与净利率最高

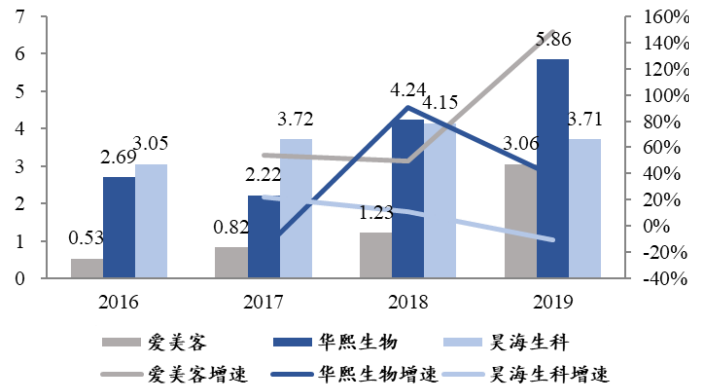
爱美客的营收与净利润增速最高。从公司总收入与净利润来看, 爱美客的主营业务相对简单, 营收和净利润规模较小, 但增速最快; 2019 年营收增速 73.74%, 归母净利润增速达 148.68%。而同期华熙生物和吴海生科营业收入和净利润增速下滑。从医美终端产品收入来看, 爱美客的收入规模最大, 且收入增速最快。

图 41: 各公司营业收入 (亿元) 及其增速



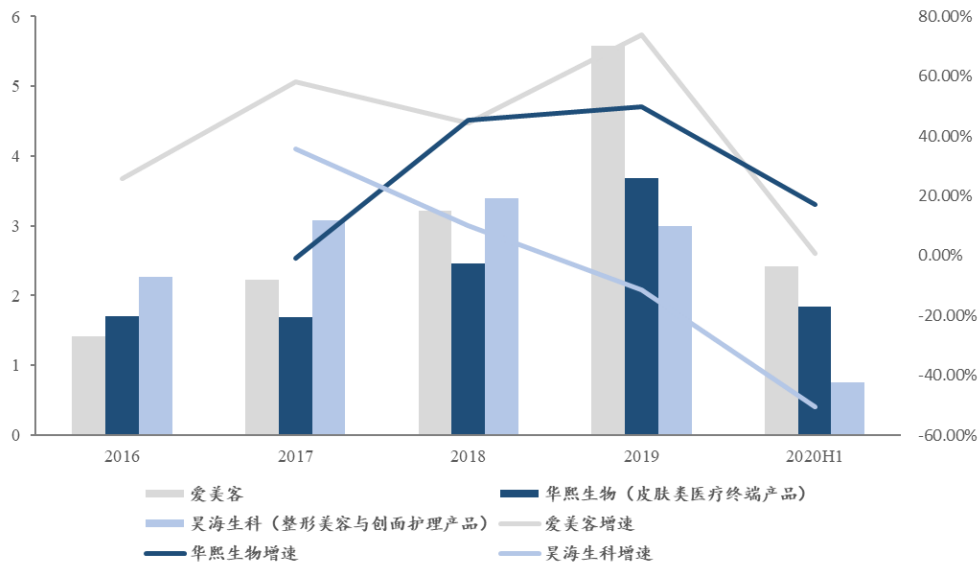
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 42: 各公司归母净利润 (亿元) 及其增速



