

**证券研究报告—深度报告**

商业贸易

化妆品

**爱美客(300896)**
**买入**

合理估值: 246.1-290.7 元 发行价: 118.27 元 (首次评级)

2020年09月27日

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	120/26
总市值/流通(百万元)	14,216/3,076
上证综指/深圳成指	3,219/12,814
12个月最高/最低(元)	118.27/118.27

**深度报告**
**医美龙头壁垒深厚，享“美丽经济”确定性红利**
**证券分析师：张峻豪**

 电话：021-60933168  
 E-MAIL: zhangjh@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517070001

**证券分析师：曾光**

 电话：0755-82150809  
 E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980511040003

**● 爱美客：轻医美市场领军企业，尽享“美丽经济”红利**

公司是国内生物医用软组织修复材料领域的领先企业，专注医美产品的研发销售，已推出6款针对面部及颈部褶皱皮肤修复的产品，也是最早获批相关资质的本土企业，18年医美玻尿酸市占率8.6%，排本土品牌第一。在行业红利释放叠加自身运营及产品迭代下，15-19年营收/业绩复合增速49%/104%，上半年疫情影响下业绩仍逆势增长14.6%。

**● 行业现状：行业仍处发展红利期，本土品牌有望快速成长**

18年中国医美市场规模1216.7亿元，5年复合增速23.6%，同时渗透率仍远低于国际水平，未来在技术进步、配套完善及居民消费升级下，仍有巨大空间。从格局来看，医美注射类产品需III类医疗器械认证，审批长要求高，先进入者通过提前布局在品牌、渠道、研发端都树立了较高壁垒。其中本土品牌近年通过产品迭代及渠道推广不断抢占进口品份额，并在监管强化下受益于不正规产品出清带来的市场优化。

**● 成长看点：产品线丰富，在研项目、渠道拓展打开发展空间**

公司成长看点包括：1) 原有产品线优势强化，目前贡献增长主力的嗨体（占比43.5%增速224%）、宝尼达（占比12.1%增速101%）等所定位市场处于需求快速提升且竞争有限阶段，持续量价成长确定性高；2) 在研项目前景广阔，包括肉毒素、“童颜针”等，市场空间大且目前进度领先行业，有望打开长期发展空间。3) 销售渠道布局完善，团队激励充分，通过有效市场教育，助力销售快速增长和客户粘性提升。

**● 风险提示**

疫情恶化对行业需求产生影响；市场新进入者增加竞争加剧

**● 投资建议：壁垒深厚，增长确定，给予“买入”评级**

公司作为医美院线产品研发销售的领军企业，已在渠道、研发、品牌层面树立了极强壁垒。未来通过强化研发优势和产能规模，以及积极的渠道拓展不断巩固已有产品线优势，充分分享行业红利，并在此基础上积极拓展新品布局，打开公司长期成长空间。我们预计公司20-22年EPS分别为3.42元/5.11元/6.77元/股，综合考虑绝对及相对估值公司合理价值区间为246.1-290.7元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

**独立性声明：**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

**盈利预测和财务指标**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	321.01	557.72	721.14	1,091.14	1,485.34
(+/-%)	44.28%	73.74%	29.30%	51.31%	36.13%
净利润(百万元)	122.85	305.52	410.50	613.03	812.85
(+/-%)	49.47%	148.68%	34.36%	49.34%	32.60%
摊薄每股收益(元)	1.37	3.39	3.42	5.11	6.77
EBIT Margin	54.14%	69.54%	62.08%	60.84%	59.28%
净资产收益率(ROE)	30.84%	46.37%	40.73%	40.92%	37.83%
市盈率(PE)	86.64	34.84	34.57	23.15	17.46
EV/EBITDA	58.87	26.96	31.07	20.96	15.77
市净率(PB)	26.72	16.15	14.08	9.47	6.61

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 投资摘要

### 估值与投资建议

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，相对上市同行专注于轻医美产品的开发销售，已推出 6 款定位不同需求产品，也是最早获批相关资质的本土企业，先发优势明显。在行业红利释放叠加公司自身运营及产品升级下，15-19 年营收/业绩复合增速 49%/104%，上半年疫情影响下业绩仍逆势增长 14.6%，19 年毛利率高达 92.6%，ROE 达 46.4%。未来通过强化研发优势及提升产能规模，以及积极的渠道拓展来不断巩固已有产品线的优势，并在此基础上积极开拓新品类的研发，打开长期成长空间。我们预计公司 20-22 年 EPS 3.42 元/5.11 元/6.77 元/股，发行价对应 PE 34.6/23.2/17.5 倍，综合考虑绝对及相对估值公司合理价值区间为 246.1-290.7 元/股，给予“买入”评级。

### 核心假设与逻辑

公司作为医美院线产品研发销售的领军企业，已在渠道、研发、品牌层面树立了极强的壁垒，未来主要发展方向在于：持续强化原有产品业务发展，通过提升研发优势及产能规模，以及更加积极的渠道拓展来巩固已有产品线的优势，从而充分分享行业高增长红利，并在此基础上积极开拓新品类的研发，打开公司的中长期成长空间。我们在正文中也将对公司的已有主要产品以及在研重点项目的发展空间作详细测算。

### 与市场的差异之处

- 1、市场认为，医美市场相对混乱，行业野蛮生长，龙头优势并不明显。我们认为，过去几年在产品审批日趋严格、下游医院监管强化，以及营销隐性成本提升的背景下，整个医美产业供给端也有望迎来出清，优质龙头有望充分受益。
- 2、市场认为，医美主要产品供应商历来由国际品牌主导，但我们认为不少本土品牌通过在医学研发技术的掌握前提下进行的灵活应用，实现了高性价比产品的输出，同时在销售端通过完善的渠道布局，充分的团队激励，能够实现产品销售的高于行业平均水平增长。

### 股价变化的催化因素

- 1、公司在研项目研发顺利，获批成功，打开新成长空间
- 2、政策利好出台，助力头部企业加速成长；

### 核心假设或逻辑的主要风险

- 1、“新冠”疫情出现反复，影响下游消费需求；
- 2、公司新产品研发受阻或推广不力，导致成长放缓。

## 内容目录

<b>投资摘要</b> .....	2
估值与投资建议.....	2
核心假设与逻辑.....	2
与市场的差异之处.....	2
股价变化的催化因素.....	2
核心假设或逻辑的主要风险.....	2
<b>估值与投资建议</b> .....	6
绝对估值: 238.73-253.46 元.....	6
相对估值: 290.7 元.....	7
投资建议: 壁垒深厚, 增长确定, 首次覆盖给予“买入”评级.....	8
<b>公司概况: 本土医美龙头, 产品先发优势显著</b> .....	9
历史沿革: 深耕轻医美市场, 产品布局领先行业.....	9
经营现状: 产品驱动业绩高速增长, 疫情下销售显韧性.....	10
股权结构及管理层: 股权结构稳定, 管理层行业积累深厚.....	12
<b>PK 华熙&amp;昊海: 专注医美线, 品类优势突出</b> .....	15
经营对比分析: 爱美客玻尿酸产品线丰富, 相关产品先发优势明显.....	15
成长性对比分析: 爱美客成长性突出, 与新产品快速推广有关.....	17
盈利能力对比分析: 医美业务毛利均相对较高, 爱美客提升趋势明显.....	17
营运能力对比分析: 爱美客资产周转能力相对更优.....	18
<b>行业分析: 医美市场规模扩大, 本土品牌市占率提升</b> .....	21
行业总览: 医美产业增速快且空间大, 非手术注射类占比快速提升.....	21
行业驱动: 消费升级是底层驱动, 政策规范利好正规企业发展.....	23
竞争格局: 玻尿酸本土品牌占比提升, 肉毒毒素仍具空间.....	27
<b>成长分析: 产品线丰富, 品牌+渠道建立护城河</b> .....	30
发展驱动一: 现有产品线优势持续强化, 嗨体及宝尼达快速抢占市场.....	31
发展驱动二: 在研项目储备丰富, 有望为长期成长提供支撑.....	35
发展驱动三: 销售网络搭建完善, 研发生产赋能良性发展.....	38
<b>盈利预测</b> .....	41
假设前提及盈利预测.....	41
<b>风险提示</b> .....	43
估值的风险.....	43
盈利预测的风险.....	43
经营风险.....	43
政策和市场风险.....	43
<b>附表: 财务预测与估值</b> .....	44
<b>国信证券投资评级</b> .....	45
<b>分析师承诺</b> .....	45
<b>风险提示</b> .....	45
<b>证券投资咨询业务的说明</b> .....	45

## 图表目录

图 1: 公司历史沿革及产品推新情况.....	9
图 2: 公司主要产品取得注册证的时间.....	9
图 3: 公司营收及增速情况(亿元、%).....	10
图 4: 公司归母净利润及增速情况(亿元、%).....	10
图 5: 公司毛利率、净利率及 ROE(摊薄)情况.....	10
图 6: 公司营收分产品情况(%).....	11
图 7: 公司销售模式概况.....	11
图 8: 公司直销/经销渠道收入及占比情况(亿元、%).....	12
图 9: 公司直销渠道下收入构成情况(%).....	12
图 10: 公司分地区收入结构(%).....	12
图 11: 公司分季度收入结构(%).....	12
图 12: 公司股权结构(截止 2020 年 8 月).....	13
图 13: 公司员工学历结构(%, 截止 2019 年底).....	13
图 14: 公司员工年龄结构(%, 截止 2019 年底).....	13
图 15: 公司通过两大持股平台有效绑定核心研发及销售骨干.....	14
图 16: 19 年爱美客/华熙/昊海生科的研发费用对比.....	16
图 17: 19 年爱美客/华熙/昊海生科的研发人员占比(%).....	16
图 18: 可比公司营收规模及增速(亿元、%).....	17
图 19: 可比公司规模净利润及增速(亿元、%).....	17
图 20: 三家上市医美公司中的可比产品业务的毛利率情况.....	18
图 21: 可比公司销售费用率情况.....	18
图 22: 可比公司管理费用率情况(不含研发).....	18
图 23: 可比公司总资产周转率情况.....	19
图 24: 可比公司应收账款周转率情况.....	19
图 25: 可比公司存货周转率情况.....	19
图 26: 公司经营性现金情况.....	20
图 27: 可比公司资产负债率情况.....	20
图 28: 中国医美行业市场规模及预测(十亿元、%).....	21
图 29: 手术类和非手术类医美项目.....	21
图 30: 医美行业手术类/非手术类规模及占比(十亿元、%).....	21
图 31: 医美产业链.....	22
图 32: 一图了解医美市场结构及爱美客所处地位.....	22
图 33: 各国医美每千人诊疗次数对比(次).....	23
图 34: 单支玻尿酸价格(伊婉品牌).....	23
图 35: 2018 年中国大众对医美的态度.....	24
图 36: 中国医美消费者结构性特征.....	24
图 37: 2019 年中国医美消费者年龄分布.....	24
图 38: 30 岁+消费者医美年均消费较高.....	24
图 39: 医美机构违规经营情况.....	25
图 40: 中国整形外科医院+美容医院数量(家).....	26
图 41: 中国整形外科医院+美容医院执业医师数量(人).....	26
图 42: 中国整形外科+美容医院的合计门诊诊疗人次(万人、%).....	26

图 43: 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) .....	27
图 44: A 型肉毒毒素 wind 样本医院销售情况 (亿元、%) .....	28
图 45: 衡力、保妥及 Dysport 适示意图 .....	29
图 46: 公司 SWOT 分析概况 .....	30
图 47: 2019 年中国头面部手术消费量各项目占比 .....	32
图 48: 嗨体产品营收及占比情况 (亿元、%) .....	32
图 49: 嗨体的使用效果 .....	33
图 50: 嗨体熊猫针介绍 .....	33
图 51: 宝尼达营收及增速 (万元、%) .....	34
图 52: 宝尼达毛利率高于其他产品 (%) .....	34
图 53: 皮肤各层次及埋线效果 .....	35
图 54: 2019 年消费者获取轻医美信息的主要渠道分布 .....	38
图 55: 公司营销模式介绍 .....	39
表 1: 三阶段模型的主要假设 .....	6
表 2: 绝对估值的基本假设条件 .....	6
表 3: FCFE 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 .....	7
表 4: FCFE 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 .....	7
表 5: 可比公司 2019 年财务指标对比 .....	7
表 6: 可比公司估值 .....	8
表 7: 公司部分高管及核心技术人员履历情况 .....	14
表 8: 可比公司业务/品类/销售渠道等情况 .....	15
表 9: 上市企业医美产品比较 .....	16
表 10: 公司直销占比较高 (%) .....	17
表 11: 2017 年以来医美领域相关监管文件 .....	25
表 12: 生物医用材料领域相关政策 .....	26
表 13: 在中国境内取得玻尿酸注射相关产品的医疗器械注册证书的企业 .....	27
表 14: 国内医美肉毒毒素的在研项目情况 .....	29
表 15: 公司募投资金投资项目情况 .....	31
表 16: 公司旗下主要产品介绍 .....	31
表 17: 嗨体产品未来销售规模测算 (不含熊猫针) .....	33
表 18: 宝尼达与爱贝芙产品介绍 .....	34
表 19: 宝尼达产品未来销售规模测算 .....	34
表 20: 获批上市的两款面部埋植线产品 .....	35
表 21: 公司重点在研产品情况 .....	36
表 22: 注射用 A 型肉毒毒素研发项目工期 .....	36
表 23: 保妥适和衡力的对比情况 .....	36
表 24: 注射用 A 型肉毒毒素市场规模测算 .....	37
表 25: 基因重组蛋白研发生产基地建设项目的十年运营期产品产能及销售收入预测 .....	38
表 26: 项目建成后公司旗下产品预计产能情况 .....	39
表 27: 目前公司研发项目进度情况 .....	40
表 28: 公司分产品营收及毛利率预测 .....	42
表 29: 公司盈利预测表 .....	42

## 估值与投资建议

我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

### 绝对估值：238.73-253.46 元

我们采用三阶段模型，对公司价值进行 DCF 折现。公司的规模成长主要受益于行业及自身两个方面：**从行业层面看**，国内消费者“美丽”需求的快速增长使得行业整体增长具有较强的确定性，随着人均收入增长、个人医美意识的提升和供给端的规范化发展，我国医美渗透率有望得到持续提升，行业规模将持续扩容。**从公司角度看**，由于行业具有较高的准入标准，公司作为医美玻尿酸的本土龙头，凭借产品的先发优势，完善的营销渠道，将获得确定性的持续市场份额提升。此外，公司在研项目储备丰富，均为市场需求大且竞争格局优的产品项目，如 A 型肉毒毒素、“童颜针”等，上市后有望为公司打开中长期的确定性成长空间。

按照行业和公司的发展思路，我们**预期公司在 2020-2022 年收入复合增速达到 44%**，此后**受益于医美整体渗透率的提升和新产品的获批上市，营收可维持 20% 以上的增速**。毛利率方面，随着核心产品促销推广的结束和产销规模扩大，整理维持稳健水平。费用率方面，行业会议、学术研讨会、学术培训等方式为医美产品推广的常用方式，20 年受疫情影响相关费用有所下降，但预计未来相关的费用支出有所增加，带来销售费用率提升；管理费用率方面，公司管理费用最大的项目为人工费用，而公司管理人员变动相对较小，人工费占主营业务收入的比重逐年下降，带来管理费用稳定。研发费用率方面，公司注重研发投入，预计整体研发费用率维持在 8.5% 左右的水平。所得税率方面，公司作为技术性企业，有望延续 15% 的所得税率。

表 1：三阶段模型的主要假设

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
营业收入增长率	29.3%	51.3%	36.1%	30.00%	30.00%	28.00%	28.00%	26.00%	25.00%	22.00%
营业成本/营业收入	8.77%	8.82%	8.89%	10.00%	10.50%	11.00%	11.00%	11.50%	11.50%	11.50%
管理费用/营业收入	7.30%	7.50%	8.00%	8.30%	8.50%	8.60%	8.80%	8.60%	8.50%	8.50%
研发费用/营业收入	8.20%	8.50%	8.50%	8.50%	8.50%	8.60%	8.20%	8.20%	8.10%	8.10%
销售费用/销售收入	12.80%	13.50%	14.50%	14.50%	14.50%	14.80%	14.80%	15.00%	15.00%	15.00%
营业税及附加/营业收入	0.80%	0.80%	0.80%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%
所得税税率	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%

资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所预测

表 2：绝对估值的基本假设条件

基本假设			
无风险利率	3.2%	风险溢价	6.50%
永续增长率	2%	实际所得税率	15%
公司市值（百万元）	14192	E/（D+E）	98.82%
债务总额（百万元）	170	D/（D+E）	1.18%
Ke	9.44%	WACC	9.37%

资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所预测

**表 3: FCFE 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析**

<b>238.73</b>	8.4%	8.9%	<b>9.37%</b>	9.9%	10.4%
3.5%	359.98	319.17	285.55	257.41	233.54
3.0%	331.94	296.85	267.49	242.60	221.25
2.5%	308.67	278.04	252.06	229.80	210.53
2.0%	289.06	261.96	238.73	218.63	201.08
1.5%	272.30	248.06	227.09	208.79	192.70
1.0%	257.82	235.93	216.84	200.06	185.22
0.5%	245.18	225.25	207.74	192.26	178.49

资料来源:国信证券经济研究所整理预测

**表 4: FCFE 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析**

<b>253.46</b>	8.4%	8.9%	9.44%	9.9%	10.4%
3.5%	379.95	337.44	302.32	272.88	247.88
3.0%	350.86	314.22	283.51	257.42	235.03
2.5%	326.66	294.61	267.40	244.05	223.81
2.0%	306.22	277.83	<b>253.46</b>	232.35	213.91
1.5%	288.73	263.30	241.28	222.04	205.12
1.0%	273.59	250.61	230.54	212.89	197.27
0.5%	260.36	239.41	221.00	204.70	190.20

资料来源:国信证券经济研究所整理预测

综上,我们得到公司绝对估值合理价值区间为 238.73-253.46 元,价值中枢为 246.10 元,对应 2020 年 PE 倍数 69.8x~74.1X。

### 相对估值: 290.7 元

在可比公司的选择上,我们选取与公司业务相近的 A 股科创板上市公司华熙生物和昊海生科作为比较,并选取 PE 法估值。与可比公司相比,公司目前规模体量相对最小,主要因公司业务结构相对聚焦医美产品的研发销售,而华熙生物业务同时涉及上游原料以及下游功能性护肤品牌业务,昊海生科的产品范围除了医美线外,也包括了眼科、骨科等产品线。但从财务指标层面,公司在成长性以及盈利能力方面处于可比公司领先地位,且仅从医美线产品来看,公司在医美玻尿酸领域的市占率处于本土第一,相关产品线最为丰富,可满足终端消费者多元的消费需求,整体竞争力较强。

