

N 爱美客(300896)

深度报告

行业公司研究—生物科技行业—

证券研究报告

# 医美乘风破浪，国货之光差异突围

## ——爱美客深度报告

✍ 分析师：余剑秋 S1230520080007  
☎ 联系人：汤秀洁  
✉ 邮箱：tangxiujie@stocke.com.cn

### 报告导读

颜值经济大趋势下，注射医美赛道以低成本和低风险迎来黄金发展期。爱美客聚焦注射医美赛道，推出嗨体、宝尼达、紧恋等差异化产品，未来还计划布局童颜针+肉毒素等蓝海市场，在盈利能力、产品稀缺性、以及项目储备方面均可圈可点，未来可期。

### 投资要点

#### □ 为什么选择医美赛道？

#### □ 颜值经济崛起大趋势下，成长确定性和爆发性凸显的极佳赛道

颜值经济下，美容变迁历程为“基础护肤品→功能性护肤品→医美”，医美是能代表下一阶段美容时代性机遇的赛道。目前我国美容市场处于基础护肤品普及、功能性护肤品高增长、医美消费爆发阶段。Euromonitor 数据显示，近 5 年化妆品市场复合增速约 10%，其中功能性护肤赛道复合增速约 20%，而 Frost&Sullivan、ISAPS 和新氧大数据等均显示医美行业复合增速高于 20%。

细拆医美行业，以玻尿酸和肉毒素为代表的注射类医美市场增速高于行业平均，是“功能性护肤品→医美”过渡最顺利的项目。三大原因解读注射类医美高速增长：1) 效果佳：相比护肤品，注射医美效果可谓立竿见影，极大激发消费欲望。2) 心理负担低：耗时短（通常 5-30 分钟）、风险低、恢复快、线上平台分享多，降低消费者顾虑。3) 财务有支撑：玻尿酸和肉毒素项目价格带集中 500-5000 元/次，与护肤品套装价格重合度高，消费能力过渡自然。

#### □ 医美赛道适合投资产业链什么环节？

#### □ 上游供应商，集中度高、议价能力强，受益确定性和强度相对有保障

上游技术壁垒和资质壁垒高筑，寡头竞争格局下受益确定性和受益强度相对有保障。医美产业链可以分解成供应商、经销商、医疗服务机构和获客渠道。其中经销商、医疗服务机构市占率相对分散，难以形成标准化，且格局更替较快。而上游供应商技术壁垒和资质壁垒较高，以玻尿酸和肉毒素等医美产品为例，研发和注册流程可长达 3-8 年，个别项目达到 10 年以上，因此供应商竞争格局相对稳定，对分散的下游客户具有较强议价能力。

#### □ 看历史发展，爱美客积累了怎样的资源壁垒？

#### □ 产品、渠道和研发稳扎稳打，步步为营，终迎来规模效应

十余载厚积薄发，国产玻尿酸医美产品领军者。1) 业绩高增长：14-19 年公司收入和归母净利润分别复合增长 49%、61%，20H1 疫情背景下净利润仍同比增长 15%。20H1 毛利率 90%、净利率近 60%。2) 产品有看点：平均每 2 年推一款新品，六大产品系列差异化定位褶皱修复。其中嗨体、紧恋等产品为国内首款，为抢占市场提供先机。3) 股权有激励：董事长简军发行前合计持股 50.8%（发行后 38%），利于集中决策和管理；知行军和客至上投资均为员工持股平台，合伙人全部系公司高级管理、销售和技术骨干人员等在职工。

产品差异化定位+经销渠道拓展+高研发投入是发展基石。1) 产品：差异化突围。嗨体，国内唯一获批针对颈纹修复的 III 类医疗器械，17-19 年收入复合增速

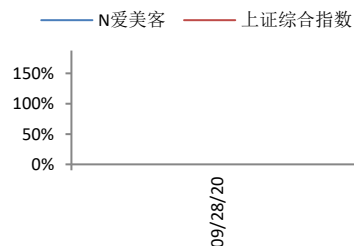
### 评级

### 增持

上次评级 首次评级  
当前价格 ¥340.10

### 单季度业绩

### 元/股



### 覆盖分析师

中小盘分析师：余剑秋  
执业证书编号：S1230520080007  
yujianqiu@stocke.com.cn

中小盘研究助理：汤秀洁  
tangxiujie@stocke.com.cn

消费分析师：马莉  
执业证书编号：S1230520070002  
mali@stocke.com.cn

消费分析师：詹陆雨  
执业证书编号：S1230520070005  
zhanluyu@stocke.com.cn

### 相关报告

报告撰写人：余剑秋  
联系人：汤秀洁

167%，19 年收入贡献度 44%，20H1 疫情背景下仍增长 58%；宝尼达，唯二获批的长效填充产品之一，玻尿酸+PVA 微球成分维持时长达 5-10 年，14-19 年营收复合增速 24%；紧恋，国内首款获批面部埋植线 III 类医疗器械，拥有平滑线、螺旋线、短锯齿线三种线型，19 年推出处于市场培育期；此外公司还推出含利多卡因的爱芙莱/爱美飞、复合注射材料逸美及其升级产品逸美一加一。2) 渠道：直销为主、经销为辅。64% 直销+36% 经销牢牢把握优质客户资源，其中 16-19 年经销占比由 10% 提升至 36%，利于扩大覆盖面以触达客户。3) 研发：高投入、重奖励。19 年研发费用率 (8.7%) 和研发人员占比 (23%) 均高于国内行业均值，设立系列研发奖励政策，核心技术人员均在员工持股平台持股。

#### □ 看未来增长，爱美客成长看点有哪些？

#### □ 三大业绩增长点，五大在研项目，未来可期

**增长点：行业高增长基数叠加违规向合规靠拢、国货替代国际产品。**1) 医美行业增速高前景佳。预计未来 5-10 年医美行业将维持 15%-25% 高增长，其中非手术类医美以低风险+低成本迎黄金发展期。2) 监管完善促市场规范化。根据新氧大数据，2018 年中国正规医美市场增速为 46.4%，高于黑市增速 22pct，水货等向合规产品回归空间大。3) 内循环催化。目前玻尿酸医美产品为 7 成国际品牌+3 成国货品牌，其中按销售金额爱美客市占率由 16 年的 5.7% 提升至 19 年的 14% 位列国货第一，是最符合国产医美产品替代逻辑的标的之一。

**主要在研项目：1) 童颜针：**填充凹陷重塑肌肤弹性，是有望最快获批的 III 类医疗器械，已进入注册申报阶段，有望享受合规红利。2) **A 型肉毒素：**仅保妥适+衡力+吉适三款产品获 NMPA 批准，仍为竞争蓝海。爱美客合作韩国 Huons 公司，该公司旗下肉毒素产品 Hutox 已于 2019 年 4 月在韩国取得产品注册证，目前在中国处于临床试验阶段，如获批爱美客将取得 10 年中国独家代理权。3) **基因重组蛋白药物：**覆盖糖尿病和肥胖症，目前正在进行临床前的样品中试及动物安全性评价，预计将于 2020 年进行产品的临床申报。

#### □ 盈利预测及估值

公司处于高速增长的美容行业中最具备议价能力的环节，在盈利能力、产品差异化和稀缺性、以及项目储备方面均可圈可点，潜力大空间广。预计 2020-2022 归母净利润分别为 3.9、5.7、8.3 亿元，增速分别 27%、47%、45%，首次覆盖给予增持评级。

□ **风险提示：**市场竞争加剧的风险、业务资质和产品注册批件无法按时办理续期风险、产品结构相对单一风险等。

#### 财务摘要

盈利预测与估值	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	557.7	678.6	1013.4	1470.4
同比 (%)	74%	22%	49%	45%
归母净利润 (百万元)	305.5	388.7	573.3	832.5
同比 (%)	149%	27%	47%	45%
每股收益 (元)	3.39	3.23	4.77	6.93
P/E	133.8	105.2	71.3	49.1

## 正文目录

<b>1. 十余载厚积薄发，国产玻尿酸医美产品领军者</b>	<b>6</b>
1.1. 聚焦玻尿酸医美赛道，差异化定位褶皱修复	6
1.2. 营收和利润增长提速，净利和毛利领跑行业	8
1.3. 股权相对集中，员工持股平台锁住核心技术人员	9
<b>2. 爱美需求+认知改善，非手术类医美成为时代宠儿</b>	<b>12</b>
2.1. 趋势：基础护肤→功能性护肤→轻医美，直击颜值焦虑	12
2.2. 需求：医美社会接受度不断提高，非手术项目快速增长	14
2.2.1. 医美互联网平台、社群爆发改变认知，医美不再是小众消费	14
2.2.2. 安全+便捷+便宜，非手术项目获青睐，注射类项目成为医美入门首选	15
2.3. 供给：玻尿酸医美市场领增+医生人才储备逐步丰富	18
<b>3. 产品定位+渠道完善+研发投入是高毛利的基石</b>	<b>22</b>
3.1. 产品：差异化突围，嗨体、宝尼达和紧恋稀缺性凸显	22
3.2. 渠道：直销为主、经销为辅的模式牢牢把握客户资源	26
3.3. 研发：重视投入和奖励，研发赋能保障新品窗口红利	27
<b>4. 三大业绩增长点，五大在研项目，未来可期</b>	<b>28</b>
4.1. 增长点：行业高增长+乱象回归合规+内循环替代	28
4.2. 在研项目：生物医药材料→生物制药，由医美走向大健康	30
4.2.1. 童颜针：填充凹陷重塑肌肤弹性，乱象严重回归合法市场	30
4.2.2. A 型肉毒素：覆盖医美和康复治疗，与玻尿酸并称医美注射两巨头	31
4.2.3. 基因重组蛋白药物：覆盖糖尿病和肥胖症，市场需求大+国产替代趋势	32
<b>5. 募投项目分析</b>	<b>33</b>
<b>6. 盈利预测</b>	<b>34</b>
<b>7. 风险提示</b>	<b>37</b>

## 图表目录

图 1：主要产品梯队包括“5 款注射用透明质酸钠系列+1 款面部埋植线”	6
图 2：以产品创新驱动公司发展，多款“独家首发”产品抢占医美先机	7
图 3：专注医美产品上游领域，行业壁垒高筑格局相对稳固	7
图 4：2014-2019 年公司收入复合增长 49%至 5.6 亿元	8
图 5：2014-2019 年公司归母净利润复合增长 61%至 3.1 亿元	8
图 6：毛利率维持 90%左右，20H1 净利率近 60%	9
图 7：销售和管理费用率呈下降趋势，财务费用率保持稳定	9
图 8：爱美客销售费用率、管理费用率略低于行业均值，研发费用率略高	9
图 9：股权结构稳定，新股发行前简军女士合计持有公司 50.75% 股份	10

图 10: 中国消费者对变美与抗衰老的追求正在进化, 医美将成为未来热点	12
图 11: 中国医疗美容行业发展起步落后于全球市场, 目前正值发展期, 仍有极大发展空间	13
图 12: 18 年全球医美市场规模 1357 亿美元, 5 年复合增速 8%	13
图 13: 2018 年中国医美消费每千人诊疗次数仅为韩国的 1/6	13
图 14: 中国医美行业获客渠道丰富	15
图 15: 互联网已成为非手术类医美信息最重要获客渠道	15
图 16: 2018 年 66% 的人对医美整形持有积极态度	15
图 17: 2018 年“取悦自己”成为医美最大的消费动机, 占 57%	15
图 18: 医美非手术项目相比手术项目单价低、单次治疗时长短、效果持续时间短	16
图 19: 2017 年中国医疗美容非手术占比 70%, 高于全球平均	16
图 20: 非手术医美占比逐年提升, 增速高于手术项目	16
图 21: 14-18 年中国非手术类医美市场 CAGR 35% 至 1028 亿元	17
图 22: 预计 16-20 年中国非手术类医美客户 CAGR 53%	17
图 23: 19 年中国非手术之注射项目占比 57%, 高于日美 15pct	17
图 24: 19 年玻尿酸与肉毒素注射的增速分别为 53% 与 91%	17
图 25: 2018 年中国医药级透明质酸终端产品市场规模 69 亿元, 医疗美容占比最大、增速最快	18
图 26: 2019 年玻尿酸医美市场中, 爱美客以 14% 市占率位居国货第一	20
图 27: 中国每十万人人口仅拥有 0.3 个整形外科医生, 远低于发达国家	20
图 28: 2018 年中国整形医院与美容医院医生约 7419 位	21
图 29: 2019 年新氧百万医生增加 70%, 平均创富 203 万元	21
图 30: 嗨体和宝尼达稀缺性凸显, 17-19 年 CAGR 分别为 167%、107%	22
图 31: 嗨体和宝尼达营收占比逐年升高	22
图 32: 2019 年嗨体和爱芙莱营收最高	22
图 33: 嗨体生产工艺流程图	23
图 34: 19 年嗨体营收同比增长 224%	23
图 35: 宝尼达生产工艺流程图	24
图 36: 14-19 年, 宝尼达营收复合增长 24%	24
图 37: 紧恋产品植入皮下脂肪层, 起到紧致支撑效果	25
图 38: 爱芙莱生产工艺流程图	26
图 39: 15-19 年爱芙莱营收持续增长, 复合增速为 60.5%	26
图 40: 经销模式下收入占比不断扩大	27
图 41: 16 年爱美客研发与技术人员占比高达 34%	28
图 42: 爱美客研发技术人员占比最高	28
图 43: 研发费用不断升高至 19 年 4856 万元	28
图 44: 爱美客研发投入占比处于高位	28
图 46: 在研产品包括“透明质酸钠凝胶+医用生物补片+肉毒素等”	30
图 47: 某品牌童颜针产品作用机制	30
图 48: 肉毒素应用领域覆盖医美、神经系统和泌尿系统	31
图 49: 中国糖尿病市场规模复合增速达 10.4%	32
图 50: 2022 年全球糖尿病市场规模将超 1240 亿美元	32
表 1: 全面产品梯队包括“透明质酸系列+面部埋植线+注射枪+化妆品”	6
表 2: 发行前简军女士合计持股 50.75%, 简氏姐弟合计持股 53.99%	10
表 3: 除财务总监外其余 4 位高管均直接或间接持股	11

表 4: 4 位核心技术人员均通过员工持股平台持股 .....	11
表 5: NMPA 获批上市的医美注射用透明质酸钠产品情况 .....	19
表 6: 嗨体眼周逆龄针技术全新升级方案 .....	23
表 7: 嗨体系列不同产品特性和功能 .....	24
表 8: 天猫嗨体旗舰店产品一栏 .....	26
表 9: 直销和经销模式下毛利率基本持平 .....	27
表 10: 16-19 年主要玻尿酸医美品牌市占率情况, 爱美客市占率+8.3pct .....	29
表 11: 截至目前我国共注册三款注射用 A 型肉毒毒素产品 .....	32
表 12: 募投项目基本情况 .....	33
表 13: 盈利预测拆分 .....	36
表 14: 可比公司估值比较 .....	37
表附录: 三大报表预测值 .....	38

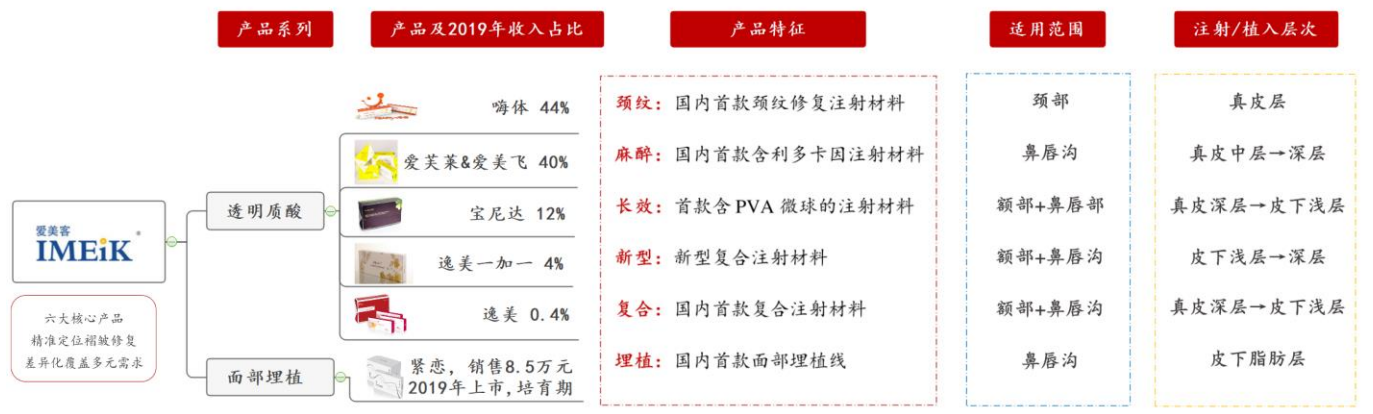


## 1. 十余载厚积薄发，国产玻尿酸医美产品领军者

### 1.1. 聚焦玻尿酸医美赛道，差异化定位褶皱修复

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。1) 深耕透明质酸钠领域并补充面部埋植线，6款主要产品均取得 III 类医疗器械证书。公司拥有 5 款注射用透明质酸钠系列产品及聚对二氧环己酮面部埋植线的 III 类医疗器械证书，为获得国家药监局批准的同类产品最多的企业，并成功实现上述产品的产业化。2) 精准定位褶皱修复，产品各具特色差异化覆盖消费者需求。核心产品主要针对面部、颈部褶皱皮肤的修复，在技术运用、适用范围、注射/植入层次上各具特色。其中，注射用透明质酸钠系列产品由经过培训的医生注射于面部及颈部，修复皱纹及凹陷组织；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。3) 在研产品向大健康领域拓展。在研产品包括手术防粘连凝胶、医用生物补片、A 型肉毒毒素、基因重组蛋白药物等，逐渐拓展至大健康领域。

图 1：主要产品梯队包括“5 款注射用透明质酸钠系列+1 款面部埋植线”



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

表 1：全面产品梯队包括“透明质酸系列+面部埋植线+注射枪+化妆品”