数据来源: wind, 东吴证券研究所

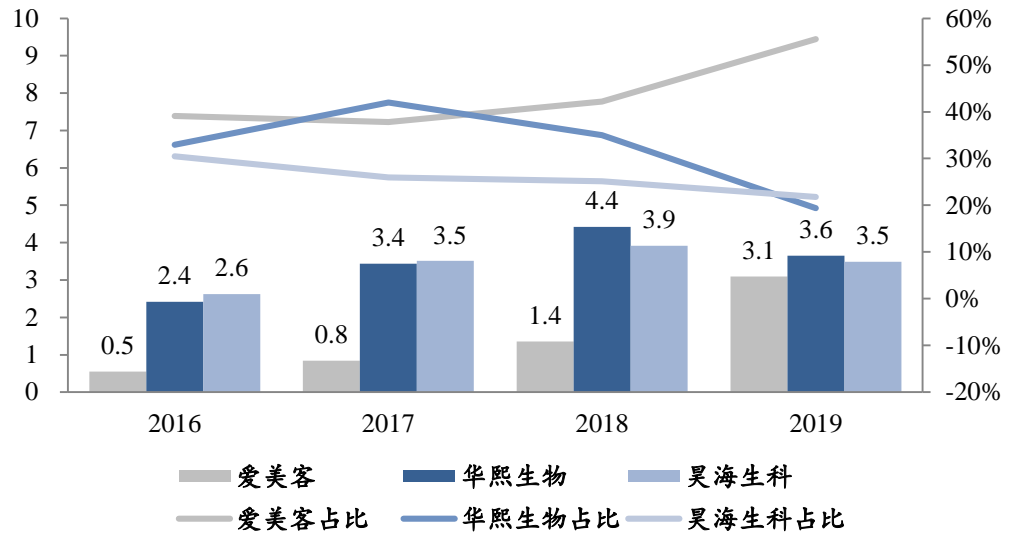
图 43: 各公司医美终端产品收入与增速对比



数据来源: wind, 东吴证券研究所 注: 华熙生物 2019 年、2019H1、2020H1 的皮肤类医疗终端产品收入, 按照 2018 年的收入占比 19.5% 计算所得。

**爱美客的现金流状况较好。**从现金流净额来看, 爱美客的现金流净额逐年增加, 2019 年已经与华熙生物、昊海生科接近。从现金流比例来看, 2019 年, 爱美客的经营性现金流净额占营收比例达到 55.53%, 高于华熙生物 19.35%、昊海生科 21.75%。现金流状况较好, 主要与爱美客的销售模式相关, 公司以直销非公立医疗机构为主, 合同约定款到发货, 回款速度快。

图 44: 各公司经营性现金流净额 (亿元) 及占营收比例

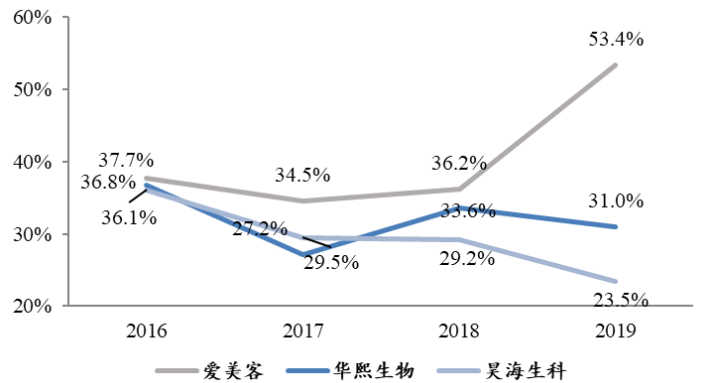
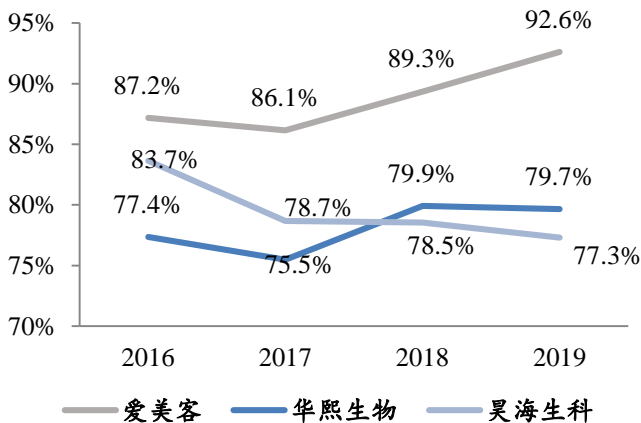


数据来源: wind, 东吴证券研究所

**爱美客毛利率和净利率最高。**2017-2019 年, 爱美客的综合毛利率持续上升, 并且一直高于华熙生物和昊海生科。主要由于爱美客聚焦医美终端产品, 具备明显的高毛利率特征, 而华熙生物和昊海生科由于其他业务占比高, 拉低了其总毛利率水平。从三家公司的同类产品毛利率来看, 华熙生物(注射用透明质酸钠凝胶)、昊海生科(玻尿酸)的毛利率均高于 90%; 爱美客 2019 年 5 款玻尿酸填充剂的毛利率均高于 90%, 综合毛利率 92.63%。随着高毛利产品销售占比增加, 产品价格逐步稳定, 同时生产规模扩大及原材料价格下降导致的生产成本下降, 爱美客的综合毛利率持续上升。

