

医药生物

2020年09月29日

# N 爱美客 (300896)

## ——医美终端玻尿酸龙头，创新先导造就民族品牌

报告原因：首次覆盖

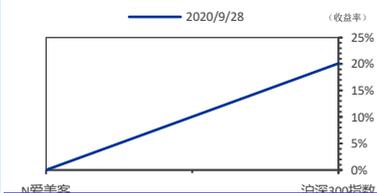
### 增持 (首次评级)

市场数据:	2020年09月29日
收盘价(元)	342.4
一年内最高/最低(元)	366.2/311
市净率	38.2
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	8905
上证指数/深证成指	3224.36/12900.70

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2020年06月30日
每股净资产(元)	8.96
资产负债率%	7.21
总股本/流通A股(百万)	120/26
流通B股/H股(百万)	-/-

#### 一年内股价与大盘对比走势:



#### 相关研究

#### 证券分析师

王立平 A0230511040052  
wanglp@swsresearch.com

#### 联系人

戎姜斌  
(8621)23297818×转  
rongjb@swsresearch.com

#### 投资要点:

- **公司是国内透明质酸钠产品龙头企业。1) 专注于透明质酸钠产品，横向拓展面部埋植线、肉毒、童颜针等多品类。**公司于2004年6月9日成立，主要从事生物医用软组织修复材料的研发和商业化应用。目前公司已拿到“5+1”款产品获批III类医疗器械注册证书，未来横向拓展面部埋植线、肉毒、童颜针等品类，进一步夯实公司在软组织修复领域的龙头地位。**2) 收入及利润规模高速增长，毛利率、净利率领跑行业。**收入由17年的2.2亿元增至19年的5.6亿元，CAGR为58.3%；归母净利润由17年的0.8亿元增至19年3.1亿元，CAGR为92.8%。公司19年毛利率为92.6%，净利率为53.4%，领跑行业。
- **中国医美市场前景广阔，未来行业主要受益于渗透率的提升及监管的趋严。1) 医美市场高速增长，中国医美渗透率低提升空间大。**我国是全球医美市场第二大国，市场规模保持两位数增长，高于全球增速；但渗透率低，仅为韩国的1/6、美国的1/4，随着人均消费水平提高、医美观念改善，市场成长潜力有望进一步释放。此外，监管趋严有利于正规品牌厂家持续成长。**2) 医美产业链中，上游技术壁垒较高，盈利能力最强。3) 结构来看，轻医美更受青睐，其中注射类项目玻尿酸、肉毒占比最高。**我国非手术类项目占比高，增速快，其中入门级医美注射类项目玻尿酸、肉毒产品最受求美者欢迎。**国产注射级玻尿酸品牌市占率逐渐提高，按销量看爱美客市占率最高(26.5%)，按销售额国际品牌市占率高于国产品牌，但国内品牌市占率不断提升。肉毒素管制严格，国内市场呈寡头垄断格局。**国内仅三款肉毒产品经过NMPA认证，市场高度集中。
- **研发技术构筑公司护城河，新品及渠道渗透助公司持续增长。1) 公司拥有完善的产品矩阵，在不同的注射部位、维持时间、价格带、注射功效及体验中都有不同的产品布局，且产品走差异化之路，有别于竞品的“纯玻尿酸(玻尿酸+交联剂)”成分，产品力强推动品牌力不断提升。2) 前瞻性产品规划布局，多个产品取得市场首发注册证，先发优势明显。**由于三类医疗器械、生物药品注册证申请周期在3-4年以上，公司产品首个取得注册证意味着不论是在品牌的建设、还是渠道的积累上都具有较强的优势。**3) 研发技术驱动产品发展，在研项目储备丰富。**公司共拥有37项专利，其中包括20项发明专利。公司建立生物可降解新材料北京市工程实验室，自主研发5项核心技术，并将其应用于公司核心产品。公司在研项目丰富，将研发产品线由医美扩大至大健康领域，实现横向与垂直拓展的产品结构。4) 产品+服务一站式服务，为下游医疗机构赋能。
- **爆品在手+新品推出+渠道渗透，共同助力公司持续增长。1) 公司拥有国内首款针对颈纹修复产品嗨体，预计未来3年内市场没有竞品，其销售将继续保持高速增长。2) 公司近几年推出多款新产品，包括国内首款面部埋植线产品“紧恋”，国内首款专门用于治疗泪沟及黑眼圈的嗨体新成员“熊猫针”等。备受消费者喜爱的“童颜针”产品预计将于今年年底或明年年初获批，取得后将成为国内首个获得三类医疗器械注册证的童颜针产品，有望收割国内不合规童颜针产品市场，成为下一个大单品。3) 根据艾瑞咨询，19年中国具备医疗美容资质的机构约1.3万家，而公司截至19年末客户数量为1503家，占比不到12%，即使加上经销商覆盖的中小医美机构，公司未来仍有较大的加密覆盖终端网点的空间。**
- **爱美客是国内医美终端玻尿酸龙头，首次覆盖，给予增持评级。**医美行业发展空间广阔，未来随着渗透率的提升及监管趋严，上游合规耗材器械公司将充分受益。爱美客作为国内医美终端玻尿酸龙头，以研发技术为导向，产品定位差异化且矩阵完善，前瞻性布局产品加较强的过证能力，先发优势明显。公司拥有大爆品“嗨体”，且近几年有多款新产品发布，此外公司在覆盖终端网点上也有较大提升空间。预计20-22年公司分别实现归母净利润4.1/6.3/9.5亿元，对应PE为100/65/43，考虑到公司目前peg水平为2.2，可比公司peg水平在3.3-5.6区间，由于注射类玻尿酸竞争激烈导致的不确定性，我们保守考虑，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**注射类透明质酸钠产品竞争激烈；在研项目延期推出；业务资质和产品注册批件无法按时续期。

#### 财务数据及盈利预测

	2019	2020H1	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	558	242	734	1,217	1,884
同比增长率(%)	73.7	0.7	31.7	65.7	54.8
归母净利润(百万元)	306	147	411	627	945
同比增长率(%)	148.7	14.6	34.5	52.6	50.8
每股收益(元/股)	3.39	1.64	3.42	5.22	7.87
毛利率(%)	92.6	90.2	92.2	92.2	92.3
ROE(%)	46.4	18.3	8.9	11.9	15.2
市盈率	134		100	65	43

注：“市盈率”是指目前股价除以每年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE



申万宏源研究微信服务号

## 投资案件

### 投资评级与估值

爱美客是国内医美终端玻尿酸龙头，首次覆盖，给予增持评级。医美行业发展空间广阔，未来随着渗透率的提升及监管趋严，上游合规耗材器械公司将充分收益。爱美客作为国内医美终端玻尿酸龙头，以研发技术为导向，产品定位差异化且矩阵完善，前瞻性布局产品加较强的过证能力，先发优势明显。公司拥有大爆品“嗨体”，且近几年有多款新产品发布，此外公司在覆盖终端网点上也有较大提升空间。预计 20-22 年公司分别实现归母净利 4.1/6.3/9.5 亿元，对应 PE 为 100/65/43，考虑到公司目前 peg 水平为 2.2，可比公司 peg 水平在 3.3-5.6 区间，首次覆盖，给予“增持”评级。

### 关键假设点

预计爱芙莱 20-22 年销量同比提升 5/15/12%，出厂价分别为 305/310/308 元/支。由于嗨体在目前国内市场没有竞品，预计嗨体 20-22 年销量保持高速增长，销量同比提升 65/80/75%，出厂价稳定在 353 元/支。由于宝尼达定位畅销玻尿酸注射产品，目前国内市场中只有一款为竞品，预计宝尼达 20-22 年销量同比提升 15/40/40%，出厂价稳定在 2548 元/支。童颜针预计于 21 年上市，上市后将作为国内首款获得三类医疗器械注册证的童颜针产品，由于前期童颜针已在国内市场中有消费者基础，所以参考嗨体上市第二年后的收入规模，预计 21-22 年收入分别为 8500 万元/1.28 亿元。

我们预计，公司 20/21/22 年营收增长 32%/66%/55%至 7.3 亿元/12.2 亿元/18.8 亿元，毛利率高位稳定在 92%。

费用率方面：受疫情影响公司销售费用率预计 20 年保持相对稳定在 13.5%，21/22 年公司由于有新品上市，预计销售费用率有所提升，预计 2021/2022 年销售费用率为 16%。预计 2020/2021/2022 年管理费用率分别为 8%/9%/9%，研发费用率分别为 8%/9%/10%。

### 有别于大众的认识

市场认为医美终端玻尿酸产品目前属于红海市场，市场竞争激烈，未来公司有毛利率下滑风险。我们认为，公司产品走差异化路线，产品矩阵全面。有别于目前市面上“纯玻尿酸”（玻尿酸+交联剂）产品，公司产品主打玻尿酸复合溶液。此外，公司推新能力强，通过较快的推出差异化定位的新品可以使得公司稳定在较高的毛利率水平。

市场认为医美行业监管不严，行业野蛮成长阻碍公司发展。我们认为医美行业已过行业野蛮发展阶段，2014 年起国家和各监管机构每年都发起打击非法医美活动，监管体系不断完善。公司作为国内医美终端玻尿酸产品龙头，有望充分受益监管趋严释放的产品空间。

### 股价表现的催化剂

公司新产品紧恋、童颜针表现超预期；肉毒素拿证时间早于预期；终端网点数量覆盖速度超预期。

### 核心假设风险

注射类透明质酸钠产品竞争激烈；在研项目延期推出；业务资质和产品注册批件无法按时续期。

## 目录

<b>1. 注射类透明质酸钠产品行业龙头</b>	<b>8</b>
1.1 国内注射类透明质酸钠产品领航者，先发优势突出	8
1.2 营收及净利润快速增长，期间费用率下降显著	9
1.3 股权结构集中，股权激励保障团队稳定	13
<b>2. 医美市场潜力巨大，玻尿酸高速增长</b>	<b>15</b>
2.1 千亿级医美市场，渗透率提升空间大	15
2.2 行业上游技术壁垒高，盈利能力最强	20
2.3 轻医美备受青睐，注射类玻尿酸最受欢迎	22
2.4 透明质酸市场发展迅猛，国产品牌市占率逐渐提高	23
2.5 肉毒素市场高速增长，国内呈寡头垄断格局	28
<b>3. 研发创新为导向，造就国民品牌</b>	<b>30</b>
3.1 产品矩阵完善，行差异化之路	30
3.2 前瞻性产品战略布局，先发优势明显	36
3.3 研发实力雄厚，在研项目储备丰富	40
3.4 提供产品加服务一站式解决方案，加速终端网点布局	43
<b>4. 财务分析：控费良好，周转高效，盈利能力强劲</b>	<b>46</b>
4.1 收入稳定增长，净利润增速过百	46
4.2 毛利率高于行业均值	46
4.3 控费良好，费用率低于行业可比公司	47
4.4 运营高效，周转能力优于可比公司	48
4.5 盈利能力强劲，高净利率助推 ROE 逐年上升	49
<b>5. 盈利预测与估值</b>	<b>50</b>
<b>6. 风险提示</b>	<b>52</b>

## 图表目录

图 1: 爱美客发展历程 .....	8
图 2: 19 年营收同比+73.7%至 5.6 亿元 .....	9
图 3: 19 年归母净利润同比+148.7%至 3.1 亿元.....	9
图 4: 19 年爱芙莱、嗨体营收占比 82.8%.....	9
图 5: 公司各产品营业收入规模及增速 .....	9
图 6: 19 年注射类透明质酸钠产品毛利率均超过 90% .....	10
图 7: 直销为主, 经销占比不断上升 .....	10
图 8: 19 年经销模式营业收入+119.8%至 2.0 亿元 .....	10
图 9: 直销毛利率略高于经销毛利率 .....	11
图 10: 19 年华东区域销售收入占比 42.6%.....	11
图 11: 毛利率较为稳定, 净利率不断提升 .....	12
图 12: 19 年公司期间费率下降 .....	12
图 13: 公司发行前股权结构示意图.....	13
图 14: 18 年全球医美市场同比+7.9%至 1357 亿美元.....	15
图 15: 19 年中国医美市场同比+18.0%至 1436 亿元.....	15
图 16: 中国医美市场目前处于发展期 .....	16
图 17: 19 年中国医美渗透率仅 3.6%.....	16
图 18: 中国公众超 6 成对医美持接受态度 .....	16
图 19: 2018 年各国每千人诊疗次数 .....	17
图 20: 25-35 岁人群为中国医美消费主力军 .....	17
图 21: 医美消费人群月收入在 5k-10k 者居多.....	17
图 22: 不同年龄阶段医美需求及年均消费 .....	18
图 23: 中国医美乱象.....	18
图 24: 中国医美市场监管机构.....	19
图 25: 医疗美容产业链各环节毛利率 .....	20
图 26: 2019 年中国医美机构类型及占比 .....	21
图 27: 医美机构竞争格局.....	21
图 28: 2018 年新氧广告收入占比 67.3% .....	21
图 29: 2018 年医美平台市占率 (按医美平台收入) .....	21

图 30: 中国医美市场细分市场占比.....	22
图 31: 中国手术类医美与非手术类医美市场规模.....	23
图 32: 19 年中国非手术注射类项目市场规模同比+20.2%至 309 亿元.....	23
图 33: 中国医美总疗程中非手术注射占比过半.....	23
图 34: 2018 年注射类项目占比及增速.....	23
图 35: 玻尿酸填充原理.....	23
图 36: 不同分子量透明质酸产品填充部位.....	24
图 37: 不同功效下较受欢迎的玻尿酸品牌和产品.....	25
图 38: 2014-2019 年中国医美类透明质酸终端产品市场规模.....	27
图 39: 2019 年中国医美透明质酸产品市场按销量占比.....	27
图 40: 中国医美透明质酸产品市场按销售额占比 (按入院价).....	27
图 41: 肉毒素除皱原理.....	28
图 42: A 型肉毒毒素 150kDa 的核心神经毒素的分子结构.....	28
图 43: 中国肉毒毒素市场规模及增速.....	29
图 44: 肉毒市场竞争格局二分天下.....	29
图 45: 中国注射类项目中肉毒占比低于其他国家.....	30
图 46: 2020 年中国 48.4% 用户注射非法肉毒 (红色为非法肉毒).....	30
图 47: 爱美客产品矩阵示意图.....	30
图 48: 复合玻尿酸及普通玻尿酸满足差异化需求.....	31
图 49: 国内市场含利多卡因注射类玻尿酸产品及注册时间一览表.....	33
图 50: 酶体作用原理示意图.....	34
图 51: 酶体眼周逆龄针技术全新升级方案.....	34
图 52: 宝尼达作用原理.....	35
图 53: 医疗器械研发注册流程在 3 年以上.....	36
图 54: 生物药品研发注册流程.....	37
图 55: 童颜针作用原理.....	37
图 56: 童颜针治疗部位.....	38
图 57: 公司共拥有 37 项专利, 其中 20 项为发明专利.....	40
图 58: 14-19 年公司研发费用 CAGR 达 61.4%.....	42
图 59: 公司研发费用率略高于可比公司均值.....	42
图 60: 从产品到服务全面解决方案.....	43

图 61: 19 年人均创收 485.0 万/人 .....	45
图 62: 公司销售费用率逐年下降 .....	45
图 63: 19 年营收同比+73.7%至 5.6 亿元 .....	46
图 64: 19 年归母净利润同比+148.7%至 3.1 亿元.....	46
图 65: 同行业毛利率对比.....	47
图 66: 同行业期间费用率对比.....	47
图 67: 同行业公司销售费用率对比.....	48
图 68: 同行业公司管理费用率对比.....	48
图 69: 同行业公司研发费用对比 .....	48
图 70: 同行业公司研发费用率对比.....	48
图 71: 同行业公司存货周转天数对比 .....	49
图 72: 同行业公司应收账款周转天数对比 .....	49
图 73: 同行业公司 ROE 对比 .....	49
图 74: 同行业公司净利率对比.....	49
表 1: 公司主要产品情况 (产品类别: III类医疗器械) .....	8
表 2: 公司 IPO 前后股东及股份变化 .....	13
表 3: 知行军员工持股平台.....	14
表 4: 客至上员工持股平台.....	14
表 5: 医美相关政策法规及行动.....	19
表 6: 单/双相交联透明质酸产品特点 .....	24
表 7: 国内通过 NMPA 认证的透明质酸钠填充产品.....	26
表 8: 截止 2020 年 6 月中国仅三款注射用肉毒毒素获 NMPA 批准 .....	29
表 9: 爱美客注射类透明质酸钠产品一览表 .....	31
表 10: 可比公司产品对比 .....	32
表 11: 童颜三大剂型对比: 童颜针、童颜水凝、童颜线 .....	38
表 12: 童颜针品牌大全, 均无国内 III 类医疗器械注册证 .....	39
表 13: 国内肉毒毒素产品在审情况.....	40
表 14: 公司核心技术具体情况及对应专利数量 .....	41
表 15: 公司主要在研项目一览表 .....	42
表 16: 公司合作研发项目情况 .....	42

表 17: 公司核心研发团队背景介绍.....	43
表 18: 2017-2019 年公司客户数量不断增加 .....	44
表 19: 19 年公司前五大客户营收占比为 15.4%, 集中度较低 .....	44
表 20: 爱美客盈利预测表 .....	51
表 21: 可比公司估值表 .....	52

# 1. 注射类透明质酸钠产品行业龙头

## 1.1 国内注射类透明质酸钠产品领航者，先发优势突出

国内生物医用软组织修复材料领域领先企业，专注修复面、颈部褶皱皮肤。1) 爱美客技术发展股份有限公司成立于 2004 年 6 月 9 日，主要从事生物医用软组织修复材料的研发和商业化应用，具有丰富的医疗器械研发及产业化经验。2) 公司自主研发的产品主要针对面部、颈部褶皱皮肤的修复，已成功推出注射类透明质酸钠系列产品及二氧环己酮面部埋植线等 6 款产品，主要面向医疗机构的整形外科、美容外科及皮肤科等。

图 1：爱美客发展历程



资料来源：公司官网，公司招股说明书，申万宏源研究

“5+1”款产品获批 III 类医疗器械注册证书，构建先发优势。1) 截止 2019 年 12 月 31 日，公司已拥有五款注射用透明质酸钠系列产品 III 类医疗器械注册证书，为国内同类产品注册证最多的企业，五款产品在配方成分、注射部位、注射功效及体验存在差异，满足不同求美者的细分需求；2) 2019 年 5 月，公司获得国内首款面部埋植线 III 类医疗器械注册证书，构建面部埋植线先发优势，有望进一步拓宽公司产品矩阵，增厚公司利润。

表 1：公司主要产品情况（产品类别：III 类医疗器械）

产品名	图示	获批时间	适用范围	备注	19 年销售收入及占比 (百万元)
逸美 (医用羟丙基甲基纤维素-透明质酸钠溶液)		2009.01	额部、鼻唇部	国内首款透明质酸类注射填充剂	2.1 (0.4%)
宝尼达 (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)		2012.10	额部、鼻唇部	国内首款含 PVA 微球的透明质酸钠注射填充剂	67.5 (12.1%)

爱芙莱 (注射用修饰透明质酸钠凝胶)		2015.04	鼻唇沟	国内首款含利多卡因的透明质酸钠注射材料, 缓解疼痛	219.0 (39.3%)
爱美飞 (注射用修饰透明质酸钠凝胶)		2015.04	鼻唇沟	含利多卡因的透明质酸钠注射材料, 缓解疼痛	4.9 (0.9%)
Hearty 嗨体 (注射用透明质酸钠复合溶液)		2016.12	颈部	国内首款用于修复颈纹的复合注射材料	242.6 (43.5%)
逸美一加一 (医用透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶)		2016.12	额部、鼻唇沟	新型针对褶皱皮肤修复的复合注射材料	20.8 (3.7%)
紧恋 (聚对二氧环己酮面部埋植线)		2019.05	鼻唇沟	国内首款面部埋植线产品	-