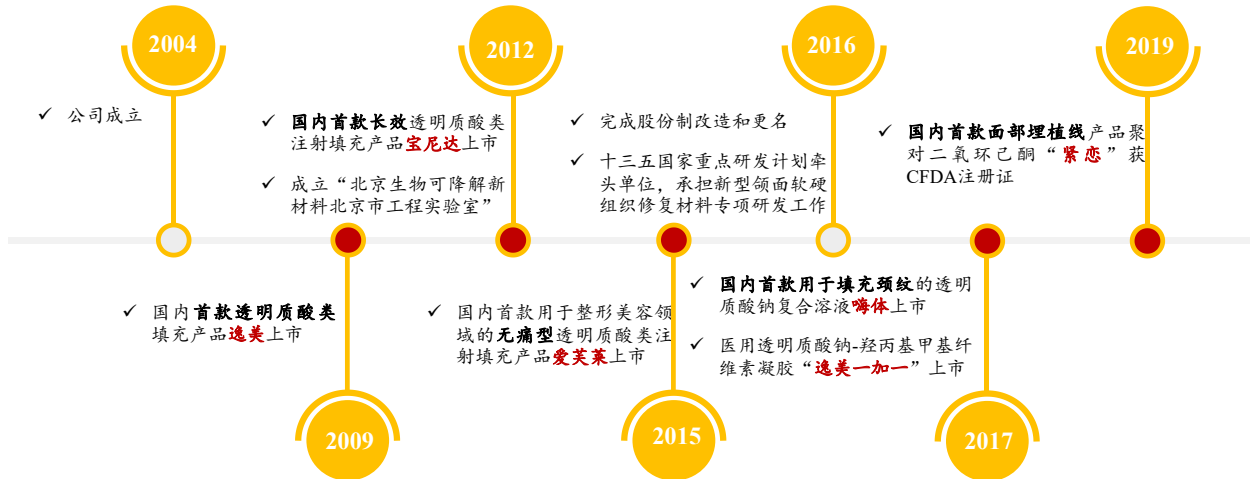
类别	产品	核心技术	注册/备案	批准时间
III类医疗器械 —透明质酸钠	医用羟丙基甲基纤维素-透明质酸钠溶液 (逸美)	多组分复合仿基质水凝胶	国械注准 20173464379	2009 年 10 月
	医用含聚乙烯醇凝胶微球的透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶 (宝尼达)	多组分复合仿基质水凝胶、水密型微球悬浮制备技术	国械注准 20163462497	2012 年 10 月
	注射用修饰透明质酸钠凝胶 (爱美莱、爱美飞)	固液渐变互穿交联技术	国械注准 20153130674	2015 年 04 月
	注射用透明质酸钠复合溶液 (嗨体)	组织液仿生技术	国械注准 20163461804	2016 年 12 月
	医用透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶 (逸美一加一)	多组分复合仿基质水凝胶、固液渐变互穿交联技术	国械注准 20163461809	2016 年 12 月
III类医疗器械 —埋植线	聚对二氧环己酮面部埋植线 (紧恋)	恒水精准切割技术	国械注准 20193130294	2019 年 05 月
II类医疗器械 —注射枪	手持式微量注射枪	-	津食药监械(准)字 2014 第 2700005 号	2014 年 07 月
化妆品	逸美透明质酸补水修复面膜、嗨体颈膜和眼膜等	-	非特殊用途化妆品备案	-

资料来源：公司招股说明书，公司官网，浙商证券研究所

2004 年公司成立，其发展历程随着产品线的扩展展开，平均每 2 年推出一款新品。2009 年国内首款透明质酸类填充产品逸美上市；2012 年国内首款具有长效作用的透明质酸类注射填充产品宝尼达上市；2015 年国内首款用于整形美容领域的无痛型透明质酸类

注射填充产品爱芙莱上市；2017 年国内首款用于填充颈纹的注射用透明质酸钠复合溶液嗨体上市，医用透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶“逸美一加一”上市；2019 年国内首款面部埋植线产品聚对二氧环己酮“紧恋”获注册证，多款产品为国内首款，为抢占市场提供先机。

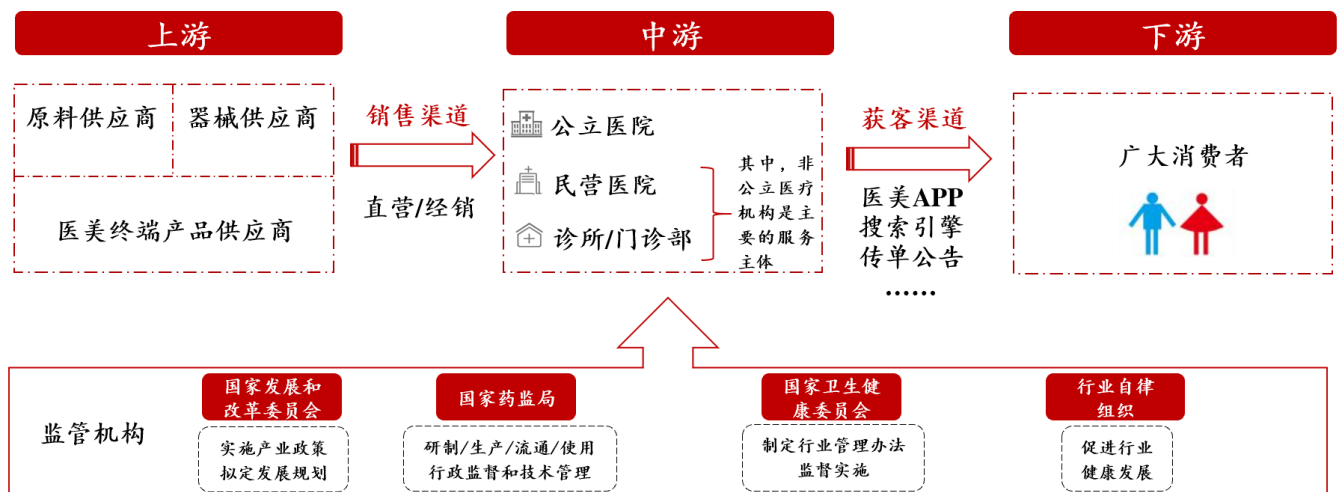
图 2：以产品创新驱动公司发展，多款“独家首发”产品抢占医美先机



资料来源：公司官网，浙商证券研究所  
注：图中节点为红色代表有新产品获批上市

医美产业链可拆解为供应商、经销商、医疗服务机构、获客渠道和消费者五大主体，爱美客专注上游终端产品供应。1) 上游：供应商+经销商。供应商又分为原料供应商（如注射级玻尿酸原料供应商华熙生物）、器械供应商（如预灌封注射器和无菌注射针供应商山东威高集团）以及终端医美产品供应商（如爱美客、华熙生物、昊海生科、韩国 LG 等）。终端医美产品供应商与医疗服务结构之间既可以直接对接，也可以通过全国经销商和区域经销商对接。2) 中游：医疗服务机构。包括公立医院、民营医院以及诊所/门诊部。由于医美偏消费性导向，且民营资本竞争充分，目前非公立医疗机构是主要服务主体，例如爱美客采用“直销为主、经销为辅”（64%：36%）的销售模式，直销收入中约 99%来自非公立医疗机构。3) 下游：获客渠道商+消费者。获客渠道可分为医美垂直平台（如新氧、悦美）、医美综合平台（如阿里、京东与美团各推出阿里健康、京东健康和美团医美）、1v1 咨询、转诊平台（如美呗）、线上搜索引擎（如百度搜索）和线下渠道（如传单）。

图 3：专注医美产品上游领域，行业壁垒高筑格局相对稳固

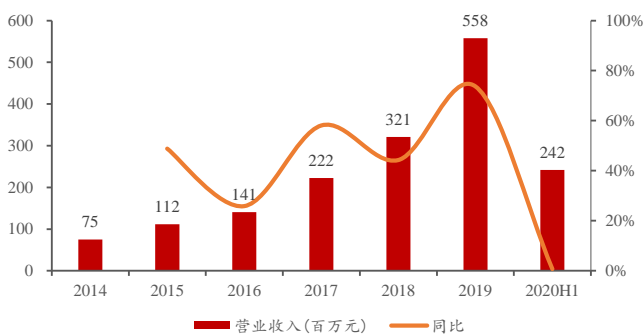


资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

## 1.2. 营收和利润增长提速，净利和毛利领跑行业

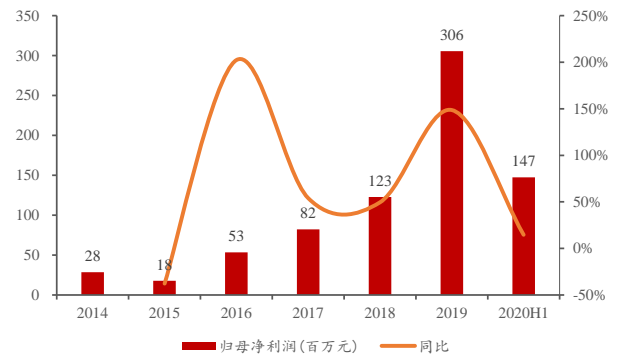
2014-2019 年公司收入和归母净利润分别复合增长 49%、61%，20H1 仍实现正增长。随着医疗美容机构数量持续增多，消费者群体进一步拓宽，市场规模不断扩大，公司营业收入增长迅速，从 2014 年的 0.8 亿元提升至 2019 年的 5.6 亿元，近 5 年 CAGR 49%；归母净利润从 2014 年的 0.3 亿元提升至 2019 年的 3.1 亿元，近 5 年 CAGR 61%。2020 年上半年疫情背景下，医美机构业绩受冲击相对严重，公司凭借嗨体产品独占颈纹市场的优势，加之嗨体颈部注射不需要摘下口罩，上半年嗨体收入同比增长 58%（除嗨体外，其他产品较同期均有不同程度的下降），带动公司归母净利润同比增长 15% 达 1.5 亿元。

图 4：2014-2019 年公司收入复合增长 49%至 5.6 亿元



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 5：2014-2019 年公司归母净利润复合增长 61%至 3.1 亿元



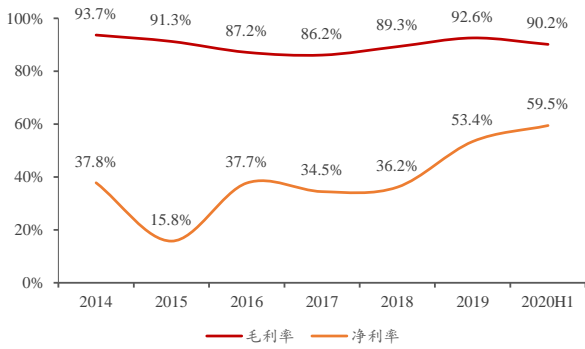
资料来源：Wind，浙商证券研究所

**利润率：议价能力强+差异化产品梯队+创新型产品独占市场，盈利能力极强。** 2014-2019 年公司毛利率维持 90%左右，净利率波动但整体呈明显上升趋势，从 2014 年 37.8%提升至 20H1 的 59.5%。主要原因是 1) 行业供给：议价能力强。医美注射产品的技术和资质壁垒高筑，下游服务机构市占率分散，因此医美产品供应商对下游具备较强议价能力。2) 行业需求：老客粘度高+新客愿意尝试。医美市场规模高增长，目标消费者通常具备一定消费实力，并愿意承担较高的费用以改善自身形象。3) 公司优势：供给端表现出产品稀缺性，需求端充分迎合市场。公司在无创领域（含麻产品爱芙莱、爱美飞）、颈纹领域（嗨体）、长效领域（宝尼达）和面部埋植线领域（紧恋）均具备先发优势，特别是嗨体作为颈纹修复市场中唯一获批的玻尿酸产品、宝尼达作为面部长效填充市场中唯二获批的含微球产品之一，差异化+创新能力保障持续获取细分市场的高溢价。

**费用率：规模效应初步显现，销售费用率和管理费用率边际下降，2014-2019 年：**1) 销售费用率由 22.1%降至 13.8%，销售费用由人工费、会议费、销售促进费等组成，主要面向医疗机构、经销商等 B 端企业。公司销售费用率显著低于行业均值，主要系业务和销售模式差异，如昊海生科受“两票制”影响，公立医院业务对应的销售费用较高；华熙生物原料业务收入占比过半，该业务主要面向企业客户以 B2B 模式运营，销售费用较低，2018 年起华熙生物调整内部架构和产品线，强化营销团队建设并加强产品推广，销售费用率随之提高；艾尔建同样受益规模效应销售费用率呈下降趋势。2) 管理费用（含研发费用）率由 25.9%降至 14.9%。其中 2015 年公司管理费用率高达 41.1%主要是实施股权激励确认管理费用 2446 万元，扣除股权激励额的影响后管理费用率为 19.3%，相对平稳。3) 财务费用率为负，主要为利息收入和银行手续费支出。

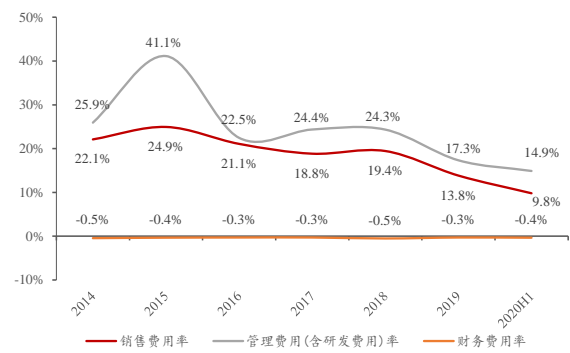


图 6：毛利率维持 90%左右，20H1 净利率近 60%



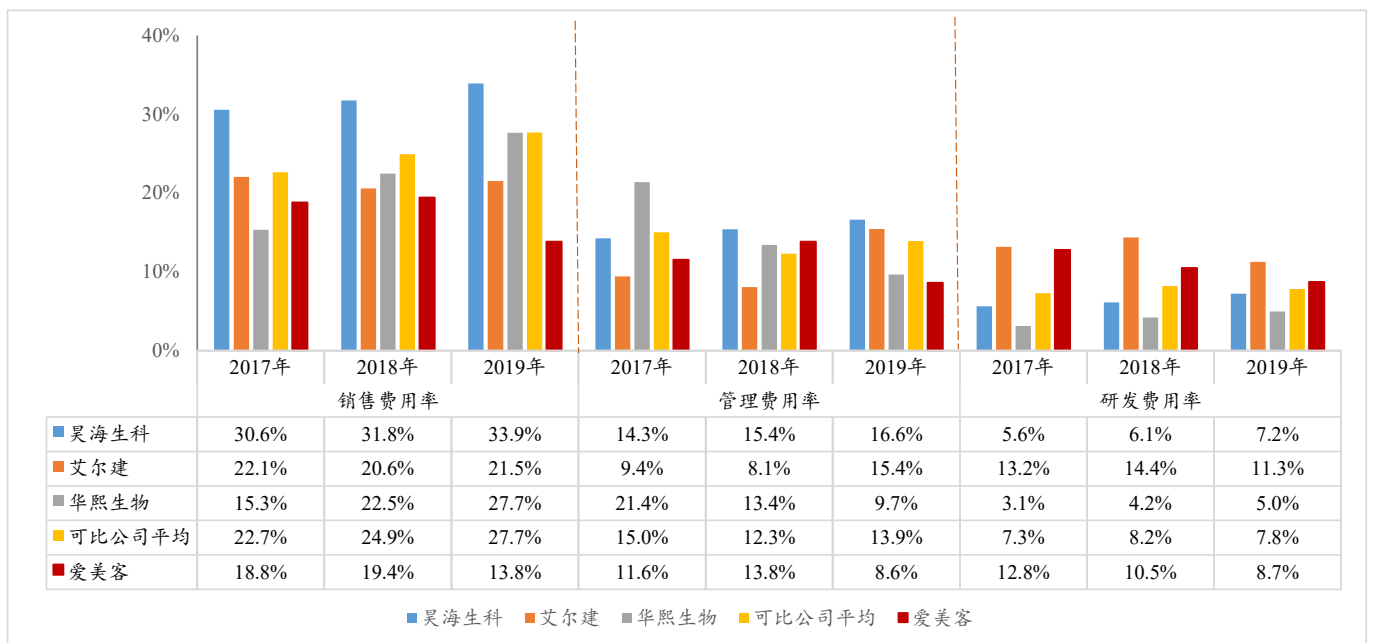
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 7：销售和管理费用率呈下降趋势，财务费用率保持稳定



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 8：爱美客销售费用率、管理费用率略低于行业均值，研发费用率略高

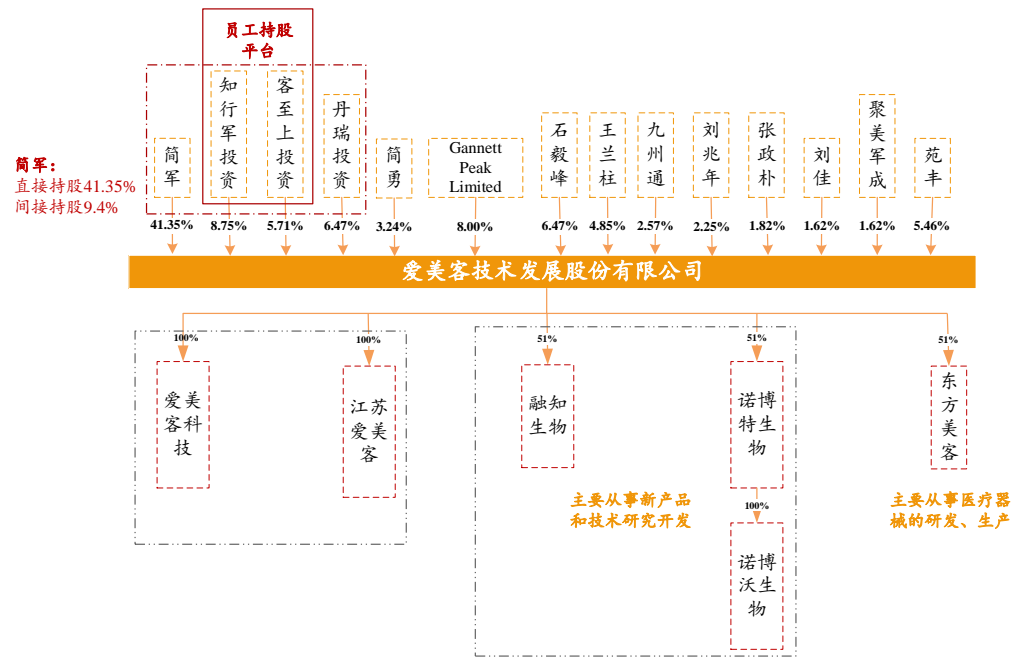


资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

### 1.3. 股权相对集中，员工持股平台锁住核心技术人员

**股权相对集中，子公司分工明确。**1) 实际控制人为简军女士，发行前合计持有 50.75% 股份，预计发行后合计持有 38% 股份。发行前，实际控制人简军女士直接持有公司 41.35% 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 9.4% 股份，合计持有公司 50.75% 股份。此外其弟弟简勇（现任公司董事会秘书）直接持有公司 3.24% 股份，姐弟合计持股 53.99%。2) 子公司构建研发→生产→销售全产业链。其中，两家主要从事产品销售，两家主要从事新产品和技术研究开发，另一家主要从事医疗器械的研发生产。3) 两大员工持股平台：客至上投资、知行军投资为员工持股平台，合伙人全部系公司在职工工。