图 45: 各公司销售毛利率

图 46: 各公司销售净利率

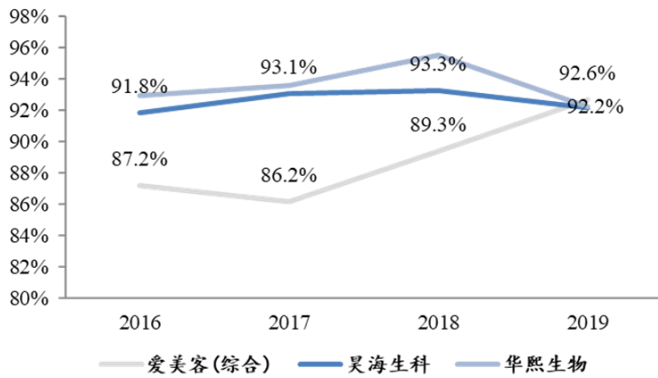


数据来源: wind, 东吴证券研究所

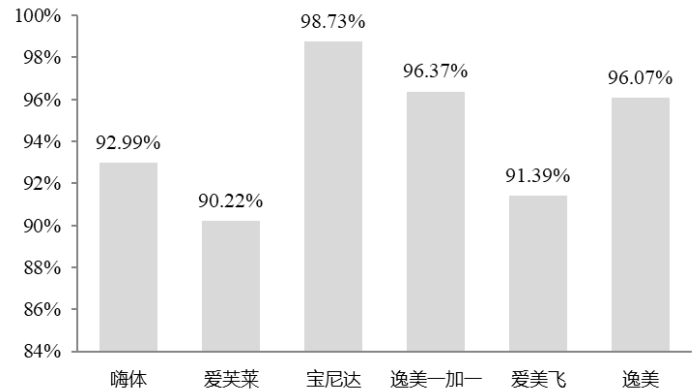
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 47: 各公司相似产品毛利率对比

图 48: 爱美客玻尿酸产品毛利率



数据来源: wind, 东吴证券研究所 注: 爱美客数据为公司综合毛利率

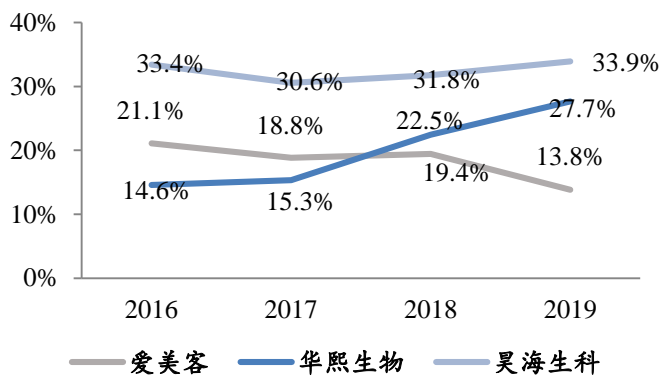


数据来源: wind, 东吴证券研究所

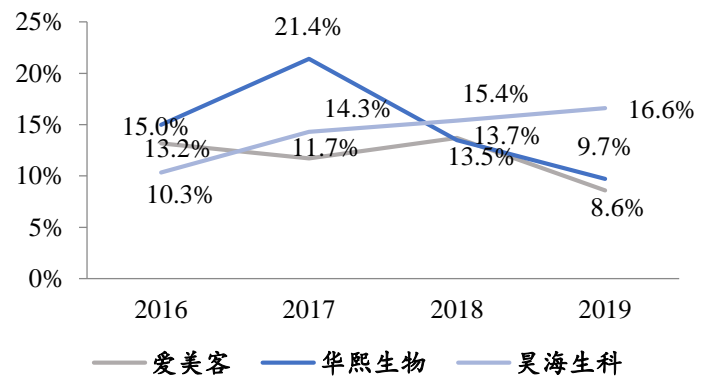
**爱美客的销售费用率、管理费用率相对较低。**2019年, 爱美客、华熙生物和昊海生科销售费用分别为 0.77 亿元/5.21 亿元/5.44 亿元, 销售费用率分别为 13.8%、27.7% 和 33.9%。爱美客费用率远远较低, 主要由于产品结构、销售模式和客户群体上的差异。

