

投资评级 优于大市 首次覆盖

医美龙头持续推新，先发优势显著

投资要点:

发行价格及数量

发行价格 (元)	118.27
发行数量 (百万股)	30

股本结构

总股本 (百万股)	120
流通 A 股 (百万股)	30
B 股/H 股 (百万股)	0/0

专注产品研发创新的医美龙头。公司致力于重组蛋白和多肽等生物医药开发，已成功实现注射类透明质酸钠系列产品及聚对二氧环己酮面部埋植线的产业化，并建立医用几丁糖、聚乳酸等生物医用材料的产品技术转化平台，临床应用涵盖医疗美容、外科修复以及代谢疾病治疗等。①**收入&利润:**随着新品不断上市，公司规模快速增长，2019 年收入和归母净利各 5.58 和 3.06 亿元，过去 4 年 CAGR 各 49%和 104%，其中嗨体上市后增长迅速，2019 年收入占比已达 43.5%。②**股权:**以 IPO 发行后股本计算，实控人简军合计持股 38%，员工持股平台知行军投资、客至上投资合计持股 10.69%。③**募投项目:**募投项目总额 19.6 亿元，主要用于产能扩建、产品研发、营销网络和智能工业管理平台建设。

行业: 医美成长空间大，多品类扩张。①**市场:**据新氧招股说明书援引 Frost & Sullivan 分析，2018 年中国医美市场规模 1220 亿元，2014-18 年 CAGR 为 23.6%，预计 2018-23 年仍保持 24.2%高增速；2017 年中国医美疗程渗透率 1.2%，对标韩国仍有近 8 倍空间。玻尿酸和肉毒素占比大，据 ISAPS 统计 2017 年全球占比各 26%和 40%。②**玻尿酸:**发展空间大，中国产业信息数据显示，中国大陆透明质酸填充项目渗透率仅 0.18，远低于发达国家；行业监管趋严，据中国产业信息数据，预计 2020 年正品市场占比将超过 29%。③**肉毒素:**增速快潜力大，据立木信息咨询搜狐号数据，2018 年中国肉毒素市场规模 39.2 亿元增长 32.4%；国内目前仅衡力、保妥适、Dysport 三款获批产品，竞争格局优。

公司: 产品先发优势大，销售网络逐步完善。①**产品:**公司通过自主研发，相继推出产品逸美、宝尼达、爱芙莱、嗨体、逸美一加一、紧恋，各产品在配方组份、适用部位、修复效果等方面有所不同，满足不同部位、不同层次的市场消费需求。②**研发:**公司高度重视技术储备和转化，研发投入逐年递增，占收入的平均比重约 10%，优于行业平均；目前在研产品中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。③**销售:**直销为主经销为辅，2017 年引进部分新增经销商，以进一步提升爱芙莱及嗨体两个产品的市场覆盖率和渗透率，经销模式占比不断提高，2019 年占比达到 35.92%；目前销售网络以北京为中心覆盖全国，募投项目计划在北京、成都、南京、广州、杭州、西安成立营销中心，销售网络进一步完善。

盈利预测与估值。预计 2020-22 年收入各 7.1 亿元、10.1 亿元、13.9 亿元，同比增长 28.1%、41.6%、37%；归母净利润各 3.9 亿元、5.6 亿元、7.7 亿元，同比增长 27.3%、43.9%、36.8%。采用 PEG 估值方法，参考同业可比公司，给以公司 2021 年 1.5-1.6xPEG，给以合理市值区间 369-394 亿元，合理价值区间 306.94-327.41 元，首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示:研发和创新不及预期、新产品开发和注册风险、产品结构相对单一、市场竞争加剧

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	321	558	714	1011	1386
(+/-)YoY(%)	44.3%	73.7%	28.1%	41.6%	37.0%
净利润(百万元)	123	306	389	560	766
(+/-)YoY(%)	49.5%	148.7%	27.3%	43.9%	36.8%
全面摊薄 EPS(元)	1.02	2.54	3.24	4.66	6.37
毛利率(%)	89.3%	92.6%	91.1%	91.4%	91.4%
净资产收益率(%)	30.8%	46.4%	8.8%	11.5%	14.0%

资料来源: 公司年报 (2018-2019), 海通证券研究所
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

分析师:汪立亭

Tel:(021)23219399

Email:wanglt@htsec.com

证书:S0850511040005

分析师:李宏科

Tel:(021)23154125

Email:lhk11523@htsec.com

证书:S0850517040002

分析师:高瑜

Tel:(021)23219415

Email:gy12362@htsec.com

证书:S0850519080003

目 录

1. 概况：专注产品研发与创新的医疗美容龙头	5
1.1 业务布局：以玻尿酸产品为核心，规模快速增长	5
1.2 股权结构：创始人高比例持股，员工利益共享	6
1.3 募投项目：提升产能和研发，完善营销与信息化	7
2. 行业：医美成长空间大，多品类扩张	7
2.1 市场：增速快潜力大，注射类占比有望提升	7
2.2 玻尿酸：本土品牌增速较高，发展潜力大	8
2.3 肉毒素：市场空间大增速快，竞争格局优	10
3. 公司：先发优势显著，销售网络逐步完善	12
3.1 打造多产品线，塑造先发优势	12
3.2 重视技术储备转化，研发能力强	13
3.3 直销经销结合，销售网络逐步完善	15
4. 盈利预测与估值	16
4.1 盈利预测：预计 2020-2022 年归母净利润 3.9/5.6/7.7 亿元	16
4.2 估值：整体市值区间 369-394 亿元，合理价值区间 306.94-327.41 元	18
5. 风险提示	18
财务报表分析和预测	19

图目录

图 1	公司 2015-2019 年收入及增速	5
图 2	公司 2015-2019 年归母净利润及增速	5
图 3	公司收入分产品占比（%，2019）	6
图 4	公司收入分地区占比（%，2019）	6
图 5	主要国家医美疗程渗透率（%，2017）	8
图 6	中韩两国 18-40 岁女性医美用户渗透率（%，2018）	8
图 7	中国非手术医美项目案例数和收入占比（%，2011-2018）	8
图 8	全球除中国非手术类医美项目具体细分领域占比（2017）	8
图 9	全球透明质酸注射次数及占比（2014-2018）	9
图 10	全球美容用透明质酸钠销售额及增速（2015-2018E）	9
图 11	中国医药级透明质酸医美产品市场规模（2014-2019）	9
图 12	主要国家透明质酸填充项目渗透率（%，2018）	9
图 13	中国医疗美容透明质酸产品市场竞争格局-按销售金额占比（2016-2018）	10
图 14	中国玻尿酸填充市场正品占比（%，2014vs2020E）	10
图 15	全球肉毒素市场规模（2015-2018）	11
图 16	中国肉毒素市场规模（2015-2018）	11
图 17	国内样本医院肉毒素销售金额占比（%，2014-2018）	12
图 18	市场各类肉毒素产地及认证情况	12

表目录

表 1 公司发展历史.....	5
表 2 公司 IPO 发行前后主要股东持股情况.....	6
表 3 公司募投项目情况	7
表 4 保妥适和衡力 A 型肉毒素产品比较.....	11
表 5 注射用透明质酸钠产品同业上市时间比较	12
表 6 爱美客产品情况	13
表 7 公司主要高管情况	13
表 8 公司核心技术的具体情况.....	14
表 9 公司与同行业可比公司研发费用率对比（%，2017-2019）	14
表 10 公司在研项目储备情况	14
表 11 公司产品的主要销售模式（2017-2019）	15
表 12 华熙生物注射用透明质酸钠凝胶产品及昊海生科整形美容与创面护理类业务销售 模式情况（2017-2019）	15
表 13 公司分产品收入预测（百万元）	16
表 14 公司合并损益表及预测（2018-2022E）	17
表 15 可比公司估值（倍，20200925）	18

1. 概况：专注产品研发与创新的医疗美容龙头

爱美客是国内生物医用软组织修复材料领域的创新型领先企业，立足于生物医用材料的研发和转化，致力于重组蛋白和多肽等生物医药的开发，已成功实现注射类透明质酸钠系列产品及聚对二氧环己酮面部埋植线的产业化，并建立了医用几丁糖、聚乳酸等生物医用材料的产品技术转化平台，相继推出了产品逸美、宝尼达、爱芙莱、嗨体、逸美一加一、紧恋，临床应用涵盖医疗美容、外科修复以及代谢疾病治疗等领域。