**表 5: 可比公司 2019 年财务指标对比**

指标	华熙生物	昊海生科	N 爱美客
营业收入(亿元)	18.86	16.04	5.58
yoy	49.28%	2.94%	73.74%
归母净利润(亿元)	5.86	3.71	3.06
yoy	38.16%	-10.56%	148.68%
毛利率(%)	79.66%	77.31%	92.63%
净利率(%)	31.00%	23.46%	53.43%
存货周转率(次)	1.56	1.66	2.27
应付账款周转率(次)	4.91	9.89	2.93
ROE(%)	18.69%	8.18%	57.79%

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

整体来看,医美行业公司估值均处于相对较高的位置,我们认为原因在于,行业爆发式增长的需求,以及严格的产品准入监管标准,使得目前赛道同时具备高成长性和良好的竞争格局。而切入其中的企业基本面,在盈利能力极为突出的同时,中长期持续增长的确切性也较为明确,两大特征也较为符合当前市场的选股偏好,即兼具成长性及确定性溢价,因此我们预计高估值特征在未来一

段时间内仍将持续。

参考可比公司的平均估值水平，我们给予公司 20 年合理估值 85 倍 PE，对应股价 290.7 元。

**表 6: 可比公司估值**

代码	公司简称	股价	总市值	EPS			PE		
		20/9/25	亿元	20E	21E	22E	20E	21E	22E
688363	华熙生物	125.87	604.18	1.40	2.01	2.75	89.75	62.60	45.75
688366	昊海生科	123.00	187.04	1.55	2.42	3.04	79.39	50.89	40.51
	平均						84.57	56.75	43.13
300896	N 爱美客	118.27	142.16	3.43	5.35	7.07	34.57	23.15	17.46

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测

注:昊海生科为 wind 一致预测

### 投资建议: 壁垒深厚, 增长确定, 首次覆盖给予“买入”评级

公司是国内生物医用软组织修复材料领域的领先企业, 已在渠道、研发、品牌层面树立了极强的壁垒。相对上市同行, 公司专注于医美产品的研发销售, 已推出 6 款针对面部及颈部褶皱皮肤修复的产品, 也是最早获批相关资质的本土企业, 在医美玻尿酸市场的占有率处于本土第一。而在行业红利释放叠加自身运营及产品升级下, 公司 15-19 年营收/业绩复合增速 49%/104%, 今年上半年疫情影响下归母净利润仍逆势增长 14.6%。未来有望通过提升研发优势及产能规模, 以及积极的渠道拓展来不断巩固已有产品线优势, 并在此基础上积极开拓新品类, 打开中长期成长空间。

我们预计公司 2020~2022 分别实现归母净利润 4.11 亿元/6.13 亿元/8.13 亿元, EPS 分别为 3.42/5.11/6.77 元/股, 发行价对应 PE 34.6/23.2/17.5 倍。综合考虑绝对估值和相对估值, 我们给予公司合理价值区间 246.1 元-290.7 元, 对应 20 年估值 72-85 倍 PE, 较发行价具有 108%-146% 的上涨空间。首次覆盖给予“买入”评级。



## 公司概况：本土医美龙头，产品先发优势显著

### 历史沿革：深耕轻医美市场，产品布局领先行业

公司于 2004 年 6 月在北京成立，是国内生物医用软组织修复材料领域的创新型领先企业，已成功实现注射类透明质酸钠（玻尿酸）系列产品和聚对二氧环己酮面部埋植线的产业化，早在 2009 年便取得了透明质酸钠注射液相关产品的医疗器械注册证书，为取得该注册证书的首家本土企业。根据 Frost & Sullivan 数据，2018 年公司在医美玻尿酸市场占有率达到 8.6%，位列本土品牌第一。

图 1：公司历史沿革及产品推新情况



资料来源：公司招股书、公司官网、国信证券经济研究所整理

经过多年深耕，公司自主研发的相关玻尿酸产品主要针对面部、颈部褶皱皮肤的修复，在国内已具备较高的品牌知名度。截止 2020 上半年，公司已推出 5 款透明质酸类产品和 1 款面部埋植线产品，并实现了多个国内“首款”：2009 年推出国内首款透明质酸类填充产品 EME（逸美）；2012 年上市国内首款具有长效作用的透明质酸类注射填充产品 Bonita（宝尼达）；2015 年上市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（爱芙莱）；2017 年上半年又推出全球首款填充颈纹的注射用透明质酸钠复合溶液 Hearty（嗨体）；2019 年推出国内首款面部埋植线产品聚对二氧环己酮面部埋植线（紧恋）。

图 2：公司主要产品取得注册证的时间



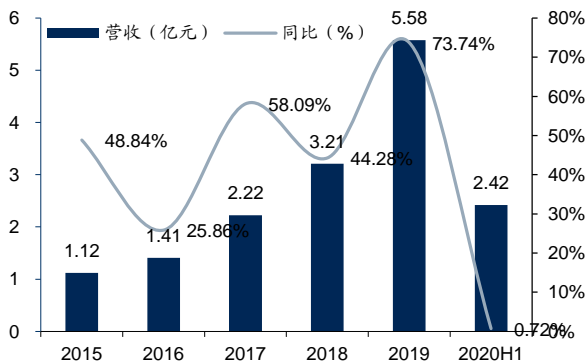
资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

**经营现状：产品驱动业绩高增长，疫情下销售显韧性**

近年来，公司营收和利润端均实现了较高增长。2019 年实现营收 5.58 亿元，同比+73.74%，取得归母净利润 3.06 亿元，同比+148.68%，2015-2019 营收/归母净利润复合增速分别达到 49.44%/103.97%。

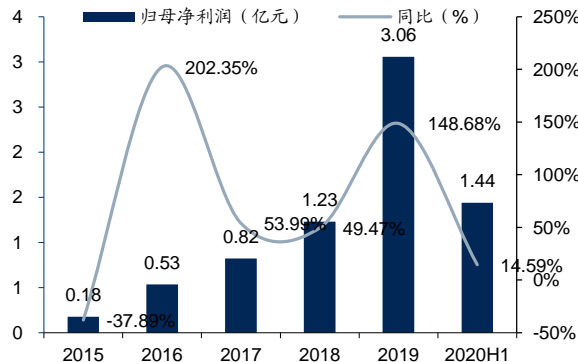
2020 上半年来看，疫情期间，下游医疗机构的关闭和客流量的减少对公司业绩造成了一定影响，但公司 2020H1 实现营收 2.42 亿元，同比仍微增 0.72%；取得归母净利润 1.44 亿元，同比+14.59%。公司业绩在疫情冲击下仍取得正增长，主要受益于嗨体产品的优异表现，该产品本身处于市场快速推广后的量价齐升阶段，同时产品注射部位为颈部，治疗时可配戴口罩，上半年销售额同比+58.24%，营收占比达到 59.48%。预计随着疫情对线下渠道的冲击趋缓，公司下半年业绩增速有望加快复苏步伐，公司在招股书中预计，2020 年前三季度收入增速有望达到 16.28%~21.34%，归母净利润增速有望达到 18.01%~27.09%。

图 3：公司营收及增速情况（亿元、%）



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理  
注: 2015-2016 年数据来自爱美客招股书(申报稿 2017 年 6 月 22 日报送)

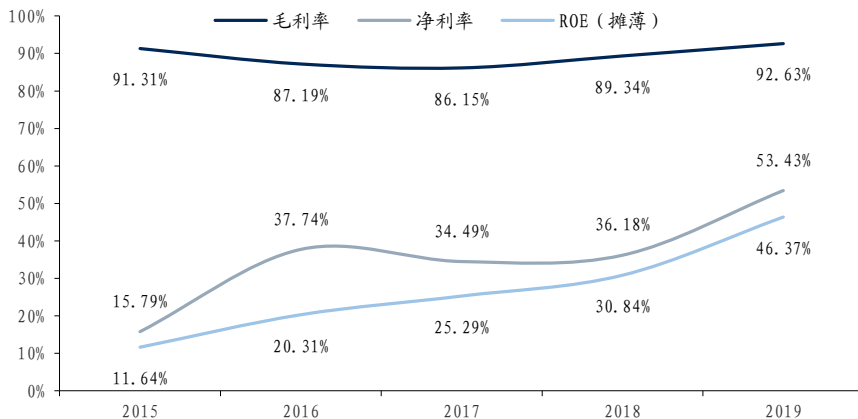
图 4：公司归母净利润及增速情况（亿元、%）



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理  
注: 2015-2016 年数据来自爱美客招股书(申报稿 2017 年 6 月 22 日报送)

爆发式增长的需求，以及严格的产品准入监管标准，使得能够切入医美产业赛道中的企业都具备较高的盈利能力，从公司情况来看，自身近年也加大了产品的升级以及高端新品的推出，盈利能力呈现上升趋势，17-19 年分别实现毛利率 86.15%/89.34%/92.63%；净利率则分别达到 34.49%/36.18%/53.43%；ROE 水平分别达到 25.29%/30.84%/46.37%。

图 5：公司毛利率、净利率及 ROE（摊薄）情况

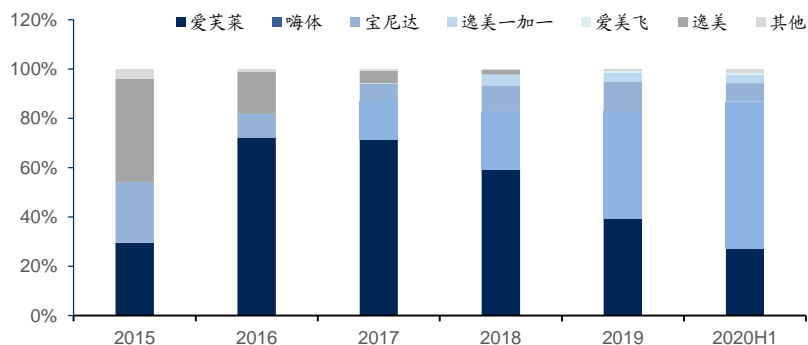


资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

➤ 分产品看，以玻尿酸为核心品类，积极拓展新兴品类

公司 99%的收入由前述的 5 款玻尿酸系列产品贡献，其中又以嗨体、爱芙莱和宝尼达为主，2019 年收入三者占比分别为 43.50%/39.27%/12.10%，占比分别同比+20.14pct/-19.99pct/+1.62pct。嗨体的营收占比快速提升，一方面得益于该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 III 类医疗器械产品，填补了颈部皱纹修复领域的空白，另一方面公司对其进行了近 2 年的市场培育，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。

图 6：公司营收分产品情况（%）

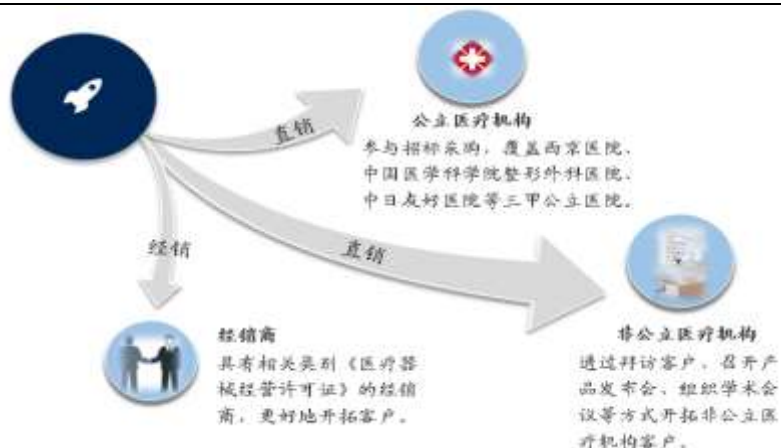


资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理  
注：2015-2016 年数据来自爱美客招股书（申报稿 2017 年 6 月 22 日报送）

➤ 分渠道来看，直销为主，经销为辅，直销又以非公立医疗机构为主

医疗美容与传统医院类似，同属于医疗服务类别，因此公司的下游客户主要是具有《医疗机构执业许可证》的医院、门诊部、诊所和具有相关类别《医疗器械经营许可证》的经销商。2017-2019 年公司直销渠道收入占比分别为 75.82%/71.61%/64.08%，其中 98%左右的收入来自非公立医疗机构，这主要与医美的消费属性和市场民营资本竞争充分有关。

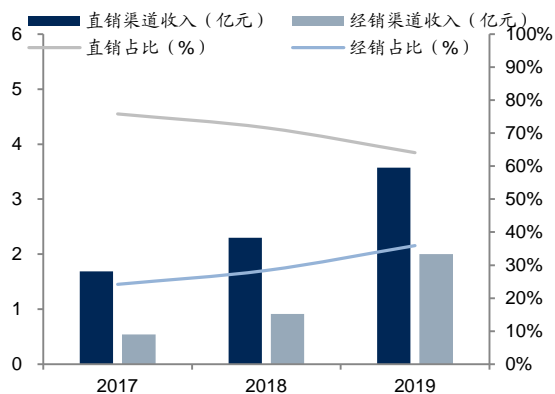
图 7：公司销售模式概况



资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

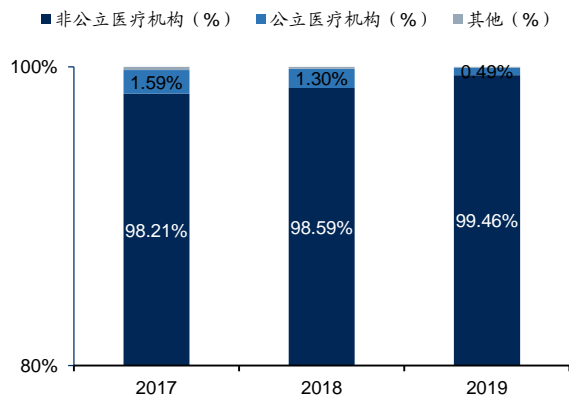
经销渠道方面，渠道收入占比则从 2017 年的 24.18% 上升到了 2019 年的 35.92%，公司为了更好地开拓客户，近年来加大了经销渠道的开拓力度。从终端覆盖度来看，公司当前形成了以北京为中心，覆盖全国 31 个省、市、自治区的销售网络，并覆盖了如西京医院、中国医学科学院整形外科医院、中日友好医院等三甲公立医院，一定程度上反映了公司较高的品牌认知度。

图 8: 公司直销/经销渠道收入及占比情况 (亿元、%)



资料来源:公司招股书、国信证券经济研究所整理

图 9: 公司直销渠道下收入构成情况 (%)

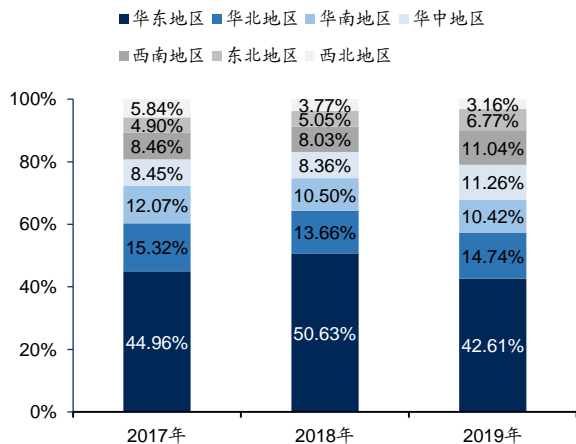


资料来源:公司招股书、国信证券经济研究所整理

➤ 分区域来看,公司以华北、华东和华南地区等为主

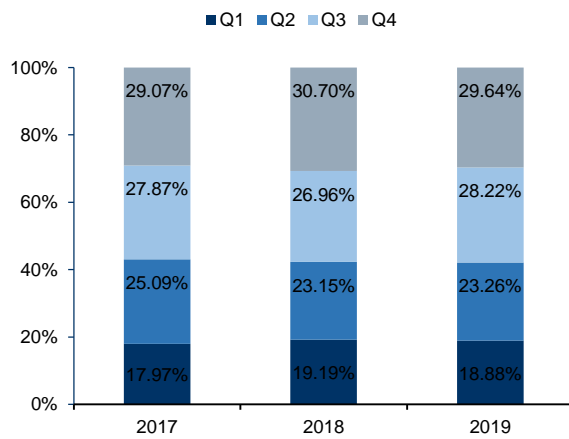
2017-2019 年,华北、华东和华南地区合计占营业收入的比例分别为 72.35%、74.79%和 67.77%。主要系这些地区的经济发展水平较高,医美消费观念较为成熟的区域为主此外,华中地区的营收占比分别从 2017 年的 8.45%增加至了 2019 年的 11.26%,西南地区的营收占比从 2017 年的 8.46%增加至了 2019 年的 11.04%,占比呈现提升趋势。而分季度表现看,公司产品销售没有明显的季节性特征。

图 10: 公司分地区收入结构 (%)



资料来源:公司招股书、国信证券经济研究所整理

图 11: 公司分季度收入结构 (%)

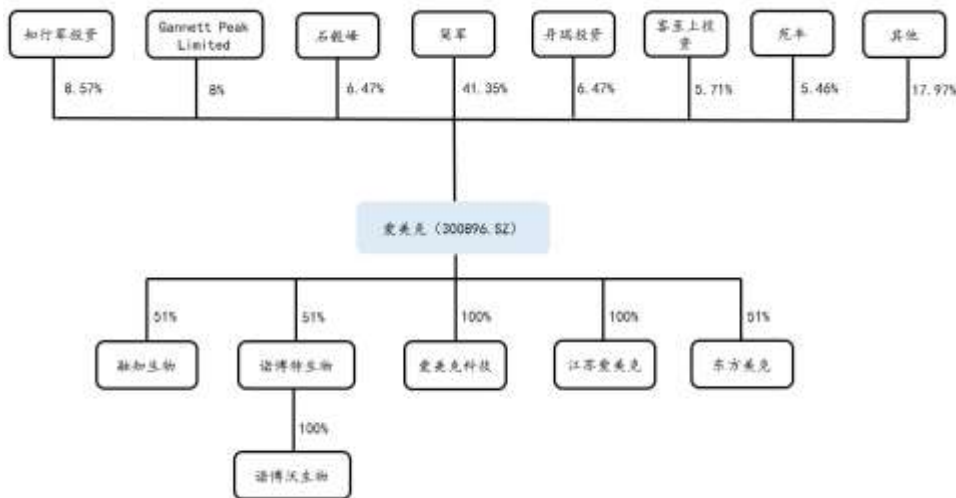


资料来源:公司招股书、国信证券经济研究所整理

股权结构及管理层: 股权结构稳定, 管理层行业积累深厚

截止 2020 年 8 月, 本公司控股股东、实际控制人、董事长简军女士直接持有公司 41.35% 股份, 并通过丹瑞投资、客至上投资及知行军投资间接持有公司 9.40% 的股份, 合计持有公司 50.75% 股份。公司本次公开发行 3020 万股后, 预计简军合计持有公司 37.99% 股份, 仍为公司实际控制人。

