

强于大市

公司名称	股票代码	股价	评级
锦波生物	832982.BJ	人民币 150.10	买入
华东医药	000963.SZ	人民币 28.10	买入
江苏吴中	600200.SH	人民币 9.22	买入

资料来源: Wind, 中银证券

以 2024 年 7 月 1 日当地货币收市价为标准

医美行业报告

上游厂商景气度持续, 打开“外卷”空间

投资者对于医美市场前景的担心主要在两个方面: 医美行业的景气度如何? 医美产品是否会陷入低价竞争的“内卷”局面? 我们认为: 1、首先, 头部公司的业绩仍然在保持较好的增长, 产品均价并没有表现出降价压力, 不断丰富产品矩阵有望在未来带来增长; 2、中国医美的渗透率仍然低于海外, 医美市场仍然处于增长期; 3、医美细分市场依然在扩容, 且新兴领域存在“外卷”的空间。

支撑评级的要点

- 医美上游企业产业链中话语权较强, 业绩保持稳健增长。从业绩方面看, 中国医美上游厂商在 2023 年表现出高景气度的增长, 且景气度持续至 2024 年一季度。医美上游厂商的毛利率和利润水平表现也比较稳健, 产品出厂价并未表现出明显的压力。医美行业上游的集中度远高于下游, 下游机构面向上游厂商很难有很大的议价权, 下游的竞争“引流”给下游带来的利润贡献较低, 但是可以帮助上游的产品实现快速放量。此外, 伴随着消费者的认知越来越成熟, 医美产品自身的品质在决策过程中的重要性越来越高, 下游机构对于产品的依赖也在提高。
- 中国医美的渗透率相比海外仍然存在差距, 市场仍然处于成长期。从全球医美市场来看, 在医美比较成熟的地区医美市场也保持着稳健的增长。而中国的医美行业仍然处于成长期, 距离“成熟阶段”还有一定距离。根据艾尔建和德勤《中国医美行业 2023 年度洞悉报告》, 中国医美预期在 2023 年-2027 年期间保持 15% 的高速增长, 而注射类医美市场和光电类项目市场预期在 2023 年-2027 年之间保持 20%-30% 的增长。
- 医美行业各细分赛道均存在增长潜力, 新兴领域存在“外卷”空间。透明质酸注射产品相对成熟, 常被下游机构作为引流项目, 有望伴随着医美机构的获客实现快速放量。此外, 透明质酸注射的应用广泛, 潜在的市场空间较大, 并且对于各厂商也存在差异化竞争的空间。中国透明质酸的高端市场在很长一段时间被进口产品占据, 但是中国厂商通过产品升级和差异化的方式有望逐步获取高端市场份额。再生类医美市场在中国的发展方兴未艾, 再生类医美注射产品相较于可持续时间更长、效果更加自然, 且由于门槛较高往往面向高端市场。目前, 中国获批的再生类医美产品较少, 且上市时间较短, 仍然存在增长空间。胶原蛋白注射市场中仍然存在蓝海空间, 目前获批产品以动物源为主。重组胶原蛋白注射产品相较动物源产品优势较为明显, 且工艺门槛和价格都比较高, 获批的重组胶原注射产品存在稀缺性。

投资建议

- 推荐标的: 江苏吴中、锦波生物、华东医药

评级面临的主要风险

- 竞争加剧风险、经济波动带来消费压力风险、监管政策变动风险。

相关研究报告

《医药生物板块 2023 年年报及 2024 年一季度总结》20240506

《医药生物行业点评》20240329

《医药生物板块双周报》20240128

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物

证券分析师: 梁端玉

duanyu.liang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300523090003

证券分析师: 刘恩阳

enyang.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300523090004

目录

医美上游公司景气度持续	5
1.1 医美上游公司业绩增长景气度持续至 2024 年	5
1.2 上游医美公司目前并未出现利润端压力	5
1.3 医美上游厂商在产业链中话语权	7
中国医美市场仍然处于成长期	9
2.1 全球成熟医美市场项目量仍然在增长	9
2.2 中国医美的成熟度仍然远低于海外	10
2.3 中国医美市场仍然存在扩容空间	11
中国医美市场细分赛道均存在增长潜力	14
3.1 透明质酸注射产品作为基础品类有望持续放量	14
3.2 肉毒素注射市场仍存在扩容空间	17
3.3 再生类医美市场方兴未艾	19
3.4 胶原蛋白注射市场存在蓝海空间	22
风险提示	24
锦波生物	25
华东医药	34
江苏吴中	36

图表目录

图表 1. 医美上游公司业绩情况（单位：百万元）	5
图表 2. 医美上游公司毛利率及费用率情况	6
图表 3. 医美注射产品销售及均价	6
图表 4. 医美产业链示意图	7
图表 5. 传统医美信息流通方向	8
图表 6. 新兴医美信息流通方向	8
图表 7. 全球医美项目数量（次）	9
图表 8. 全球医美细分项目数量（次）	9
图表 9. 美国 2021-2022 年医美项目数量（次）	9
图表 10. 日本 2021-2022 年医美项目数量（次）	9
图表 11. 2019 年全球医美可触达市场渗透率情况（市场渗透率按照可触达人群的当前需求和潜在市场需求计算）	10
图表 12. 2019 年-2020 年全球各国每千人医美次数（次）	11
图表 13. 2020 年中国医美消费者年龄分布	11
图表 14. 2020 年中国各年龄段医美渗透率	11
图表 15. 中国医美市场规模（单位：亿元）	12
图表 16. 中国非手术医美市场规模（单位：亿元）	13
图表 17. 2022 年医美消费者项目统计	14
图表 18. 透明质酸注射位置	15
图表 19. 2021 年透明质酸项目需求占比	15
图表 20. 2022 年透明质酸项目需求占比	15
图表 21. 主要透明质酸注射厂商、产品及适应症情况	16
图表 22. 中国透明质酸市场规模（亿元）	16
图表 23. 2017 年&2020 年各透明质酸厂商市场份额	17
图表 24. 肉毒素在医美领域的应用	18
图表 25. 肉毒素注射市场规模（十亿人民币）	18
图表 26. 肉毒素注射次数（百万次）	18
图表 27. 中国已上市肉毒素产品情况（截至 2024 年 4 月）	19
图表 28. 目前处于注册申报阶段肉毒素管线（截至 2024 年 4 月）	19
图表 29. 目前处于临床 III 期的肉毒素产品（截至 2024 年 4 月）	19
图表 30. 再生类医美作用过程	20
图表 31. 中国基于聚左旋乳酸的皮肤填充剂产品市场规模（单位：亿元）	21
图表 32. 全球主流再生类医美产品情况	21
图表 33. 中国内地已上市再生类医美产品情况	21
图表 34. 中国胶原蛋白产品市场规模（十亿元）	22
图表 35. 中国已上市胶原蛋白医美注射填充类产品	23

图表 36. 锦波生物主要业务及产品代表.....	26
图表 37. 皮肤中的胶原蛋白示意图.....	26
图表 38. 胶原蛋白应用领域.....	26
图表 39. 锦波生物 2022 年主要重组胶原蛋白产品占比.....	27
图表 40. 锦波生物主要重组胶原蛋白产品.....	27
图表 41. 2020-2024Q1 锦波生物营业收入	27
（单位：百万元）	27
图表 42. 2020-2024Q1 锦波生物归母净利润	27
（单位：百万元）	27
图表 43. 2020-2024Q1 锦波生物毛利及毛利率情况	28
（单位：百万元）	28
图表 44. 2020-2024Q1 锦波生物费用及费用率情况	28
（单位：百万元）	28
图表 45. 锦波生物研发费用及研发率情况（单位：百万元）	28
图表 46. III 型胶原蛋白示意图	29
图表 47. 锦波生物重组 III 型人源化胶原蛋白 164.88° 三螺旋结构示意图.....	29
图表 48. 锦波生物原料业务业绩情况（单位：百万元）	30
图表 49. 欧莱雅小蜜罐 2.0	30
图表 50. 薇旖美销售量（万支）	30
图表 51. 锦波生物医疗器械业务毛利及营业成本情况（单位：百万元）	30
图表 52. 盈利预期.....	31
图表 53. 盈利预期及可比公司估值.....	32

医美上游公司景气度持续

1.1 医美上游公司业绩增长景气度持续至 2024 年

从业绩表现来看，中国医美产业链上游公司在 2023 年表现出高景气度的增长。2023 年中国医美行业的需求一部分来源于 2023 年疫后消费修复，2022 年线下医美诊所的经营受到了一定影响，积压的需求延续至 2023 年兑现。

2023 年爱美客的营业收入和归母净利润增速均超过了 47%。锦波生物公司规模较小，2023 年营业收入增速高达 100%，归母净利润同比增长 175%，实现翻倍增长。华熙生物虽然整体受到功能性护肤品业务收入负增长的影响，但是 2023 年公司皮肤类医疗产品业务的营业收入增速仍然达到了 60%。华东医药在 2023 年医美业务收入增长达到了 28%，而在国内医美业务的增速高达 68%，保持强劲增长。

从业绩来看，医美行业的景气度在 2024 年一季度仍然在持续。2023 年一季度是疫情后放开的一个季度，2022 年积压的需求在 2023 年一季度集中释放，一定程度上带来了高基数压力。然而头部公司在高基数的基础上仍然保持增长。

爱美客 2024Q1 的营业收入和归母净利润增速均在 25% 以上，锦波生物 2024Q1 的营业收入仍然保持 76% 的同比增长而归母净利润同比增速高达 136%。华东医药的全球医美业务收入在 2024Q1 同比增长 25%，国内医美全资子公司欣可丽美学收入同比增长 22%——2024 年是华东医药医美主要产品 Ellansé 少女针在中国内地上市的第 4 年，2024Q1 国内医美业务仍然维持增长趋势，收入环比增长超过了 10%。

图表 1. 医美上游公司业绩情况（单位：百万元）

公司名称	营业收入			归母净利润			医美相关 业务收入	医美相关 业务毛利
	2022	2023	2024Q1	2022	2023	2024Q1	2023	2023
爱美客	1,939	2,869	808	1,264	1,858	527	-	-
同比增速(%)	34	48	28	32	47	27	-	-
华熙生物	6,359	6,076	1,361	971	593	243	747	-
同比增速(%)	29	(4)	4	24	(39)	21	60	-
昊海生科	2,130	2,654	646	180	416	98	1,057	819
同比增速(%)	21	25	6	(49)	131	20	41	50
华东医药	37,715	40,624	10,411	2,499	2,839	862	2,447	-
同比增速(%)	9	8	3	9	14	14	28	-
锦波生物	390	780	226	109	300	101	-	-
同比增速(%)	67	100	76	90	175	136	-	-

资料来源：iFind，公司年报及一季报，中银证券

1.2 上游医美公司目前并未出现利润端压力

1.2.1 医美上游公司毛利率及销售费用率保持平稳

投资者对于医美行业的一个担忧在于，面临消费压力和行业竞争的加剧，医美公司是否会陷入低价竞争或者需要加大销售相关活动的支出，从而造成毛利率和净利率的下降。从上游医美公司的业绩表现来看，毛利率仍然保持在较高的水平，而销售费用率也保持稳定。

爱美客 2024Q1 毛利率为 95%，与上年同期持平，销售费用率为 8%，与上年相比下降了 2pct。锦波生物的毛利率呈上升趋势，销售费用率持续优化：公司 2024Q1 毛利率高达 92%，同比增长 2pct，2024Q1 销售费用率与上年同期持平。

华熙生物公司的整体毛利率在 2023 年下降了 4 个百分点，主要为公司原料业务和功能性护肤品业务的毛利率下降所致。公司医疗终端产品业务在 2023 年的毛利率为 82%，同比增长 1pct，仍然保持在较高水平。昊海生科 2023 年的毛利率与 2022 年相比有所上升，医美与创面处理产品的毛利率达到 77%，同比提高 4pct。

图表 2. 医美上游公司毛利率及费用率情况

公司名称	毛利率(%)				销售费用率(%)			
	2022	2023	2023Q1	2024Q1	2022	2023	2023Q1	2024Q1
爱美客	95	95	95	95	8	9	10	8
华熙生物	77	73	74	76	48	47	46	36
昊海生科	69	71	71	69	32	31	33	31
华东医药	32	32	33	32	17	16	16	15
锦波生物	85	90	90	92	27	21	24	24

资料来源: iFind, 中银证券

1.2.2 产品均价存在下降情况，但是影响相对有限

玻尿酸注射产品上市时间较长，在医美行业中较为成熟——一方面在国内获批的进口和国产产品都比较多，尤其是中低端的产品种类较多；另一方面，玻尿酸注射经验和案例都比较丰富，应用领域也很广泛，医美机构常常将玻尿酸注射作为机构“引流”的项目，而机构引流项目的消费者终端价一般比较低，且低价竞争现象普遍。

从中国医美上游厂商的业绩表现来看：医美行业中比较基础的透明质酸产品确实受到了一定的价格下行压力，但是均价的降幅相对有限。

从昊海生科的玻尿酸产品来看，公司玻尿酸的出厂均价保持在 240 元/支到 265/支之间，2023 年的均价低于 2021 年，但是相比 2022 年表现出 4% 的回升。而在均价相对稳定的情况下，公司玻尿酸也表现出了销售量的强劲增长，2023 年实现 238 万支的销售，同比增长 88%。

爱美客的溶液类注射产品的均价在 2022 年-2023 年由 374 元/支下降至 325 元/支，降幅 13%。公司溶液类注射产品以“嗨体”为主，均价受到了下游竞争的一定影响，但是产品销售量的增长远超过均价降幅。公司 2023 年溶液类注射产品的销售量同比增长了 49%，营业收入同比增长 29%。

爱美客的凝胶类注射产品均价则在 2021 年-2023 年之间有所提升，由 545 元/支提升至 1150 元/支。公司高端“玻尿酸+再生”产品濡白天使在 2023 年延续了良好的增长势头，高端产品的销售放量拉高了凝胶类产品的均价。公司 2023 年凝胶类注射产品销售量同比增长 36%，凝胶类注射产品收入同比增长 81%。

图表 3. 医美注射产品销售及均价

公司名称	2021	2022	2023
昊海生科			
玻尿酸			
营业收入（百万元）	241	308	602
销售量（万支）	91	127	238
平均价格（元）	265	243	253
爱美客			
溶液类注射产品			
营业收入（百万元）	1,046	1,293	1,671
销售量（万支）	272	345	514
平均价格（元）	384	374	325
凝胶类注射产品			
营业收入（百万元）	385	638	1,158
销售量（万支）	71	74	101
平均价格（元）	545	863	1,150

资料来源: 公司年报, 中银证券

从头部医美公司的业绩表现来看，下游的竞争压力对于上游公司的影响有限。第一，医美上游的行业集中度和门槛都高于下游，在产业链中的地位更加强势，因此价格降幅相对有限。第二，产品销售量的增长幅度远超过价格降幅，收入仍然保持高景气度增长。第三，医美上游产品矩阵逐渐丰富，高端产品的推出和放量有望拉高产品均价。

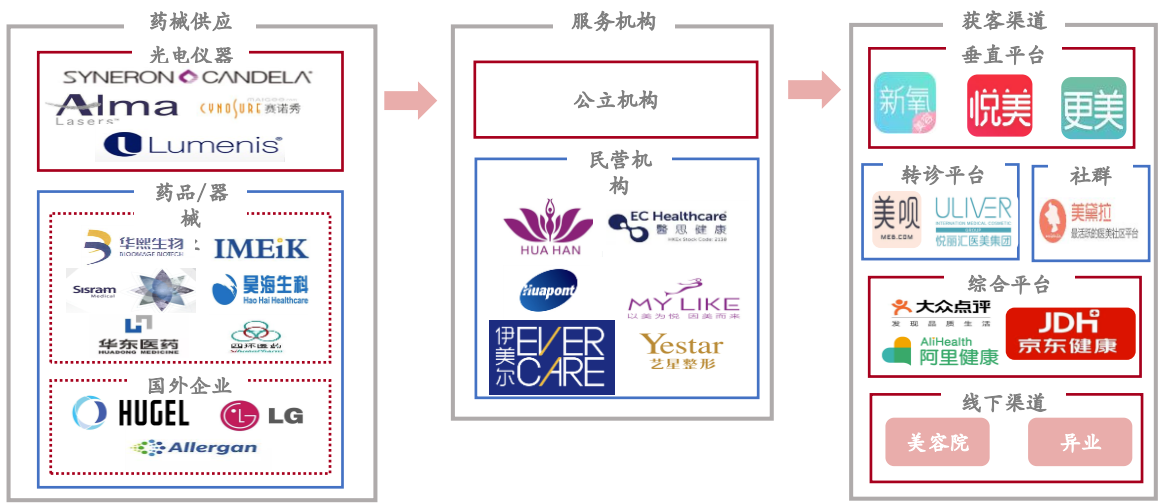
1.3 医美上游厂商在产业链中话语权

1.3.1 医美上游集中度远高于下游

医美上游的进入门槛较高，产品涉及一定的技术问题，且技术好坏在一定程度上会影响产品质量与医美效果的好坏。医美注射产品属于 III 类医疗器械，面临严格的监管，自研和引进产品上市前均需要进行临床试验，需要经过严格的审批才可以上市。

透明质酸注射产品是目前相对成熟的品类，根据观研究天下数据，获批的厂商在 15 家以上，而产品种类在 30 种以上。但是行业集中度仍然远高于下游行业，2020 年前七家厂商的市场占有率总和达到了 79%。而在中国市场已获批的肉毒素和再生类医美产品仍然较少，根据 Frost&Sullivan 数据，肉毒素仅有 5 款产品获批，再生类医美获批的产品仅有 4 种产品获批。