图 49: 各公司销售费用率

图 50: 各公司管理费用率



数据来源: wind, 东吴证券研究所



数据来源: wind, 东吴证券研究所

### 4.3. 销售模式: 爱美客直销比例最高, 在医美行业销售规模领先

**爱美客的直销比例最高。**对于医美终端产品的销售, 三家公司均采用直销和经销相结合的模式。爱美客以直销为主、经销为辅, 直销比例为 64% (2019 年), 相对最高。昊海生科直销比例约 57% (2019H1); 华熙生物直销比例约 31% (2019Q1)。

表 11: 各公司医美终端产品的销售模式占比

可比公司	销售模式	2017	2018	2019
爱美客 (总收入)	直销	75.82%	71.61%	64.08%
	经销	24.18%	28.39%	35.92%
华熙生物 (皮肤类医疗产品)	直销	23.03%	27.54%	31.45%
	经销	76.97%	72.46%	68.55%
昊海生科	直销	42.97%	56.75%	56.54%

(整形美容与创面护理产品) 经销 57.03% 43.25% 43.46%

数据来源: 各公司招股说明书, 东吴证券研究所 注: 华熙生物数据报告期为 2019Q1, 昊海生科数据报告期为 2019H1

在爱美客的直销模式下, 非公立医疗机构的收入贡献达 99.5%。对于非公立医疗机构, 合同一般约定款到发货, 对于合作时间较长信用较好的客户, 结算周期一般为货到验收后当月或者次月结清货。因此, 较高的直销比例下, 公司在现金流状况更好。

表 12: 爱美客直销模式下收入构成

项目	2019		2018	
	金额 (万元)	比例	金额 (万元)	比例
公立医疗机构	176.7	0.49%	298.56	1.30%
非公立医疗机构	35546.66	99.46%	22664.37	98.59%
其他	15.39	0.04%	25.58	0.11%
直销模式下收入	35738.75	100%	22988.5	100%

数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所 注: 其他为销售给非医疗机构的面膜等化妆品类产品。

爱美客的销售模式更利于价格管控, 以及建立深度的终端合作关系, 加强渠道与品牌建设。由于医疗美容偏向于消费性, 并且民营资本充分竞争, 因此非公立医疗机构是其服务主体, 医疗美容机构具有较高的采购决策权、产品和服务定价权。在直销模式下, 公司更多地参与到医疗美容机构的产品推广和终端销售, 在终端消费者方面打造品牌, 既牢牢把握住优质的客户资源, 又进一步拓宽了市场渠道, 形成高效、稳定的销售网络。同时, 在直销模式占比高的情况下, 可以尽量避免经销价格混乱的情况, 利于公司对终端价格管控, 保持高盈利水平。

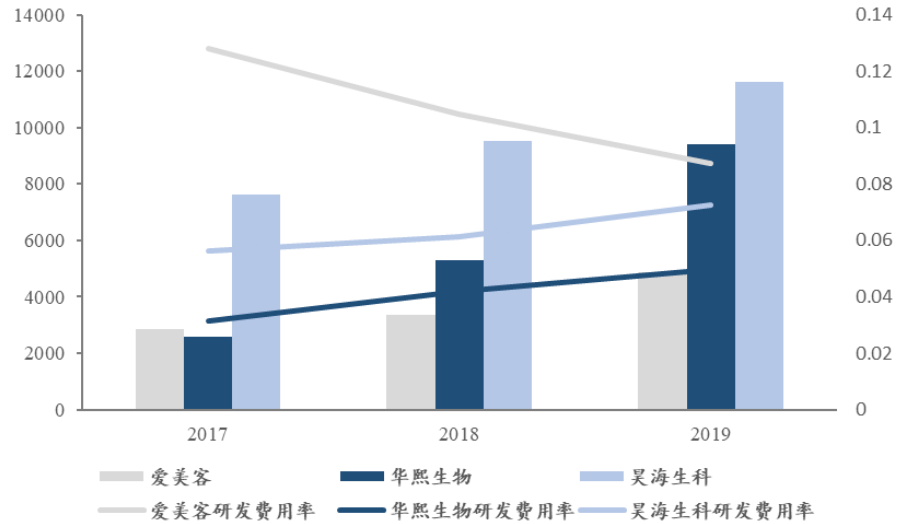
目前, 爱美客销售网络覆盖全国, 截至 2019 年底覆盖终端客户 1503 家, 根据艾瑞咨询发布的《2020 年中国医疗美容行业洞察白皮书》, 2019 年中国具备医疗美容资质的机构约 13000 家。据此计算, 公司的终端客户覆盖率约 11.6%, 未来仍有较大拓展空间。