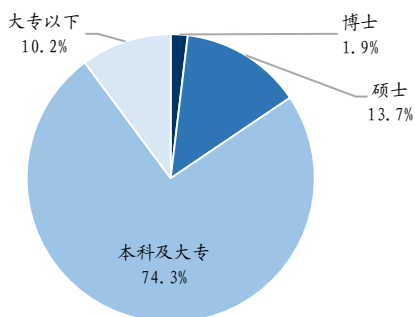
图 12: 公司股权结构 (截止 2020 年 8 月)



资料来源:公司招股书、国信证券经济研究所整理

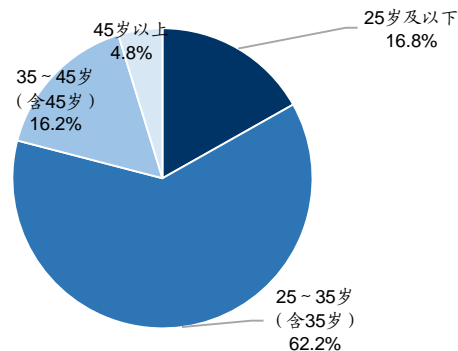
从高管及核心技术人员背景看，专业背景多元，行业积累深厚。公司所处的医美领域实际上兼具生物医药和消费属性，既强调核心研发，也着重营销和渠道推广，而爱美客已经形成了一支具有竞争力的人才团队，在研发和营销领域都具备专业和工作背景。截止 2019 年底，大专及以上学历的员工占比达到 90%，其中硕士、博士员工占比有 16%；年龄结构上，35 岁及以下员工占比 79.05%，相对年轻且高学历的人才结构有望为公司的成长提供重要支撑。

图 13: 公司员工学历结构 (%、截止 2019 年底)



资料来源:公司招股书、国信证券经济研究所整理

图 14: 公司员工年龄结构 (%、截止 2019 年底)



资料来源:公司招股书、国信证券经济研究所整理

从高管及核心技术人员背景来看，1) 董事长简军取得清华大学工商管理硕士学位，在 1985 年至 1989 年于中国粮油食品进出口总公司工作，1990 年至 1995 年于美国 Bestrend Int' l Inc.公司工作，1995 年至 2004 年于巴拿马 Abatecedora Textil S.A.公司工作，2004 年至 2005 年任北京优森生物科技有限公司副总经理；2) 总经理石毅峰取得清华大学工商管理硕士学位，在渠道营销、绩效考核及文化传播方面具有相关工作经历；3) 生产总监尹永磊药物制剂背景出生，曾在中新药业、诺华等知名药企工作，参与了“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；此外其他核心技术人员均在相关领域取得了较高的专业性成就。

**表 7: 公司部分高管及核心技术人员履历情况**

人员	职位	履历
简军	董事长	清华大学工商管理硕士，曾任职于中国粮油食品进出口总公司、美国 Bestrend Int'l Inc.公司、巴拿马 Abatecedora Textil S.A.公司和北京优森生物科技有限公司。
石毅峰	董事、总经理	清华大学工商管理硕士学位，在渠道营销、绩效考核及文化传播方面具有相关工作经历，曾担任北京华旗资讯（爱国者）科技发展有限公司集团销售总监；北京思美睿文化传播有限公司监事等。
尹永磊	副总经理、生产总监	中国药科大学药物制剂本科学历，先后任职于天津中新药业集团股份有限公司、北京诺华制药有限公司；参与了“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。
陈雄伟	研发部经理	北京师范大学生物化学与分子生物学硕士，医疗器械中级工程师，作为发明人获得授权发明专利 4 项。
张堃	研发部项目经理	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，作为发明人获得授权发明专利 3 项，发表国内核心期刊文献 3 篇。
李睿智	研发部项目经理	南开大学高分子化学与物理专业博士，医疗器械高级工程师，参与了“医用聚羧甲基葡糖胺聚糖凝胶项目”等研发项目，已作为发明人获得授权发明专利 17 项，发表国内核心期刊文献 1 篇。

资料来源:公司招股书、国信证券经济研究所整理

而在核心员工的绑定上，公司一方面在上市前就通过两大持股平台，绑定了公司主要在职核心骨干员工，其中知行军投资主要绑定核心研发人员，客至上投资主要绑定了公司核心销售骨干。此外，本次发行的战略配售由发行人的高级管理人员与核心员工专项资产管理计划和保荐机构相关子公司跟投（或有）组成。其中，发行人的高级管理人员与核心员工专项资产管理计划初始战略配售数量为 302.00 万股，占本次发行数量的 10.00%。

**图 15: 公司通过两大持股平台有效绑定核心研发及销售骨干**

知行军员工持股平台					客至上员工持股平台				
合伙人姓名	合伙人性质	任职情况	出资额 (万元)	出资比例 (%)	合伙人姓名	合伙人性质	任职情况	出资额 (万元)	出资比例 (%)
石毅峰	普通合伙人	总经理	502.99	47.72%	石毅峰	普通合伙人	总经理	321.326	45.73%
简军	有限合伙人	董事长	460.99	43.74%	简军	有限合伙人	董事长	297.326	42.32%
尹永磊	有限合伙人	副总经理	12	1.14%	勾丽卿	有限合伙人	副总经理	12	1.71%
张堃	有限合伙人	项目经理	6	0.57%	张乐	有限合伙人	销售人员	6	0.85%
陈雄伟	有限合伙人	研发部经理	6	0.57%	张丹丹	有限合伙人	销售人员	6	0.85%
李睿智	有限合伙人	项目经理	6	0.57%	俞静	有限合伙人	销售人员	6	0.85%
杜培	有限合伙人	产品部经理	6	0.57%	杨呈堃	有限合伙人	销售人员	6	0.85%
张睿丽	有限合伙人	总经理助理	6	0.57%	西亚军	有限合伙人	销售人员	6	0.85%
冯瑞瑞	有限合伙人	注册经理	6	0.57%	索永春	有限合伙人	销售人员	6	0.85%
许哲	有限合伙人	市场运营经理	6	0.57%	潘芳	有限合伙人	销售人员	6	0.85%
韩艳彬	有限合伙人	产品组组长	6	0.57%	刘涛	有限合伙人	销售人员	6	0.85%
任旭	有限合伙人	生产部经理	6	0.57%	刘博	有限合伙人	销售人员	6	0.85%
刘彬	有限合伙人	质量控制部经理	6	0.57%	李天宇	有限合伙人	销售人员	6	0.85%
朱永水	有限合伙人	工程设备部经理	6	0.57%	杜晓轩	有限合伙人	销售人员	6	0.85%
陈开宇	有限合伙人	人力资源部经理	6	0.57%	陈娟	有限合伙人	销售人员	6	0.85%
尹永晶	有限合伙人	财务人员	6	0.57%					

资料来源:公司招股书、国信证券经济研究所整理

## PK 华熙&昊海：专注医美线，品类优势突出

公司所属医疗美容行业，主营医美玻尿酸等相关产品的研发生产和销售，国内可比上市公司主要包括华熙生物（688363.SH）和昊海生科（688366.SH）。华熙生物主营透明质酸原料供应、医疗终端产品和功能性护肤品供应三大业务，2019 年营收占比分别为 40.35%/25.93%/33.64%，与公司的竞争点集中于医疗终端产品板块，旗下包括“润百颜”、“润致”两款透明质酸软组织填充剂；昊海生科主营产品包括眼科、整形美容与创面护理、骨科、防粘连及止血等四大类，与公司的竞争点集中于整形美容与创面护理板块，旗下包括“海薇”、“娇兰”两款透明质酸软组织填充剂。整体来看，医美产品相关业务均是上述公司未来的主要发力方向。

表 8：可比公司业务/品类/销售渠道等情况

品牌	品类结构	核心品牌	销售渠道	销售网络
爱美客	以透明质酸钠系列为核心品类，2019 年收入占比超过 99%，同时其他产品包括逸美透明质酸补水修复面膜和手持式微量注射枪。	大单品包括嗨体和爱美莱，2019 年收入占比分别为 43.50%/39.27%；同时宝尼达、逸美一加一（逸美升级版）增长较快，爱美飞为 2019 年新品，销售占比 0.87%。	直销为主，经销为辅，下游客户包括公立和非公立医疗机构，其中直销渠道中，98% 以上的销售收入来自非公立医疗机构。	销售网络覆盖全国 31 个省、市、自治区，包括西京医院、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，目前已与超过 2000 家客户建立合作关系。
华熙生物	主营透明质酸原料、医疗终端产品和功能性护肤品，2019 年收入占比分别为 40.35%/25.93%/33.64%。	功效性护肤品领域，以“润百颜”为主品牌，“润致”为新兴品牌；医疗终端领域，品牌包括骨科注射液“海力达”（2019 收入 8146 万元，通过 23 个省份的集中招标采购）；眼科黏弹剂“海视健”等。	终端功效性护肤品以线上直销渠道为主，透明质酸原料及其他终端产品销售为线下销售，其中以经销渠道为主，直销渠道包括公立医院、民营医院和诊所。	2019 年，原料销售覆盖全球 40 余个国家和地区的 2,000 余家客户；骨科产品中标 23 个省份集中招标采购。
昊海生科	主要产品包括眼科、整形美容与创面护理、骨科、防粘连及止血四大类，2019 年主营收入占比分别为 44.49%/18.75%/22.43%/11.84%。	眼科领域以人工晶状体为核心品类，在中国人工晶状体市场的市场占有率达到 30%；整形美容领域包括海薇、娇兰两大玻尿酸核心品牌。	主要为医疗机构渠道，采取直销与分销相结合的模式。2019 年直销/经销收入占比分别为 47.30%/52.70%。	2019 年覆盖国内所有区域和全球约 65 个国家及地区。

资料来源：爱美客招股说明书、公司公告、国信证券经济研究所整理

### 经营对比分析：爱美客玻尿酸产品线丰富，相关产品先发优势明显

1) 从产品来看，如前文所述，与同行业上市公司华熙生物以及昊海生科相比，爱美客公司专注于以玻尿酸系列为主的医美产品业务，占比达 99%。而华熙生物还布局了透明质酸原料业务和功效型护肤业务，上下游延展性强，原料业务也能为公司医美业务提供赋能，带来一定成本优势，且在其医疗终端业务下除了医美产品外还包括骨科注射液、眼科粘弹剂等产品；昊海生科主业则通过渠道的协同，也能够一定程度上助力医美产品顺利开拓发展。

而只看医美产品线的话，爱美客相关产品布局则更为丰富，通过多年深耕，公司多个品牌的玻尿酸产品涵盖了额部、鼻唇部、颈部等区域皮肤修复，去年获批的面部埋植线产品也即将进行大力市场推广，同时在研项目可覆盖去除动态皱纹、减肥瘦身项目等，能够较好满足消费者的多元需求，未来在医美产品线有望进一步实现全方位的优势升级。

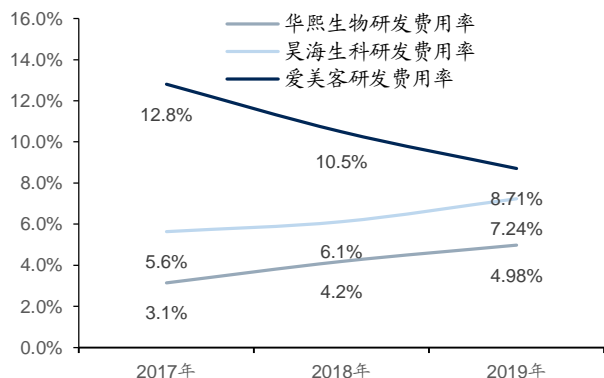
表 9: 上市企业医美产品比较

公司	品牌	功能效果	获批时间	价格定位
爱美客	逸美	国内首款国产玻尿酸注射材料	2009	中端
	宝尼达	国内首款含 PVA 微球的玻尿酸注射材料	2012	中高端
	爱芙莱、爱美飞	国内首款含利多卡因的透明质酸钠注射材料	2015	中端
	嗨体	国内首款用于修复颈纹的复合注射材料	2016	大众
	逸美一加一	新型针对褶皱皮肤修复的复合注射材料	2016	高端
华熙生物	润百颜	首款获批的国产交联玻尿酸填充剂, 目前也有水光针剂产品	2012	大众
	润月颜	为医美院线打造的水光针剂产品	2014	大众
	润致	含利多卡因的玻尿酸注射材料目前也具有水光针剂产品	2016	中高端
昊海生科	海薇	主打塑型功能的玻尿酸注射材料	2013	大众
	姣兰	主动动态填充的玻尿酸注射材料	2016	中端

资料来源:招股说明书, 公司官网, 国信证券经济研究所整理

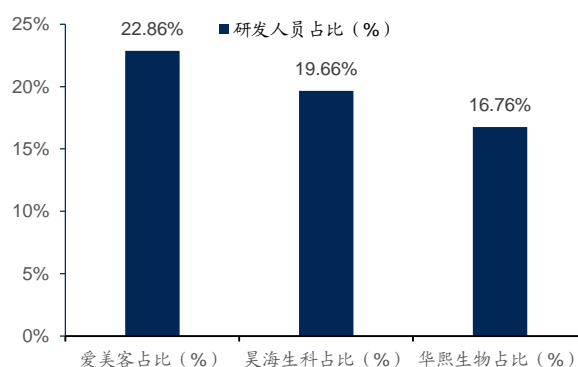
从产品的研发投入情况看, 爱美客 2019 年研发费用 4856.37 万元同比+44.18%, 占营业收入的比重为 8.71%, 高于昊海生科同期的 7.25% 和华熙生物同期的 4.98%。我们从公司人员结构也可以看出, 截止 2019 年底, 公司共有研发与技术人员 72 人, 占员工总数的比例为 22.86%, 略高于昊海生科同期的 19.66% 和华熙生物同期的 16.76%。

图 16: 19 年爱美客/华熙/昊海生科的研发费用对比



资料来源: 公司招股书、公司公告、国信证券经济研究所整理

图 17: 19 年爱美客/华熙/昊海生科的研发人员占比 (%)



资料来源: 公司招股书、公司公告、国信证券经济研究所整理

2) 从渠道布局来看, 三者均采用了经销、直销相结合的销售模式, 相对而言爱美客经销比例较华熙生物和昊海生科低; 而在直销模式下的终端客户结构相似, 即绝大部分为民营医院/诊所/门诊部, 少量为公立医院。但如前文所述, 近年来爱美客的经销占比正在稳步提升, 由从 2016 年的不到 20% 提升至 2019 年的 36%, 一定程度上也带动了公司销售的快速增长。



表 10: 公司直销占比较高 (%)

模式	公司	2017 年	2018 年	2019 年
直销占比 (%)	爱美克	75.82%	71.61%	64.08%
	昊海生科	23.03%	27.54%	47.30%
	华熙生物	24.36%	30.78%	21.53%
经销占比 (%)	爱美克	24.18%	28.39%	35.92%
	昊海生科	76.97%	72.46%	52.70%
	华熙生物	75.64%	69.22%	78.47%

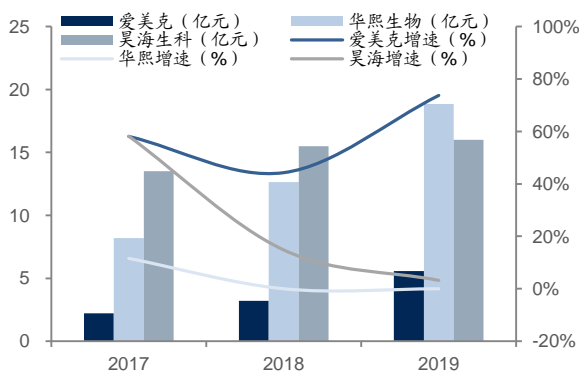
资料来源: 公司招股书、国信证券经济研究所整理注: 华熙生物为注射用透明质酸钠凝胶产品的 2019 年 1-3 月数据, 昊海生科为整形美容与创面护理类业务的数据

### 成长性对比分析: 爱美客成长性突出, 与新产品快速推广有关

公司业务结构相对单一, 因此整体营收规模小于两家可比公司, 但单从可比的医美业务产品的销售规模看, 公司销售规模大于华熙生物和昊海生科, 公司 2018 年营收规模 3.21 亿元, 华熙生物注射用透明质酸钠凝胶产品 2018 年销售规模为 1.31 亿元, 昊海生科玻尿酸产品 2018 年销售规模为 2.66 亿元, 凸显公司在本土品牌中的领先地位。

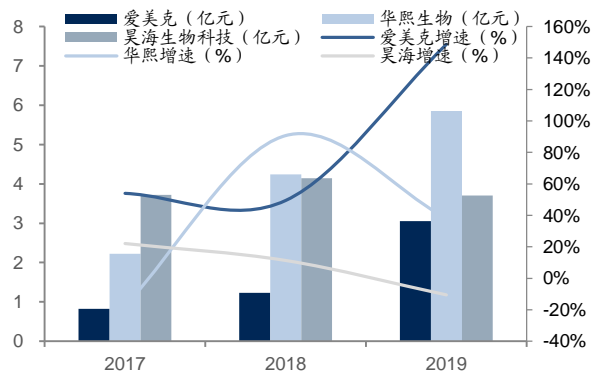
具体来看, 公司近年来营收维持高增长, 2019 年营收 5.58 亿元, 同比+73.74%, 2015-2019 年复合增速达到 49.44%, 均高于华熙以及昊海, 预计与公司新产品的有效推广有关, 且在今年上半年业绩逆势实现双位数正增长, 而华熙及昊海则受疫情影响业绩较去年同期显著放缓。

图 18: 可比公司营收规模及增速 (亿元、%)



资料来源: 公司招股书、Wind、国信证券经济研究所整理

图 19: 可比公司规模净利润及增速 (亿元、%)