图表 4. 医美产业链示意图



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

医美下游的竞争较为激烈，且同质化严重。根据新氧及前瞻产业研究院数据，2022 年医美下游服务商中 71% 的机构为私人诊所或美容院，15% 的机构为中小型连锁，仅有 6% 为大型连锁。根据艾媒咨询数据，规模较大的头部连锁机构门店数量可以达到 30 家左右，而根据艾尔建&德勤《中国医美行业 2023 年度洞悉报告》，中国医美机构的总数量在 2 万家以上，行业的集中度非常低。因此下游对上游的议价能力较弱，下游项目的价格竞争对上游产品的出厂价影响有限。

1.3.2 下游的获客和利润空间获取均需要依靠上游产品

医美下游机构的获客渠道可分为线下及线上平台，机构均需要付出较高的获客成本。线下的获客主要包括广告推广、线下人员推销及生活美容院导流，广告和线下人员推销均涉及较高的成本，生美机构导流有限且仅有部分医美机构同时设立生活美容部门。线上的医美垂直平台或综合平台借助互联网流量可以进行大范围推广，机构需要向线上平台支付相应的引流费用。

医美机构除了依靠线上线下推广进行获客，也会通过“低价项目”进行获客。玻尿酸注射的难度相对较低，且透明质酸的中低端产品种类比较丰富，因此常常需要被作为低价引流的项目。

低价引流项目通过价格竞争的方式进行客户获取，为下游医美机构带来的利润较低，主要目的在于获取客流。在获取客流后，医美机构通过服务或者自己的销售人员留住消费者，将消费者引向利润更高的项目。

医美机构推广低价引流项目有望带动平价产品的迅速放量，而医美产品的出厂价受下游影响有限，“引流项目”有望为上游的医美厂商带来收入的增长。

下游机构在获客后，希望将消费者引向具备利润空间更大的项目，以往利润空间大的项目为手术项目。但是，手术项目高度依赖医生的技术和审美，好的技术水平需要医生具备丰富的经验，而好的审美水平也具备很强的稀缺性。因此手术项目很难实现放量，且对于机构来说也存在医生离开机构带走客户的风险。同时，消费者对手术项目的接受门槛远高于非手术项目，因此导流效率有限。

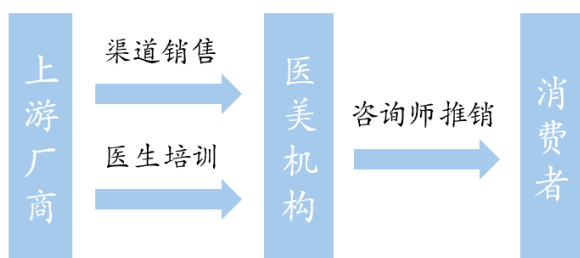
近年，非手术类的高端医美项目逐渐丰富，且非手术类项目会带来后续消费者复购，有望为医美机构带来新的利润空间。反过来讲，医美机构为了获取更高的利润，也有动力向消费者推销高端的注射产品或者光电项目。

医美机构有动力通过向消费者推销高端项目从而获取高额利润，从而带动高端医美设备的采购及高端医美注射产品的放量。

1.3.3 产品在消费者决策中的作用越来越重要

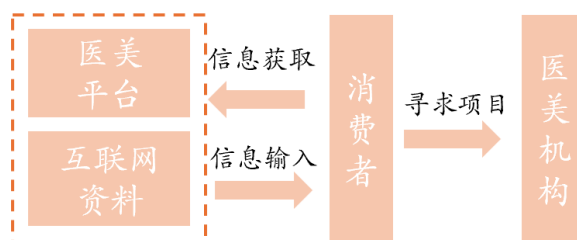
随着医美行业的逐渐成熟，医美消费者对于产品的认知也逐渐成熟，产品自身的品质在消费者的决策中起到越来越重要的作用。

图表 5. 传统医美信息流通方向



资料来源：中银证券

图表 6. 新兴医美信息流通方向



资料来源：中银证券

以往医美行业的信息传递主要由 B 端向 C 端单方面传导，例如消费者从医美机构销售处获得医美项目的建议。因此，传统的医美上游厂商的销售精力往往会放在机构端，或者对医生进行学术推广和培训。

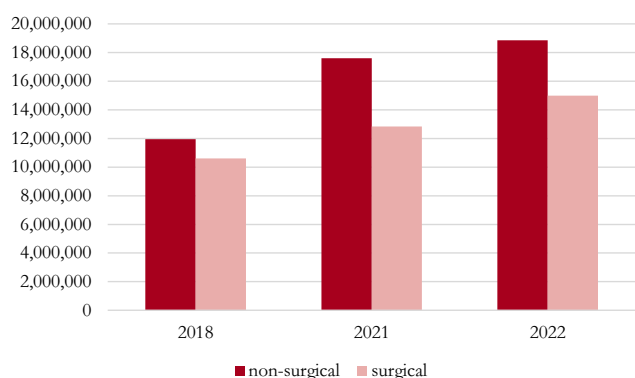
伴随着医美行业的逐渐成熟，医美消费者的知识储备也更加丰富，医美项目的信息资源也越来越丰富。消费者可以主动的获取关于上游产品的信息，寻找相关的案例，甚至寻找相关的学术论文进行研究。因此，消费者对于上游产品了解程度较高，会出现 C 端反向向 B 端寻求“明星产品”项目的情况。

中国医美市场仍然处于成长期

2.1 全球成熟医美市场项目量仍然在增长

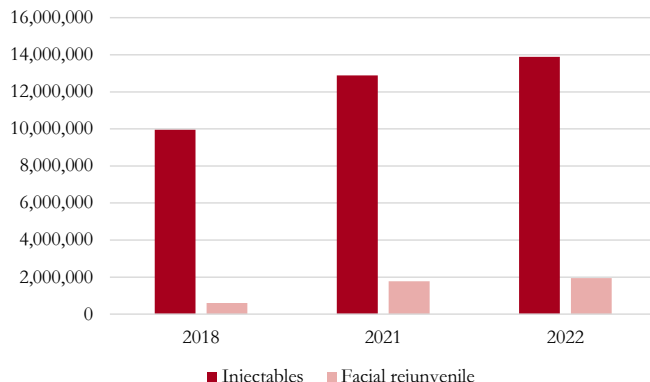
全球医美的频次在 2022 年仍然在持续增长，手术类和非手术类相比上年均有所增长，和 2018 年相比依然保持稳健的增长——根据 ISAPS 统计，全球医美手术项目量在 2022 年同比增长了 17%，自 2018 年以来年均复合增速达到 9%，而非手术项目量在 2022 年同比增长 7%，和 2018 年相比年均复合增速达到 12%。细分项目中，全球注射项目量 2018 年-2022 年年均复合增速达到 9%，而非注射类面部年轻化项目由于基数相对低 2018 年-2022 年年均复合增速达到 34%。

图表 7. 全球医美项目数量（次）



资料来源：ISAPS，中银证券

图表 8. 全球医美细分项目数量（次）



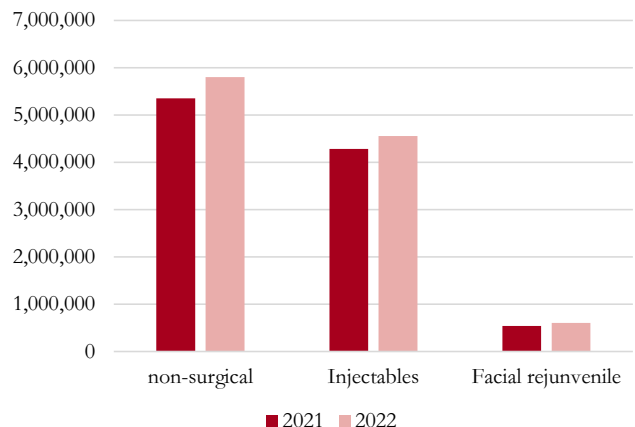
资料来源：ISAPS，中银证券（Injectables 包括透明质酸、肉毒素和草酸钙注射，Facial rejuvenation 包括化学换肤、祛斑和非注射紧肤项目）

全球医美 2022 年的增长一部分来自于新冠疫后消费修复，但是与 2018 年相比手术和非手术项目量仍然表现出稳健的增速。从全球看，发达国家的成熟市场也依然在增长。

美国的医美市场比较成熟，但是根据 ISAPS 统计美国 2022 年非手术类项目量同比增长依然达到 8%，其中注射项目量同比增长 6%，非注射类面部年轻化项目量同比增长 12%。

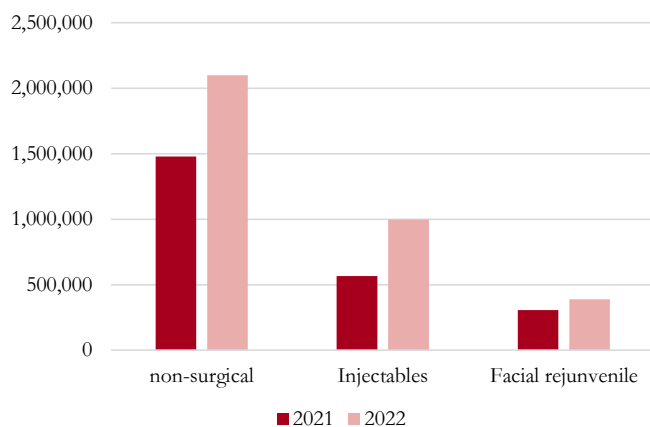
日本在发达国家中人均医美频次处于较低水平，根据艾尔建&德勤《中国医美行业 2023 年度洞悉报告》，日本 2020 年每千人医美次数仅为 26 次。然而随着日本年轻群体对于医美的接受程度提升，日本的医美项目量在 2022 年呈现出大幅增长：根据 ISAPS 数据，日本的非手术类项目量 2022 年同比增长达到 42%，其中注射类项目量同比增长 77%。

图表 9. 美国 2021-2022 年医美项目数量（次）



资料来源：ISAPS，中银证券

图表 10. 日本 2021-2022 年医美项目数量（次）



资料来源：ISAPS，中银证券

2.2 中国医美的成熟度仍然远低于海外

2.2.1 中国医美行业发展方兴未艾

中国医美行业仍然处于稳定发展阶段，在渗透率方面和海外相比仍然较低，与成熟市场相比仍然存在市场扩容的空间。

在 2000 年前，中国社会对于医美的接受度较低，医美行业的主要从业机构为公立医院。行业项目有限，以手术类整形项目为主，目前主流的注射类产品（例如乔雅登、保妥适等）均未获批上市。

2000 年后，民营的医美机构在行业中出现，非手术类项目开始增加，尤其是注射类产品开始应用在医美当中。医美机构主要采用线下推广的渠道进行获客，医美受众相对有限。

2015 年后，消费者对医美的接受度普遍提高，医美项目种类也越来越多样化。民营机构开始成为从业机构的主流，并开始使用互联网生活平台和医美垂直平台进行推广获客，覆盖面更广。医美注射类产品的种类也开始越来越丰富。

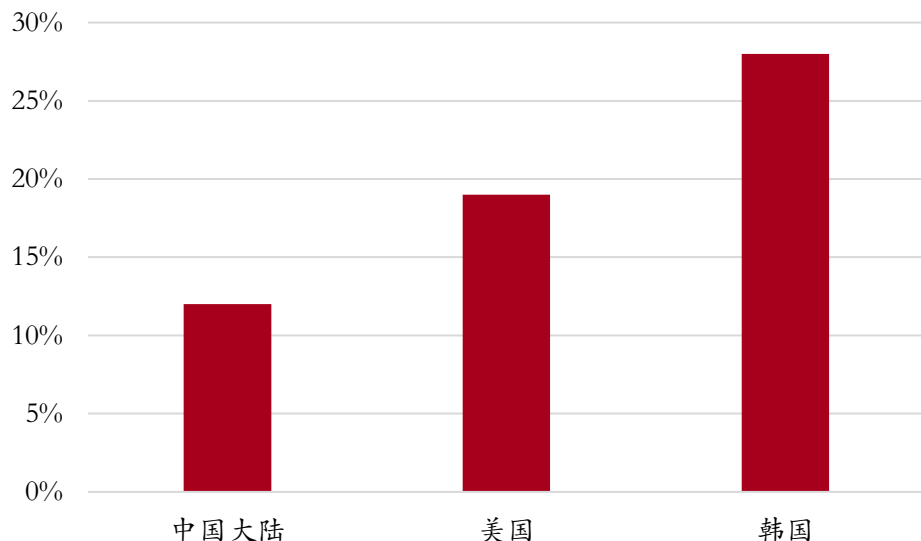
2020 年后，医美行业热度持续提高，但是在 2020 年-2022 年期间受到疫情的冲击。2020 年以后，中国医美项目越来越多样化，例如首款再生类医美产品也在 2021 年获批。消费者对于医美的接受度已经得到了显著提高，关于医美的认知和产品的了解也越来越丰富。此外，社会资本对于医美行业的关注度也有明显提高。

中国医美的发展时间仍然较短，在 2020 年后热度较高的时期又受到了疫情的冲击，线下医美场所的经营受到了较大的影响。中国的医美行业相比海外仍然发展时间较短，新兴产品上市的时间较短，而行业中也仍然存在未满足的需求。例如，海外消费者瘦身塑形的医美需求可以通过注射溶脂针或者超声设备的方式实现，然而中国内地市场至今还没有溶脂针或者溶脂类光电设备获批上市。

2.2.2 中国医美行业渗透率较低

根据德勤及艾尔建《中国医美行业 2023 年度洞悉报告》，2019 年中国大陆医美在可触达人群中的渗透率仅为 12%，而医美在美国的渗透率为 19%，韩国的渗透率为 28%。中国的医美渗透率在可触达的人群中仍然远低于美国和韩国，仍然存在提升空间。

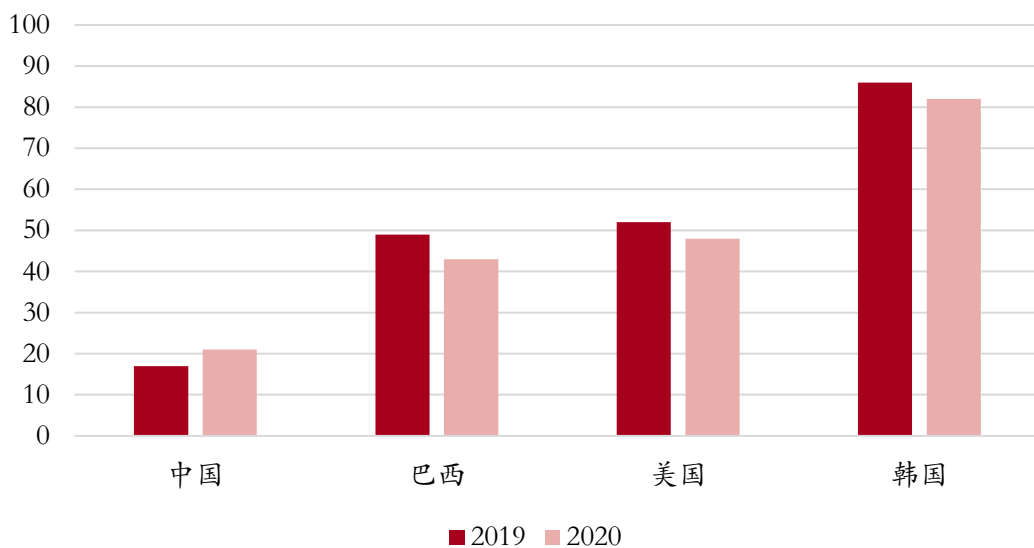
图表 11.2019 年全球医美可触达市场渗透率情况（市场渗透率按照可触达人群的当前需求和潜在市场需求计算）



资料来源：德勤&艾尔建美学《中国医美行业 2023 年度洞悉报告》，中银证券

2020 年中国大陆每千人医美次数为 21 次，虽然与 2019 年相比有所提高，但是相较于海外水平仍然较低。中国大陆 2020 年的每千人医美次数仅为巴西的 1/2 左右，美国的 2/5 左右，为韩国的 1/4 左右。

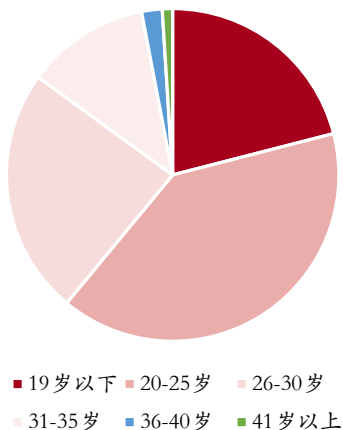
图表 12. 2019 年-2020 年全球各国每千人医美次数（次）



资料来源：德勤&艾尔建美学《中国医美行业 2023 年度洞悉报告》，中银证券

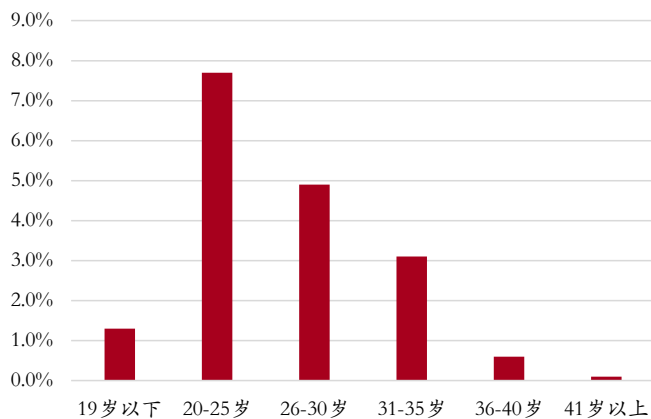
从年龄段来看，医美的消费主力是 20-25 岁群体，25 岁以上群体的渗透率仍然存在提升的空间。根据 Frost&Sullivan 数据，2020 年 60% 以上的医美消费者为 25 岁以下的人群，其中 20-25 岁人群渗透率达 7.7%。根据 Frost&Sullivan 数据，2020 年 26 岁-30 岁人群中医美的渗透率为 4.9% 而 31 岁-35 岁人群中医美渗透率仅为 3.1%，均存在提升的空间。