#### 4.4. 研发项目: 爱美客研发费用率最高, 肉毒素、童颜针有望再推国产重磅

爱美客研发费用率最高。产品更新迭代是公司长期可持续发展的重要支撑, 爱美客、华熙生物和昊海生科作为创新型企业, 不断加大研发费用的投入, 2019 年爱美客、华熙生物、昊海生科的研发费用分别为 4856 万元、9389 万元、1.16 亿元, 分别同比增长 44.2%、77.6%、21.7%。相比之下, 爱美客的研发费用率最高; 研发费用率逐年降低, 主要由于爱美客的营收增速快, 营收规模不断增大。

图 51: 各公司研发费用 (万元) 及研发费用率





数据来源: wind, 东吴证券研究所

爱美客的研发管线依然聚焦在医美终端产品, 目前有 5 款主要在研产品, 其中注射用 A 型肉毒素、“童颜针”等产品市场需求旺盛, 竞争格局较良好, 有望成为医美市场新的重磅产品。新产品的研发和推出, 将支撑公司业绩持续较快增长, 为公司长期持续稳健发展提供动力。

表 13: 各公司在医美行业的在研产品

公司名称	在研产品	功能及用途	研发阶段	预计研发总投入 (投入进度)
爱美客	医用含修饰聚左旋乳酸微球透明质酸钠凝胶	用于皮肤填充	注册申报	—
	医用聚羧甲基葡糖胺聚糖凝胶	手术防粘连	注册申报	—
	医用生物补片	用于硬脑膜和软组织修复	注册检验	—
	A 型肉毒素	除动态皱纹等	临床试验	1.2 亿元
	基因重组蛋白药物	用于糖尿病及肥胖症的治疗	临床前研究	3.04 亿元
华熙生物	注射用透明质酸钠复合溶液		注检	500 万元 (12%)
	HAFG-SX20 II	注射用修饰透明质酸钠凝	注册	450 万元 (82%)
	HAFG-SX12	胶, 用于皮肤	注册	650 万元 (95%)
	HAFG-SX20 III	填充、修复皱	临床	400 万元 (86%)
	HAFG-DX15	纹等	临床	700 万元 (59%)
	HAFG-DX20		结题	250 万元 (69%)
	HAFG-DX23		临床	700 万元 (69%)
	透明质酸钠凝胶动能素	整形外科产品	临床/结题	500 万元 (29%)
		小试	600 万元 (4%)	

昊海生科	无颗粒线性交联透明质酸钠凝胶	玻尿酸填充剂	申报注册和生产	850 万元（99%）
	有机交联透明质酸钠凝胶	适宜体内注射的填充剂，提高安全性	注册检验	1200 万元（40%）
	无痛交联注射用交联透明质酸钠凝胶	降低疼痛的同时提高玻尿酸深层填充效果	临床前研究	810 万元（29%）

数据来源：招股说明书、公司年报，东吴证券研究所，注：数据截至 2019 年报，研发投入进度=累计研发投入/预计总投入。

## 5. 盈利预测与估值分析

### 关键假设:

1、“嗨体”是国内目前唯一获得国家药监局批准的专门用于颈部皱纹修复产品，市场需求旺盛，产品处于快速上升阶段。假设 2020-2022 年销量分别增长 55%/65%/55%；出厂价逐年上升，分别为 359.66/377.65/396.53 元/支；毛利率保持在 93%。

2、“爱芙莱”经过 5 年发展，市场较为成熟，预计未来平稳增长，出厂价有所提高；考虑到 2020 年受疫情影响，假设 2020-2022 年销量分别增长 3%/15%/10%；出厂价分别为 307.72/316.95/323.29 元/支；毛利率保持在 90%。

3、“宝尼达”为长效复合玻尿酸填充剂，市场竞争格局良好，预计未来稳健增长，出厂价稳定上升，假设 2020-2022 年销量分别增长 5%/30%/30%；出厂价分别为 2674.86/2808.61/2949.04 元/支；毛利率保持在 98%。

