

## 爱美客(300896.SZ)

## 专注专业，厚积薄发

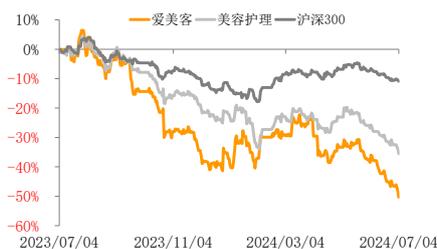
## 推荐（首次）

股价：160.00元

## 主要数据

行业	社会服务
公司网址	<a href="https://www.imeik.net/cn/">https://www.imeik.net/cn/</a>
大股东/持股	简军/31.05%
实际控制人	简军
总股本(百万股)	302
流通A股(百万股)	208
流通B/H股(百万股)	0
总市值(亿元)	484
流通A股市值(亿元)	334
每股净资产(元)	22.75
资产负债率(%)	3.90

## 行情走势图



## 证券分析师

胡琼方

投资咨询资格编号  
S1060524010002  
Huqiongfang722@pingan.com.cn



## 平安观点：

- 我国医美行业经历了早期的营销为主导、产品为主导之后，随着监管和配套政策逐步完善和细化，正在走向以客户需要为中心、为求美者提供更好的服务的阶段，行业供给也正从劣币驱逐良币转向健康良性竞争。目前行业规模超 2000 亿元，产业链上产品端具规模效应、壁垒高，价值相对较大。
- 医美产品开发流程长、耗费时间久，持续前瞻性地判断市场趋势并做出差异化产品储备，叠加优质的产品和渠道运营，才能摆脱同质化竞争，打造新的增长动力。
- 爱美客创立 20 年，厚积薄发。2004 年公司成立，2014 年收入仅 0.75 亿元，2022 年接近 20 亿元，2023 年收入超 28 亿元。20 年间公司精雕细琢了 7 款材料各异、用途各异、注射层次多样的产品，且多数为国内同款首创。公司以前瞻的市场洞察、结合直销为主（占比在 6 成以上）模式（可与机构和消费者紧密沟通，反馈真实需求），持续开发新的产品和新的适应症，直击消费者需求痛点。随着规模效应显现，公司净利率自 2020 年来持续在 60% 以上。公司过往核心单品巅峰时贡献收入的 7 成以上，在同类竞品获批或进入相关适应症时公司踏好自身节奏，进一步推出前沿产品，贡献新的增长动能。未来随着产品矩阵不断丰富，公司收入结构预计将相对均衡。
- 内生外延并举。公司上市后资金相对充足（2024-3-31 货币资金 34 亿元），且每年产生丰厚利润和现金流，除自身开发产品外，2021 年起公司也开始以外延方式扩充产品矩阵，相继投资/合作了韩国 Huons 肉毒素、北京质肽生物司美格鲁肽、韩国 Jeisys 旗下 Density 和 LinearZ 医疗美容治疗设备及配套耗材在中国内地（不含香港、澳门、台湾）的独家推广、分销、销售和相关服务权。目前公司在研管线还有透明质酸酶、利多卡因-丁卡因乳膏、第二代代理植线等产品，利于丰富、优化公司现有产品结构，形成良好协同。医美行业产品逐渐增多，构建好产品矩阵并进行深层次运营是应对竞争良方，公司通过全轩学苑开展线上线下培训和会议，以此加深与机构的合作，进行深层次运营，同时也实现与企业的共同成长。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,939	2,869	3,672	4,850	5,991
YOY(%)	33.9	48.0	28.0	32.1	23.5
净利润(百万元)	1,264	1,858	2,297	2,978	3,606
YOY(%)	31.9	47.1	23.6	29.7	21.1
毛利率(%)	94.8	95.1	94.9	94.2	93.3
净利率(%)	65.2	64.8	62.6	61.4	60.2
ROE(%)	21.6	29.3	30.4	32.7	32.9
EPS(摊薄/元)	4.18	6.14	7.59	9.85	11.92
P/E(倍)	38.3	26.0	21.1	16.2	13.4
P/B(倍)	8.3	7.6	6.4	5.3	4.4

- **盈利预测及投资建议。**20 年来公司敏锐地洞察市场需求、以前瞻的眼光判断市场趋势并开发和迭代产品。上市以来公司精雕细琢的多款产品为国内同款首创，当同类竞品密集获批时，公司又推出“接棒”产品贡献新的增长驱动力，如此公司也能保持高利润率水平。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 23.0、29.8、36.1 亿元，对应当前市值（2024-7-4）分别约 21.1、16.2 和 13.4 倍 PE。当前宏观环境对包含医美在内的可选消费行业有所影响，而且疫情期间公司季度间业绩受到较大扰动，同比增速也波动明显，2023Q2 经营有较高基数（单季度收入 8.29 亿元，占比 2023 年 28.89%。2024Q1 为 8.08 亿元），因此中短期股价表现受影响。公司目前估值水平处在历史低位区间，预计 2025 年公司将有新产品获批上市（目前处在注册申报阶段的宝尼达颈部适应症和处在审评阶段的肉毒毒素产品），结合当前估值水平及市场环境情况，首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示。****1.宏观经济波动。**宏观经济对医美在内的可选消费有一定影响，若经济环境波动则影响消费意愿，进而进一步对公司业绩造成不利影响。**2.医美监管及政策扰动。**我国医美行业目前仍未成熟，医美监管处于不断完善过程中，各地政策也在逐步释放和调整，可能对公司短期经营带来扰动。**3.新品获批情况不及预期。**医美产品获批情况存在不确定性，如临床结果不及预期、材料不完备需发补等，则新品节奏可能不及预期，甚至项目失败。**4.市场环境变化，公司决策失误，新产品推广及运营不及预期。**医美产品前期储备时间长，非常考验对市场的前瞻洞察和运营能力，如市场环境发生变化，或公司决策、判断失误，新产品不一定能如期贡献增长驱动力，并购或投资项目可能产生较大商誉减值。

# 正文目录

<b>一、 医美行业：非手术类快速成长</b> .....	<b>6</b>
1.1 非手术类快速增长，产品端有较高产业价值且具规模效应 .....	6
1.2 医美产品供给日渐丰富，获批材料有时代特性 .....	8
<b>二、 爱美客：创立 20 年，厚积薄发</b> .....	<b>9</b>
2.1 创立 20 年，厚积薄发 .....	9
2.2 目前预计为国内基于透明质酸的皮肤填充剂市场第一名 .....	11
<b>三、 爱美客：专注专业，着眼长远</b> .....	<b>13</b>
3.1 公司着眼长远，持续差异化推新 .....	13
3.2 直销为主直击需求痛点，全轩学苑深层次运营 .....	17
3.3 多维度激励，激发员工积极性 .....	19
<b>四、 投资建议</b> .....	<b>19</b>
<b>五、 风险提示</b> .....	<b>21</b>

# 图表目录

图表 1	医美行业逐步走向健康良性发展.....	6
图表 2	我国合规监管的医美市场规模及增速（亿元，%）.....	6
图表 3	我国非手术类医美更快增长（%）.....	6
图表 4	医美产业链主要参与方.....	7
图表 5	华熙生物注射级透明质酸原料售价及毛利率（万元/kg，%）.....	7
图表 6	医美产品商和机构毛利率水平（%）.....	7
图表 7	三类医疗器械研发注册流程.....	7
图表 8	过去十年我国医美产品获批情况（个）.....	8
图表 9	过去十年我国医美产品获批情况-按材料分.....	9
图表 10	公司发展历程.....	10
图表 11	公司股权结构（2024-3-31 数据）.....	10
图表 12	公司营收及增速（亿元，%）.....	11
图表 13	公司利润情况及增速（亿元，%）.....	11
图表 14	公司利润率情况（%）.....	11
图表 15	公司费用率情况（%）.....	11
图表 16	2021 年我国基于透明质酸的皮肤填充剂市场销量及增速（万支，%）.....	11
图表 17	2021 年我国基于透明质酸的皮肤填充剂市场销售额（出厂价计）及增速（亿元，%）.....	11
图表 18	2021 年我国基于透明质酸的皮肤填充剂市场竞争格局-销量计（%）.....	12
图表 19	2021 年我国基于透明质酸的皮肤填充剂市场竞争格局-出厂价计（%）.....	12
图表 20	公司凝胶类、溶液类产品及其基于透明质酸材料的产品情况（亿元，万支）.....	12
图表 21	我国基于透明质酸的皮肤填充剂市场头部企业销量(万支)、出厂金额(亿元)及单价(元/支)情况.....	13
图表 22	公司 20 年精雕细琢了 7 款原研产品（均为 III 类医疗器械）.....	13
图表 23	公司收入结构-产品类别（亿元，%）.....	14
图表 24	公司收入结构：不断开拓新的增长曲线（%）.....	15
图表 25	公司两类产品销量（万支）.....	15
图表 26	公司两类产品销售单价（即出货价格，元）.....	15
图表 27	公司在研产品管线.....	16
图表 28	公司研发人员比例持续提升（人，%）.....	17
图表 29	公司客户情况及销售人员情况（家，名，万元）.....	17
图表 30	公司直销为主，经销为辅（亿元，%）.....	18
图表 31	公司直销与经销毛利率水平（%）.....	18
图表 32	全轩学苑线下研讨.....	18
图表 33	全轩学苑线上平台-全轩课堂.....	18
图表 34	公司 2023 年股权激励业绩考核指标.....	19
图表 35	公司收入拆分及费用预测情况（亿元，%）.....	19

