

## 慧眼寻蓝海，匠心得硕果

## ——爱美客（300896）公司深度报告

分析师： 陈晨

SAC NO: S1150118080007

2021年03月31日

## 证券分析师

陈晨

022-23839062

chenchen@bhzq.com

评级：

增持

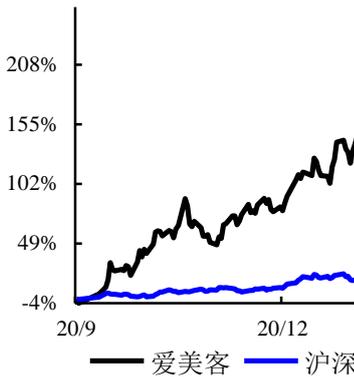
上次评级：

目标价格：

最新收盘价：

416.00

## 最近半年股价相对走势



## 相关研究报告

## 投资要点：

## ● 消费升级下的广阔市场，国产崛起进行时

我国每千人医美诊疗人次远低于美韩等国，整体医美市场处于快速扩容阶段，增速远超全球平均水平，2020年受疫情影响稍有降温，今年以来强势复苏。2019年我国注射类医美比重约为57.04%，玻尿酸、肉毒素分别占注射项目的66.59%、32.67%，同比快速增长，其中2019玻尿酸注射市场规模约为43.3亿元，复合增速超20%，进口品牌占据主导，随着本土产品质量提升、技术创新、产品迭代以及同层次产品的高性价比优势，呈现量价齐升局面，市场份额逐步提升。

## ● 中短期凭借“嗨体系列+长效宝尼达”支撑

1) 嗨体：暂无竞品，3年内将独享颈纹注射市场，2019年嗨体颈纹注射约占整体注射类医美的2.76%，2020年提升至4.9%，预期三年后颈部除皱人士可达到医美注射总人群的10%，贡献12.71亿元营收，叠加在眶周抗衰市场的拓展，预计2023年眶周应用可为公司贡献2.5亿元营收，嗨体系列整体呈现量价齐升状态；2) 宝尼达：聚焦长效填充，仅爱贝芙一家合规竞品，上市八年承受市场考验，安全可靠，随着品牌力及消费者支付能力提升，预期持续走高。

## ● 长期看“玻尿酸+肉毒杆菌双注射及紧扣主流审美的纤体减脂”

1) A型肉毒毒素获批临床，攻克动态皱纹注射市场，市场快速拓展中（2019年我国正规渠道肉毒素市场规模约为48.6亿元，同比增长24%），监管审批加速，行业竞争格局良好，预计最快2024年获批，可与现有玻尿酸产品形成共振，共用渠道快速放量；2) 布局通体瘦身+局部减脂，迎合主流审美，其中诺博特用于慢性体重管理的利拉鲁肽获批临床，国内尚无用于肥胖的该类产品获批，融知生物用于局部减脂的脱氧胆酸申报临床，以脱氧胆酸为主要活性成分的美国贝克脂已成功应用于双下巴改善，是唯一获FDA批准的溶脂药剂，表明脱氧胆酸在人体溶脂领域应用的安全性和有效性，其尚未在国内获批，可拓展空间大。

## ● 财务数据优秀，“强而后大”营销策略契合医美市场规则

2020年公司经营活动净现金流高于扣非后归母净利润，毛利率水平在产品迭代下高位上扬，区域结构增量空间可期，销售策略方面，面对庞大且分散的终端市场，首先采取直销方式做好大型医美终端机构的服务和宣传，做强单品后由经销商拓展二三线城市及相对小规模终端机构，现已覆盖全国31个省市自治区的约5000家医美机构，并通过医生教育平台“全轩学院”强化终端粘性，契合纷杂医美市场下品牌先行战略。

## ● 盈利预测

综合公司主力产品同业竞争优势明显、细分领域快速扩容、品类层次覆盖广泛等优势,我们预计公司 2021-2023 年将实现营业收入分别为 11.65 亿元、16.89 亿元、22.79 亿元,同比增速分别为 64.2%、45.0%、34.9%,实现归母净利润分别为 6.93 亿元、9.93 亿元、13.20 亿元,同比增速分别为 57.6%、43.3%、32.9%,EPS 分别为 3.20、4.59、6.10 元,当前股价对应 PE 分别为 130X、91X、68X。首次覆盖,给予“增持”评级。

**风险提示:** 产品研发失败风险,市场拓展慢于预期,竞争超预期。

财务摘要 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	558	709	1,165	1,689	2,279
(+/-)%	73.7%	27.2%	64.2%	45.0%	34.9%
经营利润 (EBIT)	339	471	712	1,036	1,383
(+/-)%	142.1%	38.9%	51.1%	45.5%	33.5%
归母净利润	306	440	693	993	1,320
(+/-)%	148.7%	43.9%	57.6%	43.3%	32.9%
每股收益 (元)	3.39	3.66	3.20	4.59	6.10

**表：三张表及主要财务指标**

资产负债表 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	506	3,456	4,205	5,161	6,438	营业收入	558	709	1,165	1,689	2,279
应收票据/账款	15	30	40	60	83	营业成本	41	56	94	130	167
预付账款	5	6	10	14	19	营业税金及附加	4	4	6	9	12
其他应收款	2	3	6	8	11	销售费用	77	74	152	236	342
存货	23	27	46	65	83	管理费用	48	44	96	128	173
其他流动资产	14	12	12	12	12	研发费用	49	62	105	150	202
流动资产合计	565	4,376	5,161	6,163	7,487	财务费用	-2	-14	-57	-70	-87
长期股权投资	0	34	54	74	94	资产减值损失	0	0	0	0	0
固定资产合计	151	143	143	143	143	信用减值损失	-1	-1	0	0	0
无形资产	11	10	10	10	10	其他收益	3	2	3	4	6
商誉	0	0	0	0	0	投资收益	7	15	12	17	23
长期待摊费用	0	8	8	8	8	公允价值变动收益	0	2	0	0	0
其他非流动资产	16	35	35	35	35	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	744	4,633	5,438	6,460	7,804	营业利润	350	503	784	1,127	1,498
短期借款	0	0	0	0	0	营业外收支	1	0	0	0	0
应付票据/账款	7	5	11	13	18	利润总额	351	503	784	1,127	1,498
预收账款	10	0	10	12	14	所得税费用	53	69	108	155	206
应付职工薪酬	25	29	47	65	83	净利润	298	433	676	972	1,292
应交税费	15	25	35	53	72	归母净利润	306	440	693	993	1,320
其他流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	-8	-6	-17	-21	-28
长期借款	0	0	0	0	0	基本每股收益	3.39	3.66	3.20	4.59	6.10
预计负债	0	0	0	0	0	<b>财务指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
负债合计	81	101	135	185	237	营收增长率	73.7%	27.2%	64.2%	45.0%	34.9%
股东权益	663	4,531	5,303	6,275	7,567	EBIT 增长率	142.1%	38.9%	51.1%	45.5%	33.5%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	净利润增长率	148.7%	43.9%	57.6%	43.3%	32.9%
净利润	298	433	676	972	1,292	销售毛利率	92.6%	92.2%	92.0%	92.3%	92.7%
折旧与摊销	10	11	0	0	0	销售净利率	53.4%	61.1%	58.0%	57.5%	56.7%
经营活动净流现	310	426	661	960	1,274	ROE	46.4%	9.7%	13.0%	15.7%	17.3%
投资活动净流现	-26	-916	-8	-3	3	ROIC	43.5%	9.0%	11.6%	14.2%	15.8%
筹资活动净流现	-44	3,441	96	0	0	资产负债率	10.9%	2.2%	2.5%	2.9%	3.0%
现金净变动	240	2,950	749	956	1,277	PE	0.00	322.28	120.95	84.42	63.50
期初现金余额	266	506	3,456	4,205	5,161	PB	0.00	31.26	15.75	13.27	10.98
期末现金余额	506	3,456	4,205	5,161	6,438	EV/EBITDA	-1.45	156.07	111.83	75.94	55.96

## 目 录

1.消费升级下的广阔市场，国产崛起进行时 .....	7
1.1 低渗透高增速，景气持续攀升 .....	7
1.2 集中度偏高，国产逐步崛起 .....	9
2.产品力：慧眼寻蓝海，匠心得硕果 .....	11
2.1 获批产品：匠心独具，差异化竞争思维 .....	11
2.1.1 嗨体：另辟新道，创造消费需求 .....	12
2.1.3 宝尼达：聚焦长效管控，差异化竞争 .....	15
2.1.4 紧恋：面部提拉，进军深度抗衰 .....	16
2.2 在研新品：洞悉市场需求，创新式战略储备 .....	18
2.2.1A 型肉毒毒素：获批临床，攻克动态皱纹注射市场 .....	19
2.2.2 改进式童颜凝胶：上市申报中，即时填充+胶原蛋白促生 .....	21
2.2.3 通体瘦身+局部减脂，迎合主流审美 .....	24
3.经营品质高，营销策略符合可持续发展定位 .....	26
3.1 财务数据优秀，毛利率高位上扬 .....	26
3.2 直销提升品牌力，强而后大 .....	27
4.盈利预测 .....	29

## 图 目 录

图 1: 我国医美市场规模及增速预测 .....	7
图 2: 各国医美诊疗人次比较 (2018 年) .....	8
图 3: 各国人均 GDP (购买力平价) .....	8
图 4: 中美日医美总疗程分布 .....	8
图 5: 玻尿酸占我国注射类医美的 66.59% .....	8
图 6: 我国医美类玻尿酸市场快速拓展 .....	9
图 7: 我国医美玻尿酸销售额排名 .....	9
图 8: 2019 年我国医美玻尿酸销售量排名 .....	9
图 9: 主力产品销售规模状况 .....	12
图 10: 主力产品销售量状况 .....	12
图 11: 主力产品毛利率走势 .....	12
图 12: 主力产品出厂价分布 .....	12
图 13: 嗨体真皮层细胞赋活疗法 .....	13
图 14: 嗨体三种规格充盈度、粘稠度各有差异 .....	13
图 15: 嗨体眶周逆龄技术全升级方案 .....	15
图 16: 宝尼达作用机理 .....	15
图 17: 面部植埋线作用原理 .....	17
图 18: 公司及可比公司研发支出 (百万元) .....	18
图 19: 公司及可比公司研发强度 .....	18
图 20: 全球肉毒毒素市场规模及增速 (亿美元) .....	20
图 21: 我国正规渠道肉毒毒素市场规模及增速 (亿元) .....	20
图 22: 我国肉毒毒素市场竞争格局 .....	20
图 23: 以 PLLA 为主要成分的童颜针作用机理 .....	22
图 24: 纤细审美仍占据主流 .....	24
图 25: 2020 年上海医美市场支付订单比重 .....	24
图 26: 公司营收及扣非归母净利润 .....	26
图 27: 公司产品销售结构 .....	26
图 28: 可比公司销售毛利率走势 .....	26
图 29: 可比公司销售净利率走势 .....	26
图 30: 公司销售区域以华东/华北为主 .....	27
图 31: 公司销售结构 .....	28