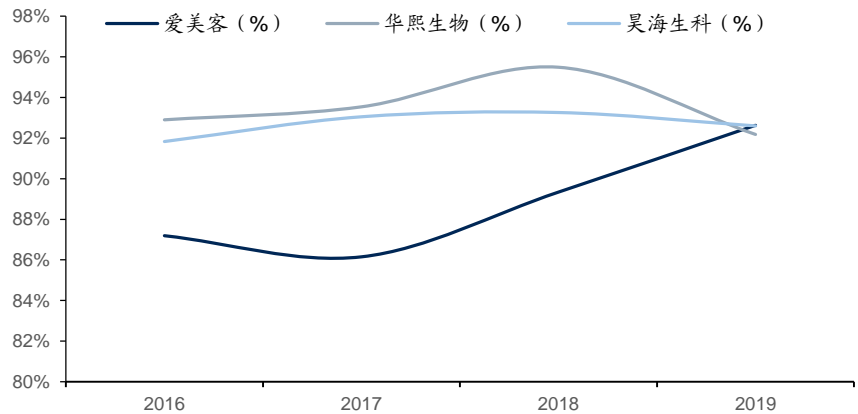
资料来源: 公司招股书、Wind、国信证券经济研究所整理

### 盈利能力对比分析: 医美业务毛利均相对较高, 爱美客提升趋势明显

医美产品具备明显的高毛特征, 爱美客 2017-2019 年综合毛利率分别为 86.15%/89.34%/92.63%, 呈现逐年上升趋势, 主要得益于嗨体、宝尼达等高毛产品占比的提升。其中嗨体 2017-2019 年毛利率分别为 89.78%/90.30%/92.99%, 营收占比从 2017 年的 15.34% 快速增加至 2019 年的 43.50%; 宝尼达 2017-2019 年毛利率分别高达 98.15%/98.11%/98.73%, 营收占比从 2017 年的 7.10% 增加至 2019 年的 12.10%。

对比来看, 华熙生物相关业务 (注射用修饰透明质酸钠凝胶产品) 和昊海生科相关业务 (玻尿酸产品) 的可比产品也均保持了较高毛利率水平, 在产品结构相对稳定的情况下, 毛利率水平也相对稳定, 三者可比产品业务的毛利率在 2019 年基本趋同。

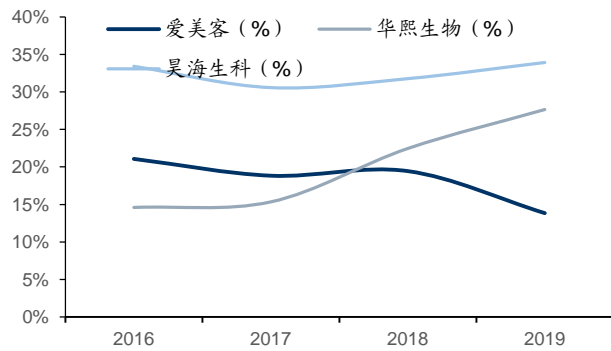
图 20: 三家上市医美公司中的可比产品业务的毛利率情况



资料来源: 公司招股书、公司公告、国信证券经济研究所整理  
注: 其中华熙生物 2019 年为 1-3 月数据; 昊海生科 2019 年为 1-6 月数据

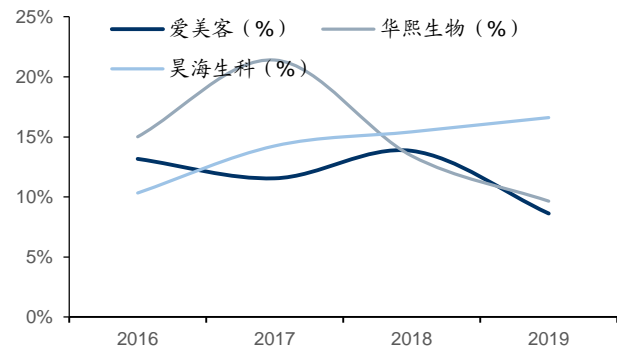
费用率来看, 公司销售费用随销售规模扩大而增加, 2017-2019 年分别为 4191 万元/6241 万元/7717 万元, 占收入的比重分别 18.83%/19.44%/13.84%。结构上销售费用主要由人工费和会议费构成, 2019 年合计占销售费用的 70.45%。其中会议费指学术交流、医美业务培训产生的费用, 该方式为医美上游生产商进行营销推广的常用方式。同行对比看, 公司销售费用率低于可比公司, 主因与可比公司在具体产品结构、销售模式和销售客户群体等方面存在差异, 如昊海生科下游公立医院渠道销售占比较高, 该渠道销售费用随两票制实行而进一步提高。

图 21: 可比公司销售费用率情况



资料来源: 公司招股书、公司公告、国信证券经济研究所整理

图 22: 可比公司管理费用率情况 (不含研发)



资料来源: 公司招股书、公司公告、国信证券经济研究所整理

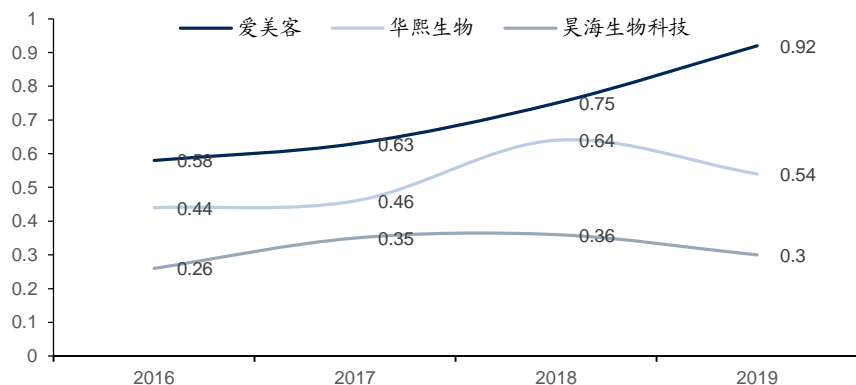
公司管理费用率 (不含研发) 维持稳健水平, 与业绩增长匹配, 主要由业务招待会、办公费、折旧费用和人工费用构成, 与可比公司管理费用构成结构相似。公司的管理费用率 2017-2019 年分别为 11.55%/13.84%/8.62%, 略低于可比公司, 整体处于行业合理水平。而昊海生科以及华熙生物近年来的管理费用也相对稳定, 其中华熙 17 年管理费用率提升与收购 Revitacare 及开曼华熙私有化时, 授予彼时高管人员的期权在当期一次性加速行权有关。

### 营运能力对比分析: 爱美客资产周转能力相对更优

对比华熙生物和昊海生科, 公司 2017-2019 年应收账款周转率分别为 46.12/47.51/46.76, 总体维持稳健水平, 且均远高于可比公司水平, 主因公司销售结算方式以款到发货为主, 应收账款平均余额较低。存货周转率来看, 公司 2017-2019 年存货周转率分别为 1.84/2.24/2.27, 呈现上升态势, 略高于可

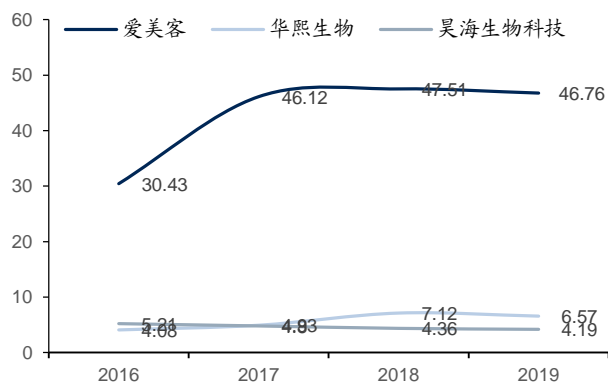
比公司水平，一方面与公司在 2018 年将主要原材料的采购策略由集中采购调整为少量多次的采购策略有关，同时产销规模也有所扩大；另外也与可比公司业务结构差异有关，如华熙生物原料业务的单批次订单规模相对较小、定制化生产特征明显，其需要储备生产用原材料并适当储备产成品，以保证供货速度，存货余额中以库存商品为主。**总资产周转率方面**，公司 2017-2019 年的总资产周转率分别为 0.63/0.75/0.92，优于可比公司且呈现逐年提升渠道，反映公司资产周转能力总体较好。

图 23: 可比公司总资产周转率情况



资料来源: 公司招股书、Wind、国信证券经济研究所整理

图 24: 可比公司应收账款周转率情况



资料来源: 公司招股书、Wind、国信证券经济研究所整理

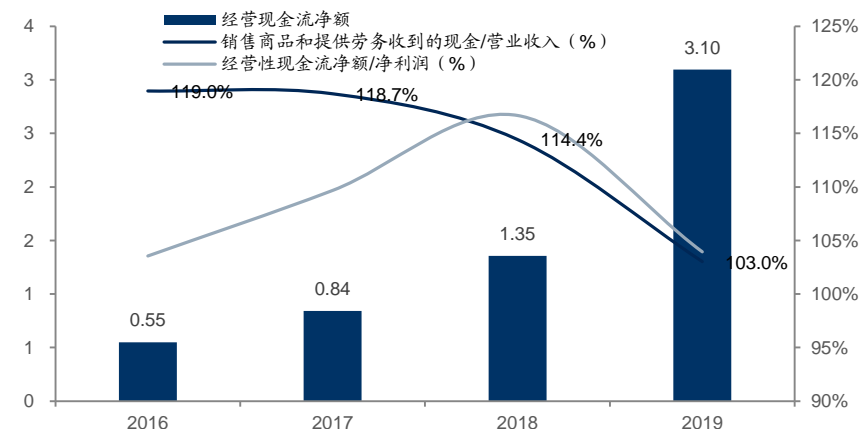
图 25: 可比公司存货周转率情况



资料来源: 公司招股书、公司公告、国信证券经济研究所整理

**经营性现金流方面**，公司直销客户以非公立医疗机构为主，合同一般约定款到发货，或当月/次月结清方式，经销模式采用先款后货的结算方式，整体回款速度快，一定程度反映公司经营状况良好，商业地位稳固，利好经营性现金流状况向好。公司 2017-2019 年经营性现金流净额分别为 0.84/1.35/3.10 亿元，与净利润的比率分别为 1.10/1.17/1.04 倍，反映现金流质量较好。

图 26: 公司经营性现金情况

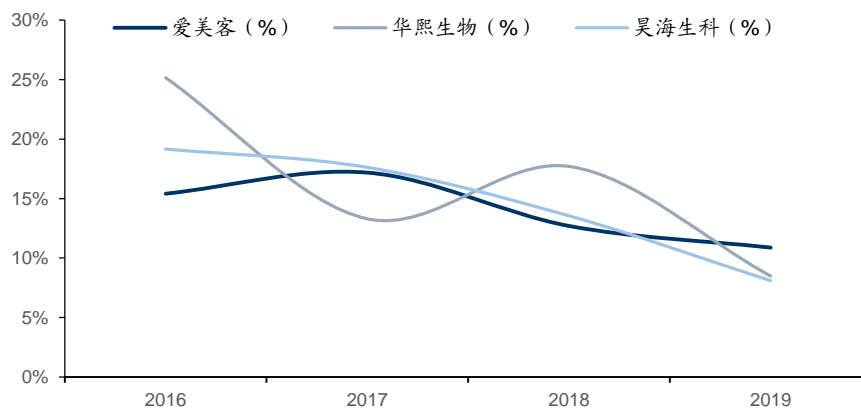


资料来源: 公司招股书、Wind、国信证券经济研究所整理

偿债能力方面, 公司流动比率与速动比率呈上升趋势, 资产负债率呈下降趋势, 反映资产负债结构合理, 偿债能力较强。且从负债结构上看, 公司以流动负债为主, 2017-2019 年流动负债占负债总额的比例分别为 75.76%/75.90%/83.07%, 其中以应付职工薪酬、应交税费和预收账款为主。非流动负债中递延收益占比较高, 2019 年达到 82.40%, 主要来自生物可降解工程试验室专项经费和新型颌面软硬组织修复材料研究项目。

对比华熙生物和昊海生科, 公司 2019 年流动比率、速动比率略低于华熙生物和昊海生科, 资产负债率略高于华熙生物和昊海生科, 主要是 2019 年华熙生物和昊海生科公开发行人上市, 获得二级市场融资降低了企业负债。

图 27: 可比公司资产负债率情况



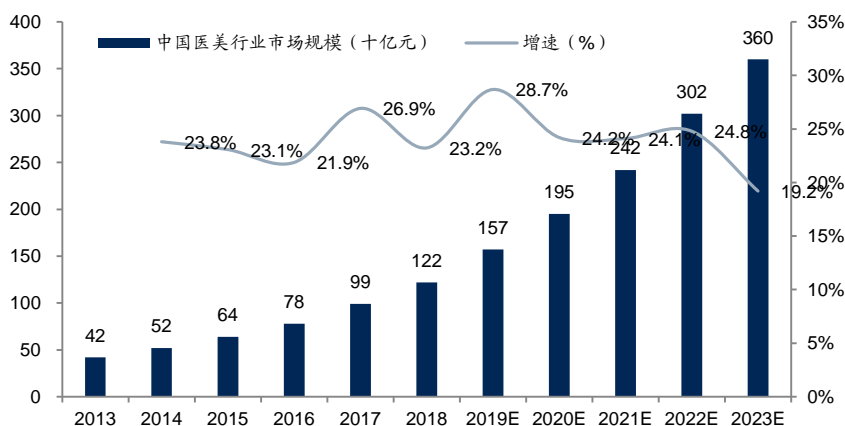
资料来源: 公司招股书、Wind、国信证券经济研究所整理

## 行业分析：医美市场规模扩大，本土品牌市占率提升

### 行业总览：医美产业增速快且空间大，非手术注射类占比快速提升

美容分为生活美容与医疗美容，根据原卫计委公布的《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，开展相关医美项目的医疗机构需在卫生计生行政部门登记注册，并获得《医疗机构执业许可证》。市场规模方面，据 Frost & Sullivan 数据，近年来中国医美市场规模迅速扩大，2018 年中国医美行业市场规模达到 1216.7 亿元，相对于 2014 年复合增长率达到 23.6%，预计 2023 年市场规模有望达到 3601.3 亿元。

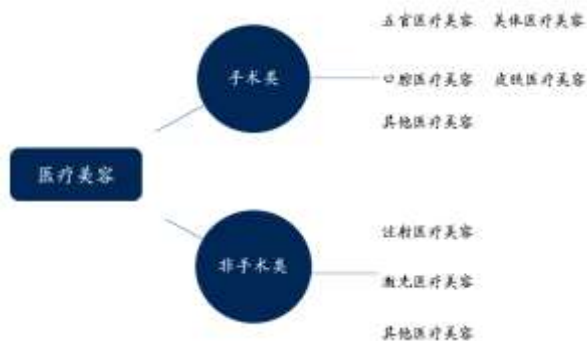
图 28：中国医美行业市场规模及预测（十亿元、%）



资料来源：爱美客招股书、国信证券经济研究所整理

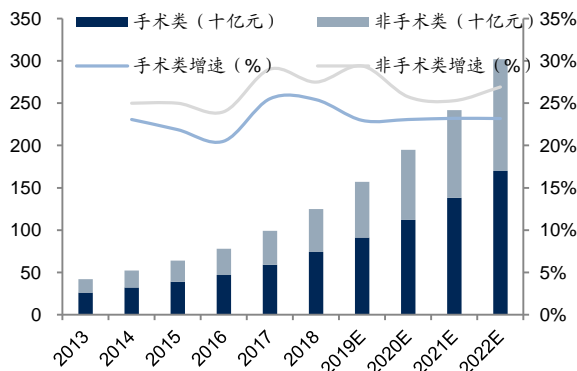
而庞大的医美市场根据是否需要手术又分为手术类和非手术类（轻医美或微整），其中以注射类为代表的非手术类项目由于恢复时间短、价格及风险较低，近年来增速相对较快，2018 年市场规模预计 510 亿元，2013-2018 年复合增速达 26.09%，高于整体医美市场增速，预计 2022 年在整体医美市场的销售占比达到 43.71%。非手术类医美正是上游医美玻尿酸、肉毒毒素等生产销售企业的主要覆盖领域，具有消费频次高、复购率高的特点，终端客户需进行定期注射以保持预期的修复效果，因此终端客户具有较高粘性。

图 29：手术类和非手术类医美项目



资料来源：MobData、国信证券经济研究所整理

图 30：医美行业手术类/非手术类规模及占比（十亿元、%）



资料来源：新氧招股书、爱美客招股书、国信证券经济研究所整理

根据公司招股书介绍，整个医疗美容产业链主要包括上游原料/产品生产商，中游的医美机构及下游终端消费者，爱美客主营医美玻尿酸等产品的研发生产，处于产业链上游。而在上游的医美产品中，各大统计数据均显示，透明质酸钠（玻尿酸）和注射用A型肉毒毒素无疑成为了最受消费者欢迎的终端产品。

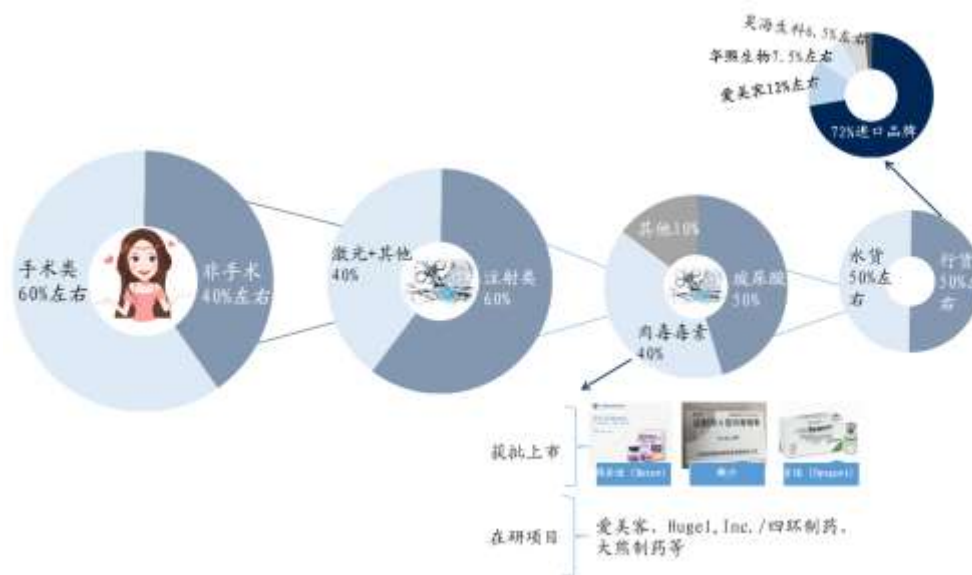
图 31：医美产业链



资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

我们综合 Frost & Sullivan 及新氧等相关统计数据，并结合自身市场调研观察，对 2020 本年度的中国医疗美容市场结构及爱美客所处地位进行了预测和拆解：综合考虑行业的快速发展和短期疫情对下游消费需求的抑制，我们预计 2020 年中国医美行业销售市场规模有望达到 1800 亿元，其中非手术类规模占比预计在 40%，非手术类具体项目中以玻尿酸、肉毒毒素为代表的注射类较受欢迎，我们预计市场规模 432 亿元，占非手术类的 60%，光子嫩肤、激光祛斑等项目预计占比 40%。从注射类的具体产品结构，公司所在的玻尿酸产品市场规模约占 50%左右，然后我们再剔除约占一半的非正规“水货”渠道，按照终端价格测算，预计公司凭借在颈纹修复领域的独占地位及长效玻尿酸等优势地位下快速增长，本年度市占率预计有望达到 12%左右，仍领跑本土企业。