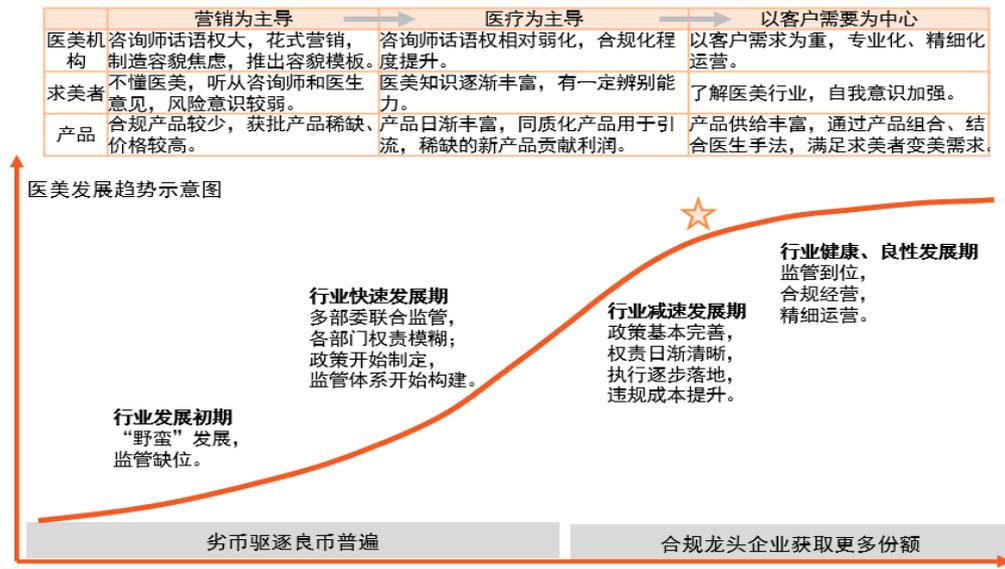
---

图表 36	疫情期间公司季度业绩波动较大（亿元） .....	20
图表 37	可比公司估值比较 .....	20
图表 38	公司 PE-band（元） .....	21

## 一、 医美行业：非手术类快速成长

国内医美行业起步相对较晚，目前仍未到达成熟期。近年来监管趋严、监管体系逐步细化和完善，行业参与者日渐正规化、阳光化，我国医美行业正在从劣币驱逐良币阶段走向健康良性发展阶段。行业增长一方面是人群众体渗透率提升、项目丰富，另一方面是过去灰色供给合规化。

图表1 医美行业逐步走向健康良性发展

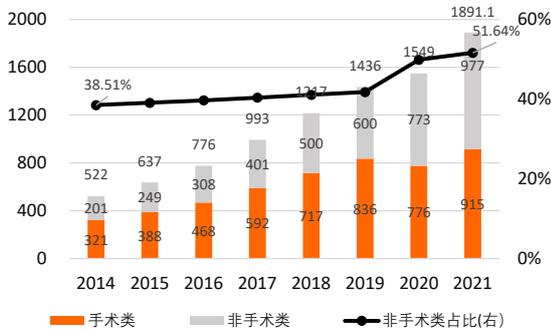


资料来源：平安证券研究所

### 1.1 非手术类快速增长，产品端有较高产业价值且具规模效应

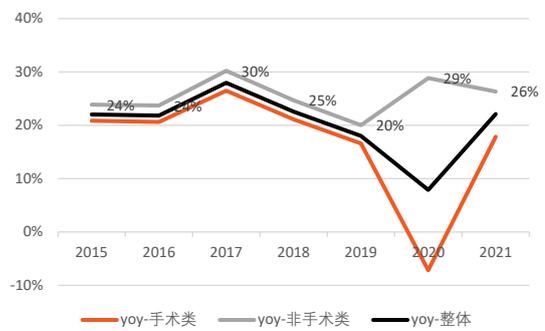
相较于手术类医美，非手术类医美因其创伤小、恢复快、消费单价相对较低而决策成本更低成为医美增长的主要驱动力。根据爱美客A股及港股招股书、新氧招股书，我国合规监管的医美市场规模在2021年达到1891亿元，2014-2021年期间的年均复合增速为20.20%，其中非手术类cagr为25.34%，2021年非手术类医美市场规模首次超越手术类医美（非手术治疗次数占比更是达到79%）。2023年德勤与艾尔建美学联合发布《中国医美行业2023年度洞悉报告》，预计2023年我国医美市场规模超过2000亿元，同比增速达20%左右，且预计之后四年将保持15%左右的年复合增速，增速远高于全球市场，且预计其中非手术类医疗美容复合增速将达到20%~30%。

图表2 我国合规监管的医美市场规模及增速（亿元，%）



资料来源：爱美客A股及H股招股书、新氧招股书，平安证券研究所

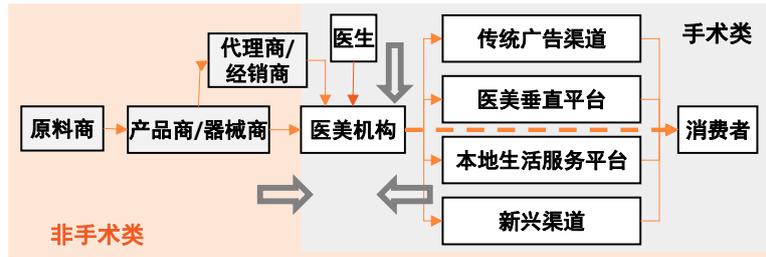
图表3 我国非手术类医美更快增长 (%)



资料来源：爱美客A股及H股招股书、新氧招股书，平安证券研究所

从供给一侧看非手术类医美特别是其中注射类产品端同样具有商业化优势：1) 手术类医美中价值最大的环节是技艺精湛的医生，医生体能和医护团队配合度决定上限，难以规模化复制。2) 非手术类医美中，原料和稀缺注射产品都有高利润率，根据华熙生物招股书其医用透明质酸原料毛利率在 90%以上，爱美客 2019 年来毛利率在 90%以上，但产品价值约是原料的 10-20 倍，产品获批后可以标准化生产，规模效应明显；光电类项目毛利率略低，热玛吉母公司 Solta 毛利率约在 70-75%，且光电类项目更迭较快；医美机构则入门门槛最低（据朗姿股份 2023 年报，我国现存医美相关企业近 13 万家，2021-2023 年注册量分别为 2.88、3.36 和 4.66 万），且其生存受到上游产品商、下游流量平台、优秀医护和运营团队的多重挤压，产业链价值最低。相对而言，注射类特别是稀缺注射类产品在产业链上价值最高，且具有明显的规模效应。

图表4 医美产业链主要参与方



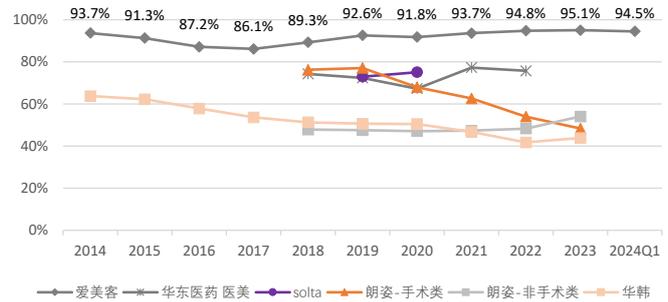
资料来源：平安证券研究所

图表5 华熙生物注射级透明质酸原料售价及毛利率（万元/kg，%）



资料来源：华熙生物招股书（此后年度未更新），平安证券研究所

图表6 医美产品商和机构毛利率水平（%）



资料来源：各公司年报，Solta 招股书，平安证券研究所

医美注射产品归类于三类医疗器械，根据 NMPA 审批流程及考虑产品前期调研、设计和准备，获批注册及上市需要经历大约 5 年左右甚至更长的前期准备。因技术要求高、研发流程长、工艺路线复杂，对研发人员的技术和经验积累等综合素质要求很高，医美注射产品先发优势明显。同时医美注射产品考验产品开发团队对市场的前瞻性洞察能力，产品上市后是否能够赢得市场欢迎也存在不确定性，抗风险能力要求高。因此首创性地开发市场空白产品并很好运营的参与方值得丰厚的利润率奖励。