爱美客成立以来，以技术创新为先导，基于产、学、研、医一体化的研发模式，通过建设生物可降解新材料北京市工程实验室，搭建了生物医用材料产品转化平台，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，作为牵头单位参与了国家科学技术部规划国家“十三五”重点研发计划“新型颌面软硬组织修复材料研发”项目，产品与技术水平等得到了医疗机构客户及医生的广泛认可及好评。

表 1 公司发展历史

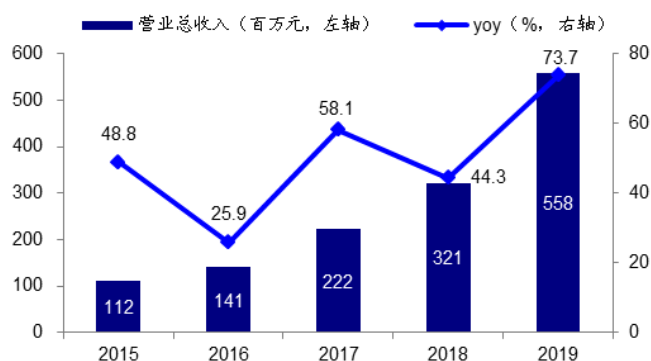
年份	主要事件
2004 年	北京爱美客生物科技有限公司成立
2009 年	国内首款透明质酸类填充产品 EME® <u>逸美</u> 上市
2012 年	国内首款具有长效作用的透明质酸类注射填充产品 Bonita® <u>宝尼达</u> 上市 获批成立“北京爱美客生物科技有限公司－生物可降解新材料北京市工程实验室”
2015 年	国内首款用于整形美容领域的无痛型透明质酸类注射填充产品 IFRESH® <u>爱芙莱</u> 上市
2016 年	完成股份制改造，公司正式更名为爱美客技术发展股份有限公司 作为十三五国家重点研发计划牵头单位，承担新型颌面软硬组织修复材料重点专项研发工作
2017 年	全球首款用于填充颈纹的注射用透明质酸钠复合溶液 Hearty® <u>嗨体</u> 上市 医用透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶“结构治疗·动静相宜 <u>逸美一加一</u> ”上市
2019 年	聚对二氧环己酮面部埋植线（ <u>紧恋</u> ）取得产品注册证书

资料来源：公司官网，招股说明书（注册稿），海通证券研究所

1.1 业务布局：以玻尿酸产品为核心，规模快速增长

2015-19 年收入和归母净利润 CAGR 各 49%和 104%。随着公司新产品不断上市，收入和利润实现快速增长。2019 年公司收入 5.58 亿元增长 73.7%，归母净利润 3.06 亿元增长 149%，主要得益于嗨体等产品销量的快速增长以及爱芙莱、嗨体、宝尼达等主要产品增值税征收变更为简易办法，税率下降导致（不含税）单价提升。

图1 公司 2015-2019 年收入及增速



资料来源：Wind，海通证券研究所

图2 公司 2015-2019 年归母净利润及增速



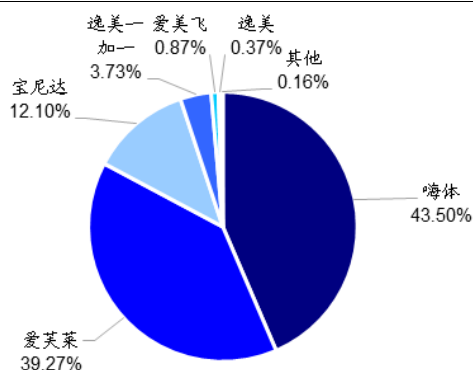
资料来源：Wind，海通证券研究所

分产品：嗨体 2017 年上市后增长迅速，2019 年收入 2.4 亿元增长 223.6%，占比已达到 43.5%；爱芙莱 2015 年上市之后增长稳定，2019 年收入 2.2 亿元增长 15.12%，

占比 39.27%，上市以来复合增速达到 61%；**宝尼达** 2012 年上市，经过近年来临床应用逐渐被市场接受，2019 年收入占比 12.1%；此外，公司还有**逸美**、**逸美一加一**、**爱美飞**等多个产品系列。

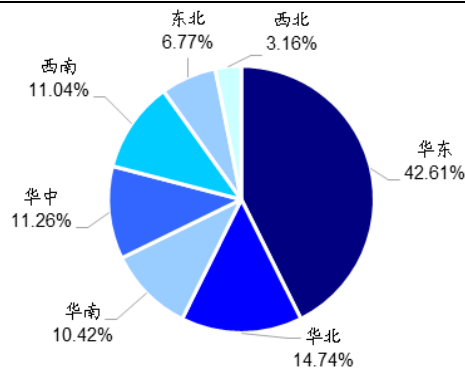
分地区：公司销售主要集中在华东、华北和华南地区，主要由于这些地区经济发展水平较高，医美市场发展迅速，大型美容医疗机构相对集中，且公司市场推广力度较强。**华东地区**贡献主要收入，2019 年收入 2.4 亿元增长 46.2%，占比 42.61%；**华北地区**紧接其后，2019 年收入 0.8 亿元增长 87.4%，占比 14.74%；**华中/西南地区**潜力大，2019 年增速各 134%与 139%，收入占比超过 10%。

图3 公司收入分产品占比（%，2019）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图4 公司收入分地区占比（%，2019）



资料来源：Wind，海通证券研究所

1.2 股权结构：创始人高比例持股，员工利益共享

公司股权结构集中，以 IPO 发行后股本计算，**实控人简军女士**除直接持有公司 30.96%的股份外，通过丹瑞投资、客至上投资及知行军投资间接持有公司 7.04%的股份，**合计持有公司的股份比例为 38%**。其余主要股东分别为知行军投资（6.41%）、Gannett Peak Limited（5.99%）等，其中**知行军投资**、**客至上投资**均为员工持股平台，合计持股 10.69%，合伙人全部系公司在职员工，通过员工持股平台，分享公司利益，充分提高积极性。

表 2 公司 IPO 发行前后主要股东持股情况

股东名称	发行前		发行后	
	持股数量（万股）	持股比例	持股数量（万股）	持股比例
简军	3722	41.35%	3721	30.96%
知行军投资	771	8.57%	771	6.41%
Gannett Peak Limited	720	8.00%	720	5.99%
石毅峰	583	6.47%	583	4.85%
丹瑞投资	583	6.47%	583	4.85%
客至上投资	514	5.71%	514	4.28%
苑丰	514	5.46%	491	4.09%
王兰柱	514	4.85%	437	3.63%
简勇	514	3.24%	291	2.42%
九州通	231	2.57%	231	1.92%
刘兆年	203	2.25%	203	1.69%
张政朴	164	1.82%	164	1.36%
刘佳	146	1.62%	146	1.21%
聚美军成	146	1.62%	146	1.21%
公众持股	-	-	3020	25.12%
合计	9000	100.00%	12020	100.00%

资料来源：招股说明书（注册稿），海通证券研究所

1.3 募投项目：提升产能和研发，完善营销与信息化

IPO 募投项目投资总额 19.6 亿元，主要投向（A）**产能扩建**：通过“植入医疗器械生产线二期建设项目”有助于扩大公司**爱芙莱、嗨体、逸美、宝尼达**的产能规模，提高生产效率。

（B）**产品研发**：“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”有助于改善公司研发环境，适应公司业务发展和技术升级的需求；“注射用基因重组蛋白药物研发项目”、“基因重组蛋白研发生产基地建设项目”、“注射用 A 型肉毒毒素研发项目”以及“去氧胆酸药物研发项目”将作为公司业务的新增长点，保证公司未来实现长期可持续发展。

（C）**营销网络建设**：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，通过定期举办各种培训的方式，向客户及其执业医师传授产品使用经验和技巧，以促进客户对公司产品的理解和运用能力，同时提高客户机构、执业医师和最终消费者的满意度。

（D）**智能工业管理平台建设**：通过本项目，公司将升级生产线管理软件，增强生产线的管理能力；加强实验室管理，提升产品研发能力和扩充公司产品线。同时，开展基于互联网和移动互联网的包括知识推广、培训、互动等一系列功能的客户服务，拓展公司的客户服务体系，提高公司的信息化水平及管理运营效率。