图 32：一图了解医美市场结构及爱美客所处地位

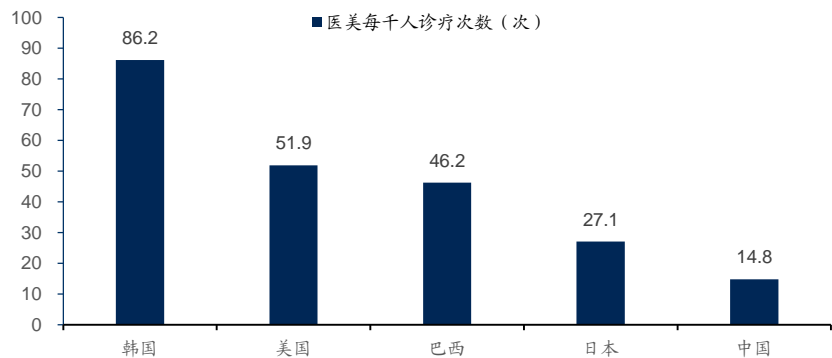


资料来源：公司招股书、新氧大数据、南方医药经济研究所、国信证券经济研究所分析预测

### 行业驱动：消费升级是底层驱动，政策规范利好正规企业发展

从渗透率来看，与美日韩等市场相比，我国医美项目渗透率较低。据 Frost & Sullivan 数据（引自《新氧 2019 医美行业白皮书》），2018 年中国每千人接受医美治疗 14.8 次，低于韩国、美国、巴西、日本同期分别为 86.2 次/51.9 次/46.2 次/27.1 次。

图 33：各国医美每千人诊疗次数对比（次）



资料来源: Frost & Sullivan、《新氧 2019 医美行业白皮书》

不过，我们认为长期来看中国医美渗透率提升的趋势较为明确，主要原因包括：

#### ➤ 人均可支配收入增长下带来的美丽产业消费升级

相较于传统外科手术，医美类项目消费频次更高，如单针玻尿酸效果一般维持 6-9 个月，且客单价往往也在千元左右（其中乔雅登、瑞蓝等进口品牌可达近万元/针）。因此，医美项目的发展离不开居民可支配收入增长的支撑，也因此我们看到，相对而言经济发达地区医美项目渗透率相对更高，但随着低线城市消费升级的持续，未来国内医美项目的发展仍具备较强劲动能基础。

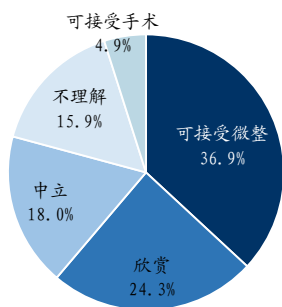
图 34：单支玻尿酸价格（伊婉品牌）



资料来源: Yestar 艺星天猫旗舰店、国信证券经济研究所整理

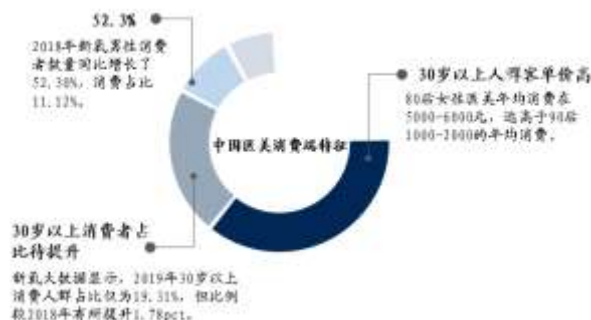
进一步来看，我们认为未来消费者扩容主要体现在两点，一是总量方面消费者人数有望增加。据新氧大数据调研（引用自艾瑞咨询），2018 年中国大众消费者对医美持正面态度，其中 36.9% 的人愿意微整，24.3% 的人持有欣赏态度，同时相较于 2015 年，消费者对于医美的态度更为轻松。

图 35: 2018 年中国大众对医美的态度



资料来源: 新氧大数据、国信证券经济研究所整理

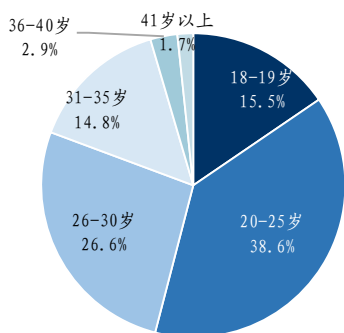
图 36: 中国医美消费者结构性特征



资料来源: 新氧大数据、艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

二是结构性方面，目前医美消费者年龄分布中 20-25 岁消费者占比较高，2018/2019 年分别为 40.41%/38.57%，反映年轻消费者医美消费意愿较强，虽然目前这部分 90 后年轻女性的受制于收入水平和实际需求，年均消费金额相对较低，但随着该群体年龄的增长和收入水平的提升，对于医美产品的需求频率以及消费额都将快速提升。因此我们认为，当前年轻消费群体在消费习惯养成的背景下有望为行业整体市场规模提升的带来有力支撑。

图 37: 2019 年中国医美消费者年龄分布



资料来源: 新氧大数据、国信证券经济研究所整理

图 38: 30 岁+消费者医美年均消费较高



资料来源: 新氧大数据、艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

➤ 监管趋严推动供给端规范化发展，促进良性扩容

如前文所述，目前市场存在大量的非法医美机构、医美产品以及相关涉嫌虚假宣传的广告。据艾瑞咨询估算，全国有超过 8 万家生活美业店（如美甲店、纹眉店）非法开展医疗美容项目，而 2019 年具备医疗美容经营资质的机构乐观估计下仅约 1.3 万家，从卫生统计年鉴看，2018 年中国的整形外科医院和美容医院更是仅有 451 家。此外，具备经营资质的合法机构，也可能存在经营范围超标的现象。鱼龙混杂的市场格局，也给消费者对医美行业带来了不好的印象，某种程度上会抑制部分消费需求，导致行业增速放缓，包括潜在消费者对事故频发的医美持观望状态和合规的医院和人才缺失，带来供给不足两方面。不过近年来医美行业监管正在逐步加强，下游医美机构的经营更加规范化，有利于增强消费者信任感。



图 39: 医美机构违规经营情况

	可开展的美容外科项目	违规经营情况
医美诊所	双眼皮形成术、内眦成形术、隆鼻术、酒窝成形术、毛发移植术等一级项目	未开设美容外科，没有专业麻醉师，却开展了美容外科项目
医美门诊部	一级项目+鼻畸形矫正术、鼻翼缺损修复术、隆乳术等二级项目	违规开展脂肪抽吸术(2000ml<吸脂量<5000ml)等三级项目和颧骨降低术等四级项目
医美医院	一级项目+二级项目+脂肪抽吸术等三级项目	违规开展颧骨降低术、下颌角肥大矫正术等四级项目

资料来源:艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

具体监管主要体现在加强执法，对现有非法现象进行净化及进一步强调市场准入管理，使得行业存在一定的进入壁垒。如目前爱美客旗下的注射用透明质酸钠系列产品及面部埋植线产品均为 III 类医疗器械，该类医疗器械实行产品注册管理，注册人需向国家药监局提交注册申请资料，药品监督管理部门审查批准后颁发医疗器械注册证。相关监管政策进一步强调了市场准入管理，利好目前已取得相关许可证资质的规范性企业。

表 11: 2017 年以来医美领域相关监管文件

政策	发布单位	发布时间	相关内容
《关于开展严厉打击非法医疗美容专项行动的通知》	原卫计委等 7 部委	2017 年 5 月 18 日	严厉打击无证行医，规范医疗美容服务行为；严厉打击走私注射用透明质酸钠、胶原蛋白、肉毒毒素等药品、医疗器械行为。
《关于开展严厉打击非法医疗美容专项行动督查工作的通知》	原卫计委办公厅	2017 年 11 月 23 日	督促地方扎实开展打击非法医美专项行动
《关于开展医疗美容乱象专项整治行动的通知》	卫健委等 8 部委	2019 年 3 月 6 日	重点检查健康体检、医疗美容、皮肤(性传播疾病)等社会办医活跃的领域以及违规开展免疫细胞治疗、干细胞临床研究和治疗等行为。
《关于进一步加强医疗美容综合监管执法工作的通知》	卫健委办公厅等 8 部委	2020 年 4 月 3 日	规范医疗美容服务；在我国境内上市的药品和第二类、第三类医疗器械实行产品注册管理，未取得注册批准的产品不得上市

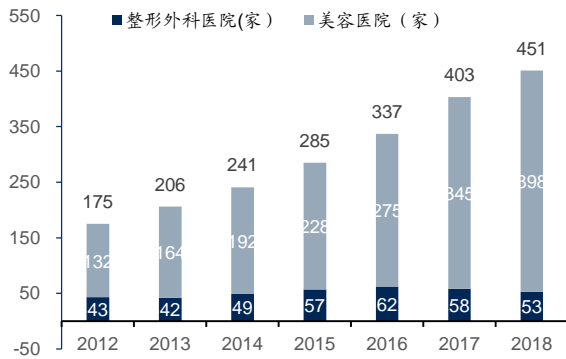
资料来源:国家卫健委官网、国信证券经济研究所整理

➤ 供给端技术进步+配套医院和人员的完善，政策端的支持

一方面是技术的进步，挖掘潜在的医美消费需求。近年来简单、安全、痛苦较少的医美技术陆续出现，局部微创手术，非手术类医疗美容运用越来越广泛，这不仅满足了存量消费者的需求，也带动更多增量人群加入医美消费。另一方面在于合法医美机构和执业医师的增加，为持续增长的消费需求提供教育支持。如从合法从业人数看，中国整形外科医院和美容医院的合计执业药师从 2012 年的 2113 人增加至 2018 年的 6597 人，复合增速 20.89%，有利于为消费需求释放提供有效的支撑。

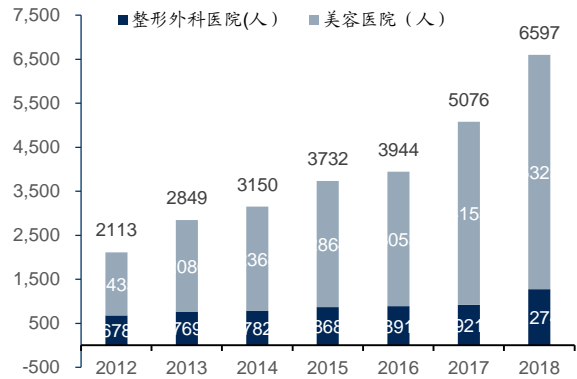
此外，政策也在助力生物医用材料产业发展。公司主营产品类所在的生物医药材料近年来得到了相关政策的持续支持，如《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》将“植入生物医用材料及服务”列为战略性新兴产业重点产品和服务；有助于行业加快医美人才培养、医美研发生产、科技成果转换等。

图 40: 中国整形外科医院+美容医院数量 (家)



资料来源: 各年卫生健康统计年鉴、国信证券经济研究所整理

图 41: 中国整形外科医院+美容医院执业医师数量 (人)



资料来源: 各年卫生健康统计年鉴、国信证券经济研究所整理

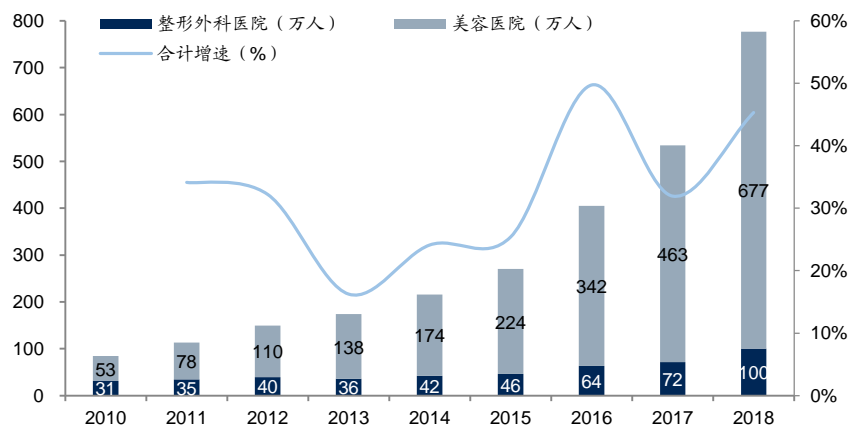
表 12: 生物医用材料领域相关政策

政策	发布单位	发布时间	相关内容
《“十三五”国家科技创新规划》	国务院	2016年8月8日	重点布局可组织诱导生物医用材料、组织工程产品、新一代植入医疗器械、人工器官等重大战略性产品,提升医用级基础原材料的标准,构建新一代生物医用材料产品创新链,提升生物医用材料产业竞争力。
《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》	国务院	2016年11月29日	加快组织器官修复和替代材料及植入医疗器械产品创新和产业化。
《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》	国家发改委	2017年1月25日	将“植入生物医用材料及服务”列为战略性新兴产业重点产品和服务。
《“十三五”医疗器械科技创新专项规划》	科技部办公厅	2017年5月26日	加快发展生物医用材料表面改性、生物医用材料基因组、植入材料及组织工程支架的个性化3D打印等新技术,促进组织工程与再生医学的临床应用。
《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》	中共中央办公厅、国务院办公厅	2017年10月8日	接受境外临床试验数据。在境外多中心取得的临床试验数据,符合中国药品医疗器械注册相关要求的,可用于在中国申报注册申请。

资料来源:公司招股书、各部委官网、国信证券经济研究所整理

综上所述,我们认为随着人均收入增长、个人医美意识的提升和供给端的规范化发展,我国医美渗透率有望得到持续提升。从实际医院诊疗人次来看,我们以整形外科医院/美容医院的合计门诊诊疗人次为例,诊疗人次从2010年的84万人增加至了2018年的777万人,复合增速达到32%。其中美容医院为主要渠道,2018年诊疗人次677万人,占比87.12%,一定程度上反映了消费者医美消费提升的趋势。

图 42: 中国整形外科+美容医院的合计门诊诊疗人次 (万人、%)



资料来源: 各年卫生健康统计年鉴、国信证券经济研究所整理

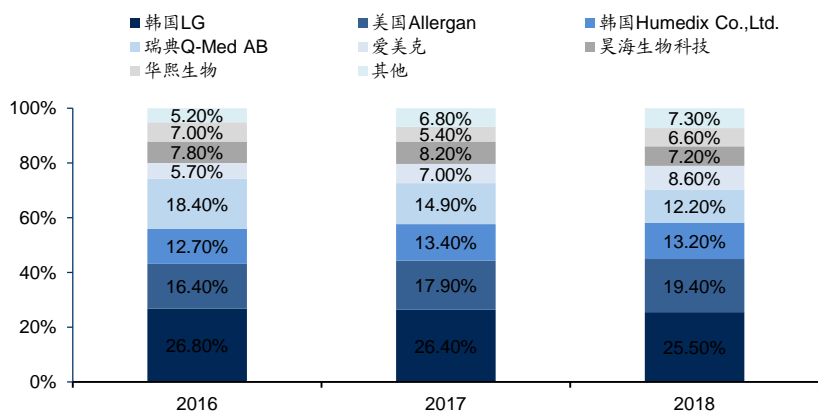
### 竞争格局：玻尿酸本土品牌占比提升，肉毒毒素仍具空间

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，以及技术的创新的加强，本土品牌的市场销售收入有望进一步提高。下面我们分别从玻尿酸及肉毒素两大主要的医美注射类市场来进行分析：

#### 1) 医美玻尿酸市场：国产替代空间大，爱美客市占率领先

从医美类玻尿酸竞争格局看，截止 2019 年底，共有 17 家公司在中国境内取得透明质酸钠注射液相关产品的医疗器械注册证书，其中爱美客共 5 款产品获批，在数量上领先市场。从市占率来看，目前进口品牌仍占据市场主流，以韩国 LG 集团旗下的伊婉、美国 Allergan 旗下的乔雅登、瑞典 Q-Med AB 旗下的瑞蓝为代表，2018 年市占率为 70%左右。本土品牌则以爱美客、华熙生物、昊海生物科技代表，这 3 家企业 2018 年整体市占率为 22.40%，较 2017 年提升 1.80pct，其中爱美客以 8.60%的市占率领跑本土企业。

图 43：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）



资料来源:公司招股书、Frost & Sullivan、国信证券经济研究所整理

表 13：在中国境内取得玻尿酸注射相关产品的医疗器械注册证书的企业

序号	公司名称	国家/地区	主要产品的商品名	首款产品取得国内医疗器械注册证书时间
1	Q-Med AB	瑞典	瑞蓝 II	2008.12
2	爱美客技术发展股份有限公司	中国	逸美、宝尼达、爱芙莱、嗨体、逸美一加一	2009.10
3	华熙生物科技股份有限公司	中国	润百颜、润致	2012.07
4	LG Life Sciences,Ltd.	韩国	伊婉	2013.07
5	上海其胜生物制剂有限公司	中国	海薇、姣兰	2013.09
6	北京蒙博润生物科技有限公司	中国	舒颜	2014.02
7	科妍生物科技股份有限公司	中国台湾	法思丽	2014.04
8	Humedix Co.,Ltd.	韩国	艾莉薇	2015.01
9	Allergan	美国	乔雅登	2015.05
10	杭州协合医疗用品有限公司	中国	欣菲聆	2015.07
11	和康生物科技股份有限公司	中国台湾	肤美登	2016.04
12	CROMA GmbH	奥地利	Princess Volume	2017.05
13	山东凯乐普生物工程有限公司	中国	玻菲	2017.07
14	常州药物研究所有限公司	中国	碧萃诗	2018.03
15	大熊制药	韩国	婕尔	2019.03
16	菲洛嘉	法国	Art Filler	2019.11
17	吉诺斯	韩国	蒙娜丽莎	2019.12

