爱美客(300896.SZ)

公司研究/动态报告

颜值时代“黄金赛道”生长出的轻医美龙头

—爱美客动态报告

动态报告/传媒行业　　2020 年 12 月 14 日

报告摘要:

- **身处“黄金赛道”，壁垒高盈利强行业增速快**

医美行业上游进入壁垒高，盈利强，且医美产品报批难，研发时间长，最先获得细分品类准入证的厂商将在一定期限内垄断市场，独占细分行业红利，具备先发优势的公司有望长期享受行业红利。此外，中国医美渗透率逐年提升，而以玻尿酸注射为代表的非手术类医美具有消费频次高、复购率高的特点，终端客户需进行定期注射以保持预期的修复效果，从而形成周期性的刚需，客户粘性较强。预计至 2020 年，我国医美市场有望达到 3150 亿元，而预计到 2022 年，国内轻医美市场规模有望超越 1200 亿元。

- **精准踩点提前布局+差异化产品精准定位，铸就爱美客龙头地位**

公司从 2009 年起，10 年间推出六类产品，且多类产品为国内首款，体现了公司的研发创新能力和管理层卓越的战略规划能力，且相继打造了爱芙莱、嗨体等知名度高的优秀产品。公司差异化销售策略和精准营销定位奠定了公司在销售端的优势。公司产品力、销售能力和战略布局能力持续并有望继续得到验证。

- **丰富产品矩阵+强化营销，公司未来业绩确定性强**

公司在研产品包括童颜针、肉毒素和减重塑型生物药品，其中童颜针作为国内首款获证的Ⅲ类医疗器械产品，具有独占性市场优势。公司注重品牌塑造和医疗机构合作，形成以直销为主、经销为辅的营销体系，有利于强化扁平化管理，协同效应外溢作用显著。

- **利拉鲁肽获批可开展临床试验，可用于慢性体重管理**

公司控股子公司若波特生物在研的利拉鲁肽注射液已获批可按生物类似药途径开展临床试验，该药品主要用于承认 2 型糖尿病患者控制血糖，在此基础上国外已有针对慢性体重管理的新适应症临床开发，但国内目前尚未获批。根据招股书募投项目进度，预计临床研究需要四年左右时间。公司未来有望在目前的面颈部填充物主“赛道”基础上，进一步打造减肥体重管理的业务板块。

- **投资建议**

公司战略清晰，围绕面颈部注射“轻医美”领域不断拓展新产品，产品线及产能储备充足，我们看好公司在颜值经济时代的增长潜力，预计公司 20/21/22 年实现归母净利润 4.15 亿元、5.61 亿元和 7.91 亿元，对应 PE 分别为 174X、129X 和 91X，行业可比公司华熙生物 21 年/22 年 PE 73X/54X，考虑行业前景、公司业绩增速，以及公司目前在行业的龙头地位和未来的产品线布局，给予一定估值溢价，首次覆盖，给予“推荐”评级。

- **风险提示**

产品竞争加强风险；产品研发进度不及预期的风险。

盈利预测与财务指标

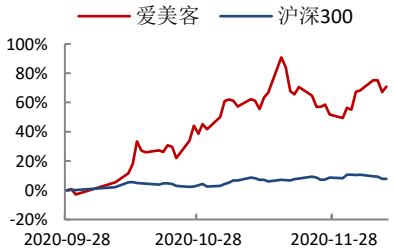
项目/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	558	709	1,040	1,477
增长率（%）	73.7%	27.1%	46.8%	42.0%
归属母公司股东净利润（百万元）	306	415	561	791
增长率（%）	148.7%	35.7%	35.4%	41.0%
每股收益（元）	2.54	3.45	4.67	6.58
PE（现价）	228.57	173.96	128.52	91.13
PB	0.00	15.53	13.85	11.66

推　荐　　首次评级

当前价格：　600.00

交易数据	2020-12-11
近 12 个月最高/最低(元)	664.00/311.00
总股本（百万股）	120.20
流通股本（百万股）	26.01
流通股比例（%）	21.67
总市值（亿元）	698
流通市值（亿元）	151

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：刘欣

执业证号：S0100519030001

电话：010-85127512

邮箱：liuxin@mszq.com

分析师：钟奇

执业证号：S0100518110001

电话：010-85127513

邮箱：zhongqi@mszq.com

相关研究

目录

一、为什么是嗨体？为什么是爱美客？ 3
（一）为什么是嗨体？专门性产品+“天鹅颈”营销 3
（二）为什么是爱美客？精准踩点提前布局+差异化产品精准定位 4
1、精准踩点提前布局，公司极具前瞻性眼光 4
2、产品差异化发售，营销精准定位，公司明确竞争优势 5
二、壁垒高盈利强，行业发展受益于产品和营销 7
（一）“黄金赛道”：壁垒高、盈利强 7
1、医美行业上游进入壁垒高，盈利强，牌照赋予政策红利期 7
2、非手术类产品客户粘度高、复购率高 8
（二）复盘国外，行业发展逻辑及龙头公司是怎么做的？供给+营销 9
1、行业端：技术进步、营销平台建立促成了美国市场两次拐点 9
2、企业端：品类差异化扩张、营销体系完善促进国际头部企业发展 10
三、爱美客如何守住先发优势？丰富产品矩阵+强化营销 11
（一）产品矩阵多样，在研产品丰富，高毛利获将维持 11
（二）直销为主打造品牌，经销为辅扩展市场 12
四、产品多寡头垄断，未来增量空间显著 13
（一）现有产品 13
（二）在研产品 13
五、盈利预测与投资建议 14
六、风险提示 14
插图目录 16
表格目录 16