表 3 公司募投项目情况

序号	项目名称	拟投资总额（亿元）	投资额占比（%）
1	植入医疗器械生产线二期建设项目	1.94	9.90
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	1.53	7.81
3	基因重组蛋白研发生产基地建设项目	1.60	8.16
4	注射用 A 型肉毒毒素研发项目	1.20	6.12
5	营销网络建设项目	1.50	7.65
6	智能工业管理平台建设项目	0.80	4.08
7	注射用基因重组蛋白药物研发项目	3.04	15.51
8	去氧胆酸药物研发项目	2.00	10.20
9	补充流动资金项目	6.00	30.61
	合计	19.60	100

资料来源：招股说明书（注册稿），海通证券研究所

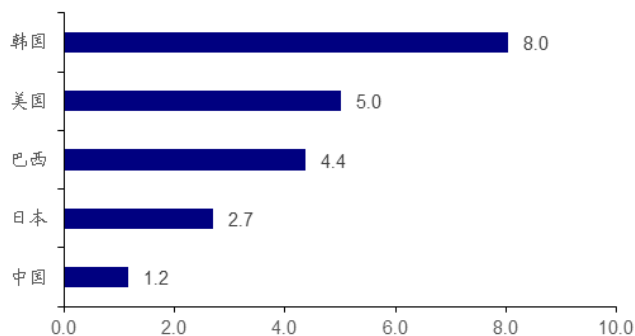
2. 行业：医美成长空间大，多品类扩张

2.1 市场：增速快潜力大，注射类占比有望提升

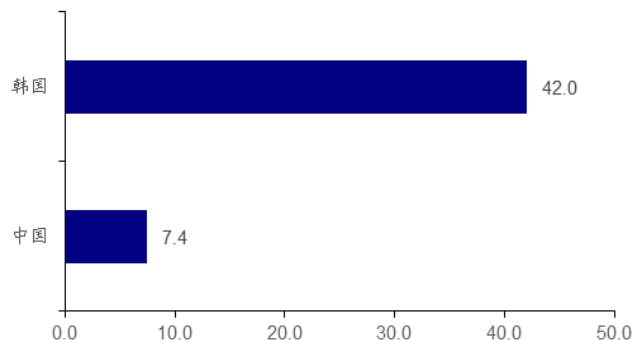
中国医美保持快速增长，规模已达千亿。随着经济的发展、人均可支配收入的增加、购买力和个人医美意识的提升，中国医疗美容市场是全球增速最快的美容市场之一。根据新氧招股说明书援引 Frost&Sullivan 分析，2018 年中国医美市场规模为 1220 亿元，2014-2018 年复合增速为 23.6%。中国在 2017 年已经成为全球第二大医美市场，亦是全球增速最快的国家之一；预计 2018-2023 年仍将保持 24.2% 的高增速，有望在 2021 年超越美国，成为全球第一大医美市场，于 2023 年达到 3601 亿元市场规模。

床位数：根据公司招股说明书（注册稿），2011 年末我国各类医疗机构中医疗美容科床位数为 5242 张，2017 年末增长至 11470 张，年均复合增长率高达 13.94%。**就诊人数**：根据公司招股说明书（注册稿），2011 年我国整形外科医院、美容医院的门诊数量分别为 34.72 和 78.40 万人次，共 113.12 万人次，至 2017 年已分别增长至 71.79 和 462.63 万人次，共 534.42 万人次，合计就诊人数年均复合增长率高达 29.54%。

医美行业渗透率低，成长空间大。医疗美容程序渗透率以每千人接受医疗美容程序为单位，根据新氧招股说明书援引 Frost&Sullivan 分析，2017 年中国医美程序渗透率为 1.2%，对标韩国市场仍然有近 8 倍的发展空间，尤其是对于二线城市而言，未来的增长潜力很大。其次，从目标客户的角度而言，根据 iiMediaResearch 数据显示，在 18-40 岁女性中，2018 年中国医美用户渗透率为 7.4%，韩国为 42.0%，二者之间有近 6 倍的差距。

图5 主要国家医美程序渗透率（%，2017）


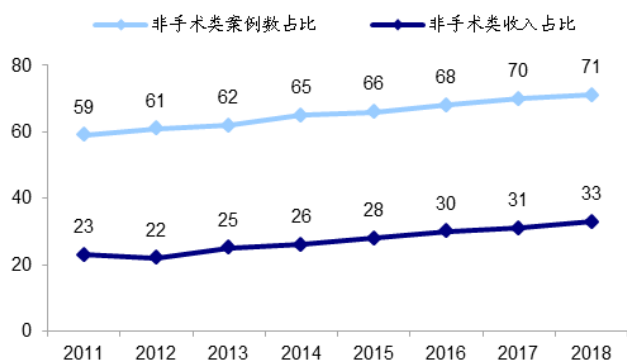
资料来源：新氧招股说明书援引 Frost&Sullivan，海通证券研究所

图6 中韩两国 18-40 岁女性医美用户渗透率（%，2018）


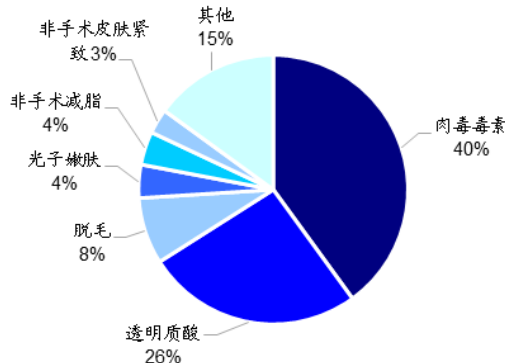
资料来源：iiMediaResearch，海通证券研究所

注射类手术接受度更高，占比有望提升。相比于手术类医疗美容，以注射类医疗美容为代表的非手术类医疗美容复原时间较快、价格及风险相对较低，市场接受度及复购率更高。根据中国产业信息数据，2018 年中国非手术类医美项目案例数和收入占比分别为 71%和 33%，呈现不断上升趋势。

其中，透明质酸和肉毒毒素已经成为最受欢迎的医疗美容非手术类项目，据中国产业信息网统计，2017 年两个项目占全球医疗美容非手术类项目数的比例分别为 26%和 40%。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。除中国外的全球非手术类医美项目中，肉毒毒素和透明质酸分别位居第一和第二，二者合计市场占比高达 66%。

图7 中国非手术医美项目案例数和收入占比（%，2011-2018）


资料来源：中国产业信息，海通证券研究所

图8 全球除中国非手术类医美项目具体细分领域占比（2017）


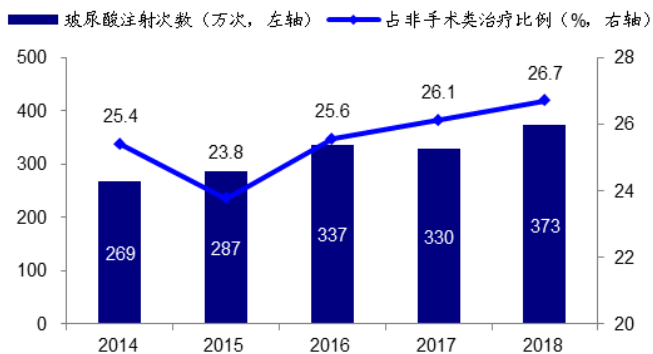
资料来源：中国产业信息网，海通证券研究所

2.2 玻尿酸：本土品牌增速较高，发展潜力大

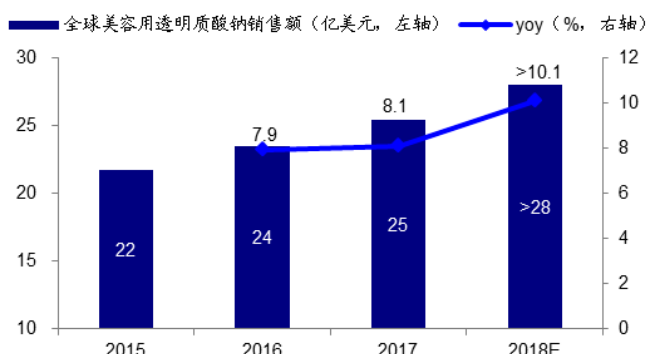
玻尿酸又名透明质酸，在人类皮肤的真皮层中扮演了基质的重要角色，无论是组织结构上整体的保养或是细胞之间的运送都具有重要功能，且与人体相容性好、不排斥，保湿效果好，降解时间较长，因而广泛应用于多个微整形领域。近 10 年来，交联透明质酸凝胶正逐步取代胶原蛋白等其它填充剂，成为当前主流的填充材料。