资料来源: 公司官网, 公司招股说明书, 申万宏源研究

## 1.2 营收及净利润快速增长, 期间费用率下降显著

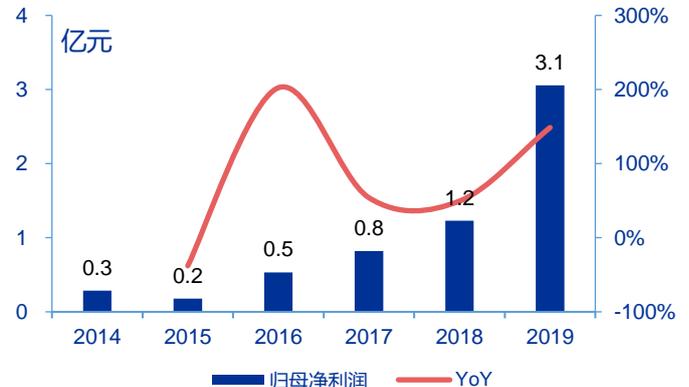
营业收入规模快速增长, 19 年归母净利润增速过百。公司 14-19 年营业收入由 0.8 亿元增至 5.6 亿元, 复合增速达 49.3%, 19 年同比增长 73.7%; 14-19 年归母净利润由 0.3 亿元增至 3.1 亿元, 复合增速达 60.8%, 受益于销售额增加及成本控制得当, 19 年归母净利润同比增长 148.7%。

图 2: 19 年营收同比+73.7%至 5.6 亿元



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 3: 19 年归母净利润同比+148.7%至 3.1 亿元



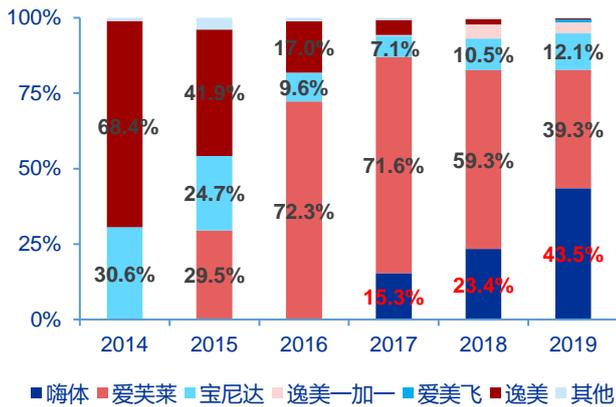
资料来源: Wind, 申万宏源研究

从产品角度看, 爱芙莱、嗨体营收占比超 80%, 注射类透明质酸钠产品毛利率均超过 90%。

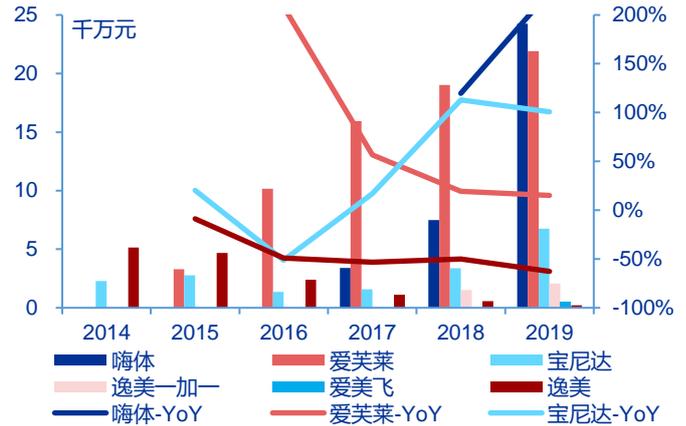
1) 产品收入上, 注射类透明质酸钠产品嗨体、爱芙莱、宝尼达 19 年营业收入占比分别为 43.5%、39.3%、12.1%。其中国内首款含减痛配方利多卡因的注射类透明质酸钠产品爱芙莱 15-19 年营业收入由 0.3 亿元增至 2.2 亿元, 复合增速达 60.5%; 国内首款用于修复颈纹的注射材料嗨体 17-19 年营业收入由 0.3 亿元增至 2.4 亿元, 复合增速达 166.6%。

图 4: 19 年爱美莱、嗨体营收占比 82.8%

图 5: 公司各产品营业收入规模及增速



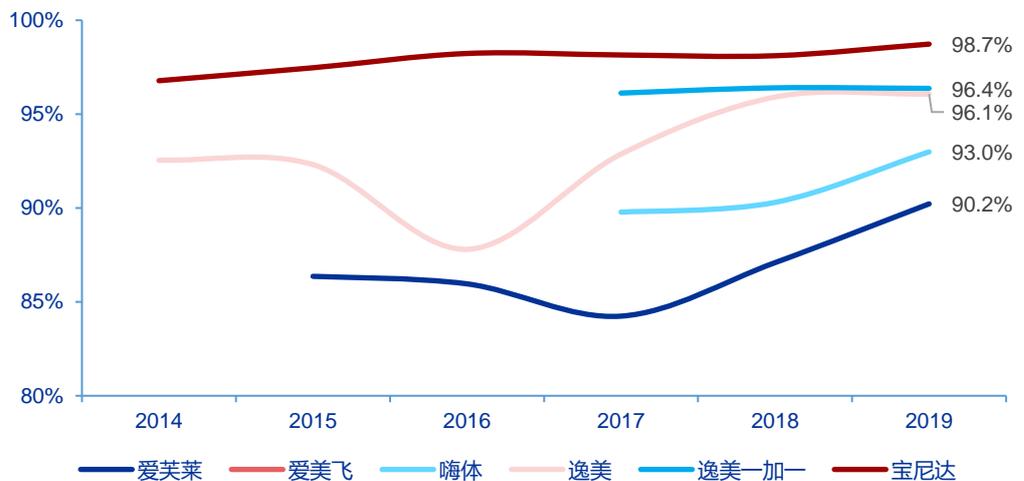
资料来源: Wind, 申万宏源研究



资料来源: Wind, 申万宏源研究

2) 毛利率上, 19 年各产品毛利率均超过 90%, 系公司增值税率由 16% 下降至 3%, 产品不含税价格上升, 以及销量扩大单位成本降低。其中, 爱芙莱 18 年毛利率上升, 系销量上升致单位成本下降所致; 嗨体 18 年平均售价有所上升, 毛利率略有上升; 宝尼达及以逸美一加一 18 年虽售价略有下降, 但销量上升致单位成本下降, 故毛利率水平保持稳定; 逸美 2017、2019 年毛利率较低, 系降价促销所致。

图 6: 19 年注射类透明质酸钠产品毛利率均超过 90%

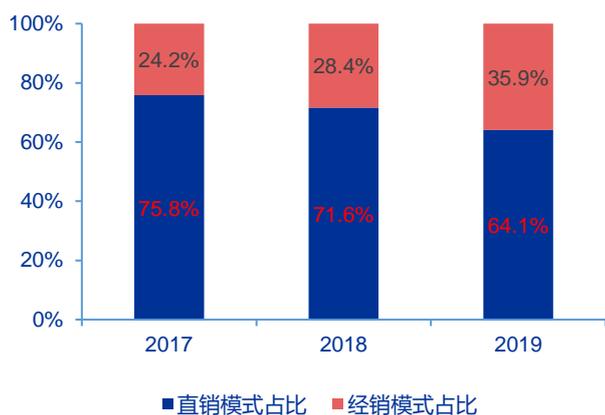


资料来源: 公司招股说明书, 申万宏源研究

从销售模式来看, 直销为主, 经销营业收入占比提升至 35.9%。1) 19 年公司直销、经销模式营业收入占比分别为 64.1%、35.9%, 其中, 直销模式下客户以非公立医疗机构为主 (99.5%), 经销模式下部分地区以买断式经销进行销售, 牢牢把握优质客户资源, 销售网络高效稳定。2) 17-19 年直销模式营业收入由 1.7 亿元增至 3.6 亿元, 复合增速达 45.6%; 17-19 年经销模式营业收入由 0.5 亿元增至 2.0 亿元, 复合增速达 93.0%, 高于直销模式, 占比由 24.2% 提升至 35.9%。3) 19 年经销毛利率略低于直销毛利率 1pct, 系公司对直销客户和经销客户都执行统一的价格体系。

图 7: 直销为主, 经销占比不断上升

图 8: 19 年经销模式营业收入 +119.8% 至 2.0 亿元

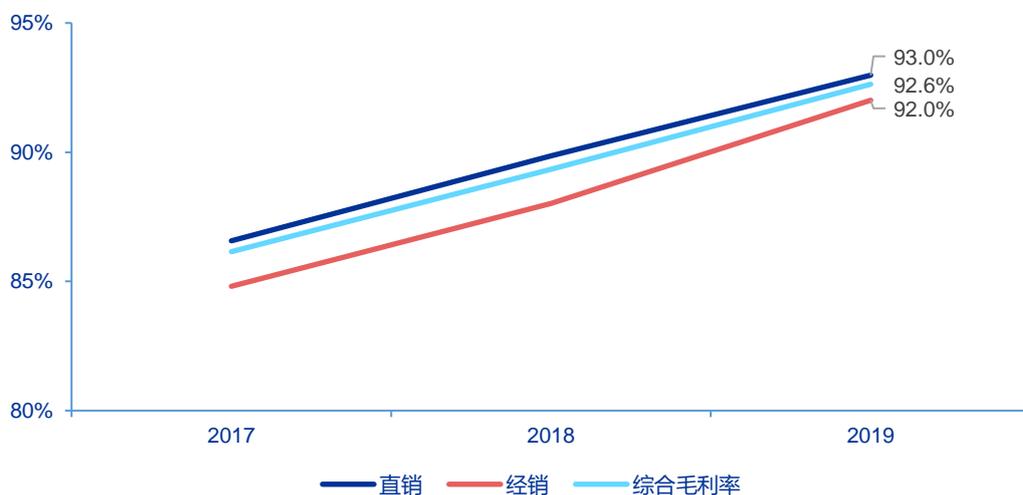


资料来源：Wind，申万宏源研究



资料来源：Wind，申万宏源研究

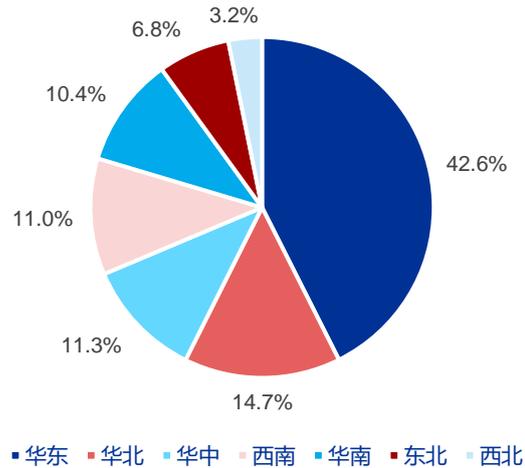
图 9：直销毛利率略高于经销毛利率



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

从销售区域来看，华东区域营业收入近半。公司销售区域主要集中于华东、华北地区，19 年营业收入占比分别为 42.6%、14.7%，系华北、华东地区，医疗美容观念和意识较为成熟，大型医美机构相对集中，求美者消费水平较高，以及公司的推广力度较大。

图 10：19 年华东区域销售收入占比 42.6%

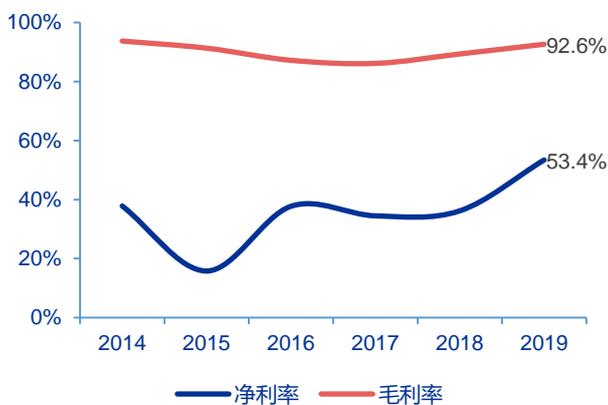


资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

**公司盈利能力强，毛利率高达 92.6%，净利率不断上升。**17-19 年公司综合毛利率持续上升，系收入占比超 80%的爱芙莱和嗨体毛利率上升，以及 19 年公司主要产品增值税降低。得益于高产品毛利率，以及低期间费用率，公司净利率 19 年上升至 53.4%。

**19 年期间费用率下降系营收增速较快，销售费用率低于行业均值。**1) 销售费用率上，14-19 年公司销售费用率维持在 13%-25%之间，低于行业均值，系公司主要面向医疗美容机构直营销售，与可比公司在销售模式及销售客户群体存在差异，故销售费用率较低。19 年公司销售费用率明显下降，系公司应收增速较快。2) 管理费用率上，公司管理费用结构与可比公司相似，管理费用率处于合理水平，19 年管理费用率为 8.6%。3) 研发费用率上，公司研发费用逐年增加，主要用于基因重组蛋白药物、医用生物补片、新型软组织填充剂等项目开发，研发费用率逐年降低，19 年研发费用率为 8.7%，系公司营收增速较快。4) 公司财务费用为负，主要为利息收入和银行手续费支出。

图 11: 毛利率较为稳定，净利率不断提升



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 12: 19 年公司期间费率下降

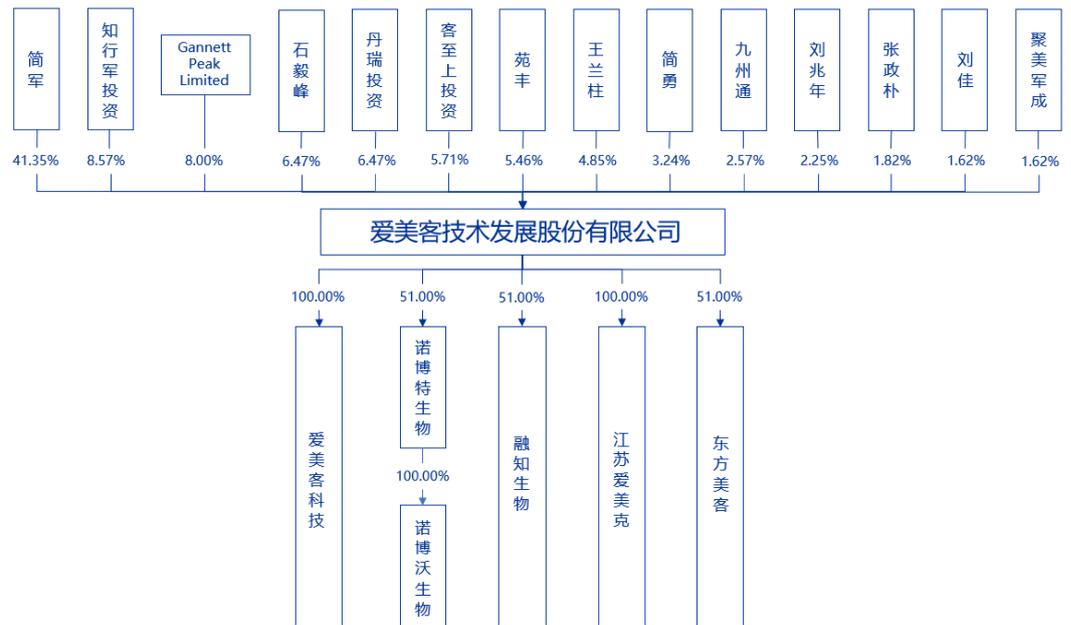


资料来源：Wind，申万宏源研究

### 1.3 股权结构集中，股权激励保障团队稳定

公司股权集中，实际控制人简军持股比例达 50.8%，管理权与所有权二职合一。1) 简军为公司实际控制人，发行前合计持股 50.8%，其中直接持股 41.4%，通过丹瑞投资、客至上投资及知行军投资间接持股 9.4%；发行后合计持股 38.0%，其中直接持股 31.0%，间接持股 7.0%，股权结构较为集中。2) 简军担任公司董事长、科技监事，石毅峰担任董事及总经理，公司管理权与所有权合一，有效控制公司代理成本。

图 13：公司发行前股权结构示意图



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

表 2：公司 IPO 前后股东及股份变化

股东名称	本次发行前		本次发行后		备注
	股数 (万股)	比例	股数 (万股)	比例	
简军	3721.6	41.4%	3721.6	31.0%	董事长，为丹瑞投资、知行军投资和客至上投资的有限合伙人
知行军投资	771.0	8.6%	771.0	6.4%	公司员工持股平台
Gannett Peak Limited	720.0	8.0%	720.0	6.0%	
石毅峰	582.5	6.5%	582.5	4.9%	董事、总经理，为聚美军成、丹瑞投资、知行军投资和客至上投资的执行事务合伙人
丹瑞投资	582.5	6.5%	582.5	4.9%	
客至上投资	514.0	5.7%	514.0	4.3%	公司员工持股平台
苑丰	491.5	5.5%	491.5	4.1%	
王兰柱	436.9	4.9%	436.9	3.6%	董事
简勇	291.3	3.2%	291.3	2.4%	董事、董事会秘书，与简军系兄弟关系
九州通	231.3	2.6%	231.3	1.9%	
刘兆年	202.6	2.3%	202.6	1.7%	刘兆年为九州通的股东、副董事长，并与九州通实际控制人刘宝林为兄弟关系
张政朴	163.8	1.8%	163.8	1.4%	监事会主席

刘佳	145.6	1.6%	145.6	1.2%
聚美军成	145.6	1.6%	145.6	1.2%
公众持股	-	-	3020	25.1%

资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

**建立员工持股平台，保障核心团队稳定。**2015年8月，通过认缴发行人增资，公司设立客至上投资、知行军投资两个员工持股平台，出资额分别为70.6万元、105.9万元。客至上投资、知行军投资的有限合伙人为高级管理人员、销售骨干人员、技术骨干人员和部分入职年限较长的员工，根据激励对象的职位、对发行人贡献程度和入职年限综合考虑出资额。2016年6月爱美客完成股份制改制，截止2019年12月31日，客至上投资、知行军投资分别持股5.7%、8.6%。

**表 3：知行军员工持股平台**

合伙人姓名	合伙人性质	职位	出资额（万元）	出资比例
石毅峰	普通合伙人	总经理	503	47.7%
简军	有限合伙人	董事长	461	43.7%
尹永磊	有限合伙人	副总经理	12	1.1%
张堃	有限合伙人	项目经理	6	0.6%
陈雄伟	有限合伙人	研发部经理	6	0.6%
李睿智	有限合伙人	项目经理	6	0.6%
杜培	有限合伙人	产品部经理	6	0.6%
张容丽	有限合伙人	总经理助理	6	0.6%
冯瑞瑞	有限合伙人	注册经理	6	0.6%
许哲	有限合伙人	市场运营经理	6	0.6%
徐艳彬	有限合伙人	产品组组长	6	0.6%
任旭	有限合伙人	生产部经理	6	0.6%
刘彬	有限合伙人	质量控制部经理	6	0.6%
朱永水	有限合伙人	工程设备部经理	6	0.6%
陈开宇	有限合伙人	人力资源部经理	6	0.6%
尹永晶	有限合伙人	财务人员	6	0.6%

资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

**表 4：客至上员工持股平台**

合伙人	合伙人性质	职位	出资额（万元）	出资比例
石毅峰	普通合伙人	总经理	321	45.7%
简军	有限合伙人	董事长	297	42.3%
勾丽娜	有限合伙人	副总经理	12	1.7%
张乐	有限合伙人	销售人员	6	0.9%
李大宇	有限合伙人	销售人员	6	0.9%
潘芳	有限合伙人	销售人员	6	0.9%
杜晓轩	有限合伙人	销售人员	6	0.9%
张丹丹	有限合伙人	销售人员	6	0.9%
陈娟	有限合伙人	销售人员	6	0.9%
刘博	有限合伙人	销售人员	6	0.9%

刘涛	有限合伙人	销售人员	6	0.9%
索永春	有限合伙人	销售人员	6	0.9%
杨昱堃	有限合伙人	销售人员	6	0.9%
田亚军	有限合伙人	销售人员	6	0.9%
俞静	有限合伙人	销售人员	6	0.9%

资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

## 2. 医美市场潜力巨大，玻尿酸高速增长

### 2.1 千亿级医美市场，渗透率提升空间大

根据原国家卫计委《医疗美容服务管理办法》，“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”，而“医疗美容机构”是指“以开展医疗美容诊疗业务为主的医疗机构”。

**中国千亿级医美市场快速发展，增速快于全球。** 1) 全球医美市场规模稳定增长，2013-2018 年全球医美市场规模由 905 亿美元增至 1357 亿美元，复合增速达 8.4%，预计 2022 年全球医美市场规模将达到 1782 亿美元。2) 2015-2019 年中国医美监管市场规模由 637 亿元增至 1436 亿元，复合增速达 22.5%，增速快于全球医美市场，预计 2024 年将达到 3185 亿元。3) 中国医美市场监管不健全，存在巨大的隐形市场，实际市场规模远超统计规模。