图 9：股权结构稳定，新股发行前简军女士合计持有公司 50.75%股份



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

表 2：发行前简军女士合计持股 50.75%，简氏姐弟合计持股 53.99%

持股方式	股东	持股比例	简军出资比例	折合爱美客股份比例
直接持股	简军	41.35%	-	41.35%
间接持股	知行军投资	8.57%	44%	3.75%
	客至上投资	5.71%	50%	2.86%
	丹瑞投资	6.47%	42%	2.74%
亲属持股	简勇	3.24%	-	3.24%
	简军姐弟合计持股			53.99%

资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

**高管和核心技术人员直接或间接持股，绑定骨干员工利益。**1) **高管**：总经理石毅峰直接持有公司 6.47% 的股份，并通过丹瑞投资、聚美军成、客至上投资及知行军投资间接持有公司 10.05% 的股份，合计持有公司 16.52% 的股份；董秘简勇（实控人简军女士弟弟）直接持有公司 3.24% 的股份；副总经理尹永磊和勾丽娜分别通过员工持股平台间接持有公司 0.1% 的股份。2) **核心技术人员**：公司共有 4 名核心技术人员，均通过员工持股平台“知行军投资”间接持股，除尹永磊（同时担任副总经理）外持股比例均为 0.05%。

表 3：除财务总监外其余 4 位高管均直接或间接持股

姓名	职务	直接持股	间接持股	合计持股	间接持股方式	简介
石毅峰	董事 总经理	6.47%	10.05%	16.52%	丹瑞投资、聚美军成、客至上投资、知行军投资	46 岁，清华工商管理学院硕士。曾就职于在北京华旗资讯（爱国者）科技发展有限公司、北京楚星融智咨询公司等。
简勇	董事 董秘	3.24%	-	3.24%	-	52 岁，曾任中国惠通集团总公司业务经理、部门经理，海南达讯贸易有限公司副总经理和海南新境界网络科技有限公司董事长（仍在任）等。
尹永磊	副总经理 生产总监	-	0.10%	0.10%	知行军投资	38 岁，曾就职于天津中新药业集团股份有限公司、北京诺华制药有限公司等。
勾丽娜	副总经理 销售总监	-	0.10%	0.10%	客至上投资	38 岁，曾任华旗资讯科技有限公司事业部经理、大客户经理、分公司经理、项目经理、电子商务经理等。
赵双泓	财务总监	-	-	-	-	42 岁，曾任京东方科技集团股份有限公司会计统计科科长、华润医药（上海）有限公司财务总监、北京京东方多媒体科技有限公司财务总监、西藏天晟泰丰药业有限公司财务部总经理等。

资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

表 4：4 位核心技术人员均通过员工持股平台持股

姓名	职务	间接持股	持股平台	简历	项目参与
尹永磊 (高管)	副总经理 生产总监	0.10%	知行军投资	中国药科大学药物制剂本科	主导公司已上市产品的规模化生产工艺开发及转化，包括透明质酸钠凝胶类产品混合工艺、灌装工艺、灭菌工艺及聚对二氧环己酮面部埋植线组装工艺等；作为生产转换负责人，参与“生物可降解新材料北京市工程实验室”的建立和验收以及国家重点研发计划“新型颌面软硬组织修复材料研发”项目。
陈雄伟	研发部经理	0.05%	知行军投资	北京师范大学生物学化学与分子生物学硕士、医疗器械中级工程师	作为项目负责人，主导“注射用透明质酸钠 复合溶液”产品的研究开发及注册上市，“医用生物补片”等项目的研发。已作为发明人获得授权发明专利 4 项。
张堃	研发部项目 经理	0.05%	知行军投资	南开大学高分子化学与物理专业博士、蒙特利尔大学化学系博士后、医用材料器械高级工程师	主导了“医用透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶”、“聚对二氧环己酮面部埋植线”等产品的研发、生产转化及注册上市。已作为发明人获得授权发明专利 3 项，发表国内核心期刊文献 3 篇。
李睿智	研发部项目 经理	0.05%	知行军投资	南开大学高分子化学与物理专业博士、医疗器械高级工程师	参与了“医用聚羧甲基葡糖胺聚糖凝胶项目”等研发项目，已作为发明人获得授权发明专利 17 项，发表国内核心期刊文献 1 篇。

资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

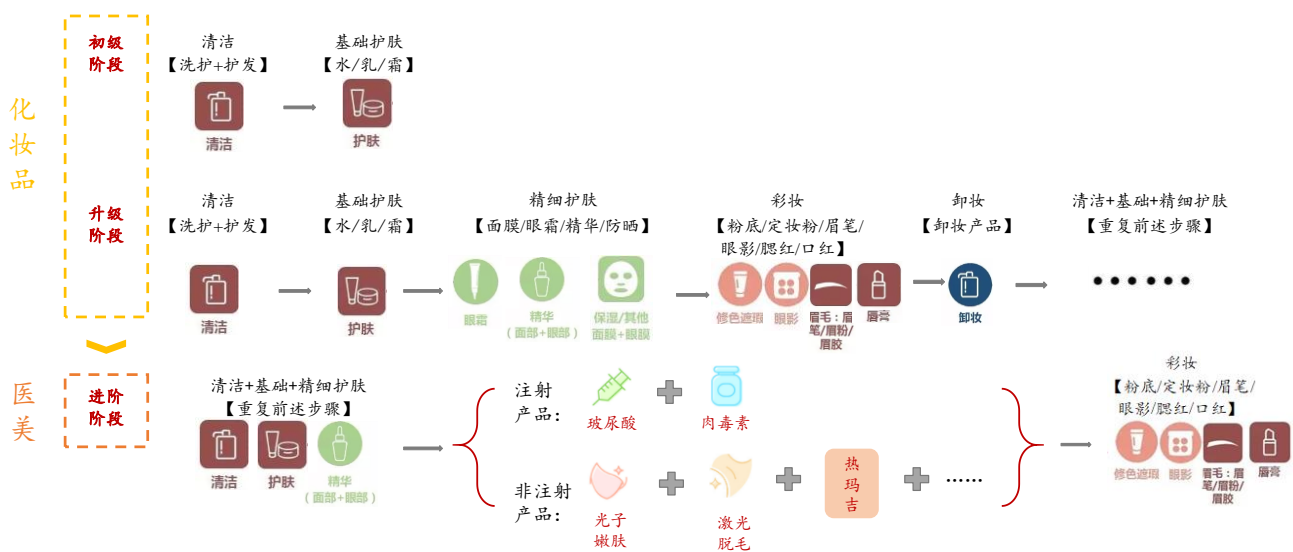
## 2. 爱美需求+认知改善，非手术类医美成为时代宠儿

### 2.1. 趋势：基础护肤→功能性护肤→轻医美，直击颜值焦虑

依据发达市场历史经验，变美与抗衰老的发展历程为“基础护肤→功能性护肤→医美（首先向非手术类医美过渡）”。黑格尔在《美学》中写道：“精神的表现尽管贯穿整个身体，却大部分集中在面部构造上。在中国居民可支配收入提升、媒体时代促进信息获取便捷性、国际消费巨头完成消费者教育三大驱动因素下，颜值经济崛起，消费者重视迎合内心“变美的欲望+衰老的恐慌”。在变美的道路上，医美产品亦成为了消费者继化妆品之后的进阶选择。目前我国美容市场处于基础护肤普及、精细护肤高增长、医美消费爆发阶段。以水乳霜为基础护肤品基本普及，增长趋于平缓；以眼霜、精华为代表的精细护肤品高增长，这也是为什么近两年国货美妆抱团推出抗衰领域超级单品，如珀莱雅红宝石精华、双抗精华，丸美小红笔眼霜；同时消费者对医美的态度经历了“抗拒→犹豫→尝新”的变化，以明星引领、中高端消费者为主流群体的人士逐渐向医美项目过渡。

美容效果佳+心理负担轻+财务有支撑，共同保障消费者由化妆品向非手术类医美的顺利过渡。1) 在外形改善方面，非手术类医美产品效果佳。化妆品往往见效较慢，且需要长期坚持使用。此外，化妆品效果也收消费者自身肤质、五官轮廓的限制，只能帮助消费者在先天基因的范围尽可能地变美。而非手术类医美产品则不同，在注射/手术后的短时间内即可显现产品效果，不仅效果更为显著，还可以帮助消费者突破先天限制。2) 在心理负担方面，非手术医美产品耗时短、恢复快，缓解消费者顾虑。随着我国医美行业监管逐渐完善，线上信息共享日益成熟，使消费者在选择正规医美机构和医美产品所需的时间成本与门槛愈发降低。同时，非手术医美产品通常用时极短，玻尿酸注射大多仅5-30分钟，加之恢复快、风险低，进一步降低了消费者选择医美产品时的心理负担。3) 在财务能力方面，医美价格带宽，与化妆品价格带重合度高。非手术医美项目单价从几百元到几万元不等，以玻尿酸注射为例，部分项目仅需千元以内即可完成，持续时间达6个月-1年。中低端化妆品虽单品价格更低，但考虑其需组合使用+长期使用+一年内需多次复购属性，实在与医美产品价差并不大。在高价位产品方面，非手术医美在数千至万元不等，与高端、奢侈定位化妆品价位亦相似。

图 10：中国消费者对变美与抗衰老的追求正在进化，医美将成为未来热点



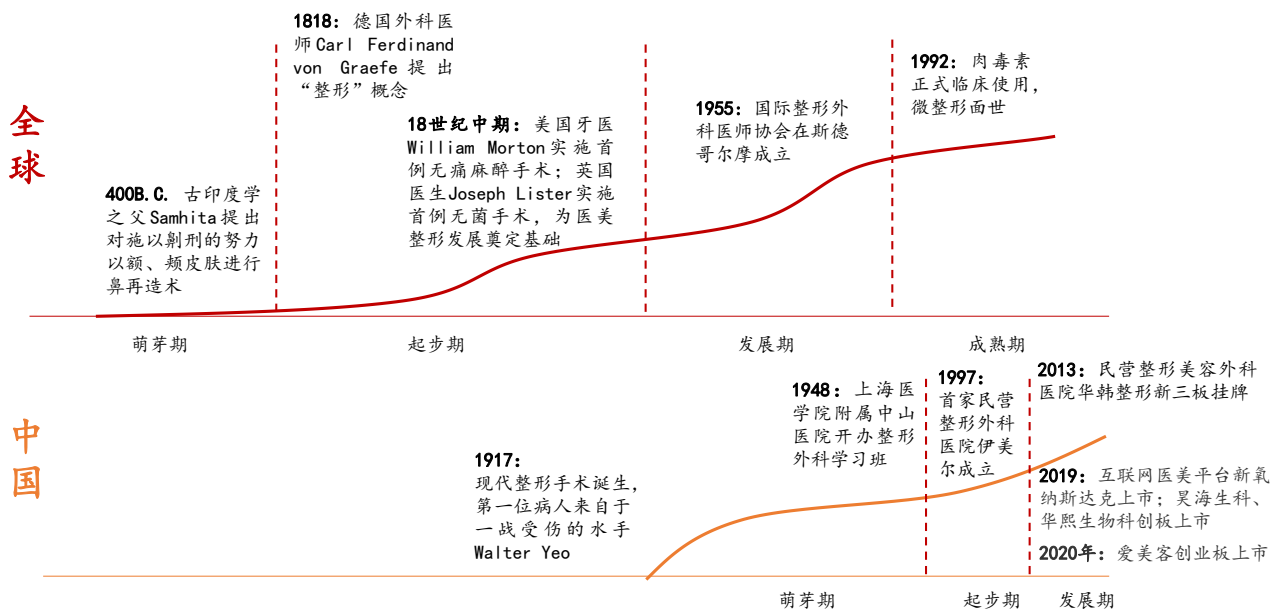
资料来源：格调实验室，浙商证券研究所



按发展历程看，全球医疗美容行业发展历程可分为四个阶段：1) 萌芽期：400B.C. 古印度医学之父 Samhita 提出对奴隶的额头、脸颊施以再造之术；2) 起步期：1818 年德国外科医生首次提出“整形”概念，此后英美医生分别完成首例无菌手术与首例无痛麻醉手术，为医美手术奠定技术基础；3) 发展期：1929 年首个整形外科在上海开设，1955 年国际整形外科医师协会成立；4) 成熟期：1992 年肉毒素正式临床使用，微整形问世。

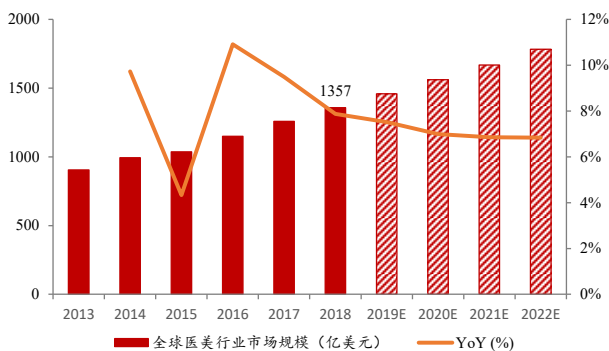
中国医美市场起步晚，目前正值发展期，增速高于全球。根据中华整形外科杂志报道，我国现代整形外科开端有 2 个标志性事件：1929 年倪葆春先生在圣约翰大学医学院附属同仁医院开设整形外科门诊，这是中国在医学院校建立的第一个整形外科机构；1948 年美国医生韦伯斯特在国立上海医学院附属中山医院（今复旦大学附属中山医院）开办了中国现代医学史上第一个整形外科学习班，学习班的成员成为我国各地整形外科的创始人。目前中国医美行业正值发展期，玻尿酸、肉毒素等多个细分行业依旧由进口品牌主导，本土自营与自研品牌有待补足。在**市场增速与市场空间上**，根据 Frost&Sullivan 分析，受监管的中国医美市场规模在 2018 年达到 1217 亿元，并预计在 2023 年达到 3601 亿元，复合增长率 24.2%。同时，2018 年中国医美消费每千人诊疗次数为 14.8 次，仅为日本的一半，是韩国的 1/6，未来中国医美市场具有广阔增长空间。

图 11：中国医疗美容行业发展起步落后于全球市场，目前正值发展期，仍有极大发展空间



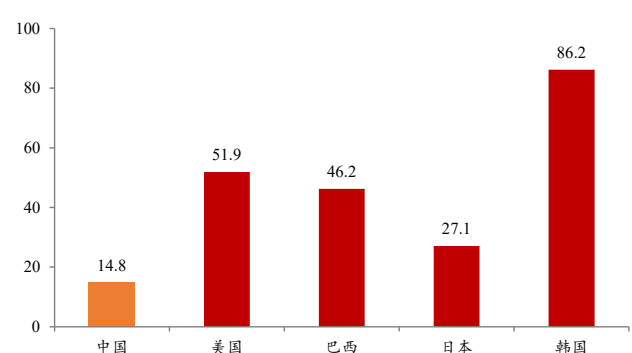
资料来源：中华整形外科杂志，艾瑞咨询，浙商证券研究所

图 12：18 年全球医美市场规模 1357 亿美元，5 年复合增速 8%



资料来源：ISAPS，浙商证券研究所

图 13：2018 年中国医美消费每千人诊疗次数仅为韩国的 1/6



资料来源：Frost&Sullivan，浙商证券研究所

## 2.2. 需求：医美社会接受度不断提高，非手术项目快速增长

### 2.2.1. 医美互联网平台、社群爆发改变认知，医美不再是小众消费

**互联网平台兴起打通信息渠道，医美话题进入公众视线。**在互联网兴起之前，医美相关信息获取渠道门槛较高，往往直接来自于美容院或医美整形机构；同时受限于“身体发肤，受之父母”的中国传统社会观念，医美整形的社会接受度较低，医美项目消费者大多不愿意公开谈论、推荐医美项目，导致很大一部分潜在的渴望变美却对医美不甚了解的消费者“望而却步”。互联网医美平台的出现打破了这一信息与认知的枷锁，不仅提供专业的医美科普、项目介绍，实现消费者与市场教育，同时也积极鼓励消费者公开分享日记心得，建立了良好的社群氛围，扭转了公众对医美与整形的传统观念。与此同时，直播、主播等新社媒形式的兴起也将漂亮女性、“网红脸”等医美相关话题推到了新高热度。新氧作为国内首家互联网医美信息平台，创立于2013年，且仅用了6年时间就实现了在美上市，根据其财报披露，2019年Q1、Q2、Q3与Q4的移动端平均月活用户数(MAU)分别为193万、247万、342万与367万。

中国医美行业获客渠道可主要分为以下五种：

**1) 垂直平台：**以新氧(2013)、悦美(2015)为代表，覆盖专业项目介绍、用户笔记分享并直接连接整形医生与服务购买的一站式医美信息资源平台，是最早一批的医美专业线上平台。

**2) 综合平台：**电商三大巨头阿里、京东与美团不甘落后，纷纷推出阿里健康、京东健康与美团医美进军医美互联网市场，凭借自身庞大的用户基础将医美信息带入更广大大众的视线。依据美团医美发布的《2020年618美丽重启消费报告》，618活动期间，美团医美线上交易额超过21.7亿，同比增长133%。