图表 13. 2020 年中国医美消费者年龄分布



资料来源：Frost&Sullivan，爱美客招股书，中银证券

图表 14. 2020 年中国各年龄段医美渗透率

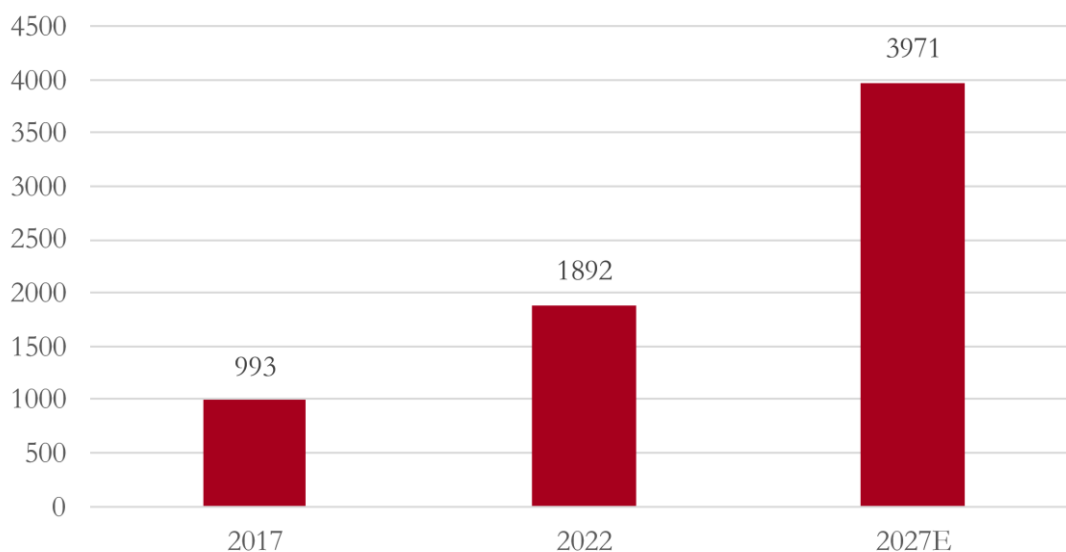


资料来源：Frost&Sullivan，爱美客招股书，中银证券

2.3 中国医美市场仍然存在扩容空间

根据吴海生科年报，2017-2021 年，中国医美市场规模从 993 亿元增长到 1892 亿元，年均复合增长率为 17.5%。根据艾尔建和德勤《中国医美行业 2023 年度洞悉报告》，2022 年医美行业受到疫情的影响与 2021 年市场规模持平，2023 年在疫后消费修复的助力下同比增长可达到 20%，并在 2023 年-2027 年期间保持 15% 的高速增长，预计中国医美市场规模有望在 2027 年达到 3971 亿元。

图表 15. 中国医美市场规模（单位：亿元）



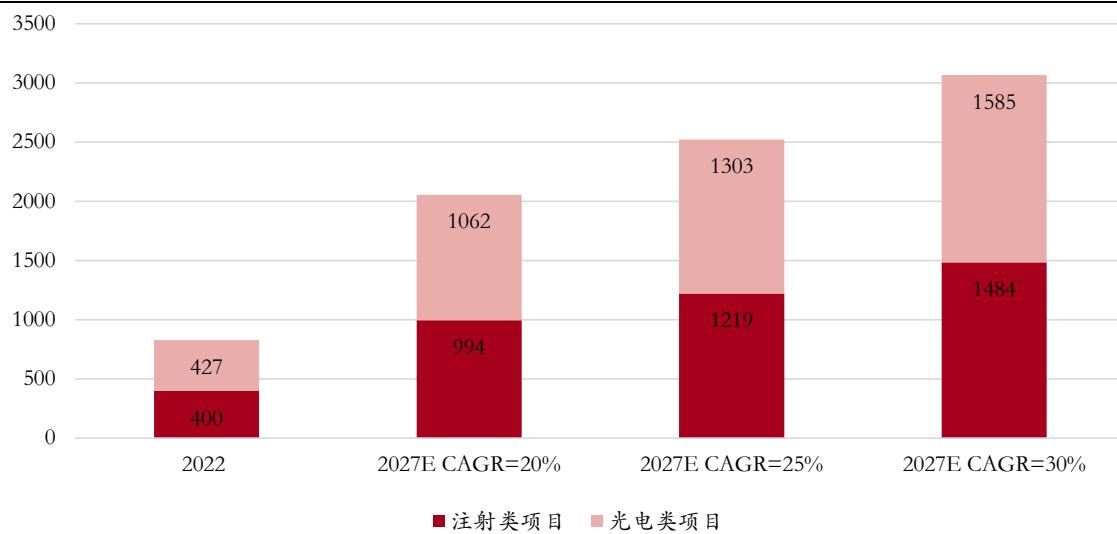
资料来源：昊海生科年报，艾尔建&德勤《中国医美行业 2023 年度洞悉报告》，中银证券

在中国，手术与非手术类项目在医美市场中占比基本持平，2022 年中国医美手术类细分市场占比为 48%，而非手术类市场占比为 52%，非手术类医美行业相较于手术类医美行业更具有增长潜力。第一，非手术类项目的门槛相对于手术类更低，受机构端医生的产能限制较小；第二，非手术类医美更容易比消费者接受，潜在的受众更广泛；第三，非手术类医美相较于大幅容貌改变更注重于状态保持和抗衰老，因此后续往往涉及“复购”。

根据德勤&艾尔建《中国医美行业 2023 年度洞悉报告》，在 2022 年非手术类医美市场中：光电项目占比为 47%，市场规模约为 427 亿元，预期在 2022 年-2027 年保持 20%-30% 的年均复合增速。光电项目的消费者接受门槛较低且对医师的要求较低，有利于下游机构进行引流。光电上游厂商产品的放量需要依靠下游的采购，放量速度要慢于注射产品。光电设备生命周期较长，一般机构会在新开门店的时候进行设备采购，每年也会进行一定的设备更新升级，因此光电类医美上游设备厂商往往需要持续对设备进行更新换代升级。

根据德勤&艾尔建《中国医美行业 2023 年度洞悉报告》，注射类医美项目在 2022 年非手术项目中占比为 44%，市场规模约为 400 亿元人民币。注射项目的效果比较显著，客单价覆盖范围较广。上游注射类医美产品的放量依靠消费者端的消耗，伴随着接受注射项目的消费者人数增加可以实现快速放量。此外，一般注射产品的效果可以持续半年-一年之间，消费者为了保持效果往往需要进行复购。根据德勤&艾尔建《中国医美行业 2023 年度洞悉报告》，注射类医美项目终端市场规模预期在 2022 年-2027 年期间保持 20%-30% 的年均复合增速，在 2027 年市场规模达到 994 亿元人民币。

图表 16. 中国非手术医美市场规模（单位：亿元）



资料来源：吴海生科年报，德勤&艾尔建《中国医美行业 2023 年度洞悉报告》，中银证券

中国医美市场细分赛道均存在增长潜力

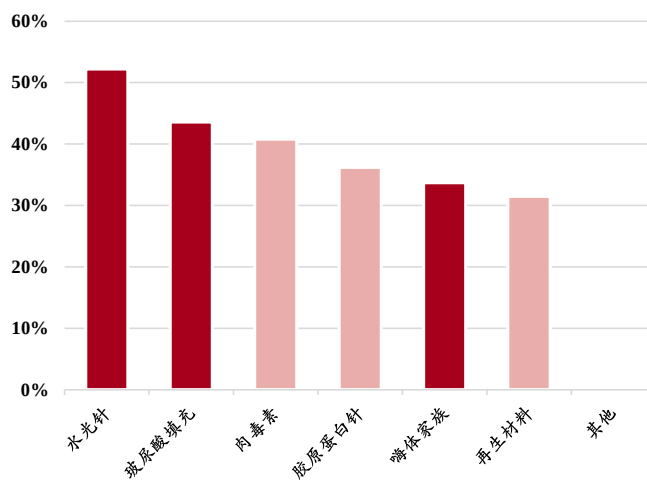
3.1 透明质酸注射产品作为基础品类有望持续放量

3.1.1 透明质酸注射作为基础品类接受度高

透明质酸注射项目相对成熟，在消费者中的接受度比较高。透明质酸注射产品也相对比较成熟，行业内累计的注射经验和案例都比较丰富。在注射产品中，透明质酸的操作门槛相对较低，对于医师的审美和注射手法要求比较低，因此受到产能的限制比较小。从消费者的角度看，透明质酸的认知度也比较高，更加容易接受。

根据艾瑞咨询数据，2022 年 52.2% 的医美消费者中接受过水光针注射，43.6% 的消费者接受过透明质酸填充注射，33.70% 的消费者接受过嗨体家族注射。

图表 17. 2022 年医美消费者项目统计



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

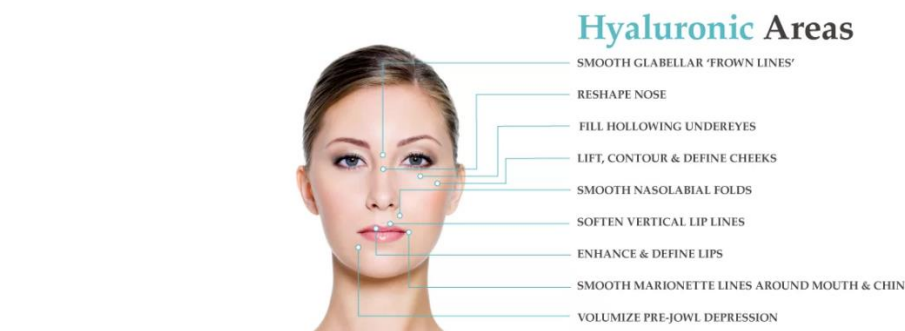
由于产品的接受度较高且注射门槛比较低，透明质酸注射尤其是非交联透明质酸注射常作为医美下游机构的“引流”项目。医美机构以较低的价格吸引消费者，目的是将新客吸引至机构，并在机构内部将消费者导流至利润更高的项目。虽然引流项目对于下游的利润贡献较低，但是由于引流项目的频次较高，往往可以带动透明质酸的上游注射产品迅速放量。

医美熟客对于透明质酸项目往往也需要进行定期的项目复购。非交联的透明质酸分解较快，一般注射 3-4 个月后需要进行重复注射。高交联度的透明质酸一般可持续时间也在半年至一年之间，消费者若想保持填充效果也需要进行定期注射。

3.2.2 透明质酸注射应用广泛，存在差异化竞争的空间

透明质酸的注射产品也相对成熟多样，可应用于多个部位，满足不同的需求。一般透明质酸可分为非交联透明质酸、中度交联透明质酸和高度交联透明质酸：非交联的透明质酸流动性较强且易于分解吸收，一般作为水光类项目；中度交联透明质酸硬度高于非交联透明质酸，一般用于皱纹的填充，提高面部饱满度；高度交联透明质酸硬度较高，支撑力强，不易被分解因此更加持久，因此一般用于鼻子、下巴等位置的轮廓调整。

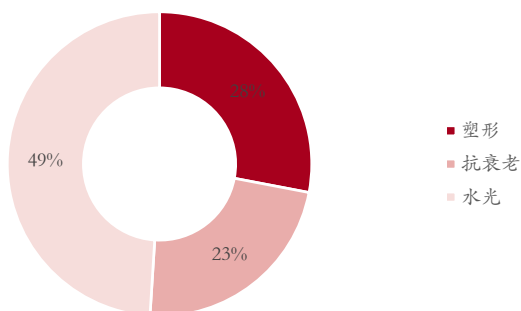
图表 18. 透明质酸注射位置



资料来源: EnhanceMyself, 中银证券

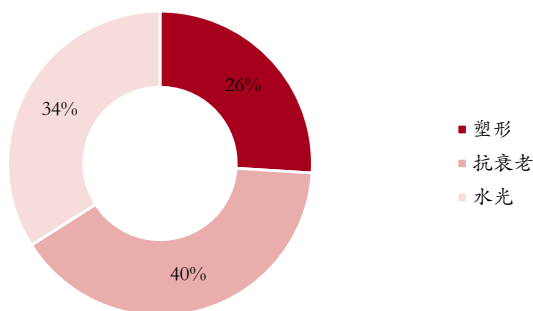
透明质酸填充早期主要用于去皱纹、面部填充和轮廓填充, 现在也可应用于面部骨骼与韧带之间的填充以防止面部松弛下垂。根据新氧数据, 在 2021 年仅有 23% 的透明质酸项目功效需求为抗衰老, 在 2022 年这一需求的占比已经达到了 40%。抗衰老领域的潜在市场需求远大于面貌改变的需求, 伴随着透明质酸在抗衰领域中认可度的提升, 市场空间有望进一步提升。同时, 抗衰老的目的很难通过日常护肤实现, 因此很难“降级”。

图表 19. 2021 年透明质酸项目需求占比



资料来源: 新氧, 中银证券

图表 20. 2022 年透明质酸项目需求占比



资料来源: 新氧, 中银证券

透明质酸的品类越来越丰富, 为消费者带来更多选择的同时也为行业带来了更大的扩容空间。透明质酸注射产品获批的厂商已经达到 15 家以上, 而产品种类也在 30 种以上。从产品的适应症来看, 目前已获批的适应症除去常见的鼻唇部皱纹外, 还覆盖了颈纹、额纹、鱼尾纹、长效水光等。

图表 21. 主要透明质酸注射厂商、产品及适应症情况

	产品	适应症
爱美客	嗨体	皮内真皮层，颈部
	逸美一加一	皮肤皮下浅层至深层，中重度额部皱纹和中重度鼻唇沟皱纹
	宝尼达	皮肤真皮深层及皮下浅层之间，中重度额部皱纹和中重度鼻唇部皱纹
	爱芙莱	真皮层中层至深层，鼻唇沟
华熙生物	润百颜（黑金）	鼻部、下巴
	润百颜（紫白）	皱纹（额纹、鱼尾纹等）
	润致（娃娃针）	浅层，长效水光
	润致（填充产品）	按分子量分为不同型号，唇部、眼周、鼻唇沟、泪沟等
昊海生科	海薇	面部真皮组织中层至深层，鼻唇沟
	海魅	面部真皮组织中层至深层，鼻唇沟
		面部真皮组织中层至深层，鼻唇沟；唇红体和唇红缘的皮下（或粘膜下），唇部
	姣兰	
LG Life	伊婉（C）	额头、法令纹、太阳穴、下颌缘、泪沟、面部软组织等
	伊婉（V）	鼻部、眉弓、苹果肌、面颊、下巴
	（致柔）	额部皱纹、眉间纹、鱼尾纹、泪沟、面颊等
	伊婉（致美）	鼻部、苹果肌、额头
艾尔建	乔雅登（雅致）	面部真皮组织的中层到深层，鼻唇沟
	乔雅登（极致）	面部真皮组织的中层到深层，鼻唇沟
	乔雅登（丰颜）	面颊部深层（皮下和/或骨膜上）
	乔雅登（缇颜）	面部真皮深层，鼻唇沟
高德美	瑞蓝（2号）	面部真皮组织中层，鼻唇沟
	瑞蓝（丽堤）	鼻唇沟、鼻背和/或鼻根
	瑞蓝（唯堤）	真皮层，手背部
	瑞蓝（瑞堤）	面部真皮组织中层，鼻唇沟
		真皮组织深层和/或皮下组织浅层，鼻唇沟；皮下至骨膜上层，中面部；骨膜上层，鼻背和/或鼻根
	瑞蓝（丽堤.丽多）	面部真皮组织中层至深层，鼻唇沟皱纹；骨膜，下颌
	瑞蓝（定采）	皮下、骨膜上层，中面部
	瑞蓝（丰采）	
Humedix	艾莉薇（传奇）	面部真皮组织中层至深层，鼻唇沟
	艾莉薇（风尚）	面部真皮组织中层至深层，鼻唇沟

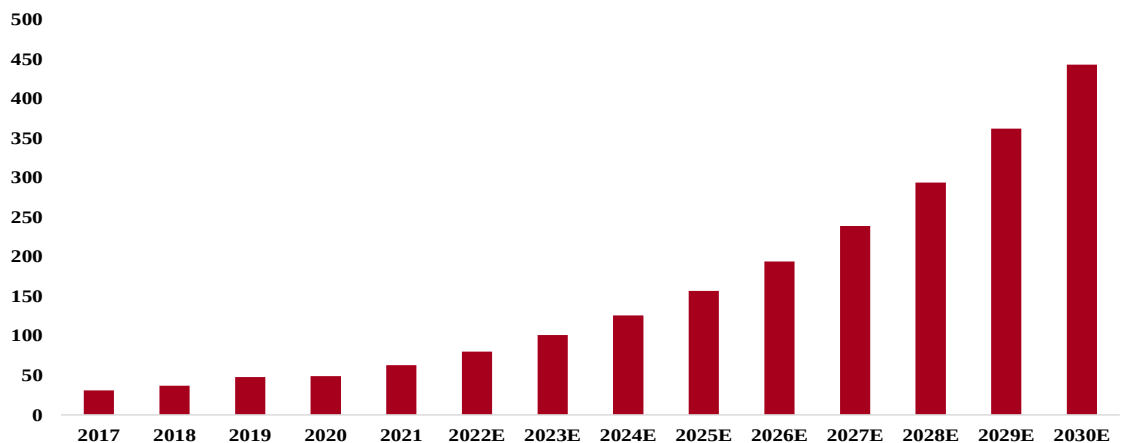
资料来源：Frost&Sullivan，中银证券

3.3.3 透明质酸注射市场仍然存在增长潜力

透明质酸注射的市场规模伴随着医美行业的发展实现了高速增长，但是长期来看仍然具备增长潜力。

根据 Frost&sullivan 数据，中国玻尿酸市场规模从 2017 年的 31 亿元增至 2021 年的 63 亿元，2017 年-2021 年年均复合增长率为 19.4%，预期 2030 年玻尿酸市场规模将增至 441 亿元，2021 年-2030 年年均复合增长率为 24.2%。