一、为什么是嗨体？为什么是爱美客？

（一）为什么是嗨体？专门性产品+“天鹅颈”营销

嗨体（注射用透明质酸钠复合溶液）是爱美客于 2016 年底发布的国内首款应用于颈纹修复的注射材料，其上市之初就由于戳中当下女性颈纹困扰、产品见效快（一般注射后 24 小时即可见明显效果）、安全性高等原因迅速火爆全网，成为抗衰除皱的 “液态超声刀”。**嗨体迅速火爆全网的原因，我们认为主要是产品的差异化和市场的“天鹅颈”营销。**

从需求端来看，“天鹅颈”营销使得女性逐渐关注起颈纹。颈部皮肤薄、脂肪少，支撑力弱，容易出现颈纹，而颈纹属于静态纹，一旦出现多呈 U 型，粗厚明显，容易显老，成为当代年轻女性的主要困扰之一。2016 年起，随着刘诗诗、倪妮等女明星天鹅颈营销的风靡全网和“一条颈纹老 5 岁”论调的悄然出现，年轻女性开始将注意力从“脸部”延伸至“颈部”，“美颈”接替“美脸”成为医美市场增长的第二曲线。根据百度指数的数据，2016 年开始，搜索引擎中 “颈纹如何消除”的搜索指数快速增长，较 2014 年增长近一倍，2019 年，随着消费者教育的逐渐成熟和流量时代嗨体去颈纹效果的迅速传播，市场对于颈纹消除的关注度又提升了一个台阶。

图1：2015 年开始市场对于颈纹的关注逐渐加深



资料来源：百度指数，民生证券研究院

从供给端来看，嗨体作为颈纹细分领域产品，其差异性专业定位赋予其独特市场价值。在嗨体上市以前，消除颈纹的方式主要包括三种：注射玻尿酸（容易出现脖子“起棱”）、微针（主要是伊肤泉去颈纹套组，但效果不明显）和热玛吉（效果较好，但疼痛感明显），这几种方式限制性明显，对颈纹的治疗效果都不是最佳，难以直接解决颈纹困扰。

嗨体作为国内唯一经药监局批准的针对颈部皱纹改善的 III 类医疗器械，其成分主要包括非交联透明质酸、多种氨基酸、L-肌肽和维生素，**专门针对颈纹细分市场，**通过非交联技术改善了玻尿酸去颈纹不易吸收，容易“起棱”的缺陷，成功异军突起成为消费者的主要选择。

表1：嗨体去颈纹优势明显

去颈纹方式	主要特点
玻尿酸	主要采用**交联技术**，塑性效果好，适用于填充下巴、鼻梁、太阳穴等，但交联剂不易被人体吸收，易残留，**在去除颈纹的过程中打得太浅容易出现“肉条”**
热玛吉	通过无数点阵的集束热传递方式深入皮下，使皮下温度提升到 75℃左右，胶原蛋白在此温度下得以快速增生，**效果较好但疼痛感较强**
微针	通过微针滚轮刺破皮肤，促进有效成分渗透，同时刺激皮肤的新生代谢和组织新生，但由于没有深入到真皮层，**效果不佳**
嗨体	主要成分为**非交联透明质酸**、多种氨基酸、L-肌肽及维生素 B2 ，通过注射的方式，直接作用于颈部**真皮层**，可以促进真皮层胶原蛋白的合成，从而达到抗衰老、增加皮肤含水量、提高皮肤弹性的综合效果

资料来源：新氧，39 问医生，民生证券研究院

（二）为什么是爱美客？精准踩点提前布局+差异化产品精准定位

公司 2011 年立项“嗨体”，而当时医美行业才刚刚进入发展时期，医疗机构大多借鉴日韩市场，以贴近“韩式整形”作为自身主要卖点，国外产品占据行业主导，轻医美刚刚崭露头角且大多数消费者的关注点还主要在脸部整形。因此，爱美客在 2011 年就意识到颈部除皱的广阔市场并且迅速进行立项、研发、配方筛选，我们认为是**与其极具前瞻性的战略眼光、差异化产品战略和产品的精准定位密不可分的。**

1、精准踩点提前布局，公司极具前瞻性眼光

公司发布多种国内首款医美产品，提前布局占山为王。公司成立于 2004 年，2009 年上市国内首款透明质酸钠类填充剂（逸美），打破国内机构始终依赖进口产品的局面；2012 年，公司发布国内第一款含 PVA 微球的长效透明质酸注射产品“宝尼达”；2015 年，公司上市国内第一款含利多卡因的透明质酸注射产品“爱芙莱/爱美飞”，解决治疗过程中疼痛感明显的问题；2016 年，公司上市国内首款适用颈纹修复的透明质酸注射产品“嗨体”；2019 年，上市国内首款面部埋植线产品“紧恋”。