玻尿酸填充占比提升快。根据全球医美整形外科学会 (ISAPS) 的资料，2018 年全球共进行医美非手术类治疗项目 1003 万例，其中透明质酸注射项目 373 万次，占整体注射类项目比例达 26.7%。其次，观研天下援引美国整形美容外科协会统计显示，用于

美容领域的透明质酸钠销售额占总销售的 60% 以上, 2017 年全球销售额达到 25.43 亿美元, 观研天下预测 2018 年全球美容用透明质酸钠市场规模超过 28 亿美元, 整个市场未来上升空间很大。

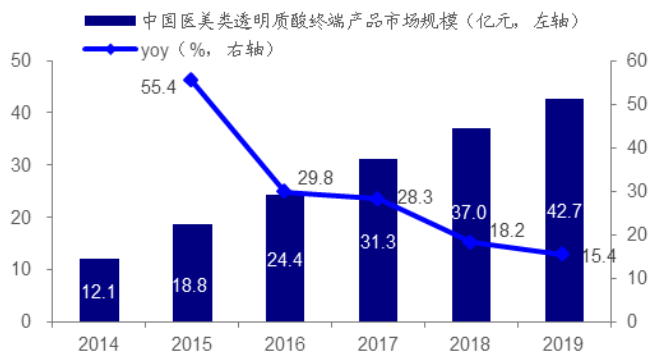
图9 全球透明质酸注射次数及占比 (2014-2018)


资料来源: ISAPS, 海通证券研究所

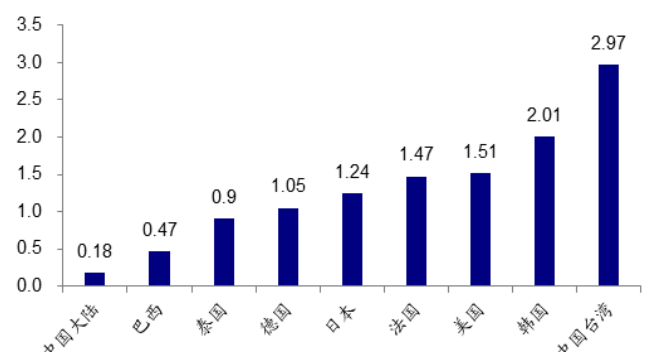
图10 全球美容用透明质酸钠销售额及增速 (2015-2018E)


资料来源: 观研天下援引美国整形美容外科协会, 海通证券研究所

根据华熙生物 2020 中报援引弗若斯特沙利文数据分析, 2019 年中国医疗美容类透明质酸终端产品的市场规模达到 42.7 亿元, 2015-2019 年复合增长率为 22.8%, 预计未来 5 年复合增速为 12.8%, 2024 年市场规模将达到 76 亿元。中国产业信息数据显示, 中国大陆透明质酸填充项目渗透率仅为 0.18, 低于日本 (1.24)、法国 (1.47)、美国 (1.51) 等发达国家及中国台湾 (2.97), 中国的透明质酸填充项目仍有较大发展空间。

图11 中国医美级透明质酸医美产品市场规模 (2014-2019)


资料来源: 招股说明书 (注册稿), 华熙生物 2020 中报, 海通证券研究所

图12 主要国家透明质酸填充项目渗透率 (% , 2018)


资料来源: 中国产业信息, 海通证券研究所

国外品牌领跑市场, 国内品牌占比逐步上升。由于国产品牌单价较进口品牌产品低, 从销售收入分析, 2018 年中国排名前三的本土企业占比仅为 23.4%, 进口品牌产品仍占据市场的主导地位。随着医疗美容透明质酸填充剂本土产品品类的增多, 质量的逐步提高, 以及技术的创新, 例如与利多卡因药械联用的透明质酸填充剂可在操作过程中起到止痛效果, 增加病人的接受程度, 本土品牌的市场销售收入有望进一步提高。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 30.0%。

图13 中国医疗美容透明质酸产品市场竞争格局-按销售金额占比（2016-2018）

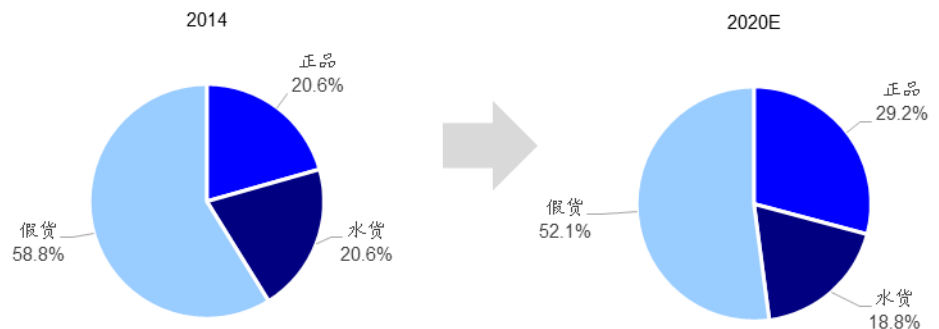


资料来源：招股说明书（注册稿），海通证券研究所

行业监管趋严，头部品牌受益。目前我国玻尿酸填充行业还不够规范，市场上流通着大量的假货水货。根据中国产业信息的数据显示，2014年正品、水货和假货市场销量占比分别约20.6%、20.6%和58.8%。

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。2015年起，国家开始加强对医美行业的监管力度。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。2019年，国家卫生健康委、公安部等7部门联合开展严厉打击非法医疗美容专项行动，全国公安机关共捣毁制售假药黑窝点728个，总涉案金额近7亿元，全国海关立案侦查、调查各类胶原蛋白、肉毒素等走私违法犯罪案件912起。随着市场发展趋于成熟，正品市场占比有望扩大，根据中国产业信息数据，预计2020年正品市场占比将超过29%。

图14 中国玻尿酸填充市场正品占比（%，2014vs2020E）



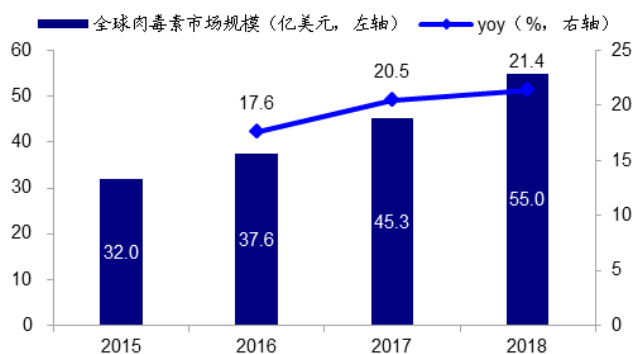
资料来源：中国产业信息网，海通证券研究所

2.3 肉毒素：市场空间大增速快，竞争格局优

肉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。

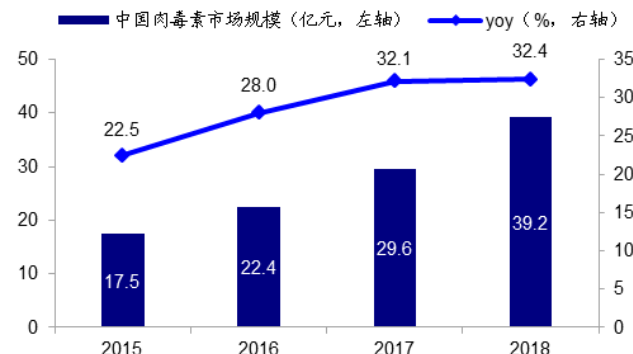
国内肉毒素市场增速快，发展潜力大。①**全球：**根据立木信息咨询搜狐号的数据，2018 年全球肉毒素市场规模 55 亿美元，同比增长 21.4%，根据招股说明书（注册稿）援引美国透明市场研究（Transparency Market Research）公司数据，预计 2026 年将达到 87.19 亿美元，年均复合增长率为 7.6%。②**中国：**国内肉毒素市场增速更快，根据立木信息咨询的数据，2018 年中国肉毒素市场规模约 39.2 亿元，同比增长 32.4%；根据招股说明书（注册稿）援引 IMS 样本医院统计数据显示，2015 年总销量达 1.13 亿元，考虑到总体市场规模约是样本医院的 10 倍，中国正规渠道肉毒素市场规模约在 10-15 亿元之间，2011-2015 年年均复合增速为 27.32%。相较于肉毒素全球市场，国内市场未来具有很大的发展空间。