图表7 三类医疗器械研发注册流程

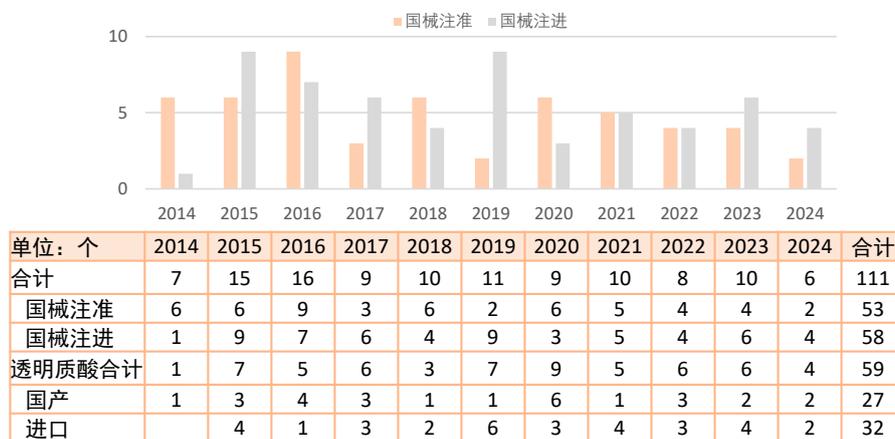


资料来源：爱美客招股说明书，NMPA，平安证券研究所

## 1.2 医美产品供给日渐丰富，获批材料有时代特性

NMPA 保留近十年的医疗器械获批详情，2015、2016 年为医美产品获批大年，2015、2019 年较多国际产品获批。近年来医美产品获批数量逐渐平稳。我国医美产品逐渐丰富。

图表8 过去十年我国医美产品获批情况（个）

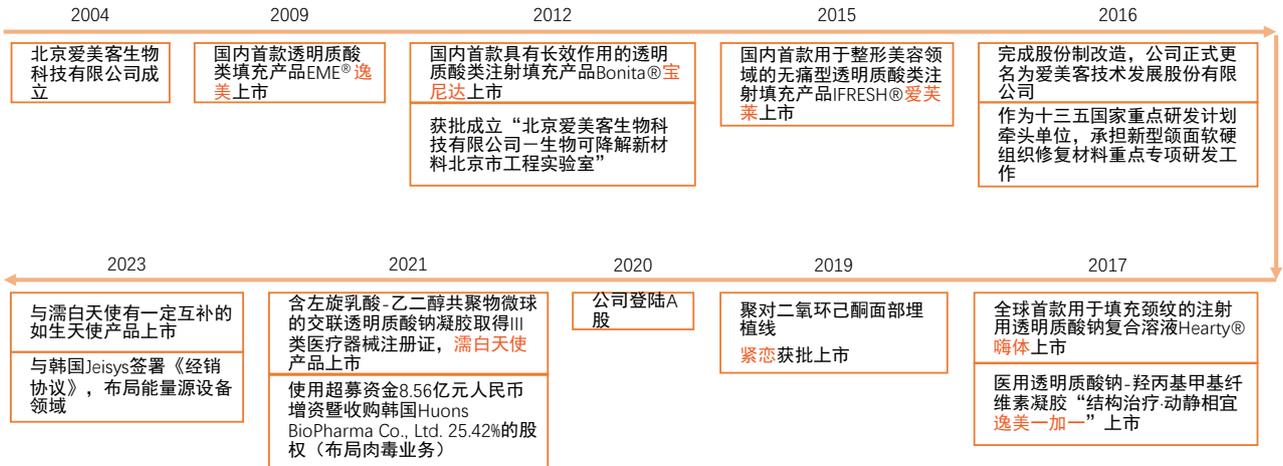


资料来源：NMPA，平安证券研究所 注：国械批准为国产品，国械注进为进口品。

我国医美产品具有较为明显的时代特性。2014-2018 年间多款硅橡胶/硅凝胶材料注册获批，主要用于面部、鼻部、胸部填充塑形，这一阶段也正是我国手术类医美火热发展的阶段，此后手术类占比下降。2018 年后我国注册上市的医美产品以透明质酸钠为主，近两年又新增了胶原与再生微球类材料。



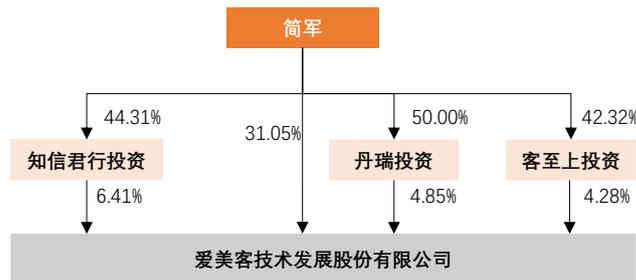
图表10 公司发展历程



资料来源：公司招股书及公告，平安证券研究所

公司实控人为简军女士，直接持有公司 31.05% 的股份，另外通过两个员工持股平台知信君行投资、客至上投资以及丹瑞投资间接持有公司 7.08% 股份。

图表11 公司股权结构 (2024-3-31 数据)



资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司董事、总经理石毅峰直接持有公司 4.85% 股权，通过丹瑞投资持有 2.425% 公司股权。公司高管团队及核心人员稳定，公司也通过两个员工持股平台知信君行投资和客至上投资以及 2023 年推出的限制性股票激励计划吸引和留住人才，充分调动人才的积极性。

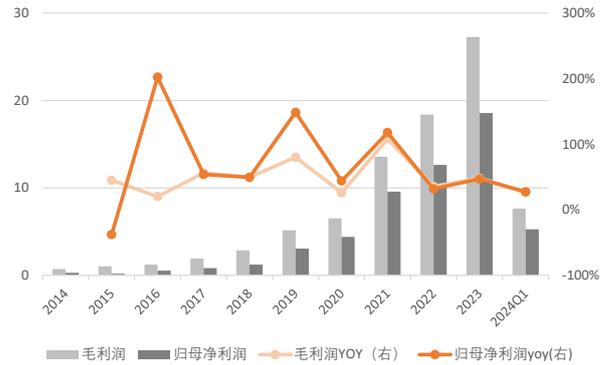
凭借稀缺的产品，以及 2020 年来规模效应显现，公司毛利率稳中有升，2023 年毛利率为 95.09%，而销售费用率在 10% 以下，管理费用率也稳步下行，2020 年来四项费用率（含销售、研发、管理及财务）合计在 20% 上下。高毛利率和低费用率使得公司获得 60% 以上的净利润率。

图表12 公司营收及增速 (亿元, %)



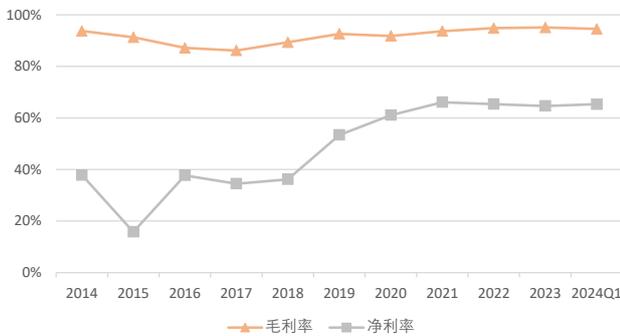
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表13 公司利润情况及增速 (亿元, %)



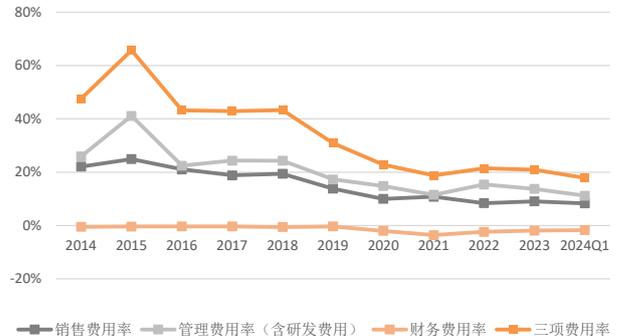
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表14 公司利润率情况 (%)



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表15 公司费用率情况 (%)

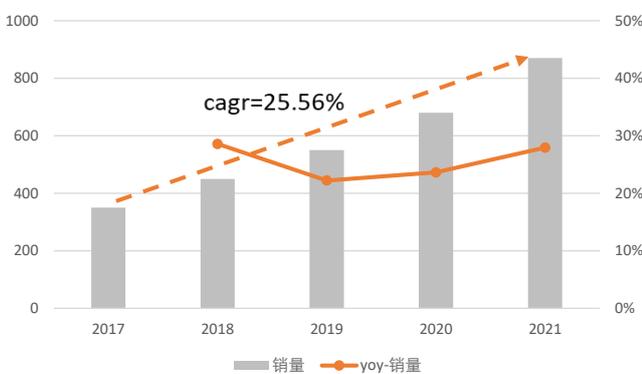


资料来源: wind, 平安证券研究所

## 2.2 目前预计为国内基于透明质酸的皮肤填充剂市场第一名

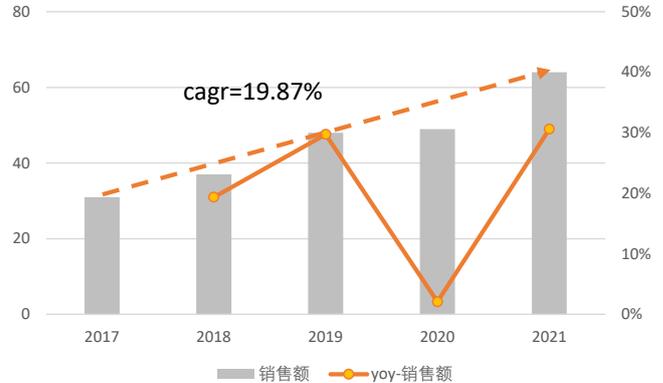
根据爱美客港股招股书 2022 年援引自沙利文的报告, 2021 年我国基于透明质酸的皮肤填充剂以出厂价计的市场规模约 64 亿元。