表2：公司主要产品

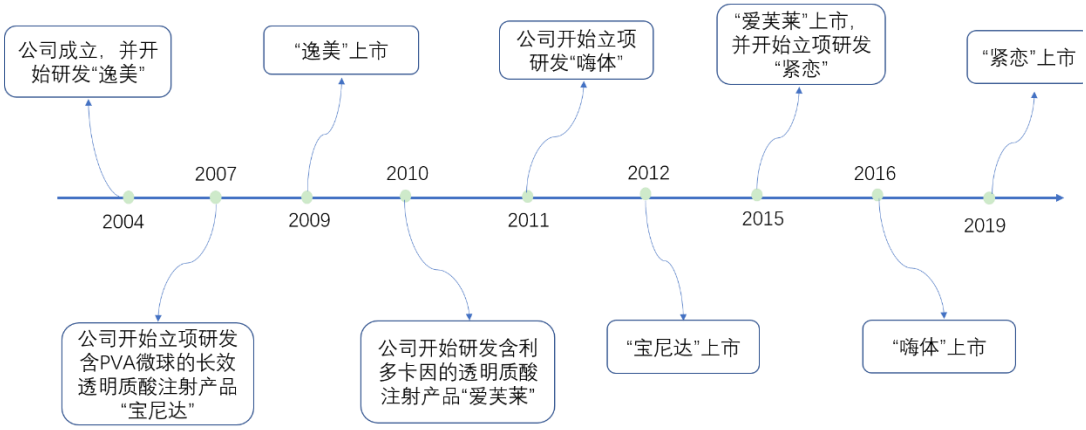
产品	上市时间	产品特点
医用羟丙基甲基纤维素-透明质酸钠溶液（逸美）	2009 年 10 月	国内首款透明质酸钠类填充剂
医用含聚乙烯醇凝胶微球的透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶（宝尼达）	2012 年 10 月	定位是长效产品+高价产品，解决骨流失+凹陷的问题，对医生的技艺水平要求较高，产品定位高端消费人群，目前宝尼达在长效注射填充剂的市场份额为第四
注射用修饰透明质酸钠凝胶（爱芙莱、爱美飞）	2015 年 4 月	透明质端纳+利多卡因，国内首款含利多卡因透明质酸钠注射材料，使用过程中可以减轻消费者疼痛感
注射用透明质酸钠符合溶液（嗨体）	2016 年 12 月	国内首款用于修复颈纹的复合注射材料
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	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	国内首款面部埋植线产品

资料来源：公司招股书，民生证券研究院

从时间间隔来看，考虑到研发周期，我们认为公司至少在任一新款产品上市之前，就开始对后续产品进行布局，精准踩点果断研发。一般而言，公司产品从立项、配方筛选、第三方检测到生产调试等研发生产各个环节，平均要花费 5 年时间。这意味着，公司在“逸美”尚未上市之前

就开始对“宝尼达”进行立项研究，即在整个市场对玻尿酸的接受度还未显著提升，甚至公司第一款产品都尚未发售前，就前瞻性的考虑到“长效”玻尿酸产品；同样的，在“宝尼达”尚未上市前，公司就考虑到治疗过程中的疼痛感问题，立项并研制“爱芙莱”，在市场尚未对颈部皱纹产生关注时布局“嗨体”，在玻尿酸红利尚未完全释放完时布局线雕产品“紧恋”。由此可见，**公司的前瞻性眼光和大胆投入的果断魄力是其能够多款首发、占据领先优势的主要原因。**

图2：公司产品立项、研发、上市发展历程



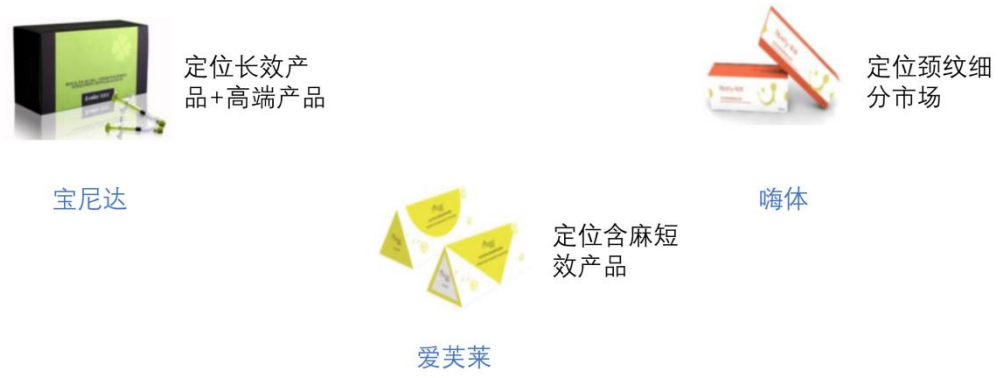
资料来源：公司公告、爱芙莱 Ifresh 搜狐号，民生证券研究院

2、产品差异化发售，营销精准定位，公司明确竞争优势

医美产品同质化明显，爱美客产品差异性定位直击市场痛点。如果说 2009 年公司推出国内首款透明质酸钠类填充剂（逸美）是利用先发优势打时间差，那么公司在后续发展中持续推出差异化产品直击市场痛点，通过创新性稳步提升公司产品的差异性价值和市场占有率，就是通过回归医美行业的本质---产品和配方，铸就自身价值护城河。