图表 22. 中国透明质酸市场规模（亿元）

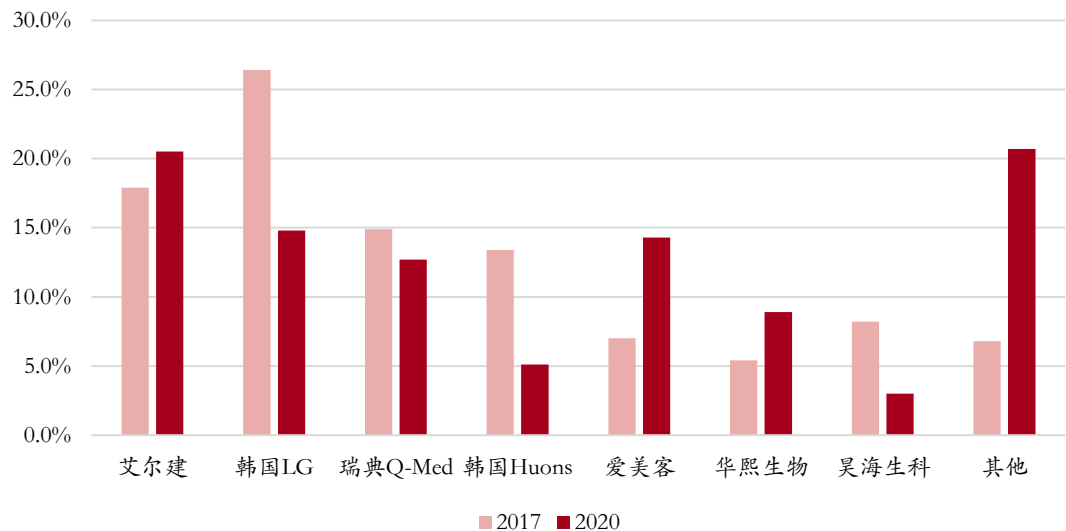


资料来源：爱美客招股书，Frost&Sullivan，中银证券

3.3.4 透明质酸注射市场中国厂商仍存在市场份额提升空间

国产厂商的市场份额在近年已经得到了显著提升，但是高端产品仍然被进口产品占据。根据 Frost&Sullivan 数据，爱美客、华熙生物和昊海生科国产厂商的市场份额在 2017 年至 2020 年期间从 20.6% 提升至 26.2%，提升了 5.6 个百分点。随着国产厂商的技术和销售推广，国产厂商的市占率已经得到显著提高，但是产品均价相对进口产品较低。例如，根据爱美客招股书，爱美客在 2020 年透明质酸市场的销售量占比已经达到 27.2%，但是销售额占比仅有 14.3%。

图表 23.2017 年&2020 年各透明质酸厂商市场份额



资料来源：新氧，Frost&Sullivan，中银证券

在过去很长一段时间内，高端透明质酸注射的市场被进口产品占据。国产厂商的竞争方式更多的依赖于性价比，价格低于进口产品，在中端和高端的市场仍然存在拓展的空间。

伴随着国产厂商产品的进步升级，有望逐步提高在中高端市场中的市占率。例如，爱美客的“濡白天使”作为透明质酸填充产品，选择“填充+再生”的定位，成分包括透明质酸钠凝胶和 18% 含量的左旋乳酸-乙二醇共聚物（PLLA-PEG）微球。透明质酸起到填充的作用，而 PLLA-PEG 微球起到刺激胶原蛋白再生的作用。此外，产品还添加了利多卡因，从而提高注射的舒适度。一般中国产透明质酸填充产品的终端价格在 4600 元/支-6800 元/支左右，进口透明质酸的平均终端价格在 6800 元/支-9800 元/支之间，而濡白天使每支的终端价格在 9000 元以上。

此外，国产厂商也可以通过差异化适应症的方式对细分市场进行“独占”。例如，目前获批“颈纹”适应症的透明质酸注射产品仅有爱美客的“嗨体”家族产品。在医美非合规经营的时期，很多机构存在“超适应症”使用的情况，将产品注射至获批适应症区域以外的位置。但是伴随着医美行业的监管趋严，“超适应症”的情况会减少。

3.2 肉毒素注射市场仍存在扩容空间

3.2.1 中国肉毒素注射的次数和市场均存在增长潜力

肉毒素的原理在于抑制乙酰胆碱分泌，从而达到麻痹肌肉或者抑制汗腺分泌的效果，在医疗和医美行业中均有应用。在医美应用中，肉毒素主要应用于减少表情纹、瘦脸瘦肩瘦腿、塑造下颌线和唇形改变等。

透明质酸与肉毒素同为注射类产品，但是两者之间并非替代关系。透明质酸注射主要针对面部凹陷问题、皮下组织流失造成的静态皱纹问题与面部轮廓问题。肉毒素主要针对面部运动造成的动力性皱纹和肌肉肥大问题，并可起到肌肉提拉作用。在调整面部轮廓、平滑眉间纹路等方面，透明质酸与肉毒素可以进行联合治疗，针对动态纹和静态纹多维度解决问题，从而实现 1+1>2 的临床效果。

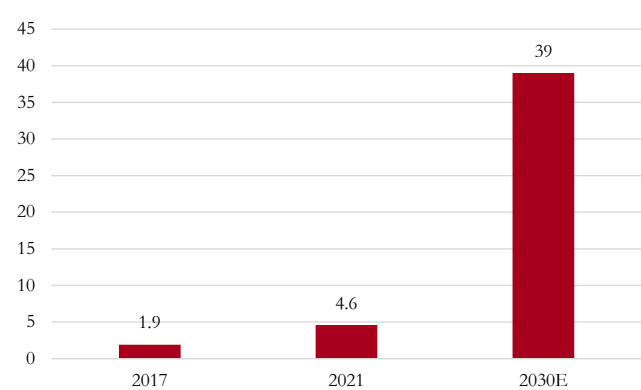
图表 24.肉毒素在医美领域的应用

原理	作用	效果
肌肉松弛麻痹	面部表情减少	表情纹减少
	表情走向改变	唇形改善等
	肌肉放松、肌体减少	瘦脸、瘦肩、瘦腿等
抑制汗腺分泌	颈阔肌放松，减少对下面部组织的牵拉	下颌线塑造
	抑制排汗	多汗、狐臭的治疗

资料来源：Frost&Sullivan，中银证券

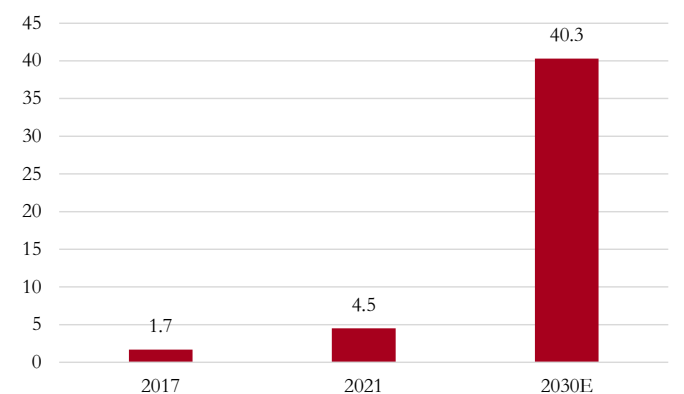
中国肉毒素市场仍然存在较大的扩容空间，我们预期伴随着医美市场的扩容和产品的增加肉毒素市场规模有望实现进一步增长。根据 Frost&Sullivan 数据中国肉毒素注射次数在 2021 年已经达到了 450 万次，与 2017 年年复合增速达到 27.4%。根据 Frost&Sullivan，2021 年中国肉毒素产品市场规模达到了 46 亿元人民币，在 2017 年至 2021 年间实现了 25.6% 的复合年增长率，预期中国肉毒素产品市场规模到 2030 年将达到 390 亿元人民币，预期 2026 年-2030 年年复合增速为 26.7%。

图表 25. 肉毒素注射市场规模（十亿人民币）



资料来源：Frost&Sullivan，中银证券

图表 26. 肉毒素注射次数（百万次）



资料来源：Frost&Sullivan，中银证券

3.2.2 肉毒素注射产品的监管门槛较高，目前上市品种较少

中国将 A 型肉毒素及其制剂列入毒性药品管理，因此肉毒素作为处方及麻药类药品，相关产品的生产、经营和使用受到严格监管，从立项到获批需八年或更长。

除产品获批门槛外，肉毒素生产工艺的差异则决定了产品的活性保持能力及潜在的副作用风险。肉毒素制剂的制备工艺流程主要包括：发酵、分离、提纯、制剂、成品五个阶段——在发酵过程中，要持续监测毒素产生及其他培养参数；分离纯化过程中，需要检测污染物和毒性等；制剂过程中需要对肉毒素进行稀释、干燥、添加赋形剂等；最后分装完成后需对产品的完整性、无菌性等进行进一步检查。肉毒素的生产也受到较为严格的监管，中国企业在引进海外的肉毒产品时往往会采用代理的方式，直接引进针剂。

肉毒素产品的评价指标包括弥散度、赋形剂类型、分子量大小、起效时间和代谢时长等。弥散度会影响药物的扩散范围，低弥散度的肉毒素可以应用于需要精准治疗的位置。赋形剂的选择会影响产品的稳定性和免疫原性，选择人血白蛋白作为赋形剂可以减轻重复注射带来的免疫原性。分子量大小会影响肉毒素的应用范围。代谢时长会影响效果的持久性，长效肉毒可以减少重复治疗次数，从而减轻重复注射带来的免疫原性问题。

目前，中国市场仅有 5 款肉毒素产品获批，其中 3 种均为 2020 年及以后获批，上市时间不足四年。在 2020 年以前，肉毒素注射市场长期仅有保妥适和衡力两款产品：保妥适仍然是肉毒素市场的标杆产品，主要应用于面部注射。保妥适的上市时间较早，免疫原性相对较低，并采用真空冻干技术因此不易产生杂质。衡力赋形剂为动物源的明胶类，分子量相对分散，弥散度更高，但是由于具备价格优势常应用于身体注射（如瘦肩、瘦腿等）。

图表 27. 中国已上市肉毒素产品情况（截至 2024 年 4 月）

公司名称	原产国	衡力	获批时间	规格
兰州生物技术开发有限公司（国药集团）	中国	衡力	1993	6.4 50 单位/瓶； 100 单位/瓶
Merz Pharmaceuticals	德国	西马（XEOMIN）	2024	50 单位/瓶； 100 单位/瓶
Hugel（四环医药代理）	韩国	乐提葆（Letybo）	2021	50 单位/瓶
			2020	100 单位/瓶
高德美	英国	吉适（Dysport）	2020	300 单位/瓶
艾尔建	爱尔兰	保妥适（BOTOX）	2009	50 单位/支； 100 单位/支

资料来源：Frost&Sullivan，中银证券

目前中国上市的 5 种肉毒素产品中，仅有衡力的原产国为中国，乐提葆为韩国原产，四环医药进行独家代理。目前处于申请阶段的肉毒素产品仍然以进口为主，中国企业通过经销的方式进行引进。由于肉毒素的生产工艺门槛较高，引进的方式可以帮助医美企业快速的进入肉毒市场，经销进口的方式也不需要再进行新增建厂，也避免了工艺问题带来的风险。

图表 28. 目前处于注册申报阶段肉毒素管线（截至 2024 年 4 月）

原研企业	公司	适应症	来源
Revance Therapeutics	复星医药	颈部肌张力障碍、面部皱纹	进口
大熊制药	大熊制药（韩国）	面部皱纹	进口
艾尔建	艾尔建	咬肌肥大	进口
Huons	爱美客	中度至重度皱眉纹	进口

资料来源：Frost&Sullivan，中银证券

国产肉毒素产品的研发与临床工作也在持续推进：2023 年 11 月，华东医药与重庆誉颜宣布签署注射用重组 A 型肉毒毒素 YY001 独家经销协议，截至 2024 年 4 月 YY001 的临床已进入 III 期。兰州生物针对暂时改善成人中、重度的眼角纹适应症的临床试验也已经进入 III 期。

图表 29. 目前处于临床 III 期的肉毒素产品（截至 2024 年 4 月）

企业	适应症	阶段
重庆誉颜制药有限公司（因明生物）	改善中度至重度眉间纹	III 期
Inibio co	中度至重度眉间纹	III 期
艾尔建	暂时性改善成人中度至重度额纹	III 期
兰州生物技术开发有限公司（国药集团）	暂时改善成人中、重度的眼角纹（鱼尾纹）	III 期

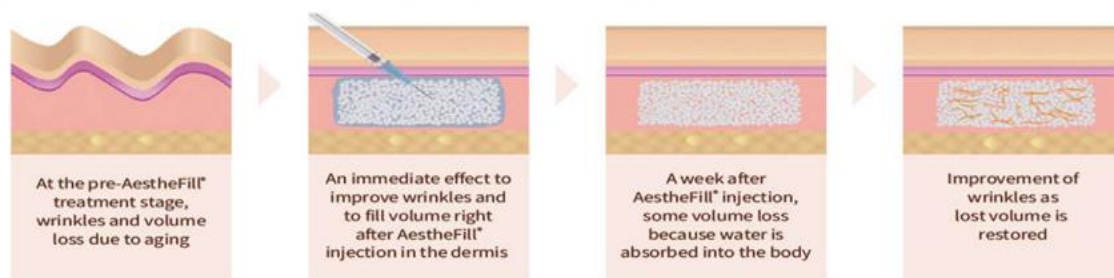
资料来源：Frost&Sullivan，中银证券

3.3 再生类医美市场方兴未艾

3.3.1 再生类医美性能优秀，定位高端

胶原蛋白生物刺激剂与传统真皮填充剂类似，但使用的是患者身体自身的胶原蛋白。注射再生类医美产品后，微球在皮肤的表皮和真皮交界处造成损伤，刺激特定区域胶原蛋白的产生，从而增加皮肤容积，恢复皮肤结构和重塑紧致肌肤。

图表 30.再生类医美作用过程



资料来源：CAI Pharmaceuticals，中银证券

相较于透明质酸填充，再生类医美的可持续时间更长，效果更加自然。再生类医美是可降解的生物材料，人体可以完全代谢并排出体外。而且再生类医美的支撑效果主要通过胶原蛋白的增加实现，因此不需要使用交联剂，避免了交联剂造成的空腔问题。

但是再生类医美的注射对医生的要求和生产工艺门槛都比较高，因此往往价格较高，定位高端市场，中国目前已上市的再生类医美注射产品少女针、童颜针等价格均高于 1 万元。

再生类医美注射针剂对于注射医生的要求比较高，需要医生对注射的点位进行把握，同时针剂推进的手法难度也大于普通的注射产品。因此，再生类医美注射产品覆盖的机构基本位于经济比较发达的地区，且机构的定位相对高端。

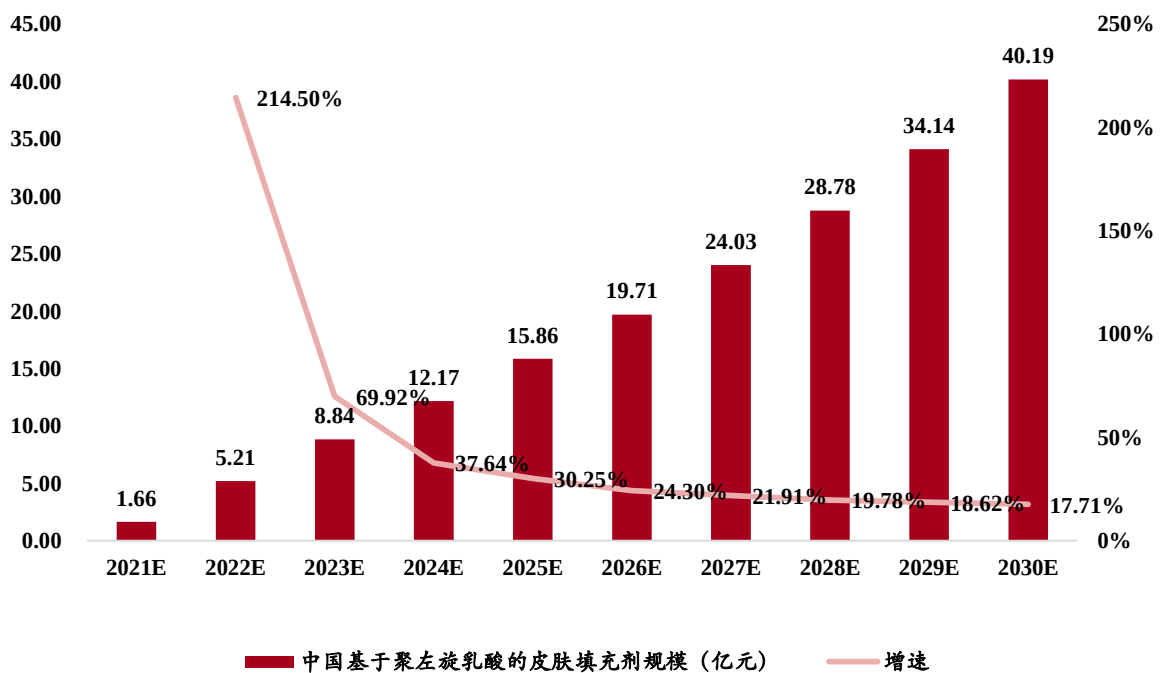
在生产工艺方面，再生类医美针剂的工艺重点在于需要精准控制微球的粒径，确保在较小程度引发炎症增生反应的同时有效促进再生。再生类注射针剂材料的微球尺寸会影响对胶原蛋白生产的刺激效果。微球粒径若小于 20 μm ，容易被巨噬细胞吞噬并快速降解，再生和填充效果会减弱。但是如果微球直径过大，会过度刺激而引发炎症增生等不良反应。理想的再生状态是实现细胞与蛋白再生速度与植入物降解速度的协调一致。