图表16 2021 年我国基于透明质酸的皮肤填充剂市场销量及增速 (万支, %)



资料来源: 爱美客港股招股书 (202206), 平安证券研究所

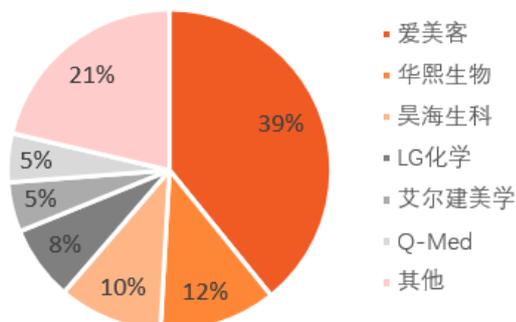
图表17 2021 年我国基于透明质酸的皮肤填充剂市场销售额 (出厂价计) 及增速 (亿元, %)



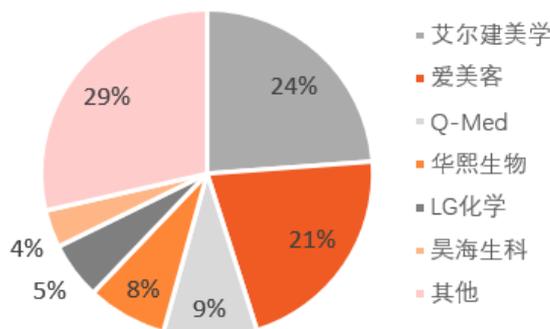
资料来源: 爱美客港股招股书 (202206), 平安证券研究所

2021 年按销量计公司市场份额为 39.2% 排名第一，按销售额计位于艾尔建美学之后排名第二，市场份额为 21.3%。

图表 18 2021 年我国基于透明质酸的皮肤填充剂市场竞争格局-销量计 (%)



图表 19 2021 年我国基于透明质酸的皮肤填充剂市场竞争格局-出厂价计 (%)



资料来源：爱美客港股招股书 (202206)，平安证券研究所 注：橙色系为国内企业，灰色系为国际企业。

爱美客产品主要分为溶液类和凝胶类，其中溶液类均为透明质酸材料，凝胶类有透明质酸类和再生材料类（2021 年再生材料获批，相关产品濡白天使上市）。2023 年公司溶液类产品收入 16.71 亿元，销量增长 89% 至 514 万支，叠加凝胶类中的基于透明质酸的产品（2019 年收入 3.12 亿元，2020 年受疫情影响；2021 年后濡白天使贡献凝胶类产品增量，凝胶产品透明质酸类基本保持稳定体量，约在 3 亿元左右），我们估测公司 2023 年公司基于透明质酸的皮肤填充剂产品收入约在 19-20 亿元，销量超过 580 万支（假设凝胶类产品中透明质酸类均价和销量也较为稳定，销量约在 70 万支左右）。

图表 20 公司凝胶类、溶液类产品及其基于透明质酸材料的产品情况 (亿元, 万支)

	2019	2020	2021	2022	2023
收入 (亿元)					
1 凝胶类	3.122	2.52	3.85	6.38	11.58
-1.1 其中再生类			约 0.8 亿元	约 3 亿元+	约 8 亿元+
-1.2 其中透明质酸类	3.12	2.52	约 3 亿元	约 3 亿元+	约 3 亿元+
2 溶液类 (均为透明质酸类)	2.45	4.47	10.46	12.93	16.71
透明质酸类总体 (即上述 1.2 与 2 两项合计)	5.57	7.00	约 13.5 亿元	约 16 亿元	约 19-20 亿元
销量 (万支)					
1 凝胶类	76.47	61.03	70.64	73.96	100.68
-1.1 其中再生类			约 1.5 万支	约 10 万支	约 25-30 万支
-1.2 其中透明质酸类	76.47	61.03	约 69 万支	约 64 万支	约 70-75 万支
2 溶液类 (均为透明质酸类)	69.10	124.19	272.32	345.32	514.13
透明质酸类总体 (即上述 1.2 与 2 两项合计)	145.57	185.22	约 340 万支	约 410 万支	约 585-590 万支

资料来源：公司招股书，公司年报，平安证券研究所 注：2021-2023 年细分为我们估测。

2023 年华熙生物皮肤类医疗产品（全部基于透明质酸）收入为 7.5 亿元，较 2021 年增长 48%；吴海生科旗下透明质酸类医美产品收入为 6.0 亿元（较 2021 年的 2.4 亿元增长 150%），销量为 238 万支（较 2021 年的 90 万支增长 163%）。艾尔建美学旗下乔雅登 2021 年全球收入为 99.0 亿元人民币，2023 年略降至 97.6 亿元（如按美元计则-10.23%，从 15.35 到 13.78 亿美元），基于我国市场增长及人民币贬值因素假设其 2021-2023 期间在我国有 10% 左右 cagr（人民币计），预计乔雅登 2023 年在我国市场出厂金额约 18 亿元，爱美客或已超过乔雅登成为国内基于透明质酸的皮肤填充剂市场第一名。

图表21 我国基于透明质酸的皮肤填充剂市场头部企业销量(万支)、出厂金额(亿元)及单价(元/支)情况

	销售量	出厂金额	出厂单价	销售量	出厂金额	出厂单价
	2021 年			2023 年		
艾尔建美学	44	15	3502		约 18	
爱美客	341	14	400	约 580	约 19-20	336
华熙生物	102	5	490	约 200	7.5	375
昊海生科	90	2	262	238	6	252
LG 化学	65	4	549			
Q-Med	43	6	1366			
其他	185	18	988			

资料来源：爱美客港股招股书（202206），各公司2023年报，平安证券研究所

公司创立 20 年，厚积薄发，得益于以市场为中心、客户至上、专注专业。上文已提及，NMPA 上可清晰追溯 2014-2018 年间医美行业注册获批了大量硅橡胶、硅凝胶材质植入体（用于鼻梁、乳房、下颌、颌面等部位填充塑形），国内和国际企业多方入局，2018 年后市场集中于透明质酸市场领域。而公司以市场为中心，聚焦长远，**在市场聚焦于面部、胸部竞争时公司 2016 年底获批的嗨体开拓了颈纹适应症；2014 年市场主攻硅材料、透明质酸材料时公司开始调研再生材料，经 7 年筹备于 2021 年成功获批并上市濡白天使系列。**公司持续通过材料微创新与发掘、适应症开拓和丰富注射层次差异化推新，减少同质化竞争。

### 三、爱美客：专注专业，着眼长远

#### 3.1 公司着眼长远，持续差异化推新

医美产品的上市获批需要较长时间的前期储备及行政审批，审批宽松和收紧影响到市场产品供应以及供给、竞争格局，领先获批的首创性产品如果配套良好的运营，**往往享受 3-5 年左右（竞品准备时间，自研产品开发约需 5 年甚至更久，进口产品引入需做临床试验，整体约需 3 年）的没有同类产品价格竞争的优质发展窗口期，特别是在合规要求越来越严格的环境下机构无法使用灰色的替代品，优秀稀缺产品的生命周期可以相对更长。**

创立 20 年来，公司聚焦在医美领域，精雕细琢了 7 款原研产品。根据 FrostSullivan 研究报告，其中绝大多数为国内同款首创。公司各产品在生物医用材料的应用、配方、核心技术运用上有所不同，并非同类材料的简单重复和微调，材料类型多样，注射层次涵盖了皮下脂肪层、皮下深层、皮下浅层、真皮深层、真皮中层等区域，以此满足多个细分领域的消费需求。根据公司 2023 年报援引的 Frost Sullivan 研究报告，公司自 2018 年起在基于透明质酸钠的皮肤填充剂的市场连续多年保持国内企业第一名的市占率。根据 2023 年报，公司旗下“濡白天使”、“紧恋”、“宝尼达”、“逸美一加一”四款产品获得北京市新技术新产品（服务）认定。