图 14: 18 年全球医美市场同比+7.9%至 1357 亿美元



资料来源：Frost&Sullivan，申万宏源研究

图 15: 19 年中国医美市场同比+18.0%至 1436 亿元



资料来源：Frost&Sullivan，申万宏源研究

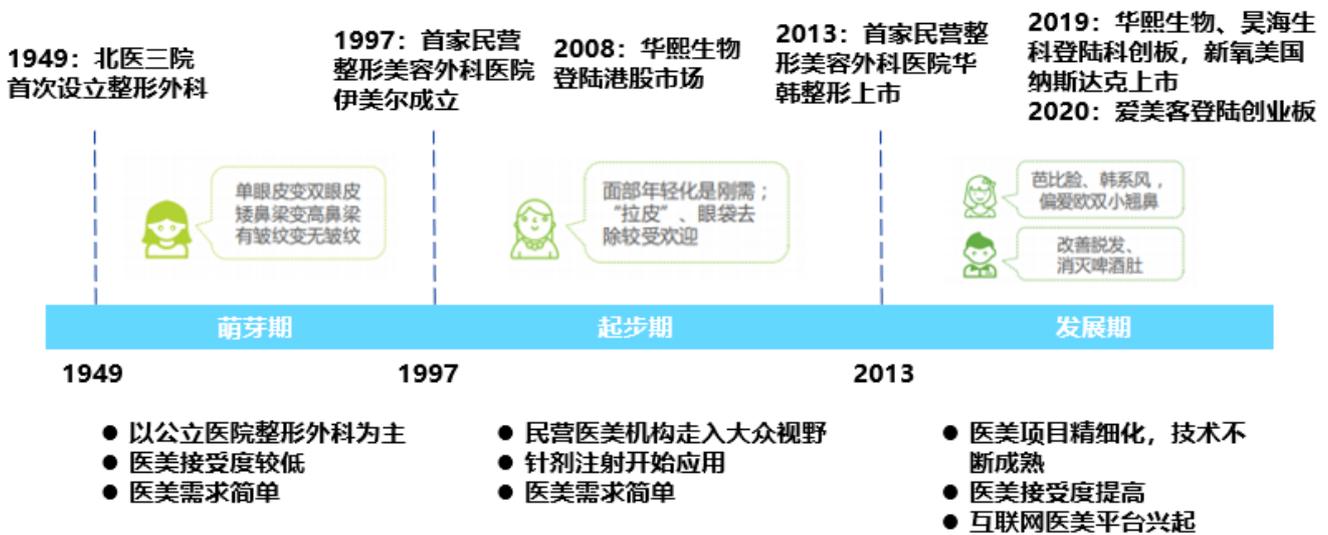
**我国医美行业起步于 1949 年，可划分为三个发展阶段：**

**1) 萌芽期：1949-1996 年**，国内公立医院陆续设立整形科，其中北医三院于 1949 年首次设立整形外科。此阶段医院开设的医美项目较少，求美者医美观念保守，需求简单易满足。

2) **起步期: 1997-2013 年**, 产业链结构逐渐完善, 上游玻尿酸原料厂商华熙生物 2008 年登陆港股市场; 民营医美机构开始走进大众视野, 1997 年首家民营整形美容外科医院伊美尔成立, 2013 年首家民营整形美容外科医院华韩整形上市。医美项目上注射针剂开始应用于医美, 国内首款由 CFDA 认证的玻尿酸瑞蓝 2 号和 A 型肉毒保妥适分别于 2008 年、2009 年上市。

3) **发展期: 2014 年-至今**, 受颜值经济影响, 医疗美容快速发展, 医美技术逐渐成熟, 大众对医美接受度逐渐提高, 供需两端齐发力推动行业发展。下游医美营销获客在互联网浪潮下, 出现了新氧、悦美、更美等互联网医美平台, 打通消费者与医美服务提供商。

图 16: 中国医美市场目前处于发展期



资料来源: 艾瑞咨询, 申万宏源研究

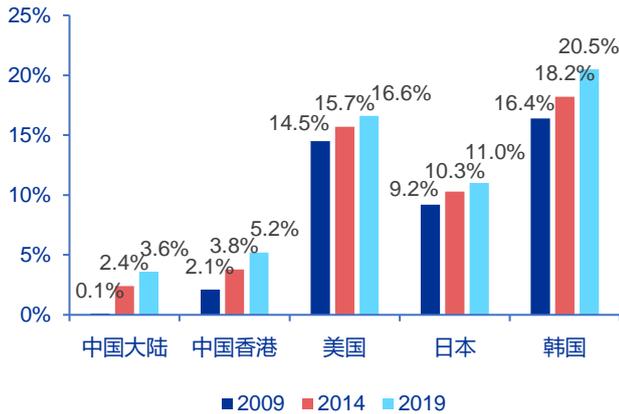
未来中国医美市场持续增长的驱动力来自于: 1) 渗透率提高; 2) 监管趋严, 合规医美市场建设。

医美渗透率仅 3.6%, 对标韩日提升空间大。1) 美国、日本、韩国等国家医美产业发展较为成熟, 近年来市场渗透率均有所提高, 其中 2019 年美国、日本、韩国医美市场渗透率分别为 16.6%、11.0%、20.5%。2) 中国医美市场发展较晚, 近年来随着人均消费水平的提高、医美意识的培养以及医美技术的发展, 市场渗透率不断提高, 2014-2019 年由 2.4% 增至 3.6%, 与医美发展最为成熟的韩国相差 16.9pct, 市场发展潜力巨大。3) 2018 年中国医美每千人诊疗次数为 14.8 次, 仅为韩国的 1/6、美国的 1/4、日本的 1/2, 医美需求有待进一步释放。

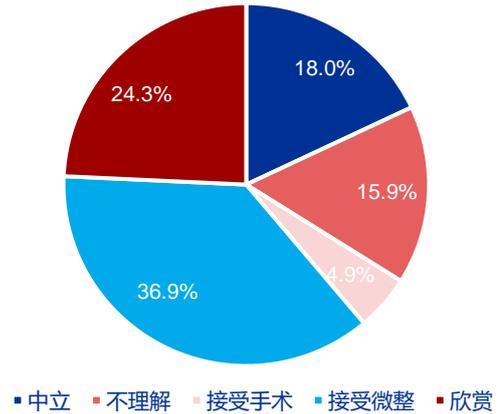
医美观念逐渐改善, 接受医美者超 6 成。尽管医美存在颇多争议, 近年来随着医美观念的普及、消费者教育、行业技术及规范不断发展, 医美正在被消费者逐渐接受, 据新氧调查, 中国社会超 6 成人对医美持接受态度, 其中 36.9% 愿意接受微整形。

图 17: 19 年中国医美渗透率仅 3.6%

图 18: 中国公众超 6 成对医美持接受态度

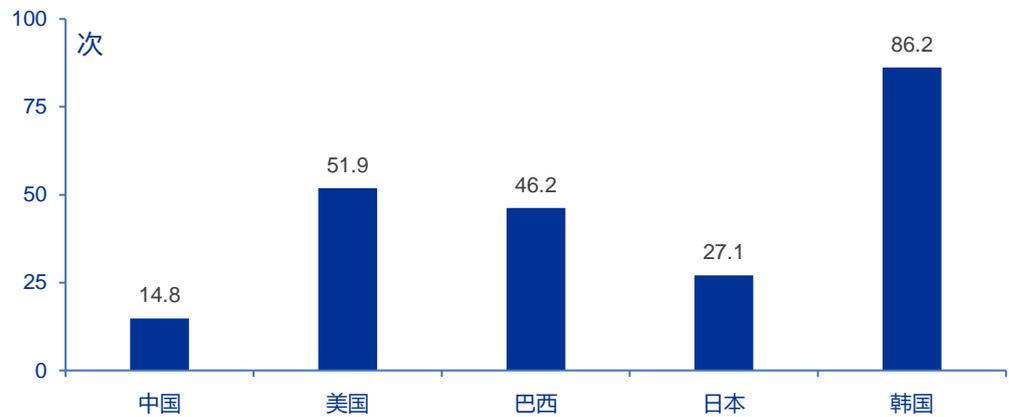


资料来源: Frost&Sullivan, 申万宏源研究



资料来源: 新氧调查, 申万宏源研究

图 19: 2018 年各国每千人诊疗次数



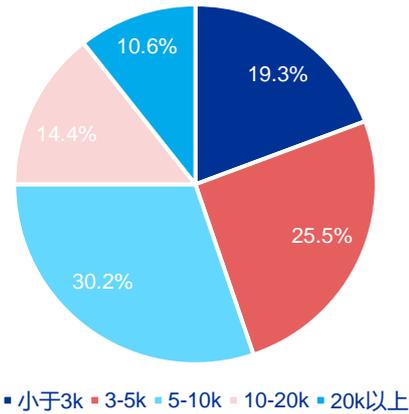
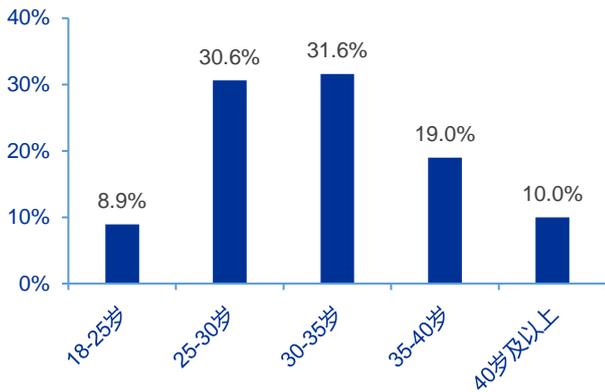
资料来源: Frost&Sullivan, 申万宏源研究

**医美消费者年轻化, 90 后成为中国医美主力军。**据艾瑞咨询调研, 2020 年中国医美用户以 25-35 岁女性居多, 占比为 62.2%, 整个医美市场消费者结构呈现年轻化特点, 主要是由于年轻人对医美持更加开放的态度, 以及随人均消费水平的提高释放医美需求。

**医美项目贯穿不同年龄阶段, 逐步渗透高龄人群。**随着医美市场的不断发展, 消费习惯逐渐建立, 求美者可以选择不同的医美项目以满足其不同年龄段的变美诉求, 且非手术注射类项目如玻尿酸等随着药物代谢需反复注射, 使用频次高且用户粘性强。1) 18 岁求美者医美诉求主要为微调面部轮廓, 可通过肉毒瘦脸、玻尿酸填充、鼻综合、双眼皮手术等提升颜值, 增加自信心; 2) 随着年龄增长, 求美者希望通过吸脂手术、热玛吉等以达到塑形、抗初老目的; 3) 40 岁后面部提升、吸脂等抗衰需求增加。随着现有年轻消费者年龄增长, 不同的医美项目贯穿求美者不同年龄段, 且收入水平不断提高, 医美老龄化渗透率及消费力有望进一步提升。

图 20: 25-35 岁人群为中国医美消费主力军

图 21: 医美消费人群月收入在 5k-10k 者居多



资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

资料来源：MobData 研究院，申万宏源研究

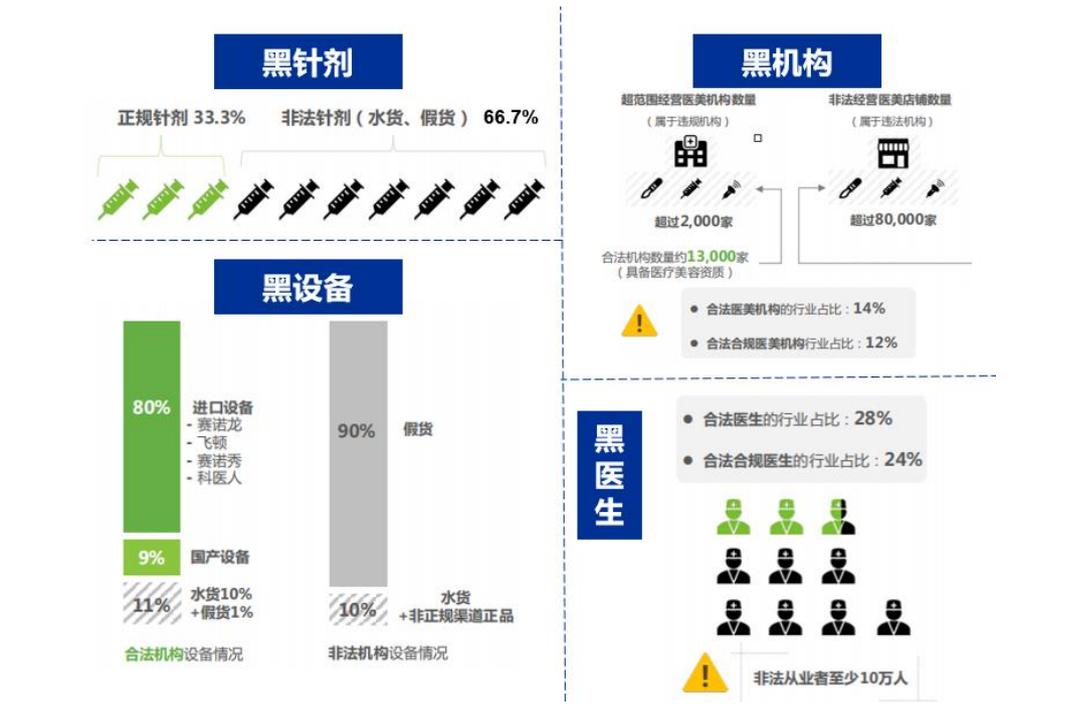
图 22：不同年龄阶段医美需求及年均消费

	18岁 面部轮廓微调 年均消费：个体差异大	20岁+ 倾向自体脂肪 年均消费：1-2K	30岁+ 面部塑形+抗初老 年均消费：5-6K	40岁+ 抗衰老 年均消费：个体差异大
TOP1	肉毒瘦脸	面部脂肪填充	玻尿酸填充	玻尿酸填充
TOP2	玻尿酸填充	玻尿酸填充	面部脂肪填充	面部提升
TOP3	鼻综合	肉毒瘦脸	肉毒瘦脸	肉毒瘦脸
其他	双眼皮、身体吸脂	假体隆鼻、双眼皮	热玛吉、吸脂	吸脂

资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

**医美市场野蛮生长，“五黑”乱象横行。**我国医美市场起步较晚，20世纪80年代改革开放后逐渐兴起，21世纪以来随着我国经济水平和对外开放程度的不断提升，医美行业快速发展，行业红利催生违规违法行为存在“黑医美、黑针剂、黑器械、黑机构、黑医生”等市场乱象。1) 从上游看，针剂市场水货、假货横行，针剂正品率仅33.3%；非法医美场所约80%医美设备均为假货；2) 从中游看，合法合规开设医美项目的医美机构仅有12%；行业医美需求缺口大，仅24%为合法合规医师，据中整协统计非法从业人数至少为10万人。

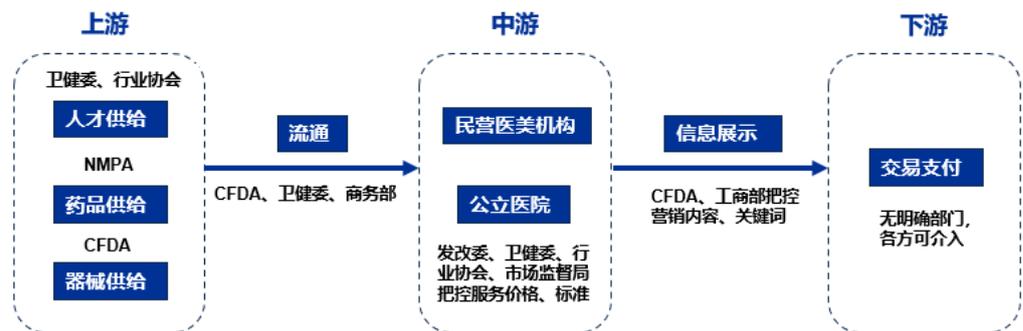
图 23：中国医美乱象



资料来源: 艾瑞咨询, 申万宏源研究

**监管趋严, 有助于正规品牌厂家发展。**2014年起国家和各监管机构每年都发起打击非法医美活动, 监管体系不断完善。1) 机构上, 上游由卫健委、CFDA 把控上游医疗耗材及器械的合规性, 成立中国医美整形行业协会规范医师培训, 并建立可查询从业者、器材、针剂的可溯源平台, 中游由发改委、行业协会等 2) 政策上, 我国发布针对医美行业的管理办法、机构标准、分级管理目录等, 并开展各项针对非法医美活动的打击行为, 规范行业发展, 利好合规机构及产品的发展。

图 24: 中国医美市场监管机构



资料来源: 艾瑞咨询, 申万宏源研究

表 5: 医美相关政策法规及行动

时间	法规/行动	部门	内容
1994	《医疗机构诊疗科目名录》	卫计委	首次将“医疗美容科”正式列为医疗机构“一级诊疗科目”。
1994	《医疗机构基本标准(试行)》	卫计委	规定美容医院、医疗美容门诊部、医疗美容诊所和综合性医院医疗美容科等医疗美容机构的基本标准。

2002	《医疗美容服务管理办法》	卫计委	首次规范医疗美容行业，规定医疗美容机构按照相关规定办理设置审批和登记注册。
2002	《美容医疗机构、医疗美容科（室）基本标准（试行）》	卫计委	对《医疗机构基本标准》中美容医院、医疗美容门诊部、医疗美容诊所的基本标准进行了修订，并制定了医疗机构医疗美容科（室）基本标准。
2009	《医疗美容项目分级管理目录》	卫计委	依据手术难度和复杂程度以及可能出现的医疗意外和风险大小，将美容外科项目分为四级，针对医疗美容项目进行分级管理。
2010	《关于加强医疗美容服务监管的通知》	卫计委	通知就加强医疗美容服务监管工作提出四个要求，包括加强组织领导、做好资质核查、开展专项检查、建立长效机制。
2012	《关于进一步加强医疗美容管理工作的通知》	卫计委	提出了对医疗机构、从业人员、美容项目、广告、信息化五个方面的管理要求，进一步规范了市场秩序。
2014	《医疗美容机构评价标准（试行稿）》	中国整形美容协会	在全国 7 省、直辖市共 17 家民营医疗美容机构开展试点工作，按照安全、管理、服务质量等维度对全国民营医美机构和医生做出评价认证并授予证书。
2017	《关于开展严厉打击非法医疗美容专项行动的通知》	卫计委等七部门	七部门联合开展严厉打击非法医疗美容专项行动，覆盖药品、医疗器械生产经营使用、医疗美容培训、广告推广全链条，严惩违法犯罪活动。
2019	《关于开展医疗乱象专项整治行动的通知》	卫健委等八部门	国家卫生健康委联合中央网信办、国家发展改革委、公安部、市场监管总局、国家医保局、国家中医药局、国家药监局开展为期 1 年的医疗乱象专项整治行动，印发《医疗乱象专项整治行动方案》。
2020	《关于进一步加强医疗美容综合监管执法工作的通知》	卫健委等八部门	严厉打击医疗美容违法行为，规范医疗美容市场秩序。

资料来源：卫健委，中国整形美容协会，申万宏源研究

## 2.2 行业上游技术壁垒高，盈利能力最强

**因行业技术壁垒及资质壁垒高，上游医美耗材生产商毛利率高达 90%。**医疗美容产业链的结构为：1) 上游医美耗材、原料生产商从事透明质酸、肉毒素、胶原蛋白等原料及终端产品的生产，由于行业技术壁垒较高，且生产和销售相关产品需要获得 NMPA 批准，呈垄断竞争局面，毛利率高达 90%；医美器械制造商主要从事激光美容器械的研发和生产。上游供应商通过经销和直营两种方式向中游销售，其中经销商毛利率为 15-25%。2) 中游医美机构，包括公立医院的整形外科、皮肤科，以及民营医疗美容机构，如希思整形、艺星整形等，毛利率水平在 50%至 70%，但由于极高的获客成本，净利率普遍低于上游。3) 中游医美机构触及广大终端消费者的宣传渠道包括线上广告、线下转诊机构、各类医美 APP 等。