图15 全球肉毒素市场规模（2015-2018）



资料来源：立木信息咨询搜狐号，海通证券研究所

图16 中国肉毒素市场规模（2015-2018）



资料来源：立木信息咨询搜狐号，海通证券研究所

国内肉毒素获批产品少，竞争格局优。根据中国产业信息网，1997 年 CFDA 批准兰州生物制品研究所的治疗用 A 型肉毒素“衡力”上市，用于眼睑痉挛，面肌痉挛等成人患者及某些斜视，特别是急性麻痹性斜视等斜视患者。中国成为继美国、英国会后第三个能够生产 A 型肉毒素产品的国家。1999 年 CFDA 批准艾尔建公司（Allergan）治疗用 A 型肉毒素“BOTOX 保妥适”用于治疗偏侧面肌痉挛和眼睑痉挛。

2009 年和 2012 年，CFDA 分别批准 BOTOX 保妥适和衡力适应症拓展到改善成人中重度眉间纹的暂时性治疗。据药监局 2020 年 6 月 19 日公告，经博福-益普生（天津）制药有限公司申请，“注射用 A 型肉毒素（Dysport50U）”正式获中国国家药品监督管理局批准上市（注册证号：S20200016），成为第三个获准在中国上市的 A 型肉毒素，我们认为这一新产品的发售有望与衡力、保妥适共同分享国内肉毒素市场份额。

保妥适 VS 衡力：保妥适和衡力在目标消费者定位、辅助赋形剂、生产工艺等方面都具有一定差异。①**定位：**保妥适定位高端人群，定价一般在衡力的 3 倍及以上，而衡力多定位为中高端群体，定价更为亲民。②**赋形剂蛋白质：**保妥适使用的为人血白蛋白，原材料来源于人体本身，而衡力使用的是医用明胶，属于异源性蛋白（来自猪），产生过敏反应的可能性高于保妥适。③**生产工艺：**保妥适采用真空干燥的方式，不易产生抗体，而衡力采用冻干干燥法，较易产生类毒素，患者可能产生肉毒素抗体而失去抗皱效果。④**弥散度：**保妥适和衡力的理论弥散面积为 0.5cm 和 1cm，前者更适合精准去皱，不易引起其他部位的表情僵硬，后者更适合瘦肩、瘦腿精准度要求较低的部位。

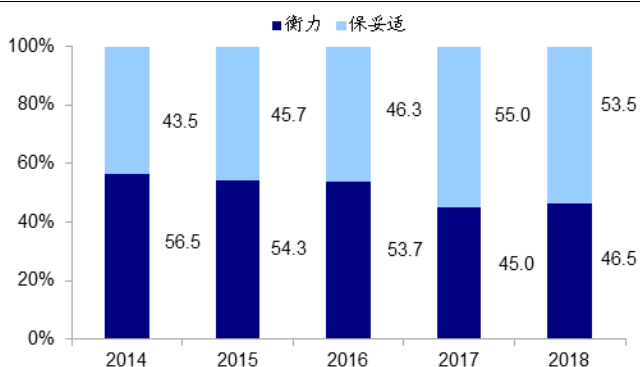
表 4 保妥适和衡力 A 型肉毒素产品比较

	保妥适	衡力
所属企业	艾尔建	兰州生物制品
上市时间	1999 年	1997 年
目标消费者	高端人群	中高端群体
赋形剂蛋白质	人血白蛋白	医用明胶（异源性蛋白）
生产工艺	真空干燥	冻干干燥法
弥散度	0.5cm	1cm

资料来源：中国产业信息网、海通证券研究所

虽然进口产品保妥适进入中国市场较晚，但由于其弥散性较小，不良反应少及效果维持时间长，所以市场份额不断扩大。根据立鼎产业研究网援引 IQVIA 的样本医院数据，2014 年保妥适市占率 43.5%，2018 年已上升至 53.5%。此外，目前中国肉毒素市场上还充斥着大量未获 CFDA 批准的“水货”，如来自韩国的“粉毒”、“绿毒”、“白毒”等。

图17 国内样本医院肉毒素销售金额占比（%，2014-2018）



资料来源：立鼎产业研究网援引 IQVIA，海通证券研究所

图18 市场各类肉毒素产地及认证情况

名称	产地	认证情况
保妥适	爱尔兰	已获CFDA
衡力	中国	已获CFDA
Dysport（丽舒妥）	美国	已获得美国FDA，已获得CFDA
Bocouture	德国	已获得美国FDA，未获得CFDA
Meditoxin（粉毒）	韩国	已获得韩国KFDA及GMP，未获得CFDA
Botulinumtoxin（绿毒）	韩国	未获得韩国KFDA及GMP，未获得CFDA
Botulax（白毒）	韩国	未获得韩国KFDA及GMP，未获得CFDA

资料来源：立鼎产业研究网，药监局，海通证券研究所

3. 公司：先发优势显著，销售网络逐步完善

3.1 打造多产品线，塑造先发优势

产品线齐全，梯队合理完善。公司通过自主研发，相继推出了针对面部、颈部褶皱皮肤修复的国内首款复合注射材料（**逸美**）、国内首款含 PVA 微球的注射材料（**宝尼达**）、国内首款含利多卡因的注射材料（**爱芙莱**、**爱美飞**）、国内首款应用于颈纹修复的注射材料（**嗨体**）及新型复合注射材料（**逸美一加一**）以及国内首款面部埋植线（**紧恋**）。其中逸美、宝尼达、爱芙莱、嗨体等四款产品被北京市科学技术委员会等部门认定为北京市新技术新产品。

公司**注射用透明质酸钠系列产品**以透明质酸钠为主要基材，加入羟丙基甲基纤维素、PVA 凝胶微球、肌肽等高分子复合材料和氨基酸、维生素等多种营养物质，发挥了各材料间的协同互补作用；**面部埋植线产品**以**聚对二氧环己酮**为主要材料，可完全被人体所吸收，并对浅层脂肪起到支撑作用，从而达到改善鼻唇沟皱纹的效果。

表 5 注射用透明质酸钠产品同业上市时间比较

产品上市时间	爱美客	华熙生物
2009	逸美	
2012	宝尼达	
2014		润百颜
2015	爱芙莱	
2016	嗨体、逸美一加一	德蔓
2018		润致
2019	紧恋取得产品注册证	

资料来源：招股说明书（注册稿），新氧百科、海通证券研究所

目前，公司成功转化了六款生物医用软组织修复材料，形成了较为完整的产品体系，确立了在行业内的产品优势。各产品在配方组份、适用部位、修复效果等方面有所不同，能够满足不同部位、不同层次的市场消费需求，为医疗美容机构在产品端提供了全面的解决方案。其中，公司嗨体产品是目前唯一经国家药监局批准的针对颈部皱纹改善的三类医疗器械产品，填补了颈部皱纹修复领域的空白。经过近 2 年的市场培育，其安全

性和有效性较快得到了下游医疗机构以及终端消费者的认可,终端消费需求大幅度增长。

表 6 爱美客产品情况

产品通用名（商品名）	图示	批准上市时间	备注
逸美		2009 年 10 月	国内首款透明质酸钠类注射填充剂
宝尼达		2012 年 10 月	国内首款含 PVA 微球的透明质酸钠注射填充剂
爱芙莱、爱美飞		2015 年 04 月	国内首款含利多卡因的透明质酸钠注射材料
嗨体		2016 年 12 月	国内首款用于修复颈纹的复合注射材料
逸美一加一		2016 年 12 月	新型针对褶皱皮肤修复的复合注射材料
紧恋		2019 年 5 月	国内首款面部埋植线产品

资料来源：招股说明书（注册稿），海通证券研究所

团队具有国际视野，深度洞察行业趋势。公司拥有一支具有国际视野的管理和技术团队，密切关注行业研究成果和发展趋势，把握国际生物医药最新发展动态和应用方向，并结合公司实际，制定了具有前瞻性的技术、产品发展战略，为公司取得行业内的先发优势和未来持续发展奠定了基础。