图表22 公司 20 年精雕细琢了 7 款原研产品（均为 III 类医疗器械）

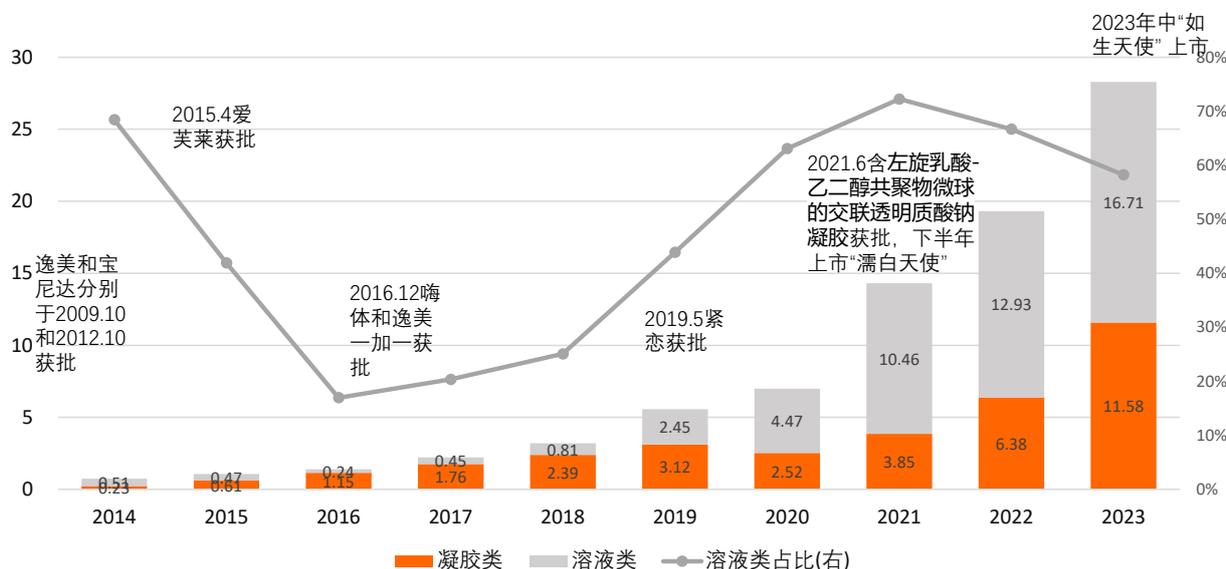
产品名称	图示	批准上市时间	核心技术	适应症	注射层次	备注
医用羟丙基甲基纤维素-透明质酸钠溶液（逸美）		2009 年 10 月	多组分复合仿基质水凝胶技术	额部、鼻唇部	皮肤真皮深层至皮下浅层	国内首款针对褶皱皮肤修复的复合注射材料
医用含聚乙烯醇凝胶微球的透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶（宝尼达）		2012 年 10 月	多组分复合仿基质水凝胶技术、水密型微球悬浮制备技术	额部、鼻唇部	皮肤真皮深层至皮下浅层	国内首款含 PVA 微球针对褶皱皮肤修复的注射材料

注射用修饰透明质酸钠凝胶（爱芙莱）		2015年4月	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针对褶皱皮肤修复的注射材料
注射用透明质酸钠复合溶液（嗨体）		2016年12月	组织液仿生技术	颈部	皮内真皮层	国际首款用于治疗颈纹的复合注射材料
医用透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶（逸美一加一）		2016年12月	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
聚对二氧环己酮面部埋植线（紧恋）		2019年5月	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
含左旋乳酸-乙二醇共聚物微球的交联透明质酸钠凝胶（濡白天使）		2021年6月	悬浮分散两性微球技术，将微球均匀分散在透明质酸钠凝胶中，有效减少了微球团聚现象	鼻唇沟	真皮深层、皮下浅层及深层	国产及世界首款获批的含左旋乳酸-乙二醇共聚物微球的皮肤填充剂

资料来源：公司招股书，公告，平安证券研究所

公司7款产品顺应行业发展趋势，背后是公司前瞻性的市场洞察和产品推出后的卓越运营能力，同类产品获批后公司又凭借新的产品接棒；同时随着医美人群渗透率提高，运营能力持续加强，公司收入规模快速提升。

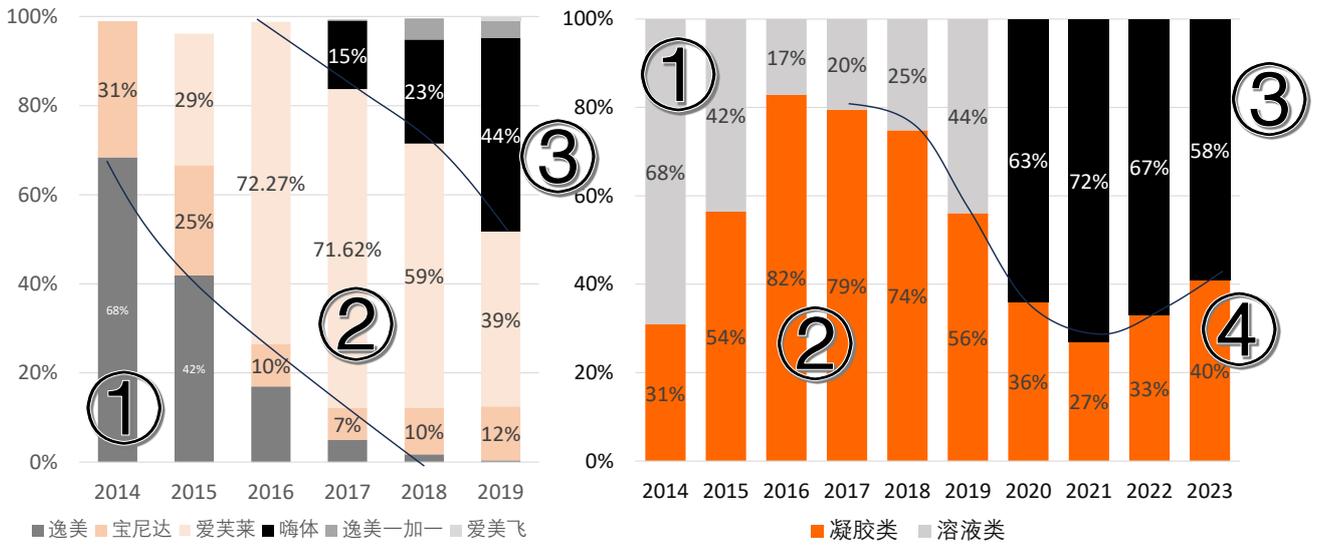
图表23 公司收入结构-产品类别（亿元，%）



资料来源：公司公告，平安证券研究所 注：2020年前根据公司披露数据计算。

过往因产品相对较少，单一产品又有生命周期，核心产品在巅峰时期基本占到公司收入的7成，此后随着公司新品推出、竞品增加，收入占比开始下降。公司在主赛道上不断创新，突破单品生命周期限制。

图表24 公司收入结构：不断开拓新的增长曲线（%）

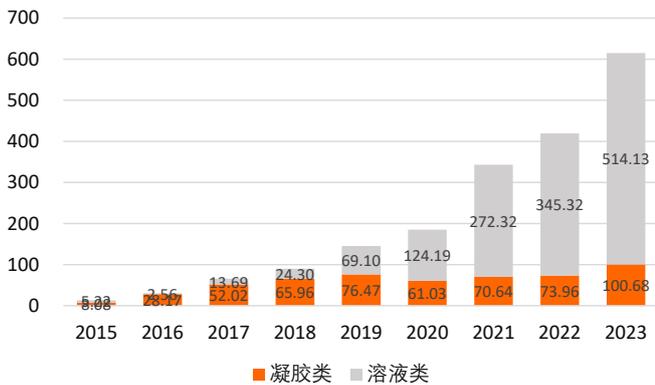


资料来源：公司招股书，公司年报，平安证券研究所

注：橙色系为凝胶类产品，黑灰色系为溶液类产品。左图的三个产品阶段也分别对应到右图上。2020年公司上市后不再单独披露每个产品销售情况，嗨体、逸美产品为溶液类，其余除紧恋（面部埋直线）外为凝胶类产品，包含2021年6月获批并于2021年下半年上市的濡白天使以及2023年中上市的如生天使。

嗨体因设计独特生命周期相对更长，2017年上市，目前仍在快速放量，2023年销量超过500万支。考虑2021年以嗨体为主的溶液类产品占收入的72%，估测嗨体产品约占收入的7成左右。2021年濡白天使推出以来公司凝胶类产品收入占比较快提升，2023年达到40%，销量在100.68万支，濡白天使针的放量带动凝胶类产品出货价抬升（参考上文图表20，我们判断濡白天使+如生天使系列在2023年已达25-30万支左右）。

图表25 公司两类产品销量（万支）



图表26 公司两类产品销售单价（即出货价格，元）



资料来源：公司招股书及年报，平安证券研究所 注：2020年前两类产品按照招股书披露各产品情况计算。

与公司同年获批的再生材料有同样储备多年的圣博玛旗下艾薇岚童颜针和华东医药引入国内的伊妍士少女针（引入产品所需时间短于自研开发），2024年1月江苏吴中引入国内的韩国艾塑菲童颜针获批。2021年濡白天使有效销售不足半年，2022年公司包含濡白天使在内的凝胶类产品收入6.38亿元（上年为3.85亿元，仅少部分为濡白天使），预计其中濡白天使约贡献3亿元。