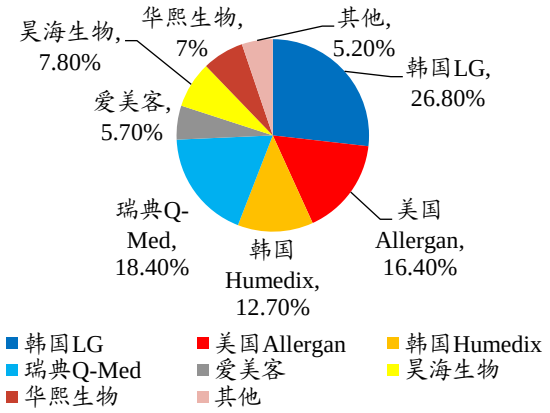
具体来看，**第一，公司玻尿酸具有产品梯度，**在逸美之后，公司推出了长效玻尿酸“宝尼达”定位高端，推出含利多卡因玻尿酸“爱芙莱”减轻疼痛，推出嗨体专注于颈纹细分市场，**产品差异度区分明显，满足市场差异性需求；第二，医美产品所具有的消费品属性使得产品使用舒适度成为重要影响因素，爱美客多种产品注重细节，**以童颜针为例，除了注重研发和配方，公司还创新性的将产品封装在预灌封注射器中，避免使用前预混合，降低感染风险和人工操作，考虑医生使用的便捷性和安全性；**第三，产品营销定位精准，明确竞争优势。**在上市策略方面，公司根据产品能够解决的问题、产品的独特性做市场定位，在宣发中明确产品竞争优势，培养消费者产品意识。

图3：公司产品差异度区分明显



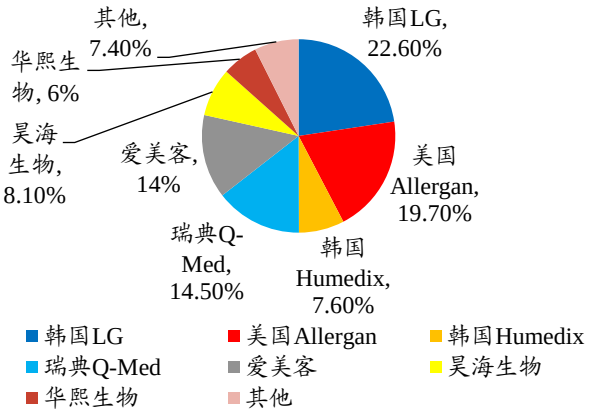
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图4：2016 年爱美客透明质酸钠市场占有率 5.7%



资料来源：弗若斯特沙利文分析（按销售金额占比），民生证券研究院

图5：2019 年爱美客透明质酸钠市场占有率 14%



资料来源：华经情报网，民生证券研究院

二、壁垒高盈利强，行业发展受益于产品和营销

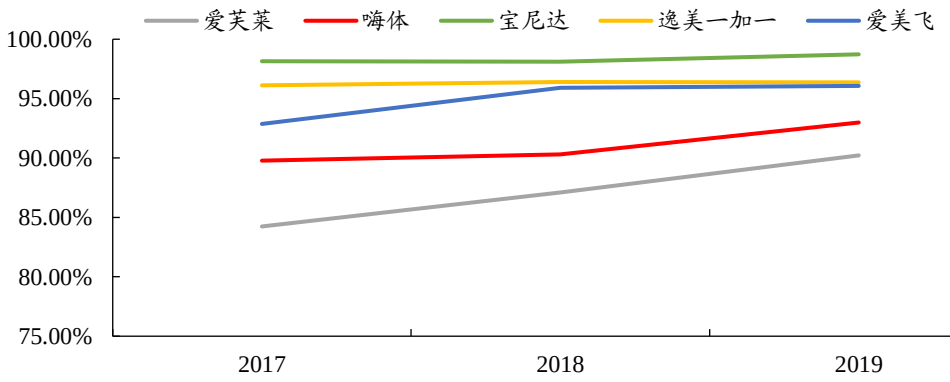
（一）“黄金赛道”：壁垒高、盈利强

1、医美行业上游进入壁垒高，盈利强，牌照赋予政策红利期

医美行业产业链包括上游原料厂商（华熙生物）和针剂厂商（爱美客），中游医疗机构（以民营医疗机构为主）和经销商，下游医美平台（新氧）和消费者，其中**上游进入壁垒主要表现为研发难、拿证难**。一方面，软组织修复材料的研发具有技术难度大、研发周期长、工艺路线复杂、对环境要求严格的特点，对于研发人员的技术储备、经验积累等综合素质有很高的要求；另一方面，生物医用材料形成的医疗器械产品，其生产企业和产品实行准入政策，从产品开发到上市需要经过若干环节的严格审核，相关产品注册证和生产企业许可证审批时间长、获取难度大。

上游厂商凭借技术溢价维持高毛利，盈利能力强。玻尿酸产品具有医药属性，前期研发周期长，研发费用高，产品上市后具有规模效应，毛利率往往较高。目前市场上的玻尿酸产品毛利率都在 90%以上，技术稀缺产品如宝尼达毛利率更高，约 99%。而鉴于研发壁垒和资质壁垒的存在，后续厂商难以进入行业圈和细分市场，产品高毛利或将维持。