表 7 公司主要高管情况

姓名	职务	年龄	个人简历
简军	董事长，董事	57	曾任职于中国粮油食品进出口总公司，美国 Bestrend Int'l Inc.，巴拿马 Abatecedora Textil S.A.公司，北京优森生物副总经理等
石毅峰	总经理，董事	46	曾任职于北京华旗资讯（爱国者）客户经理、渠道经理、事业部总经理、人力资源总监、子公司总经理、集团销售总监、副总裁、管理者代表、KPI 和战略绩效负责人、预核算管理负责人等，北京楚星融智咨询合伙人、高级咨询师和资深讲师，北京思美睿文化监事，诺博特生物董事长等
勾丽娜	副总经理	38	曾任华旗资讯（爱国者）科技有限公司店长、商场 F 类负责人、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、历任公司大区经理、 销售总监 等
尹永磊	副总经理	38	曾任职于天津中新药业，北京诺华制药，历任公司检验员、生产部经理、 生产总监 、副总经理，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机工艺等
赵双泓	财务总监	42	曾任京东方会计统计科科长，华润医药财务总监，京东方多媒体财务总监，西藏天晟泰丰药业财务部总经理
简勇	董秘，董事	52	曾任职于长春市物价管理局；中国惠通集团总公司业务经理、部门经理，海南达讯贸易副总经理，海南新境界网络科技董事长

资料来源：招股说明书（注册稿），海通证券研究所

3.2 重视技术储备转化，研发能力强

以创新为先导，自主研发多项核心技术。公司成立以来，以技术创新为先导，基于产、学、研、医一体化的研发模式，通过建设生物可降解新材料北京市工程实验室，搭

建了生物医用材料产品转化平台。公司拥有多组分复合仿基质水凝胶技术、固液渐变互穿交联技术、水密型微球悬浮制备技术、组织液仿生技术、恒水精准切割技术等核心技术，作为牵头单位参与了国家科学技术部规划国家“十三五”重点研发计划“新型颌面软硬组织修复材料研发”项目。目前，公司拥有专利 37 项，其中包括发明专利 20 项。

表 8 公司核心技术的具体情况

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

资料来源：招股说明书（注册稿），海通证券研究所

公司高度重视研发工作，研发投入占收入的平均比重约为 10%，优于行业平均水平，且研发投入逐年递增，2019 年研发费用达到 0.49 亿元，过去 2 年 GAGR 达到 30.6%。

表 9 公司与同行业可比公司研发费用率对比（%，2017-2019）

公司名称	2017	2018	2019
昊海生科	5.64	6.12	7.24
艾尔建（AGN.N）	13.17	14.35	11.26
华熙生物	3.14	4.19	4.98
可比公司平均	7.32	8.22	7.83
爱美客	12.81	10.49	8.71

资料来源：招股说明书（注册稿），海通证券研究所

注重技术储备和转化，拓展产品品类。公司以市场及临床需求为导向确定研发项目，目前已有多项在研产品取得一定研究进展，其中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。储备产品已经取得阶段性的成果，获准注册后将陆续投放市场，是公司现有产品的补充和扩展，保证公司实现长期可持续发展。

表 10 公司在研项目储备情况

产品名称	产品功能及用途	产品类别	研发阶段	与行业技术水平比较
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	手术防粘连产品	III 类医疗器械	注册申报阶段	利用原位成膜技术，预防术后慢性炎症期造成的粘连
医用生物补片	用于硬脑膜和软组织修复	III 类医疗器械	注册检验阶段	具有良好的机械性能和生物相容性能
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：招股说明书（注册稿），海通证券研究所

3.3 直销经销结合，销售网络逐步完善

直销为主经销为辅，销售网络覆盖全国。目前公司销售网络以北京为中心，覆盖全国 31 个省、市、自治区，其中 **(A) 直销模式：主要面向公司重点客户。**公司直销模式客户包括非公立医疗机构和公立医院两类，以非公立医疗机构为主，2019 年在直销业务中的占比高达 99.46%。

公司将营销能力视为公司重要的核心竞争力之一，制定了完整、高效的销售人员培训体系，建立了一支执行力强、高度专业的销售团队。公司的销售团队通过拜访客户、召开产品发布会、组织学术会议等方式开拓非公立医疗机构客户，与非公立医疗机构客户直接签订销售合同，建立稳定的业务合作关系。同时，公司也参与医院或医院主管部门组织的院内招标或采购审核，获得进院销售资格后，与公立医院建立业务合作关系。

(B) 经销模式：主要面向直销网络尚未覆盖的客户。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，公司在部分地区采用买断式经销的模式进行销售。公司对经销商的资质、信用、规模等因素进行严格考评后，将产品销售给经销商，由经销商对产品进行分销，使产品进入各地医疗机构。2017 年公司在坚持直销为主的前提下，引进部分新增经销商，以进一步提升爱美客及嗨体两个产品的市场覆盖率和渗透率，经销模式占比不断提高，2019 年占比达到 35.92%。

表 11 公司产品的销售模式 (2017-2019)

销售模式	2017		2018		2019	
	金额 (百万元)	占比 (%)	金额 (百万元)	占比 (%)	金额 (百万元)	占比 (%)
直销模式	168.69	75.82	229.89	71.61	357.39	64.08
其中：公立医疗机构	2.68	1.20	2.99	0.93	1.77	0.32
非公立医疗机构	165.68	74.47	226.64	70.60	355.47	63.74
其他	0.33	0.15	0.26	0.08	0.15	0.03
经销模式	53.80	24.18	91.13	28.39	200.33	35.92
合计	222.49	100.00	321.01	100.00	557.72	100.00

资料来源：招股说明书（注册稿），海通证券研究所

与同业相比，公司直销比重更高。华熙生物的皮肤类医疗产品以境内销售为主，销售模式包括以卖断方式销售给经销商，以及向医院、诊所、门诊部等医疗机构直接销售。整体而言，公司仍以经销模式为主，1Q2019 注射用透明质酸钠凝胶产品经销收入占比高达 78.47%。昊海生科同样以经销模式为主，2019 年由于加大了医美产品终端市场直销业务的开拓力度，直销比例上升较多，但经销比例仍达到 52.7%。

表 12 华熙生物注射用透明质酸钠凝胶产品及昊海生科整形美容与创面护理类业务销售模式情况 (2017-2019)

公司	销售模式	2017		2018		2019	
		金额 (百万元)	占比 (%)	金额 (百万元)	占比 (%)	金额 (百万元)	占比 (%)
华熙生物	直销	22.27	24.36	40.37	30.78	10.19	21.53
	经销	69.14	75.64	90.79	69.22	37.14	78.47
	合计	91.40	100.00	131.16	100.00	47.33	100.00
昊海生科	直销	38.85	23.03	67.56	27.54	757.86	47.30
	经销	129.88	76.97	177.75	72.46	844.46	52.70
	合计	168.73	100.00	245.31	100.00	1602.32	100.00

资料来源：招股说明书（注册稿），海通证券研究所

注：华熙生物 2019 年年报未披露其直销和经销数据，上表中华熙生物 2019 年度数据为其 2019 年 1-3 月的财务数据。

客户资源优，合作关系稳定。公司坚持“与客户合作共赢，共同发展”的经营策略，持续加强优质客户的培育。经过长期以来的深耕细作，公司产品覆盖了大型连锁非公立医疗机构和中国人民解放军空军军医大学第一附属医院（西京医院）、中国医学科学院整形外科医院、中日友好医院等三甲公立医院等优质客户群。截至 2019 年末，公司已与超过 2000 家客户建立合作关系。公司与优质客户的合作为公司树立了良好的品牌形

象，为未来持续发展奠定了坚实基础。

建设营销中心，完善营销网络。IPO 募投项目计划在全国选择区域医疗美容机构多、辐射能力强、现有营销网络覆盖的 6 个城市成立营销中心，管理区域内的营销培训展示相关工作，规划设立地点为北京、成都、南京、广州、杭州、西安。营销中心的主要功能为：①作为产品应用、运营方案等的培训基地。公司将定期举办各种培训，向客户及其执业医师传授产品使用经验和技巧，以提高客户对公司产品的理解和运营思路。②营销网络建成后，将通过产品陈列展示、试听演示、人工讲解等多种方式对公司产品进行全方位的展示，以达到产品宣传的目的。

4. 盈利预测与估值

4.1 盈利预测：预计 2020-2022 年归母净利润 3.9/5.6/7.7 亿元

基于以上对公司业务经营及财务指标的分析与判断，同时考虑到疫情影响，我们进一步作如下假设：

(1) 逸美、逸美一加一：由于公司在 2017 年推出了逸美的升级产品逸美一加一，同时加大了新产品的推广和宣传力度，逸美产品的销售收入呈下降趋势，逸美一加一产品销售收入则持续增加，预计 2020-2022 年逸美收入增速为 -59.59%、-30%、-30%，逸美一加一收入增速为 6.53%、16.4%、6.7%。