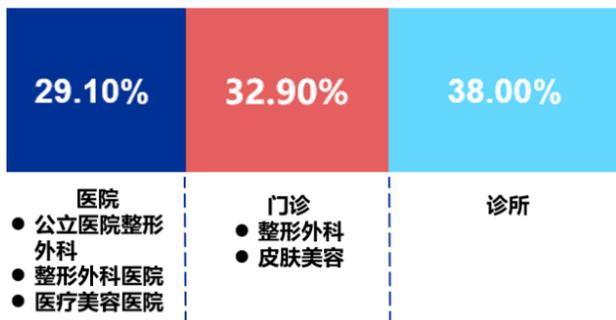
图 25：医疗美容产业链各环节毛利率



资料来源：公司招股说明书，Wind，申万宏源研究

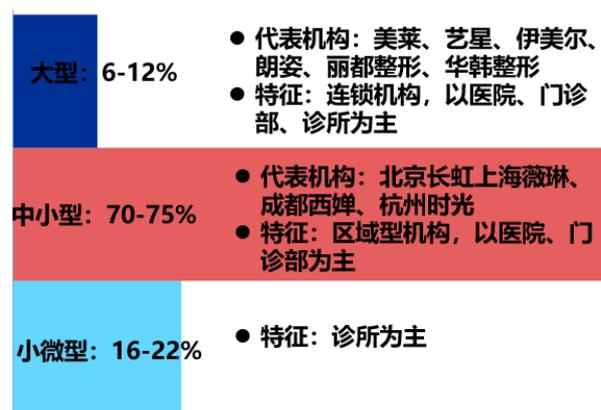
**医美机构竞争格局呈现高度分散，多采用地区自主经营模式。** 医美项目消费具有个性化及地域差异，且医美机构内部信息化程度不高，难以跨省复制商业模式。类型上，2019年我国约有13000家医美机构，其中医院类占比29.1%，门诊类占比32.9%、诊所类38.0%。营收规模结构上，1) 大型医美机构多为连锁机构，营收规模占比在6-12%，拥有大中型医院、门诊部、诊所等多种形态，代表机构有美莱、艺星、伊美尔、华韩整形等。2) 中小型医美机构多为区域性机构，营收规模占比为70%-75%，以医院及门诊部为主，代表机构有北京长虹、上海薇琳、成都西婵等。3) 小微型机构，营收规模占比在16-22%，以门诊部的形式开展相关业务。

**图 26：2019 年中国医美机构类型及占比**



资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

**图 27：医美机构竞争格局**

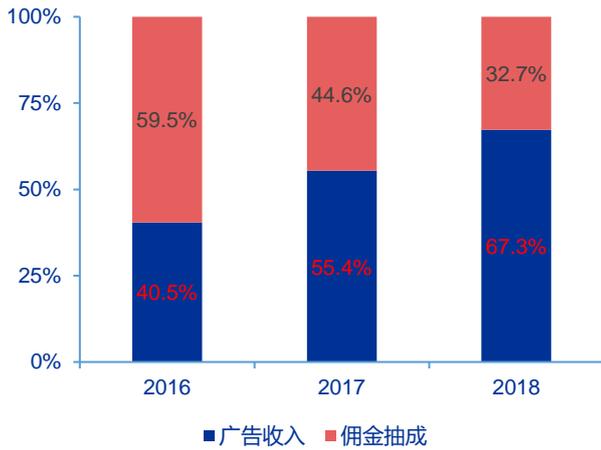


资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

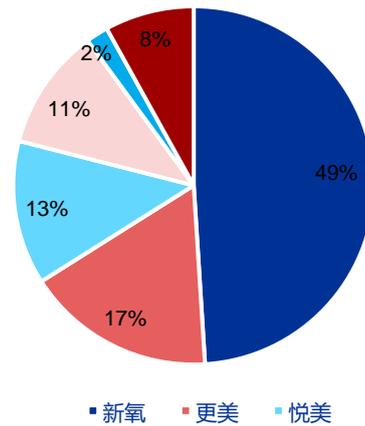
**互联网赋能下游医美获客，综合/垂直医美电商集中度高。** 1) 得益于快速发展的医美市场及互联网技术，医美电商商业模式逐渐成熟，出现了以新氧、悦美、更美等专业提供医美咨询及服务的垂直电商，以及美团、大众点评等具备流量优势的综合电商。2) 医美电商盈利模式为广告收入与佣金抽成，以新氧为例，2018年广告收入占比为67.3%，预计未来占比将进一步提升。3) 新氧龙头难以撼动，2018年按医美平台收入计新氧市占率为49%，市场高度集中。

**图 28：2018 年新氧广告收入占比 67.3%**

**图 29：2018 年医美平台市占率（按医美平台收入）**



资料来源：新氧招股说明书，申万宏源研究

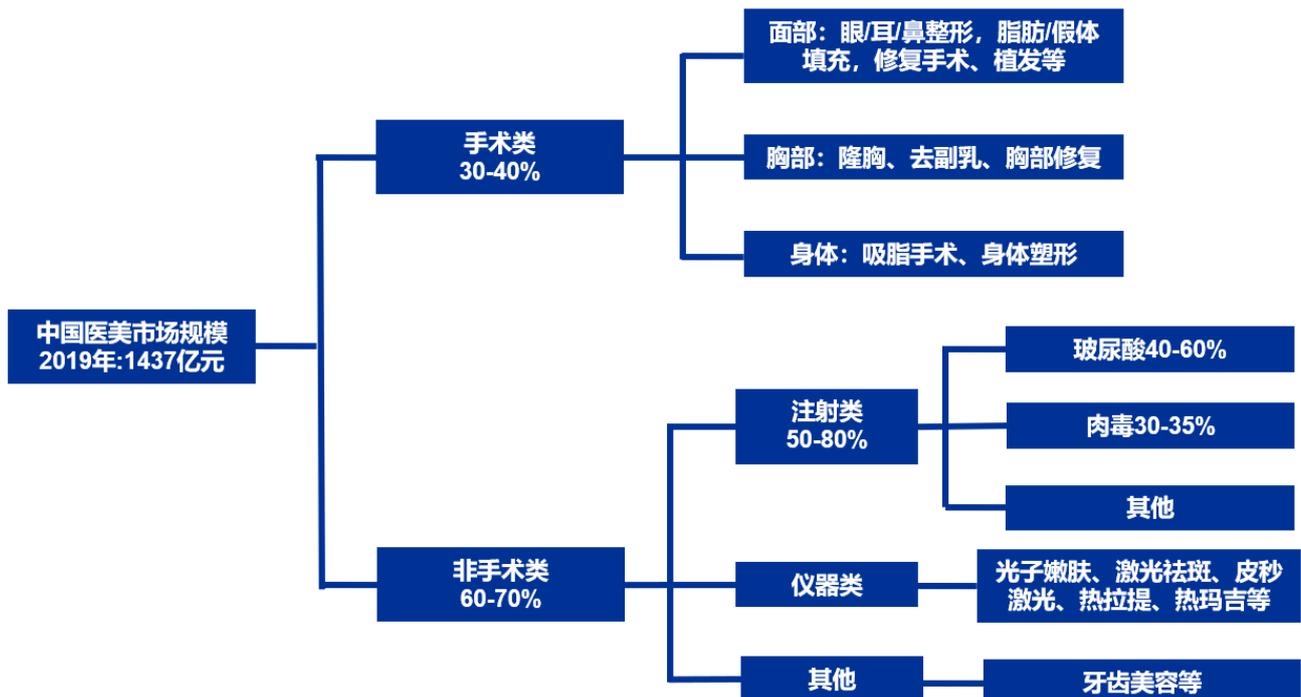


资料来源：Frost&Sullivan，申万宏源研究

### 2.3 轻医美备受青睐，注射类玻尿酸最受欢迎

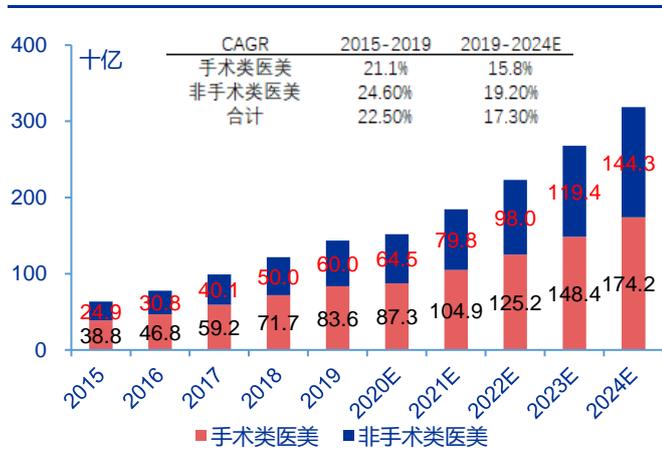
非手术类占比逐渐提高，中国更偏好轻医美。非手术类项目由于安全性高、康复时间短、风险低、价格大众化等特点备受求美者青睐，2015-2019年非手术类项目市场规模由249亿元增至600亿元，复合增速达24.6%，超过手术类医美项目，预计2024年市场规模将达到1443亿元；2015-2019年非手术类市场占比由39.1%增至41.8%，占比不断提升，预计2024年将达到45.3%。其中，2015-2019年非手术类项目中的注射类项目市场规模由129亿元增至309亿元，复合增速达24.4%，占整体医美市场规模比重由20.2%提升至21.5%，预计2024年将进一步提升至24.5%。

图 30：中国医美市场细分市场结构



资料来源：德勤，ISAPS，新氧大数据，申万宏源研究

图 31：中国手术类医美与非手术类医美市场规模



资料来源：Frost&Sullivan，申万宏源研究

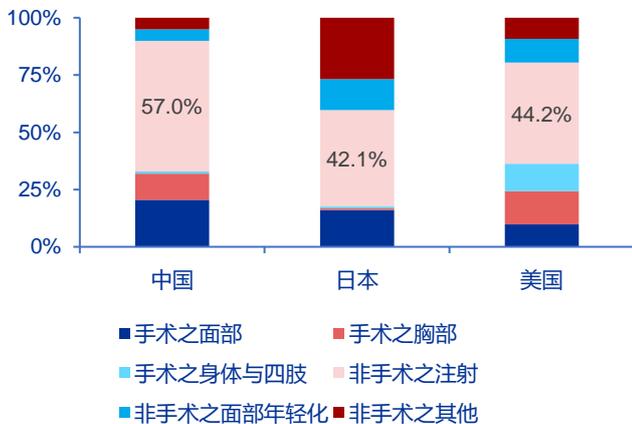
图 32：19 年中国非手术注射类项目市场规模同比 +20.2%至 309 亿元



资料来源：Frost&Sullivan，申万宏源研究

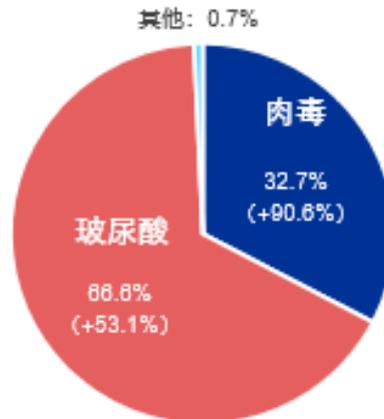
注射类项目中玻尿酸最受欢迎，肉毒增速近 90%。1) 与美日对比，中国医美总疗程中，入门级项目非手术注射类占比更高，为 57%，是总疗程中占比最高的项目。2) 结构构成上，玻尿酸项目占比最高为 66.59%，肉毒项目占比为 32.67%，增速高达 90.56%。

图 33：中国医美总疗程中非手术注射占比过半



资料来源：新氧医疗美容行业白皮书，申万宏源研究

图 34：2018 年注射类项目占比及增速

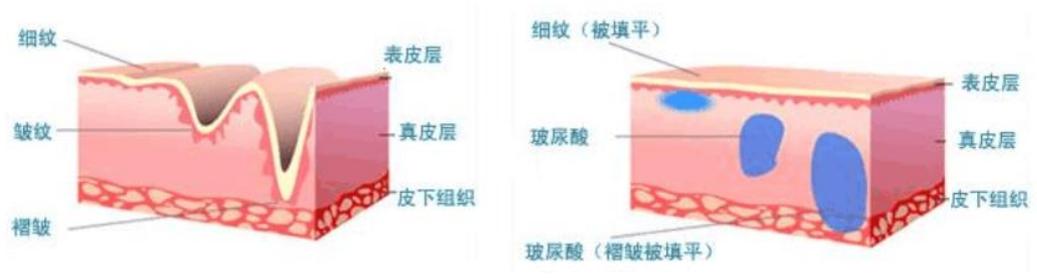


资料来源：新氧医疗美容行业白皮书，申万宏源研究

## 2.4 透明质酸市场发展迅猛，国产品牌市占率逐渐提高

透明质酸填充可降解，复购率高。透明质酸是构成人体皮肤真皮层的重要组成部分，具有强大的保湿性、粘弹性、生物相容性、可降解性，可将其注入人体皮肤真皮层以充填流失的胶原蛋白和弹性纤维，抚平面部皱纹。一般而言，注射透明质酸在一年左右即在体内降解，需要反复注射填充才可维持效果，故产品复购率较高。

图 35：玻尿酸填充原理



资料来源：新氧 APP，申万宏源研究

**交联技术延缓透明质酸降解，单相和双相交联满足不同需求。**透明质酸在人体内可自然降解，非交联透明质酸产品在人体内只能保留 2-7 天，不能满足医美持久性需求，可将透明质酸在交联剂（BDDE/DVS）的作用下发生分子内及分子间交联反应，增强透明质酸产品的机械强度，延长填充效果持久度。根据交联技术的不同，透明质酸产品可分为单相交联产品和双相交联产品，满足不同的填充需求。1) 单相交联产品中仅含有交联透明质酸，将固体凝胶状交联透明质酸研磨成呈平滑均质凝胶，支撑力好不易移位，留存时间较长，适用于塑形、隆鼻、隆下巴、填充深层皱纹等；2) 双相交联将固体交联透明质酸筛分成颗粒状，再与未交联透明质酸混合，有颗粒感、易扩散、延展性好，留存时间较短，可用于丰唇、填充泪沟、填充鼻唇沟等。

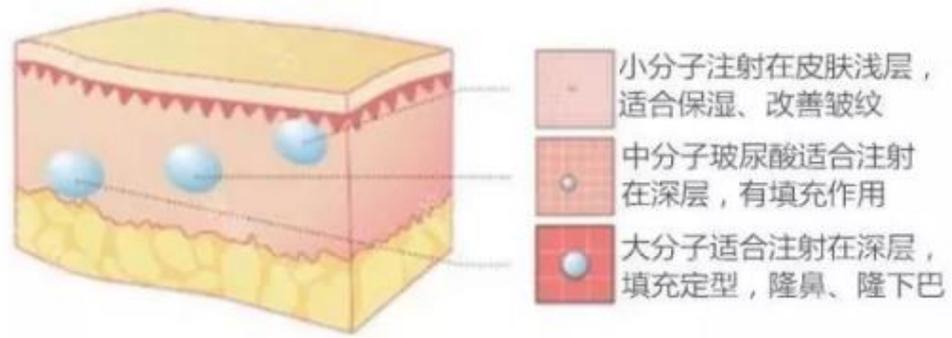
**大/中/小分子量透明质酸产品注射层次不同。**一般而言，小分子透明质注射在皮肤浅层，适合精细部位填充和去除浅表皱纹，也可用来打水光补水；中分子质地略软，注射在深层，适合软组织填充和去除深度皱纹；而大分子玻尿酸质地最硬，注射在皮肤深层，维持时间最长，最适合轮廓塑形。

**表 6：单/双相交联透明质酸产品特点**

	单相交联	双相交联
成分	固体交联透明质酸凝胶	固体交联透明质酸凝胶+未交联透明质酸原液
质地	平滑均质凝胶	颗粒感
交联度	6%-13%	1%-5%
特点	支撑力好不易移位	易扩散、延展性好
持久度	高 (12-18 个月)	低 (6-12 个月)
适用部位	塑形、隆鼻、隆下巴、填充深层皱纹	丰唇、填充泪沟、填充鼻唇沟

资料来源：新氧 APP，申万宏源研究

**图 36：不同分子量透明质酸产品填充部位**



资料来源：新氧 APP，申万宏源研究

应用于医美领域的玻尿酸（透明质酸）终端产品按照功效可分为三类：1) 补水保湿，例如水光针项目。水光针利用真空负压技术，在皮肤真皮层注入人体因衰老而流失的玻尿酸，使皮肤吸收并储藏大量水分，从而使皮肤变得紧致有弹性。根据爱美人士的皮肤状况和个人需求，水光针注射液中还可加入肉毒素、胶原蛋白、PRP（一种富含血小板血浆或生长因子的血液）、氨甲环酸、左旋维生素 C 等多种成分进行个性化治疗。著名品牌有菲洛嘉水光针、东国水光、润百颜水光、瑞蓝 5 号等。2) 填充塑形，例如丰卧蚕、隆鼻、垫下巴、全脸填充等，通过注射的方式将玻尿酸填充到目标部位，在短时间内实现塑形。3) 除皱抗衰，例如祛除法令纹、去颈纹、去抬头纹等，即将玻尿酸注入皱纹凹陷部位，将其填充抚平，以此达到抗衰祛皱的效果。

图 37：不同功效下较受欢迎的玻尿酸品牌和产品



资料来源：Frost&Sullivan，申万宏源研究

二十余款透明质酸钠填充剂品牌获批，覆盖大/中/小分子及单/双相交联。目前国内约有八款进口玻尿酸品牌、十余款国产玻尿酸品牌通过 CFDA 认证，其中 Q-Med AB 生产的瑞蓝 2 号于 2008 年最早进入中国市场，国产品牌中爱美客生产的逸美于 2009 年获批，是国内首款合规的国产玻尿酸注射产品。

**表 7: 国内通过 NMPA 认证的透明质酸钠填充产品**

	生产商	品牌	产地	产品名称	CFDA 认证时间	终端零售参考价
进口品牌	Allergan	乔雅登	法国	丰颜 Juvéderm Voluma	2019 年 8 月	
				雅致 Juvéderm ULTRA	2015 年 5 月	4000-13800 元/0.8ml
				极致 Juvéderm ULTRA PLUS	2015 年 5 月	3800-10000 元/0.8ml
				Juvéderm VOLIFT with Lidocaine	2020 年 4 月	
	Q-Med AB	瑞蓝	瑞典	瑞蓝 2 Restylane	2008 年 12 月	1000-4800 元/ml
				Restylane perlane	2018 年 6 月	
				Restylane Vital	2019 年 12 月	6800-9800 元/ml
	Humedix Co., Ltd.	艾莉薇	韩国	Elravie Deep Line Plus	2015 年 1 月	3500-6800 元/ml
				Elravie Deep Line -L	2019 年 11 月	3500-6800 元/ml
	LG Chem, Ltd.	伊婉	韩国	YVOIRE classic s	2013 年 7 月	650-2800 元/ml
YVOIRE volume s				2014 年 4 月	1800-3800 元/ml	
YVOIRE classic plus				2016 年 3 月	2000-5000 元/ml	
YVOIRE volume plus				2015 年 12 月	3000-6000 元/ml	
CROMA GmbH	公主	奥地利	Princess Volume	2017 年 5 月	6800-9800 元/ml	
S.A. FILORGA MANUFACTURING	菲洛嘉	比利时	Artfiller Universal	2019 年 11 月		
CG Bio Co., Ltd.	婕尔	韩国	DANAE Line Z1; DANAE Line Z3	2019 年 3 月	7800 元/次	
吉诺斯株式会社 Genoss Co., Ltd.	蒙娜丽莎	韩国	MONALISA Lidocaine Filler : MPF03H ; MPF05H; MPF10H	2019 年 12 月	2000-3000 元/ml	
国产品牌	爱美客技术发展股份有限公司	嗨体	北京	嗨体	2016 年 12 月	7000-9800 元/2.5ml
		爱芙莱	北京	爱芙莱	2015 年 4 月	1000-3000 元/ml
		逸美	北京	逸美	2009 年 10 月	2000-4000 元/ml
			北京	逸美一加一	2016 年 12 月	
		宝尼达	北京	宝尼达	2012 年 10 月	6400-11000 元/0.5ml
	华熙生物科技股份有限公司	润致	山东	润致	2016 年 5 月	2500-4000 元/ml
		润百颜	山东	润百颜白紫		500-1000 元/ml
			山东	润百颜黑金	2012 年 7 月	480-2800 元/ml
			山东	润百颜月盈		1200-3000 元/ml
			山东	润百颜星耀		600-1500 元/ml
		TWINHA	山东	TWINHA (小分子)	2019 年 4 月	3980-5980 元/ml
	山东		TWINHA (大分子)		1680-2680 元/ml	
	杭州协合医疗用品有限公司	欣菲聆	浙江杭州	欣菲聆 Singfiller	2015 年 7 月	880-2800 元/ml
		欣德美	浙江杭州	欣德美 Singderm	2020 年 1 月	
	上海其胜生物制剂有限公司	海薇	上海	海薇 matrifill	2013 年 9 月	500-1500 元/ml
		娇兰	上海	娇兰 Janlane	2016 年 9 月	3000-4000 元/ml
海魅		上海	海魅	2020 年 3 月		
科妍生物科技股份有限公司	法思丽	台湾	法思丽 FACILLE	2018 年 2 月	1800-7800 元/ml	
和康生物科技股份有限公司	芙媵登	台湾	芙媵登 Formaderm	2016 年 4 月	980-3880 元/ml	