图6：爱美客产品毛利率较高



资料来源：公司公告，民生证券研究院

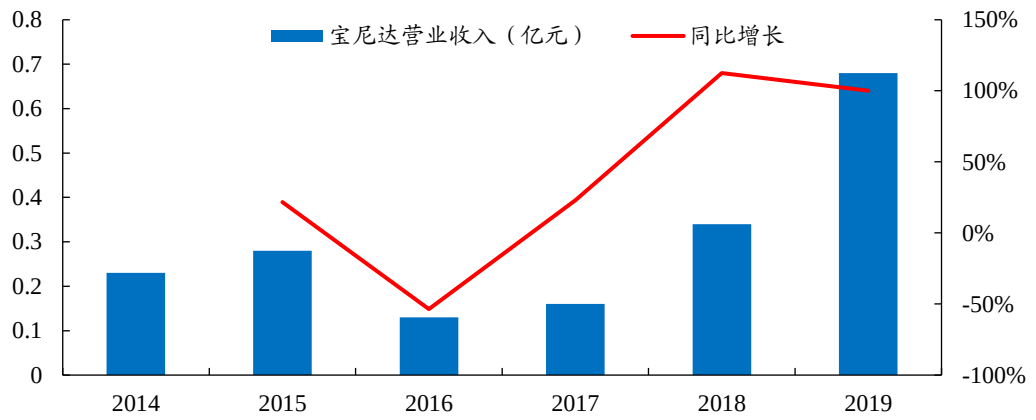
考虑产品研发长周期和政策许可严要求，牌照方享受政策红利期。由于医美产品报批难，研发时间长，最先获得细分品类准入证的厂商将在一定期限内垄断市场，独占细分行业红利。以长效玻尿酸为例，2012 年，爱美客旗下的“宝尼达”和荷兰汉福生物的“爱贝芙”先后获批上市，成为国内仅有的两款长效产品，在 2012 年至今的 8 年时间内独占长效“玻尿酸”市场，保持较高的产品价格和毛利率。近两年，随着 12-18 个月玻尿酸产品的不断涌现，消费者对于长效玻尿酸的认知和需求逐渐增长，爱美客的“宝尼达”销量也随之保持高速增长，2018、2019 年宝尼达营收分别增长 112.5%和 100%，成为公司的第三大营收来源。

表3：市面上的两款长效玻尿酸

品牌	获批时间	所属公司	价格	主要成分
宝尼达	2012 年 10 月	爱美客	12800-18000 元/ml	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 80%的复合玻尿酸+20%PVA 微球
爱贝芙	2012 年 3 月	荷兰汉福生物	19600-35200 元/ml	含聚甲基丙烯酸甲酯微球的胶原蛋白悬浮液 80%的胶原蛋白溶液+20%PMMA 微球

资料来源：公司公告、中华整形大典，新氧，民生证券研究院

图7：2018 年、2019 年宝尼达营收翻倍

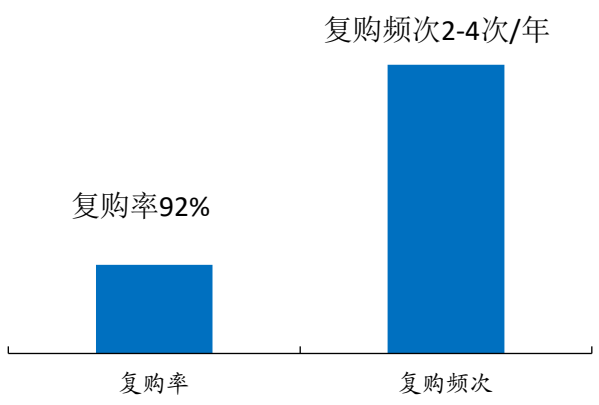


资料来源：wind，民生证券研究院

2、非手术类产品客户粘度高、复购率高

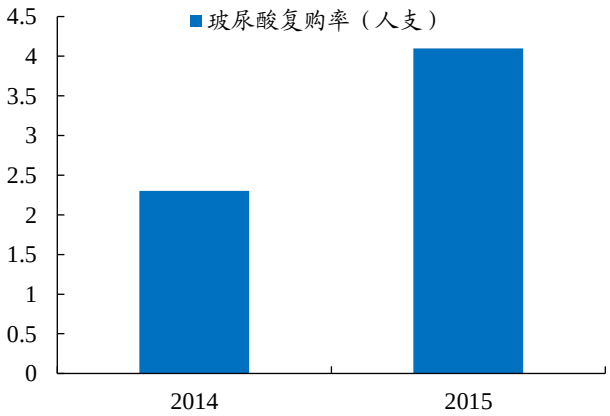
非手术类产品复购率高，客户粘性强，形成周期性的刚需。以玻尿酸注射为代表的非手术类医美具有消费频次高、复购率高的特点，终端客户需进行定期注射以保持预期的修复效果，从而形成周期性的刚需，客户粘性较强。根据新氧出具的《2017 医美行业白皮书》，整容用户复购率达到 92%，复购频次每 3~6 个月一次。2014 年新氧平台玻尿酸复购情况为平均每人 2.3 支，2015 年玻尿酸复购增长至每人 4.1 支（较上年同期增加 78.26%），这意味着**产品复购属性叠加消费人群扩展，玻尿酸市场需求增长迅速。**

图8：整容用户复购率及复购频次



资料来源：新氧《2017 医美行业白皮书》，民生证券研究院

图9：2015 年玻尿酸复购情况增至 4.1 支/人

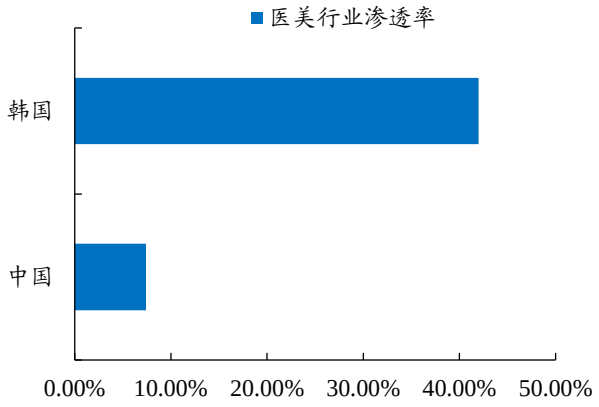


资料来源：新氧 APP，民生证券研究院

医美渗透率提升，国内医美行业市场空间大。根据艾媒咨询的数据，2018 年，我国 18-40 岁女性医美渗透率为 7.4%，仅为韩国的 1/6，总体渗透率较低，我们认为随着人群迭代和 95 后、00 后成为变美主力，医美渗透率具有较高的增长空间；而根据美国医美行业的发展历史，医美资源的不断增加和监管趋严带来的规范化发展也将从供给端促进医美行业的快速发展。