**3) 1v1咨询、转诊平台：**这类平台与新氧等垂直平台的最大区别在于拿走了社群社交属性，以专业医师、医美机构输出的咨询服务为主，直接引流至终端产品与项目。美呗(2016)为其代表之一，提供咨询美容项目、查询美容机构、挑选美容项目三大功能模式，并将全程匿名咨询，保护消费者隐私作为特色。截至到2019年3月7日，其业务已经拓展至全国34个省市自治区，和3500多家正规医美机构10000多名执业医师达成合作，全平台日均访问用户超过30万，咨询服务超过3000万次。

**4) 搜索引擎、信息平台：**由于中国社会整体对医美行业的认知仍然处于起步阶段，故传统搜索引擎的广告、关联搜索依然是相关企业营销投资的重要一环。与此同时，鉴于大部分医美终端诊所、美容院体量较小，微信、小红书等新兴信息、社群平台依旧是它们做信息发布、客户维持以及人肉推荐的重要渠道。

**5) 线下渠道：**包含专业美容整形医院与传统综合医院开设的整形外科门诊，对消费者而言是最传统同时可信度最高的信息获取渠道，对服务提供者而言是最直接、转化率最高的获客渠道。

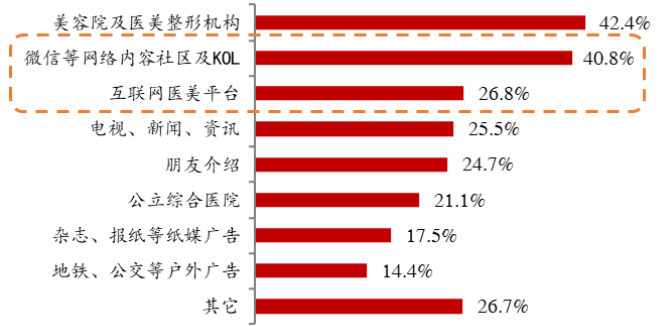
依据草莓派数据调查在19年10月进行的消费者调研(样本N=1406)，尤其是对于便捷性与安全性较高、后期恢复较快的非手术类(轻医美)项目而言，微信等网络内容社区及KOL已经成为消费者第二大信息获取渠道。

图 14：中国医美行业获客渠道丰富



资料来源：艾瑞咨询，浙商证券研究所

图 15：互联网已成为非手术类医美信息最重要获客渠道

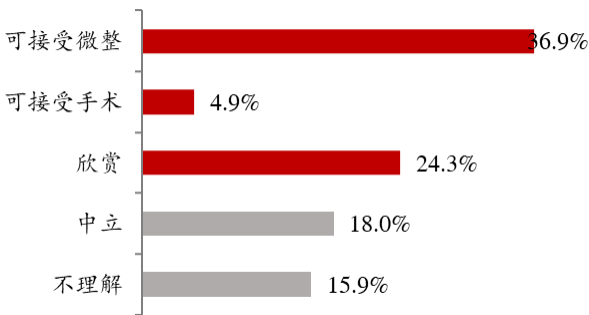


资料来源：艾媒数据中心，浙商证券研究所

样本来源：莓派数据调查与计算系统，N=1406；2019年6月

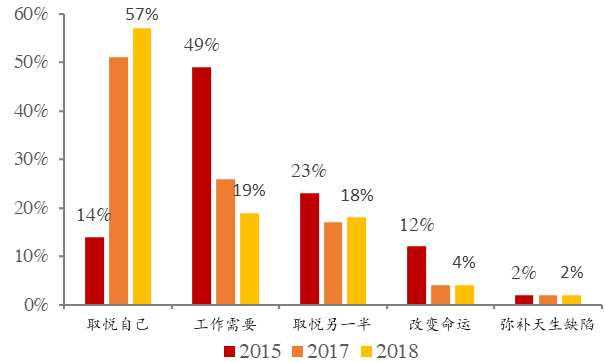
社会态度向积极转变，医美消费成为“取悦自己”而萌发的自发需求。根据艾瑞咨询调研，2018年可接受微整、可接受手术与欣赏医美的人群分别占比36.9%、4.9%与24.3%，综合而言对医美持积极态度群体占比已超66%，医美的社会接受度正在提高。与此同时，医美消费目的也迎来了较大转变：2015年时，“工作需要”这类被动需求占比近50%，是医美消费第一大需求；至2018年，“取悦自己”这类主动需求占比高达57%，成为第一大消费动机，而“工作需要”占比大幅下降，仅为19%。消费自发式的转变一方面体现了社会观念的开放，是对为追求美而进行后天整形这一行为的认可度的提升；另一方面也预示着未来更高的自然增长率与复购率，市场潜在需求有望加速释放。

图 16：2018年66%的人对医美整形持有积极态度



资料来源：艾瑞咨询，浙商证券研究所

图 17：2018年“取悦自己”成为医美最大的消费动机，占57%



资料来源：新氧大数据，浙商证券研究所

### 2.2.2. 安全+便捷+便宜，非手术项目获青睐，注射类项目成为医美入门首选

医疗美容行业可分为手术项目与非手术项目（轻医美），非手术项目单价低、单次治疗时长短、效果持续时间短。医疗美容行业聚集了医疗的医学属性+美容的美学属性+参与机构的商业属性，与医疗美容对应的是生活美容，包括形象设计与美妆、皮肤护理、美甲美体塑身等，两者的区分以是否破损真表皮层为标准。医疗美容的项目分类主要分为手术项目与非手术项目（轻医美）。典型的手术项目包括面部手术：眼/耳/鼻整形、脂肪填充与植发；胸部手术：隆胸、去副乳、乳头整形、胸部塑形；身体手术：吸脂、脂肪转移填充、私密整形。这些项目的效果持续时间可达10年以上至持久，手术时长平均在1-2小时，单价由千元至数万元不等，以单次疗程为主。此外还有各类修复手术，价格往往大于初次手术，以万元起步。典型的非手术项目包括注射类项目：以玻尿酸和肉毒素为主；非注射类项目：光子嫩肤、激光脱毛、热玛吉抗衰老等。大部分的非手术项目起

步单价可控制在千元以内，并且无需麻醉或只需要表面麻醉，安全性较高，其中注射项目治疗时长仅需 5-20 分钟，但效果持续时间也是所有项目中最短的，仅 6-12 个月。而非注射项目的治疗时间稍长，大多需要 30 分钟，与此同时效果持续时间也可延长至 1-2 年。最近火热的热玛吉项目单价较传统项目高，手术时长也需要 1.5-2 小时。

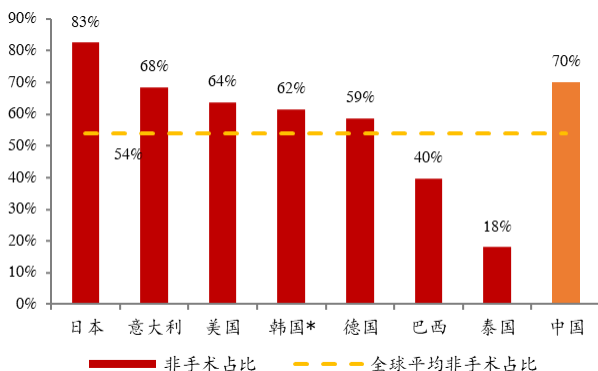
图 18：医美非手术项目相比手术项目单价低、单次治疗时长短、效果持续时间短

分类	项目	价格区间	治疗时长	效果续时间
面部手术	眼/耳/鼻整形	2000-10000元	30分钟-2小时	10年以上-持久
	脂肪/假体填充	500-10000元	1-2小时	持久
	植发	5000-30000元	4-8小时	持久
	修复手术	10000元以上	视情况而定	持久
胸部手术	隆胸	10000-100000元	1-2小时	10年以上-持久
	去副乳	2000-13000元	30分钟-1小时	持久
	乳头整形	2000-15000元	30分钟-1小时	持久
身体手术	吸脂	500-3000元	1.5-2小时	持久
	脂肪转移填充	5000-2000元	1.5-2小时	持久
	私密整形	5000-30000元	1.5-2小时	1-3年，部分持久
注射	玻尿酸	500-10000元	5-10分钟	6-12个月
	肉毒素	300-3000元	10-20分钟	6个月
非注射	光子嫩肤	300-1000元	30分钟	1年
	激光脱毛	300-3000元	30分钟	持久
	热玛吉	4000-10000元	1.5-2小时	1-2年

资料来源：新氧项目百科，浙商证券研究所

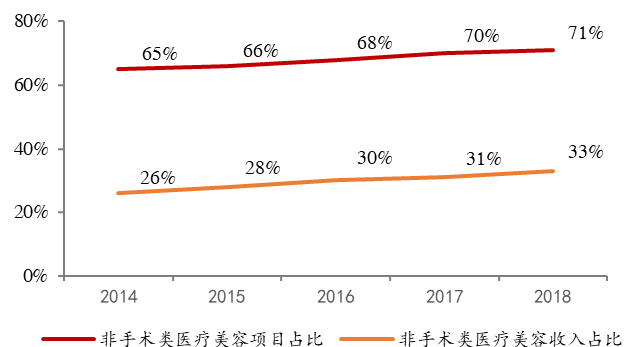
18 年中国非手术医疗美容收入占比 33%，项目占比 71%，高于全球平均水平。根据 ISAPS 统计，2017 年全球平均医疗美容项目非手术占比为 54%，领先国家日本、意大利、美国的占比分别为 83%、68%、64%。根据德勤与艾媒咨询数据，17 年中国医疗美容非手术占比为 70%，在国际大国中仅次于韩国，处于高位水平。与此同时，14-18 年中国医疗美容非手术占比由 65% 提升至 71%，医疗美容非手术收入占比由 26% 提升至 33%，非手术细分市场增速大于中国医美市场总增速，非手术类项目更获中国消费者青睐。根据艾瑞咨询预测，到 2023 年预计手术与非手术收入占比为 5.2:4.8。

图 19：2017 年中国医疗美容非手术占比 70%，高于全球平均



资料来源：ISAPS，德勤，艾媒咨询，浙商证券研究所  
注：韩国数据为 2016 年；其中，中国数据来自于德勤与艾媒咨询，其余国家均来源于 ISAPS。

图 20：非手术医美占比逐年提升，增速高于手术项目

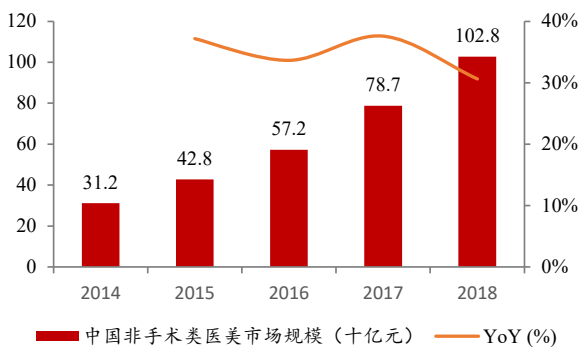


资料来源：德勤，艾媒咨询，浙商证券研究所



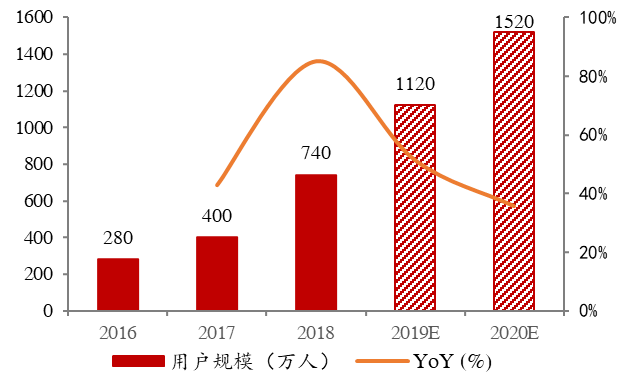
2018 年中国非手术类医美市场规模 1028 亿元，14-18 年复合增长率达 35%，增速高于中医美总市场。根据德勤与艾瑞咨询统计，2018 年中国非手术类医美市场规模达 1028 亿元，14-18 年复合增长率达 35%。同时根据艾媒数据中心统计，预计 2018 年中国非手术类医美市场用户约 740 万人，且预计 16-20 年用户规模复合增长率可达 53%。非手术类项目由于其创伤小、恢复快、风险低、价格低等特性成为消费者医美入门项目的首选，同时非手术类项目效果维持时间相比手术项目较短，如注射的玻尿酸通常会通常在 6-12 个月被自然吸收，故消费者需要多次购买项目以维持效果。并且一旦体验过医美效果的消费者对其自身颜值的预期被提升了，会因为难以接受效果消失后的差距而选择继续使用医美产品，继而非手术类产品又有了高复购率的属性。

图 21：14-18 年中国非手术类医美市场 CAGR 35%至 1028 亿元



资料来源：德勤，艾瑞咨询，浙商证券研究所

图 22：预计 16-20 年中国非手术类医美客户 CAGR 53%

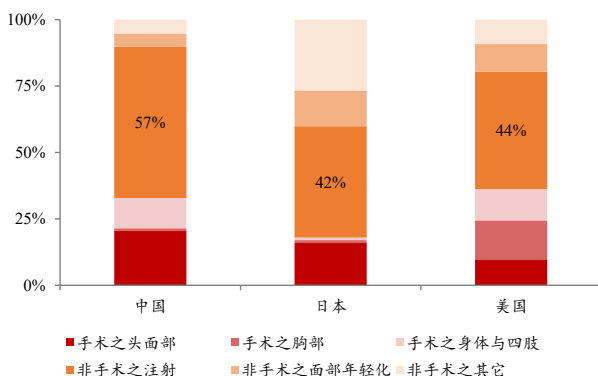


资料来源：艾媒数据中心，浙商证券研究所

根据新氧大数据统计，中国医疗美容市场非手术之注射项目占比为 57%，高于日、美 15pct，同期日本、美国市场的注射项目占比仅为 42%与 44%。结合中国医美市场仍处于发展期的情况，许多目标消费者仍在初步接触尝试医美或者观望阶段，故安全性高、单价低、治疗耗时短的注射类项目成为了医美入门消费者的首选，并有望保持高于轻医美市场平均的增速。根据《新氧 2019 年医美行业白皮书》，中国注射医美市场中玻尿酸与肉毒素占比分别为 66.6%与 32.7%，合计占 99.3%的市场，其中玻尿酸注射增速为 53%，肉毒素注射增速为 91%，中国注射医美市场平均增速为 65%。

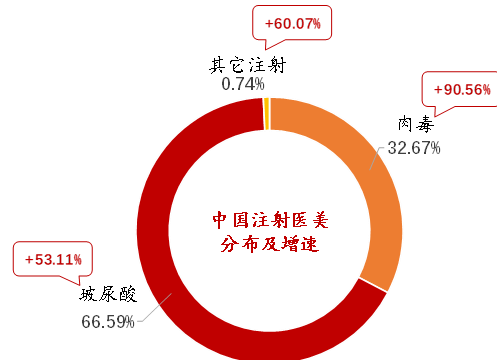
根据新氧大数据与国际美容整形外科学会 (ISAPS) 研究，2018 年玻尿酸填充与肉毒素注射同时是中国、日本与美国的最受消费者欢迎的非手术项目 Top 2。可见无论是在发展中市场还是成熟市场，注射项目都备受消费者青睐，中国注射医美市场有长期发展支撑。中国最受消费者欢迎的非手术项目 Top 3-5 分别为激光脱毛、水光针和光子嫩肤。

图 23：19 年中国非手术之注射项目占比 57%，高于日美 15pct



资料来源：ISAPS，新氧大数据，浙商证券研究所

图 24：19 年玻尿酸与肉毒素注射的增速分别为 53%与 91%

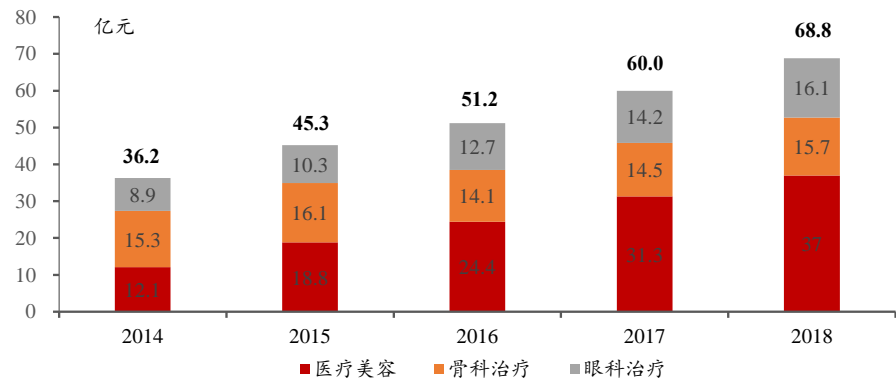


资料来源：新氧大数据，浙商证券研究所

### 2.3. 供给：玻尿酸医美市场领增+医生人才储备逐步丰富

2018年中国医药级玻尿酸终端产品市场达69亿元，医美细分领域37亿元且增速领跑。根据Frost&Sullivan统计，2018年中国医药级玻尿酸终端产品规模达69亿元，按产品用途分，医疗美容、骨科治疗、眼科治疗规模分别为37亿元、15.7亿元与16.1亿元。14-18年医疗美容规模复合增长率达32%，高于整体市场增长率15pcts。

图 25：2018年中国医药级透明质酸终端产品市场规模69亿元，医疗美容占比最大、增速最快



资料来源：Frost&Sullivan，浙商证券研究所

根据NMPA玻尿酸医美产品注册信息，NMPA准入了8家海外公司（4家上市）以及9家本土公司（3家上市）的玻尿酸注射产品，共涵盖玻尿酸品牌24个，其中19年以来新认证产品7种，市场正规供给呈现加速发展趋势。