## 表 目 录

表 1: 国内已获批上市主要玻尿酸 .....	10
表 2: 公司已获批产品概况 .....	11
表 3: 嗨体主要成分及功效 .....	13

---

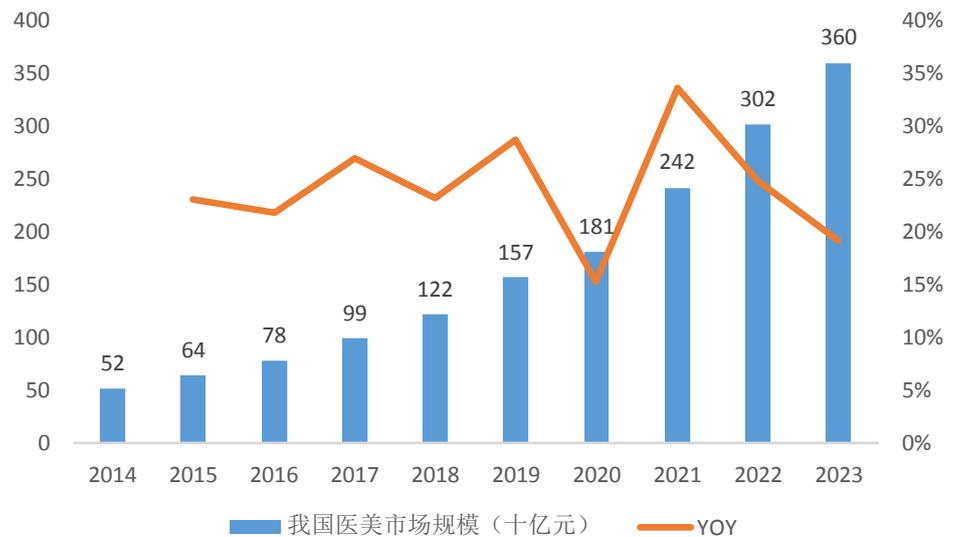
表 4: 嗨体产品销售详情.....	14
表 5: 嗨体用于颈部除皱的市场规模预测 (熊猫针除外) .....	14
表 6: 国内已获批 2 款超 5 年注射类医美除皱产品.....	16
表 7: 宝尼达销售详情.....	16
表 8: 目前市场主要提拉线.....	17
表 9: 公司主要在研项目及进展.....	18
表 10: 玻尿酸和肉毒毒素特征比对.....	19
表 11: 国内已上市肉毒毒素产品比对.....	21
表 12: 我国在研肉毒毒素产品.....	21
表 13: 童颜针、少女针效果对比.....	22
表 14: 目前市场主要童颜针/水凝产品.....	23
表 15: 市场主要减脂产品.....	24
表 16: 可比公司期间费用率比对.....	26
表 17: 公司分业务盈利预测 (百万元) .....	29
表 18: 可比公司估值对比.....	30

## 1.消费升级下的广阔市场，国产崛起进行时

### 1.1 低渗透高增速，景气持续攀升

我国是全球医美增速最快的市场之一，今年医美消费市场强势复苏。随着我国经济发展、人均可支配收入增加、购买力和个人医美意识的提升，我国已成为全球医美增速最快的市场之一，据 Frost&Sullivan 数据，2019 年我国医美市场规模约为 1570 亿元，2014-2019 年复合增速约为 24.73%，远超全球增速水平（2011-2017 年全球医美行业复合增长率为 8.04%，已处于稳定发展阶段），预计 2023 年可达 3601 亿元。2020 年受疫情影响稍有降温，但据新氧颜究院数据，今年以来国内医美消费市场强势复苏，2 月医美消费整体交易规模是去年同期 4 倍，前两个月皮肤美容消费规模同比增长超过 900%。

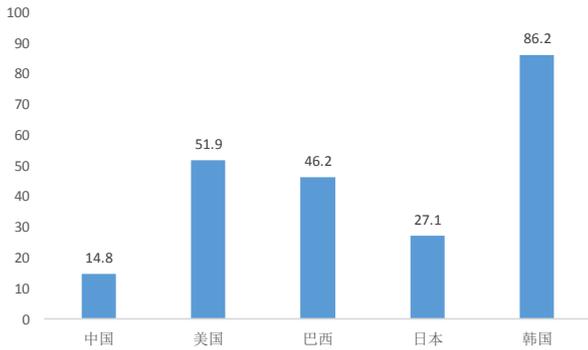
图 1：我国医美市场规模及增速预测



资料来源：招股说明书，渤海证券研究所

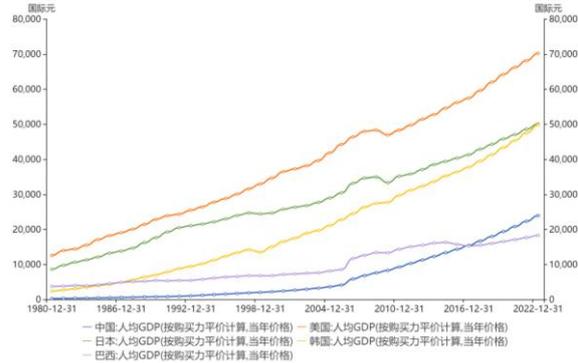
我国医疗美容市场渗透率偏低，仍将持续快速发展。据 Frost &Sullivan 数据，2009-2019 年中国大陆医美渗透率不断提升，从 1.5% 提升至 3.6%，但仍较世界主要国家有较大差距。2018 年我国每千人接受医美治疗 14.8 次，低于美韩等过，考虑到人均购买力水平，我国与巴西水平接近且处于持续上升趋势，但相比于巴西 46.2 千人次的频率，还有约 3 倍的增长空间。

图 2: 各国医美治疗人次比较 (2018 年)



资料来源: 新氧, 渤海证券研究所

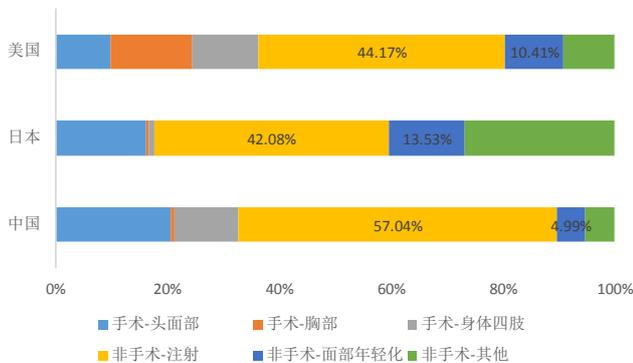
图 3: 各国人均 GDP (购买力平价)



资料来源: ifind, 渤海证券研究所

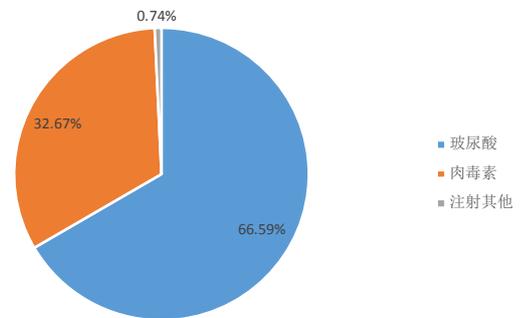
相比于手术类整形, 以注射项目、面部年轻化项目为主的非手术类医美凭借恢复快、价格低、安全性高等优势, 享有更高的市场接受度和复购率, 据艾瑞咨询数据, **2019 年我国非手术类医美比重为 67%**。目前我国批准的注射类医美主要有玻尿酸、胶原蛋白、肉毒素、面部埋植线四类, 据《新氧 2019 医美行业白皮书》数据, 注射类医美约占我国医美总消费量的 **57.04%**, 其中玻尿酸、肉毒素分别占注射项目的 **66.59%**、**32.67%**, 同比增速 **53.11%**、**90.56%**, 分别为 **503**、**330** 万例。

图 4: 中美日医美总疗程分布



资料来源: 新氧大数据, ISAPS, 渤海证券研究所

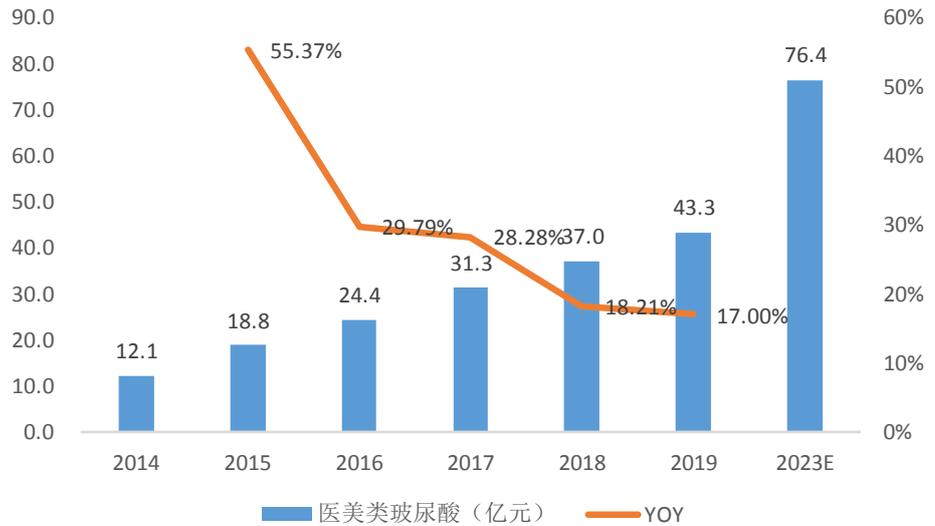
图 5: 玻尿酸占我国注射类医美的 66.59%



资料来源: 新氧大数据, ISAPS, 渤海证券研究所

透明质酸广泛存在于脊椎动物结缔组织和体液中, 具有独特的黏弹性、优良的保水性、可降解性、生物相容性等特征。据 Frost&Sullivan 数据, 2019 年我国医美用玻尿酸市场规模约为 43.3 亿元, 2015-2019 年复合增速约为 23.19%, 预计 2023 年可达 76.4 亿元。