对比同行，因少女针此前在海外已获批，消费者有一定认知，2022年公司濡白天使销售节奏慢于少女针，估测收入仅为其一半左右（根据华东医药2022年报，少女针所在子公司欣可丽美学当年收入6.26亿元），但2023年迅速缩小差距，收入预计已经接近少女针的80%（2023年公司凝胶类产品收入11.58亿元，上文我们已测算凝胶类产品中透明质酸类约3亿元

体量，因此判断其中超 8 亿元为濡白天使，欣可丽美学 2023 年收入为 10.51 亿元）。公司在 2023 年中推出了延伸单品如生天使，丰富产品矩阵。长春圣博玛为非上市公司，旗下艾薇岚销售数据未公开，但估测其收入也快速增长。

再生材料类成长速度远超市场预期，若艾薇岚销售额与爱美客、华东医药量级接近，则再生市场规模已约 25-30 亿元。再生材料市场规模高速增长，一方面是透明质酸产品竞争激烈，医美机构寻求利润单品而大力推广；另一方面是寡头竞争格局恰到好处，各家抢占份额快速放量，但竞争格局尚未恶化并无价格战。

现阶段公司在继续扩充现有产品的适应症及产品品类，巩固市场地位、完善产品体系。

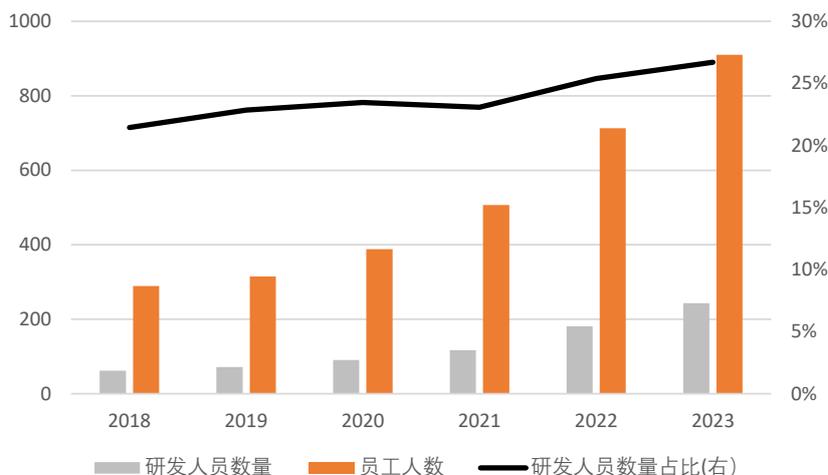
图表 27 公司在研产品管线

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
第二代理植线	丰富产品种类，满足医生临床应用的需要，满足市场需求。	临床试验阶段	临床试验阶段	丰富公司面部埋植线的产品类型，满足日趋细分化、多元化的市场需求，扩大市场份额及营业收入。
医用透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶	增加新填充部位的适应症，满足多元化的市场需求。	临床试验阶段	临床试验阶段	巩固公司在皮肤填充剂市场的地位，满足多元化的市场需求，提升品牌影响力和核心竞争力，扩大市场份额及营业收入。
医用含聚乙烯醇凝胶微球的修饰透明质酸钠凝胶	增加面部填充适应症，巩固公司在皮肤填充剂市场的地位，提供利润新增长点。	注册申报阶段	注册申报阶段	巩固公司在皮肤填充剂市场的地位，满足日趋细分化、多元化的市场需求，提升品牌影响力和核心竞争力，扩大市场份额及营业收入。
注射用透明质酸酶	透明质酸酶在眼科手术、药物扩散、关节炎方面有应用，有助于扩大公司的产品线。	临床前在研阶段	临床前在研阶段	增加公司产品管线，完善公司透质类相关产品体系，提升公司核心竞争力。
注射用 A 型肉毒毒素	加强产品协同效应，完善公司产品线。	审评阶段	审评阶段	丰富公司产品类型，与公司现有产品相互协同，满足日益多元化的市场需求，提升品牌影响力和核心竞争力。
利多卡因丁卡因乳膏	本产品主要应用于成人浅层皮肤手术前对完整皮肤的局部麻醉，提高客户消费体验。	临床试验阶段	临床试验阶段	优化公司现有产品结构，与现有产品形成良好的协同。
利拉鲁肽注射液	以先进的生物蛋白重组、分离纯化、新药制剂技术为平台，将利拉鲁肽本地化和市场化。	完成 I 期临床试验	完成 I 期临床试验	增加公司产品管线，在体重管理细分领域进行布局。
司美格鲁肽注射液	利拉鲁肽的升级产品，延长代谢周期，降低使用频率，体重管理效果更好，满足市场需求，提高长期竞争力。	临床前在研阶段	临床前在研阶段	作为利拉鲁肽的升级产品，提高公司在体重管理方向的长期竞争力。
去氧胆酸注射液	开拓公司减肥产品市场，增加公司产品的多样性，优化公司产品结构。	临床前在研阶段	临床前在研阶段	增加公司产品管线，优化产品结构。

资料来源：公司 2023 年年报，平安证券研究所 注：淡橙色填充为现有产品的适应症扩充，淡灰色填充为外延项目。

2023 年公司拥有 243 名研发及技术人员（其中硕士学历人员 110 人），占比达到 26.70%，近年来公司研发人员比例持续提升，持续加强研发实力。

图表28 公司研发人员比例持续提升(人, %)



资料来源：公司招股书及年报，平安证券研究所

此外公司也通过并购方式布局差异化产品。2021 年公司使用超募资金 8.56 亿元人民币增资暨收购韩国 Huons BioPharma Co., Ltd. 25.42% 的股权，涉足肉毒毒素领域，近日相关注射用 A 型肉毒毒素产品注册上市许可获药监局受理，处在审评阶段，预计有望于 2025 年获批；在基因重组蛋白药物方向，2022 年公司与北京质肽生物医药科技有限公司签订了司美格鲁肽注射液项目的独家合作协议，目前处于临床前在研阶段，2023 年公司以总金额 5000 万元投资持有其 4.89% 股权；此外 2023 年公司与韩国 Jeisys 签署了《经销协议》，对方授权公司负责其旗下 Density 和 LinearZ（在韩国均已处于商业化阶段）医疗美容治疗设备及配套耗材在中国内地（不含香港、澳门、台湾）的独家推广、分销、销售和相关服务，通过此次合作，公司将实现能量源设备管线的突破。未来产品矩阵丰富，公司收入预计将相对均衡。

### 3.2 直销为主直击需求痛点，全轩学苑深层次运营

根据公司年报，截止 2023 年末公司覆盖国内大约 7000 家医疗美容机构，拥有超过 400 名销售和市场人员；2022 年末则覆盖 5000 家医疗美容机构，拥有超过 300 名销售和市场人员，彼时濡白天使已进入超过 600 家医美机构，授权 700 余名医生。公司销售人员数量和人均销售规模均持续稳中有升。

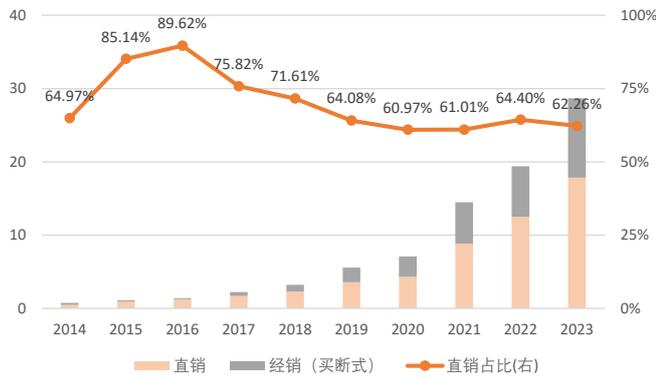
图表29 公司客户情况及销售人员情况(家, 名, 万元)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
期末客户数量/家	907	1185	1503	约 5000	约 5000	约 5000	约 7000
期末销售人员数量/名	84	103	115	160	236	335	449
人均销售规模/万元	265	312	485	443	614	579	639

资料来源：公司年报，平安证券研究所

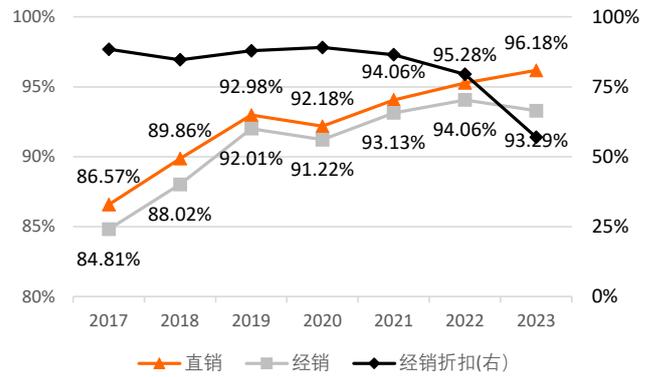
多年来公司坚持直销为主，经销为辅的营销模式，直销占比一直在 6 成以上（在高毛利率产品占比提升，核心单品规模效应显现、单位成本下降，以及新品推广等因素影响下，表观看，经销折扣力度加大，如图表 31）。