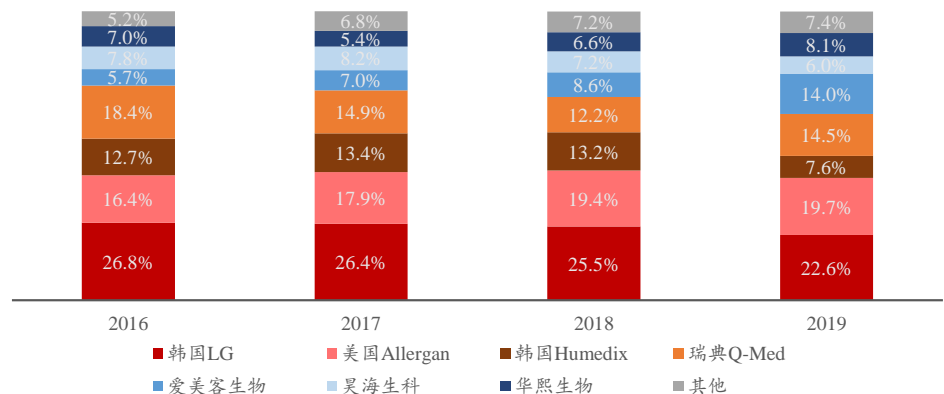
**表 5: NMPA 获批上市的医美注射用透明质酸钠产品情况**

来源	注册公司	上市公司	品牌	首次准入年份	代表产品	定价	功能			
进口	瑞典	Q-Med AB	未上市	瑞蓝	2008	瑞蓝 2 号	1000~4800/元/ml	抚平鼻唇沟皱纹		
					2008	瑞蓝·丽瑛	5000~7000/元/ml	立体塑性, 改善面部轮廓		
					2020	瑞蓝唯瑛 Restylane Vital	6800~9800/元/ml	由内刺激胶原蛋白以及成纤维细胞新生, 提升肤质, 减少皱纹		
	韩国	LG Life Sciences	LG 集团	伊婉	2013	伊婉 C	2000~4000/元/ml	浅层除皱、浅层塑形		
					2016	伊婉 C Plus (致柔)	2000~5000/元/ml	改善浅表层皱纹以及全面部平铺和提升, 含 0.3% 的利多卡因		
					2013	伊婉 V	2000~4000/元/ml	持久塑形、深层除皱		
					2016	伊婉 V Plus (致美)	3000~6000/元/ml	深层软组织填充、面部轮廓塑形, 含有 0.3% 的利多卡因		
	美国	艾尔建 Allergan	艾尔建	乔雅登	2015	乔雅登雅致	5000~17250/元/ml	纠正中度鼻唇沟皱纹		
						乔雅登极致	4750~12500/元/ml	纠正中度鼻唇沟皱纹		
					2020	乔雅登沃拉易特 水光	暂无信息	填充浅表皮层凹陷, 如细纹, 含利多卡因		
韩国	Humedix	Humedix	艾莉薇	2015	Deep Line Plus	3500~9000/元/ml	大分子改善轮廓			
				2019	Deep Line-L	3500~6800/元/ml	面部组织容量填充及浅表细纹修饰			
奥地利	Croma-Pharma GmbH	未上市	Princess	2017	公主 volume	6800~9800/元/ml	大分子、除皱塑形			
韩国	Genoss	未上市	莫娜丽莎 hard type	2019	莫娜丽莎 hard type	2000~3000/元/ml	大分子改善轮廓			
韩国	CG Bio	大熊制药	婕尔	2019	婕尔	3680~7800/元/ml	中分子动态丰盈填充			
法国	S.A.FILORGA MANUFACTURING	未上市	菲洛嘉	2019	ART FILLER®UNIVERSAL	1500~3000/元/ml	塑形和充盈能力			
国产	华熙生物	华熙生物	润百颜		润百颜白紫	500~1000/元/ml	改善面部中度皱纹			
					润百颜黑金	480~2800/元/ml	面部轮廓塑形			
					润百颜水光	190~690/元/ml	填充细小皱纹			
		润致		润致玻尿酸	2018	润致玻尿酸	2500~4000/元/ml	修饰外形、矫正轮廓		
	爱美客	爱美客	爱美客	宝尼达	2012	宝尼达	12800~22000/元/ml	长效类骨性填充材料, 可持续 8-10 年		
						爱芙莱 1ml	1000~3000/元/ml	立体塑性, 改善面部轮廓		
						爱芙莱 0.5ml	1000~3000/元/ml	抚平细小皱纹		
						爱美飞	500~1500/元/ml	提升轮廓感及增加充盈感		
						逸美一加一	3000~6000/元/ml	皮下浅层至深层之间的填充, 塑形, 支撑力强		
						逸美	2009	逸美	2000~4000/元/ml	增强立体感
						嗨体	2016	嗨体	3000~4000/元/ml	颈纹治疗
	上海其胜	昊海生科	海薇	2013	海薇	300~1500/元/ml	面部轮廓塑形			
					姣兰	2016	Janlane 姣兰玻尿酸	3000~4000/元/ml	唇部、眼周精细化	
					海魅	2020	海魅	暂无信息	无颗粒化、高内聚性、安全性高、效果维持时间长	
	北京蒙博润	未上市	舒颜	2015	舒颜	500~2000/元/ml	浅表细纹填充			
	杭州协合医疗	未上市	欣菲聆	2015	欣菲聆	880~2800/元/ml	支撑与塑形			
					欣菲聆水光	125~500/元/ml	抚平细纹、缩小毛孔			
常州药物研究所	未上市	碧萃诗	2015	碧萃诗	1000~3000/元/ml	改善面部中度皱纹				
和康生物科技	未上市	芙媾登	2016	芙媾登	980~3880/元/ml	改善皱纹, 填补组织缺失				
山东凯乐普	未上市	菲羽	2017	菲羽	1000~2000/元/ml	塑形效果自然持久				
科妍生物	未上市	法思丽	2014	法思丽	1800~7800/元/ml	立体塑性, 轮廓改善				

资料来源: NMPA, 新氧 APP, 公司官网, 浙商证券研究所

在玻尿酸医美市场中,国际品牌市占率约7成,爱美客以14%市占率位居全体第四、国货第一。根据 Frost&Sullivan 统计的市占率数据,按照销售金额,1)国际公司占据TOP3。一方面,海外品牌技术和产品口碑相对成熟、与各大医美机构也较早建立合作关系,另一方面海外产品价格偏高、通常单笔成交的绝对利润额更大,医美机构倾向于推荐高价产品以获取更高利润,因此2019年玻尿酸医美市场的TOP3依旧由国际巨头占据,分别为韩国LG(22.6%)、美国艾尔建(19.7%)、瑞典Q-Med(14.5%),合计56.8%。2)国货品牌中爱美客提升最快。爱美客、华熙生物和昊海生科是TOP3国货公司,均在A股已上市,2016年-2019年,三家公司合计市占率由20.5%提升至28.1%。2018年,爱美客、昊海生科、华熙生物市占率分别为8.6%、7.2%与6.6%;2019年,爱美客、昊海生科、华熙生物市占率分别为14.0%、8.1%与7.4%,爱美客市占率同比大幅提升5.4pct,华熙生物同比提升0.9pct,昊海生科略下滑。

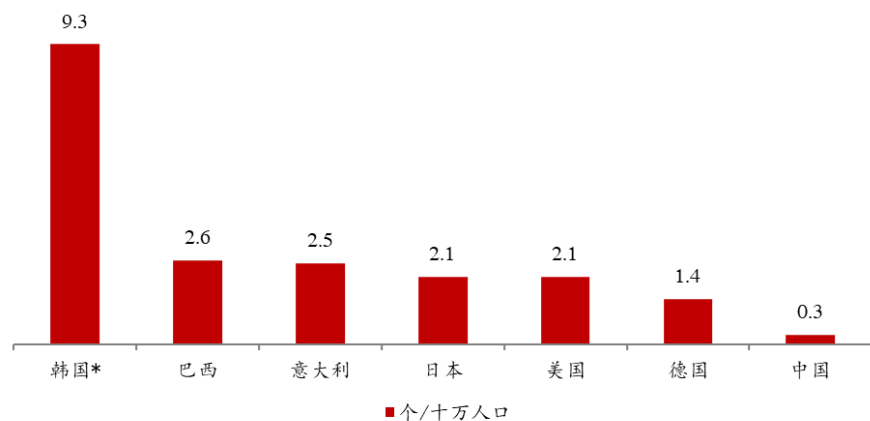
图 26: 2019 年玻尿酸医美市场中, 爱美客以 14% 市占率位居国货第一



资料来源: Frost&Sullivan, 浙商证券研究所

整形外科医师培养周期长,医生人才储备是限制行业发展的瓶颈。培养一位优秀医美医生需要10年左右的时间:5年本科+3年硕士/3年博士+3年住院医师/专科培训后,还需各地卫生部批准主诊医师资格证。与医美发展相对成熟的国家对比,我国人均整形外科医生数量远远不足。根据ISAPS与艾瑞咨询数据,中国每十万人仅拥有0.3个整形外科医生,而韩国、美国数值分别为9.3与2.1,中国仅为其1/30与1/7,医生人才储备量差距明显,仍有很大的提升空间。

图 27: 中国每十万人仅拥有 0.3 个整形外科医生, 远低于发达国家

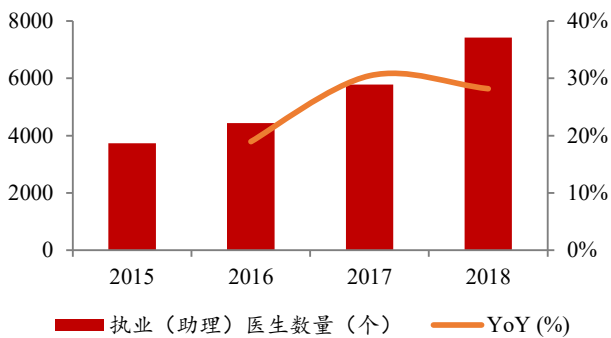


资料来源: ISAPS, 艾瑞咨询, 浙商证券研究所  
注释: 2017年我国整形外科医生数量按5000+位计算,韩国数据为2016年,其余国家为2017年。



**积极培训+高薪酬有望快速提升未来医美行业合规医生人数。**在培训上，一方面行业龙头如上游玻尿酸、假体制造商艾尔建公司（纽约证券交易所：AGN）正在打造“艾尔建学院”，承担医疗美容医师人才培训和消费者教育职能；另一方面中国整形美容协会联合行业力量计划5年培训5万人次的意向转科医师，弥补人才缺口。更进一步，今年5月中国整形美容协会教育培训中心发布公告，将整合医美教育培训企业、医美机构、厂商、专家与医药卫生高校资源在全国开展“医美人才培养培训工程”，计划在未来三年，对数百万大学生、医美从业者和大美业从业者展开多层次、多形式的教育培训。在薪资吸引力上，根据新氧大数据显示，2019年在新氧平台年GMV过百万的医美医生423人，相较18年的249人增速达70%。这一部分医生的平均年成交额为203万元，客单价年增速为32%，相比常规科室的平均年薪而言可谓是十分有吸引力的。随着社会对医美行业认知度的提升，加之高薪资的吸引，可以预计未来将有更多学生与医生人才考虑从事医美行业。根据中国卫生和计划生育统计年鉴显示，2018年中国整形医院与美容医院医生约7419位，15-18年CAGR为26%，正处于高速增长阶段。

图 28：2018 年中国整形医院与美容医院医生约 7419 位



资料来源：中国卫生和计划生育统计年鉴，浙商证券研究所

图 29：2019 年新氧百万医生增加 70%，平均创富 203 万元



资料来源：新氧大数据，浙商证券研究所

### 3. 产品定位+渠道完善+研发投入是高毛利的基石

#### 3.1. 产品：差异化突围，嗨体、宝尼达和紧恋稀缺性凸显

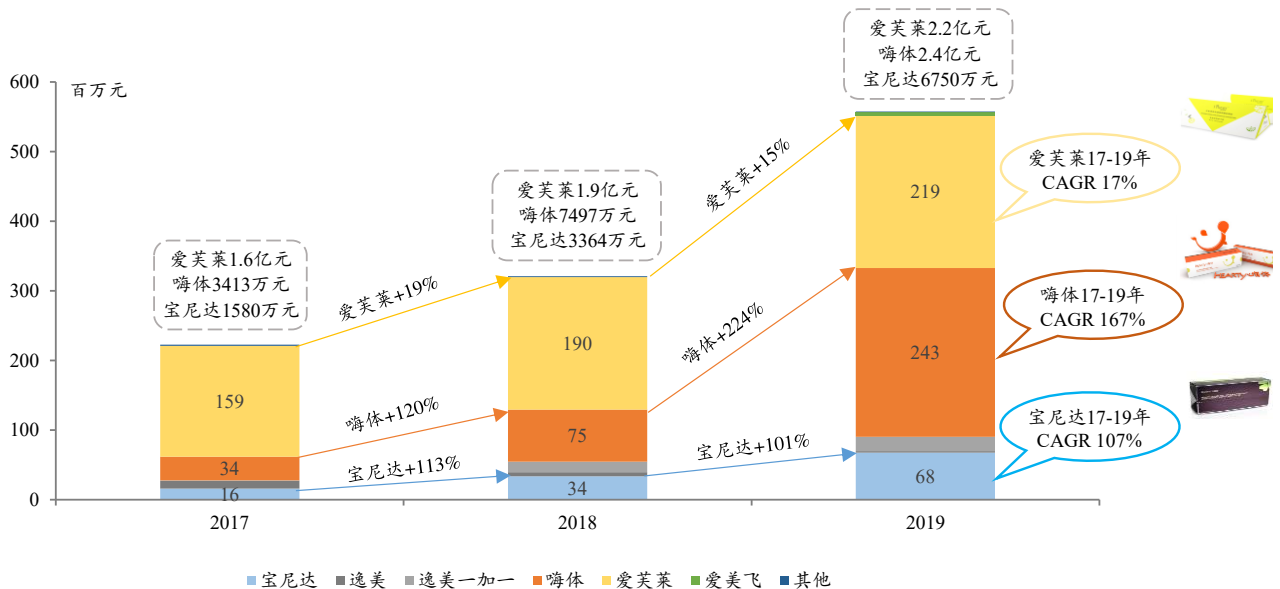
爱美客每款产品均有明确的市场定位，产品应用重复度低，部分产品独占市场。主要产品及收入贡献分别为：嗨体 43.5%、爱芙莱 39.3%、宝尼达 12.1%、逸美一加一 3.7%、爱美飞 0.9%、逸美 0.4%。

1) 独占市场优势，嗨体：国内首款也是唯一一款用于修复颈纹的玻尿酸复合注射材料，具备独占市场优势，稀缺性凸显。

2) 唯二获批产品：宝尼达和紧恋。宝尼达是目前仅有的两款获得国家药监局批准的含微球成分用于面部填充的长效产品之一，另一款长效产品为爱贝芙。紧恋是国内首款聚对二氧环己酮面部埋植线，19年5月获批上市，随后韩国生科Hans于19年6月获批同材质的聚对二氧环己酮面部埋植线，其他品牌如强生和快翎Quill获批III类医疗器械——可吸收性手术缝合线。

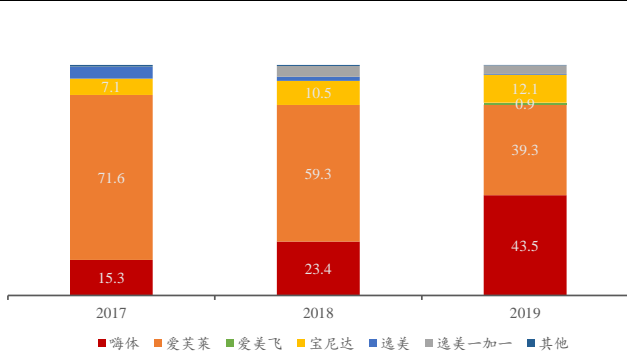
3) 差异化布局产品：逸美及其升级产品逸美一加一，复合注射材料；爱芙莱和爱美飞，添加局部麻醉利多卡因成分，主打无痛舒缓概念。

图 30：嗨体和宝尼达稀缺性凸显，17-19 年 CAGR 分别为 167%、107%



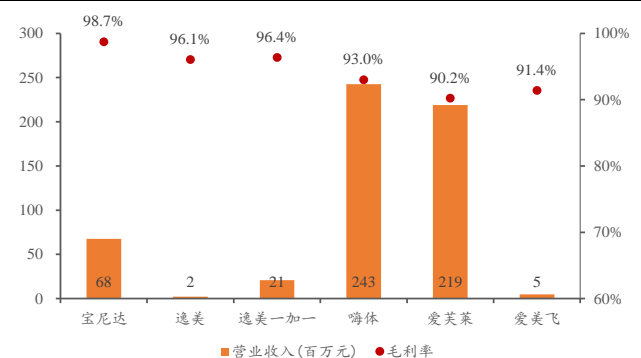
资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

图 31：嗨体和宝尼达营收占比逐年升高



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

图 32：2019 年嗨体和爱芙莱营收最高



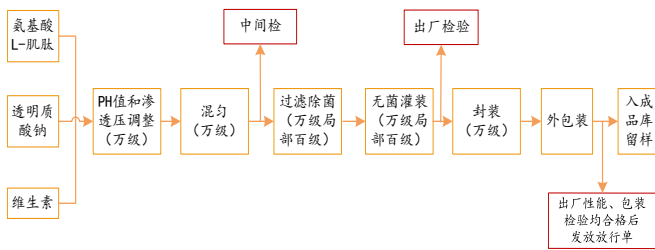
资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

(1) 嗨体：国内首款应用于颈纹修复的注射材料

国内首款、也是目前唯一一款用于修复颈纹的玻尿酸注射产品，具备独占市场优势。公司嗨体产品于 2017 年上市销售，其独有的适应症开辟了透明质酸用于颈部皱纹注射填充的空白市场。产品主要成分是氨基酸、肌肽、维生素，基础成分为玻尿酸。运用真皮层细胞赋活疗法，采用直接注射与点阵微滴注射相结合的方法，将系统性复配成分直接作用于真皮层，通过提升成纤维细胞胶原蛋白合成、提高胶原纤维合成效率，系统性建立皮肤健康微循环。