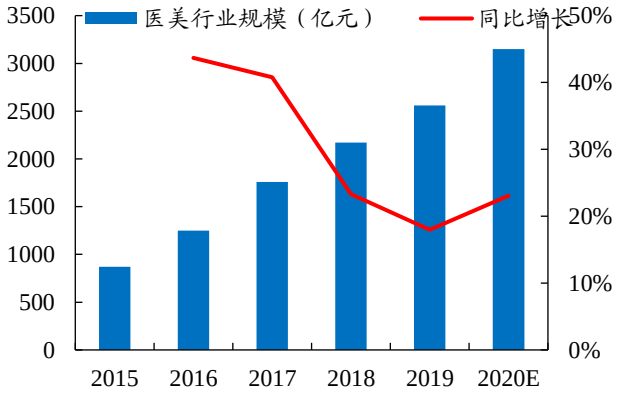
根据智研咨询的数据，2017 年我国医疗美容市场规模超过 1760 亿元，成为继美国和巴西之后的世界第三大医美市场，预计至 2020 年，我国医美市场有望达到 3150 亿元，2015-2017 年的年复合增速 42.23%， 2018~2020 年的年复合增速 29.35%。

图10：中国医美渗透率仅为韩国的 1/6



资料来源：艾媒咨询，民生证券研究院

图11：医美行业保持 20%以上的市场增长率



资料来源：智研咨询，民生证券研究院

（二）复盘国外，行业发展逻辑及龙头公司是怎么做的？供给+营销

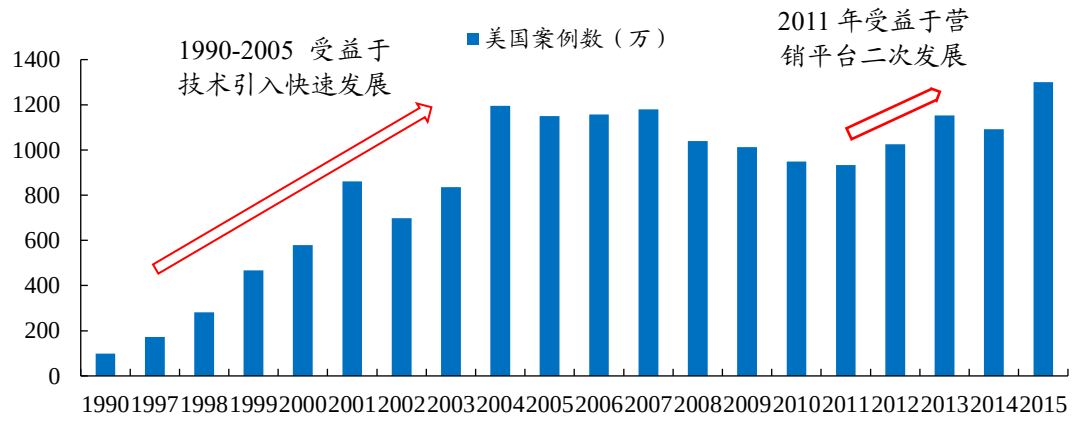
1、行业端：技术进步、营销平台建立促成了美国市场两次拐点

若以美国整形外科协会（ASAPS）的成立作为美国整形美容市场发展的起点，美国医美市场至今已经发展了近 90 年。**回顾其发展历程，我们发现技术的进步和营销平台的建立是行业发展的两大拐点。**

1）20 世纪 90 年代末，轻医美技术的引入改变了美国医疗美容市场的行业结构，美国医美市场进入快速发展时期。20 世纪 90 年代末，美国医美市场引入了三项轻医美技术：肉毒素（1992 年）、激光脱毛（1996 年）和玻尿酸填充（2003），这三项技术凭借美容效果显著，安全便捷度高迅速风靡全国，成为普通人选择变美的入门级手段，也**宣告美国医疗美容行业从手术项目转向轻医美，传统行业结构开始演变，医美市场也因此得到了迅速的发展。**

2）2011 年，以 Realself 为首的美国医美互联网平台的出现改革了医美市场的营销结构，市场透明度提高，人群渗透率提升，市场进入二次发展期。2011 年，以 Realself 为首的医美互联网平台快速发展大大加强了行业透明度，行业透明化叠加平台导流提高了市场发展的规范化程度和人群渗透率，美国医美市场得到二次发展。