常见的医美注射类再生材料包括聚乳酸（PLA）、聚己内酯（PCL）、聚乙烯醇（PVA）、聚甲基丙烯酸甲酯（PMMA）等。PVA 和 PMMA 在人体内代谢的时间非常长，注射效果不理想后难以处理。目前中国获批的再生类医美产品为 PLLA 和 PCL。

3.3.2 再生类医美市场前景广阔

中国基于聚左旋乳酸的皮肤填充剂产品市场前景广阔。根据 Frost&Sullivan 报告预测，基于聚左旋乳酸的皮肤填充剂的市场规模将由 2021 年的 1.66 亿元增至 2030 年的 40.19 亿元，2021 年-2030 年年均复合增长率为 42.53%。

图表 31. 中国基于聚左旋乳酸的皮肤填充剂产品市场规模（单位：亿元）



资料来源：爱美客招股说明书，Frost&Sullivan，中银证券

3.3.3 目前再生类医美市场已获批产品较少

目前，全球主流胶原蛋白刺激剂产品有三种，分别是 Aesthefill、Sculptra（舒颜萃）以及 Ellanse（伊妍仕），其中，Aesthefill 和 Ellanse 均已进入中国市场。Sculptra 尚未进入中国内地市场，产品首次于 1999 年在欧洲获批，上市时间较早，但是不能起到即刻填充的效果。

图表 32.全球主流再生类医美产品情况

日期	Aesthefill	Sculptra	Ellanse
海外获批情况	FDA、KFDA、CE	FDA、CE	FDA、CE
产品成分	PDLLA+CMC	PLLA	PCL+CMC

资料来源：Frost&Sullivan，MargoClinic，中银证券

国内获批的再生类医美注射产品也比较少，根据 Frost&Sullivan 数据，目前仅有四款产品获批：长春圣博玛的 L'öviselle（艾维岚）童颜针，华东医药的 ELLANSÉ（伊妍仕）少女针，爱美客的濡白天使和江苏吴中的 Aesthefill。

艾维岚是中国内地首款合法的聚乳酸面部填充剂，于 2021 年 4 月获批。伊妍仕的主要成分为 PCL，于 2021 年 4 月获批，产品采用凝胶的剂型因此不需要在注射前进行复配，注射更加方便。濡白天使成分包括经 PEG 修饰的 PLLA 和透明质酸，选择“再生+透明质酸”的定位。

图表 33.中国内地已上市再生类医美产品情况

日期	Aesthefill	L'öviselle（艾维岚）	ELLANSÉ（伊妍仕）	濡白天使
国内审批时间	2024	2021	2021	2021
产品成分	PDLLA++羧甲基纤维素	PLLA+甘露醇+羧甲基纤维素钠	PCL	含左旋乳酸-乙二醇共聚物微球+交联透明质酸+利多卡因。
剂型	冻干粉	冻干粉	凝胶	凝胶
适用范围	用于注射到面部真皮深层，以纠正中重度鼻唇沟皱纹	适用于注射到真皮深层，以纠正中重度鼻唇沟皱纹	鼻唇沟皱纹治疗	适用于真皮深层、皮下浅层及深层注射填充纠正中、重度鼻唇沟皱纹

资料来源：Frost&Sullivan，华东医药公告，中银证券

3.4 胶原蛋白注射市场存在蓝海空间

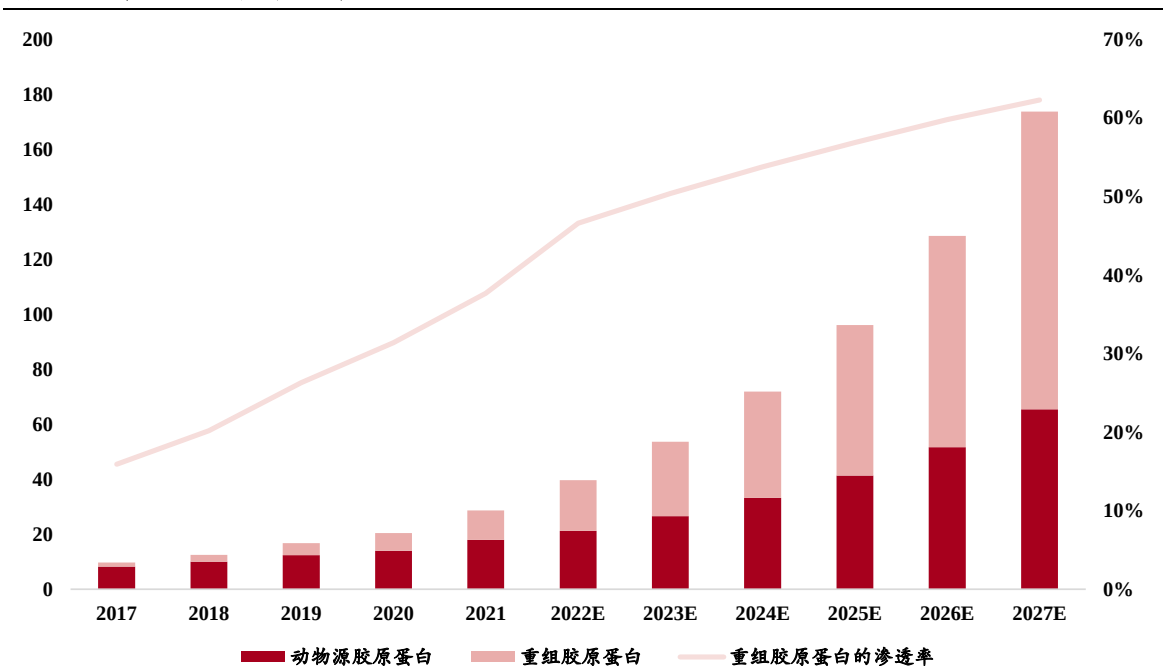
胶原蛋白是人体真皮层的主要构成成分，胶原蛋白纤维和弹性纤维共同形成网状结构，为皮肤提供支撑，并给予皮肤必要的弹性和活动性。胶原蛋白的应用非常广泛，包括护肤品、生物医学材料和医美等，在医美中主要应用于注射填充材料和敷料。

胶原蛋白作为填充剂，可以注射到面部组织中起到支撑和填充的作用，从而达到纠正皱纹的目的。此外，胶原蛋白作为敷料可以提供理想的创面修复环境并提高伤口康复的效果，应用于医美项目后的创面修复辅助治疗。

3.4.1 胶原蛋白市场潜力较大

根据 Frost&Sullivan 数据，中国胶原蛋白产品市场在 2017 年-2021 年由 97 亿元增长至 287 亿元，年复合增速达到 31.3%，预期中国胶原蛋白产品市场将在 2027 年达到 1738 亿元，2021 年-2027 年复合增速达到 34.3%。

图表 34. 中国胶原蛋白产品市场规模（十亿元）



资料来源：巨子生物招股书，Frost&Sullivan，中银证券

重组胶原蛋白产品在胶原蛋白产品市场中的占比持续提升，根据 Frost&Sullivan 数据重组胶原蛋白产品在胶原蛋白产品市场的渗透率在 2017 年-2021 年期间从 15.9% 增至 37.7%。根据 Frost&Sullivan 数据，中国的重组胶原蛋白产品市场规模从 2017 年的 15 亿元增至 2021 年的 108 亿元，2017 年-2021 年年均复合增长率为 63.0%，预期重组胶原蛋白产品市场规模 2027 年将达 1083 亿元，2022 年-2027 年年均复合增长率为 42.4%。

3.4.2 重组胶原蛋白注射产品具有稀缺性

目前，国内获批胶原蛋白注射产品数量仍然较少，且以动物源胶原蛋白为主。中国内已获国家药监局批准上市的胶原蛋白填充产品仅有 7 款，胶原蛋白溶液注射产品仅有两款。

填充产品包括双美旗下的“肤柔美”、“肤丽美”和“肤力原”，长春博泰旗下的“弗缦”（原名“肤美达”），荷兰汉福旗下“爱贝芙”，锦波生物旗下的“薇旖美”。获批的胶原蛋白溶液产品包括锦波生物的“注射用重组 III 型人源化胶原蛋白溶液”和欧莱雅（修丽可）旗下的“铂研”，其中“铂研”的胶原蛋白原来同样来自于锦波生物。

图表 35.中国已上市胶原蛋白医美注射填充类产品

企业	产品	成分	胶原蛋白类型
锦波生物	薇旖美	重组胶原蛋白	III型
长春博泰	弗缦	牛胶原+利多卡因	I型+III型
双美生物	肤柔美	猪胶原	I型
	肤丽美	猪胶原	I型
	肤力原	猪胶原+利多卡因	I型
	肤莱美	猪胶原+利多卡因	I型
荷兰汉福生物科技	爱贝芙	牛胶原+PMMA+利多卡因	-

资料来源: Frost&Sullivan, 中银证券

重组胶原蛋白将人胶原蛋白基因克隆到选定的表达载体并转化到表达细胞内,生产成本相对动物胶原较高,生物活性受到工艺水平的影响,因此优质的重组胶原蛋白注射产品相对稀缺。但是重组胶原蛋白相较于动物源胶原蛋白与传统的动物胶原蛋白相比具有出色的生物相容性和功效性,而且重组胶原蛋白没有病毒性隐患,免疫原性低——重组胶原蛋白相比动物源蛋白具有更大的市场扩容空间。

2021年,锦波生物的“重组III型人源化胶原蛋白冻干纤维”薇旖美获批,薇旖美在2023年的销售量已经超过57万瓶。2023年8月28日,锦波生物的“注射用重组III型人源化胶原蛋白溶液”获批上市。

风险提示

竞争加剧影响：若行业内竞争者持续增加，行业内将面临更加激烈的竞争，对于产品销售放量及利润空间会造成负面影响。

经济波动带来消费压力风险：医美属于可选消费领域，受到消费者偏好、经济能力等因素的影响。若经济波动对消费者造成较大的压力，会影响消费者在可选消费中的预算，对医美行业造成一定的影响。若医美行业整体承压，公司相关产品收入可能会受到负面影响。

行业监管政策变动风险：医美产品的注册和上市以及医美机构的经营均受到严格的监管，若行业监管政策或监管活动发生变动，则行业内公司会受到一定影响。

832982.BJ

买入

市场价格:人民币 150.10

板块评级:强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(43.4)	(11.9)	(33.2)	
相对上证综指	(42.8)	(7.3)	(29.0)	

发行股数 (百万)	88.51
流通股 (百万)	30.76
总市值 (人民币 百万)	13,285.62
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	40.07
主要股东	

资料来源:公司公告, Wind, 中银证券
以 2024 年 7 月 1 日收市价为标准

锦波生物

深耕重组胶原蛋白产业链, 前景可期

锦波生物深耕胶原蛋白领域, 重组人源化胶原蛋白优势独特。公司与国际美妆巨头持续深化, 前景可期。公司的胶原蛋白注射产品具有一定的稀缺性, 上市后保持强劲增长。首次覆盖, 给予买入评级。

支撑评级的要点

- 深耕重组胶原蛋白行业, 业绩保持高景气度增长。锦波生物的人源化重组胶原蛋白不涉及免疫原性问题, 且精准的三螺旋结构可以自组装成胶原蛋白纤维网, 使受损组织得到修复重塑。公司在 2020 年-2023 年期间营业收入由 1.61 亿元增长至 7.80 亿元, 年复合增长率高达 69%, 公司 2024 年一季度实现营业收入 2.26 亿元, 同比增长 76%, 维持高景气度增长。在利润端方面, 公司在 2020 年-2023 年期间归母净利润由 0.32 亿元增长至 3.00 亿元, 年复合增长率高达 111%。公司 2024 年一季度实现归母净利润 1.01 亿元, 同比增长 136%。
- 公司与欧莱雅合作持续深化。2023 年, 锦波生物与欧莱雅建立战略合作, 首次进入欧莱雅供应链体系。欧莱雅“小蜜罐 2.0 版本”的主打成分之一“重组胶原蛋白”来自锦波生物的原料供应。伴随着小金罐的销售与推广, 有望带动上游锦波生物原料业务的增长。2024 年 3 月, 欧莱雅旗下的高端院线品牌修丽可宣布与锦波生物合作推出注射美容旗舰新品“铂研”胶原针。伴随锦波生物进入修丽可的供应链, 锦波生物与欧莱雅集团的合作持续深化。修丽可在欧莱雅集团定位高端, 锦波生物进入修丽可品牌供应链, 有望提高锦波生物在中高端市场中的知名度。
- “薇旎美”销售量保持强劲增长, 前景可期。2021 年锦波生物的“重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维”薇旎美获批, 为目前中国内地上市的胶原蛋白填充产品中唯一一款人源化胶原蛋白产品, 具有独特的优势。薇旎美上市后实现快速放量, 2021 年-2023 年销售量由 2.51 万支增长 57.60 万支, 年均复合增速高达 379%。公司医疗器械收入达到 6.80 亿元, 同比增长 122.7%。此外, 医疗器械业务的毛利率也在 2023 年呈现出明显的上升, 达到 93.2%, 同比提高 4.9 个百分点。

估值

- 预期公司 2024 年、2025 年和 2026 年的归母净利润分别为 4.73 亿元、6.81 亿元和 9.10 亿元, EPS 分别为 5.34 元、7.69 元和 10.28 元。根据 2024 年 7 月 1 日收盘价, 预期 2024、2025 年和 2026 年市盈率分别为 28.1 倍、19.5 倍和 14.6 倍。首次覆盖, 给予买入评级。

评级面临的主要风险

- 产品销售不及预期风险, 下游客户订单波动风险, 竞争加剧风险, 经济波动带来消费压力风险。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入(人民币 百万)	390	780	1,212	1,662	2,150
增长率(%)	67.2	100.0	55.4	37.1	29.4
EBITDA(人民币 百万)	154	395	642	920	1,245
归母净利润(人民币 百万)	109	300	473	681	910
增长率(%)	90.2	174.6	57.7	44.0	33.7
最新股本摊薄每股收益(人民币)	1.23	3.39	5.34	7.69	10.28
市盈率(倍)	121.7	44.3	28.1	19.5	14.6
市净率(倍)	30.2	13.9	10.1	7.2	5.2
EV/EBITDA(倍)	46.2	44.4	20.1	13.7	9.8
每股股息 (人民币)	0.0	1.0	1.2	1.7	2.3
股息率(%)	0.0	0.4	0.8	1.2	1.6

资料来源:公司公告, 中银证券预测

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

美容护理: 医疗美容

证券分析师: 梁端玉

duanyu.liang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300523090003

证券分析师: 刘恩阳

enyang.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300523090004

深耕胶原蛋白行业，业务覆盖广泛

锦波生物深耕重组胶原蛋白行业，产品覆盖重组胶原蛋白原料及以重组胶原蛋白为原料的医疗器械产品及护肤品，产品应用覆盖医美及医疗领域。其中，公司医美产品包括敷料及注射产品，公司的胶原蛋白注射产品成分为重组Ⅲ型人源化胶原蛋白，在目前中国内地上市的胶原蛋白注射产品中较为稀缺。

公司成立以来深耕功能性蛋白领域，先后研发出酸酐化牛 β -乳球蛋白、重组人源Ⅲ型胶原蛋白、重组人源Ⅰ型胶原蛋白、重组人源Ⅱ型胶原蛋白等一系列功能蛋白。

图表 36. 锦波生物主要业务及产品代表

业务	产品	细分产品代表	应用	终端客户群体
医疗器械	重组人源化胶原蛋白植入剂	重组Ⅲ型人源化胶原蛋白冻干纤维	皮肤科	医疗机构
		注射用重组Ⅲ型人源化胶原蛋白溶液	皮肤科	医疗机构
	重组胶原蛋白皮肤修复敷料	医用Ⅲ型胶原蛋白溶液	皮肤科	医疗机构
		医用无菌Ⅲ型胶原蛋白液	皮肤科	
		医用重组人源胶原蛋白功能敷料（凝胶型）（无菌型）	外科	
功能性护肤品	重组胶原蛋白黏膜修复敷料	重组人源胶原蛋白阴道敷料	妇科	
	医疗器械	抗HPV生物蛋白敷料	妇科	医疗机构
	重组胶原蛋白精华液	164.88肌频活性蛋白面部精华原液	日用护肤	终端消费者
	胶原蛋白面膜	肌频164.88生物蛋白面膜	日用护肤	终端消费者
原料业务	功能蛋白新材料	高端医疗植入级	-	医疗器械生产企业
		医疗外用级	-	医疗器械生产企业
		化妆品级原材料	-	化妆品生产企业

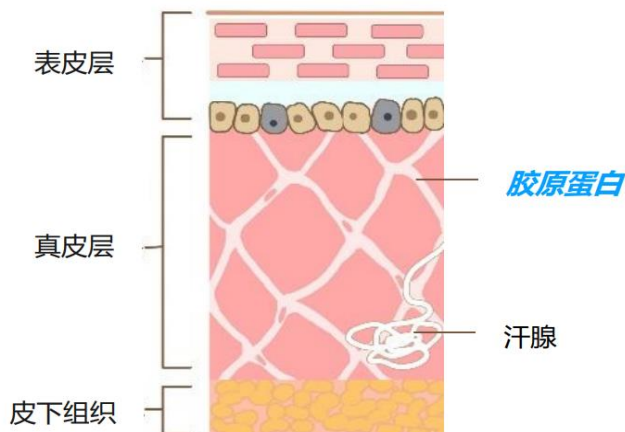
资料来源：公司招股书，公司年报，公司公告，中银证券

胶原蛋白是真皮层的主要构成成分，尤其是Ⅰ型和Ⅲ型胶原蛋白含量最为丰富。在真皮层的网状层中，胶原蛋白纤维和弹性纤维共同形成网状结构，起到对皮肤的支撑作用，并赋予皮肤弹性。伴随人的衰老，胶原蛋白会逐渐流失，造成皮肤弹性的降低和皱纹的产生。胶原蛋白具备优秀的生物相容性和修复能力，在护肤、医疗、医美等领域均有广泛应用。