资料来源:公司招股书、国信证券经济研究所整理  
注:数据截止 2019 年底

其中瑞蓝 2 号 2008 年 12 月由 SFDA 批准,是最早通过正规渠道进入中国市场的产品。瑞兰 (Restylane) 透明质酸由瑞典 Q-Med 公司 1995 年首创,拥有 NASHA 独家专利技术,其稳定化的专利技术以最小程度修饰可达到稳定效果。而爱美客旗下的逸美于 2009 年 10 月获批,是国产首个获批的品牌;此后华熙生物旗下润百颜于 2012 年 7 月获批,是国内首款交联透明质酸注射美容产品。

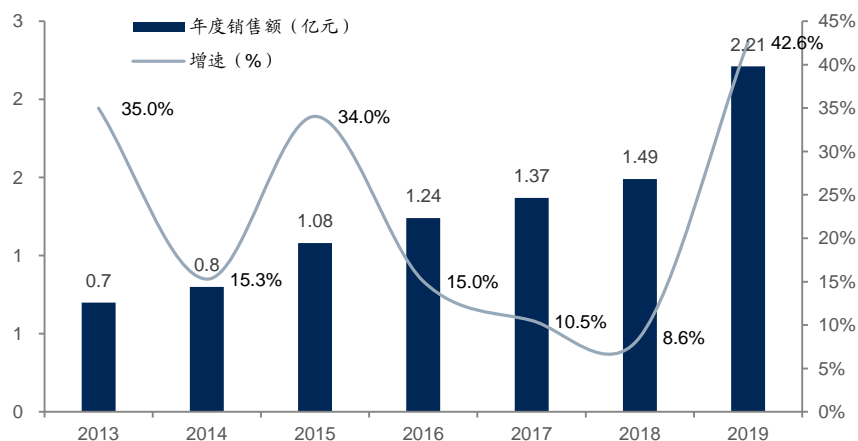
预计随着本土产品品类的增多,质量的逐步提高,本土品牌的市场销售收入有望进一步提高。据爱美客招股书披露的信息,弗若斯特沙利文分析预测中国医疗美容透明质酸终端产品市场规模将在 2021 年超过 50 亿元人民币,本土品牌占比将达到约 30.0%。

## 2) 肉毒毒素市场: 规模持续扩大, 爱美客力争产品获批

肉毒毒素又称肉毒杆菌毒素,主要产品类别为稳定性较好的注射用 A 型肉毒毒素。医美界其功能主要是瘦脸、塑小腿等,能快速去除眉间纹、鱼尾纹和抬头纹等,有效实现抗衰老目的。

新氧大数据显示,2018 年肉毒毒素在国内医美市场的受欢迎程度仅次于玻尿酸,在美国更是最受欢迎的医美项目。据 IMS 样本医院数据,2015 年国内肉毒毒素总销量达 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%。此外,据 wind 样本医院销售数据,注射用 A 型肉毒毒素 2019 年销售额达到 2.12 亿元,同比+42.62%,2013-2019 年的复合增速为 20.28%。随着监管规范、消费意识提升,A 型肉毒毒素市场规模有望进一步扩大,且肉毒毒素的作用一般持续 3 到 6 个月,消费频次亦较高。

图 44: A 型肉毒毒素 wind 样本医院销售情况 (亿元、%)



资料来源:Wind、国信证券经纪研究所整理

从竞争格局看,注射用肉毒杆菌毒素技术壁垒较高,我国对肉毒毒素按照生物药品规范进行管理,截止 2020 年 8 月,国内获批上市的仅有兰州生物制品研究所生产的衡力、美国艾尔建生产的保妥适 (Botox) 和益普生集团生产的吉适 (Dysport)。其中 Botox 已经在全球范围内临床上有近 30 年的历史,是市场的领导者;Dysport2009 年获美国 FDA 批准后以快速起效和相对低价优势向进入战局;兰州生物制品研究所的“衡力”为唯一国产品牌。兰州生物制品研究所自 1985 年开始进行该药品研制,研究人员应用先进的蛋白提纯方法,得到安全性高、疗效稳定的“衡力”牌注射用 A 型肉毒毒素,与美国 Botox 相比,美容效果相似,而在冻干损失、稳定性方面则优于美英两国。

图 45: 衡力、保妥及 Dysport 适示意图



资料来源:国家药监局、新氧国信证券经济研究所整理

值得注意的是，爱美客已于 18 年 9 月与韩国 Huons 公司签订 A 型肉毒毒素产品在中国的合作协议，该公司研发的 A 型肉毒毒素产品 Hutox 已于 2019 年 4 月在韩国取得产品注册证书。根据协议，爱美客作为 Huons 旗下 A 型肉毒毒素产品的中国独家经销商，负责在中国开展该产品的临床实验申请和临床试验，并在获批后在中国独家代理销售该产品，代理期间为 10 年。爱美客发行募投项目中，也将耗资 1.2 亿元投向注射用 A 型肉毒毒素研发项目，因此肉毒毒素有望成为公司未来新的业务增长点，我们在下文的分析部分也将对公司肉毒毒素产品的未来空间进行测算。

表 14: 国内医美肉毒毒素的在研项目情况

申请人	产品	适应症	研发阶段
Hugel, Inc./四环制药	Botulax	中度至重度眉间纹	临床试验完成
Allergan /葛兰素史克	Botox	眼角纹（鱼尾纹）	临床试验完成
Merz / 精鼎医药	XEOMIN	眉间纹	临床试验完成
大熊制药	Nabota	中度至重度皱眉纹	进行中（尚未招募）
Huons/爱美客	Hutox	动态皱纹	临床试验阶段
Revance/复星医药	RT002	中重度眉间纹	临床试验审批

资料来源:国家药监局、公司公告、国信证券经济研究所整理

## 成长分析：产品线丰富，品牌+渠道建立护城河

公司作为国内的医美院线头部产品供应商，立足于生物医用材料的研发和转化，在多年的发展中，坚持以研发投入和产品开发为战略核心，依托高效的研发机制，形成了丰硕的研发成果，并在渠道、研发、品牌层面树立了极强的壁垒。本段中我们将对公司的成长优势进行深入分析，并对公司的主要产品以及在研项目的未来发展空间作详细测算。

具体来看，我们首先利用 SWOT 分析法对公司在医美产业的竞争优势和机遇等进行总结：

**1) 优势方面**，正如前文所述，医美生产端的竞争核心看产品研发和营销渠道建设：**研发端**，公司早在 2009 年便上市了自主研发的首款产品逸美，成为第一家取得相关产品医疗器械注册证的国内企业，同时拥有 5 款透明质酸类产品和 1 款面部埋植线产品，产品线丰富度领跑同行，且目前有 5 款在研项目，其中 A 型肉毒毒素和医用含修饰聚左旋乳酸微球的透明质酸钠凝胶市场均有较大的成长空间，**在玻尿酸市场竞争日趋激烈下，公司丰富的产品线和在研项目储备，可为长期成长提供支撑**，利好公司抢占市场份额和提升品牌影响力；**营销渠道端主看终端覆盖客户数**，公司建立了覆盖全国的销售网络，与超过 2000 家的客户建立了合作关系。公司的相关优势具体将在下文展开。

**2) 弱势方面**：主要体现在相较进口品牌，公司作为本土品牌在品牌深度上仍显不足，虽然医美产业在研发、资金及监管等层面具有一定壁垒，但未来也不排除在主要业务领域随着市场进入者的增加面临竞争加剧的可能，因此公司仍需要在产品的品类拓展以及品牌力提升上持续加大布局力度。

**3) 机遇和挑战**：机遇方面如行业分析所言，整体医美行业渗透率提升空间大，具体产品领域本土品牌占比持续提升，而公司作为本土龙头在产品及渠道等领域优势明显，有望趁行业红利快速成长。挑战方面包括品牌效应在激烈竞争的目标市场被弱化、医美事故频发下政策监管收紧的风险等。

图 46：公司 SWOT 分析概况



资料来源:国信证券经济研究所分析整理

总结来看，公司未来主要发展方向在于：持续强化原有产品业务发展，**通过提升研发优势及产能规模，以及更加积极的渠道拓展来巩固已有产品线的优势，从而充分分享行业高增长红利，并在此基础上积极开拓新品类的研发，打开公司的中长期成长空间。**而我们从公司的募投项目中也可以看出公司正沿着上述的方向及方式进行积极布局：包括生产研发项目，营销渠道项目，以及各类新品研发项目等。

**表 15: 公司募投资金投资项目情况**

募集资金投资项目	项目总投资规模	募集资金投资额	占比
植入医疗器械生产线二期建设项目	19,384.87	19,140.49	9.89%
医用材料和医疗器械创新转化研发中心及新品研发建设项目	15,256.40	12,953.73	6.69%
基因重组蛋白研发生产基地建设项目	16,000.00	16,000.00	8.27%
注射用 A 型肉毒毒素研发项目	12,000.00	12,000.00	6.20%
营销网络建设项目	15,000.00	15,000.00	7.75%
智能工业管理平台建设项目	8,000.00	8,000.00	4.13%
注射用基因重组蛋白药物研发项目	30,400.00	30,400.00	15.71%
去氧胆酸药物研发项目	20,000.00	20,000.00	10.34%
补充流动资金项目	60,000.00	60,000.00	31.01%

资料来源:公司招股书、国信证券经济研究所整理

### 发展驱动一: 现有产品线优势持续强化, 嗨体及宝尼达快速抢占市场

公司最突出的特点在于先发优势明显, 早在 2009 年便取得了透明质酸钠注射液相关产品的医疗器械注册证书, 为取得该注册证书的首家本土企业, 同时打造了多个国内首款产品, 包括针对面部、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)。

**表 16: 公司旗下主要产品介绍**

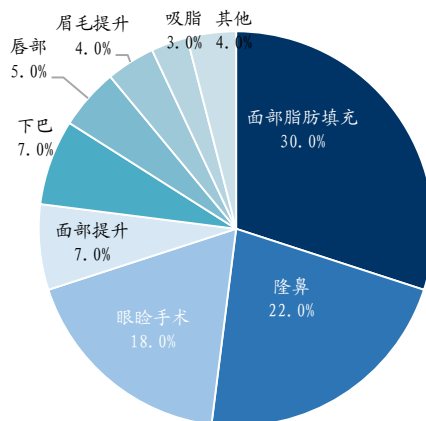
商品名	适用范围	批准上市时间	注射/植入层次	产品单价(2019年)	备注
逸美	额部、鼻唇部	2009年1月	皮肤真皮深层至皮下浅层	700.41元	国内首款透明质酸钠类注射填充剂
宝尼达	额部、鼻唇部	2012年10月	皮肤真皮深层至皮下浅层	2,547.49元	国内首款含 PVA 微球的透明质酸钠注射填充剂
爱芙莱、爱美飞	鼻唇沟	2015年4月	皮肤真皮中层至深层	310.83元/292.75元	国内首款含利多卡因的透明质酸钠注射材料
嗨体	颈部	2016年12月	皮内真皮层	352.61元	国内首款用于修复颈纹的复合注射材料
逸美一加一	额部、鼻唇部	2016年12月	皮肤皮下浅层至深层之间	1,220.87元	新型针对褶皱皮肤修复的复合注射材料
紧恋	鼻唇沟	2019年5月	皮下脂肪层	-	国内首款面部埋植线产品

资料来源:公司招股书、国信证券经济研究所整理

从产品线看, 公司旗下共有 5 款产品获得了透明质酸钠注射液相关产品的医疗器械注册证书, 数量上领先同行, 且相关产品适用于不同范围, 涵盖额部、鼻唇部、颈部, 同时在研项目储备可覆盖去除动态皱纹、减肥瘦身等, 较好满足消费者的细分需求。

而从实际消费数据也可以看出, 消费者美丽诉求较为多元。新氧大数据显示, 2019 年中国头面部手术量中面部脂肪填充占比 30%, 隆鼻占比 22%, 眼睑手术占比 18%, 此外面部提升/下巴/唇部分别占比 7%/7%/5%, 整体消费需求较为多元。因此, 公司丰富的产品线能较好地实现消费者覆盖, 提升规模效益和品牌曝光度, 同时产品也覆盖了各个不同价位段, 满足了不同层级的市场需求。

图 47：2019 年中国头面部手术消费量各项目占比



资料来源:新氧大数据、国信证券经济研究所整理  
注:数据周期为2018年6月-2019年5月

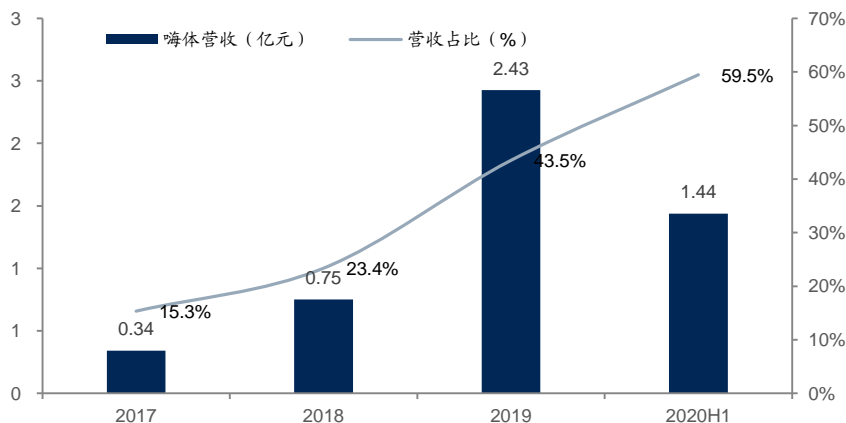
从具体产品来看，公司旗下的嗨体、宝尼达和紧恋产品在市场具备较为明显的竞争优势，其中嗨体为国内首款应用于颈纹修复的注射产品，于 2017 年初上市；宝尼达针对长效玻尿酸市场，是目前仅有的两款获批的含微球成分用于面部填充的长效产品之一，而紧恋是国内首款面部埋植线。下面我们将对三款产品优势做详细介绍并对未来发展空间作详细测算。

➤ **嗨体：填补医美界颈纹修复空白，预计未来 5 年复合增速 42%**

公司嗨体产品 2016 年 12 月取得 III 类医疗器械注册证，是国内首款应用于颈纹修复的注射产品，同时也是唯一一款。嗨体真皮层细胞赋活疗法直接作用于皮肤真皮层，通过提升成纤维细胞胶原蛋白合成、提高胶原纤维合成效率，系统性建立皮肤健康微循环，达到抚平颈纹的效果。

嗨体经过两年左右的市场培育，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，**2017-2019 年分别实现销售收入 0.34 亿元/0.75 亿元/2.43 亿元，2019 年占公司总营收的比重 43.50%，成为最大单品，终端消费者已突破 200 万。**此外，公司于 20 年 6 月推出了嗨体系列最新产品——嗨体熊猫针，该产品主要针对黑眼圈、眼袋、泪沟等眼周问题，有望在眼周医美这一细分领域实现突围。

图 48：嗨体产品营收及占比情况（亿元、%）



资料来源:公司招股书、国信证券经济研究所整理  
注:2015-2016 年数据来自爱美客招股书(申报稿 2017 年 6 月 22 日报送)



图 49: 嗨体的使用效果



资料来源:小红书、国信证券经济研究所整理

图 50: 嗨体熊猫针介绍



资料来源:清华大学玉泉医院、国信证券经济研究所整理

### 嗨体产品的未来销售规模测算

考虑到公司的嗨体产品是国内首款应用于颈纹修复的注射产品，未来的增长确定性较强，能为公司持续增长提供有效支持，我们特对嗨体的空间进行测算，预计 20-22 年公司嗨体产品（不含熊猫针）分别实现营收 3.91 亿元/6.87 亿元/10.02 亿元，分别同比+61%/+76%/+46%。

- 1) **核心假设 1:** 目前尚无专门针对颈纹修复的产品待审批，预计未来 3-5 年市面无直接竞争对手，利好终端产品的消费人数稳定上升。
- 2) **核心假设 2:** 消费者嗨体注射频次为 2 次/年。公司招股书显示，在临床实际应用中，根据临床效果及医生建议，多数终端客户会在嗨体产品注射完成 1-3 个月选择再次注射嗨体产品。
- 3) **核心假设 3:** 20 年终端消费者数量增速受疫情影响降至 40%，21 年恢复至 60%，此后逐年放缓。
- 4) **核心假设 4:** 嗨体产品渠道议价能力强，且推新阶段基本结束，2018/2019 年平均单价分别同比+10.74%/11.72%，假定 20 年为应对疫情冲击，平均单价同比+15%，21 年平均单价同比+10%，此后增速逐年放缓。

表 17: 嗨体产品未来销售规模测算（不含熊猫针）

项目	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
嗨体销量（万支）	11.97	23.75	68.8	96.32	154.11	208.05	280.87	351.09	403.75
平均单价（元）	285.01	315.63	352.61	405.50	446.05	481.74	510.64	536.17	562.98
嗨体营收（亿元）	0.34	0.75	2.43	3.91	6.87	10.02	14.34	18.82	22.73
营收增速（%）		119.73%	223.62%	61.00%	76.00%	45.80%	43.10%	31.25%	20.75%

资料来源:公司招股书、各年度卫生健康统计年鉴、国信证券经济研究所整理

### 宝尼达: 瞄准长效玻尿酸市场，形成差异化竞争优势

目前市面上医美玻尿酸的维持时长普遍在 6-12 个月，市场竞争较为激烈，而公司旗下的宝尼达属于长效玻尿酸产品，2012 年上市推广，维持时长最高可达到 10 年。目前国内仅有两款获批的含微球成分用于面部填充的长效产品，一款是公司旗下的宝尼达，另一款是荷兰汉福生物科技公司研发爱贝芙，其维持时长为 5-10 年。两款产品对比来看，宝尼达以 80%的复合玻尿酸+20%微球为主要成分，爱贝芙以 80%的胶原蛋白溶液+20%的微球为主要成分，其中玻尿酸保湿效果更佳，而胶原蛋白不适用于对鸡蛋、牛奶过敏及易敏体质人群。