图 6: 我国医美类玻尿酸市场快速拓展

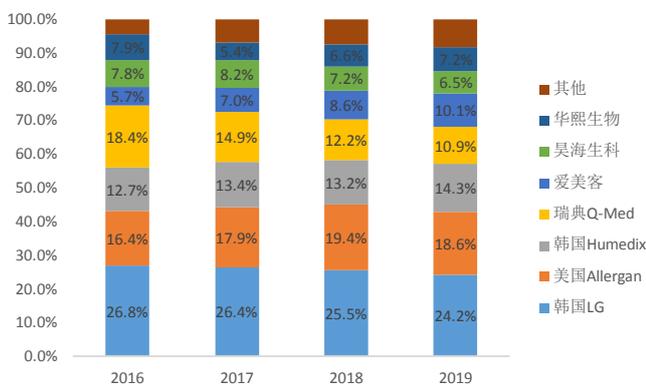


资料来源: Frost&Sullivan, 渤海证券研究所

## 1.2 集中度偏高，国产逐步崛起

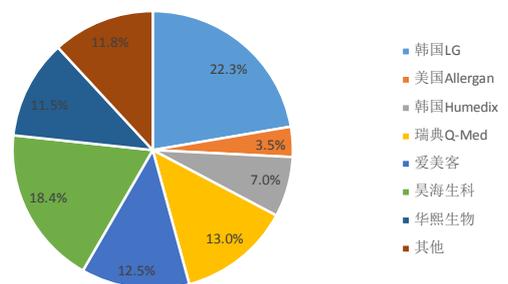
据 Frost&Sullivan 数据，2019 年我国医美玻尿酸市场在销售量方面，昊海生科仅次于韩国 LG 位列第二，爱美客以 12.5% 的份额排名第四，但由于国产单价较低，整体销售规模居后，top4 均为进口品牌，比重为 68%，随着本土产品质量提升及技术创新，市场份额逐步提升中，前三大国产企业市场份额已由 2014 年的 21.4% 提升至 23.8%，其中 2014-2018 年国产品牌销售额复合增率为 32.2%，远超进口品牌 (+18.7%)，预计 2021 年本土品牌占比将达到约 30.0%。

图 7: 我国医美玻尿酸销售额排名



资料来源: Frost&Sullivan, 渤海证券研究所

图 8: 2019 年我国医美玻尿酸销售量排名



资料来源: Frost & Sullivan, 渤海证券研究所

随着国产产品不断向高端进阶，预期将凭借同层次产品的高性价比优势，呈现量价齐升局面。目前国内已上市的主要玻尿酸产品中，进口品牌在同等级中呈现高单

价特性，随着国产产品的迭代和市场验证的反馈，具备技术壁垒、品牌号召力、性价比优势且合规合法的头部企业将持续获益。

表 1: 国内已获批上市主要玻尿酸

公司	产品	NMPA	特征	恢复时间	效果维持	零售价格 (元/mL)
法国艾尔建	乔雅登极致	2015.5	大分子, 单相	5-7 天	1-2 年	3800-10000/0.8mL
	乔雅登雅致	2015.5	中分子, 单相	5-7 天	1 年	4000-13800/0.8mL
瑞典 Q-Med AB	瑞兰 2 号	2008.12	中分子, 双相			1000-4800
	Restylane perlane	2018.6				
	Restylane Vital	2019.12				6800-9800
韩国 Humedix	艾莉薇 P	2015.1	中分子, 单相	5-7 天	1 年	3500-6800
	艾莉薇 L	2019.11				3500-6800
韩国 LG	伊婉 C	2017.6	中分子, 双相, 浅层	5-7 天	6-9 月	650-2800
	伊婉 V	2018.2	大分子, 双相, 深层	5-7 天	8-12 月	1800-3800
	伊婉致柔	2016.3	伊婉 C+0.3%利多卡因	5-7 天	6-9 月	2000-5000
	伊婉致美	2016.3	伊婉 V+0.3%利多卡因	5-7 天	8-12 月	3000-6000
韩国大熊制药	婕尔	2019.3	中分子, 单相		6-12 月	7800
昊海生科	海薇	2013.9	中分子, 单相	5-7 天	6-12 月	300-1500
	娇兰	2016.9	小分子, 双相	5-7 天	3-6 月	3000-4000
	海魅	2020.3				
华熙生物	润百颜白紫	2012.7	中分子, 双相	5-7 天	6 月	500-1000
	润百颜黑金	2012	大分子, 双相	5-7 天	6-12 月	480-2800
	润百颜月盈	2012	大分子, 双相	5-7 天	6-12 月	1200-3000
	润百颜星耀	2012	中分子, 双相	5-7 天	6-12 月	600-1500
	润致	2016.5	单相, 含麻			2500-4000
	德蔓	2016.5	中分子, 双相, 含麻	5-7 天	6-12 月	500-1500
爱美客	爱芙莱	2015.4	中分子, 单相, 交联剂, 含麻	3-5 天	3-6 月	1000-3000
	宝尼达	2012.10	纤维素、微球、长效		5-10 年	9000-13000
	嗨体	2016.12	复合玻尿酸, 非交联		6-12 月	7000-9800/2.5ml
	逸美一加一	2016.12	纤维素、交联剂		1-2 年	3000-7000
	逸美	2009.1	纤维素		1-2 年	2000-4000
	爱美飞	2015.4	大分子, 单相, 含麻		8-10 月	400-800
蒙博润	舒颜	2014.2	中分子, 双相	5-7 天	6-12 月	500-2000
杭州协合	欣菲聆	2015.8	中分子, 双相	5-7 天	6 月	880-2800

资料来源: 新氧 APP, 渤海证券研究所

## 2. 产品力：慧眼寻蓝海，匠心得硕果

### 2.1 获批产品：匠心独具，差异化竞争思维

公司成立于 2004 年，2020 年上市，自成立以来聚焦医美主业，拥有五款 III 类注射用透明质酸钠产品，在配方组份、注射部位、注射体验等实现差异化布局，并取得国家首款面部埋植线，可满足多个细分市场的消费需求。

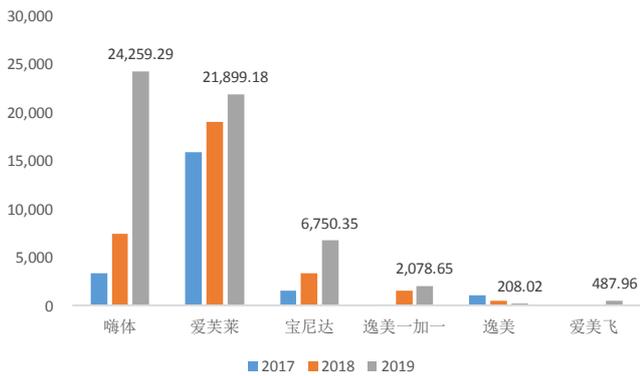
表 2：公司已获批产品概况

产品	商品名	注册日期	核心技术	适用范围	注射/植入层次	备注	出厂价(元)
医用羟丙基甲基纤维素-透明质酸钠溶液	逸美	2009.10	多组分复合仿基质水凝胶技术	额部、鼻唇部	皮肤真皮深层至皮下浅层	国内首款透明质酸钠类注射填充剂	700.41
医用含聚乙烯醇凝胶微球的透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶	宝尼达	2012.10	多组分复合仿基质水凝胶技术、水密型微球悬浮制备技术	额部、鼻唇部	皮肤真皮深层至皮下浅层	国内首款含 PVA 微球的透明质酸钠注射填充剂	2,547.49
注射用修饰透明质酸钠凝胶	爱芙莱/爱美飞	2015.4	固液渐变互穿交联技术	鼻唇沟	皮肤真皮中层至深层	国内首款含利多卡因的透明质酸钠注射材料	310.83/ 292.75
注射用透明质酸钠复合溶液	嗨体	2016.12	组织液仿生技术	颈部	皮内真皮层	国内首款用于修复颈纹的复合注射材料	352.61
医用透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶	逸美一加一	2016.12	多组分复合仿基质水凝胶技术、固液渐变互穿交联技术	额部、鼻唇沟	皮肤皮下浅层至深层之间	新型针对褶皱皮肤修复的复合注射材料，相对于逸美添加交联剂	1,220.87
聚对二氧环己酮面部埋植线	紧恋	2019.5	恒水精准切割技术	鼻唇沟	皮下脂肪层	国内首款面部埋植线产品	

资料来源：公司公告，渤海证券研究所

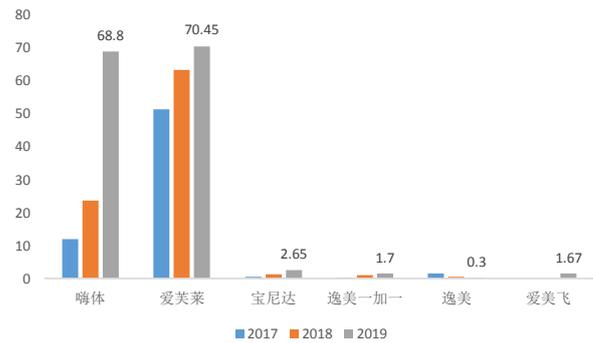
**主力产品量价提升。**2017-2019 年，除逸美系列产品迭代外，公司主力产品均呈现量价齐升态势，规模优势下毛利率逐年提升。

图 9: 主力产品销售规模状况



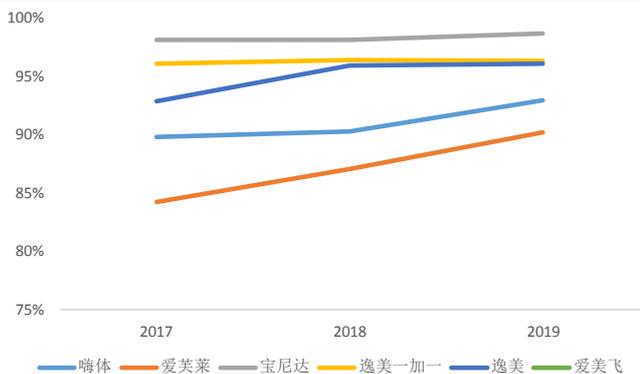
资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