在医疗方面，胶原蛋白主要应用于促进组织修复和生物医学材料。胶原蛋白是细胞外基质的重要组成部分，可以为受损组织提供良好的细胞和外基质环境，从而帮助受损组织修复和重塑。胶原蛋白在医疗领域多应用于医用敷料、骨修复材料、补片等。

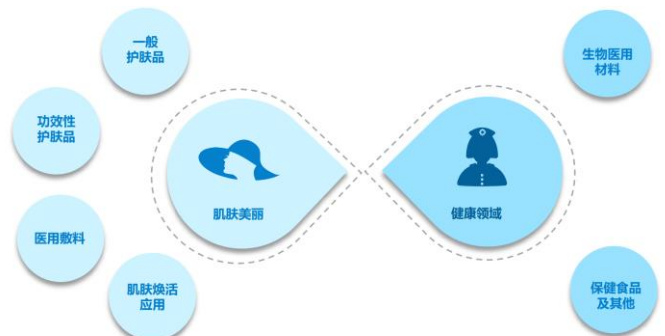
在医美和护肤领域，胶原蛋白可应用于功能性护肤品、注射针剂和创后护理敷料中。胶原蛋白的保湿、滋养、止血和修复能力可以帮助改善肤质，并且可以作为填充材料。

图表 37. 皮肤中的胶原蛋白示意图



资料来源：Frost&Sullivan，中银证券

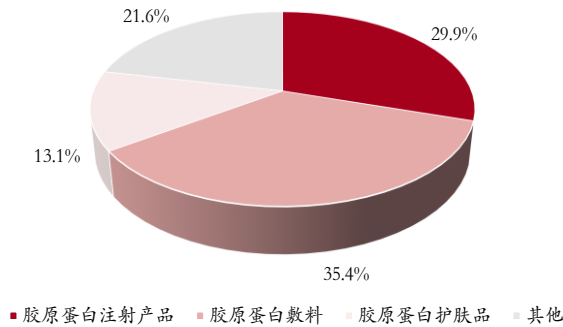
图表 38. 胶原蛋白应用领域



资料来源：Frost&Sullivan，中银证券

锦波生物的胶原蛋白产品覆盖原料及终端产品，终端市场覆盖消费者、医疗机构和医疗器械及化妆品生产厂商。2022 年公司胶原蛋白终端产品的收入为 3.06 亿元，在总收入中的占比达到 78.4%。公司主要的胶原蛋白终端产品包括注射针剂、各类胶原蛋白敷料和各类化妆品，在公司的 2022 年收入占比分别为 29.9%、35.4%和 13.1%。

图表 39.锦波生物 2022 年主要重组胶原蛋白产品占比



资料来源：锦波生物招股书，中银证券（注射产品包括重组人源化胶原蛋白植入剂，敷料产品包括重组胶原蛋白皮肤修复敷料和重组胶原蛋白黏膜修复敷料，护肤品包括重组胶原蛋白精华液和重组胶原蛋白面膜）

图表 40.锦波生物主要重组胶原蛋白产品

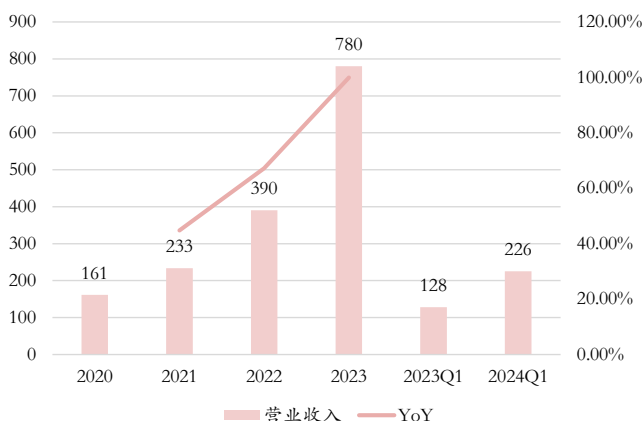


资料来源：公司官网，中银证券

收入与利润保持高景气度增长，业绩表现亮眼

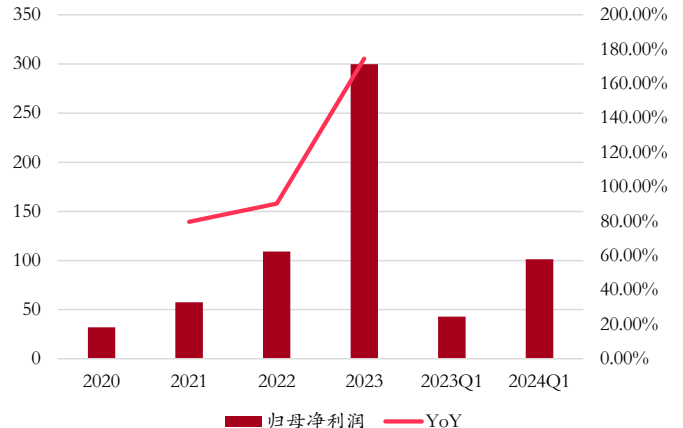
锦波生物业绩保持亮眼增长，公司在 2020 年-2023 年期间营业收入由 1.61 亿元增长至 7.80 亿元，年复合增长率高达 69%，公司 2024 年一季度实现营业收入 2.26 亿元，同比增长 76%，维持高景气度增长。在利润端方面，公司在 2020 年-2023 年期间归母净利润由 0.32 亿元增长至 3.00 亿元，年复合增长率高达 111%。公司 2024 年一季度实现归母净利润 1.01 亿元，同比增长 136%。

图表 41.2020-2024Q1 锦波生物营业收入
(单位：百万元)



资料来源：iFind，中银证券

图表 42.2020-2024Q1 锦波生物归母净利润
(单位：百万元)

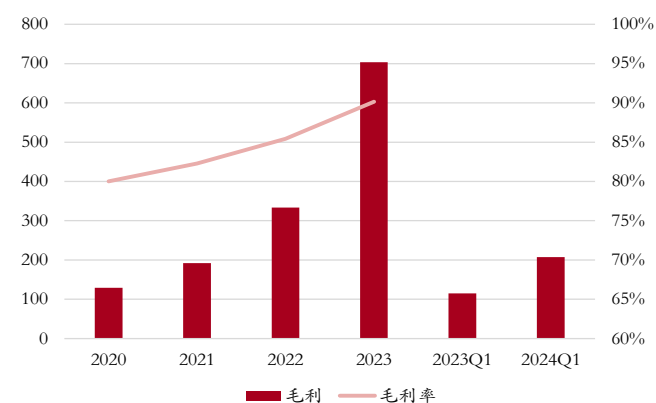


资料来源：iFind，中银证券

公司的毛利率在高基础水平上持续上升，毛利保持高速增长。锦波生物在 2020 年至 2023 年期间，毛利率从 80%提升至 90%，在高水平毛利率的基础上仍然持续上升。公司 2024 年一季度毛利率达到 92%，同比提高 2 个百分点。公司在 2020 年-2023 年期间毛利由 1.29 亿元增长至 7.03 亿元，年复合增长率高达 76%，2024 年一季度实现毛利 2.07 亿元，同比增长 80%。

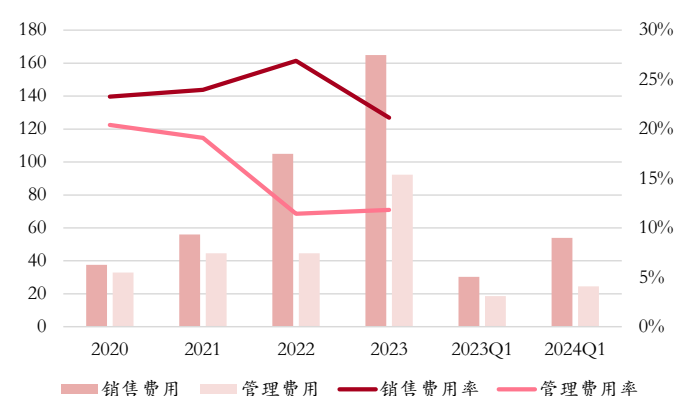
在费用率方面，锦波生物的销售费用率整体表现比较稳健，在 2020 年-2023 年期间公司销售费用率保持在 21%-27% 之间。公司在 2023 年的销售费用率为 21%，与上年相比降低了 5.8 个百分点，而 2024 年一季度销售费用率为 24%，与上年同期基本持平。公司的管理费用率呈下降趋势，公司 2023 年管理费用率为 12%，和 2020 年相比下降了 8 个百分点，2024 年一季度管理费用率为 11%，同比下降 3.7 个百分点。

图表 43. 2020-2024Q1 锦波生物毛利及毛利率情况
(单位：百万元)



资料来源：iFind，中银证券

图表 44. 2020-2024Q1 锦波生物费用及费用率情况
(单位：百万元)



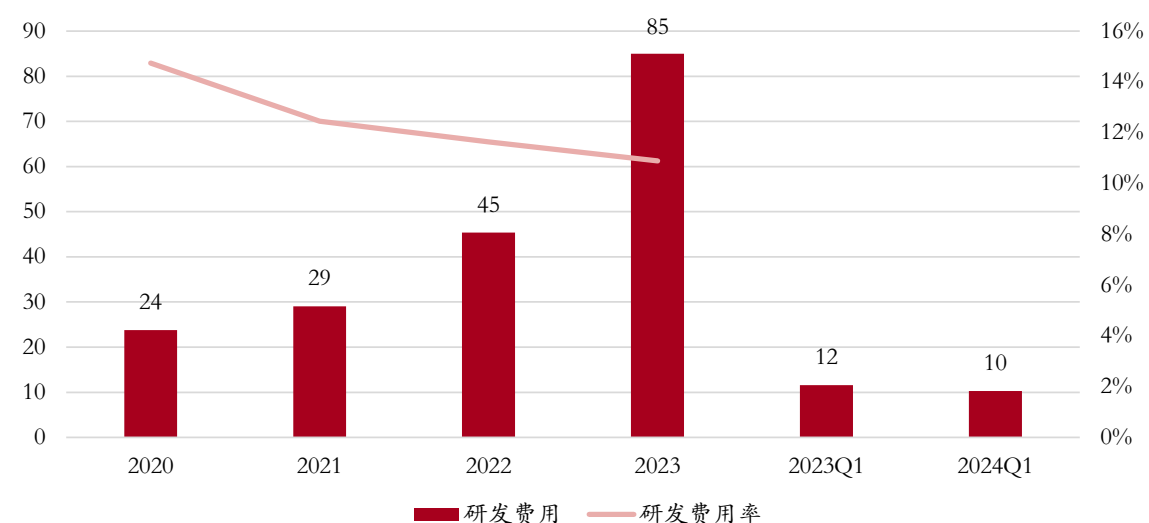
资料来源：iFind，中银证券

持续研发投入，把握技术优势

在研发方面，公司研发以自主研发为主，同时结合产学研合作研发，已形成蛋白结构研究及功能区筛选技术、功能蛋白高效生物合成及转化技术、功能蛋白标准化注射剂研究平台、功能蛋白多维度评估 BSL-2 实验室及临床前应用平台五项核心技术平台。

公司在研发方面持续进行投入，在 2020 年至 2023 年期间研发费用由 0.24 亿元增长至 0.85 亿元，年复合增长率达到 53%。虽然伴随着公司收入规模扩大，公司的研发费用率有所降低，但是 2023 年公司的研发费用率仍然保持在 10% 以上。在 2023 年，公司一方面有针对性的开展各型别重组人源化胶原蛋白为核心原料的生物材料的研发和应用拓展，另一方面增加广谱抗冠状病毒新药研发项目临床阶段的研发投入。

图表 45. 锦波生物研发费用及研发率情况 (单位：百万元)



资料来源：iFind，中银证券

锦波生物先后研发出酸酐化牛 β -乳球蛋白、重组人源 III 型胶原蛋白、重组人源 I 型胶原蛋白、重组人源 II 型胶原蛋白等一系列功能蛋白。

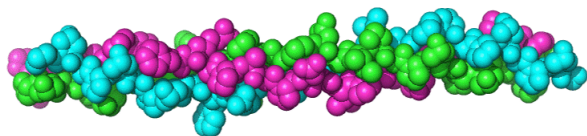
在酸酐化牛 β -乳球蛋白方面，2012 年公司获得抗 HPV 生物蛋白敷料医疗器械注册证和抗 HPV 生物蛋白隐形膜医疗器械注册证。

在胶原蛋白方面，公司于 2012 年进行了一代重组人源 III 型胶原蛋白的专利申请，并于 2014 年获得医用皮肤胶原修复功能敷料等 5 个医疗器械注册证，实现重组人源 III 型胶原蛋白医用领域应用。2018 年，公司进行了重组人源 I 型胶原蛋白、重组人源 II 型胶原蛋白和二代重组人源 III 型胶原蛋白的专利申请，二代重组人源 III 型胶原蛋白首先应用于医用 III 型胶原蛋白溶液医疗器械产品。公司新技术获批专利，新专利实现了氨基酸序列与人 III 型胶原蛋白相应区域氨基酸序列完全一致。

在重组胶原蛋白注射产品方面，2021 年公司的“重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维”薇旐美获批，2023 年公司的“注射用重组 III 型人源化胶原蛋白溶液”获批上市。

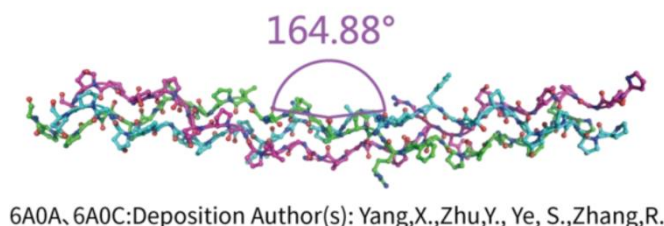
虽然行业中已经有较多的公司对胶原蛋白业务进行布局，但是公司的重组 III 型人源化胶原蛋白具备独特的优势：首先，重组 III 型人源化胶原蛋白的氨基酸序列重复单元与人体 III 型胶原蛋白核心功能区一致，不含非人胶原蛋白氨基酸序列，不涉及免疫原性问题。第二，公司的重组 III 型人源化胶原蛋白具备精准的 164.88° 三螺旋结构，可以自组装成胶原蛋白纤维网从而构成人体细胞外基质(ECM)成分，对受损组织和细胞起到支撑作用并提供良好的细胞和外基质环境，从而使受损组织得到修复重塑。第三，公司重组 III 型人源化胶原蛋白的细胞黏附性较高，可达到人体自身胶原蛋白的 183%，有利于对细胞进行粘附从而发挥细胞修复和再生作用。

图表 46. III 型胶原蛋白示意图



资料来源：锦波生物官网，中银证券

图表 47. 锦波生物重组 III 型人源化胶原蛋白 164.88° 三螺旋结构示意图



6A0A, 6A0C:Deposition Author(s): Yang,X.,Zhu,Y., Ye, S.,Zhang,R.