限公司					
山东凯乐普生物工程 有限公司	菲羽	山东	菲羽 Filling Star	2017年7月	
常州药物研究所有限 公司	碧萃诗	江苏常州	碧萃诗 BEATRICE	2018年3月	
北京蒙博润生物科技 有限公司	舒颜	北京	舒颜 Through Young	2014年2月	500-2000元/ml

资料来源：CFDA，各公司官网，新氧APP，申万宏源研究

**中国医美类透明质酸终端产品市场规模不断扩大，高于其他医药级终端应用领域。**随着经济的发展、购买力及医美意识的提升，我国医美市场不断增长，其中以注射类透明质酸项目因恢复时间短、价格及风险较低，拥有较高的复购率及市场接受度。据沙利文报告，中国医美类透明质酸终端产品市场规模由2014年的12.1亿元增至2019年的42.7亿元，复合增速达28.7%，预计2024年市场规模增至76.0亿元。

**图 38：2014-2019 年中国医美类透明质酸终端产品市场规模**

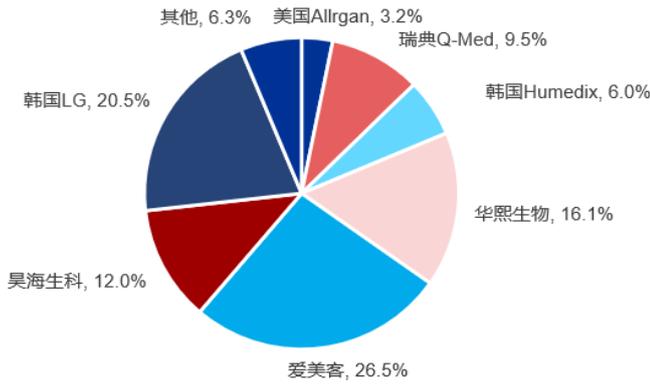


资料来源：Frost&Sullivan，申万宏源研究

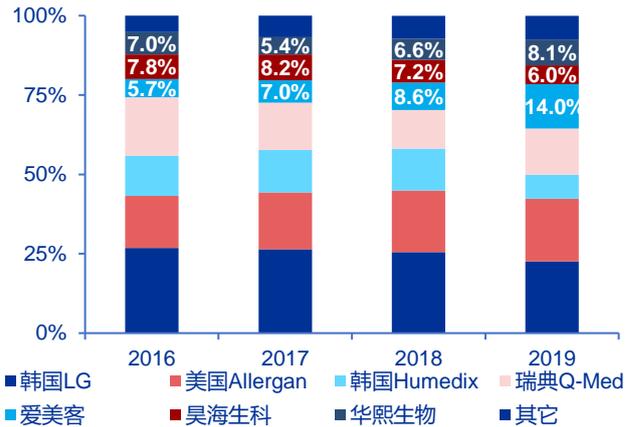
**进口品牌占据销售额前四，国产企业爱美客销量全国第一。**1) 销量上，2019年国产品牌占比为54.6%，超过进口品牌；其中爱美客市占率最高为26.5%，其次是韩国LG，市占率为20.5%。2) 销售额（按入院价）上，尽管国产品牌市占率超过进口品牌，但其单价较低，故进口品牌销售额超过国产品牌，但2016-2019年国产品牌市占率由20.5%提升至28.1%，呈逐渐上升的态势，其中爱美客市占率提升明显，国产品牌中市占率最高。根据弗若斯特沙利文分析预测，中国医疗美容透明质酸终端产品市场规模将在2021年超过50.0亿元人民币，本土品牌占比将达到约30%。

**图 39：2019 年中国医美透明质酸产品市场按销量占比**

**图 40：中国医美透明质酸产品市场按销售额占比 (按入院价)**



资料来源: Frost&Sullivan, 申万宏源研究



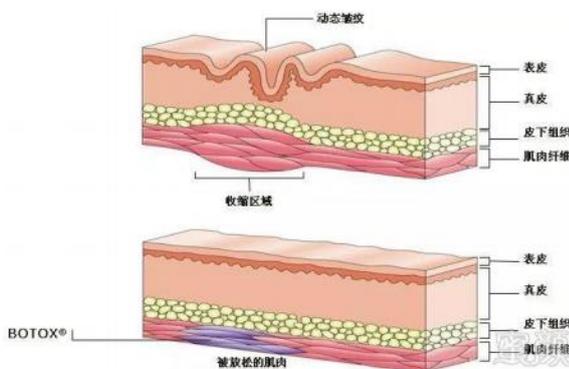
资料来源: Frost&Sullivan, 申万宏源研究

## 2.5 肉毒素市场高速增长，国内呈寡头垄断格局

肉毒素在医美中主要用于瘦脸、瘦腿、除皱，俗称“瘦脸针”。肉毒素是由肉毒杆菌在繁殖过程中产生的神经毒素蛋白，分为 A-G 八个类型。其中 A、B 型可以用作注射用肉毒素，A 型效力更强，是目前应用最广泛的肉毒素。肉毒素主要通过抑制周围运动神经末梢释放乙酰胆碱，阻断神经与肌肉的信息传导，造成局部肌肉神经麻痹、废用性萎缩，达到除皱目的。

肉毒管制严格，国内肉毒非法注射情况严峻。1) 肉毒由于其具有剧毒，制备过程要求极高，2008 年 NMPA 颁布《关于将 A 型肉毒毒素列入毒性药品管理的通知》，将 A 型肉毒毒素及其制剂列入毒性药品管理。2) 据艾瑞调研，注射肉毒的医美用户中有 48.4% 的用户注射了非法品牌，如通过非法渠道进入国内的韩国水货“白毒、粉毒、绿毒”，医美市场监管有待加强，同时也应加强消费者教育，引导消费者注射合规合法的针剂。

图 41: 肉毒素除皱原理



资料来源: 蜜颜, 申万宏源研究

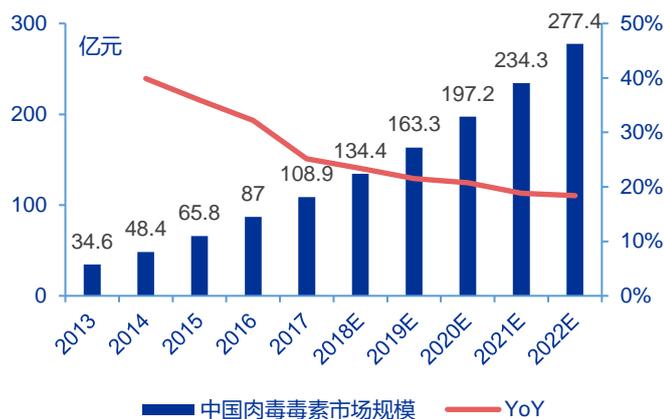
图 42: A 型肉毒毒素 150kDa 的核心神经毒素的分子结构



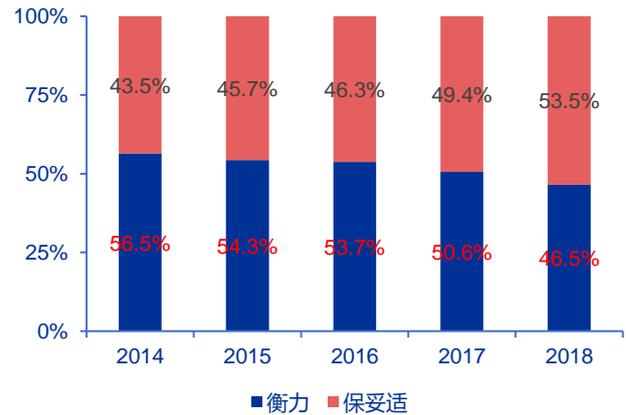
资料来源: 《肉毒毒素》, 申万宏源研究

注: 3 个功能区彩色编码分别是: 黄色, 含蓝色显示的锌原子的轻链催化结构区; 红色, 重链转位区; 绿色, 重链结合区。

**中国肉毒毒素市场保持高速增长，市场格局高度集中。**1) 市场规模上，2013-2017 年我国肉毒毒素市场规模由 34.6 亿元增至 108.9 亿元，复合增速达 33.2%，预计未来随着消费升级、肉毒品牌的丰富，肉毒市场会进一步扩张。2) 竞争格局上，肉毒管制严格，目前中国市场仅三家获批，市场高度集中。其中国产品牌衡力（兰州生物制品研究所）2018 年市占率为 46.5%，进口品牌 Botox 保妥适（美国艾尔建）市占率为 53.5%，是目前市面上祛皱精准度最高、安全性最好的产品。

**图 43：中国肉毒毒素市场规模及增速**


资料来源：Frost&amp;Sullivan，申万宏源研究

**图 44：肉毒市场竞争格局二分天下**


资料来源：IQVIA，申万宏源研究

**表 8：截止 2020 年 6 月中国仅三款注射用肉毒毒素获 NMPA 批准**

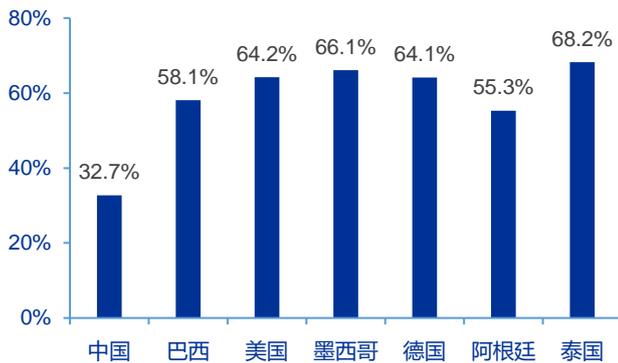
商品名称	保妥适 (BOTOX)	衡力	吉适 (Dysport)
公司	Allergan	兰州生物制品研究所有限责任公司	IPSEN LIMITED
国家	美国	中国	英国
NMPA 获批时间	2009 年 9 月	2012 年获批用于改善成人中重度眉间纹的暂时性治疗	2020 年 6 月
国内合作企业	无	无	无
分子量	900KD	300/500/900KD	300/500/900KD
价格	1000-2400/50 unit	450-950/50unit	1000-2000/50unit
弥散面积	小, 0.5cm <sup>2</sup>	大, 半径 1cm <sup>2</sup>	大
使用部位	精准部位 (眉间纹、鱼尾纹、瘦脸)	大面积部位 (瘦肩、瘦腿、瘦脸)	大面积部位 (瘦肩、瘦腿、瘦脸)
赋形剂	人血白蛋白 (不易产生过敏反应)	医药明胶 (易产生过敏反应)	人血白蛋白 (不易产生过敏反应)
维持时间	4-6 月	4-6 月	4-6 月

资料来源：NMPA，Frost&amp;Sullivan，新氧 APP，申万宏源研究

**肉毒占注射类项目比重仅 32.7%，提升空间大。**我国肉毒市场起步较晚，直至 2009 年首款可用于治疗面部皱纹的肉毒产品保妥适获 NMPA 批准，至今合规肉毒产品仅发展 11 年。对比医美市场较为成熟的国家，中国注射类项目中肉毒占比仅 32.7%，仅为美国、墨西哥、泰国的一半，未来增长潜力巨大。

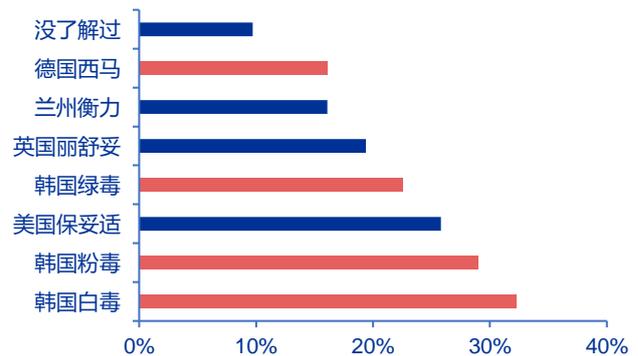
**国内肉毒非法注射情况严峻，监管利好正规品牌。** 1) 据艾瑞调研，注射肉毒的医美用户中有 48.4% 的用户注射过非法品牌，如通过非法渠道进入国内的韩国水货“白毒、粉毒、绿毒”。 2) 肉毒具有剧毒、制备过程要求极高，故监管严格。2008 年 NMPA 颁布《关于将 A 型肉毒毒素列入毒性药品管理的通知》，将 A 型肉毒毒素及其制剂列入毒性药品管理；2016 年 NMPA 发布加强注射用 A 型肉毒毒素管理的通知；2018 年宁夏、山东等地严厉打击非法医美，加强对肉毒等药品的监督检查。未来随着监管的进一步完善以及消费者教育的加强，正规合法的肉毒品牌市场将进一步扩容。

图 45：中国注射类项目中肉毒占比低于其他国家



资料来源：新氧医美行业白皮书，ISAPS，申万宏源研究

图 46：2020 年中国 48.4% 用户注射非法肉毒（红色为非法肉毒）



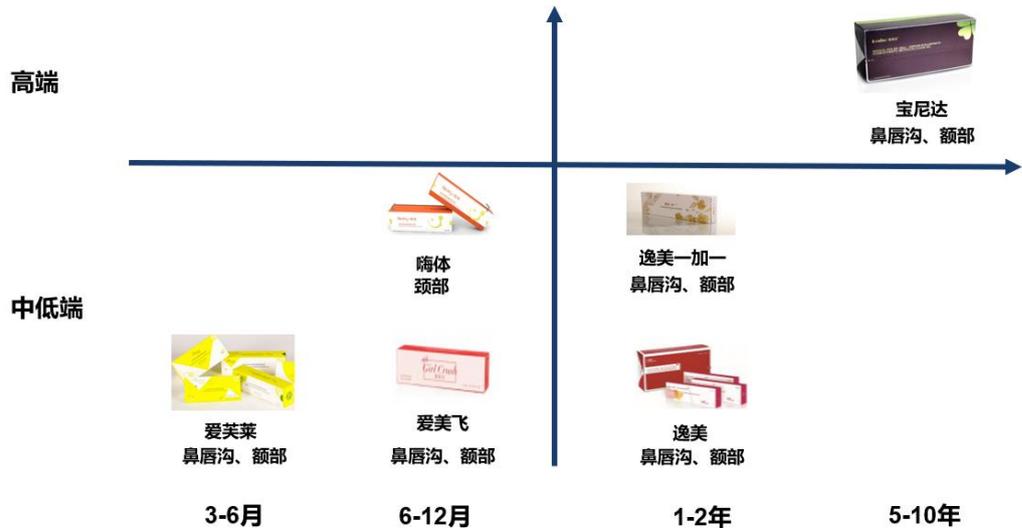
资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

### 3. 研发创新为导向，造就国民品牌

#### 3.1 产品矩阵完善，行差异化之路

**产品定位清晰准确，产品矩阵完善。** 2012-2019 年，公司共推出五款注射类透明质酸钠产品，在注射部位、维持时间、价格区间、配方组分均不相同，满足细分市场不同求美者的消费需求。1) 注射部位上，宝尼达专注于颈部皮肤祛皱，其余产品均针对面部祛皱填充。2) 维持时间上，爱美莱、爱美飞、嗨体均在一年以内，重复注射频次较高；逸美、逸美一加一中添加羟丙基甲基纤维素，延缓玻尿酸分解，延长填充剂在皮肤中维持时间至 1-2 年；宝尼达中添加 PVA 微球，刺激皮肤自身产生胶原蛋白，维持皮下胶原蛋白平衡，维持时间可达 5-10 年。3) 价格区间上，宝尼达高端定位，参考零售价格在 12800~22000 元/ml，其余产品均属于中低端定位。

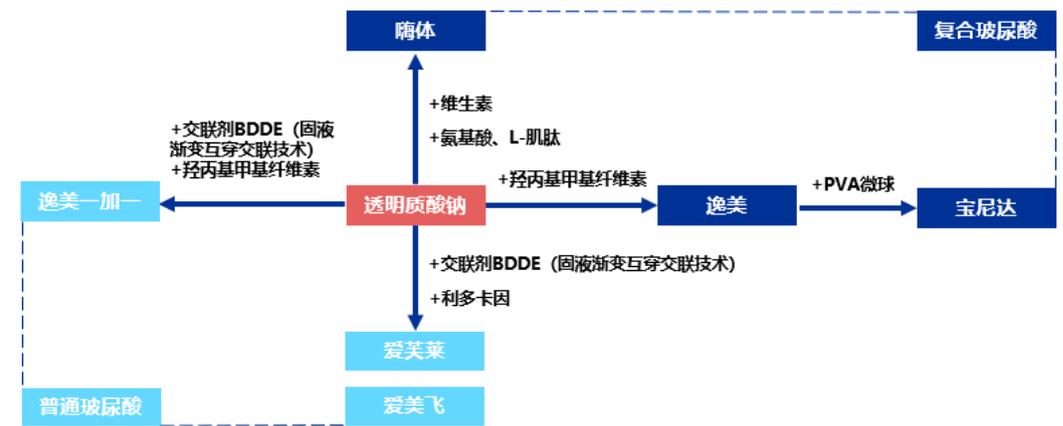
图 47：爱美客产品矩阵示意图



资料来源：公司招股说明书，新氧 APP，申万宏源研究

**普通玻尿酸和复合玻尿酸差异化布局，满足细分需求。** 1) 普通玻尿酸中，逸美一加一、爱芙莱、爱美飞均为交联填充剂，以 BDDE（毒性较低）为交联剂、使用固液渐变互穿交联技术（延长维持时间及减少交联剂用量），其中爱芙莱、爱美飞中添加镇痛效果的利多卡因，逸美一加一中羟丙基甲基纤维素起支撑作用。2) 复合玻尿酸中，嗨体中加入维生素、氨基酸、L-肌肽等实现皮肤仿生修复，长效填充剂宝尼达添加 PVA 微球刺激胶原蛋白再生。

图 48：复合玻尿酸及普通玻尿酸满足差异化需求



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

表 9：爱美客注射类透明质酸钠产品一览表

产品名	注册时间	适用范围	备注	零售价格区间	维持时间
逸美	2009.01	额部、鼻唇部	国内首款透明质酸钠类注射填充剂	2000~4000 元/ml	1-2 年
宝尼达	2012.01	额部、鼻唇部	国内首款含 PVA 微球的透明质酸钠注射填充剂	12800~22000 元/ml	5-10 年
爱芙莱	2015.04	鼻唇沟	国内首款含利多卡因的透明质酸钠注射材料	1000~3000 元/ml	3-6 个月
爱美飞				-	8-10 个月
嗨体	2016.12	颈部	国内首款用于修复颈纹的复合注射材料	2800-4000 元/ml	6-12 个月
逸美一加一	2016.12	额部、鼻唇沟	新型针对褶皱皮肤修复的复合注射材料	-	1-2 年

资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

**产品力强，销量逐年上升，毛利率稳定。** 1) 销量上，除逸美产品因公司战略安排逐步退出市场外，宝尼达、爱芙莱、嗨体、逸美一加一销量逐年增加，客户及终端客户满意度高，具有一定的客户粘性；2) 毛利率上，公司各产品毛利率稳定；3) 营业收入上，除逸美外，其余产品均实现营业收入稳定增长，其中爱芙莱 16-19 年营业收入由 1.0 亿元增至 2.2 亿元，复合增速达 29.1%，嗨体 17-19 年营业收入由 3412.7 万元增至 2.4 亿元，复合增速达 166.6%。

**表 10：可比公司产品对比**

公司	产品	2016	2017	2018	2019
逸美	出厂价 (元/支)	931.76	649.43	1009.85	700.41
	毛利率	87.80%	92.87%	95.91%	96.07%
	销量 (万支)	2.56	1.72	0.55	0.30
	营业收入 (万元)	2386.42	1116.56	557.64	208.02
宝尼达	出厂价 (元/支)	2530.37	2451.31	2316.32	2547.49
	毛利率	98.23%	98.15%	98.11%	98.73%
	销量 (万支)	0.53	0.64	1.45	2.65
	营业收入 (万元)	1348.68	1579.62	3363.76	6750.35
爱芙莱	出厂价 (元/支)	368.01	310.41	300.52	310.83
	毛利率	85.96%	84.24%	87.09%	90.22%
	销量 (万支)	27.64	51.34	63.30	70.45
	营业收入 (万元)	10171.22	15934.93	19022.96	21899.18
爱美客	出厂价 (元/支)	-	-	-	292.75
	毛利率	-	-	-	91.39%
	销量 (万支)	-	-	-	1.67
	营业收入 (万元)	-	-	-	487.96
嗨体	出厂价 (元/支)	-	285.01	315.63	352.61
	毛利率	-	89.78%	90.30%	92.99%
	销量 (万支)	-	11.97	23.75	68.80
	营业收入 (万元)	-	3412.69	7497.26	24259.29
逸美一加一	出厂价 (元/支)	-	1277.78	1264.68	1220.87
	毛利率	-	96.12%	96.40%	96.37%
	销量 (万支)	-	0.04	1.21	1.70
	营业收入 (万元)	-	51.11	1525.07	2078.65
华熙生物	出厂价 (元/ml)	425.85	398.06	266.95	290.44
	毛利率	92.90%	93.54%	95.49%	92.18%
	销量 (万 ml)	27.45	20.80	36.54	14.09
	营业收入 (万元)	11691.20	8278.51	9755.51	4093.23
昊海生科	出厂价 (元/支)	360.06	334.05	313.04	288.73
	毛利率	-	-	-	-
	销量 (万支)	42.60	55.97	54.56	22.14
	营业收入 (万元)	15338.05	18696.04	17080.58	6392.43
姣兰	出厂价 (元/支)	-	810.27	778.61	732.75