图 10: 主力产品销售量状况



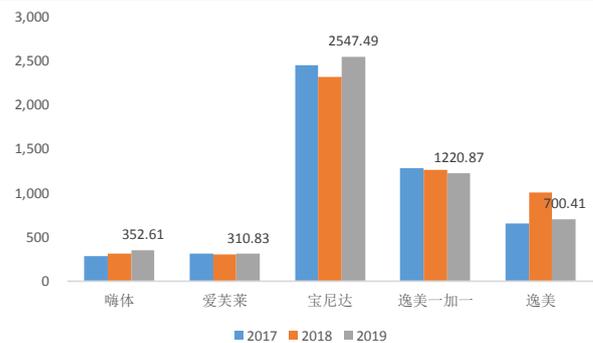
资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

图 11: 主力产品毛利率走势



资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

图 12: 主力产品出厂价分布



资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

## 2.1.1 嗨体: 另辟新道, 创造消费需求

嗨体是作用于颈部皮肤真皮层的多组分透明质酸钠复合溶液, 利用组织液仿生技术提升真皮层胶原蛋白产生能力进而达到除皱目的, 是目前国内唯一获批的针对颈部皱纹改善的 III 类医疗器械。嗨体主要成分包括透明质酸、氨基酸、肌肽、维生素, 多层次促进胶原蛋白重建重建。

图 13: 嗨体真皮层细胞赋活疗法



资料来源: 新氧 APP, 渤海证券研究所

表 3: 嗨体主要成分及功效

成分	功效
非交联透明质酸	细胞外基质的组成成分, 补充皮肤内水分, 诱导胶原蛋白分泌, 在体内可被自由基和酶降解
多种氨基酸	脯氨酸、甘氨酸、丙氨酸等是胶原蛋白中含量最丰富的氨基酸, 辅助机体自身成纤维细胞分泌出大量胶原蛋白
L-肌肽	天然二肽, 具有抗氧化作用, 有效抵御皮肤环境中的自由基破坏, 对重建的胶原纤维结构具有保护作用
维生素 B2/核黄素	在组织中以磷酸脂的形式构成两种辅酶, 即黄素单核苷酸(FMN) 和黄素腺嘌呤二核苷酸(FAD), 辅助胶原蛋白成纤维化

资料来源: 公开信息, 渤海证券研究所

嗨体包含 1.0ml、1.5mL、2.5mL 三种适用于不同需求的规格类型, 其中嗨体 1.5 为大分子玻尿酸, 较嗨体 2.5 分子大、浓度高, 有微填充效果, 适用于泪沟、嘴角纹等, 维持时间较长, 费用相对较高 (2400 元起); 嗨体 2.5 主要给皮肤深层补充营养, 可运用于面部和颈部, 价格相对较低 (1600 元起); 嗨体 1.0 主要用于眶周抗衰, 通过低渗透调节技术, 充盈效果更好、粘稠度更高。

图 14: 嗨体三种规格充盈度、粘稠度各有差异



资料来源: 微整产品库, 渤海证券研究所

嗨体作为主要针对颈纹的独家玻尿酸注射产品，销售规模快速提升，2019 年营业收入达 2.43 亿元，成为公司第一大产品，在品牌知名度的逐步提升，前期市场推广阶段的优惠点位逐渐收回，单价上升，规模优势下成本下探，毛利率持续提高。**2020 年疫情下，嗨体系列整体逆势爆发式增长，预计实现营收约 4.47 亿元，同比增长超 80%。**

**表 4：嗨体产品销售详情**

产品类别	2017	2018	2019
销售额（万元）	3,412.69	7,497.26	24,259.29
比重	15.34%	23.36%	43.50%
销量（万）	11.97	23.75	68.8
YOY		98.37%	189.64%
毛利率	89.78%	90.30%	92.99%
出厂价（元/支）	285.01	315.63	352.61
成本价（元/支）	29.13	30.62	24.72

资料来源：公司公告，渤海证券研究所

假设三年后颈部注射除皱人群占总医美人群的比例达到 10%，预计 2023 年可为公司带来 12.71 亿元的营收规模。嗨体用于颈部除皱，3 次注射为一疗程，维持时间约 6-12 月，假设人均年度接受一疗程注射，按照 2019 年销量 68.8 万支计算，大约覆盖 23 万例，则嗨体颈纹注射约占整体注射类医美的渗透率约 2.76%，2020 年假设用于颈部除皱的嗨体销量为 122 万支，则渗透率提升至 4.9%，预期三年后颈部除皱人士可达到医美注射总人群的 10%（考虑注射人数增长率），则预计 2023 年可为公司带来 12.71 亿元的营收规模。

**表 5：嗨体用于颈部除皱的市场规模预测（熊猫针除外）**

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
注射例数（万例）	833	958	1102	1267	1457
嗨体颈纹注射转化率（前一年）	2.76%	4.90%	6.80%	8.50%	9.50%
人数（万例）	23	41	65	94	120
嗨体需求（万支）	69	122	195	281	361
出厂价（元/支）	352	352	352	352	352
营业收入（亿元）	2.43	4.31	6.88	9.89	12.71

资料来源：渤海证券研究所

叠加嗨体系列在眶周抗衰市场的拓展，预计 2023 年眶周应用可为公司贡献 2.5 亿元的营收，嗨体系列整体呈现量价齐升状态。

图 15: 嗨体眶周逆龄技术全升级方案

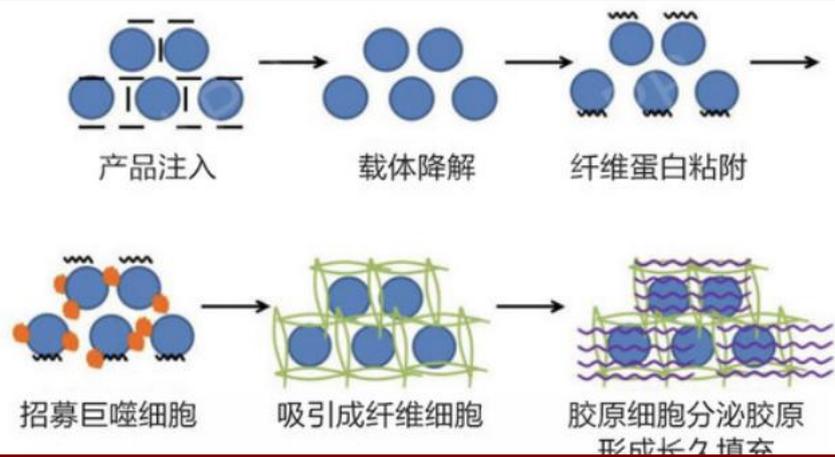
	部位问题	适应症	材料选择	单次用量	疗程设计
眶周年轻化综合方案	眶周肤质	眼周皮脂膜修复	嗨体2.5	1支	3周/次 4次/疗程
	眶周细纹	眼周静态细纹	嗨体1.5	1支	1月/次 3次/疗程
	上睑容量形态	上睑凹陷	嗨体1.5	1支	1月/次 3次/疗程
	下睑容量形态	轻度假性泪沟	嗨体1.5	1支	1月/次 3次/疗程
		中度/重度泪沟	嗨体熊猫针	2支	建议3月/次 2次/疗程
		重度泪沟/眼袋手术后	嗨体熊猫针+嗨体2.5	熊猫针1支 嗨体2.5 1支	建议每年一次
		眶格脂肪擅出(假性眼袋)型泪沟	嗨体1.5+紧恋小V线+嗨体2.5	小线10根, 嗨体1.5 1支 嗨体2.5 1支	紧恋: 每次建议埋线线间隔6-8个月; 嗨体1.5: 1-2个月/次, 3次/疗程。(治疗间隔视客户皮肤松弛情况而定); 嗨体2.5: 1月/次, 共4个月, 看情况3个月加强一次

资料来源: 新氧 APP, 渤海证券

### 2.1.3 宝尼达: 聚焦长效管控, 差异化竞争

宝尼达是国内获批的首款长效透明质酸注射产品, 采用 80%复合透明酸和 20%PVA 微球, 玻尿酸可起到支撑和填充作用, 微球能不断刺激自身胶原生长, 维持皮下胶原蛋白动态平衡, 当玻尿酸被人体逐渐吸收后, PVA 微球保留在原位, 不断刺激皮肤内产生新的胶原蛋白, 维持皮下胶原蛋白动态平衡, 使填充效果能长期维持。

图 16: 宝尼达作用机理



资料来源: 新氧 APP, 渤海证券研究所

目前市场获批的超 5 年的注射类医美除皱产品仅有宝尼达和荷兰汉福生物的爱贝芙, 爱贝芙由 80%的胶原蛋白和 20%的 PMMA 微球构成, 相比于胶原蛋白主要起支撑作用, 玻尿酸的保湿润滑功效更优, 且仅需要单次注射, 价格相对更便宜, 作为长效填充产品远期可能存在感染、肉芽肿等风险, 宝尼达上市八年, 未有相

关事件爆出，安全性可靠。

**表 6: 国内已获批 2 款超 5 年注射类医美除皱产品**

	NMPA	成分	规格	浓度	企业	频率	价格	适用证
宝 尼 达	2012.10	80%复合玻尿酸 +20%PVA 微球	1.0/1.5/ 2.5mL	10mg/mL, 微球 5mg/ml	爱美 客	5-10 年, 单次	6400-11000 元/0.5ml	真皮深层和皮下 浅层纠正中重度 额纹、鼻唇沟
爱 贝 芙	2012.3 (FDA/CE)	80% 胶原蛋白 +20%PMMA 微 球	0.5ml	每毫升含 600 万 个 32-40 微米的 微球	荷兰 汉福 生物	5-10 年, 1-2 次, 间隔 1 月	9800-17600 元/0.5ml	注射至真皮深层 纠正中重度鼻唇 沟, 填充骨膜外 层用于隆鼻

资料来源: 新氧 APP, 渤海证券研究所

凭借独特的长效机制, 近年来宝尼达维持 98%以上的高毛利水平, 2019 年实现销售规模为 6,750.35 万元, 同比增长 100.68%, 2020 年除嗨体外其余产品均受疫情影响有所放缓, 宝尼达相对抗跌。