4、“逸美一加一”经过 2018-2019 两年市场培育，预计未来较快增长，假设 2020-2023 年销量分别增长 15.0%/40.0%/30.0%；出厂价分别为 1196.45/1176.11/1,169.06 元/支；毛利率保持在 96%。

5、“逸美”收入连续下滑，主要由于公司于 17 年推出该系列升级版产品逸美一加一，预计未来逸美销售规模将继续下滑，假设 2020-2022 年销量同比变化 -45.0%/-30.0%/-15.0%；出厂价分别为 630.37/567.33/510.60 元/支；毛利率保持在 96%。

6、“爱美飞”于 2019 年上市，处于产品推广阶段，预计销量较快增长，出厂价由于销售推广有所下降。假设 2020-2022 年销量分别增长 5.0%/35.0%/25.0%；出厂价分别为 284.85/280.00/271.08 元/支；毛利率为 88.4%/87.4%/87.4%。

7、“紧恋”于 2019 年 5 月取得国内首款 NMPA 认证，目前市场上获批的只有该产品 and 韩国生科旗下的 MINT，预计公司产品能够较快上量，假设 2020-2022 年收入分别增长 1100%/150%/100%，毛利率分别为 75%、85%、90%。

表 14: 公司分品类营收及毛利率预测 (单位: 万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
嗨体	3,412.69	7,497.26	24,259.29	38,354.38	66,448.96	108,145.68
YOY		119.7%	223.6%	58.1%	73.3%	62.8%
毛利率	89.78%	90.30%	92.99%	93.0%	93.0%	93.0%
爱芙莱	15,934.93	19,022.96	21,899.18	22,329.36	26,449.13	29,675.93
YOY		56.7%	19.4%	15.1%	2.0%	18.5%
毛利率	84.24%	87.09%	90.22%	90.0%	90.0%	90.0%
宝尼达	1,579.62	3,363.76	6,750.35	7,442.81	10,159.44	13,867.63
YOY		17.1%	112.9%	100.7%	10.3%	36.5%

毛利率	98.15%	98.11%	98.73%	98.0%	98.0%	98.0%
<b>逸美一加一</b>	51.11	1,525.07	2,078.65	2,339.06	3,219.02	4,159.62
YOY		2883.9%	36.3%	12.5%	37.6%	29.2%
毛利率	96.12%	96.40%	96.37%	96.0%	96.0%	96.0%
<b>逸美</b>	1,116.56	557.64	208.02	104.01	65.53	50.13
YOY	-53.2%	-50.1%	-62.7%	-50.0%	-37.0%	-23.5%
毛利率	92.87%	95.91%	96.07%	96.0%	96.0%	96.0%
<b>爱美飞</b>			487.96	499.48	662.83	802.14
YOY				2.4%	32.7%	21.0%
毛利率			91.39%	88.4%	87.4%	87.4%
<b>紧恋</b>			8.50	102.00	255.00	510.00
YOY				1100.0%	150.0%	100.0%
毛利率			75.00%	75.00%	85.00%	90.00%
<b>其他</b>	154.09	134.41	79.62	103.51	134.56	174.93
YOY	-7.7%	-12.8%	-40.8%	30.0%	30.0%	30.0%

数据来源：wind，东吴证券研究所预测

参考可比公司华熙生物与昊海生科，爱美客的估值相对较高。一方面，由于公司作为新股，另一方面，公司更加聚焦于医美行业，建立起牢固的竞争优势，未来有望继续推出多个重磅产品，推动公司业绩快速增长。

公司是国内透明质酸医美终端产品龙头，上市产品形成丰富的差异化产品线，大单品嗨体有望在未来几年保持稀缺性，并不断推出新系列产品，持续扩大销售规模与品牌知名度。在研产品前景广阔，童颜针、肉毒素有望在未来几年陆续上市，成为推动业绩快速增长的重磅品种，瘦身纤体产品有望在未来打造新的业绩增长点。