	毛利率	-	-	-	-
	销量 (万支)	-	0.76	3.86	3.58
	营业收入 (万元)	-	614.67	3002.41	2623.26
	出厂价 (元/支)	288.00	290.55	285.35	263.29
海薇, 姣兰	毛利率	91.8%	93.1%	93.3%	92.2%
	销量 (万支)	65.70	87.78	93.26	43.60
	营业收入 (万元)	18921.60	25504.48	26611.74	11479.44

资料来源: 爱美客、昊海生科、华熙生物招股说明书、年报, 申万宏源研究

注: 华熙生物 2019 年数据均为 2019Q1, 昊海生科 2019 年数据均为 2019H1

### 爱芙莱:

**首款含麻注射玻尿酸, 单相交联增强产品稳定性及安全性。** 1) 公司于 2015 年 4 月取得爱芙莱注册证, 推出国内首款含利多卡因的单相交联中分子玻尿酸产品, 率先增加舒缓镇痛功效提升终端消费者注射体验, 提前抢占市场份额。此产品适用于面部太阳穴、额头、鼻部、苹果肌、下巴等的填充。2) 使用固液渐变互穿交联技术, 能够有效延长凝胶在体内的停留时间, 降低交联剂 BDDE 的使用, 增强产品的安全性及稳定性。3) 添加利多卡因局部麻醉剂, 缓解注射疼痛, 增强终端消费者体验。4) 定位中低端, 终端零售参考价为 1000~3000 元/ml, 维持时间在 3-6 个月。

**高性价比获市场认可, 销量稳定增长。** 16-19 年爱芙莱销量增长较为稳定, 主要由于产品含有盐酸利多卡因, 可减少注射疼痛, 且定位中低端, 产品性价比较高, 易获得市场认可。16-19 年产品销量由 27.6 万支增至 70.5 万支, CAGR 达 36.6%, 16-19 年营业收入由 1.0 亿元增至 2.2 亿元, CAGR 达 29.1%。

图 49: 国内市场含利多卡因注射类玻尿酸产品及注册时间一览表



资料来源: 新氧 APP, NMPA, 公司招股说明书, 申万宏源研究

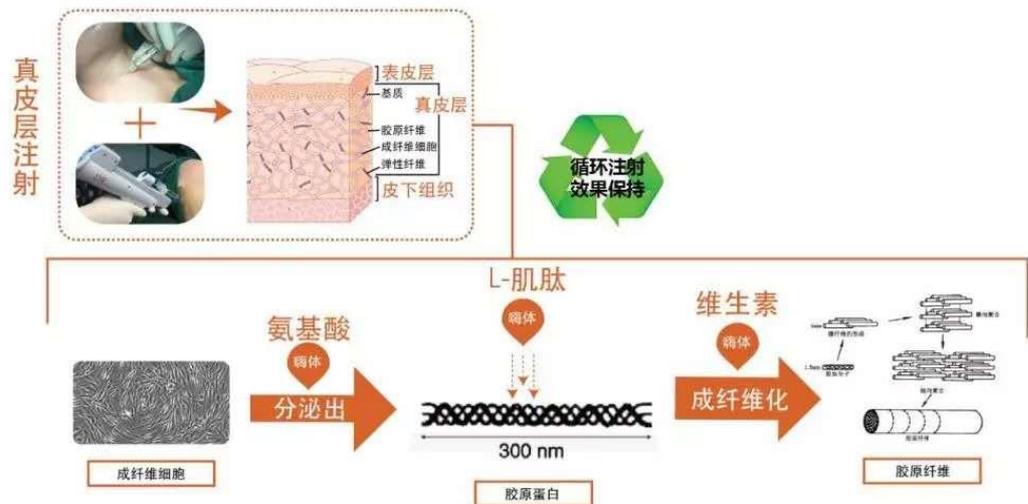
### 嗨体:

**专注颈纹修复, 填补玻尿酸填充领域空白。** 1) 公司于 2016 年 12 月取得嗨体注册证, 为国内首款专门针对颈纹治疗的产品, 通过作用于真皮层细胞, 原位补充透明质酸, 抚平、收紧颈部皮肤, 使其恢复光滑、紧致。2) 使用组织液仿生技术, 复合溶液中含有透明质酸钠、L-肌肽、氨基酸和维生素, 能够补充皮肤内水分, 辅助机体自身成纤维细胞分泌大量

胶原蛋白，最终在 L-肌肽的保护下形成胶原纤维，达到皮肤仿生修复效果。3) 使用非交联透明质酸，维持时间在 6-12 个月，定位中低端，终端零售参考价位 2800-4000 元/ml。

上市仅 3 年营业收入 CAGR 达 166.6%，19 年营收占比近半。2017 年上半年国内唯一经药监局批准的针对颈纹改善的注射类玻尿酸产品嗨体上市，受益于其精准的市场定位、产品安全性和有效性，经过三年的市场培育，嗨体迅速得到客户及终端消费者认可，终端消费需求大幅上升，推动公司营业收入大幅增长，19 年销量 68.8 万支，同比增长 189.7%，营业收入 2.4 亿元，同比增长 223.6%，是公司营业收入占比最高的产品（43.5%）。

图 50：嗨体作用原理示意图



资料来源：皮肤管理小助手，申万宏源研究

**推出嗨体新成员“熊猫针”，精准定位眼周逆龄。**2020 年 6 月公司发布新品“熊猫针”，是国内首款专门用于治疗泪沟及黑眼圈的玻尿酸填充剂以往治疗泪沟使用的一般玻尿酸虽然能直接补充组织容量，但是注射过多容易移位。熊猫针作为一款理想的泪沟填充剂，兼具复弹、充盈、持久优点，成分上，产品富含多种营养成分，促进胶原蛋白的生成及维持胶原蛋白活性；技术上，使用低渗透调节技术提高产品的充盈效果，增强凝胶粘稠度；维持时间上，单次注射可维持 3 个月左右，两次注射后可维持 12 个月左右，与玻尿酸填充剂相比其物理维持时间升级 1-3 个月。公司以独特的产品定位充分挖掘眼周填充的潜在细分市场，有望成为公司下一个爆品玻尿酸填充剂。

图 51：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
眶周肤质	眼周皮肤修复	嗨体2.5	1支	3周/次 4次/疗程
眶周细纹	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
下睑容量形态	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
	眶格脂肪溢出（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，2-4个月一看视情况1个月加强一次

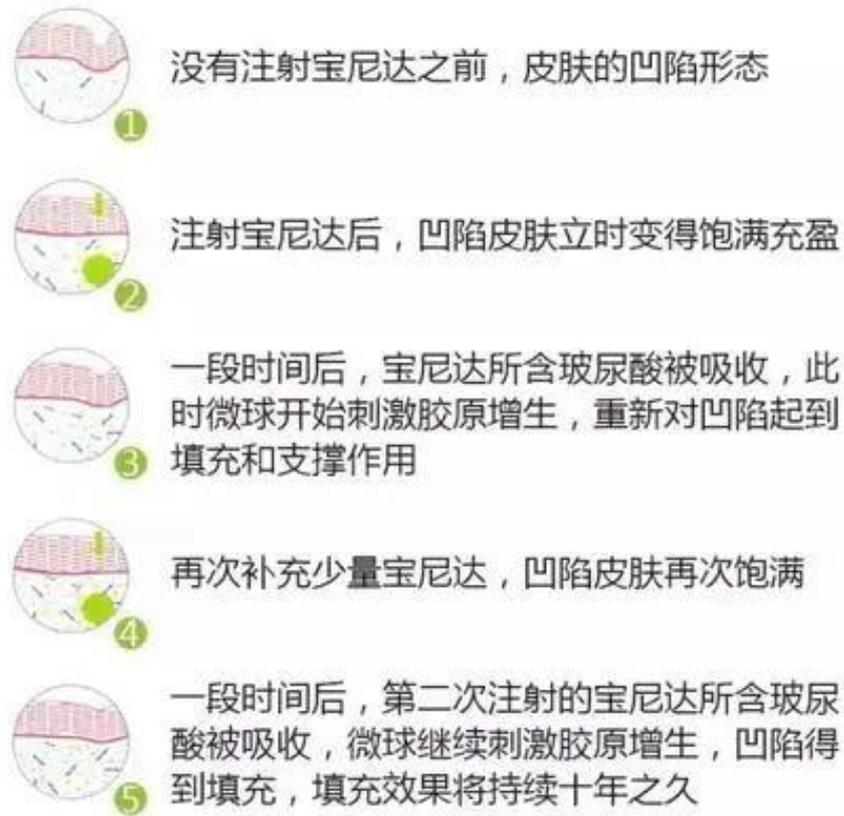
资料来源：微整产品库，申万宏源研究

### 宝尼达：

**高端长效复合注射填充剂，PVA 微球刺激胶原生产。** 1) 公司于 2012 年 10 月取得宝尼达产品注册证，为国内首款含 PVA 微球的玻尿酸注射填充剂。2) 国内首款长效复合玻尿酸填充剂，含有 80%复合玻尿酸及 20%PVA 微球，其中玻尿酸起到支撑及填充的作用，3-6 月后在人体内降解，而 PVA 微球能够刺激胶原蛋白不断生长，实现皮下胶原蛋白动态平衡，故维持时间可在 5-10 年。3) 定位高端，2019 年出厂平均零售价为 2547 元/支，参考终端零售价为 12800~22000 元/ml。

**多年市场推广培育，18-19 年销量增速超 100%。** 自 2012 年上市以来，宝尼达经过多年市场推广与培育，逐渐获得下游医疗美容机构及终端者的满意和认可，随着消费者医美观念的改善及消费水平的提高，近年来销量及营业收入大幅提升，其中 19 年销量 2.7 万支，同比增长 82.8%，营业收入 6750.4 万元，同比增长 100.7%，占公司总营业收入的 12.1%。

### 图 52：宝尼达作用原理



资料来源：重庆瑞奥美容，申万宏源研究

### 3.2 前瞻性产品战略布局，先发优势明显

**医疗器械注册证申请周期 3-4 年，国内仅 17 家公司获得同类产品注册证。** 1) 据《医疗器械注册管理办法》等相关规定，我国对医疗器械的生产采取生产许可和备案制度，对于Ⅲ类医疗器械生产需向所在地省、自治区、直辖市药品监督管理部门申请生产许可，药品监督管理部门审查批准后颁发医疗器械生产许可证。2) 医疗器械研发注册流程一般包括实验室研究、动物实验、注册检验、临床试验和注册申报等环节，产品研发周期视情况而定，注册申请周期在 3-4 年，总体预估周期在 4 年及以上，周期较长。3) 公司在注射类透明质酸钠产品类共有 5 个注册证，于 2009 年获得国内首款透明质酸钠填充剂“逸美”的注册证。截止 2019 年 12 月 31 日，仅有另外 17 家企业取得与公司同类产品的国内医疗器械注册证，公司在国内软组织修复领域具有一定的先发优势。

图 53：医疗器械研发注册流程在 3 年以上



资料来源：道和思源，德大咨询，申万宏源研究

生物药品开发周期较长，不确定因素大。据《药品注册管理办法》，生物药品研发注册流程一般包括设计开发、临床前研究、临床申报、临床试验、产品注册等环节，周期较长，不确定因素较大。

图 54：生物药品研发注册流程



资料来源：天地恒一制药，申万宏源研究

**前瞻性产品战略规划，提前抢占市场。**公司管理团队具有国际化视野，密切跟进行业研究成果及未来发展趋势，将公司实际情况与国际生物医药研究进展有机结合，制定前瞻性产品开发战略，造就公司产品矩阵的先发优势。

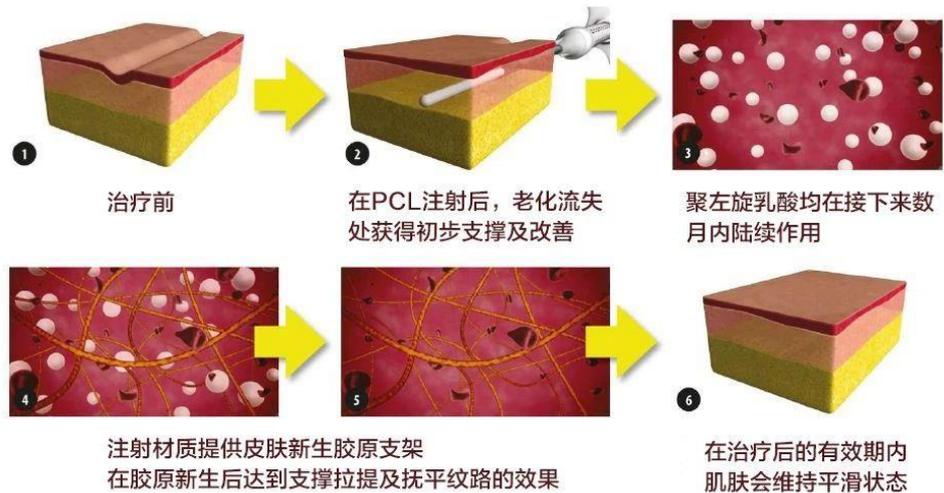
1) 推出国内首款针对颈部填充的玻尿酸注射产品“嗨体”、国内首款含麻注射材料“爱美莱”、“爱美飞”。切合市场需求，产品销售情况良好，三款产品营收占比超 80%。

2) 2019 年推出国内首款面部埋植线“紧恋”。公司于 2019 年 5 月取得“聚对二氧环己酮面部埋植线” III 类医疗器械注册证，系国内首款获得国家药监局批准的面部埋植线产品，安全性高，能够被人体完全吸收。

3) 在研“童颜针”-医用含修饰聚左旋乳酸微球的透明质酸钠凝胶，预计于 2020 年末取得产品注册证书。

**童颜针激发胶原蛋白再生，达到永久性补充效果。**童颜针常见有效成分是聚左旋乳酸（PLLA）或聚己内酯（PCL），是一种具有良好生物相容性的、可降解的合成聚合物，通过持续激发胶原蛋白再生，达到补充软组织容量的效果。不同于一般的填充物质吸收代谢后将恢复注射前原状，童颜针填平凹陷处、修饰老化皮肤外，能长期保持胶原蛋白的新生，促进软组织生长，将其效果维持数年之久。

图 55：童颜针作用原理



资料来源: 肉毒毒素 btxa, 申万宏源研究

图 56: 童颜针治疗部位



资料来源: 肉毒毒素 btxa, 申万宏源研究

**制取工艺迭代, 剂型增多。**传统童颜针是白色颗粒型粉末剂型, 需提前 48 小时溶解静置后才能注射。随着产品制取工艺迭代, 目前一些童颜针溶解后静置 10 分钟即可注射。同时, 除童颜针之外, 出现包括童颜水凝、童颜线的新剂型。

表 11: 童颜三大剂型对比: 童颜针、童颜水凝、童颜线

剂型	材质	治疗方式	维持时间	注射层次	治疗内容
童颜针	白色冻干粉	手针注射	永久	真皮层与 SMAS 筋膜浅层间	保持胶原蛋白新生, 填平皮肤凹陷
童颜水凝	混合凝胶	水光注射	1-3 个月	真皮层	可配合水光仪治疗, 用于皮肤抗衰
童颜线	可吸收线材	微创植入	永久	皮肤下行成网状胶原蛋白结构	线雕治疗中促进嫩肤和胶原蛋白再生

资料来源: 肉毒毒素 btxa, 申万宏源研究

**国内现无通过 III 类医疗器械注册，爱美客童颜针有望成为首款合规产品。**目前市场上童颜针产品所取得批文均为 I 类医疗器械，按照法律法规不能作为注射类产品注入人体。爱美客预计于 2020 年末取得 III 类医疗器械注册证书，将成为市面上唯一能够合法用于面部注射填充的童颜针产品，有望获得目前非法市场的全部市场规模并独占 2-3 年。

**表 12：童颜针品牌大全，均无国内 III 类医疗器械注册证**

品牌	产地	成分	全球资质	国内资质	图示
Sculpture 塑然雅	法国	聚左旋乳酸 PLLA	FDA	暂无	
AestheFill 爱塑美	韩国	聚左旋乳酸 PLLA、聚右旋乳酸 PDLA、羟甲基纤维素 CMC	KFDA	暂无	
DermaVeil 得美妍	美国	聚左旋乳酸 PLLA、甘露醇 GLA	FDA	暂无	
Reborn 瑞博	中国	聚左旋乳酸 PLLA、甘露醇 GLA	暂无	吉长械字号	
EVOPLLA 欧倍颜	中国	聚左旋乳酸 PLLA	暂无	暂无	
SianMagic 仙诺德	中国	聚左旋乳酸 PLLA	暂无	CFDA I 类械字号	
GanaFill 加纳菲	韩国	聚左旋乳酸 PLLA、聚右旋乳酸 PDLA	KFDA	暂无	
Bellezza 百佳利	韩国	聚左旋乳酸 PLLA	暂无	暂无	
Touch Up 美拉克	韩国	聚乙内酯 PCL	暂无	CFDA 进口妆字号	

Bellona 贝洛娜    韩国    聚乙内酯 PCL    暂无    暂无



资料来源：肉毒毒素 btxa, CFDA, 申万宏源研究

**4)2019 年新增在研项目 A 型肉毒毒素, 目前进入申报临床阶段, 预计将于 2023-2024 年上市。**肉毒毒素是致命的肉毒杆菌分泌的细菌毒素, 作用于运动神经末梢干扰乙酰胆碱释放, 阻止肌纤维收缩使肌肉松弛, 在医美中主要用于去除动态皱纹。因肉毒毒素毒性较大, 在中国受到严格管控, 目前国内批准上市的仅 3 款, 分别为衡力(兰州生物制品研究所生产)、保妥适(美国艾尔建生产)和吉适(英国 IPEN 生产), 难以满足国内庞大的医美市场需求。目前国内肉毒市场上“水货”“假货”猖獗, 据艾瑞调研 48.4%的用户注射过非法肉毒针剂。未来随着国内监管逐步完善、市场规范程度的提高, 获国家 NMPA 批准的合规品牌将获得快速发展。

**表 13: 国内肉毒毒素产品在审情况**

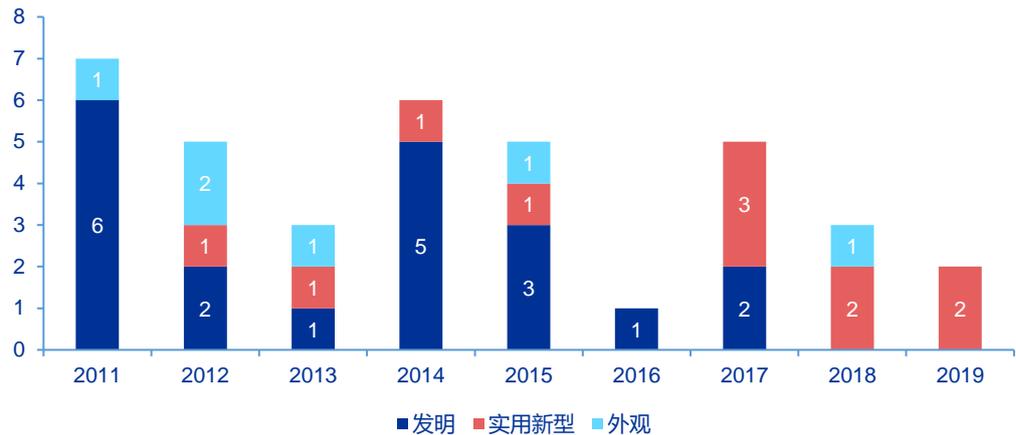
商品名称	公司	国家	国内合作企业	进度	状态开始日
Botulax 白毒	Hugel	韩国	四环制药	已完成临床试验	2017/2/23
Xeomin	Merz	德国	精鼎医药	已完成临床试验	2017/10/30
Nabota 绿毒	大熊制药	韩国	无	三期临床试验	2020/4/20
Hutox 橙毒	Huons	韩国	爱美客	申报临床(预计于 2023-2024 年上市)	-
RT002	Revance	美国	复星医药	临床审批中	-
Meditoxin 粉毒	Medytox	韩国	华熙生物	已完成临床试验, 2020 年 6 月因原料造假 Medytox 被吊销产品许可	2016/3/30