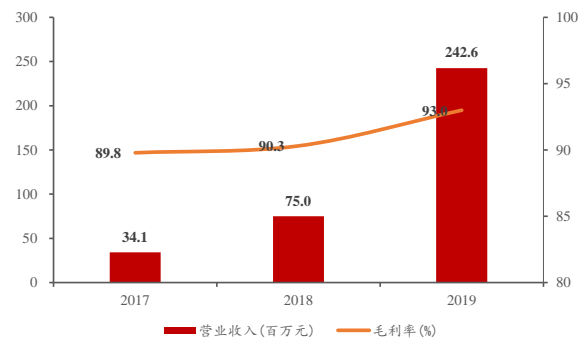
17-19 年收入复合增速 167%，19 年营收占比 43.5%，毛利率 93%。嗨体 18 年底热销，19 年火爆，2020 年上半年收入同比再增长 58%，是公司 2020 年上半年收入同比略有增加的主要原因。嗨体注射部位颈部为人体较为脆弱的部位，产品安全性和品质稳定性更为被看重，经过近 2 年的市场培育，其安全性和有效性得到了下游医疗机构以及终端消费者的认可，终端消费需求大幅度增长。作为颈部皱纹修复的市场唯一产品，目前市场基数相对较小，处于快速上升阶段，未来随着医美市场整体扩容，颈纹作为细分市场将受益显著，预期未来 2 年嗨体系列仍会保持较快增长。

图 33：嗨体生产工艺流程图



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

图 34：19 年嗨体营收同比增长 224%



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

2020 年 6 月 8 日，爱美客以线上直播的形式召开新品发布会，推出嗨体系列最新产品——嗨体熊猫针。嗨体熊猫针作为全新升级的眼周抗衰新科技，针对泪沟等眼周问题，可以与嗨体、紧恋搭配使用，打造眼周呵护方案。新氧 APP 医美机构项目介绍显示，多家医美机构针对眼周问题，建议嗨体+嗨体熊猫针搭配使用，捆绑销售模式有望缩短市场培育期、加速产品成长。

表 6：嗨体眼周逆龄针技术全新升级方案

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
上睑容量形态	上睑凹陷	嗨体 1.5	1 支	1 月/次，3 次/疗程
	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
下睑容量形态	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
	眶格脂肪擅出(假性眼袋)型泪沟	嗨体 1.5+紧恋小 V 线+嗨体 2.5	小线 10 根 嗨体 1.5 /1 支 嗨体 2.5 /1 支	紧恋：每次建议埋线间隔 6-8 个月； 嗨体 1.5：1-2 个月/次，3 次/疗程(治疗间隔视客户皮肤松弛情况而定)； 嗨体 2.5：1 月/次，共 4 个月(看情况 3 个月加强一次)

资料来源：新氧 APP，浙商证券研究所

表 7：嗨体系列不同产品特性和功能

项目	支撑性和粘滞性	作用
熊猫针 1.0ML	0 交联 粘滞性强	动力区组织填充 泪沟填充改善黑眼圈 被充组织容量紧致眼周
嗨体 1.5ML	粘稠度中等	颈部支撑填充凹陷 可对细纹产生即刻平复的填充效果 为胶原纤维的形成提供时间
嗨体 2.5ML	强力锁住 500 倍水分	水光注射紧致提升改善肤质 在颈部/面部皮肤上进行点阵微滴注射 给真皮层补入有效成分 改善衰老导致的皮肤松弛问题

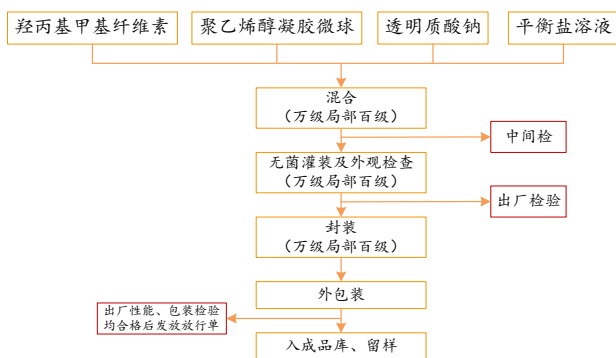
资料来源：新氧 APP，浙商证券研究所

(2) 宝尼达：唯二获批的两款长效产品之一

宝尼达是目前仅有的两款获得国家药监局批准的含微球成分用于面部填充的长效产品之一，主要成分为玻尿酸+PVA 微球（聚乙烯醇凝胶微球）。宝尼达所含玻尿酸能起到支撑和填充作用，可以迅速改善皱纹；当玻尿酸被人体逐渐吸收后，PVA 微球保留在原位，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，使填充效果能长期维持，通常效果持续 5-10 年。另一款长效产品为爱贝芙，主要成分为胶原蛋白+PMMA 微球（聚甲基丙烯酸甲酯微球），原理类似。

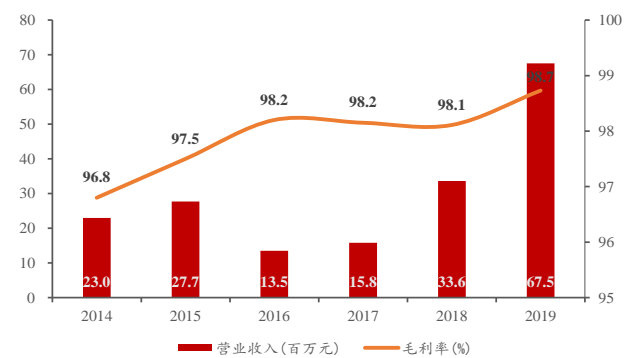
宝尼达产品毛利率居首位，14-19 年营收复合增速为 24%。1) 17-19 年毛利率分别为 98.2%、98.1%和 98.7%。19 年较 18 年有所上升是因为适用增值税税率降低，不含税价格上升，同时原材料成本下降。2) 19 年营业收入为 6750 万元，近两年呈翻倍增长态势。宝尼达是目前仅有的两款获得国家药监局批准的含微球成分用于面部填充的长效产品之一，经近些年的临床应用，长效产品逐渐被市场接受，产品需求稳步增长。根据新氧百科，宝尼达终端价格为 6400~11000/元/0.5ml，维持时间为 5-10 年。

图 35：宝尼达生产工艺流程图



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

图 36：14-19 年，宝尼达营收复合增长 24%



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

(3) 紧恋：国内首款面部埋植线

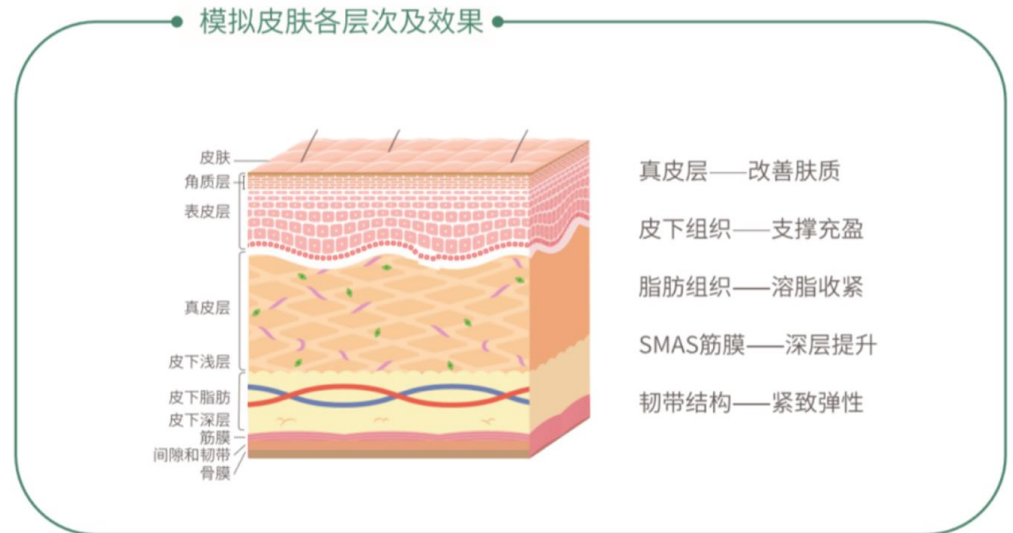
紧恋：国内首款聚对二氧环己酮面部埋植线，解决肌肤紧致需求。玻尿酸等医美注射材料的广泛应用解决了面部美容的“立体问题”，紧恋产品定位是皮肤松弛引发的紧致需求。该产品于 2019 年上市，目前处于市场培育期，2020H1 营收规模较小为 41 万元，毛利率为 73%。其作用原理是：紧恋采用聚对二氧环己酮（PPDO）作为原材料，具有非常优异的生物相容性、生物可吸收性和生物降解性，体内降解试验表明其在 180-220 天可被完全吸收。线材埋植入皮下浅层脂肪，入皮肤后平行成线状或交织成网状，并与周边



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。从而纠正皮肤皱纹、改善皮肤状态，可以达到改善肤质、支撑充盈等效果。

**紧恋产品包括平滑线、螺旋线、短锯齿线三种线型。**上述三种线性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，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，有效复位皮肤青春态。

**图 37：紧恋产品植入皮下脂肪层，起到紧致支撑效果**



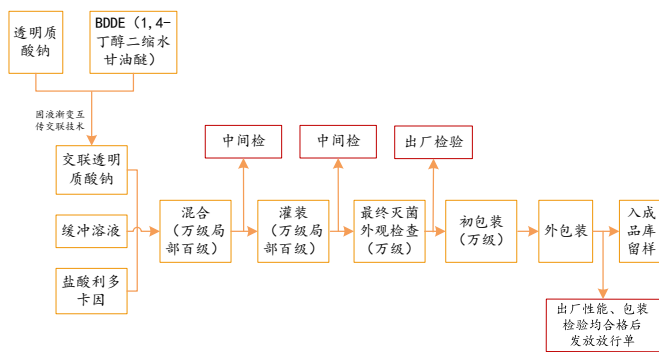
资料来源：公司官网，浙商证券研究所

#### (4) 爱芙莱和爱美飞：含局部麻醉利多卡因成分

**爱芙莱和爱美飞，添加局部麻醉利多卡因成分，主打无痛舒缓概念。**爱芙莱于 2015 年上市，是国内首款添加局部麻醉利多卡因的产品，利多卡因可舒缓减痛的作用，提升了消费者注射过程的舒适度。根据新氧百科，其终端价格约 1000~3000 元/ml，效果维持 6 个月左右。19 年同系列含利多卡因成分的品牌**爱美飞**上市，相较于爱芙莱，爱美飞不再区分容量型号，一支即可满足大部分需求，更适合初次尝试玻尿酸注射的人群。根据新氧百科，爱美飞终端价格约 400-1000 元/0.75ml，效果维持在 8-10 个月定位 90 后消费群体主打高性价比，适合入门选择。

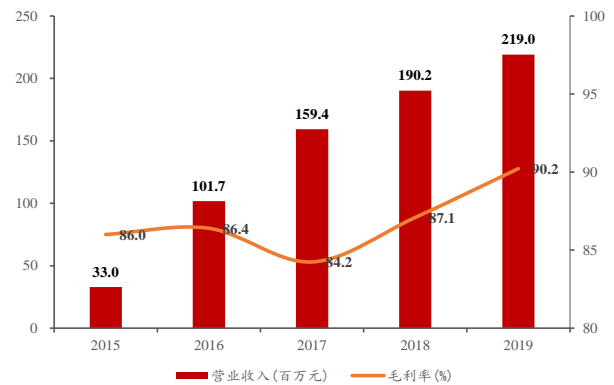
**爱芙莱 15-19 年营收持续增长，复合增速为 60.5%。**含利多卡因的玻尿酸注射产品提升了消费者注射过程的舒适度，易被更大范围的消费者所接受，故爱芙莱销售收入从 15 年 0.33 亿元稳定增长至 19 年 2.2 亿元。近两年爱芙莱毛利率不断攀升，主要是 18 年随着生产规模扩大，原材料价格下降使得单位成本下降 20.7%，另外公司 2019 年起变更为使用简易办法征收，增值税税率自 16% 降至 3%，含税价格稳定使得不含税价格上升，同时原材料成本下降、规模效应等导致单位成本下降，提高了毛利率水平。爱美飞 19 年新推出尚处于推广期，19 年销售规模相对较小仅 488 万元。

图 38：爱美莱生产工艺流程图



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

图 39：15-19 年爱美莱营收持续增长，复合增速为 60.5%



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

### (5) 逸美及其升级产品逸美一加一：复合注射材料

逸美于 09 年上市，是国内首款复合注射材料，适用范围为额部及鼻唇部，14-19 年营收从 5140 万元下降至 208 万元，营收占比逐年缩小。主要系 17 年公司推出其升级款逸美一加一，在原本多组分复合仿基质水胶技术基础上加入了固液渐变互穿交联技术，且植入层次由“皮肤真皮深层-皮下浅层”变为“皮肤皮下浅层-深层”。逸美一加一 19 年收入达 2079 万元，同比增长 36%，上市以来毛利率维持在 96% 的高位水平。

### (6) 其他产品：主要包括化妆品和手持式微量注射枪

**化妆品：**主要为逸美补水修复面膜和嗨体盈润修护颈膜等，2020H1 面膜和颈膜等实现营收 306 万元，同比增长约 600%。根据“嗨体天猫旗舰店”，公司目前上线嗨体颈膜+护理眼膜+术后修护面膜+修复冷敷贴。依据产品详情页面，嗨体颈膜与嗨体玻尿酸注射产品可以搭配使用，医美机构注射完嗨体后会推荐消费者敷嗨体颈膜，以促进针眼闭合修复和后续保养；嗨体术后修护面膜建议在特殊美容后使用，以缓解肌肤不适。**手持式微量注射枪：**可以搭配公司皮肤褶皱修复产品使用，以提升注射效果，收入体量较低，2019 年收入仅 33 万元。

表 8：天猫嗨体旗舰店产品一览

品名	批准文号	功效/症状
盈润修护颈膜	粤 G 妆网备字 2020126012	深层滋养，焕亮嫩白，抚平细纹，舒敏修护
舒缓复颜眼膜	粤 G 妆网备字 2020137824	抚平眼周纹，淡退黑眼圈，改善浮肿眼袋
美肌透明质酸修护面膜	京 G 妆网备字 2020000623	术后修护，肤色暗沉，干燥粗糙，屏障受损
润养修复医用冷敷贴	沪奉械备 20180196	晒后肌肤损伤，激光束后，痤疮，泛红干燥

资料来源：天猫，浙商证券研究所

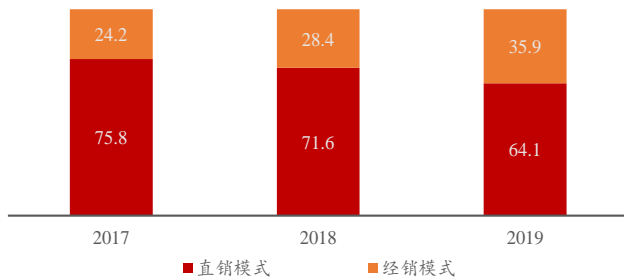
## 3.2. 渠道：直销为主、经销为辅的模式牢牢把握客户资源

爱美客采取直销和经销相结合的销售方式，直销为主，经销为辅，形成高效、稳定的销售网络。1) 直销模式占主导地位，19 年营收为 3.6 亿元占比 64%。其中来源于非公立医疗机构达 3.56 亿元，由于医疗美容偏向于消费性，且民营资本充分竞争，因此非公立医疗机构是其主要服务主体。2) 16-19 年经销占比由 10% 提升至 36%。由于下游医疗机构数量众多且较为分散，为了更好地开拓客户，爱美客在部分地区采用买断式经销的模式进行销售，19 年来源于经销模式的收入为 2 亿元。在终端销售模式上，直销和经销

模式毛利率基本持平，直销模式更易于掌控市场价格和客户需求，经销模式可增强产品知名度，且覆盖面广，触达客户多，爱美客销售渠道日渐完善。

**经销模式环节较少，多数情况下不存多级经销商。**经销模式下，公司将产品销售至经销商，向其开具一张发票，大部分经销商直接销售至医疗机构，再开具一张发票，经销商负责产品配送，属于“两票制”。公司销售模式完全契合医药流通体制改革方向，不存在因“两票制”推行导致发行人无法通过经销模式销售从而经营业绩大幅下滑的风险。

图 40：经销模式下收入占比不断扩大



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

表 9：直销和经销模式下毛利率基本持平

销售模式	2017		2018		2019	
	营业收入 (百万元)	毛利率	营业收入 (百万元)	毛利率	营业收入 (百万元)	毛利率
直销模式	168.7	86.6%	229.9	89.9%	357.4	93.0%
公立医疗机构	2.7		3.0		1.8	
非公立医疗机构	165.7		226.6		355.5	
其他	0.3		0.3		0.2	
经销模式	53.8	84.8%	91.1	88.0%	200.3	92.0%
合计	222.5	86.2%	321.0	89.3%	557.7	92.6%

资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

### 3.3. 研发：重视投入和奖励，研发赋能保障新品窗口红利

公司重视研发投入，研发费用率和研发人员占比高于国内行业均值，并设立一系列研发奖励政策，建设积极的研发环境。

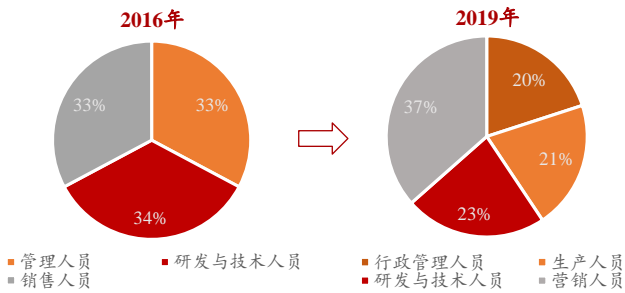
1) 从研发与技术人员占比看，16年占比超过1/3，与管理及销售人员基本持平。2019年公司研发及技术人员共计72人，人数占比23%，占比虽有所下降，但明显超过国内其他玻尿酸龙头。

2) 从研发费用占比看，16-19年研发费用不断升高，研发费用占营收比例有所下降是公司收入近年来增速过快导致。19年爱美客研发费用率8.7%，17-19年研发费用率保持较为稳定且略高于国内可比公司均值，处于行业合理平均水平。