图12：美国医疗美容行业发展历程

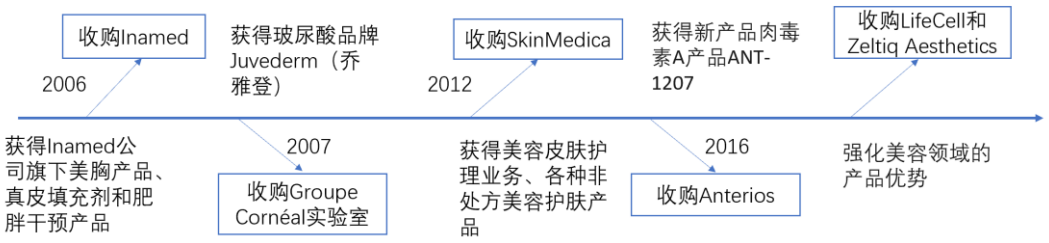


资料来源：ASAPS，普华有策，民生证券研究院

2、企业端：品类差异化扩张、营销体系完善促进国际头部企业发展

公司通过收购+研发形成多产品系列，品类差异化扩张。艾尔建 2006 年通过收购医诺美涉足医疗美容行业，随后通过多次收购和研发，形成了保妥适医疗美容产品、乔雅登可注射透明质酸钠凝胶系列产品、胶原蛋白真皮填充剂、LATISSE(贝美前列素涂剂) 0.03%(促睫毛增长的处方药)、娜绮丽系列产品（应用最广的硅胶和盐水乳房假体，用于隆胸、胸部整形及乳房再造手术）、LAP-BAND 系统（用于肥胖干预治疗的领先微创设备）等产品系列，产品品类丰富。

图13：艾尔建公司通过收购延展产品线



资料来源：艾尔建官网，药事纵横，民生证券研究院

梳理成熟国家和头部公司的发展历程，我们发现医美行业作为典型的供给决定需求的行业，一方面，供给端的产品整合和差异化发展带来了促进了细分行业的精细化发展；另一方面，医疗消费所具有的与生俱来的信息不对称对营销侧的信息直达效率产生较大需求压力。

三、爱美客如何守住先发优势？丰富产品矩阵+强化营销

（一）产品矩阵多样，在研产品丰富，高毛利获将维持

公司品类扩张战略清晰、在研产品丰富，多种产品目前进度先人一步。公司在研产品丰富，医疗美容领域主要包括童颜针和肉毒素。其中，童颜针是国内首款获证的III类医疗器械产品，市面上现有竞品多为Ⅰ类、Ⅱ类医疗器械，根据规定不能直接作用于人体真皮层，未来随着人们安全意识的不断提升和医美产品规范化的加速发展，童颜针有望成为公司的新晋爆品；肉毒素是公司与 Huons 公司签订独家代理协议的产品，目前国内竞品仅有兰州生物的横力、保妥适和丽妥舒 Dysport，虽然目前尚有 2-3 家公司处于临床试验或申报排队阶段，但由于爱美客处于肉毒素申请上市的前列，有望率先进入行业竞争圈，瓜分市场蛋糕。

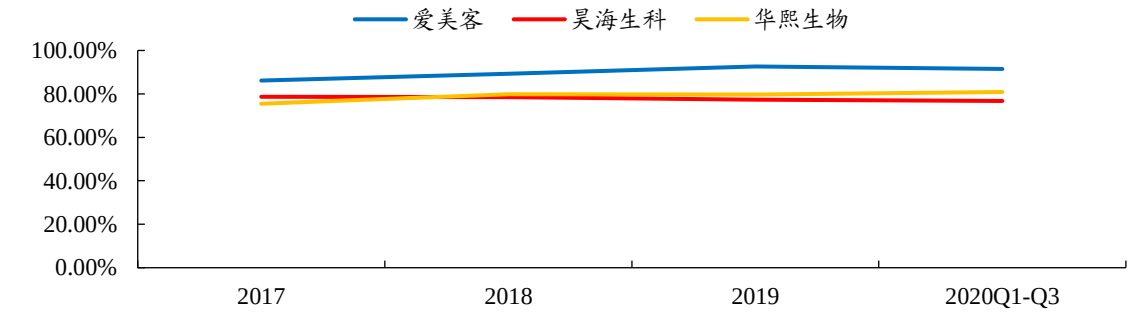
表4：公司在研产品

产品名称	产品功能及用途	产品类别	研发阶段	预计上市时间
医用含修饰聚左旋乳酸微球的透明质酸钠凝胶（童颜针）	用于皮肤填充	III 类医疗器械	注册申报阶段	2020 年末
医用聚羧甲基葡糖胺聚糖凝胶	手术防粘连	III 类医疗器械	注册申报阶段	
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	2023-2024 年
基因重组蛋白药物	用于糖尿病及肥胖症的治疗	生物药品	临床前研究阶段	

资料来源：公司招股书，民生证券研究院

公司目前高毛利来源于玻尿酸产品的单一性，通过扩展减重、肉毒素、线雕等多样产品或将缓解高毛利和产品单一性之间的矛盾。与华熙生物、昊海生科的业务多元化不同，爱美客专注于医美产品的研发、生产和销售，形成了以玻尿酸产品为主导的 5+1 产品结构，而玻尿酸本身所具有的高毛利使得爱美客公司的整体毛利率虽然远高于同为医美行业上游端的华熙和昊海，但也存在产品单一化的风险。因此，公司从 2019 年起基于自身的品牌实力和研发实力将产品线扩展至线雕、肉毒素、童颜针、减重等多产品，平滑产品销售收入的波动，维持公司的竞争优势，公司高毛利或将维持。