图表30 公司直销为主，经销为辅（亿元，%）



资料来源：公司招股书及年报，平安证券研究所

图表31 公司直销与经销毛利率水平（%）



资料来源：公司招股书及年报，平安证券研究所

注：折扣根据经销毛利率和直销毛利率计算。

直销为主的模式下，公司一方面通过与医美机构直接深入的交流，更容易获得医生和消费者的反馈、建议，从而指导公司针对消费者及医生痛点开发与升级产品；另一方面公司也能够将产品定位、推广策略精准传达给合作机构，向其提供营销指导与建议，与客户机构建立深度合作，建立良性合作关系。同时直销模式下公司能够深度参与客户关系管理、提升客户服务质量和敏捷性，把握住优质客户资源。经销模式主要用于拓展公司销售团队无法直接覆盖的医疗机构，有利于迅速拓展业务、提高市占率。

互联网特别是移动互联网环境下，信息流通非常迅速，同类、同适应症产品极难避免价格战。未来我国医美产品供给也将越来越丰富，找到潜在成长期的适应症并辅以优质的运营，才是产品得以放量的关键；单一产品较难满足消费者多样的需求，而且随着竞品获批、消费者“喜新厌旧”、机构对利润追求下推新诉求强烈，医美企业形成产品矩阵并加以差异化运营（部分产品引流，部分产品作为盈利产品），才能避免与同类产品的同质化价格竞争。

同时，医美行业医生培育周期长（通常需要5-8年）、医美产品与医生和机构建立信任的时间也长。头部医美供应商建立教育培训学院，帮助行业培养人才的同时更好地传递自身产品理念、操作手法和运营思路，加强与医生、运营人才、消费者的链接，进行深层次运营，是应对竞争良方。

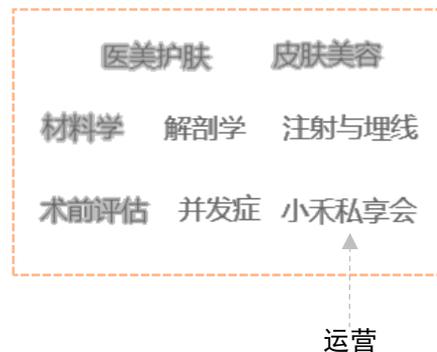
公司搭建了服务医生群体和机构的“全轩学苑”，第一届线下研讨于2018年召开，目前已召开四届；2020年公司开始通过线上全轩课堂为医生提供线上技术培训，课程涵盖范围广泛。根据公司年报，2022年全轩学苑组织各级线下学术会议350场，2023年公司组织学术培训与会议共计1753场（线上337场，线下1416场），通过与下游医疗机构加强临床的沟通协作，创新术式开发，推动联合医疗，打造整体解决方案，不仅进一步扩大了公司品牌影响力，也推动行业提升专业化程度。

图表32 全轩学苑线下研讨



资料来源：公司官网，平安证券研究所

图表33 全轩学苑线上平台-全轩课堂



资料来源：全轩学苑小程序，平安证券研究所

### 3.3 多维度激励，激发员工积极性

2014年公司设立丹瑞投资，合伙人为简军和石毅峰，各出资50%；2015年公司设立了知行军（2023年名称变更为知信君行）和客至上两个员工持股平台，有限合伙人均为公司高级管理人员、销售骨干、技术骨干人员和部分入职年限较长的员工。2023年公司推出限制性股票激励计划，首次授予141人（包含董事、高管、中层管理人员及核心技术/业务人员）、预留授予4人（为中层管理人员及技术/业务人员），合计授予了35.06万股限制性股票。2023年公司已完成第一期考核目标。

图表34 公司2023年股权激励业绩考核指标

归属期	考核年度	业绩考核目标
首次授予部分第一个归属期	2023年	公司需满足下列两个条件之一：1、以2022年营业收入为基数，2023年营业收入增长率不低于45%；2、以2022年净利润为基数，2023年净利润增长率不低于40%。 对应收入为28.1亿，扣非归母净利润为16.8亿。 <b>实际完成28.7亿收入，扣非归母净利润为18.3亿。</b>
首次授予部分第二个归属期	2024年	公司需满足下列两个条件之一：1、以2022年营业收入为基数，2024年营业收入增长率不低于103%；2、以2022年净利润为基数，2024年净利润增长率不低于89%。 对应收入为39.4亿，扣非归母净利润约22.6亿。
首次授予部分第三个归属期	2025年	公司需满足下列两个条件之一：1、以2022年营业收入为基数，2025年营业收入增长率不低于174%；2、以2022年净利润为基数，2025年净利润增长率不低于146%。 对应收入为53.1亿元，归母净利润约29.5亿元。

资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：上述“营业收入”以经审计的合并财务报表所载数据为计算依据；“净利润”指经审计的扣除非经常损益后归属于母公司股东的净利润，且剔除本次及其他激励计划或员工持股计划（如有）股份支付费用的影响。

此外2023年6月12日公司公告回购股份，用于实施股权激励或员工持股计划。截止2023-12-7日该回购方案已实施完毕，公司合计回购公司股份116.59万股，成交总金额为4.0亿元（达到计划回购金额2-4亿元的上限）。

## 四、投资建议

我们以公司披露口径的溶液类和凝胶类产品进行拆分，考虑凝胶类业务在濡白天使及如生天使带动下继续较高速增长，溶液类产品则继续平稳增长，此外考虑2025年肉毒素预计能够上市销售（目前处在注册申报阶段），其他业务除存量产品外还有配套医美的术后修复产品（公司于2023年11月发布了爱美源术后修复、嗨体熊猫护肤、嗨体护肤等几条护肤+II类医疗器械产品线）。

图表35 公司收入拆分及费用预测情况（亿元，%）

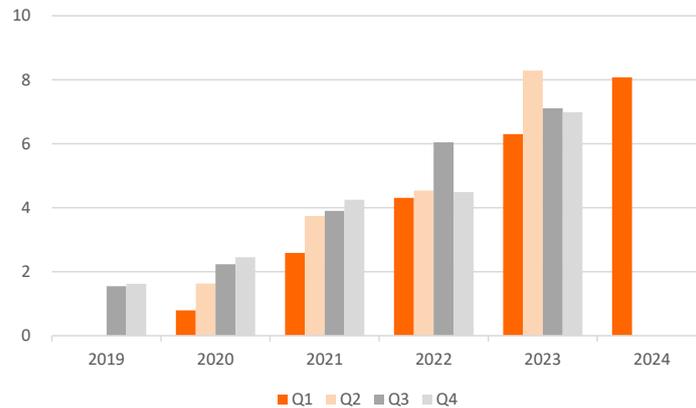
	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总收入	7.09	14.48	19.39	28.69	36.72	48.50	59.91
yoy		104.13%	33.91%	47.99%	27.96%	32.08%	23.52%
凝胶类	2.52	3.85	6.38	11.58	16.06	21.24	25.74
yoy		52.80%	65.61%	81.43%	38.68%	32.30%	21.19%
溶液类	4.47	10.46	12.93	16.71	20.05	24.46	28.12
yoy		82.85%	133.84%	23.57%	29.22%	20.00%	15.00%
肉毒素						2	5
yoy							150.00%
其他	0.10	0.16	0.08	0.41	0.62	0.80	1.04

销售费用	0.71	1.56	1.63	2.60	3.56	4.85	6.17
管理费用	0.44	0.65	1.25	1.44	2.11	3.27	3.87
研发费用	0.62	1.02	1.73	2.50	3.40	4.10	5.00
销售费用率	10.00%	10.81%	8.39%	9.07%	9.70%	10.00%	10.30%
【管理+研发】费用率	14.85%	11.54%	15.40%	13.75%	15.00%	15.20%	14.80%

资料来源：公司年报，平安证券研究所

20年来公司敏锐地洞察市场需求、以前瞻的眼光判断市场趋势并开发和迭代产品。上市以来公司精雕细琢的多款产品为国内同款首创，当同类竞品密集获批时，公司又推出“接棒”产品贡献新的增长驱动力，如此公司也能保持高利润率水平。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为23.0、29.8、36.1亿元，对应当前市值（2024-7-4）分别约21.1、16.2和13.4倍PE。当前宏观环境对包含医美在内的可选消费行业有所影响，而且疫情期间公司季度间业绩受到较大扰动，同比增速也波动明显，2023Q2经营有较高基数（单季度收入8.29亿元，占比2023年28.89%。2024Q1为8.08亿元），因此中短期股价表现受影响。公司目前估值水平处在历史低位区间，预计2025年公司将有新产品获批上市（目前处在注册申报阶段的宝尼达颈部适应症和处在审评阶段的肉毒毒素产品），结合当前估值水平及市场环境情况，首次覆盖给予“推荐”评级。