(2) 宝尼达：公司宝尼达产品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。公司宝尼达产品定位相对高端，产品售价相对较高，市场推广需要一定时间积累。经近些年的临床应用，长效产品逐渐被市场接受，公司宝尼达产品得到了下游医疗机构以及终端消费者的认可，产品需求稳步增长，预计 2020-2022 年宝尼达收入增速为 4.51%、28.25%、14%。

(3) 爱芙莱、爱美飞：爱芙莱含有盐酸利多卡因成分，具有舒缓减痛作用，且产品性价比较高，上市后收入迅速增长；爱美飞为 2019 年新推出的产品，2019 年尚处于推广期。预计 2020-2022 年爱芙莱收入增速为 -7.86%、6.7%、4.76%，爱美飞收入增速为 2.04%、16.4%、11.55%。

(4) 嗨体、紧恋及其他：公司嗨体产品是目前唯一经国家药监局批准的针对颈部皱纹改善的三类医疗器械产品，填补了颈部皱纹修复领域的空白。经过近 2 年的市场培育，其安全性和有效性较快得到了下游医疗机构以及终端消费者的认可，终端消费需求大幅度增长，预计 2020-2022 年嗨体收入增速为 69.75%、60.05%、50.35%。

此外，公司紧恋产品为国内首款面部埋植线，2019 年取得注册证批准上市；公司仍有医用含修饰聚左旋乳酸微球的透明质酸钠凝胶等产品处于注册申报阶段；为了配合主营产品销售，公司同时经营面膜、手持式注射枪等相关配套产品。预计 2020-2022 年紧恋收入各 150、375、655 万元，其他收入各 70、1063、2557 万元。

表 13 公司分产品收入预测（百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
逸美收入	11.17	5.58	2.08	0.84	0.59	0.41
yoy (%)	-53.21	-50.06	-62.70	-59.59	-30.00	-30.00
逸美一加一收入	0.51	15.25	20.79	22.15	25.78	27.50
yoy (%)		2884.54	36.30	6.53	16.40	6.70
宝尼达收入	15.80	33.64	67.50	70.55	90.48	103.14
yoy (%)	17.12	112.95	100.68	4.51	28.25	14.00
爱芙莱收入	159.35	190.23	218.99	201.79	215.31	225.56
yoy (%)	56.67	19.38	15.12	-7.86	6.70	4.76

爱美飞收入			4.88	4.98	5.80	6.47
yoy (%)				2.04	16.40	11.55
嗨体收入	34.13	74.97	242.59	411.81	659.10	990.95
yoy (%)		119.69	223.57	69.75	60.05	50.35
紧恋收入				1.50	3.75	6.55
yoy (%)				1664.71	150.00	74.60
其他收入	1.54	1.34	0.88	0.70	10.63	25.57
yoy (%)	-7.67	-12.78	-34.45	-20.00	1408.84	140.46
营业总收入	222.49	321.01	557.72	714.31	1011.43	1386.15
yoy (%)	58.09	44.28	73.74	28.08	41.59	37.05
毛利率(%)	86.15	89.34	92.63	91.13	91.43	91.43

资料来源：wind，公司招股书（注册稿），海通证券研究所

（5）**毛利率和费用率**：预计 2020-22 年毛利率各 91.1%、91.4%、91.4%，销售费用率各 13.8%、14.6%、14.4%，管理费用率各 8.8%、8.5%、8.3%，研发费用率各 9%、8%、7.7%。

综上，我们预计公司 2020-2022 年收入各 7.1 亿元、10.1 亿元、13.9 亿元，同比增长 28.1%、41.6%、37%；归母净利润各 3.9 亿元、5.6 亿元、7.7 亿元，同比增长 27.3%、43.9%、36.8%；对应发行后 EPS 各 3.24 元、4.66 元、6.37 元。

表 14 公司合并损益表及预测（2018-2022E）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入（百万元）	321	558	714	1011	1386
同比增长 (%)	44.3%	73.7%	28.1%	41.6%	37.0%
营业总成本（百万元）					
营业成本（百万元）	34	41	63	87	119
毛利率 (%)	89.3%	92.6%	91.1%	91.4%	91.4%
营业税金及附加（百万元）	6	4	5	6	9
营业税金及附加/营业收入 (%)	1.9%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用（百万元）	62	77	99	147	199
销售费用率 (%)	19.4%	13.8%	13.8%	14.6%	14.4%
管理费用（百万元）	44	48	63	86	115
管理费用率 (%)	13.8%	8.6%	8.8%	8.5%	8.3%
财务费用（百万元）	-2	-2	-16	-28	-32
期间费用率 (%)	-0.5%	-0.3%	-2.2%	-2.8%	-2.3%
资产减值损失（百万元）	1	0	0	0	0
投资收益（百万元）	1	7	7	7	7
营业利润（百万元）	143	350	446	642	879
同比增长 (%)	52.9%	144.5%	27.4%	44.0%	36.8%
营业外收入（百万元）	0	1	1	1	1
营业外支出（百万元）	0	0	0	0	0
利润总额（百万元）	143	351	447	643	879
同比增长 (%)	—	145.0%	27.3%	43.9%	36.8%
所得税费用（百万元）	27	53	67	97	132
有效所得税率 (%)	18.9%	15.1%	15.1%	15.1%	15.1%
净利润（百万元）	116	298	379	546	747
少数股东损益（百万元）	-7	-8	-10	-14	-19
归母净利润（百万元）	123	306	389	560	766
同比增长 (%)	49.5%	148.7%	27.3%	43.9%	36.8%

净利率（%）	38.3%	54.8%	54.5%	55.4%	55.3%
摊薄每股收益（元）	1.02	2.54	3.24	4.66	6.37

资料来源：wind，公司招股书（注册稿），海通证券研究所

4.2 估值：整体市值区间 369-394 亿元，合理价值区间 306.94-327.41 元

考虑到公司相较同业专注于快速增长的医疗美容市场，多款产品具有明显的先发优势，且仍有多项储备的在研产品处于注册申报阶段，有望支撑公司中长期保持快速发展，采用 PEG 估值方法，参考同业可比公司，给以公司 2021 年 1.5-1.6xPEG，**给以合理市值区间 369-394 亿元，合理价值区间 306.94-327.41 元，首次覆盖给予“优于大市”评级。**

表 15 可比公司估值（倍，20200925）

简称	华熙生物	昊海生科	平均
PE（倍，2021）	63.88	50.89	57.39
PS（倍，2021）	18.30	11.83	15.06
PEG（倍，2021）	1.79	0.91	1.35

资料来源：Wind 一致预期，海通证券研究所

5. 风险提示

（1）研发和创新不及预期。公司立足于生物医用材料的研发和转化，致力于重组蛋白和多肽等生物医药的开发。由于公司所处的生物医用材料及布局的生物医药领域具有科技水平高、发展变化快的特点。虽然公司拥有一支专业、稳定的研发团队，具有丰富的医疗器械研发及产业化经验，但是在产品研发和商业化应用过程中，研发团队、管理水平、技术路线选择以及未来市场需求、竞争格局都会影响新产品和新技术研发及商业化的成败。如果公司在投入大量研发经费后，无法研发出具有商业价值、符合市场需求的产品或技术，将给公司的盈利能力带来不利影响。

（2）新产品开发和注册风险。根据《药品注册管理办法》、《医疗器械注册管理办法》等相关规定，药品和医疗器械需要通过国家药监局审评审批并取得相关产品注册批件后才能上市销售。公司新产品研发从实验室研究至最终获批上市销售，一般需经过实验室研究、动物实验、注册检验、临床试验和注册申报等多个环节，整个过程周期长、难度大、环节多、研发投入重，新产品最终是否能上市销售具有一定的不确定性。公司不排除未来新产品在研发和注册过程中可能会受到不可预测因素的影响，导致其未能通过或未能如期通过国家药监局的审评审批，从而面临因新产品注册失败或新产品上市后无法适应市场需求变化而损失前期研发投入的风险。

（3）产品结构相对单一风险。公司依靠自有核心技术和研发力量，专注于软组织修复材料领域，公司营业收入和毛利主要来自爱芙莱、宝尼达、嗨体等注射类透明质酸钠相关产品的销售，上述产品销售收入占主营业务收入比例报告期内均超过 99%。专注于软组织修复材料领域使得公司具有一定的产品技术优势，但也使得公司面临产品结构相对单一的风险。虽然公司重视研发投入，已经取得多项研发的阶段性成果，未来品种会不断丰富，有望成为新的利润增长来源，但现阶段公司的产品仍然较为集中，若现有产品的生产、销售、市场状况等情况出现异常波动，将对公司经营业绩产生较大影响。