**表 7: 宝尼达销售详情**

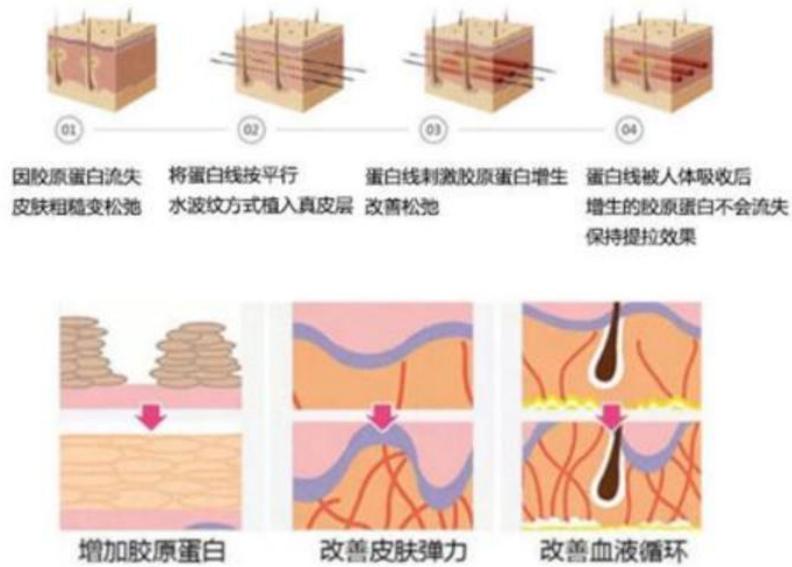
	2017	2018	2019
销售额 (万元)	1,579.62	3,363.76	6,750.35
比重	7.10%	10.48%	12.10%
销量 (万)	0.64	1.45	2.65
YOY		125.36%	82.47%
毛利率	98.15%	98.11%	98.73%
出厂价 (元/支)	2,451.31	2,316.32	2,547.49
成本价 (元/支)	45.35	43.78	32.35

资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

## 2.1.4 紧恋: 面部提拉, 进军深度抗衰

2019 年 5 月, 公司取得国内首款聚对二氧环己酮 (PPDO) 面部埋植线 (紧恋) 的 III 类医疗器械注册证书, 用于皮下脂肪层植入纠正中重度鼻唇沟纹, 包括平滑线、螺旋线、短锯齿线三种线型, 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需求, 效果可持续 6-10 个月。PPDO 在体内安全可降解, 试验表明其在 180-220 天可完全被吸收, 对周围细胞组织无影响, 吸收时变成水和二氧化碳排出体外, 对人体完全无害, 可重复埋线, 此外其进入皮肤组织, 可促进胶原蛋白再生, 从而改善皮肤皱纹及皮肤状态。

图 17: 面部埋线作用原理



资料来源: 新氧 APP, 渤海证券研究所

用于面部的提拉线产品已获证的有恒生 PPDO 线、爱拉丝提网润线、美迪塑、快翎等, 还有众多未获证的进口线材, 产品竞争相对较为激烈, 紧恋单价较低, 在公司品牌及营销加持下有望占据部分市场。

表 8: 目前市场主要提拉线

商品	材料	NMPA	国家/公司	价格 (元/次)	效果维持	备注
紧恋	PPDO	2019.5	爱美客	3000	6-10 月	平滑线、螺旋线、短锯齿线, 植入皮下浅皮层
美迪塑	PPDO	2014.12 (FDA/CE/KFDA)	韩国 KJ Meditech	8800-20000	1-2 年	锯齿线、平滑线、螺旋线, 植入皮肤真皮层、筋膜层等
恒生 PPDO 线	PPDO	2011.12	天津东南恒生	3500-10000	1-2 年	锯齿线、平滑线、螺旋线, 360 度螺旋双向倒刺
爱拉丝提网润线	PPDO	2019.10 (FDA)	韩国	5000-12000	12 月以上	
快翎	PPDO	2011 (FDA)	美国 SSC 美国制药公司/	10000-30000	1-2 年	全球首创双向 360 度倒刺技术
铃铛线	聚乳酸	未获证 (FDA/CE)	法国 Sinclair 销售		3-5 年	铃铛状凸起, 全方位立体提拉
蓝钻鱼骨线	PPDO	未获证 (FDA/CE)	美国强生	30000-60000	1-1.5 年	首款印压成型的倒刺线, 提拉力比切割型线材高 44%; 抗菌线材; 张力强 (1 个相当于传统 4-5 根大 V 线)
米诺瓦	PDO	未获证 (KFDA)	韩国 Minerva		2 年	360 度旋转锯齿, 植入皮下 SMAR 筋膜层

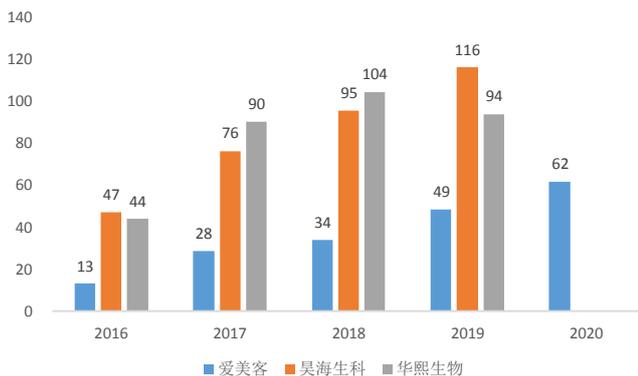
阿普托斯 (APTOS)	己内酰胺、聚丙烯	未获证 (FDA)	德国	2-3 年	带有倒刺样的锯齿线，植入皮下筋膜浅层
Ultra V lift	PDO	未获证 (KFDA)	韩国	2-3 年	荆棘状，植入真皮层
悦升线	聚乳酸己内酯	未获证 (FDA)	意大利美之意	10000-30000 3-5 年	9 种线材 (双向倒刺)，13 种针法 (真皮层、脂肪层或 SMRS 筋膜层)，全球 92 个国家认证

资料来源：新氧百科，渤海证券研究所

## 2.2 在研新品：洞悉市场需求，创新式战略储备

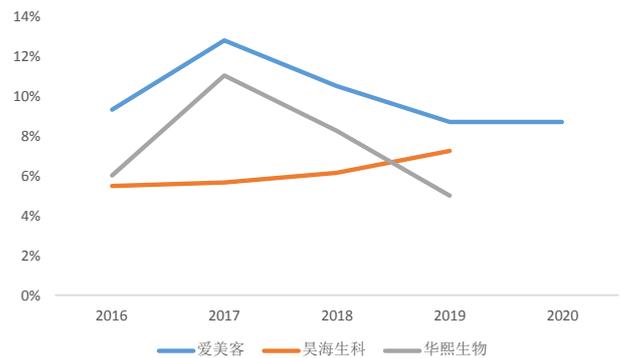
公司注重技术、材料与产品配方的创新，保证持续的高研发投入。2020 年公司研发支出 6180.40 万元，同比增长 27.27%，研发强度 8.71%，研发人员数量 91 人，占公司总人数的 23.45%，均高于同行业可比公司，上市后员工增加超过 20%。

图 18: 公司及可比公司研发支出 (百万元)



资料来源：公司公告，渤海证券研究所

图 19: 公司及可比公司研发强度



资料来源：公司公告，渤海证券研究所

目前医用含修饰聚左旋乳酸微球 (PLLA) 的透明质酸钠凝胶处于上市申请中，A 型肉毒毒素、利拉鲁肽注射液已获批临床，为长期可持续发展做战略储备。

表 9: 公司主要在研项目及进展

在研产品	产品功能及用途	产品类别	研发阶段
医用含 PLLA 的透明质酸钠凝胶	用于皮肤填充	III 类医疗器械	注册中
医用聚羧甲基葡糖胺聚糖凝胶	手术防粘连	III 类医疗器械	注册中
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
A 型肉毒毒素	医疗美容中用于去除动态皱纹等	生物药品	临床试验阶段
基因重组蛋白药物 (利拉鲁肽注射液)	用于糖尿病及肥胖症的治疗	生物药品	临床试验阶段

资料来源：招股说明书，渤海证券研究所

### 2.2.1A 型肉毒毒素：获批临床，攻克动态皱纹注射市场

公司于 2018 年 9 月与韩国 Huons 签订 A 型肉毒毒素产品的合作协议，获得其 A 型肉毒毒素产品在中国的进口、注册和经销权，2019 年 4 月 Huons 研发的 A 型肉毒毒素 Hutox 已在韩国取得产品注册证书。目前 Hutox 在我国已进入临床试验阶段，预计最快 2024 年获批，未来将成为公司业绩的有力增长点。

肉毒毒素是肉毒杆菌产生的含有高分子蛋白的神经毒素，可以阻断神经与肌肉间的神经冲动使过度收缩的小肌肉放松，或利用其可以暂时麻痹肌肉的特性使肌肉因失去功能而萎缩，达到去皱、瘦脸等功效，维持时间一般为 3-6 个月，与玻尿酸作用各有侧重，目前透明质酸钠和肉毒毒素注射已成为最受欢迎的注射类医美项目。

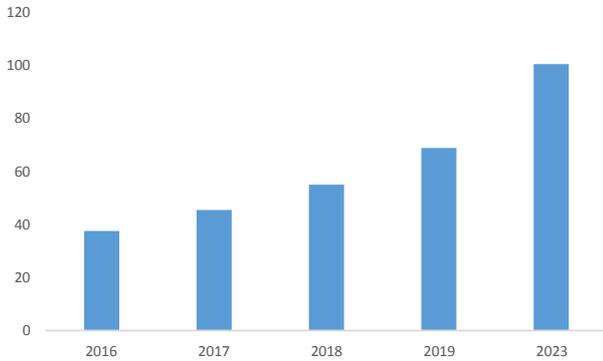
表 10: 玻尿酸和肉毒毒素特征比对

作用原理	注射层次	适应症	维持时间
以特殊的“交联”工艺，将游离的玻尿酸粒子组成稳定聚合结构，具有强效支撑力和塑形能力	真皮层（浅中深）	针对皮肤管理，包括面部填充、塑形、除皱、补水保湿，其中除皱指的是鼻唇纹、嘴角纹、法令纹等静态纹	一般 6-12 月
除皱原理是“软化”，它可以通过阻断神经对肌肉运动的信号传导，起到麻痹肌肉的作用	肌肉层（浅中深）	针对肌肉，包括瘦脸、瘦脸、瘦肩、除皱，其中除皱指的是眉间纹、鱼尾纹、抬头纹等动态纹	一般 3-6 月