图表36 疫情期间公司季度业绩波动较大（亿元）



资料来源：公司季报，平安证券研究所

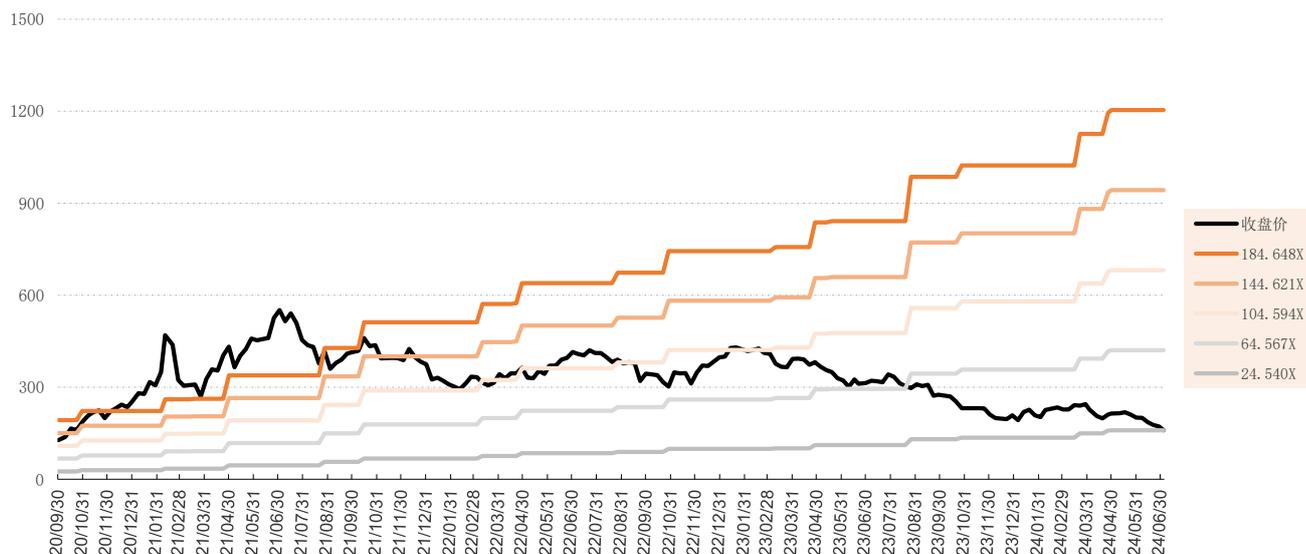
图表37 可比公司估值比较

代码	可比公司	市值(亿元)	2023 净利润(亿元)	2024 净利润预期(亿元)	2024 净利润预期增速	PE-2024E	PE-2025E	PE-2026E
300957.SZ	贝泰妮	190	7.57	10.73	41.75%	17.73	14.35	12.02
688363.SH	华熙生物	281	5.93	8.33	40.53%	33.79	27.17	22.56
603605.SH	珀莱雅	400	11.94	15.17	27.07%	26.34	21.63	17.94
2367.HK	巨子生物	445	14.52	17.95	23.64%	24.79	19.57	15.85
可比公司平均		-	-	-	-	25.66	20.68	17.09
300896.SZ	爱美客	484	18.58	22.97	23.60%	21.07	16.25	13.42

资料来源：公司公告，Wind，平安证券研究所

注：市值指标更新至20240704。除珀莱雅（已覆盖）和爱美客外，可比公司净利润预期来自wind一致预测。

图表38 公司 PE-band (元)



资料来源：wind，平安证券研究所 注：数据更新至 20240704。

## 五、风险提示

### 1.宏观经济波动。

宏观经济对医美在内的可选消费有一定影响，若经济环境波动则影响消费意愿，进而进一步对公司业绩造成不利影响。

### 2.医美监管及政策扰动。

我国医美行业目前仍未成熟，医美监管处于不断完善过程中，各地政策也在逐步释放和调整，可能对公司短期经营带来扰动。

### 3.新品获批情况不及预期。

医美产品获批情况存在不确定性，如临床结果不及预期、材料不完备需发补等，则新品节奏可能不及预期，甚至项目失败。

### 4.市场环境变化，公司决策失误，新产品推广及运营不及预期。

医美产品前期储备时间长，非常考验对市场的前瞻洞察和运营能力，如市场环境发生变化，或公司决策、判断失误，新产品不一定能如期贡献增长驱动力，并购或投资项目可能产生较大商誉减值。

## 资产负债表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	4,251	5,559	7,325	9,479
现金	2,434	3,975	5,549	7,506
应收票据及应收账款	206	251	332	410
其他应收款	12	16	21	26
预付账款	33	40	53	65
存货	50	54	76	109
其他流动资产	1,516	1,222	1,293	1,362
<b>非流动资产</b>	2,601	2,588	2,549	2,499
长期投资	951	951	951	951
固定资产	267	247	237	229
无形资产	115	96	77	57
其他非流动资产	1,268	1,295	1,285	1,262
<b>资产总计</b>	<b>6,852</b>	<b>8,147</b>	<b>9,874</b>	<b>11,978</b>
<b>流动负债</b>	298	403	588	824
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	45	41	61	87
其他流动负债	253	362	527	736
<b>非流动负债</b>	70	62	52	41
长期借款	37	30	20	9
其他非流动负债	32	32	32	32
<b>负债合计</b>	367	465	640	865
少数股东权益	137	138	138	139
股本	216	302	302	302
资本公积	3,459	3,373	3,373	3,373
留存收益	2,672	3,869	5,420	7,298
<b>归属母公司股东权益</b>	6,348	7,544	9,095	10,973
<b>负债和股东权益</b>	<b>6,852</b>	<b>8,147</b>	<b>9,874</b>	<b>11,978</b>

## 现金流量表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,954</b>	<b>2,406</b>	<b>2,929</b>	<b>3,578</b>
净利润	1,855	2,298	2,979	3,607
折旧摊销	53	83	89	80
财务费用	-54	-62	-70	-97
投资损失	-40	-30	-40	-30
营运资金变动	33	135	-7	39
其他经营现金流	108	-17	-22	-20
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,279</b>	<b>181</b>	<b>12</b>	<b>20</b>
资本支出	72	70	50	30
长期投资	-1,243	0	0	0
其他投资现金流	-108	111	-38	-10
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-1,380</b>	<b>-1,046</b>	<b>-1,367</b>	<b>-1,641</b>
短期借款	0	0	0	0
长期借款	-11	-7	-10	-11
其他筹资现金流	-1,369	-1,038	-1,357	-1,631
<b>现金净增加额</b>	<b>-706</b>	<b>1,541</b>	<b>1,574</b>	<b>1,957</b>

## 利润表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	2,869	3,672	4,850	5,991
营业成本	141	188	279	398
税金及附加	15	20	27	33
营业费用	260	356	485	617
管理费用	144	211	327	387
研发费用	250	340	410	500
财务费用	-54	-62	-70	-97
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	-5	-6	-8	-9
其他收益	26	30	40	35
公允价值变动收益	-16	30	40	35
投资净收益	40	30	40	30
资产处置收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	2,158	2,703	3,504	4,243
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	4	0	0	0
<b>利润总额</b>	2,156	2,703	3,504	4,243
所得税	301	405	526	637
<b>净利润</b>	1,855	2,298	2,979	3,607
少数股东损益	-4	1	1	1
<b>归属母公司净利润</b>	1,858	2,297	2,978	3,606
EBITDA	2,154	2,723	3,524	4,226
EPS (元)	6.14	7.59	9.85	11.92

## 主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	48.0	28.0	32.1	23.5
营业利润(%)	45.0	25.2	29.7	21.1
归属于母公司净利润(%)	47.1	23.6	29.7	21.1
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	95.1	94.9	94.2	93.3
净利率(%)	64.8	62.6	61.4	60.2
ROE(%)	29.3	30.4	32.7	32.9
ROIC(%)	97.6	98.1	131.4	153.2
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	5.4	5.7	6.5	7.2
净负债比率(%)	-37.0	-51.4	-59.9	-67.5
流动比率	14.3	13.8	12.5	11.5
速动比率	13.0	13.0	11.7	10.9
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	13.9	14.6	14.6	14.6
应付账款周转率	3.1	4.6	4.6	4.6
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	6.14	7.59	9.85	11.92
每股经营现金流(最新摊薄)	6.46	7.96	9.68	11.83
每股净资产(最新摊薄)	20.99	24.94	30.07	36.28
<b>估值比率</b>				
P/E	26.0	21.1	16.2	13.4
P/B	7.6	6.4	5.3	4.4

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20%以上）  
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10%至 20%之间）  
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）  
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5%以上）  
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）  
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融  
融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号  
楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层