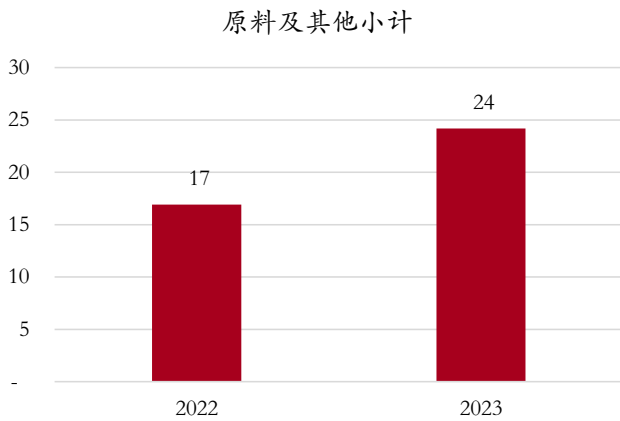
资料来源：锦波生物官网，中银证券

公司已进入欧莱雅供应链体系，合作持续深化

2023 年，锦波生物与欧莱雅建立战略合作，首次进入欧莱雅供应链体系，向欧莱雅销售重组胶原蛋白原料，开启了公司原料进入国际知名品牌供应链的里程碑。锦波生物 2023 年原料业务实现高速增长，原料及其他小计实现营业收入 0.24 亿元，同比增长 43%。

2023 年末，欧莱雅推出“小蜜罐 2.0 版本”，作为抗老面霜产品。此前，“小蜜罐 1.0”版本的主打成分为“单一胜肽、玻色因和麦卢卡花蜜”，2.0 版本对原有成分进行了升级，并添加“重组胶原蛋白作为主打成分，产品的重组胶原蛋白成分来自锦波生物。根据欧莱雅天猫旗舰店信息，小蜜罐 2.0 于 2024 年 1 月 30 日登上天猫面霜热销榜和好评榜，截至 2024 年 2 月 21 日天猫官方旗舰店销售超过 113 万件。小蜜罐 2.0 版本面霜的销售推广有望带动上游锦波生物原料业务的增长。此外，欧莱雅作为国际知名美妆巨头，其重组胶原蛋白面霜的推广和销售有望提高胶原蛋白护肤品的消费者认知度和认可度。

图表 48. 锦波生物原料业务业绩情况（单位：百万元）



资料来源：锦波生物年报，中银证券

图表 49. 欧莱雅小蜜罐 2.0



资料来源：欧莱雅天猫官方旗舰店，中银证券

2024 年 3 月，欧莱雅旗下的高端院线专业品牌修丽可宣布与锦波生物合作推出注射美容旗舰新品“铂研”胶原针，主要用于面部真皮组织填充以纠正额部动力性皱纹。胶原蛋白注射可以直达真皮组织实现胶原的直接补充，三螺旋结构精准贴合细胞组织实现补进胶原纤维网，实现焕活肌肤。

伴随锦波生物进入修丽可的供应链，锦波生物与欧莱雅集团的合作持续深化。修丽可在欧莱雅集团定位高端，在科学化护肤的高端市场中具有较强的消费者认可度。锦波生物进入修丽可品牌供应链，有望提高锦波生物在中高端市场中的知名度。

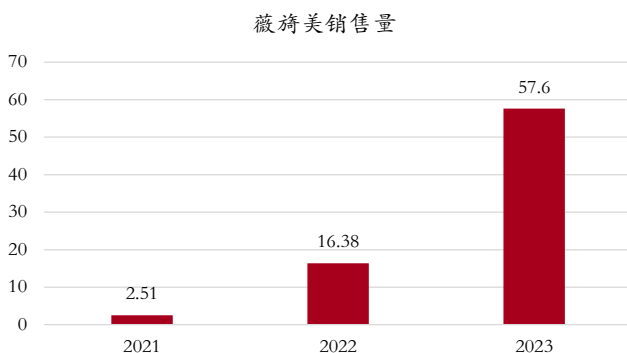
公司人源化胶原蛋白医疗器械产品前景可期

2021 年，锦波生物的“重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维”薇旖美获批，上市后保持强劲增长。2023 年 8 月 28 日，锦波生物的“注射用重组 III 型人源化胶原蛋白溶液”获批上市，产品矩阵持续丰富。

目前，国内获批胶原蛋白注射产品数量仍然较少，且以动物源胶原蛋白为主。人源化胶原蛋白相较于动物源胶原蛋白具有一定的优势，在产能上不受上游动物供给的限制，且不涉及免疫原性问题和病毒问题。但是由于人源化重组的工艺门槛较高，因此采用人源化重组胶原蛋白的产品相对稀缺。

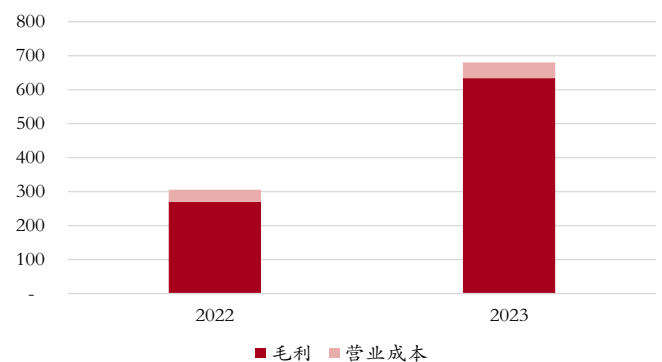
中国内地已获国家药监局批准上市的胶原蛋白填充产品仅有 7 款，公司的薇旖美为唯一一款采用人源化重组胶原蛋白的产品，具有稀缺性。薇旖美上市后实现快速放量，2021 年-2023 年销售量由 2.51 万支增长 57.60 万支，年均复合增速高达 379%。

图表 50. 薇旖美销售量（万支）



资料来源：锦波生物年报，中银证券

图表 51. 锦波生物医疗器械业务毛利及营业成本情况（单位：百万元）



资料来源：锦波生物年报，中银证券

2023 年锦波生物重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维、重组 III 型人源化胶原蛋白凝胶销售实现大幅增长，医疗器械收入达到 6.80 亿元，同比增长 122.7 %。此外，医疗器械业务的毛利率也在 2023 年呈现出明显的上升，达到 93.2%，同比提高 4.9 个百分点。

盈利预期

公司医疗器械业务涉及产品主要包括胶原蛋白植入（注射产品）、胶原蛋白敷料和抗 HPV 产品。

公司的胶原蛋白注射产品为市场中较为稀缺的人源化胶原蛋白，而目前胶原蛋白市场仍存在蓝海空间，公司胶原蛋白注射产品具有较大的增长潜力。公司的胶原蛋白注射产品在上市后保持快速放量，并在未来仍然有望凭借性能和稀缺性持续提高销售收入。预期公司 2024 年、2025 年和 2026 年胶原蛋白植入产品预期收入分别为 8.13 亿元、11.38 亿元和 14.79 亿元。

公司胶原蛋白敷料产品主要应用于医美后创面护理或其他医疗修护场景，基数相对较低，有望伴随医美市场规模的增长保持持续增长，我们预期公司胶原蛋白敷料业务收入将保持稳健增长，2024 年、2025 年和 2026 年收入分别为 2.15 亿元、2.86 亿元和 3.72 亿元。

伴随着公司胶原蛋白注射及敷料产品收入的增长，我们预期公司医疗器械业务将保持优秀的增长水平，预期 2024 年、2025 年和 2026 年营业收入分别为 10.84 亿元、14.94 亿元和 19.32 亿元。胶原蛋白注射产品的毛利水平较高，伴随着产品放量公司医疗器械业务毛利率有望持续提升。

功能性护肤品业务方面，公司目前业务收入基数较低，有望凭借重组胶原蛋白的技术优势持续提升品牌影响力。此外，公司在原料方面和海外美妆个护巨头的合作也有望提升公司自有品牌的消费者认可度。预期公司功能性护肤品业务 2024 年、2025 年和 2026 年收入分别为 0.9 亿元、1.06 亿元和 1.25 亿元。同时，伴随着公司功能性业务收入的提升，有望形成规模效益并提升经营效率，毛利率有望持续提升。

原料业务方面，公司原料业务的规模目前较小，具备较大的增长潜力。公司目前已经进入国际美妆巨头欧莱雅的供应链，随着与美妆巨头的合作深入及新客户拓展，公司原料业务有望实现快速增长。预期公司原料业务 2024 年、2025 年和 2026 年营业收入分别为 0.39 亿元、0.62 亿元和 0.93 亿元。伴随着公司和海外美妆个护巨头的合作持续深入，逐步进入海外美妆巨头高端品牌的供应链，原料业务毛利率有望提升。

利润端方面，随着高毛利医疗器械产品的收入增长，公司毛利率有望进一步提高。公司规模持续扩大，有望持续提高经营效率，我们预期研发费用率与销售费用率稳中有降。预期公司 2024 年、2025 年和 2026 年归母净利润分别为 4.73 亿元、6.81 亿元和 9.10 亿元，对应 EPS 分别为 5.34 元、7.69 元和 10.28 元。

图表 52. 盈利预期

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
业务分拆					
医疗器械（百万元）	305	680	1,084	1,494	1,932
毛利（百万元）			1,013	1,403	1,824
毛利率(%)			94	94	94
胶原蛋白植入收入（百万元）			813	1138	1,479
胶原蛋白敷料收入（百万元）			215	286	372
抗 HPV 产品收入（百万元）			41	55	66
功能性护肤品（百万元）	68	76	90	106	125
毛利（百万元）			61	77	94
毛利率(%)			68	73	75
原料（百万元）	17	24	39	62	93
毛利（百万元）			32	54	82
毛利率(%)			84	87	88
营业收入（百万元）	390	780	1,212	1,662	2,150
毛利（百万元）	138	210	356	720	138
毛利率(%)	85	90	91	92	93
销售费用（百万元）	105	165	257	341	430
销售费用率(%)	27	21	21	21	20
研发费用（百万元）	45	92	135	179	226
研发费用率(%)	12	11	11	11	11
管理费用（百万元）	45	85	135	183	236
管理费用率(%)	11	12	11	11	11
归母净利润（百万元）	109	300	473	681	910
EPS（元）	1.23	3.39	5.34	7.69	10.28

资料来源：公司年报，中银证券

预期公司 2024 年、2025 年和 2026 年的 EPS 分别为 5.34 元、7.69 元和 10.28 元，根据 2024 年 7 月 1 日股价 2023 年市盈率为 44.32 倍，预期 2024 年市盈率为 28.11 倍，预期 2026 年市盈率为 14.60 倍。从 PEG 水平来看，公司预期 2023-2026 年的 EPS CAGR 为 45%，PEG 为 0.99 倍，与同业相比较低，存在提升空间。

选择医美行业公司作为可比公司，同业平均预期 2024 年市盈率为 23.72 倍，同业平均预期 2026 年市盈率为 15.63 倍，PEG 为 1.13 倍。虽然公司预期 2024 年市盈率高于行业平均，但是公司预期 2023 年-2026 年的 EPS 复合增速也高于同业平均水平。公司预期 2026 年市盈率及 PEG 均低于同业平均，估值存在提升空间。首次覆盖，给予买入评级。

图表 53. 盈利预期及可比公司估值

	EPS (元)				市盈率 (倍)				23-26E EPS 复合增速(%)	PEG (倍)
	2023	2024	2025	2026	2023	2024E	2025E	2026E		
爱美客	6.14	9.52	12.47	15.34	28.26	18.24	13.93	11.32	36	0.79
华熙生物	1.23	1.72	2.13	2.57	45.70	32.78	26.42	21.90	28	1.64
昊海生科	1.77	2.97	3.70	4.37	33.81	20.14	16.16	13.67	35	0.96
同业平均					35.92	23.72	18.84	15.63	33	1.13
锦波生物	3.39	5.34	7.69	10.28	44.32	28.11	19.52	14.60	45	0.99

资料来源: iFind, 中银证券 (爱美客、华熙生物及昊海生科盈利预期来自 iFind 一致预, 市盈率依据股价为 2024 年 7 月 1 日收盘价)

风险提示

产品销售不及预期风险: 公司核心产品薇旖美在公司销售收入中的占比较高，薇旖美为胶原蛋白医美注射针剂产品，医美产品的销售存在一定的不确定性。若薇旖美销售不及预期，会对公司业绩造成不利影响。

下游客户订单波动风险: 公司原料业务主要面向医疗器械及化妆品生产企业，企业订单存在周期，存在一定的波动。若公司下游客户订单取消，且公司未能及时拓展新客户，会对公司业绩产生不利影响。

竞争加剧影响: 若重组胶原蛋白行业内有效竞争者增加，公司将面临更加激烈的竞争，对于公司业绩增长和利润水平造成负面影响。

经济波动带来消费压力风险: 公司注射产品和敷料产品均应用于医美领域，医美属于可选消费领域，受到消费者偏好、经济能力等因素的影响。若经济波动对消费者造成较大的压力，会影响消费者在可选消费中的预算，对医美行业造成一定的影响。若医美行业整体承压，公司相关产品收入可能会受到负面影响。

利润表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	390	780	1,212	1,662	2,150
营业收入	390	780	1,212	1,662	2,150
营业成本	57	77	105	128	150
营业税金及附加	7	8	13	17	23
销售费用	105	165	257	341	430
管理费用	45	92	135	179	226
研发费用	45	85	135	183	236
财务费用	8	11	3	1	(2)
其他收益	7	13	7	9	10
资产减值损失	(2)	(3)	0	0	0
信用减值损失	(2)	(4)	(5)	(5)	(5)
资产处置收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	2	4	6
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	126	348	568	820	1,097
营业外收入	1	4	5	5	5
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	127	351	572	824	1,102
所得税	18	52	85	123	164
净利润	109	299	487	702	938
少数股东损益	0	(1)	15	21	28
归母净利润	109	300	473	681	910
EBITDA	154	395	642	920	1,245
EPS(最新股本摊薄, 元)	1.23	3.39	5.34	7.69	10.28

资料来源：公司公告，中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	253	753	907	1,347	1,899
货币资金	129	519	616	962	1,443
应收账款	56	127	157	232	271
应收票据	0	2	1	4	3
存货	44	66	85	98	117
预付账款	15	18	28	28	37
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	9	20	21	23	28
非流动资产	563	682	927	1,145	1,432
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	360	361	480	596	708
无形资产	18	25	90	156	217
其他长期资产	184	296	356	394	508
资产合计	816	1,435	1,834	2,493	3,332
流动负债	132	262	270	363	431
短期借款	25	69	50	80	110
应付账款	34	54	67	80	92
其他流动负债	73	139	154	203	228
非流动负债	243	219	230	249	290
长期借款	57	31	40	60	100
其他长期负债	186	188	190	189	190
负债合计	375	481	501	612	720
股本	62	68	89	89	89
少数股东权益	1	(1)	14	35	63
归属母公司股东权益	440	954	1,319	1,845	2,548
负债和股东权益合计	816	1,435	1,834	2,493	3,332

资料来源：公司公告，中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	109	299	487	702	938
折旧摊销	26	49	79	112	165
营运资金变动	(3)	(37)	(23)	(34)	(33)
其他	(8)	(15)	(6)	1	(10)
经营活动现金流	124	296	537	780	1,061
资本支出	(100)	(152)	(315)	(335)	(450)
投资变动	0	0	0	0	0
其他	4	1	2	4	6
投资活动现金流	(96)	(151)	(313)	(331)	(444)
银行借款	27	18	(10)	50	70
股权融资	(78)	220	(107)	(155)	(207)
其他	82	7	(9)	2	0
筹资活动现金流	31	245	(127)	(103)	(136)
净现金流	59	389	97	347	480

资料来源：公司公告，中银证券预测

财务指标

年结日：12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长率(%)	67.2	100.0	55.4	37.1	29.4
营业利润增长率(%)	98.2	175.7	63.3	44.3	33.8
归属于母公司净利润增长率(%)	90.2	174.6	57.7	44.0	33.7
息税前利润增长率(%)	128.5	170.2	62.8	43.6	33.6
息税折旧前利润增长率(%)	95.6	156.7	62.6	43.3	35.3
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	90.2	174.6	57.7	44.0	33.7
获利能力					
息税前利润率(%)	32.8	44.3	46.4	48.7	50.2
营业利润率(%)	32.4	44.6	46.9	49.4	51.0
毛利率(%)	85.4	90.2	91.3	92.3	93.0
归母净利润率(%)	28.0	38.4	39.0	41.0	42.3
ROE(%)	24.8	31.4	35.8	36.9	35.7
ROIC(%)	16.7	24.4	30.5	31.7	31.0
偿债能力					
资产负债率	0.5	0.3	0.3	0.2	0.2
净负债权益比	0.2	(0.3)	(0.3)	(0.4)	(0.4)
流动比率	1.9	2.9	3.4	3.7	4.4
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.8	0.7
应收账款周转率	8.8	8.5	8.5	8.5	8.5
应付账款周转率	17.3	17.7	20.0	22.6	24.9
费用率					
销售费用率(%)	26.9	21.1	21.2	20.5	20.0
管理费用率(%)	11.4	11.8	11.1	10.8	10.5
研发费用率(%)	11.6	10.9	11.1	11.0	11.0
财务费用率(%)	2.1	1.4	0.3	0.1	(0.1)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.2	3.4	5.3	7.7	10.3
每股经营现金流(最新摊薄)	1.4	3.3	6.1	8.8	12.0
每股净资产(最新摊薄)	5.0	10.8	14.9	20.8	28.8
每股股息	0.0	1.0	1.2	1.7	2.3
估值比率					
P/E(最新摊薄)	121.7	44.3	28.1	19.5	14.6
P/B(最新摊薄)	30.2	13.9	10.1	7.2	5.2
EV/EBITDA	46.2	44.4	20.1	13.7	9.8
价格/现金流(倍)	107.2	44.9	24.7	17.0	12.5

资料来源：公司公告，中银证券预测

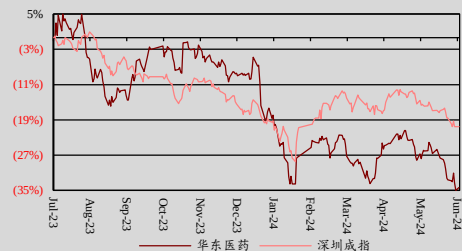
000963.SZ

买入

市场价格:人民币 28.10

板块评级:强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(30.8)	(11.2)	(10.5)	(35.2)
相对深圳成指	(24.9)	(5.7)	(2.2)	(15.5)

发行股数 (百万)	1,754.33
流通股 (百万)	1,750.90
总市值 (人民币 百万)	49,296.60
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	367.90
主要股东	
中国远大集团有限责任公司	41.66

资料来源:公司公告, Wind, 中银证券
以 2024 年 7 月 1 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物:化学制药

证券分析师:梁端玉

duanyu.liang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300523090003

证券分析师:刘恩阳

enyang.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300523090004

华东医药

医美业务保持稳健增长, 产品矩阵持续扩充

医美业务保持稳健增长, 国内全资子公司欣可丽美学 2024Q1 实现营业收入 2.57 亿元, 同比增长 22.65%。公司新型高端含利多卡因注射用透明质酸钠填充剂 MaiLi Extreme 在中国的三类医疗器械注册申请已获得受理。维持买入评级。