3) 从研发奖励政策看，公司研发及生产技术人员涵盖生物工程、高分子化学与物理、制药工程等专业，具有丰富的行业研发经验。其中核心技术人员均在员工持股平台中持股，近两年核心技术人员未发生变动。此外，公司对在项目研发中贡献重大的科技人员给予充分的奖励，一方面公司鼓励研发人员在技术领域进行发明创新，对获得发明专利的员工设立奖励；一方面，公司另设有新产品研发奖励，根据具体项目难度、项目研发速度，设置以项目阶段性成果为导向的奖励机制，提高研发工作的积极性。

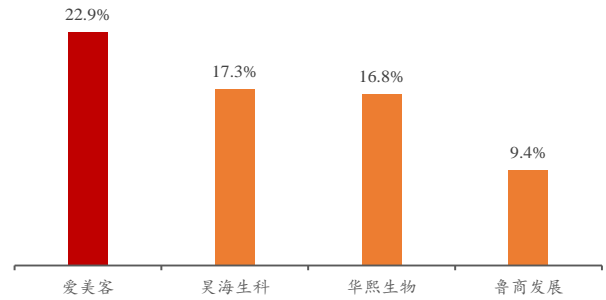
医美是需要长期积累和市场教育的行业，重视研发保障公司先发优势。在医美领域的长期研究和专注使得爱美客可率先推出新产品，新产品研发壁垒高+NMPA审核周期长，在竞争公司推出同类竞品前，爱美客可利用此时间差独占市场，进行市场教育和产品推广，在市场教育成功将品牌与产品功效绑定，例如提及颈纹便想到嗨体，具备先发优势。

图 41：16 年爱美客研发与技术人员占比高达 34%



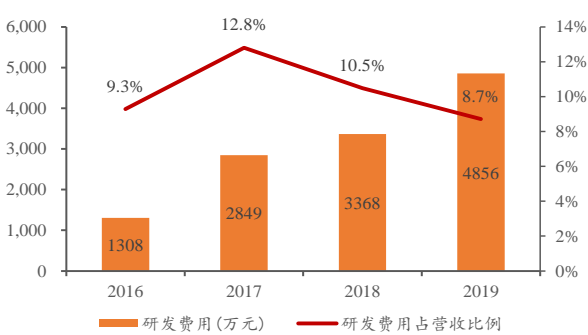
资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

图 42：爱美客研发技术人员占比最高



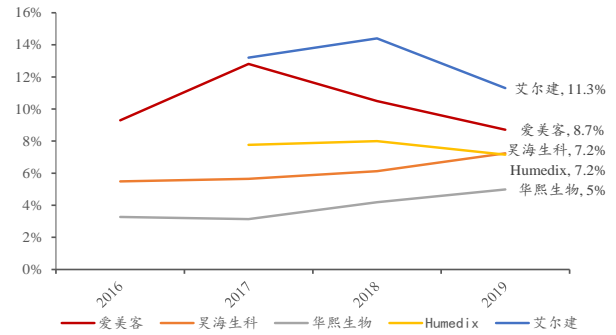
资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

图 43：研发费用不断升高至 19 年 4856 万元



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

图 44：爱美客研发投入占比处于高位



资料来源：Bloomberg，Wind，浙商证券研究所

## 4. 三大业绩增长点，五大在研项目，未来可期

### 4.1. 增长点：行业高增长+乱象回归合规+内循环替代

**增长点 1：医美行业景气度提升，行业增速高前景佳。**

Frost&Sullivan、ISAPS 和新氧大数据等各统计数据均显示医美行业过去 5 年复合增速超过 20%，预计未来 5-10 年仍将维持 15%-25% 的高增长。其中，非手术类医疗美容服务以更低的成本和更小的风险满足了消费者对美的追求，已迎来黄金发展期。

**增长点 2：医美行业监管逐渐完善，水货等向合规产品回归空间大。**

**医美监管正逐步加强。**目前，已实施的主要法律有《医疗机构管理条例》（2016 年修订）、《中华人民共和国执业医师法》（2009 年修订）、《医疗美容服务管理办法》（2016 年修订）、《美容医疗机构、医疗美容科（室）基本标准（试行）》（2002 年）、《美容美发业管理暂行办法》（2002 年）、《关于进一步加强医疗美容管理工作的通知》（2012 年）等。随着行业制度的不断完善，医疗美容机构的经营将更加规范，整体实力稳步提升。近年来，国家卫健委等部门开展了一系列整顿规范医疗美容服务的专项行动。2017 年 5 月，原国家卫计委等 7 部委联合印发《关于开展严厉打击非法医疗美容专项行动的通知》（国

卫办监督函〔2017〕510号), 严厉打击无证行医, 规范医疗美容服务行为; 严厉打击非法制售药品医疗器械; 严肃整治违规医疗美容培训; 严肃查处违法广告和互联网信息。

随着医美监管完善, 医美黑市遭受打击, 新氧大数据显示 2018 年正规市场增速 46%, 水货等市场积极向合规靠拢。二十一世纪以来, 中国越发重视医美行业法律法规的完善与打非整治工作, 结合行业规范、标准制定+打击非法医药制造与医美行动+行业自我监督等多方力量建立综合监督管理体系, 严厉打击医美黑市, 为中国正规医美行业的发展创造良好的社会环境。根据新氧大数据统计, 2018 年中国正规医美市场增速为 46.4%, 高于非合规市场增速 22pct。

图 45: 中国医美行业监管政策逐步完善, 促进非合规市场向正规靠拢



资料来源: 艾瑞咨询, MobData 研究院, 浙商证券研究所

### 增长点 3: 内循环催化, 国产医美产品替代。

目前我国玻尿酸市场仍以国际产品为主, 占比 7 成, 国货产品以差异化突围。根据 Frost&Sullivan 分析, 从增速看, 2014-2018 年, 中国医美注射产品市场中, 国产品牌销售收入增速较快, 复合增长率为 32.2%, 高于同期进口品牌的 18.7%。从销售金额的市占率看, 爱美客+华熙生物+昊海生科三大国货玻尿酸医美龙头, 2016 年-2019 年合计市占率由 20.5%提升至 28.1%, 其中爱美客市占率由 5.7%提升至 14.0%, 华熙生物由提升 7.0%至 8.1%, 昊海生科由 7.8%下滑至 6.0%。爱美客以差异化、创新型产品突围, 是最符合国产医美产品替代逻辑的标的之一。

表 10: 16-19 年主要玻尿酸医美品牌市占率情况, 爱美客市占率+8.3pct

公司	核心品牌	2016	2017	2018	2019	16-19 年
韩国 LG	伊婉	26.8%	26.4%	25.5%	22.6%	-4.2pct
美国 Allergan	乔雅登	16.4%	17.9%	19.4%	19.7%	+3.3pct
韩国 Humedix	艾莉薇	12.7%	13.4%	13.2%	7.6%	-5.1pct
瑞典 Q-Med	瑞蓝	18.4%	14.9%	12.2%	14.5%	-3.9pct
爱美客	嗨体、爱芙莱、爱美飞等	5.7%	7.0%	8.6%	14.0%	+8.3pct
昊海生科	海薇、娇兰、海魅	7.8%	8.2%	7.2%	6.0%	-1.8pct
华熙生物	润百颜、润致	7.0%	5.4%	6.6%	8.1%	+1.1pct
其他	-	5.2%	6.8%	7.2%	7.4%	+2.2pct

资料来源: Frost&Sullivan, 浙商证券研究所

注: 标红为市占率提升

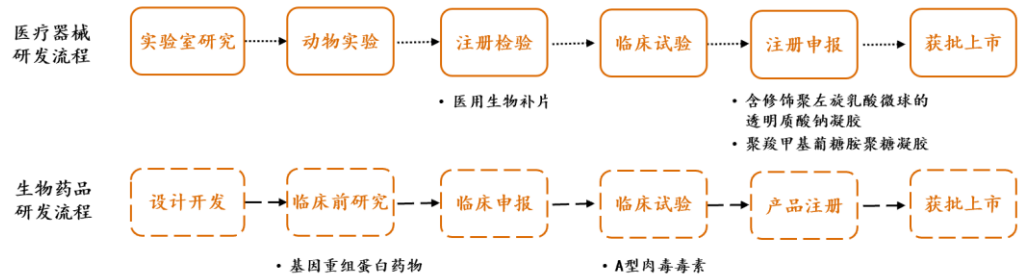


## 4.2. 在研项目：生物医药材料→生物制药，由医美走向大健康

十余载发展历程中，公司始终专注生物医药材料的研发，6大产品均为III类医疗器械，未来将实现肉毒素+基因重组蛋白药物两大生物制药领域的拓展。在研产品中的医用含修饰聚左旋乳酸微球的透明质酸钠凝胶、手术防粘连凝胶、医用生物补片等产品均属于生物医用材料，A型肉毒素、基因重组蛋白药物属于生物制药行业。在研项目是现有产品线的补充和扩展，保障公司长期可持续发展，未来公司将定位医疗美容、外科修复以及代谢疾病治疗等目标市场。

图 46：在研产品包括“透明质酸钠凝胶+医用生物补片+肉毒素等”

产品名称	产品功能及用途	产品类别	研发阶段
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
医用聚羧甲基葡糖胺聚糖凝胶	手术防粘连	III类医疗器械	注册申报
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
A型肉毒素	医疗美容中用于去除动态皱纹等	生物药品	临床试验
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



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

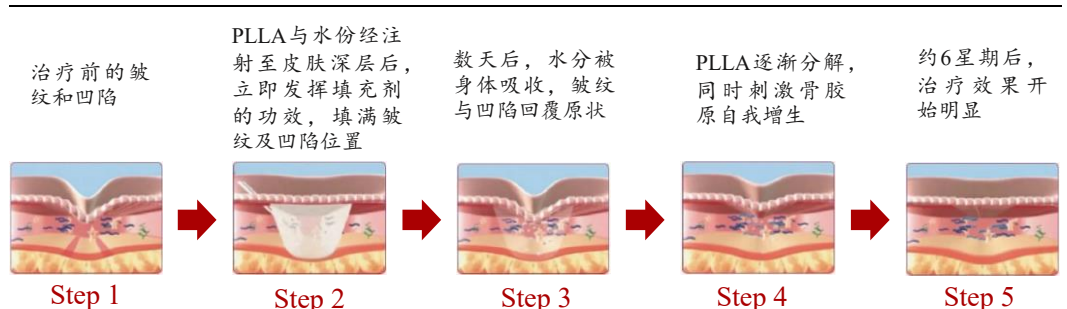
### 4.2.1. 童颜针：填充凹陷重塑肌肤弹性，乱象严重回归合法市场

医用含修饰聚左旋乳酸微球的透明质酸钠凝胶，俗称童颜针，更适合凹陷填充。该产品主要用于皮肤真皮深层及皮下浅层之间褶皱皮肤修复，填补凹陷部位如太阳穴、额头和苹果肌等，改善脸部面容衰老，产品中的聚左旋乳酸微球还可以刺激人体骨胶原再生，使老化的肌肤重新富有弹性。根据新氧 APP 数据，童颜针终端价格为 3000-12000 元/次，通常需进行 2-4 次的注射，效果可维持 2-3 年。

童颜针产品参差不齐，水货和非合规乱象较严重，爱美客童颜针有望享受合规红利。

1) 根据新氧百科，童颜针已在中国港台地区被批准使用，因此新氧 APP 上部分香港医美机构提供童颜针正规注射服务，但受疫情影响存在交通困难。2) 中国大陆地区多数童颜针均只取得 I 类医药器械资质，爱美客童颜针产品（医用含修饰聚左旋乳酸微球的透明质酸钠凝胶）申请 III 类医疗器械并已经进入注册申报阶段，有望最快享受合规红利。

图 47：某品牌童颜针产品作用机制



资料来源：新氧 APP，浙商证券研究所

#### 4.2.2. A 型肉毒素：覆盖医美和康复治疗，与玻尿酸并称医美注射两巨头

肉毒素应用领域覆盖医美、神经系统和泌尿系统等，范围极广。肉毒毒素又称肉毒杆菌毒素，它是由致命的肉毒杆菌分泌而出的细菌毒素，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。根据中国知网相关论文，目前肉毒素由三大应用领域，分别是：1) 美容整形：动态除皱、瘦脸和瘦小腿以及腋窝和手掌部多汗症、切口愈合等。2) 神经系统：面部痉挛、颈部肌张力障碍、原发性头痛、眼睑痉挛等。3) 泌尿系统：可缓解膀胱炎患者的临床症状等。

图 48：肉毒素应用领域覆盖医美、神经系统和泌尿系统

美容整形	神经系统	泌尿系统
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 动态除皱</li> <li>• 咬肌肥大</li> <li>• 要抽</li> <li>• 多汗症</li> <li>• 瘢痕疙瘩</li> <li>• 切口愈合</li> <li>• .....</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 面肌痉挛</li> <li>• 眼睑痉挛</li> <li>• 痉挛型脑瘫</li> <li>• 原发性头痛</li> <li>• 肢体痉挛状态</li> <li>• 流涎症</li> <li>• .....</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 膀胱炎</li> <li>• 膀胱过度活动症</li> <li>• 良性前列腺增生</li> <li>• .....</li> </ul>

资料来源：中国知网，浙商证券研究所

中国正规肉毒素市场 2011-2015 复合增速 27%，目前仅三款产品获 NMPA 批准，仍为竞争蓝海。1) 根据美国透明市场研究 (Transparency Market Research) 公司的数据，2017 年全球肉毒毒素市场规模约为 45 亿美元，预计至 2026 年将达到 87 亿美元，年均复合增长率为 7.6%。相比之下，中国肉毒毒素市场保持高速增长，根据 IMS 样本医院统计数据，2015 年总销量达 1.1 亿元，考虑到总体市场规模约是样本医院的 10 倍，中国正规渠道肉毒毒素市场规模约在 10-15 亿元之间，2011-2015 年年均复合增速为 27%。2) 过去，国家食品药品监管总局仅批准上市了两种注射用 A 型肉毒毒素，分别为兰州生物制品研究所生产的衡力和艾尔建所生产的进口产品 BOTOX 保妥适。2020 年 6 月，第三种肉毒素高德美旗下 Dysport 吉适已获得国家药监局批准，国内肉毒素市场或将形成三足鼎立局面。

合作韩国 Huons 公司，其产品已于 2019 年 4 月在韩国取得产品注册证，国内流程已进入临床试验阶段。本项目合作公司为韩国 Huons，韩国知名制药及医疗器械企业，成立于 1965 年，并于 2006 年在韩国证券交易所上市 (KOSDAQ:084110)，主营业务为药品、医疗器械、化妆品、健康食品等产品的研发、生产和销售，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。根据合作协议，公司作为其 A 型肉毒毒素产品的中国独家经销商，负责在中国开展该产品的临床实验申请和临床试验，并在获批后在中国独家代理销售该产品，代理期间为 10 年。未来，公司肉毒素产品不仅能够享受细分市场高增长红利，而且将扩大肉毒素注射剂正规市场供给与影响力，非法注射乱象有望得到进一步缓解，加速市场规范化转型。

表 11：截至目前我国共注册三款注射用 A 型肉毒毒素产品

注册公司	批准文号/注册证号	产品名称	批准日期	规格	药品成分
兰州生物	国药准字 S10970037	衡力	2015/6/26	50 单位/瓶,100 单位/瓶	活性成分为 A 型肉毒结晶毒素,生产用菌种为产毒力高的 A 型肉毒梭菌 Hall 株,辅料为蔗糖/右旋糖苷/明胶。
Allergan 艾尔建集团	S20171003 S20171004 S20171005	BOTOX 保妥适	2017/7/28	50 单位/支,1 支/盒,2 支/盒 50 单位/支,3 支/盒,6 支/盒 100 单位/支,1 支/盒	活性成分为肉毒杆菌毒素 A,非活性成分为人血白蛋白和氯化钠
IPSEN 益普生集团	S20200016	Dysport 吉适	2020/6/17	300 单位/瓶	活性成分为肉毒杆菌毒素 A,非活性成分为人血白蛋白和乳糖

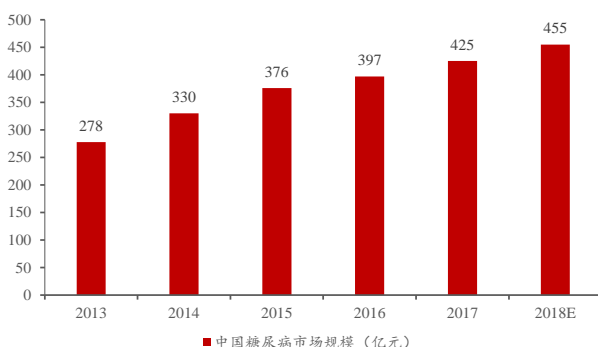
资料来源：国家药品监督管理局，各公司官网，浙商证券研究所

#### 4.2.3. 基因重组蛋白药物：覆盖糖尿病和肥胖症，市场需求大+国产替代趋势

重组蛋白是生物药中蛋白药物的一种，蛋白药物用于治疗人类某些功能蛋白缺陷而引起的疾病。根据新思界发布的《2018-2021 年中国重组蛋白质药物市场前景及可行性研究报告》，2017 年中国重组蛋白质药物的市场规模为 399 亿元，预计 2021 年中国重组蛋白质药物的市场规模达 561 亿元，复合增速为 8.9%。中国重组蛋白质药物的发展时间相对较短，药物的产品种类还有待丰富，在某些细分产品领域对外市场还有较强的依赖性，如重组干扰素的对外依赖度达 60% 以上。未来在国家政策的支持下，中国重组蛋白质药物行业将获得进一步的发展，在细分领域的国产替代空间将不断扩大。

基因重组蛋白药物可用于糖尿病及肥胖症的治疗。据国际糖尿病组织调查，全球糖尿病市场规模持续稳定增长，2017 年全球糖尿病药物市场规模达 775 亿美元，预计 2022 年全球糖尿病市场规模将超 1240 亿美元。其中，中国糖尿病市场规模近年来高速发展，复合增速达 10.4%，2017 年市场规模突破 400 亿元，18 年有望接近 460 亿元。根据 2016 年《柳叶刀》医学杂志发布的《全球成年人体重调查报告》，中国肥胖人口约 8,960 万，已位居世界首位。2015 年 6 月，国家卫生计生委公布的《中国居民营养与慢性病状况报告》显示，全国 18 岁及以上成人超重率为 30.1%，肥胖率为 11.9%。基因重组蛋白用途广，需求大，市场未来是一片蓝海。