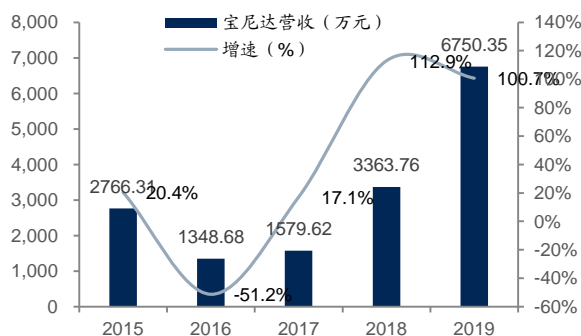
表 18: 宝尼达与爱贝芙产品介绍

产品	首次获批时间	维持时长	主要成分	功效	药品原理	终端价格
宝尼达	2012 年 10 月	5-10 年	含有 80%复合玻尿酸和 20%PVA 微球	填充+锁住大量水分子	3-6 个月后, 透明质酸逐渐被人体吸收, PVA 微球保留在原位, 不断刺激自身胶原生长, 达到长期的填充效果。微球可刺激自身的胶原蛋白组织再生包裹, 包裹后生长一层, 再次注射可在生长部位再长一层, 效果叠加, 是其保持长久效果的原因。	6400~11000/元/0.5ml
爱贝芙	2012 年 3 月	5-10 年	含有 20%微球 (PMMA) 和 80%胶原蛋白溶液	解决皮肤皱纹和其他缺陷的问题		9800~17600/元/0.5ml

资料来源:新氧、美沃斯、国信证券经济研究所整理

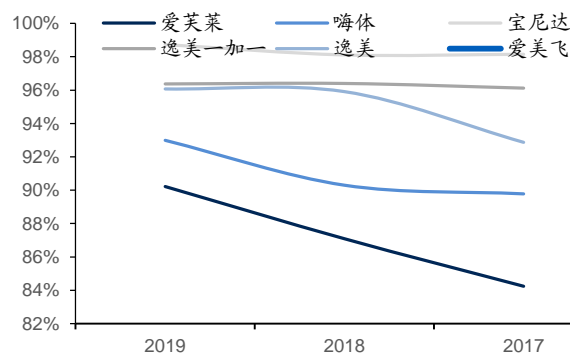
经近些年的临床应用, 长效医美玻尿酸产品逐渐被市场接受, 公司宝尼达产品得到了下游医疗机构以及终端消费者的认可, 销售额从 2015 年的 2766 万元增长至了 2019 年的 6750 万元。从毛利率的角度看, 宝尼达产品定位高端, 且产品差异化优势地位明显, 2019 年出厂价达到 2547 元, 毛利率 98.73%, 领先于其他品类。未来宝尼达销售占比的提升, 有望进一步到来公司毛利率的提升。

图 51: 宝尼达营收及增速 (万元、%)



资料来源: 公司招股书、国信证券经济研究所整理

图 52: 宝尼达毛利率高于其他产品 (%)



资料来源: 公司招股书、国信证券经济研究所整理

### 宝尼达产品的未来销售规模测算: 预计未来 5 年复合增速 27%

宝尼达为国内仅有的两款获批上市的长效玻尿酸产品之一, 定位较为高端, 2019 年平均单价达到 2547.49 元。在短效玻尿酸市场竞争日趋激烈的背景下, 宝尼达产品有助于公司形成差异化竞争优势及覆盖中高端消费客户。我们预测认为宝尼达 20-22 年分别实现营收 0.72 亿元/0.99 亿元/1.33 亿元, 分别同比 +7.10%/+36.50%/+34.40%。

- 1) 核心假设 1:** 宝尼达稳定在长效玻尿酸市场的市占率稳定在 50%。
- 2) 核心假设 2:** 宝尼达的注射频次为 8 年左右 1 次, 单次使用 4 支。根据草根调研, 我们认为宝尼达的维持时长在 5-10 年, 单次注射量因具体部位不同而有所差异, 如山根、鼻梁等注射量需要 3 支左右 (1ml 规格), 额头注射量则相对较大, 高可达 10 支, 据此我们假定宝尼达单次使用 4 支。
- 3) 核心假设 3:** 随着顾客消费观念的改变和消费能力的提升, 宝尼达产品的消费人数呈现上升趋势, 但终端售价较高也会在一定程度上抑制高增速。
- 4) 核心假设 4:** 假定平均单价维持稳健, 不会出现明显上涨。

表 19: 宝尼达产品未来销售规模测算

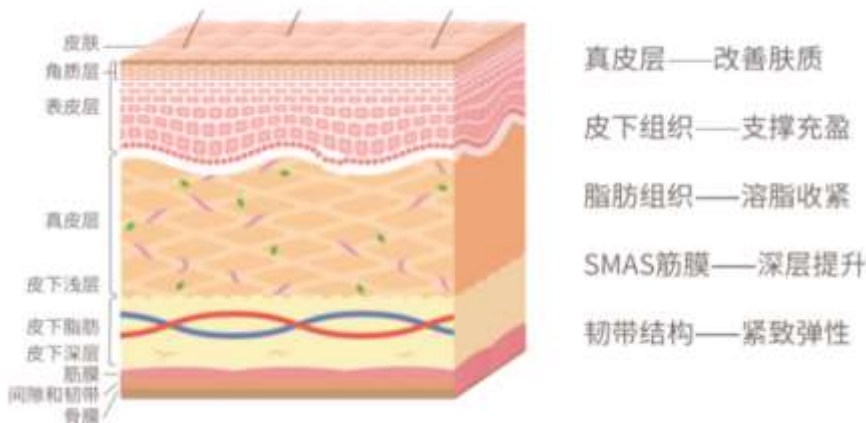
项目	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
销量 (万支)	0.64	1.45	2.65	2.70	3.51	4.50	5.62	6.75	7.76
平均单价 (元)	2451.31	2316.32	2547.49	2674.86	2808.61	2949.04	3008.02	3068.18	3129.54
宝尼达营收 (亿元)	0.16	0.34	0.68	0.72	0.99	1.33	1.69	2.07	2.43
营收增速 (%)		114.09%	101.00%	7.10%	36.50%	34.40%	27.50%	22.40%	17.30%

资料来源: 公司招股书、各年度卫生健康统计年鉴、草根调研、国信证券经济研究所整理

➤ **紧恋：首款国产面部埋植线产品，先发优势明显**

面部埋植线提升通俗而言即在面部皮下埋入可吸收的拉力线、锯齿线，达到提拉面部肌肉，紧致皮肤，从而改善皱纹等衰老症状的效果，且具有恢复期较短，风险较低，具有可逆性的优势，已成为医美领域最流行的手术项目之一。新氧大数据显示，头面部变美是中国医美消费者最大的诉求，2019年消费目的占比在45%左右，比排名第二的抗初老高出10pct左右。此外，手术类医美项目中，头面部的总疗程占比远高于胸部和身体与四肢的占比。

图 53：皮肤各层次及埋线效果



资料来源:公司官网、国信证券经济研究所整理

目前的面部埋直线产品市场竞争方面，仅有公司旗下的紧恋和韩国生科旗下的MINT 获批上市，整体市场处于双雄鼎立局面。相比而言，紧恋产品线型较为丰富，包括平滑线、螺旋线、短锯齿线三种线型，分别满足用户皮肤紧致、表情区紧致、精细部位凹陷填充和皮肤提升的用户需求，同时可与其他手术、非手术年轻化手段联合应用，分层解决结构性衰老问题。而 MINT 目前仅有一款线型获批上市，应用场景相对有限。

表 20：获批上市的两款面部埋植线产品

产品	批准日期	主要组成成分
爱美客：紧恋	2019/5/8	由聚对二氧环己酮制成的可吸收单股线，其中 3-0 规格为锯齿线，4-0 以下规格为非锯齿线，产品采用环氧乙烷灭菌，一次性使用，有效期 2 年。
韩国生科：MINT	2019/6/24	由聚对二氧环己酮制成的可吸收线，带有锯齿，放置于 PVC 管中，产品采用环氧乙烷灭菌，一次性使用，有效期 3 年。

资料来源:国家药监局、国信证券经济研究所整理

**发展驱动二：在研项目储备丰富，有望为长期成长提供支撑**

医美市场持续扩容的同时，市场竞争逐步激烈，特别是在医美玻尿酸领域，仅 2019 年便有 3 家企业的玻尿酸相关产品取得医疗器械注册证书，且市场依旧存在大量恶性竞争的假冒伪劣产品。不过，中长期看，公司积极关注医用软组织修复材料及生物医药的发展动态与研究方向，并结合国内消费需求推出满足市场需求的产品，目前有 5 款主要在研产品，且都是市场需求大，竞争格局优的产品项目，如 A 型肉毒毒素、“童颜针”等，有望支撑公司中长期成长。

**表 21: 公司重点在研产品情况**

产品名称	产品功能及用途	产品类别	研发阶段	与行业技术水平的比较
医用含修饰聚左旋乳酸微球的透明质酸钠凝胶	用于皮肤填充	III类医疗器械	注册申报阶段	含有聚乳酸微球的复合填充材料,具有中长期的维持效果
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:公司招股书、国信证券经济研究所整理

从公司具体的募投项目来看:

#### ➤ A 型肉毒毒素: 市场空间广阔的注射型医美产品

如前文所述,公司已于 18 年 9 月与韩国 Huons 公司签订 A 型肉毒毒素产品在中国的合作协议,该产品目前处于临床试验阶段。根据协议约定, Huons 授权爱美客在中国区域内进口、注册和经销其生产的 A 型肉毒毒素产品。Huons 公司为韩国知名制药及医疗器械企业,成立于 1965 年,并于 2006 年在韩国证券交易所上市 (KOSDAQ:084110),主营业务为药品、医疗器械、化妆品、健康食品等产品的研发、生产和销售,其研发的 A 型肉毒毒素产品 Hutox 已于 2019 年 4 月在韩国取得产品注册证书。从公司募投项目的介绍来看,公司 A 型肉毒毒素研发项目建设工期为 65 个月,包括前期准备工作、临床前研究,临床研究及注册审批等阶段。

**表 22: 注射用 A 型肉毒毒素研发项目工期**

序号	名称	金额 (万元)	比例
1	前期准备阶段	1,200.00	10.00%
2	临床前研究阶段	3,800.00	31.67%
3	临床研究阶段	5,000.00	41.67%
4	注册审批阶段	2,000.00	16.67%
项目总投资		12,000.00	100.00%

资料来源:公司招股书、国信证券经济研究所整理

目前国内批准上市的肉毒毒素产品仅包括兰州生物制品研究所生产的衡力、美国艾尔建生产的保妥适 (Botox) 和 20 年新年获批的吉适 (Dysport), 难以满足国内庞大的医疗美容市场需求。从市场定价上也可以看到,目前主流的保妥适和衡力分别覆盖高端和中低端领域,因而新进入者通过优良的产品以及合理的定价,将能获取极佳的发展机遇。

**表 23: 保妥适和衡力的对比情况**

产品名	国内获批时间	中标价	规格	维持时间
保妥适 (BOTOX)	2017 年 7 月	2000 元左右	100 单位/支	4-6 个月
衡力	2015 年 6 月	660 元左右	100 单位(U)	3-6 个月

资料来源:更美、药智数据库、国信证券经济研究所整理

#### 公司肉毒产品销售规模测算:

肉毒市场目前获批产品较少,且各层级消费群体覆盖不足,公司肉毒产品的未来发展机遇较好,有望利用完善的营销渠道获得一定的市占率。我们依据以下假设对公司肉毒产品的未来销售规模进行测算。预计公司肉毒产品 2025-2027 年分别实现营收 15.95 亿元/25.09 亿元/35.63 亿元,分别同比+57.3%/+42.0%。

**核心假设 1:** 公司注射用 A 型肉毒毒素研发进展顺利,并于 3-5 年内正式获批上市 (公司相关募投项目预计项目建设周期 65 个月);

**核心假设 2:** 可经营医美注射类项目的医美机构主要包括医院、门诊部和诊所三大类，其中医院包括整形外科医院和美容医院，该渠道预计承接 45% 的医美消费者。我们依据以《中国卫生健康统计年鉴》公布的整形外科医院和美容医院的总门诊人数测算中国总体医美消费者数量，预计 2025 年以后医美消费者增速维持在 20% 以下，并呈现逐步下降趋势。其中消费者对于肉毒毒素的认知度和接受度均较高，预计在医美消费者中的渗透率在 2025 年可达到 35% 左右，并维持稳定。

**核心假设 3:** 注射频次每年 1 次，1 次一针，市场平均次单价随着获批品类增加而有望下降，假定平均次单价稳定在 1500 元左右。

**核心假设 4:** 爱美容肉毒产品市占率在 2025 年上市初期仅 4%，此后凭借完善的营销渠道呈现稳步提升态势，2027 年达到 7%。

**表 24: 注射用 A 型肉毒毒素市场规模测算**

项目	2025 年	2026 年	2027 年
消费人数 (万人)	2659	3042	3394
客单价 (元)	1500	1500	1500
市场总体规模 (亿元)	398.83	456.27	509.06
爱美客营收 (亿元)	15.95	25.09	35.63

资料来源:公司招股书、《中国卫生健康统计年鉴》、草根调研、国信证券经济研究所整理

#### ➤ 医用含修饰聚左旋乳酸 (PLLA) 微球的透明质酸钠凝胶

项目产品俗称“童颜针”，是一种较为长效的美容填充剂，具有治疗脸部皮肤松弛以及价格相对低廉等优点，深受中老年女性喜爱，效果可维持 24 个月左右，目前国内暂无产品通过 III 类医疗器械注册，而公司的产品作为 III 类医疗器械类别已处于注册申报阶段，预计 2020 年末取得产品注册证书，有望成为国内首款可用于医美注射的“童颜针”产品。

而无论是童颜针还是 A 型肉毒素，两者产品的面世都将从量和价两个维度给公司带来新的增长动力。一方面两者属于市场需求高，且竞争对手少的品类，产品面世后有望为公司在量上的增长打开了确定性极高的成长空间；另一方面，在价的方面，两大新项目目前来看都有望实现较高的价格定位，可在宝尼达的基础上对中高端市场做进一步的有效补充，同时其消费群体多集中于 30 岁以上消费人群，这部分人群如前文所述拥有更高的支付能力，有助于推动公司实现持续的量价增长。

#### ➤ 基因重组蛋白项目，主要作用于减肥塑形

本项目产品为基因重组蛋白药物重组人胰高血糖素样肽-1 (GLP-1) 类似物，能在有效降低血糖的同时保护胰岛 β 细胞功能，同时避免低血糖和体重增加，被广泛用于糖尿病及肥胖症的治疗，可以满足肥胖患者减肥瘦身的需要。

瘦身纤体也是非手术类医疗美容的重要项目之一，根据 2016 年《柳叶刀》医学杂志发布的《全球成年人体重调查报告》，中国肥胖人口约 8,960 万，已位居世界首位。2015 年 6 月，国家卫生计生委公布的《中国居民营养与慢性病状况报告(2015 年)》显示，全国 18 岁及以上成人超重率为 30.1%，肥胖率为 11.9%，相关产品的市场空间巨大。公司募投项目中既涉及有基因重组蛋白的生产基地建设也有药物研发项目，所涉及资金使用额度也相对较大，显示了公司的较大重视程度，未来也有望成为公司新的增长驱动力。

表 25: 基因重组蛋白研发生产基地建设项目的十年运营期产品产能及销售收入预测

年份	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
生产负荷	30%	55%	70%	85%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
产量 (万支)	40.07	73.46	93.5	113.53	133.57	133.57	133.57	133.57	133.57	133.57
销售收入(万元)	16,429	30,120	38,334	46,549	54,764	54,764	54,764	54,764	54,764	54,764

资料来源:招股说明书, 国信证券经济研究所整理

此前公司已于 2016 年 11 月成立控股子公司诺博特生物, 主要为基因重组蛋白药物重组人胰高血糖样肽-1 (GLP-1) 类似物产品的研究及开发。诺博特生物的核心研发人员 Qinheng Huang (黄钦恒) 曾任该在研产品领域的领军企业诺和诺德医药的糖尿病生物学部首席研究员。公司目前已完成原研药的质量研究及样品小试, 正在进行临床前的样品中试及动物安全性评价, 预计将于 2020 年进行产品的临床申报。

### 发展驱动三: 销售网络搭建完善, 研发生产赋能良性发展

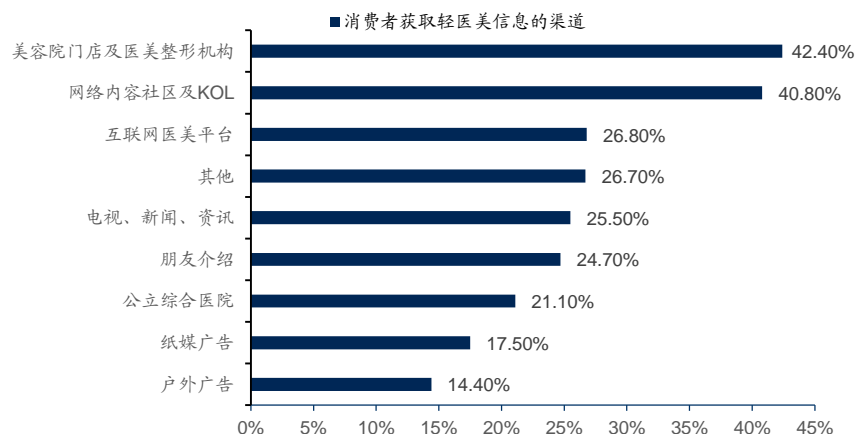
如前文所述, 医美生产端的竞争核心是产品, 但好的产品也需要强有力的营销渠道推广, 以及持续研发生产赋能来形成支撑, 而公司在两个方面也均极为重视, 通过持续的投入布局有望支撑公司整体良性健康发展。

#### ➤ 销售渠道完善, 与优质医美机构建立良性互动

在新品推广阶段, 市场教育较为重要。而与传统医疗服务不同的是, 医美领域以非公立医疗机构为服务主体, 机构本身对于产品采购具有较高的决策权。因此在医美产品推广方面, 与下游优质的医美机构建立良性互动是相对高效的方式, 这些医美机构同时是消费者接触医美信息的主要渠道, 它们也会广泛采取社群营销、医美 APP 社区分享等方式进行营销, 触达终端消费者。

我们从消费者对轻医美信息的获取渠道可以看出, 艾媒咨询统计数据显示, 2019 年, 医美线下机构以及微信等网络内容社区成为消费者获取轻医美信息的主要渠道, 其次是互联网医美平台, 占比分别为 42.4%/40.8%/26.8%。

图 54: 2019 年消费者获取轻医美信息的主要渠道分布



资料来源:艾媒咨询、国信证券经济研究所整理

公司根据行业特征和自身实际情况, 实行直销为主, 经销为辅的销售模式, 其中非公立医疗机构为下游主要客户, 销售占比在 60%以上。值得注意的是, 公司在销售环节提供产品的同时深度参与了产品的营销推广环节, 提供从产品到服务的全方位解决方案: 包括为医美机构提供产品培训、专家交流等服务, 即降低医美机构培训成本, 也有利于提升终端消费者对产品的满意度; 与医疗机构共同制定营销方案, 提升市场教育成效等。同时, 从覆盖度来看, 公司形成