支撑评级的要点

- 业绩保持稳健增长。华东医药 2023 年实现营业收入 406.24 亿元, 同比增长 7.71%, 实现归母净利润 28.39 亿元, 同比增长 13.59%, 实现扣非归母净利润 27.37 亿元, 同比增长 13.55%。公司 2023 年毛利率为 32.40%, 同比提高 0.50pct。公司 2024Q1 实现营业收入 104.11 亿元, 同比增长 2.93%, 实现归母净利润 8.62 亿元, 同比增长 14.18%, 实现扣非归母净利润 8.38 亿元, 同比增长 10.66%。
- 医美业务保持稳健增长, 国内医美重点产品落地工作持续推进。医美板块 2024 年一季度合计实现营业收入 6.30 亿元 (剔除内部抵消), 同比增长 25.30%。全资子公司英国 Sinclair 2024Q1 实现合并营业收入约 2.72 亿元人民币, 同比下降 4.40%, 全球医美需求受到宏观经济增长放缓影响有所波动。公司国内全资子公司欣可丽美学 2024Q1 实现营业收入 2.57 亿元, 同比增长 22.65%, 环比 2023 年第四季度增长 13.38%。公司新型高端含利多卡因注射用透明质酸钠填充剂 MaiLi Extreme 中国临床试验顺利达成主要研究终点, 并显示出良好的产品安全性数据, 在中国的三类医疗器械注册申请已获得受理。
- 医药创新成果逐步兑现。2023 年公司利拉鲁肽注射液糖尿病、肥胖或超重适应症相继获批上市, 均为国产首家。同时, 公司多项重磅创新产品提交了上市申请: 全球首创 ADC 药物索米妥昔单抗注射液已于 2023 年 10 月获受理; 乌司奴单抗注射液 QX001S 国内首家递交 BLA 并获受理, 用于斑块银屑病治疗; 注射用利纳西普用于治疗冷吡淋相关的周期性综合征和复发性心包炎的两个适应症上市申请也均获 NMPA 受理。

估值

- 预期公司 2024 年、2025 年和 2026 年归母净利润分别为 34.47 亿元、41.13 亿元和 49.75 亿元, 对应 EPS 分别为 1.96 元、2.34 元和 2.84 元。根据 2024 年 7 月 1 日收盘价, 2024、2025 年和 2026 年预期市盈率分别为 14.3 倍、12.0 倍和 9.9 倍。维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 产品研发不达预期; 汇率波动; 销售低于预期风险; 医保谈判降价风险等。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入(人民币 百万)	37,715	40,624	45,112	50,031	55,547
增长率(%)	9.1	7.7	11.0	10.9	11.0
EBITDA(人民币 百万)	3,864	4,380	5,225	6,162	7,265
归母净利润(人民币 百万)	2,499	2,839	3,447	4,113	4,975
增长率(%)	8.6	13.6	21.4	19.4	20.9
最新股本摊薄每股收益(人民币)	1.42	1.62	1.96	2.34	2.84
市盈率(倍)	19.7	17.4	14.3	12.0	9.9
市净率(倍)	2.7	2.3	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA(倍)	20.8	15.9	8.6	6.9	5.6
每股股息 (人民币)	0.3	0.6	0.7	0.8	1.0
股息率(%)	0.6	1.4	2.5	3.0	3.6

资料来源:公司公告, 中银证券预测

利润表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	37,715	40,624	45,112	50,031	55,547
营业收入	37,715	40,624	45,112	50,031	55,547
营业成本	25,682	27,462	29,833	32,484	35,396
营业税金及附加	208	233	239	275	306
销售费用	6,335	6,645	7,534	8,430	9,443
管理费用	1,249	1,420	1,624	1,901	2,139
研发费用	1,016	1,271	1,579	1,851	2,166
财务费用	78	51	47	34	28
其他收益	93	172	95	90	105
资产减值损失	(4)	(7)	(5)	(5)	(5)
信用减值损失	(69)	(26)	(60)	(50)	(40)
资产处置收益	8	4	4	4	4
公允价值变动收益	28	(14)	0	0	0
投资收益	(142)	(220)	(80)	(70)	(60)
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	3,061	3,453	4,211	5,024	6,074
营业外收入	8	51	17	15	13
营业外支出	38	37	37	38	39
利润总额	3,031	3,466	4,190	5,001	6,048
所得税	498	620	691	825	998
净利润	2,533	2,846	3,499	4,176	5,050
少数股东损益	33	8	52	63	76
归母净利润	2,499	2,839	3,447	4,113	4,975
EBITDA	3,864	4,380	5,225	6,162	7,265
EPS(最新股本摊薄, 元)	1.42	1.62	1.96	2.34	2.84

资料来源：公司公告，中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	17,568	18,497	22,341	26,273	31,231
货币资金	3,996	4,663	6,000	9,378	11,474
应收账款	7,199	7,455	8,818	9,229	10,808
应收票据	8	7	10	9	12
存货	4,495	4,290	5,254	5,138	6,186
预付账款	500	279	567	354	650
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	1,369	1,802	1,692	2,165	2,102
非流动资产	13,624	15,013	14,632	14,679	14,727
长期投资	2,020	2,101	2,101	2,101	2,101
固定资产	3,982	4,140	4,655	5,069	5,469
无形资产	2,280	2,334	2,439	2,403	2,272
其他长期资产	5,343	6,438	5,438	5,106	4,885
资产合计	31,192	33,509	36,973	40,952	45,957
流动负债	10,153	10,803	11,933	13,056	14,571
短期借款	948	822	1,000	1,300	1,600
应付账款	4,873	4,375	5,671	5,268	6,652
其他流动负债	4,332	5,605	5,262	6,488	6,319
非流动负债	1,863	1,124	1,194	1,349	1,571
长期借款	1,051	521	500	700	900
其他长期负债	811	604	694	649	671
负债合计	12,016	11,927	13,127	14,405	16,143
股本	1,754	1,754	1,754	1,754	1,754
少数股东权益	599	535	587	650	726
归属母公司股东权益	18,578	21,048	23,259	25,898	29,089
负债和股东权益合计	31,192	33,509	36,973	40,952	45,957

资料来源：公司公告，中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	2,533	2,846	3,499	4,176	5,050
折旧摊销	712	819	986	1,128	1,212
营运资金变动	(828)	303	(1,449)	215	(1,620)
其他	(35)	(39)	555	(116)	191
经营活动现金流	2,382	3,929	3,592	5,403	4,835
资本支出	(1,193)	(1,607)	(885)	(1,035)	(1,330)
投资变动	(763)	(95)	0	0	0
其他	(479)	(49)	(74)	(66)	(55)
投资活动现金流	(2,436)	(1,751)	(959)	(1,101)	(1,385)
银行借款	622	(656)	157	500	500
股权融资	(563)	(998)	(1,235)	(1,474)	(1,783)
其他	(158)	261	(217)	51	(70)
筹资活动现金流	(100)	(1,393)	(1,296)	(924)	(1,353)
净现金流	(153)	785	1,337	3,378	2,096

资料来源：公司公告，中银证券预测

财务指标

年结日：12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长率(%)	9.1	7.7	11.0	10.9	11.0
营业利润增长率(%)	7.2	12.8	22.0	19.3	20.9
归属于母公司净利润增长率(%)	8.6	13.6	21.4	19.4	20.9
息税前利润增长率(%)	12.6	13.0	19.0	18.8	20.2
息税折旧前利润增长率(%)	13.7	13.4	19.3	17.9	17.9
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	8.6	13.6	21.4	19.4	20.9
获利能力					
息税前利润率(%)	8.4	8.8	9.4	10.1	10.9
营业利润率(%)	8.1	8.5	9.3	10.0	10.9
毛利率(%)	31.9	32.4	33.9	35.1	36.3
归母净利润率(%)	6.6	7.0	7.6	8.2	9.0
ROE(%)	13.5	13.5	14.8	15.9	17.1
ROIC(%)	12.3	12.5	13.8	14.5	15.5
偿债能力					
资产负债率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
净负债权益比	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.3)	(0.3)
流动比率	1.7	1.7	1.9	2.0	2.1
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
应收账款周转率	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5
应付账款周转率	8.6	8.8	9.0	9.1	9.3
费用率					
销售费用率(%)	16.8	16.4	16.7	16.9	17.0
管理费用率(%)	3.3	3.5	3.6	3.8	3.9
研发费用率(%)	2.7	3.1	3.5	3.7	3.9
财务费用率(%)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.4	1.6	2.0	2.3	2.8
每股经营现金流(最新摊薄)	1.4	2.2	2.0	3.1	2.8
每股净资产(最新摊薄)	10.6	12.0	13.3	14.8	16.6
每股股息	0.3	0.6	0.7	0.8	1.0
估值比率					
P/E(最新摊薄)	19.7	17.4	14.3	12.0	9.9
P/B(最新摊薄)	2.7	2.3	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	20.8	15.9	8.6	6.9	5.6
价格/现金流(倍)	20.7	12.5	13.7	9.1	10.2

资料来源：公司公告，中银证券预测

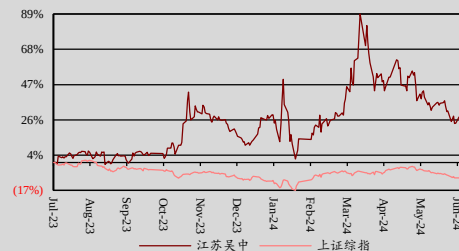
600200.SH

买入

市场价格:人民币 9.22

板块评级:强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	8.6	(8.5)	(21.8)	27.9
相对上证综指	9.2	(4.0)	(17.5)	35.9

发行股数 (百万)	712.29
流通股 (百万)	710.88
总市值 (人民币 百万)	6,567.28
3个月日均交易额 (人民币 百万)	434.64
主要股东	
苏州吴中投资控股有限公司	17.24

资料来源:公司公告, Wind, 中银证券
以 2024 年 7 月 1 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物:化学制药

证券分析师:梁端玉

duanyu.liang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300523090003

证券分析师:刘恩阳

enyang.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300523090004

江苏吴中

医美核心产品 AestheFill 前景可期

公司通过“并购+自研”战略逐步丰富医美产品矩阵。AestheFill 已在全球 60 余个国家和地区上市销售,中国内地首发覆盖 75 家机构,前景可期。维持买入评级。

支撑评级的要点

- 公司通过“并购+自研”战略逐步丰富医美产品矩阵。公司医美管线包括 HARA 玻尿酸、重组胶原蛋白填充剂和去氧胆酸注射液(溶脂针)等。HARA 是韩国医美企业 Humedix 旗下的高端玻尿酸产品,江苏吴中于 2021 年 7 月通过增资入股方式,战略控股尚礼生物下属公司尚礼汇美 60%股权从而获得了在中国内地地区对 HARA 玻尿酸的独家销售代理权。
- AestheFill 获批医美业务未来可期。公司在 2023 年积极推进 AestheFill 的注册审评工作,并于 2024 年 1 月收到《医疗器械注册证》。此外, AestheFill 的首发机构发布会于 4 月 23 日在北京举办,75 家首批合作机构名单揭晓,包括上海艺星、上海美艾、深圳阳光及深圳联合丽格等。AestheFill 为韩国知名医美企业 REGEN 研发的再生类医美注射产品,截至 2024 年 4 月已在全球 60 余个国家和地区上市销售。
- 胶原蛋白布局持续推进,多元化引进前沿技术。公司依托中凯生物制药厂在重组蛋白药物领域的研发和产业化基础,深度布局重组胶原蛋白领域。2022 年 7 月,吴中美学与浙江大学杭州国际科创中心成立了“生物与分子智造平台-吴中美学重组胶原蛋白联合实验室”,开展重组胶原蛋白创新型研究。联合实验室创新性地使用 AI 驱动蛋白质设计技术和高通量生物铸造装置进行重组 III 型胶原蛋白的开发。2023 年 10 月,吴中美学与南京东万签署《投资及技术合作协议》,取得对方重组人胶原蛋白原料在合作领域内的独家经销权与独家开发权,该胶原蛋白通过 CHO 细胞体系表达,并由中国食品药品检定研究院出具的检测报告认为其具有胶原蛋白三螺旋结构。目前,吴中美学与南京东万正在共同推进基于该重组人胶原蛋白原料开发的相关医美植入剂产品。

估值

- 预期公司 2024 年、2025 年、2026 年归母净利润为 1.07 亿元、2.28 亿元和 3.24 亿元,对应 EPS 分别为 0.15 元、0.32 元和 0.45 元。根据 2024 年 7 月 1 日收盘价,预期 2024 年、2025 年和 2026 年预期市盈率分别为 61.6 倍、22.8 倍和 20.3 倍。维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 产品上市失败风险、消费市场波动及产品推广不及预期风险、行业政策变动风险。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入(人民币 百万)	2,026	2,240	2,738	3,351	3,933
增长率(%)	14.1	10.5	22.2	22.4	17.4
EBITDA(人民币 百万)	21	15	246	398	537
归母净利润(人民币 百万)	(76)	(72)	107	228	324
增长率(%)	(435.4)	(5.6)	(248.2)	113.7	42.1
最新股本摊薄每股收益(人民币)	(0.11)	(0.10)	0.15	0.32	0.45
市盈率(倍)	(86.2)	(91.3)	61.6	28.8	20.3
市净率(倍)	3.6	3.8	3.5	3.2	2.7
EV/EBITDA(倍)	266.9	397.8	28.5	16.2	12.4
每股股息(人民币)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源:公司公告, 中银证券预测

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,026	2,240	2,738	3,351	3,933
营业收入	2,026	2,240	2,738	3,351	3,933
营业成本	1,447	1,696	1,897	2,148	2,426
营业税金及附加	14	14	17	21	25
销售费用	448	403	446	576	698
管理费用	117	116	120	144	165
研发费用	29	39	69	136	184
财务费用	71	72	74	73	72
其他收益	13	5	4	4	3
资产减值损失	(2)	(1)	(2)	(2)	(2)
信用减值损失	1	(2)	(3)	(3)	(4)
资产处置收益	0	(1)	(1)	(2)	(1)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	12	29	12	14	13
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	(75)	(72)	124	265	373
营业外收入	1	3	2	2	7
营业外支出	2	2	2	2	2
利润总额	(75)	(71)	124	266	378
所得税	3	3	14	31	44
净利润	(78)	(74)	110	235	334
少数股东损益	(2)	(3)	3	7	10
归母净利润	(76)	(72)	107	228	324
EBITDA	21	15	246	398	537
EPS(最新股本摊薄, 元)	(0.11)	(0.10)	0.15	0.32	0.45

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,730	3,001	2,858	3,382	3,476
货币资金	1,477	1,713	1,260	1,832	1,614
应收账款	859	949	1,181	1,053	1,350
应收票据	0	179	40	228	86
存货	113	107	156	142	195
预付账款	26	11	31	16	37
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	254	43	191	110	194
非流动资产	1,180	1,326	1,377	1,425	1,535
长期投资	626	698	698	698	698
固定资产	223	210	199	178	154
无形资产	102	118	206	281	343
其他长期资产	229	300	273	268	341
资产合计	3,910	4,327	4,235	4,807	5,011
流动负债	1,856	2,379	2,145	2,487	2,355
短期借款	1,370	1,583	1,500	1,500	1,500
应付账款	240	276	301	352	385
其他流动负债	246	520	344	635	470
非流动负债	231	186	219	214	217
长期借款	165	127	150	150	150
其他长期负债	65	59	69	64	67
负债合计	2,086	2,565	2,364	2,701	2,571
股本	712	712	712	712	712
少数股东权益	20	17	21	28	38
归属母公司股东权益	1,804	1,744	1,851	2,078	2,402
负债和股东权益合计	3,910	4,327	4,235	4,807	5,011

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	(78)	(74)	110	235	334
折旧摊销	49	48	62	76	108
营运资金变动	237	267	(458)	389	(444)
其他	(152)	(444)	79	53	64
经营活动现金流	56	(204)	(206)	753	61
资本支出	(42)	(83)	(123)	(120)	(220)
投资变动	(109)	(64)	0	0	0
其他	212	506	15	10	13
投资活动现金流	61	359	(108)	(110)	(207)
银行借款	252	175	(60)	0	0
股权融资	(35)	1	0	0	0
其他	(102)	(52)	(78)	(71)	(73)
筹资活动现金流	115	124	(138)	(71)	(73)
净现金流	232	279	(453)	572	(219)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长率(%)	14.1	10.5	22.2	22.4	17.4
营业利润增长率(%)	(305.8)	(4.0)	(271.8)	113.8	40.6
归属于母公司净利润增长率(%)	(435.4)	(5.6)	(248.2)	113.7	42.1
息税前利润增长率(%)	(23.7)	14.5	(660.2)	75.7	33.5
息税折旧前利润增长率(%)	48.6	(28.5)	1,554.0	62.0	35.0
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	(435.4)	(5.6)	(248.2)	113.7	42.1
获利能力					
息税前利润率(%)	(1.4)	(1.5)	6.7	9.6	10.9
营业利润率(%)	(3.7)	(3.2)	4.5	7.9	9.5
毛利率(%)	28.6	24.3	30.7	35.9	38.3
归母净利润率(%)	(3.8)	(3.2)	3.9	6.8	8.2
ROE(%)	(4.2)	(4.1)	5.8	11.0	13.5
ROIC(%)	(0.9)	(1.0)	4.5	7.5	9.2
偿债能力					
资产负债率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.5
净负债权益比	0.0	0.0	0.2	(0.1)	0.0
流动比率	1.5	1.3	1.3	1.4	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7	0.8
应收账款周转率	2.5	2.5	2.6	3.0	3.3
应付账款周转率	10.9	8.7	9.5	10.3	10.7
费用率					
销售费用率(%)	22.1	18.0	16.3	17.2	17.7
管理费用率(%)	5.8	5.2	4.4	4.3	4.2
研发费用率(%)	1.4	1.8	2.5	4.1	4.7
财务费用率(%)	3.5	3.2	2.7	2.2	1.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	(0.1)	(0.1)	0.1	0.3	0.5
每股经营现金流(最新摊薄)	0.1	(0.3)	(0.3)	1.1	0.1
每股净资产(最新摊薄)	2.5	2.4	2.6	2.9	3.4
每股股息	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值比率					
P/E(最新摊薄)	(86.2)	(91.3)	61.6	28.8	20.3
P/B(最新摊薄)	3.6	3.8	3.5	3.2	2.7
EV/EBITDA	266.9	397.8	28.5	16.2	12.4
价格/现金流(倍)	116.7	(32.2)	(31.8)	8.7	107.1

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371