资料来源: NMPA, 各公司官网, 申万宏源研究

### 3.3 研发实力雄厚, 在研项目储备丰富

**坐拥 20 项发明专利, 5 大核心技术打造优质产品。**1) 截至 2019 年 12 月 31 日, 公司拥有 37 项专利, 其中包括 20 项发明专利, 11 项实用新型专利, 6 项外观设计专利。2) 公司以技术创新为先导, 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, 自主研发形成了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核心技术, 并将其应用于公司核心产品, 包括逸美、宝尼达、爱芙莱、嗨体、逸美一加一、爱美飞。

**图 57: 公司共拥有 37 项专利, 其中 20 项为发明专利**



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

**表 14：公司核心技术具体情况及对应专利数量**

技术名称	技术特点	技术优势	产品应用	已取得专利数量
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	4
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。	爱美莱、爱美飞、逸美一加一	8
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	1
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，达到皮肤仿生修复的效果	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	1
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，保证了材料的稳定性。	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	2

资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

**在研及合作项目储备丰富，横向拓展公司产品矩阵。**公司管理及技术以市场及临床需求为导向，前瞻性地制定产品战略及研发项目。1) 医用含修饰聚左旋乳酸微球的透明质酸钠凝胶预计将于 2020 年末取得产品注册证书，进一步巩固公司在软组织修复领域的竞争优势。2) 横向拓展产品矩阵，涉足基因重组蛋白药物、医用生物补片等医用领域，现已取得阶段性成果，未来有望增厚公司利润。3) 公司目前参与 2 项合作研发项目，其一为作为牵头单位参与国家科学技术部“十三五”规划国家重点研发计划“新型颌面软硬组织修复材料研发”项目；其二为与韩国 Huons Co., Ltd.公司于 2018 年 9 月签订 A 型肉毒毒素

产品的合作协议，Huons 授权爱美客其产品在中国境内进口、注册、经销，由爱美客负责产品的临床试验及注册申报。

**表 15：公司主要在研项目一览表**

产品名	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
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
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
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

资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

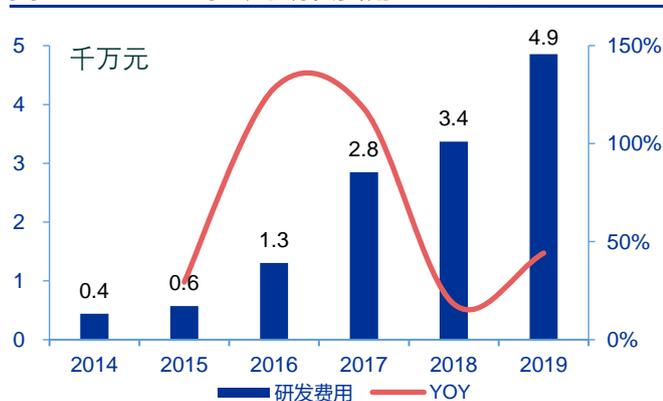
**表 16：公司合作研发项目情况**

项目名称	合作方	项目内容
新型颌面软硬组织修复材料研发	北京大学、吉林大学、中国科学院福建物质结构研究所	生产具有自主知识产权的骨诱导个性化颌面骨和新型软组织修复材料应用于颌面畸形与缺损的整复领域。
A 型肉毒毒素	韩国 Huons Co., Ltd.公司	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。

资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

**研发费用逐年增加，研发费用率略高于行业均值。** 1) 14-19 年公司研发费用从 442.8 万元增至 4856.4 万元，复合增速为 61.4%，系公司研发人员增多导致人工费用增加，以及公司推进多项在研项目，增加化合物开发、临床前研究及实验等导致服务费增加。2) 公司研发费用率逐年下降，19 年研发费用率为 8.7%，系公司营业收入增速较快；公司研发费用率略高于可比公司平均研发费用率，处于行业合理平均水平。

**图 58：14-19 年公司研发费用 CAGR 达 61.4%**



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

**图 59：公司研发费用率略高于可比公司均值**



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

**研发核心团队资历丰富，激励机制完善。**1) 截止至 2019 年 12 月 31 日，公司共拥有员工 315 人，其中研发及技术人员 72 人，占员工总数 22.9%。2) 公司核心技术人员主要包括尹永磊、张堃、陈雄伟、李睿智，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，产品研发及商业化经验丰富。3) 专家委员会成员有奚廷斐、顾其胜、张政朴，在医疗器械质检、透明质酸钠产品研发等领域具有丰富的经验及话语权，为公司研发团队提供引导及帮助。4) 约束激励措施完善，公司核心技术人员均在员工持股平台（知行军投资）中持股，并签署《保密协议》及《竞业禁止协议》；同时，公司对获得发明专利的员工设立奖励，并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。

**表 17：公司核心研发团队背景介绍**

姓名	履历
尹永磊	中国药科大学药物制剂本科学历。从业 15 年，主导公司已上市产品的规模化生产工艺开发及转化，主要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。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“十三五”规划国家重点研发计划“新型颌面软硬组织修复材料研发”项目。
核心技术 人员	张堃 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。从业 7 年，现任公司研发部项目经理。主导“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。获得授权发明专利 3 项，发表文献 3 篇。
	陈雄伟 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。从业 7 年，现任公司研发部经理。主导“注射用透明质酸钠复合溶液”、“医用生物补片”等项目。获得授权发明专利 4 项。
	李睿智 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。从业 5 年，现任公司研发部项目经理，参与“医用聚羧甲基葡萄糖胺聚糖凝胶项目”等研发项目。获得授权发明专利 17 项，发表文献 1 篇。
专家委员 会	奚廷斐 中国药品生物制品检定所医疗器械质量监督检验中心主任、博士生导师，兼任北京大学生物医用材料与组织工程研究中心主任。
	顾其胜 上海其胜生物材料技术研究所所长，美国生物材料学会委员，从事生物制品和生物材料研究工作 20 多年，曾研制第二代医用透明质酸钠和医用几丁糖。
	张政朴 曾任职于南开大学高分子化学研究所、教授、博士生导师，国际《International J. of Polymeric Materials》杂志编委。

资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

### 3.4 提供产品加服务一站式解决方案，加速终端网点布局

**销售服务体系完善，提供从产品到服务全面解决方案。**公司销售服务体系专业稳定，截止 2019 年底拥有 115 个销售人员，已形成以北京为中心，覆盖 31 个省、市、自治区的销售网络。直销为主的销售模式使公司更多直接参与到产品推广及终端销售，从源头把控客户及终端消费者需求，为下游医疗机构提供从产品到服务全面解决方案，服务内容涵盖产品公司、上市前准备、产品发布及后续销售，与客户建立长期稳定的或作关系，提高客户满意度及粘性。

**图 60：从产品到服务全面解决方案**



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

**覆盖客户数不断增加，未来增长潜力大。**根据艾瑞咨询调研 2019 年中国具备医疗美容资质的机构约 13000 家，2017-2019 年公司期末客户数由 907 家增至 1503 家，仅覆盖不到 12% 的医美机构，未来随着公司产品市场份额的不断增加，有望覆盖更多客户。

表 18：2017-2019 年公司客户数量不断增加

年度	期初客户数量	新增客户数量	停止合作客户数量	期末客户数量	期末销售人员数量	单个销售人员覆盖客户数量
2019	1,185	829	511	1,503	115	13
2018	907	614	336	1,185	103	12
2017	613	478	184	907	84	11

资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

**客户集中度低，终端客户粘性强。**2019 年公司前五大客户合计营业收入占比为 15.4%，同比增长 122.5%，客户集中度较低，不存在对个别客户的重大依赖，经营较为稳健。公司长期坚持“与客户合作共赢，共同发展”的经营策略，加强对优质客户的培养，并积极拓展新客户。此外，由于注射类透明质酸产品主要用于非手术类医美项目，消费频次、复购频率高，公司深耕透明质酸行业多年，产品安全性及有效性得到下游医疗机构及消费者认可，终端客户粘性较强。

表 19：19 年公司前五大客户营收占比为 15.4%，集中度较低

年份	排名	公司	销售金额 (万元)	营业收入占比	销售金额-YoY	销售模式
2019	1	上海康汝医疗器械有限公司	2,790.0	5.0%	132.4%	经销
	2	北京唯康生物科技有限公司	2,290.6	4.1%	293.2%	经销
	3	温州厚生商贸有限公司	1,324.4	2.4%	61.1%	经销
	4	北京中康时代医疗科技有限公司	1,120.5	2.0%	74.2%	直销
	5	黑龙江怡沁商贸有限公司	1,080.1	1.9%	-	经销
		合计	8,605.5	15.4%	122.5%	

2018	1	上海康汝医疗器械有限公司	1,200.5	3.7%	57.4%	经销
	2	温州厚生商贸有限公司	822.3	2.6%	-	经销
	3	江苏利德医疗器械有限公司	795.5	2.5%	-	经销
	4	北京中康时代医疗科技有限公司	643.2	2.0%	71.0%	直销
	5	北京唯康生物科技有限公司	582.6	1.8%	-	经销
		合计	4,044.1	12.6%	103.3%	
2017	1	杭州伊佳生物科技有限公司	814.0	3.7%	-	经销
	2	上海康汝医疗器械有限公司	762.7	3.4%	-	经销
	3	佛山市禅城区苏李秀英医院	382.1	1.7%	-	直销
	4	上海福鼎生物科技有限公司	378.9	1.7%	-	经销
	5	北京中康时代医疗科技有限公司	376.1	1.7%	-	直销
		合计	2,713.7	12.2%	-	

资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

**18-19 年人均创收由 311.7 万/人增至 485.0 万/人，销售费用率逐年下降。**得益于优良的产品力、前瞻性的资质优势、完善的销售渠道及服务体系，公司销售效率较高，19 年人均创收增至 311.7 万/人，高于行业可比公司；销售费用率逐年下降，系 19 年营收增速较快，19 年公司销售费用率降至 13.8%。

图 61：19 年人均创收 485.0 万/人



资料来源：Wind，申万宏源研究

注：人均创收计算方式为营业收入/销售人员数量

图 62：公司销售费用率逐年下降



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

### 公司未来增长点之一：大爆品+夯实产品力+拓宽产品矩阵。

1) 2019 年公司透明质酸钠填充产品按销量计算市占率全国第一，受益于终端客户粘性强、国产品牌较进口品牌的性价比优势、公司产品定位精准且全面，产品差异化定位，不断夯实产品力。预计伴随国内目前唯一针对颈纹修复的玻尿酸产品“嗨体”和国内首款长效复合玻尿酸填充剂“宝尼达”的持续高增长，未来公司市占率将进一步提升。2) 横向拓展产品矩阵，药械产品上，目前公司在研项目“童颜针”已处于注册申报阶段，预计将于今年年底或明年上市，成为国内第一款具有Ⅲ类医疗器械证的合规产品，除此之外针对唇部、手部褶皱修复产品处于研发阶段；生物药品上，与韩国 Huons 公司合作的 A 型肉毒毒素处于临床申报阶段，基因重组蛋白药品等研发也在同步进行。3) 向上延伸产业链，透

明质酸钠原料以及胶原蛋白原料研发项目处于开发样品阶段，未来有望打通上游原料产业，进一步降低生产成本，提高公司盈利水平。

### 公司未来增长点之二：终端网点加密布局。

销售结构上，公司销售渠道以直销为主，把控优质客户资源，为下游医疗机构提供从产品到服务的全面解决方案；终端网点上，公司客户数量不断增加，由 2017 年的 907 家增至 1503 家，而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 13,000 家，公司占比不到 12%，即使加上经销商覆盖的中小医美机构，公司未来仍有较大的加密覆盖终端网点的空间。随着终端网点布局的不断加密，公司产品渗透率将进一步提升。

## 4. 财务分析：控费良好，周转高效，盈利能力强劲

### 4.1 收入稳定增长，净利润增速过百

**公司经营稳健，19 年净利润增速过百。**公司两款注射填充剂“嗨体”、“爱芙莱”经过多年市场培育及推广，受到下游医疗美容机构及终端消费者的认可，销量增速快，业绩增长明显，19 年营业收入 5.6 亿元，同比增长 73.7%，归母净利润 3.1 亿元，同比增长 148.7%，增速均超过华熙生物和昊海生科。

图 63：19 年营收同比+73.7%至 5.6 亿元



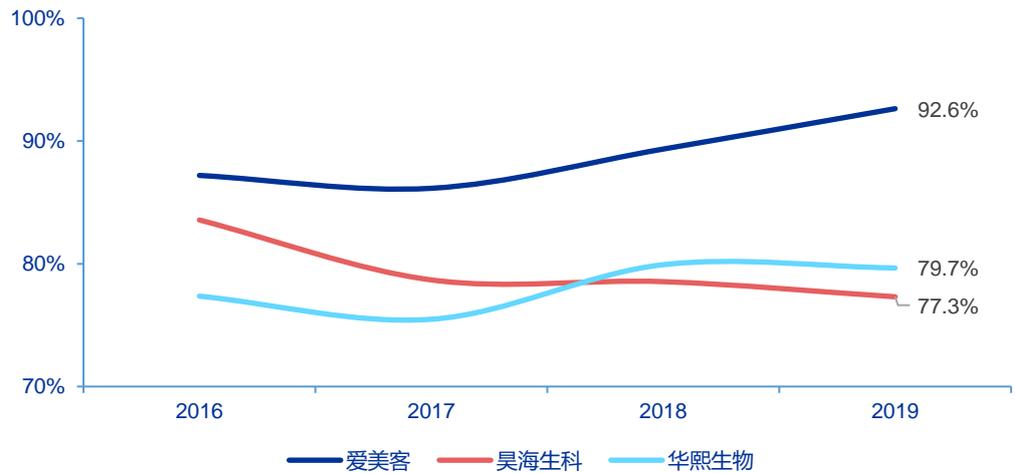
图 64：19 年归母净利润同比+148.7%至 3.1 亿元



### 4.2 毛利率高于行业均值

**19 年公司毛利率为 92.6%，高于行业平均水平。**公司主营产品注射用玻尿酸钠产品在各细分市场具有先发优势，商场认可度较高，能够获取细分市场的高溢价；随着公司不断增产，规模效益使得主要产品单位成本下降，综上公司 19 年综合毛利率高达 92.6%，高于行业均值。

图 65: 同行业毛利率对比

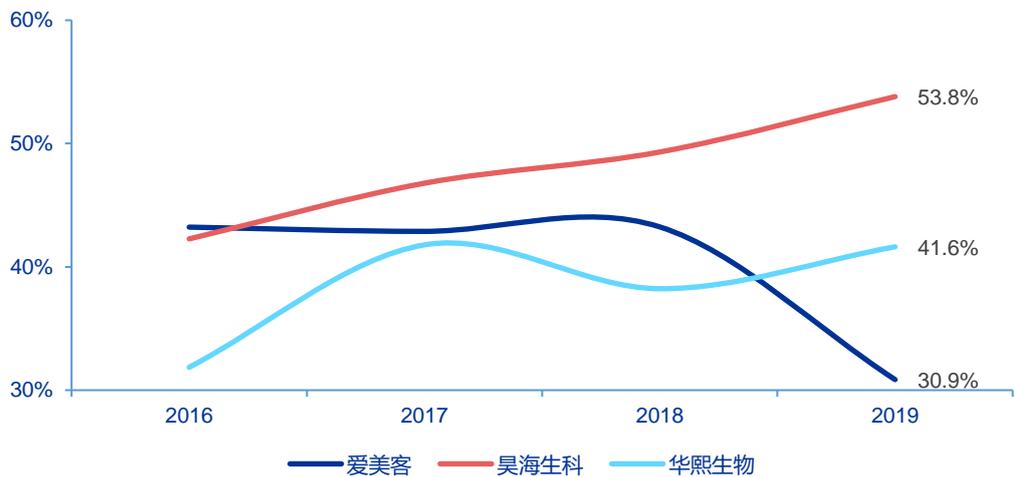


资料来源: Wind, 公司招股说明书, 申万宏源研究

### 4.3 控费良好, 费用率低于行业可比公司

公司期间费用率基本保持稳定, 主要为销售费用。2016-2019 年公司期间费用率分别为 43.2%、42.9%、43.2%、30.9%。19 年费用率大幅下滑, 分别低于昊海生科、华熙生物 22.9pct、10.8pct, 系营收增速较快。

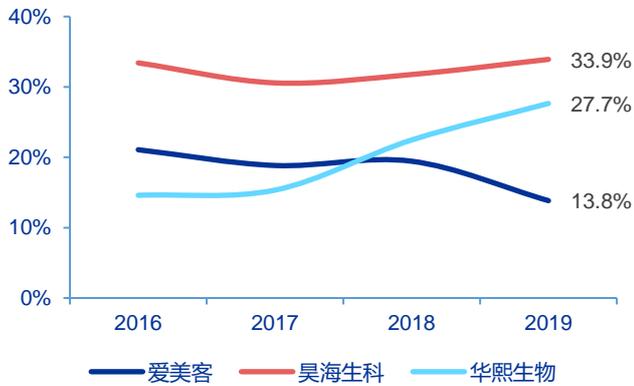
图 66: 同行业期间费用率对比



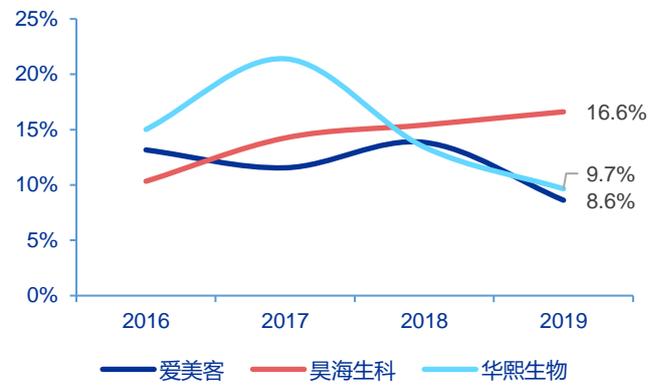
资料来源: Wind, 申万宏源研究

销售费用率低于华熙生物、昊海生科。2016-2019 年公司销售费用率分别为 21.1%、18.8%、19.4%、13.8%, 均低于同行业可比公司均值, 主要是因为公司之间在产品结构、销售模式上存在差异, 公司近年来经销销售渠道营收占比增加, 销售费用率有所下降。19 年销售费用率较 18 年大幅下降, 系公司 19 年营业收入增速过快。

**管理费用率略有波动，19 年低于可比公司。**公司管理费用逐年增加，系业务规模扩张导致管理人员同规模及薪酬增加，18 年公司管理费用率略有上升，系前次申报 IPO 中介机构费用增加，以及 2018 年建成平谷区马坊工业园区厂房导致各项费用上升。

**图 67：同行业公司销售费用率对比**


资料来源：Wind，申万宏源研究

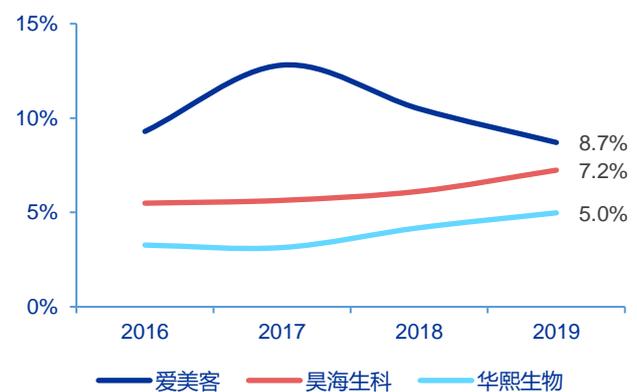
**图 68：同行业公司管理费用率对比**


资料来源：Wind，申万宏源研究

**研发费用率逐年降低，高于行业可比公司。**公司注重研发创新，目前在研主要项目包括基因重组蛋白药物、新型软组织填充剂等，16-19 年公司研发费用不断增加，CAGR 达 54.9%，呈递增态势。17-19 年公司研发费用率逐年下降，系近年来公司营业收入增速较快，但仍高于行业可比公司。