（4）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。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标（元）					营业总收入	558	714	1011	1386
每股收益	2.54	3.24	4.66	6.37	营业成本	41	63	87	119
每股净资产	5.48	36.63	40.37	45.58	毛利率%	92.6%	91.1%	91.4%	91.4%
每股经营现金流	2.58	3.42	4.82	6.63	营业税金及附加	4	5	6	9
每股股利	0.00	0.67	0.92	1.16	营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
价值评估（倍）					营业费用	77	99	147	199
P/E	46.53	36.55	25.39	18.56	营业费用率%	13.8%	13.8%	14.6%	14.4%
P/B	21.57	3.23	2.93	2.59	管理费用	48	63	86	115
P/S	19.09	19.90	14.06	10.26	管理费用率%	8.6%	8.8%	8.5%	8.3%
EV/EBITDA	-1.45	-6.20	-4.76	-3.87	EBIT	339	420	604	837
股息率%	—	—	—	—	财务费用	-2	-16	-28	-32
盈利能力指标（%）					财务费用率%	-0.3%	-2.2%	-2.8%	-2.3%
毛利率	92.6%	91.1%	91.4%	91.4%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	54.8%	54.5%	55.4%	55.3%	投资收益	7	7	7	7
净资产收益率	46.4%	8.8%	11.5%	14.0%	营业利润	350	446	642	879
资产回报率	41.1%	8.6%	11.2%	13.6%	营业外收支	1	1	1	1
投资回报率	183.4%	164.2%	141.1%	122.6%	利润总额	351	447	643	879
盈利增长（%）					EBITDA	349	432	624	869
营业收入增长率	73.7%	28.1%	41.6%	37.0%	所得税	53	67	97	132
EBIT 增长率	142.1%	23.9%	43.7%	38.6%	有效所得税率%	15.1%	15.1%	15.1%	15.1%
净利润增长率	148.7%	27.3%	43.9%	36.8%	少数股东损益	-8	-10	-14	-19
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	306	389	560	766
资产负债率	10.9%	2.6%	3.2%	3.7%					
流动比率	8.4	41.2	31.6	25.3	资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	8.0	40.9	31.2	24.9	货币资金	506	2680	2970	3360
现金比率	7.5	26.0	20.6	17.1	应收账款及应收票据	15	15	22	30
经营效率指标					存货	23	28	38	53
应收帐款周转天数	7.8	7.8	7.8	7.8	其它流动资产	21	1524	1528	1533
存货周转天数	161.0	161.6	161.4	161.4	流动资产合计	565	4247	4557	4975
总资产周转率	0.9	0.3	0.2	0.3	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	3.9	4.2	4.1	3.5	固定资产	151	189	306	497
					在建工程	0	50	100	150
					无形资产	11	11	11	11
					非流动资产合计	179	267	434	676
现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	744	4514	4991	5651
净利润	306	389	560	766	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	-8	-10	-14	-19	应付票据及应付账款	7	29	37	52
非现金支出	11	12	20	32	预收账款	10	12	17	23
非经营收益	-6	-8	-8	-8	其它流动负债	50	62	90	122
营运资金变动	7	27	21	25	流动负债合计	67	103	144	197
经营活动现金流	310	411	579	797	长期借款	0	0	0	0
资产	-33	-99	-186	-273	其它长期负债	14	14	14	14
投资	0	-1500	0	0	非流动负债合计	14	14	14	14
其他	7	7	7	7	负债总计	81	117	158	211
投资活动现金流	-26	-1592	-179	-266	实收资本	90	120	120	120
债权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	659	4403	4853	5479
股权募资	7	3435	0	0	少数股东权益	4	-6	-20	-39
其他	-51	-80	-110	-140	负债和所有者权益合计	744	4514	4991	5651
融资活动现金流	-44	3355	-110	-140					
现金净流量	240	2174	290	391					

备注：（1）表中计算估值指标的收盘价为发行价；（2）以上各表均为简表
资料来源：公司年报（2019），海通证券研究所

信息披露

分析师声明

汪立亭 批发和零售贸易行业，社会服务行业
李宏科 批发和零售贸易行业
高瑜 批发和零售贸易行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 小商品城,广州酒家,九毛九,中国东方教育,华熙生物,N 稳健,滔搏,安克创新,海底捞,永辉超市,步步高,周大生,美吉姆,重庆百货,锦江酒店,美团点评-W,小米集团-W,丸美股份,老凤祥,红旗连锁,科锐国际,阿里巴巴-SW,爱婴室,家家悦,丽人丽妆,天虹股份,苏宁易购,宋城演艺,中公教育,中国中免

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路 颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com姜 超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com邓 勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com余文心 所长助理
(0755)82780398 ywx9461@htsec.com

宏观经济研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
宋 潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈 兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
联系人
应稼娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com
侯 欢(021)23154658 hh13288@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗 蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚 石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
颜 伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
联系人
孙丁茜(021)23212067 sdq13207@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
皮 灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈 鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王 毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com
黄雨薇(021)23219645 hyw13116@htsec.com

固定收益研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周 霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜 佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com
张紫睿(021)23154484 zzz13186@htsec.com
孙丽萍(021)23154124 slp13219@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
高 上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李 影(021)23154117 ly11082@htsec.com
周旭辉 zxh12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒 lxx11330@htsec.com
曾 知(021)23219810 zz9612@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
刘 溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相 美(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱 蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王 旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓 勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡 歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
联系人
张 璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑 琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com
孟 陆 86 10 56760096 ml13172@htsec.com

汽车行业

王 猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜 威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
房乔华 021-23219807 fqh12888@htsec.com
郑 蕾 23963569 zl12742@htsec.com

公用事业

吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com
张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lnhk11523@htsec.com
高 瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
联系人
马浩然(021)23154138 mhr13160@htsec.com
毛弘毅(021)23219583 mhy13205@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com

有色金属行业

施 毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢 盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金 晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨 凡(010)58067828 yf11127@htsec.com

电子行业

陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com
尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com
谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com
蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com
联系人
肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com

煤炭行业

李淼(010)58067998 lm10779@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com

电力设备及新能源行业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
房青(021)23219692 fangq@htsec.com
曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com
徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com
陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com

基础化工行业

刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com
张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com
孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com
李智(021)23219392 lz11785@htsec.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com
杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com
于成龙 ycl12224@htsec.com
黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com
洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com
联系人
杨蒙 ym13254@htsec.com

通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com
余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com
张峥青(021)23219383 zzq11650@htsec.com
张戈(010)58067852 zy12258@htsec.com
联系人
杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com

非银行金融行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com
李芳洲(021)23154127 l f z11585@htsec.com
联系人
任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com

交通运输行业

虞楠(021)23219382 yun@htsec.com
罗月江(010)56760091 lyj12399@htsec.com
李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com
陈宇(021)23219442 cy13115@htsec.com

纺织服装行业

梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com
盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com

建筑建材行业

冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com
杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com
颜慧菁 yhj12866@htsec.com

机械行业

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com
周丹 zd12213@htsec.com
吉晟(021)23154653 js12801@htsec.com
赵玥炜(021)23219814 zyw13208@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com

建筑工程行业

张欣劼 z x j12156@htsec.com
李富华(021)23154134 lf h12225@htsec.com
杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com

农林牧渔行业

丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com
陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com
联系人
孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com

食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
颜慧菁 yhj12866@htsec.com
张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com
联系人
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com

军工行业

张恒昶 zhx10170@htsec.com
张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com
联系人
刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com

银行行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
解巍巍 xww12276@htsec.com
林加力(021)23154395 ljl12245@htsec.com
联系人
董栋梁(021)23219356 ddl13026@htsec.com

社会服务行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
许樱之 xyx11630@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com
朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com
刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com

造纸轻工行业

衣桢永(021)23212208 yzy12003@htsec.com
赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com
联系人
柳文韬(021)23219389 lwt13065@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com
巩柏含 gbh11537@htsec.com
滕雪竹 txz13189@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com
黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
马晓男 mxn11376@htsec.com
杨伟昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
张思宇 zsy11797@htsec.com
王朝领 wcl11854@htsec.com
邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com
董晓梅 dxm10457@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
李婕 lj12330@htsec.com
郭金垚(010)58067851 gjy12727@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：（021）23219000
传真：（021）23219392
网址：www.htsec.com