了以北京为中心，覆盖全国 31 个省、市、自治区的销售网络。公司与客户建立了长期、稳定的合作关系，快速响应客户需求，为客户提供量身定制的产品销售方案，提升客户满意度与客户粘性。

图 55: 公司营销模式介绍



资料来源:公司招股书、国信证券经济研究所整理

从历史推新效果看，公司凭借布局完善的营销渠道和精准把握消费需求，近两年新上市产品均在 2 年以内均取得了极为不错的市场表现。如嗨体 2017 年推向市场，2019 年实现营收 2.43 亿元，一跃成为公司的爆款大单品，营收占比 43.50%；逸美一加一作为逸美的升级品，2017 年上市首年销售规模仅 500 万元，2019 年实现营收 2079 万元；爱芙莱 2015 年上市首年销售规模 3299 万元，2019 年增长至 2.19 亿元。

### ➤ 研发生产加码为长期成长打下基石

如前文所述，公司一直以来极为重视研发投入和产品开发，坚持以技术研发为核心，拥有专利 37 项，其中包括发明专利 20 项，研发费用率也高于行业平均水平。且拥有一批行业积累深厚的核心研发人员，涵盖生物工程、高分子化学与物理、制药工程等专业，具有丰富的行业研发经验。并且在上市前后通过股权激励的方式深度绑定了相关技术骨干。同时，公司在募投项目中也进一步加大了在生产以及研发等基础设施建设的投入：

1) 植入医疗器械生产线二期建设项目。此项目在公司自投自建的植入医疗器械生产线一期建设项目基础上，继续投资购置先进生产设备、检测和验证设备以及其他配套设施，形成两条新增的自动化生产线及其配套设施。建成后将改善目前的生产条件，提高公司现有各类产品的生产能力和生产效率。本项目总投资规模 1.94 亿元。

表 26: 项目建成后公司旗下产品预计产能情况

序号	产品名称	达产后产能
1	爱芙莱	127.87 万支
2	嗨体	220.87 万支
3	逸美	10.33 万支
4	宝尼达	1.64 万支

资料来源:公司招股书、国信证券经济研究所整理

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。本项目具体建设内容包含 1 个医用材料创新转化实验室和 1 个医疗器械创新转化实验室及其

配套设施，建筑面积总计不低于 4,667.88 平方米。同时，为了配合公司的快速发展，公司利用该项目的部分募集资金投入到新的研发项目，实现医用材料和医疗器械产品的创新与转化，不断提升企业核心竞争力，创造新的利润增长点。本项目预计投资总额约为 1.53 亿元。

**表 27：目前公司研发项目进度情况**

序号	项目概述	具体描述	研发周期
1	透明质酸钠原料制备工艺的创新性研究，为制备基础性原料进行必要的技术储备。	基础性原料制备，能够广泛应用于包括褶皱皮肤修复产品、可吸收外科防粘连敷料、眼用粘弹剂等在内的多个领域。	自 2017 年开始调研，目前处于开发样品阶段。
2	胶原蛋白原料制备工艺的创新性研究，为应用于医用软组织修复材料领域的产品提供合适原料。	应用于医疗器械领域的基础性原料制备。	自 2016 年开始调研，目前处于开发样品阶段。
3	以胶原蛋白为原料的三类医疗器械医美修复膜（敷料）	用于手术后的创面修复，如激光手术后的修复、微整形注射后的修复、痤疮的修复等。	自 2016 年开始调研，目前处于开发样品阶段。
4	胶原蛋白褶皱皮肤修复医疗器械的创新性研究，应用于褶皱皮肤修复领域。	应用于褶皱皮肤修复领域的医疗器械研发。胶原蛋白除了用于皱纹纠正，还可用于凹陷型疤痕的注射修复。	自 2016 年开始调研，目前处于开发样品阶段。
5	研发用于纠正人体面部相关部位皱纹的褶皱皮肤修复产品。	基于现有产品形成的技术和工艺积累，根据市场需求进行创新性开发，形成用于纠正人体面部相关部位皱纹的褶皱皮肤修复产品。	自 2016 年开始调研，目前处于生产转换阶段。
6	研发用于唇部的丰唇类产品。	基于现有产品形成的技术和工艺积累，根据市场需求进行创新性开发，形成用于唇部的丰唇类产品。	自 2016 年开始调研，目前处于开发样品阶段。
7	研发用于纠正人体手部相关部位皱纹的褶皱皮肤修复产品。	基于现有产品形成的技术和工艺积累，根据市场需求进行创新性开发，形成用于纠正人体手部相关部位皱纹的产品。	自 2016 年开始调研，目前处于中试阶段。
8	研发含聚乳酸微球的医用透明质酸钠凝胶。	用于皮肤真皮深层及皮下浅层之间褶皱皮肤修复，填补凹陷部位，改善脸部面容衰老，产品中的聚左旋乳酸微球还可以刺激人体骨胶原再生，使老化的肌肤重新富有弹性。	自 2014 年开始调研，目前处于临床试验阶段。
9	研发适用于辅助由于创伤导致的全层皮肤缺损恢复的敷料。	应用于下述疾病及由于创伤导致的全层皮肤缺损：(1)III度烧伤，(2)外伤性皮肤缺损，(3)肿瘤或溃疡、胎记等切除后的皮肤缺损，(4)皮瓣去除部位。	自 2016 年开始调研，目前处于小试阶段。
10	研发用于预防退行性与外伤性骨关节炎的产品。	应用于预防退行性或外伤性骨关节炎的关节腔润滑剂。	自 2016 年开始调研，目前处于开发样品阶段。
11	研发适用于防止手术过程中渗血的医疗器械。	研发适用于防止手术过程中渗血的医疗器械，适用于骨科、神经外科的精细手术、微创手术和窥镜手术过程中的止血。	自 2015 年开始调研，目前处于开发样品阶段。
12	研发用于手术后填补硬脑膜的缝隙、防止脑脊液渗漏的医疗器械。	应用于手术后填补硬脑膜的缝隙、防止脑脊液渗漏。	自 2014 年开始调研，目前处于开发样品阶段。

资料来源:公司招股书、国信证券经济研究所整理



## 盈利预测

### 假设前提及盈利预测

我们对公司的盈利预测主要基于以下假设条件：

- 1) 中国医美消费市场确定性强，随着人均收入增长、个人医美意识的提升和供给端的规范化发展，医美渗透率有望得到持续提升，公司作为本土玻尿酸龙头，有望享受行业增长红利。
- 2) 嗨体产品在颈纹修复领域具备核心优势，未来 5 年市面上无直接竞争对手，充分享受颈纹修复领域的成长空间。
- 3) 医美中高端消费占比提升，利好公司旗下的宝尼达、逸美一加一等中高端玻尿酸产品，其中宝尼达 20-22 年的销售规模复合增速预计在 35% 左右。

基于以上核心假设，我们分产品对公司进行收入分拆及预测：

- **嗨体：**嗨体产品是国内首款应用于颈纹修复的注射产品，未来的增长确定性较强，能为公司持续增长提供有效支持，我们在上文特对嗨体的空间进行测算，预计 20-22 年公司嗨体产品（不含熊猫针）分别实现营收 3.91 亿元/6.87 亿元/10.02 亿元，分别同比+61%/+76%/+46%。**毛利率角度**看，随着产销规模扩大，预计嗨体毛利率能实现平稳提升，20-22 年分别为 90.86%/91.17%/91.52%。
- **爱芙莱：**该产品自 2015 年推向市场，发展已较为成熟，营收增长相对稳健，其中 20 年因疫情影响预计营收仅取得+2%的同比增速，21-22 年分别同比+15%/+10%，较 18/19 年的增速平稳下滑。**毛利率角度**，随着市场推新促销的结束，预计爱芙莱产品毛利率较为稳健，20-22 年分别为 89.93%/90.02%/90.20%。
- **宝尼达：**宝作为国内仅有的两款获批上市的长效玻尿酸产品之一，宝尼达产品定位较为高端，在短效玻尿酸市场竞争日趋激烈的背景下，宝尼达产品有助于公司形成差异化竞争优势及覆盖中高端消费客户，同时有望受益于人均消费水平和消费升级机遇。我们预测宝尼达 20-22 年分别实现营收 0.72 亿元/0.99 亿元/1.33 亿元，分别同比+7.10%/+36.50%/+34.40%。**毛利率角度**，该产品毛利较高，预计 20-22 年分别为 98.70%/98.61%/98.51%。
- **逸美一加一：**作为逸美产品的升级版，逸美一加一本身可享受逸美原有的消费认知度，预计可保持稳健增长。其中 20 年受疫情影响，预计营收增速在 15% 左右，21-22 年分别同比+30%/+25%。**毛利率角度**，预计逸美一加一 20-22 年毛利率分别为 96.05%/95.45%/95.08%。
- **逸美：**产品升级迭代下，预计逸美的市场规模逐步萎缩，20-22 年营收分别同比-65%/-25%/-20%。**毛利率角度**，该产品的营销活动亦逐步减少，毛利率可稳定在 96.6% 左右。
- **爱美飞：**该产品尚处于推广期，预计 20 年营收增速受疫情影响仅为 2%，21-22 年分别同比+20%/+25%。**毛利率角度**，促销活动使得毛利率略有下降，预计 20-22 年毛利率分别为 90.71%/89.55%/88.30%。

**表 28: 公司分产品营收及毛利率预测**

产品	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>嗨体</b>	34.13	74.97	242.59	390.57	687.41	1002.25
YOY		119.69%	223.58%	61.00%	76.00%	45.80%
毛利率	89.78%	90.30%	92.99%	90.86%	91.17%	91.52%
营收占比	15.34%	23.36%	43.50%	54.16%	63.00%	67.48%
<b>爱美莱</b>	159.35	190.23	218.99	223.37	256.88	282.57
YOY		19.38%	15.12%	2.00%	15.00%	10.00%
毛利率	84.24%	87.09%	90.22%	89.93%	90.02%	90.20%
营收占比	71.62%	59.26%	39.27%	31%	24%	19%
<b>宝尼达</b>	15.80	33.64	67.50	72.30	98.68	132.63
YOY		112.95%	100.68%	7.10%	36.50%	34.40%
毛利率	98.15%	98.11%	98.73%	98.70%	98.61%	98.51%
营收占比	7.10%	10.48%	12.10%	10.03%	9.04%	8.93%
<b>逸美一加一</b>	0.51	15.25	20.79	23.90	31.08	38.84
YOY		2883.90%	36.30%	15%	30%	25%
毛利率	96.12%	96.40%	96.37%	96.05%	95.45%	95.08%
营收占比	0.23%	4.75%	3.73%	3.31%	2.85%	2.62%
<b>逸美</b>	11.17	5.58	2.08	0.73	0.55	0.44
YOY		-50.06%	-62.70%	-65%	-25%	-20%
毛利率	92.87%	95.91%	96.07%	96.63%	96.63%	96.84%
营收占比	5.02%	1.74%	0.37%	0.10%	0.05%	0.03%
<b>爱美飞</b>			4.88	4.98	5.97	7.47
YOY				2%	20%	25%
毛利率			91.39%	90.71%	89.55%	88.30%
营收占比			0.87%	0.69%	0.55%	0.50%
<b>其他</b>	1.54	1.34	0.88	5.29	10.57	21.15
YOY		-12.77%	-34.44%	500%	100%	100%
毛利率	27.27%	27.46%	37.44%	32.23%	25.45%	21.72%
营收占比	0.69%	0.42%	0.16%	0.73%	0.97%	1.42%

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所分析预测  
 其他类包括紧恋、面膜、手持式微量注射枪等

**费用率方面**, 20 年受疫情影响, 线下会议推广及培训相对较少, 带来销售费用率降低, 且近两年上新较少, 预计销售费用率较为稳定。管理费用最大的项目为人工费用, 而公司管理人员变动相对较小, 人工费占主营业务收入的比例逐年下降, 带来管理费用稳定。研发费用率方面, 公司注重研发投入, 预计整体研发费用率维持在 8.5% 左右的水平。

综上, 我们预测认为公司 **20-22 年分别实现营收 7.21 亿元/10.91 亿元/14.85 亿元, 分别同比+29.30%/+51.31%/+36.13%; 20-22 年分别实现归母净利润 4.11 亿元/6.13 亿元/8.13 亿元, 分别同比+34.36%/+49.34%/+32.60%。**

**表 29: 公司盈利预测表**

项目	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	222.49	321.01	557.72	721.14	1,091.14	1,485.34
YOY		44.28%	73.74%	29.30%	51.31%	36.13%
毛利润	191.67	286.80	516.62	657.93	994.90	1,353.23
YOY		49.63%	80.13%	27.35%	51.22%	36.02%
毛利率	86.15%	89.34%	92.63%	91.23%	91.18%	91.11%
销售费用率	18.83%	19.44%	13.84%	12.80%	13.50%	14.50%
管理费用率	11.55%	13.84%	8.62%	7.30%	7.50%	8.00%
研发费用率	12.81%	10.49%	8.71%	8.20%	8.50%	8.50%
归母净利润	82.19	122.85	305.52	410.50	613.03	812.85
YOY		49.47%	148.68%	34.36%	49.34%	32.60%

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所分析预测

## 风险提示

### 估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 246.1 元-290.7 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、永续增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 3.2%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司永续增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2020 年的平均 PE 估值作为相对估值的参考，同时考虑公司增发的因素、公司成长性，对行业平均动态 PE 进行修正，最终给予公司 20 年 85 倍 PE，可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。
- 5、板块景气度下降，或竞争格局进一步加剧，导致板块内上市公司估值承压，从而对公司的相对估值水平造成较大的影响。

### 盈利预测的风险

- 1、嗨体产品在安全性和有效性上未达消费者预期，导致其收入增速低于预期；
- 2、消费者对于长效玻尿酸产品的认知度和购买动力低于预期，导致宝尼达收入增速低于预期；
- 3、爱芙莱产品所处的短效玻尿酸市场竞争日趋激烈，营销推广费用大增，对利润造成一定的吞噬。

### 经营风险

- 1、研发进展不达预期的风险。公司在研的肉毒毒素、“童颜针”等产品是支撑公司中长期成长的重点，如进展不达预期，可能导致公司中长期增速放缓。
- 2、随着市场竞争日趋激烈，不排除供给过剩的可能，带来厂商之间的价格战风险，使得产品售价下降，营销和推广费用大幅增加，对利润造成吞噬。
- 3、公司产能随着募投项目建设完成将大幅提升，但不排除未来可能会面临因市场需求变化、竞争加剧等因素导致产能不能及时消化的风险。

### 政策和市场风险

- 1、监管成效未达预期，无法有效遏制医美市场乱象迭生局面，一方面是价格体系混乱，对品牌力造成损害；另一方面是鱼龙混杂的市场某种程度上会抑制部分消费需求，导致行业增速放缓；
- 2、疫情反复对行业需求造成不利影响。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	506	950	1248	1667	营业收入	558	721	1091	1485
应收款项	17	30	54	73	营业成本	41	63	96	132
存货净额	23	37	35	72	营业税金及附加	4	6	9	12
其他流动资产	19	18	27	37	销售费用	77	92	147	215
<b>流动资产合计</b>	<b>565</b>	<b>1035</b>	<b>1364</b>	<b>1849</b>	管理费用	48	112	175	246
固定资产	151	189	234	314	财务费用	(2)	(14)	(24)	(36)
无形资产及其他	11	10	10	9	投资收益	7	8	10	10
投资性房地产	18	18	18	18	资产减值及公允价值变动	0	0	5	5
长期股权投资	0	2	4	14	其他收入	(46)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>744</b>	<b>1254</b>	<b>1629</b>	<b>2204</b>	营业利润	350	470	702	932
短期借款及交易性金融负债	0	170	5	5	营业外净收支	1	1	1	1
应付款项	7	11	18	25	<b>利润总额</b>	<b>351</b>	<b>471</b>	<b>703</b>	<b>933</b>
其他流动负债	60	51	102	29	所得税费用	53	71	106	140
<b>流动负债合计</b>	<b>67</b>	<b>232</b>	<b>124</b>	<b>59</b>	少数股东损益	(8)	(10)	(15)	(20)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>306</b>	<b>411</b>	<b>613</b>	<b>813</b>
其他长期负债	14	19	24	29					
<b>长期负债合计</b>	<b>14</b>	<b>19</b>	<b>24</b>	<b>29</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>81</b>	<b>251</b>	<b>148</b>	<b>88</b>	净利润	306	411	613	813
少数股东权益	4	(5)	(17)	(32)	资产减值准备	(1)	0	0	0
股东权益	659	1008	1498	2149	折旧摊销	10	17	20	25
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>744</b>	<b>1254</b>	<b>1629</b>	<b>2204</b>	公允价值变动损失	(0)	0	(5)	(5)
					财务费用	(2)	(14)	(24)	(36)
					营运资本变动	(6)	(26)	31	(127)
					其它	(6)	(9)	(12)	(15)
关键财务与估值指标					<b>经营活动现金流</b>	304	393	648	691
每股收益	3.39	3.42	5.11	6.77	资本开支	(20)	(55)	(60)	(100)
每股红利	0.50	0.51	1.02	1.35	其它投资现金流	0	0	0	0
每股净资产	7.32	8.40	12.49	17.90	<b>投资活动现金流</b>	(20)	(57)	(62)	(110)
ROIC	62%	41%	48%	58%	权益性融资	7	0	0	0
ROE	46%	41%	41%	38%	负债净变化	0	0	0	0
毛利率	93%	91%	91%	91%	支付股利、利息	(45)	(62)	(123)	(163)
EBIT Margin	70%	62%	61%	59%	其它融资现金流	40	170	(165)	0
EBITDA Margin	71%	64%	63%	61%	<b>融资活动现金流</b>	(43)	108	(287)	(163)
收入增长	74%	29%	51%	36%	<b>现金净变动</b>	240	444	298	418
净利润增长率	149%	34%	49%	33%	货币资金的期初余额	266	506	950	1248
资产负债率	11%	20%	8%	3%	货币资金的期末余额	506	950	1248	1667
息率	0.4%	0.6%	1.2%	1.5%	企业自由现金流	314	317	556	547
P/E	34.8	34.6	23.2	17.5	权益自由现金流	354	499	411	577
P/B	16.2	14.1	9.5	6.6					
EV/EBITDA	27.0	31.1	21.0	15.8					

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032