**图 69：同行业公司研发费用对比**


资料来源：Wind，申万宏源研究

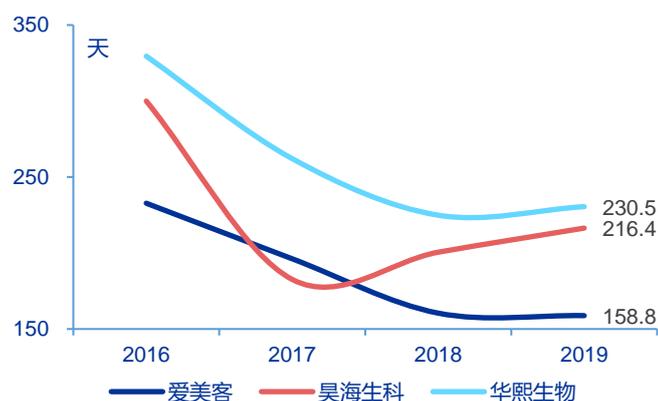
**图 70：同行业公司研发费用率对比**


资料来源：Wind，申万宏源研究

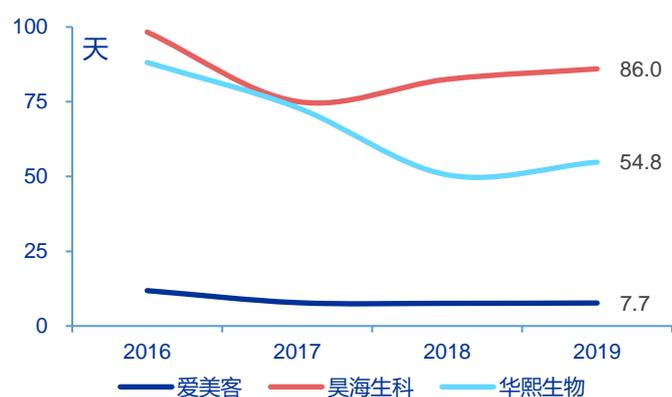
## 4.4 运营高效，周转能力优于可比公司

**16-19 年存货周转天数分别为 232.8 天、196.2 天、160.4 天、158.8 天，呈下降趋势，优于可比公司。**公司以销定产，产量及销量增长较快，为及时满足市场需求和降低采购成本，集中采购原材料，平均余额较高。

16-19 年应收账款周转天数分别为 11.8 天、7.8 天、7.6 天、7.7 天，远低于华熙生物和昊海生科。在直销和经销模式下，公司对大部分经销商和非公立医疗机构一般采用款到发货，结算方式为银行转账；对于合作时间较长、信用质量良好的客户给予一定信用额度的赊销，一般于货到验收后当月或次月结清货款。公司应收账款账龄主要在 1 年以内，账龄结构合理，资产质量较高。

**图 71：同行业公司存货周转天数对比**


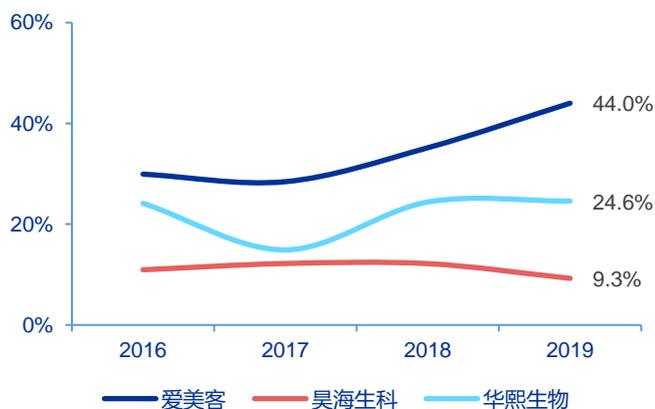
资料来源：Wind，申万宏源研究

**图 72：同行业公司应收账款周转天数对比**


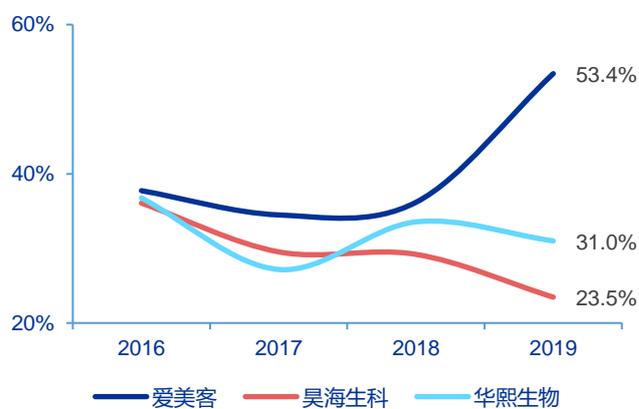
资料来源：Wind，申万宏源研究

## 4.5 盈利能力强劲，高净利率助推 ROE 逐年上升

受益于 53.4% 高净利率，19 年公司加权 ROE 高达 44.0%。2016-2019 年公司加权 ROE 分别为 29.9%、28.4%、35.2%、44.0%，均高于同行业可比公司。本次 IPO 发行后，募投项目投产需要一定建设期，短期看 ROE 会有一定幅度降低；中长期看，随募投项目建设落地，ROE 将逐步提升。

**图 73：同行业公司 ROE 对比**


资料来源：Wind，申万宏源研究

**图 74：同行业公司净利率对比**


资料来源：Wind，申万宏源研究

## 5. 盈利预测与估值

### 盈利预测:

我们预计, 公司 2020/2021/2022 年营收增长 32%/66%/55%至 7.3 亿元/12.2 亿元/18.8 亿元, 归母净利润增长 35%/53%/51%至 4.1 亿元/6.3 亿元/9.5 亿元。

### 费用预测:

受疫情影响公司销售费用率预计 20 年保持相对稳定在 13.5%, 21/22 年公司由于有新品上市, 预计销售费用率有所提升, 预计 2021/2022 年销售费用率为 16%。预计 2020/2021/2022 年管理费用率分别为 8%/9%/9%, 研发费用率分别为 8%/9%/10%。

### 具体逻辑如下:

公司 2017/2018/2019 年爱芙莱的销售量分别为 51/63/70 万支, 出厂价分别为 310/301/311 元/支。由于竞品较多且 20 年受疫情影响, 预计公司未来爱芙莱销售将平稳增长, 2020-2022 年销量分别为 74/85/95 万支, 同比提升 5/15/12%, 出厂价分别为 305/310/308 元/支。对应收入分别为 226/264/293 百万元, 分别增长 3%/17%/11%。

公司 2017/2018/2019 年嗨体的销售量分别为 12/24/69 万支, 出厂价分别为 285/316/353 元/支。由于嗨体定位于针对颈纹修复功效的玻尿酸产品, 预计未来 3 年内市场没有竞品, 预计公司未来嗨体销售将继续高速增长, 2020-2022 年销量分别为 114/204/358 万支, 同比提升 65/80/75%, 出厂价稳定在 353 元/支。对应收入分别为 401/721/1262 百万元, 分别增长 65%/80%/75%。

公司 2017/2018/2019 年宝尼达的销售量分别为 1/1/3 万支, 单价分别为 2451/2316/2547 元/支。由于是国内首款长效复合玻尿酸填充剂, 目前市面上竞品只有一款产品, 预计公司未来宝尼达销售将稳健增长, 2020-2022 年销量分别为 3/4/6 万支, 同比提升 15/40/40%, 单价均为 2548 元/支。对应收入分别为 78/109/152 百万元, 分别增长 15%/40%/40%。

公司 2017/2018/2019 年逸美一加一的销售量分别为 0.04/1/2 万支, 单价分别为 1278/1265/1221 元/支。预计公司未来逸美一加一销售将继续平稳增长, 2020-2022 年销量分别为 2/2/3 万支, 同比提升 10/20/20%, 单价均为 1220 元/支。对应收入分别为 23/27/33 百万元, 分别增长 10%/20%/20%。

公司 2019 年爱美飞的销售量为 2 万支, 单价为 293 元/支。预计公司未来爱美飞销售将稳步增长, 2020-2022 年销量分别为 2/2/2 万支, 同比提升 5/15/15%, 单价分别为 285/290/290 元/支。对应收入分别为 5/6/7 百万元, 分别增长 2%/17%/15%。

公司 2017/2018/2019 年逸美的销售量分别为 2/1/0.3 万支, 单价分别为 649/1010/700 元/支。由于公司新推出升级版的逸美一加一, 预计公司未来逸美销售将继续下滑, 2020-2022 年收入分别为 1/1/0.3 百万元, 同比变化-50%/-50%/-50%。

由于公司于 19 年 5 月取得国内首款国家药监局批准的 III 类医疗器械面部埋植线产品，预计公司未来紧恋销售将快速增长，但由于面部埋植线项目在国内仍属于小众市场，预计 2020-2022 年收入分别为 2/5/9 百万元，分别增长 200%/100%。

由于公司预计于 2020 年末取得童颜针产品注册证书，取得后将成为国内首款拿到 III 类医疗器械的童颜针产品，由于童颜针在国内已有部分消费者基础，所以参考嗨体上市第二年后收入规模，预计公司未来童颜针销售将高速增长，2021-2023 年收入分别为 85/128/179 百万元，分别增长 50%/40%。

**表 20: 爱美客盈利预测表**

单位: 百万元	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	222	321	558	734	1,217	1,884
主营业务收入	222	321	558	734	1,217	1,884
yoy		44%	74%	32%	66%	55%
爱芙莱						
收入	159	190	219	226	264	293
毛利	134	166	198	203	237	264
毛利率	84%	87%	90%	90%	90%	90%
嗨体						
收入	34	75	243	401	721	1,262
毛利	31	68	226	369	664	1,161
毛利率	90%	90%	93%	92%	92%	92%
宝尼达						
收入	16	34	68	78	109	152
毛利	16	33	67	76	107	150
毛利率	98%	98%	99%	99%	99%	99%
逸美一加一						
收入	1	15	21	23	27	33
毛利	0.5	15	20	22	26	32
毛利率	96%	96%	96%	96%	96%	96%
爱美飞						
收入			5	5	6	7
毛利			4	5	5	6
毛利率			91%	91%	91%	91%
逸美						
收入	11	6	2	1	1	0.3
毛利	10	5	2	1	0.5	0.3
毛利率	93%	96%	96%	95%	95%	95%
紧恋						
收入				2	5	9
毛利				1	4	8
毛利率				92%	92%	92%
童颜针						
收入					85	128
毛利					78	117

毛利率					92%	92%
其他						
收入	2	1	1			
毛利	0.4	0.4	0.3			
毛利率	28%	27%	37%			
营业总成本	132	180	217	275	510	808
yoy		36%	20%	27%	85%	58%
主营业务成本	31	34	41	57	95	145
yoy		11%	20%	39%	65%	54%
毛利	192	287	517	734	1,217	1,884
毛利率	86%	89%	93%	92%	92%	92%
净利润	82	123	306	411	627	945
yoy		50%	149%	35%	53%	51%
净利率	37%	38%	55%	56%	51%	50%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 估值：

公司是国内医美终端透明质酸钠产品龙头企业，目前 A 股上市公司中，涉及到医美终端玻尿酸产品的上市公司华熙生物和昊海生科 2020 年 PE 分别为 89/73，2021 年 PE 分别为 66/47。考虑到公司在医美终端玻尿酸产品具有极强的护城河：产品矩阵全，差异化定位+研发扎实，技术壁垒高+过证能力强，具有国内多个首发注册证，先发优势明显。此外，公司是市场上唯一一家纯医美器械类上市公司，且公司拥有市场唯一一款颈部修复类产品酶体，20/21 年有多款产品上市，其中童颜针将成为国内首个拿到三类医疗器械注册证的童颜针类产品，有望成为继酶体后第二个大爆品，预计公司 19-22 年净利润复合增长率为 45.6%，而可比公司未来三年的净利润复合增长率在 13-28% 区间。公司目前 peg 水平为 2.2，可比公司 peg 水平在 3.3-5.6 区间。

表 21：可比公司估值表

证券代码	证券简称	股价	总股本 (亿股)	市值 (亿元)	ROE	EPS			PE			CAGR 19-22E	PEG
		2020/9/29			19 年 (加权)	20E	21E	22E	20E	21E	22E		
688363.SH	华熙生物	128.40	4.8	616.3	24.59	1.39	1.89	2.54	92	68	51	27.7%	3.3
688366.SH	昊海生科	114.80	1.8	175.6	9.26	1.55	2.42	3.04	74	47	38	13.2%	5.6
平均									83	58	44		
300896.SZ	爱美客	342.40	1.2	411.6	44.01	3.42	5.22	7.87	100	65	43	45.6%	2.2

资料来源：Wind，申万宏源研究

## 6. 风险提示

**注射类透明质酸钠产品竞争激烈：**近年来国内医疗美容市场快速增长，公司所处医美产业链上游透明质酸钠产品市场毛利率水平高达 90%，吸引多家企业通过自主研发或者兼

并收购方式进入市场，行业竞争逐渐加剧。若公司无法妥善应对行业新进入者，经营业绩可能无法维持高速增长。

**在研项目延期推出：**我国Ⅲ类医疗器械研发注册流程一般包括实验室研究、动物实验、注册检验、临床试验和注册申报等环节，生物药品研发注册流程一般包括设计开发、临床前研究、临床申报、临床试验、产品注册等环节，产品研发周期视情况而定，注册申请周期在 3-4 年，不确定因素较多。若公司在研产品如童颜针、肉毒等延期推出，可能会对公司未来的产品布局及盈利能力产生不利影响。

**业务资质和产品注册批件无法按时续期：**公司注射类透明质酸钠产品营业收入占比较高，2017-2019 年透明质酸钠产品营业收入占比分别为 99.3%、99.6%、99.8%，其中嗨体和爱芙莱 2019 年营业收入占比分别为 43.5%、39.3%。若未来公司相关业务资质和透明质酸钠类产品注册证无法按时续期，则可能对公司业绩带来不利冲击。

## 财务摘要

### 合并损益表

百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	321	558	734	1,217	1,884
营业收入	321	558	734	1,217	1,884
营业总成本	180	217	275	510	808
营业成本	34	41	57	95	145
税金及附加	6	4	5	8	12
销售费用	62	77	99	195	301
管理费用	44	48	59	110	170
研发费用	34	49	59	110	188
财务费用	-2	-2	-3	-6	-9
其他收益	2	3	3	3	3
投资收益	1	7	7	7	7
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
信用减值损失	0	-1	0	0	0
资产减值损失	-1	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	143	350	472	721	1,088
营业外收支	-0	1	0	0	0
利润总额	143	351	472	721	1,088
所得税	27	53	71	110	166
净利润	116	298	401	612	922
少数股东损益	-7	-8	-10	-15	-23
归母净利润	123	306	411	627	945

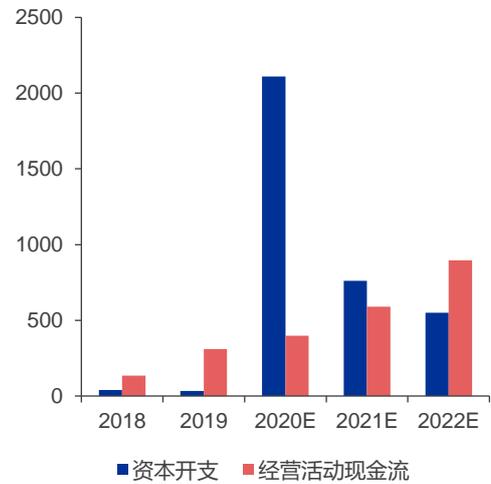
资料来源: wind, 申万宏源研究

### 合并现金流量表

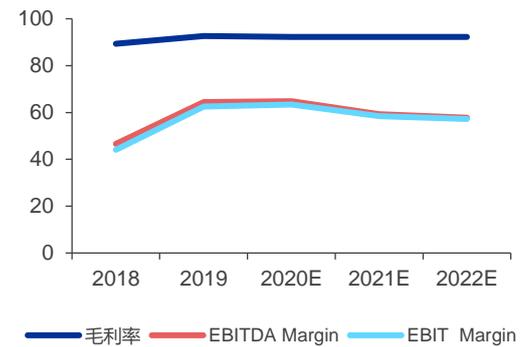
百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	116	298	401	612	922
加: 折旧摊销减值	9	11	10	10	10
财务费用	0	0	-7	-11	-11
非经营损失	4	-6	-7	-7	-7
营运资本变动	4	7	2	-14	-18
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	135	310	399	590	896
资本开支	39	33	2,110	760	550
其它投资现金流	1	7	7	7	7
投资活动现金流	-38	-26	-2,103	-753	-543
吸收投资	10	7	3,572	0	0
负债净变化	-6	0	0	0	0
支付股利、利息	50	45	-7	-11	-11
其它融资现金流	-1	-6	0	0	0
融资活动现金流	-46	-44	3,578	11	11
净现金流	51	240	1,875	-153	364

资料来源: wind, 申万宏源研究

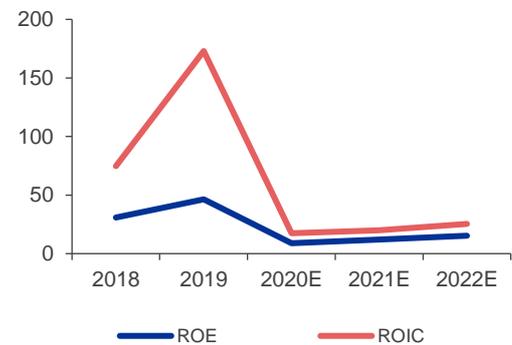
### 资本开支与经营活动现金流



### 经营利润率(%)



### 投资回报率趋势(%)

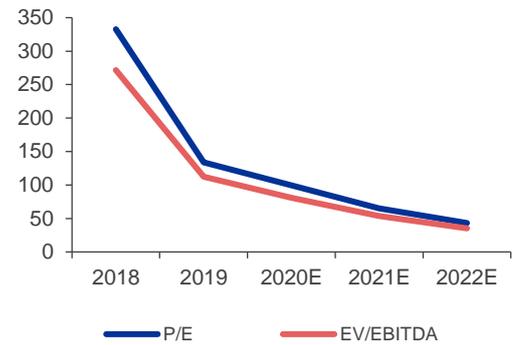


### 收入与利润增长趋势(%)

**合并资产负债表**

百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	296	565	2,437	2,299	2,681
现金及等价物	266	506	2,380	2,228	2,592
应收款项	14	22	25	39	55
存货净额	13	23	18	18	20
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	3	14	14	14	14
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	140	151	2,251	3,001	3,541
无形资产及其他资产	28	28	28	28	28
资产总计	464	744	4,716	5,328	6,250
流动负债	45	67	67	67	67
短期借款	0	0	0	0	0
应付款项	42	57	57	57	57
其它流动负债	2	11	11	11	11
非流动负债	14	14	14	14	14
负债合计	59	81	81	81	81
股本	90	90	120	120	120
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	140	140	3,681	3,681	3,681
其他综合收益	0	0	0	0	0
盈余公积	25	45	72	112	174
未分配利润	144	384	768	1,355	2,239
少数股东权益	6	4	-6	-22	-45
股东权益	405	663	4,635	5,247	6,169
负债和股东权益合计	464	744	4,716	5,328	6,250

资料来源: wind, 申万宏源研究


**相对估值(倍)**

**重要财务指标**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标(元)	-	-	-	-	-
每股收益	1.02	3.39	3.42	5.22	7.87
每股经营现金流	1.13	2.58	3.32	4.91	7.46
每股红利	-	-	-	-	-
每股净资产	3.31	5.48	38.61	43.83	51.70
关键运营指标(%)	-	-	-	-	-
ROIC	74.7	173.0	17.4	19.8	25.4
ROE	30.8	46.4	8.9	11.9	15.2
毛利率	89.3	92.6	92.2	92.2	92.3
EBITDA Margin	46.6	64.4	64.8	59.2	57.7
EBIT Margin	44.1	62.6	63.4	58.4	57.2
营业总收入同比增长	44.3	73.7	31.7	65.7	54.8
归母净利润同比增长	49.5	148.7	34.5	52.6	50.8
资产负债率	12.7	10.9	1.7	1.5	1.3
净资产周转率	0.81	0.85	0.16	0.23	0.30
总资产周转率	0.69	0.75	0.16	0.23	0.30
有效税率	19.0	15.4	15.4	15.4	15.4
股息率	-	-	-	-	-
估值指标(倍)	-	-	-	-	-
P/E	332.8	133.8	99.5	65.2	43.2
P/B	102.6	62.0	8.8	7.8	6.6
EV/Sale	126.6	72.4	52.4	31.8	20.3
EV/EBITDA	271.7	112.5	81.0	53.6	35.2
股本	90	90	120	120	120

资料来源: wind, 申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swhysc.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenuoxi@swhysc.com
海外	朱凡	021-23297573	zhufan@swhysc.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。