图 49：中国糖尿病市场规模复合增速达 10.4%



资料来源：中国产业信息网，浙商证券研究所

图 50：2022 年全球糖尿病市场规模将超 1240 亿美元



资料来源：中国产业信息网，浙商证券研究所

爱美客于在 2016 年成立了控股子公司——诺博特生物，专门研发基因重组蛋白药物。诺博特生物的核心研发人员黄钦恒，不仅曾在塔夫茨大学从事糖尿病研究、教学工作，还曾是辉瑞制药公司的首席研究员、糖尿病并发症研究中心资深顾问，堪称业内顶尖人

才。其他核心技术人员也都具备丰富的研发经验。爱美客计划筹资 1.6 亿元用于“基因重组蛋白研发生产基地建设项目”。预计项目实施第一年就能产出 40 余万支注射药物，带来营收近 1.7 亿元，完全达产后可达 134 万支/年的产能，营收规模将增至 5.5 亿，五年内可以完全达产。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及动物安全性评价，预计将于 2020 年进行产品的临床申报。

## 5. 募投项目分析

本次公开发型不超过 3020 万股，占发行后总股本的比例不低于 25%。预计项目总投资 19.6 亿元，其中募集资金投入 19.3 亿元，募集资金投资项目紧密围绕公司的主营业务，是公司依据未来发展规划做出的战略性安排。

**表 12：募投项目基本情况**

序号	募集资金投资项目	项目投资规模(万元)	募集资金投资(万元)
1	植入医疗器械生产线二期建设项目	19,385	19,140
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	12,954
3	基因重组蛋白研发生产基地建设项目	16,000	16,000
4	注射用 A 型肉毒毒素研发项目	12,000	12,000
5	营销网络建设项目	15,000	15,000
6	智能工业管理平台建设项目	8,000	8,000
7	注射用基因重组蛋白药物研发项目	30,400	30,400
8	去氧胆酸药物研发项目	20,000	20,000
9	补充流动资金项目	60,000	60,000
	合计	196,041	193,494

资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

### 项目一：植入医疗器械生产线二期建设项目

本项目依托于公司自投自建的植入医疗器械生产线一期建设项目所形成的厂房建筑物、车间环境和配套设施，继续投资购置先进生产设备、检测和验证设备以及其他配套设施，形成两条新增的自动化生产线及其配套设施。项目建成后将改善目前的生产条件，提高公司现有各类产品的生产能力和生产效率。本项目总投资规模 1.94 亿元，募集资金投资额约为 1.91 亿元。

### 项目二：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

本项目具体建设内容包含 1 个医用材料创新转化实验室和 1 个医疗器械创新转化实验室及其配套设施，建筑面积总计不低于 4,667.88 平方米。同时，为了配合公司的快速发展，公司利用该项目的部分募集资金投入到新的研发项目，实现医用材料和医疗器械产品的创新与转化，不断提升企业核心竞争力，创造新的利润增长点。本项目预计投资总额约为 1.53 亿元，本次募集资金投资额约为 1.30 亿元。

### 项目三：基因重组蛋白研发生产基地建设项目

本项目规划主要为建设一个基因重组蛋白药物生产车间以及其他辅助设施，将建设符合 GMP 准的基因重组蛋白药物生产中心，主要包括 1 条 2000L 的原液生产线和 1 条配套冻干粉线，及 1 条卡式瓶灌装生产线，同时配套 QC 实验室、仓储区及公用工程等。本项目总投资金额 1.6 亿元。



#### 项目四：注射用 A 型肉毒毒素研发项目

公司已于 2018 年 9 月与韩国 Huons Co., Ltd.公司签订 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，爱美客负责完成该产品在中国的临床试验及注册申请。本项目拟投资 1.2 亿元。

#### 项目五：营销网络建设项目

本项目主要为基于公司现有的销售网络及产品市场特点，加强对国内的市场建设，项目规划在北京、成都、南京、广州、杭州、西安设立六个营销中心，统筹管理公司的营销及销售业务，加强公司的培训服务能力，满足公司快速发展需要。本项目总投资规模 1.50 亿元。

#### 项目六：智能工业管理平台建设项目

本项目将通过配备相关的硬件设备、软件系统及运营人员，为公司所有关键业务建立信息管理平台，优化业务流程，提高公司的管理水平、决策能力和抗风险能力。项目总投资金额 8,000 万元。

#### 项目七：注射用基因重组蛋白药物研发项目

本项目主要为注射用重组基因蛋白生物药的研发，对注射用重组基因蛋白的发酵、纯化等生产工艺构建、工艺放大验证、质量标准确证等作重点研究，完成生物药类产品在动物体内安全有效性及应用于人体内临床 I 到 III 期的有效性及安全性验证研究，以达到向国家药监局递交注册申请的要求。项目总投资额 3.04 亿元。

#### 项目八：去氧胆酸药物研发项目

本项目主要为建立去氧胆酸化药研发平台，对合成去氧胆酸原料药进行工艺放大研究，对去氧胆酸注射剂进行制剂开发和转换、建设产品质量标准平台，完成临床前化学药品药效、药理、毒理研究，完成该产品临床 I 到 III 期试验研究，启动该药物注册申请。项目总投资额 2 亿元。

#### 项目九：补充流动资金项目

公司综合考虑了行业发展趋势、自身经营特点、财务状况以及业务发展规划等是经营情况，拟使用募集资金中的 6 亿元来补充公司流动资金。公司需要通过持续的技术研发投入以保证竞争优势，未来公司为了维持技术优势，可预见公司的技术开发费用会持续增加，公司需要更多的流动资金以应对未来的技术研发的资金需求。

## 6. 盈利预测

由于医疗器械和生物药品在研发和 NMPA 注册审批过程中存在不确定性，项目周期耗时较长，即使顺利过批通常也需要 1-2 年市场教育后才能顺利实现放量。出于保守，2020-2022 年收入预测时重点考虑已过批或已上市产品。如后续新品童颜针获批时间或放量速度超预期，有望增长再提速。

#### 收入端

1) 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 III 类医疗器械产品，填补了颈部皱纹修复领域的空白，2020 年上半年疫情背景下仍实现 58% 的收入增长，预计未来三年保持高增长，预计 2020-2022 年增速分别为 55%、65%、56%。



2) 宝尼达: 是目前仅有的两款获批准的含微球成分用于面部填充的长效产品之一, 经近些年的临床应用, 长效产品逐渐被市场接受, 并且顾客消费观念的改变和消费能力的逐渐提升, 产品需求稳步增长。18-19 年宝尼达同比增速分别为 113%、101%。预计 2020-2022 年增速分别为-3%、37%、28%。

3) 爱芙莱: 国内首款含局部麻醉剂利多卡因的产品, 主打舒缓痛感。近几年增速有所放缓, 增长相对稳定。随着利多卡因竞品出现, 预期增速放缓趋稳。预计 2020-2022 年增速分别为-6%、21%、18%。

4) 爱美飞: 含利多卡因产品, 2019 年开始上市销售属于市场培育期, 预计 2020-2022 年增速分别为-9%、31%、24%。

5) 逸美: 公司第一款医美产品, 销售额和销售额占比逐年下降, 尤其是 2017 年推出其升级款逸美一加一后, 销售额进一步下降。2020 年疫情影响叠加产品下滑趋势, 预计收入持续减少并趋于近乎被完全替代, 预计 2020-2022 年增速分别为-36%、-28%、-37%。

6) 逸美一加一: 2017 年推出的逸美升级产品, 2018 年加大新品推广力度开始放量, 2019 年收入同比再增长 36%。预计 2020 年受疫情影响略下滑, 后续增速逐渐恢复, 预计 2020-2022 年增速分别为-11%、25%、25%。

7) 其他产品: 紧恋, 2019 年 5 月取得 III 类医疗器械注册证的面部埋植线产品, 仍处于市场教育期, 20H1 紧恋产品收入为 41 万元, 收入规模偏小预计后续增速较快; 手持式微量注射枪近几年销售额有所下滑且体量较小, 但化妆品增长较快, 2020H1 面膜和颈膜等实现营收 306 万元, 同比增长约 600%, 部分产品可与医美产品搭配使用, 预计持续放量。

#### 费用端

1) 销售费用: 通常和新品推出节奏挂钩, 2019 年紧恋产品上市、后续童颜针有望获批并开展市场教育, 加之公司在募投项目中提到营销网络建设项目, 计划加强公司销售网络的建设以满足发展需要, 预计销售费用将伴随收入增长, 费用率相对稳定, 2020-2022 年销售费用率分别为 13.5%、13.5%、13.5%。

2) 管理费用: 根据公司历史表现, 预计管理费用率规模效应下稳中有降, 2020-2022 年管理费用率分别为 7.0%、6.0%、5.5%。

3) 研发费用率: 根据公司历史表现和在研项目进展情况, 预计 2020-2022 年研发费用率分别为 8.0%、8.0%、7.5%。

**表 13: 盈利预测拆分**

	2019	2020E	2021E	2022E
<b>嗨体收入</b>	<b>242.6</b>	<b>376.5</b>	<b>622.1</b>	<b>972.4</b>
YOY	224%	55%	65%	56%
销量(万支)	68.8	110.1	180.1	280.1
单支价格(元/支)	353	342	345	347
毛利率	93%	93%	93%	93%
<b>宝尼达收入</b>	<b>67.5</b>	<b>65.3</b>	<b>89.5</b>	<b>115.0</b>
YOY	101%	-3%	37%	28%
销量(万支)	2.7	2.7	3.7	4.9
单支价格(元/支)	2547	2420	2420	2348
毛利率	99%	99%	99%	99%
<b>爱芙莱收入</b>	<b>219.0</b>	<b>206.7</b>	<b>251.0</b>	<b>295.3</b>
YOY	15%	-6%	21%	18%
销量(万支)	70.5	70.0	85.0	100.0
单支价格(元/支)	311	295	295	295
毛利率	90%	90%	90%	90%
<b>爱美飞收入</b>	<b>4.9</b>	<b>4.4</b>	<b>5.8</b>	<b>7.2</b>
YOY	0%	-9%	31%	24%
销量(万支)	1.67	1.6	2.1	2.6
单支价格(元/支)	293	278	278	278
毛利率	91%	91%	91%	91%
<b>逸美收入</b>	<b>2.1</b>	<b>1.3</b>	<b>1.0</b>	<b>0.6</b>
YOY	-63%	-36%	-28%	-37%
销量(万支)	0.3	0.2	0.2	0.1
单支价格(元/支)	700	665	599	539
毛利率	96%	96%	95%	95%
<b>逸美一加一收入</b>	<b>20.8</b>	<b>18.6</b>	<b>23.2</b>	<b>29.0</b>
YOY	36%	-11%	25%	25%
销量(万支)	1.7	1.6	2.0	2.5
单支价格(元/支)	1221	1160	1160	1160
毛利率	96%	96%	96%	96%
<b>其他</b> (化妆品、紧恋、手持式微量注射枪)	<b>0.9</b>	<b>5.7</b>	<b>20.8</b>	<b>50.9</b>
YOY	-34%	547%	265%	145%
毛利率	37%	69%	73%	74%
<b>销售费用率</b>	13.8%	13.5%	13.5%	13.5%
<b>管理费用率</b>	8.6%	7.0%	6.0%	5.5%
<b>研发费用率</b>	8.7%	8.0%	8.0%	7.5%

资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

**投资建议:** 综合考虑, 预计 2020-2022 收入增速分别为 22%、49%、45%, 归母净利润增速分别 27%、47%、45%, 归母净利润分别为 3.9、5.7、8.3 亿元。华熙生物、昊海生科 2020 年 PE 分别为 85、73, 2021 年 PE 分别为 63、47 倍。爱美客聚焦医美赛道, 在盈利能力、产品差异化和稀缺性、以及项目储备方面均可圈可点, 预计 21 年估值领先于行业, 给予增持评级。

**表 14：可比公司估值比较**

上市公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
		2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
爱美客	409	3.1	3.9	5.7	8.3	134	105	71	49
华熙生物	595	5.9	7.0	9.5	12.5	102	85	63	48
昊海生科	200	3.7	2.7	4.3	5.4	54	73	47	37

资料来源：Wind，浙商证券研究所预测

## 7. 风险提示

### 1) 市场竞争加剧的风险

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，在国内市场具有一定的先发优势。近年来医疗美容市场的需求快速增长，公司所处行业发展前景向好，主导产品行业平均毛利率水平较高，吸引多家企业通过自主研发或者兼并收购的方式进入国内市场，行业竞争将逐渐加剧，具体表现为研发注册、工艺技术、产品质量、产品价格、市场营销和服务、优秀人才等多方面的竞争。如果公司无法妥善应对市场新进入者的竞争，公司的经营业绩可能无法保持增长趋势。

### 2) 业务资质和产品注册批件无法按时办理续期风险

公司所处行业属受严格监管行业，主营业务开展需取得药监部门的批准，需取得医疗器械生产许可证、医疗器械经营许可证等业务资质，生产相关产品也需取得相关产品的注册批件。报告期内公司及子公司未出现因自身原因导致业务资质和/或产品注册批件无法按期办理续期或相关业务资质和/或产品注册批件过期仍违规开展业务和/或生产的情况。若公司及子公司未能如期取得相关经营资质和/或产品注册批件，将导致公司及子公司不能继续生产或经营相关产品，对公司的持续经营会造成不利影响。

### 3) 公司综合毛利率下降的风险

报告期内，公司凭借研发技术、营销服务、品牌形象等优势保持了较高的毛利率水平。报告期各期，公司综合毛利率分别为 86.15%、89.34%和 92.63%。随着下游行业发展前景向好，市场容量进一步扩大，将吸引更多企业进入，行业竞争也随之加剧，公司综合毛利率水平存在下降的风险。

### 4) 下游客户和行业风险

公司下游客户众多，不能完全排除部分经销商在销售、推广公司产品及部分医疗机构及其执业医师在使用公司产品过程中可能存在不符合公司合规经营管理体系或相关法律法规的行为，这可能会影响公司的品牌形象。此外，部分媒体会出现公司所在行业下游客户的负面报道，不论上述报道是否属实或者经过确证，均可能影响消费信心，包括公司在内的行业上游厂家会因此受到不利影响。

### 5) 其他风险：例如产能扩张风险、产品结构相对单一风险、税收优惠变化风险等。

## 表附录：三大报表预测值

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>565</b>	<b>4,225</b>	<b>4,555</b>	<b>5,047</b>	<b>营业收入</b>	<b>558</b>	<b>679</b>	<b>1,013</b>	<b>1,470</b>
现金	506	4,149	4,453	4,906	营业成本	41	52	79	116
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	4	7	10	15
应收账款	15	17	30	38	营业费用	77	92	137	199
其它应收款	2	4	6	9	管理费用	48	48	61	81
预付账款	5	6	10	13	研发费用	49	54	81	110
存货	23	29	37	60	财务费用	-2	-12	-21	-23
其他	14	20	20	20	资产减值损失	0	0	0	-1
<b>非流动资产</b>	<b>179</b>	<b>348</b>	<b>494</b>	<b>681</b>	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	7	5	5	5
长期投资	0	14	14	14	其他经营收益	3	3	3	3
固定资产	151	246	339	522	<b>营业利润</b>	<b>350</b>	<b>445</b>	<b>674</b>	<b>979</b>
无形资产	11	15	18	21	营业外收支	1	1	1	1
在建工程	0	50	100	100	<b>利润总额</b>	<b>351</b>	<b>446</b>	<b>675</b>	<b>980</b>
其他	18	22	23	24	所得税	53	67	102	148
<b>资产总计</b>	<b>744</b>	<b>4,573</b>	<b>5,049</b>	<b>5,729</b>	<b>净利润</b>	<b>298</b>	<b>379</b>	<b>573</b>	<b>832</b>
<b>流动负债</b>	<b>67</b>	<b>77</b>	<b>107</b>	<b>135</b>	少数股东损益	-8	-10	-15	-15
短期借款	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>306</b>	<b>389</b>	<b>573</b>	<b>832</b>
应付款项	7	13	18	29	EBITDA	367	451	668	981
预收账款	10	9	13	20	EPS (最新摊薄)	3.39	3.23	4.77	6.93
其他	50	54	76	87	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	<b>14</b>	<b>20</b>	<b>24</b>	<b>30</b>		<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
长期借款	0	0	0	0	<b>成长能力</b>				
其他	14	20	24	30	营业收入	73.7%	21.7%	49.3%	45.1%
<b>负债合计</b>	<b>81</b>	<b>96</b>	<b>131</b>	<b>165</b>	营业利润	144.4%	27.0%	51.5%	45.3%
少数股东权益	4	-6	-21	-36	归属母公司净利润	148.7%	27.2%	47.5%	45.2%
归属母公司股东权益	659	4,483	4,939	5,600	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	<b>744</b>	<b>4,573</b>	<b>5,049</b>	<b>5,729</b>	毛利率	92.6%	92.3%	92.2%	92.1%
					净利率	53.4%	55.8%	56.6%	56.6%
					ROE	57.2%	15.1%	12.2%	15.9%
					ROIC	46.0%	8.4%	11.2%	14.5%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	10.9%	2.1%	2.6%	2.9%
					净负债比率	12.2%	2.2%	2.7%	3.0%
					流动比率	8.4	55.1	42.6	37.3
					速动比率	8.0	54.6	42.1	36.8
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.9	0.3	0.2	0.3
					应收帐款周转率	42.8	40.0	40.0	40.0
					应付帐款周转率	2.9	5.0	5.0	5.0
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	3.39	3.23	4.77	6.93
					每股经营现金	3.44	3.01	4.64	6.73
					每股净资产	7.32	37.29	41.09	46.59
					<b>估值比率</b>				
					P/E	133.8	105.2	71.3	49.1
					P/B	62.0	9.1	8.3	7.3
					EV/EBITDA	110.1	81.5	54.5	36.7

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>