我们预计 2020-2022 年，公司营业收入分别为 7.12 亿元、10.71 亿元、15.69 亿元，归母净利润分别为 3.94 亿元、6.01 亿元、8.82 亿元，对应当前股价的估值分别为 131 倍、86 倍、58 倍。考虑到公司作为国内轻医美行业龙头，在技术、品牌、渠道等方面铸造壁垒，充分受益于医美行业蓬勃发展带来的行业红利，上市产品与在研产品线将推动公司业绩快速增长。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 15: 可比公司估值

证券代码	证券简称	EPS			PE		
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
688363.SH	华熙生物	1.45	1.97	2.60	93.97	69.25	52.49
688366.SH	昊海生科	1.30	2.40	3.15	91.33	49.47	37.69
300896.SZ	爱美客	3.28	5.00	7.34	130.95	85.86	58.46

数据来源：华熙生物为 wind 一致预期，预测时间为 2020 年 10 月 20 日，东吴证券研究所

## 6. 风险提示

- 1) **研发进度不及预期的风险。**在研产品肉毒杆菌、重组蛋白药物预计将成为公司长期增长的动力，但可能存在产品研发失败或研发进度不及预期的风险；
- 2) **市场推广不及预期的风险。**玻尿酸市场竞争日趋激烈，未来新产品上市可能面临更多阻碍，存在新品推广不及预期的风险。
- 3) **医疗美容整形意外事故的风险。**由于医美整形机构良莠不齐，医美整形事故可能引发行业整顿，并打击消费者信心，从而导致行业增速下降。

## 爱美客三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>565</b>	<b>4,500</b>	<b>4,983</b>	<b>5,690</b>	<b>营业收入</b>	<b>558</b>	<b>712</b>	<b>1,071</b>	<b>1,569</b>
现金	506	4,438	4,879	5,565	减:营业成本	41	53	78	112
应收账款	15	16	30	37	营业税金及附加	4	9	12	17
存货	23	23	45	53	营业费用	77	113	180	233
其他流动资产	21	23	29	34	管理费用	97	155	245	338
<b>非流动资产</b>	<b>179</b>	<b>209</b>	<b>302</b>	<b>451</b>	财务费用	-2	-59	-113	-121
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	-0	0	0	0
固定资产	151	181	274	423	加:投资净收益	7	3	3	4
在建工程	0	0	0	0	其他收益	3	1	2	2
无形资产	11	11	11	11	<b>营业利润</b>	<b>350</b>	<b>445</b>	<b>674</b>	<b>995</b>
其他非流动资产	18	18	17	17	加:营业外净收支	1	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>744</b>	<b>4,710</b>	<b>5,286</b>	<b>6,140</b>	<b>利润总额</b>	<b>351</b>	<b>446</b>	<b>674</b>	<b>996</b>
<b>流动负债</b>	<b>67</b>	<b>83</b>	<b>101</b>	<b>129</b>	减:所得税费用	53	67	102	150
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	-8	-15	-28	-36
应付账款	7	29	25	52	<b>归属母公司净利润</b>	<b>306</b>	<b>394</b>	<b>601</b>	<b>882</b>
其他流动负债	60	54	77	77	EBIT	336	372	535	839
<b>非流动负债</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	EBITDA	346	382	549	862
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	14	14	14	14	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
<b>负债合计</b>	<b>81</b>	<b>97</b>	<b>115</b>	<b>143</b>	每股收益(元)	2.54	3.28	5.00	7.34
少数股东权益	4	-11	-39	-75	每股净资产(元)	5.48	38.47	43.34	50.53
归属母公司股东权益	659	4,624	5,210	6,073	发行在外股份(百万股)	90	120	120	120
<b>负债和股东权益</b>	<b>744</b>	<b>4,710</b>	<b>5,286</b>	<b>6,140</b>	ROIC(%)	191.5%	173.8%	139.1%	141.5%
					ROE(%)	45.0%	8.2%	11.1%	14.1%
					毛利率(%)	92.6%	92.6%	92.7%	92.9%
					销售净利率(%)	54.8%	55.3%	56.1%	56.2%
					资产负债率(%)	10.9%	2.0%	2.2%	2.3%
					收入增长率(%)	73.7%	27.6%	50.5%	46.4%
					净利润增长率(%)	156.6%	27.1%	51.3%	47.7%
					P/E	168.78	130.95	85.86	58.46
					P/B	78.26	11.15	9.90	8.49
					EV/EBITDA	147.75	123.40	84.97	53.31

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021  
传真: (0512) 62938527  
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