资料来源：渤海证券研究所

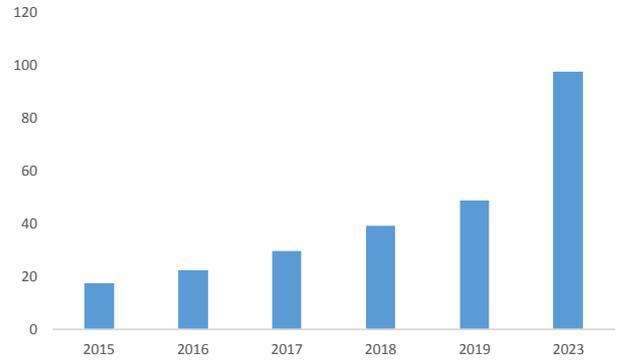
据立木信息咨询数据，2019 年预计全球肉毒毒素市场规模约 68.8 亿美元，同比增长 25% 预计 2023 年可达到 100 亿美元。相比之下，我国肉毒毒素市场规模尚小，当处于快速发展阶段，2019 年我国正规渠道肉毒毒素市场规模约为 48.6 亿元，同比增长 24%，渗透率不足我国医美市场的 2%，预计未来三年将保持约 19% 的增速水平。

图 20: 全球肉毒毒素市场规模及增速 (亿美元)



资料来源: 立木信息咨询, 渤海证券研究所

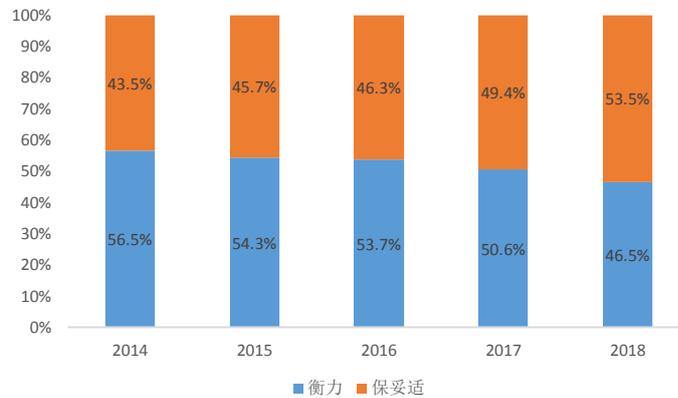
图 21: 我国正规渠道肉毒毒素市场规模及增速 (亿元)



资料来源: 立木信息咨询, 渤海证券研究所

我国对肉毒毒素的管制非常严格, 准入门槛极高, 目前共计 4 款获准上市销售, 其中 2020 年前仅获批两款: 1) 衡力: 国产仅为兰州所的衡力于 1997 年批准上市, 2012 年获批用于改善成人中重度眉间纹的暂时性治疗; 2) 保妥适: 全球肉毒毒素领军品牌, 目前全球市占率约为 65%, 1999 年国内获批, 2009 年拓展至改善成人中重度眉间纹的暂时性治疗。据 IQVIA 数据, 2018 年保妥适首次超越衡力。

图 22: 我国肉毒毒素市场竞争格局



资料来源: IQVIA, 渤海证券研究所

2020 年新获批 2 款肉毒毒素产品, 分别是: 1) 吉适 (Dysport): 2020 年 6 月, IPSEN 的吉适国内上市, 起效时间 (约 2 天) 快于保妥适 (约 3-4 天), 欧洲地区销量位居首位, 韩国位居第四; 2) 乐提葆 (Letybo): 2020 年 10 月, 四环医药代理的韩国 Hugel 的 Letybo 国内上市, 其在韩国市占率超 40%, 位居首位。一定程度上表明监管对肉毒毒素市场的态度, 新品审批上市或将加速, 未来产品

竞争方面衡力定位低价市场，预期三大进口品牌将会在价格、营销方面各有策略，但整体有利于肉毒毒素市场认知度及渗透率的提升。

表 11: 国内已上市肉毒毒素产品对比

厂家	时间	赋形剂	分子量 (Kda)	工艺	弥散度 (cm <sup>2</sup> )	价格	
保妥适	艾尔建	1999/2009	人血白蛋白	900	真空干燥，不易产生抗体	0.5	2000
衡力	兰州所	1997/2012	猪明胶(过敏可能)	300/500/900	冻干干燥，易产生类毒素，产生抗体不产生效果	1	800
吉适 (Dysport)	Ipsen	2020	人血白蛋白	300/500/900	冻干干燥	大于 0.5	
乐提葆 (Letybo)	Hugel	2020	人血白蛋白	900		约 0.5	

资料来源: 渤海证券研究所

据米内网数据，除以上市 4 款产品外，目前 NT201、Neuronox 两款产品已完成临床试验，另有两款处于 III 期临床中，预计未来 1-2 年随着新品上市与市场教育的双重推进，我国肉毒毒素市场渗透率有望快速攀升，同时各类产品在渠道、品牌、性价比方面的竞争进一步加剧。

表 12: 我国在研肉毒毒素产品

产品	申办者单位	适应症	所处阶段
XEOMIN	Merz/精鼎医药	眉间纹	临床试验完成
Medytoxin	Medytox/华熙生物	中重度皱眉纹	临床试验完成，2020.6 原液不符合被吊销产品许可
RT002	Revance/复星医药	中重度皱眉纹	临床 III 期
Nabota	大熊制药株式会社	中重度皱眉纹	临床 III 期
Hutox	Huons/爱美客	动态皱纹	临床试验
A 型肉毒毒素	Jetema/华东医药	中重度皱眉纹	申报临床

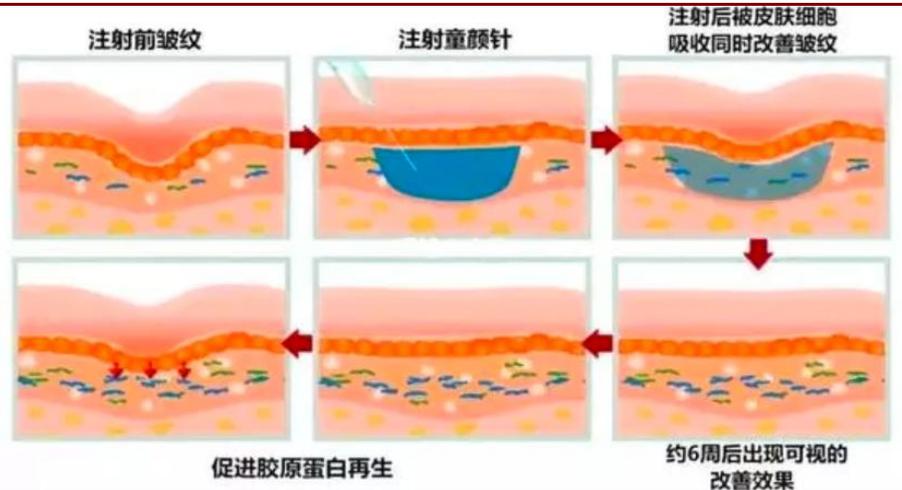
资料来源: 米内网，渤海证券研究所

## 2.2.2 改进式童颜凝胶：上市申报中，即时填充+胶原蛋白促生

目前用于改善皱纹、增加弹性、紧致、提升的胶原蛋白增生剂主要有童颜针和少女针两类，童颜针是一种以 PLLA 为主要成分的注射填充剂，PLLA 具有良好的生物相容性、可降解性，可通过刺激自身胶原蛋白增生达到抗衰老及紧致提升的作用，少女针主要成分为 70%CMC 和 30%PCL，PCL 作用类似于 PLLA，由于成

分差异，在即时效果、维持时间上稍有差别。

图 23: 以 PLLA 为主要成分的童颜针作用机理



资料来源: 新氧百科, 渤海证券研究所

表 13: 童颜针、少女针效果对比

	成分	效果	维持时间
童颜针	聚左旋乳酸	即时效果不明显, 渐进式改善, 通常需 6-8 周等胶原增生, 2-3 个月时效果才较显著	一个疗程通常需要 3-6 次注射, 每次间隔 4-6 周, 效果可持续约 1-3 年
少女针	70%的 PB-S 生物降解材料(CMC)、30%的 PCL	即刻效果较好, CMC 凝胶载体注射后即刻起到填充、支撑作用; PCL 类似于 PLLA	维持时间较童颜针长, 约 1-4 年

资料来源: 渤海证券研究所

1) 童颜针: 目前常用的童颜针主要有新一代韩国 4D 速溶童颜针爱塑美、新一代美国速溶童颜针得美妍、法国二代童颜针舒颜萃 (需提前 48h 配制)、国产瑞博童颜针, 但以上四类均未在国内获批上市, 使用受限, 此外无需溶解的瑞博童颜水凝、欧倍颜 (水凝)、仙诺德 (水凝) 于近年获批, 由于童颜水凝采用真皮层均匀铺盖的水光补水治疗方式, 效果维持时间相比于童颜针 (1-2 年) 稍短 (约 6-12 个月);

2) 少女针: 目前可待选择产品较少, 主要为 2009 年获 CE 认证的英国 Ellanse, 价格为 3000-8000 元/ml, 维持时间约 1-4 年, 但尚未在国内获批。

表 14: 目前市场主要童颜针/水凝产品

产品	主要成分	别名	NMPA	生产企业	价格	效果维持及注射周期	备注
爱塑美	PLA、 PLLA、 PDLA	AestheFill、 4D 童颜针	未获证 (KFDA)	韩国	2000-4000 元/次	1-2 年，单 次，可在 3 个 月后进行再次 治疗	速溶，兼具双旋 乳酸（使胶原蛋 白新增更完 整）、安全性高
舒颜萃	PLLA	Sculptra、塑 然雅、舒颜萃	未获证 (FDA)	意大利 Galderma	5000-7000 元/ml	2 年，单次， 可在 2 年后 再次治疗	提前 48h 配制
得美颜	PLLA、 GLA	Derma Veil、 新一代美国速 溶童颜针	未获证 (FDA)	美国 Anteco Pharma	3000-5000 元/次	1-2 年，2-3 次 一疗程，每次 间隔 4-6 周	创新 3R 微分子 胶原技术，速溶
百洛娜 Bellona	PCL	贝洛娜液体线 雕、贝洛娜童 颜针	2019	韩国 (株) G-MED	5000-8000 元/次	1-3 个月，3-6 次一疗程，每 次间隔 2 周	首款可以代替线 雕的长效抗衰产 品，自然抗衰强 效溶液童颜针
瑞博童 颜针	PLLA	纳米微雕、童 颜水凝	未获证	杭盖桐博生物	6980-23800 元/次	1-2 年，1 个月 /次，3 次/疗程	速溶
瑞博童 颜水凝	PLLA、 GLA	液体童颜针、 童颜水凝	2018 (吉 长械)	杭盖桐博生物	6980-23800 元/次	6-12 个月， 3-6 次一疗 程，每次间隔 3-4 周	颗粒小：聚乳酸 3-7μm 微球颗 粒，国外产品 1/5-1/10
欧倍颜 (水凝)	聚左旋 乳酸	童颜水凝	2019	中国	6800-9800 元/次	1-3 月，3-6 次 一疗程，每次 间隔 2 周	超细乳化-无结 节；起效快（单 次治疗 3-7 日亮 白，2-3 月紧致）
仙诺德 (水凝)	PLLA、 PEG	仙诺德 PLLA 光子冷水凝	2019	浙江微度医疗	11600-12000 元/次	3-5 年，3-6 次 一疗程，每次 间隔 1 个月	
加纳菲 童颜针	PPLA、 PDLA	GanaFill	未获证	韩国 GANA 生物制 药公司	2000-15000 元/次	1-2 年，1-2 次，1 个月 后进行第二次	4D 球形微分子 (球形双旋乳 酸)，大幅度改善 胶原蛋白再生的 完整性；速溶
百佳丽		百佳丽童颜针	未获证	韩 (株)ELASTEM,Inc	5000-8000 元/次	1-2 年	浓度高，见效快

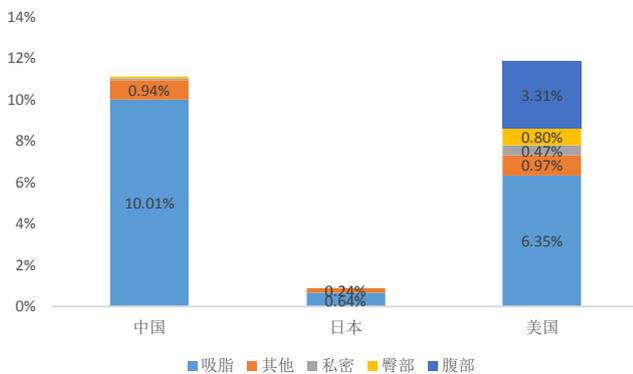
资料来源：新氧百科，渤海证券研究所

公司的“PLLA+透明质酸钠”的改进混悬式童颜凝胶正处于上市申报中，该产品与童颜针选用相同的 PLLA 成分，同时兼顾少女针具备的即可填充效果，是“PLLA+透明质酸钠”的改进后的混悬式凝胶，并采用预灌装方式，方便、安全且长效，预计将为公司贡献一定业绩。

### 2.2.3 通体瘦身+局部减脂，迎合主流审美

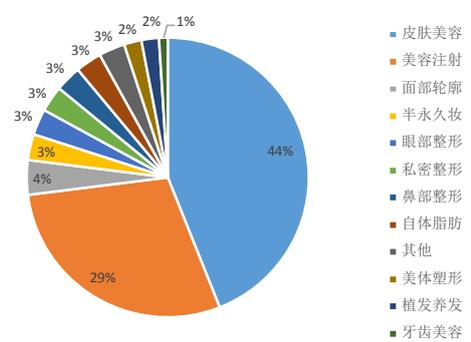
据 ISPAS 数据，在身体手术项目中，以瘦身为主要功效的吸脂手术占身体手术项目约 90% 的份额，可见“纤细”审美仍占据主流，据 2020 年上海医美市场数据，包含定向减脂的面部轮廓项目、全身美体的塑形项目占整体医美支付比重的 4%、2%。

图 24：纤细审美仍占据主流



资料来源：公司公告，渤海证券研究所

图 25：2020 年上海医美市场支付订单比重



资料来源：ISPAS，渤海证券研究所

- 1) 公司持有诺博特生物 51% 的股权，2020 年 11 月其申报的利拉鲁肽注射液已获批临床，用于慢性体重管理。诺和诺德的利拉鲁肽于 2010 年首次批准用于 2 型糖尿病的治疗，2014 年 12 月 FDA 将该药物的治疗领域扩大到肥胖症领域，批准更高剂量的利拉鲁肽（Saxenda）用于慢性体重管理，但国内目前尚未有用于治疗肥胖适应症的注射用利拉鲁肽的产品获批，市场前景广阔。
- 2) 持有融知生物 51% 股权，其用于局部减脂的脱氧胆酸处于申报临床的阶段，以实现代谢治疗手段的创新，具有良好市场前景。目前美国贝克脂的主要活性成分为脱氧胆酸，是一种非手术非侵入式改善成年人中至重度因颊下脂肪堆积所造成的轮廓特征（即双下巴）的消脂针剂，其 2015 年 4 月获 FDA 核准，已在美国、欧洲、加拿大、澳洲广泛应用，是目前唯一获 FDA 批准的溶脂药剂，2017 年 4 月在台湾正式获得核准，进入亚洲市场，截止目前尚未在国内获批，贝克脂得成功应用表明脱氧胆酸成分在人体溶脂领域应用的安全性和有效性。

表 15：市场主要减脂产品

类型	注射类					精华液		
产品	利保特溶脂	Aqualyx	THE RED	DERMCLAR 溶脂	贝克脂	修立塑精华液	爱尔菲琳	德玛莉
产地	韩国	英国 Mills Medical Service	韩国	西班牙	美国艾尔建	广州樱奈儿化妆品	广州医美药业	韩国凯健生物
成分	卵磷脂、左旋肉碱、透明质酸钠	卵磷脂、左旋肉碱、类胰岛素生长因子-1、HA 等	氰钴胺、菠萝蛋白酶、卵磷脂	卵磷脂	脱氧胆酸	欧洲七叶树提取物、扁桃核提取物、酪氨酸、三磷酸腺苷二钠	纯天然成分提取	HA、多肽
NMPA	未获得认证	未获得认证 (CE)	未获得认证	未获得认证 (KFDA)	未获得认证 (FDA/)	2018, 粤妆	2019, 粤械	2018
治疗	10-20 分钟	20-30 分钟	20-30 分钟	30 分钟左右	30 分钟左右	10-30 分钟	20-30 分钟	10-20 分钟
恢复	1-3 个月	5-7 天	5-7 天	1-3 个月	7-14 天	1-3 天	半天	5-7 天
周期	4 次/疗程, 间隔 1 周	2-3 次, 可在 6 个月后进行再次治疗	1-2 次, 1 个月后进行第二次	3-6 次一疗程, 每次间隔 2 周	3-6 次一疗程, 每次间隔 1 个月	3 次一疗程, 每次间隔 1 周	3 次一疗程, 每次间隔 1 个月	1 次一疗程, 每次间隔 1 个月
效果维持	持久	6-12 个月	6-12 个月	持久	持久	持久	持久	3-6 月
备注	局部起效, 定向减肥 (1500~3000 元/次)	副作用小, 代替抽脂, 脂肪随尿液排出	世界首款添加高浓缩维生素 B12 等快速分解脂肪的有效成分	局部起效, 定向减肥	唯一获有 FDA 批准的溶脂药剂, 双下巴消脂治疗	不破坏脂肪细胞, 抑制脂肪细胞活性, 缩小脂肪细胞体积	不破坏脂肪细胞, 缩小脂肪细胞体积, 独有械字资质	不破坏脂肪细胞, 靶向祛眼袋

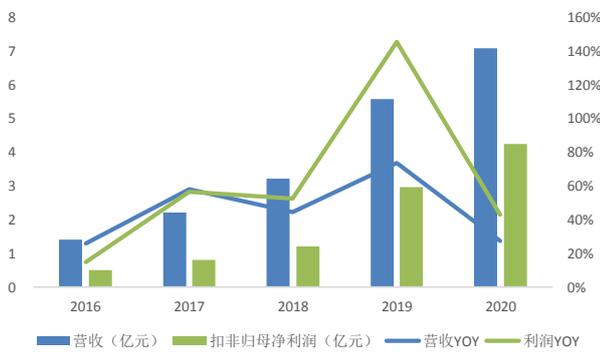
资料来源: 新氧 APP, 渤海证券研究所

### 3.经营品质高，营销策略符合可持续发展定位

#### 3.1 财务数据优秀，毛利率高位上扬

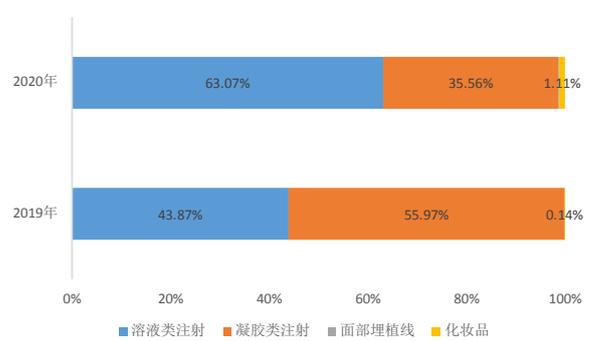
2020 年公司实现营收 7.09 亿元，同比增长 27.18%，主要来自于以嗨体为核心的溶液类注射针剂，实现扣非归母净利润 4.24 亿元，同比增长 42.95%，经营活动产生的现金流量净额为 4.26 亿，同比增长 37.44%，高于扣非净利润。

图 26：公司营收及扣非归母净利润



资料来源：公司公告，渤海证券研究所

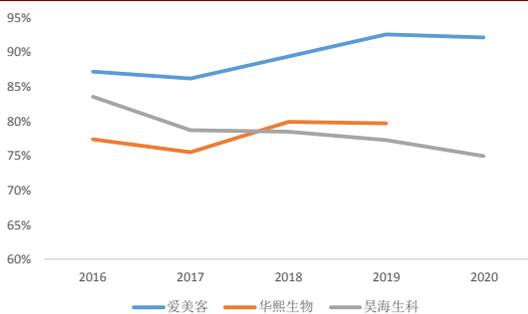
图 27：公司产品销售结构



资料来源：公司公告，渤海证券研究所

公司毛利率呈现高位上扬走势，2020 年高达 92.17%，主要由于产品迭代下高端产品销售比重上涨所致，其中由于公司以直销为主，销售费用主要为人工成本、培训费用等，2020 年受疫情影响主要培训活动为线上进行，因此销售费用率进一步下滑，未来预期随着公司业绩的持续扩增，销售费用绝对值提升。

图 28：可比公司销售毛利率走势



资料来源：公司公告，渤海证券研究所

图 29：可比公司销售净利率走势



资料来源：公司公告，渤海证券研究所

表 16：可比公司期间费用率对比

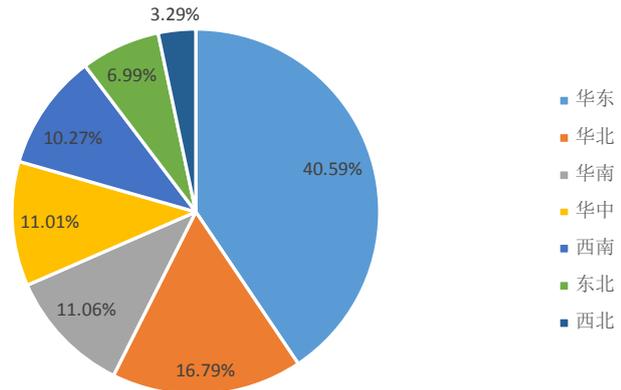
	销售费用率		管理费用率		财务费用率		研发支出率	
	2019	2020	2019	2020	2019	2020	2019	2020
爱美客	13.84%	10.37%	17.33%	14.85%	-0.31%	-2.02%	8.71%	8.71%

华熙生物	27.65%		14.64%		-0.66%		4.98%	
昊海生科	33.92%	41.71%	23.85%	16.07%	-3.96%	-7.44%	7.24%	9.49%

资料来源：公司公告，渤海证券研究所

销售区域方面，目前华北地区占据公司营收的主要份额，在经济较发达的华南、华东地区规模尚小，增量空间可期。

图 30：公司销售区域以华东/华北为主

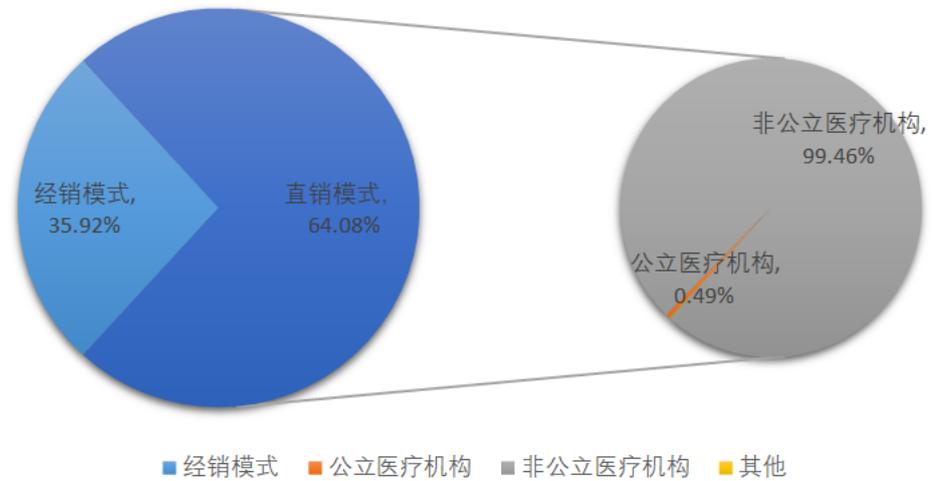


资料来源：公司公告，渤海证券研究所

### 3.2 直销提升品牌力，强而后大

医美终端分散，直销做强基础上，经销放大。据艾瑞咨询数据，2019 年我国具备医疗美容资质的机构约 13000 家，合法合规医美机构仅占 12%，合法医师仅占 28%，大型连锁医美机构的市场占有率仅约 7.5%。面对庞大且分散的终端市场，公司采取直销为主策略，首先在大型医美终端机构做好服务和宣传，提升产品品牌力和消费者满意度，做强单品，进而由强至广，由经销商拓展二三线城市市场及相对小规模终端机构。目前公司覆盖全国 31 个省市自治区的约 5000 家医美机构，终端客户以大型连锁非公立医疗机构为主，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也纳入其中。

图 31: 公司销售结构



资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

此外, 公司还通过医生教育平台“全轩学院”为医美行业医生提供线上网络技术培  
训, 强化终端粘性, 截止 2020 年末提供课程超 3000 课时, 注册认证的合作医生  
累计超过 6000 名。

## 4.盈利预测

综合公司主力产品同业竞争优势明显、细分领域快速扩容、品类层次覆盖广泛等优势，我们预计公司 2021-2023 年将实现营业收入分别为 11.65 亿元、16.89 亿元、22.79 亿元，同比增速分别为 64.2%、45.0%、34.9%，实现归母净利润分别为 6.93 亿元、9.93 亿元、13.20 亿元，同比增速分别为 57.6%、43.3%、32.9%，EPS 分别为 3.20、4.59、6.10 元，当前股价对应 PE 分别为 130X、91X、68X。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 17: 公司分业务盈利预测 (百万元)

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>嗨体</b>						
销售规模	74.97	242.59	446.51	756.67	1137.16	1525.13
YOY	119.66%	223.58%	84.06%	20.00%	13.00%	10.00%
毛利率	90.30%	92.99%		92%	93%	93%
<b>爱芙莱</b>						
销售规模	190.23	218.99	175.19	210.23	237.56	261.32
YOY	19.38%	15.12%	-20.00%	20.00%	13.00%	10.00%
毛利率	87.09%	90.22%		90%	90%	90%
<b>宝尼达</b>						
销售规模	33.64	67.50	57.38	74.59	89.51	105.62
YOY	112.91%	100.65%	-15.00%	30.00%	20.00%	18.00%
毛利率	98.11%	98.73%		98.5%	98.50%	98.50%
<b>逸美一加一</b>						
销售规模	15.25	20.79	15.72	18.86	20.75	22.82
YOY	2890.20%	36.33%	-24.39%	20.00%	10.00%	10.00%
毛利率	96.40%	96.37%		96.3%	96.3%	96.3%
<b>爱美飞</b>						
销售规模		4.88	3.90	6.00	10.00	15.00
YOY			-20.00%	53.69%	66.67%	50.00%
毛利率				92%	92%	92%
<b>逸美</b>						
销售规模	5.58	2.08	0.86	0.50	0.20	0.10
YOY	-50.04%	-62.72%	-58.65%	-41.86%	-60.00%	-50.00%
毛利率	95.91%	96.07%		96%	96%	96%
<b>紧恋</b>						
销售规模			1.84	3.00	6.00	9.00
YOY				63.04%	100.00%	50.00%
毛利率				92%	92%	92%
<b>注射用修饰透明质酸钠凝胶</b>						
销售规模				80.00	160.00	300.00

YOY					100.00%	87.50%
毛利率				90%	91%	91.50%
<b>其他主营业务</b>						
销售规模	1.34	0.88	7.89	15.00	28.00	40.00
YOY				90.11%	86.67%	42.86%
毛利率				90%	90%	90%
<b>总计</b>						
总营收	321.01	557.71	709.29	1164.85	1689.17	2278.99
YOY	44.27%	73.74%	27.18%	64.23%	45.01%	34.92%
综合毛利率				91.96%	92.33%	92.68%

资料来源：渤海证券研究所

表 18: 可比公司估值对比

公司	股价 (2021.3.30)	股本 (亿股)	参考总市值 (亿元)	ROE			PE		
				FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3
华熙生物	416.00	2.16	900.06	16.36	18.72	18.88	134.85	93.28	65.17
昊海生科	158.42	4.80	760.42	14.64	16.74	15.80	88.98	66.73	67.06
爱美客	114.35	1.77	201.97	7.25	8.91	10.88	46.79	35.39	26.77

资料来源：wind，渤海证券研究所 (FY1/2/3 数据来着 wind 一致预期)

**投资评级说明**

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

**免责声明：**本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券股份有限公司研究所

副所长&产品研发部经理

崔健  
+86 22 2845 1618

汽车行业研究小组

郑连声  
+86 22 2845 1904  
陈兰芳  
+86 22 2383 9069

机械行业研究

郑连声  
+86 22 2845 1904  
宁前羽  
+86 22 2383 9174

银行业研究

王磊  
+86 22 2845 1802  
吴晓楠  
+86 22 2383 9071

非银金融行业研究

王磊  
+86 22 2845 1802

医药行业研究

陈晨  
+86 22 2383 9062

计算机行业研究

徐中华  
+86 10 6810 4898

家电行业研究

尤越  
+86 22 2383 9033

传媒行业研究

姚磊  
+86 22 2383 9065

食品饮料行业研究

刘瑀  
+86 22 2386 1670

宏观、战略研究&部门经理

周喜  
+86 22 2845 1972

固定收益研究

马丽娜  
+86 22 2386 9129  
张婧怡  
+86 22 2383 9130  
李济安  
+86 22 2383 9175

金融工程研究

宋旻  
+86 22 2845 1131  
陈菊  
+86 22 2383 9135  
韩乾  
+86 22 2383 9192  
杨毅飞  
+86 22 2383 9154

金融工程研究

祝涛  
+86 22 2845 1653  
郝惊  
+86 22 2386 1600

策略研究

宋亦威  
+86 22 2386 1608  
严佩佩  
+86 22 2383 9070

博士后工作站

张佳佳 资产配置  
+86 22 2383 9072  
张一帆 公用事业、信用评级  
+86 22 2383 9073

博士后工作站

苏菲 绿色债券  
+86 22 2383 9026  
刘精山 货币政策与债券市场  
+86 22 2386 1439

综合管理

齐艳莉 (部门经理)  
+86 22 2845 1625  
李思琦  
+86 22 2383 9132

机构销售•投资顾问

朱艳君  
+86 22 2845 1995  
王文君  
+86 10 6810 4637

合规管理&部门经理

任宪功  
+86 10 6810 4615

风控专员

张敬华  
+86 10 6810 4651

## 渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: [www.ewww.com.cn](http://www.ewww.com.cn)