图14：爱美客毛利率远高于华熙生物和昊海生科



资料来源：wind，民生证券研究院

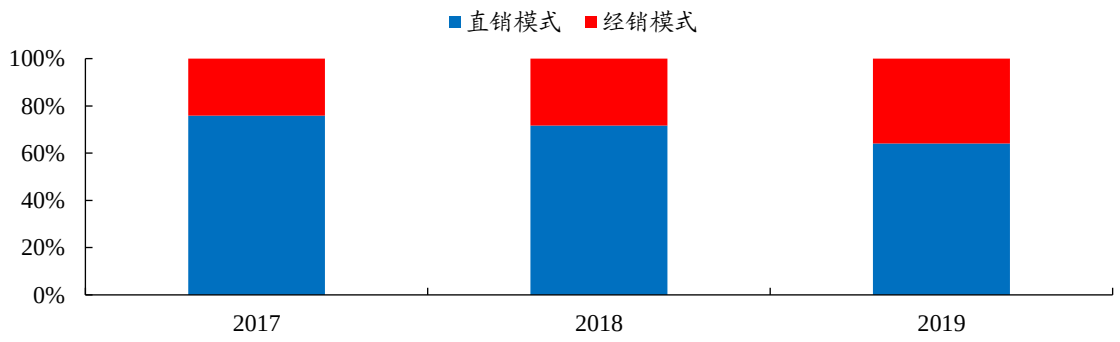
（二）直销为主打造品牌，经销为辅扩展市场

直销把控质量，适用于树立品牌的前期；经销扩展市场，适用于产品成熟、消费者教育完成的后期。考虑市场竞争白热化和医药属性天然的信息不对称，直销成为打造产品力，树立品牌的主要方式，而经销有利于公司扩大产品覆盖率，促进产品销售。分开来看：

直销强化扁平化管理，有利于公司与客户进行沟通，协同效应外溢作用显著。直销的覆盖对象是影响力较强的医疗机构，公司通过直销的方式与机构建立更紧密的联系，一方面，通过开展培训活动提高医疗机构对公司产品的认同度和医疗机构的专业水平反哺产品实现双赢；另一方面，**公司与医疗机构保持紧密的联系，能够实时了解市场的现实需求，提高产品研发敏感度，迅速定位差异化细分市场。**例如，公司决定立项研发嗨体的原因之一在于医生在临床注射中发现了颈纹去除褶皱需求，而在嗨体的使用过程中，医生总结颈纹从使用层次来说和眼周部位一致，于是公司推出“嗨体熊猫针”针对眼部黑眼圈。可见，**直销不仅能够树立品牌，管控产品质量，而且其所带来的协同效应能够产生显著的外溢作用，提高公司的市场敏感度，帮助公司始终走在产品研发最前端。**

经销扩展市场覆盖度，利用杠杆效应提升产品销量。由于下游医疗机构数量众多且较为分散，为了更好地开拓客户，在公司的品牌知名度建立起来之后，公司通过经销方式有序扩展市场覆盖率，迅速扩大产品销售。

图15：公司直销为主，经销为辅



资料来源：wind，民生证券研究院

四、产品多寡头垄断，未来增量空间显著

（一）现有产品

嗨体：产品垄断，应用范围扩大，短期内业绩确定性大。1）由于嗨体具有创新性技术壁垒和较强不可替代性，目前在市场上无直接竞争产品和在研申报产品，考虑到医疗器械获批至少需要3-5 年时间，预计未来短期内嗨体将独占颈纹市场。2）2020 年 6 月，公司发布最新产品“嗨体熊猫针”，“熊猫针”的推出使得 “嗨体”系列的应用范围从颈部扩大至眼周。基于上述两方面作用，我们认为嗨体将给公司带来确定性业绩增量。

宝尼达：产品渗透率有望提升。宝尼达作为国内仅有的两款获批上市的长效玻尿酸产品之一，定位高端，在短效玻尿酸市场竞争日趋激烈的背景下，宝尼达产品有助于公司形成差异化竞争优势，覆盖中高端消费客户。一方面受乔雅登消费者教育影响，长效玻尿酸的市场需求将有所催化，另一方面，目前市场上仅有两款长效---宝达尼和爱贝芙，而公司由于嗨体火爆之后的品牌效应预计将占据更大优势，产品渗透率有望提升。

紧恋：寡头垄断市场。2019 年上市，目前面部埋植线产品市场只有“紧恋”和韩国生科的 MINT 获批上市，由于其相较于玻尿酸维持期更长，有望抢占部分玻尿酸市场，吸引对有效期要求高的客户。而紧恋采用的 PPDO 线由于可完全被人体吸收，更具优越性。

（二）在研产品

童颜针：上市在即，垄断性叠加产品力，有望成为公司新晋主打产品。公司童颜针预计将于2020 年末取得产品注册证书，目前国内尚无获批产品，考虑到政策准入红利期，该产品预计将在短期内独占市场。由于目前市场上的相似竞品多为 I 类、II 类医疗器械，随着人们安全意识的提高和监管规范的不断加强，童颜针未来有望带来业绩爆发，成为公司的新晋大卖产品。

肉毒素：率先进入蓝海市场，产品销售确定性强。1）海外产品在国内使用多年，消费者教育基本完成，肉毒素市场正处快速增长期；2）目前市场上竞品不多，行业格局尚未形成，而公司凭借“嗨体”打开的知名度和国民度，有利于迅速获得消费者认可，实现产品的快速增长。产品预计 2024 年上市，考虑到现有竞品申报和排队情况，公司产品有望成为第 4 家上市产品，能够享受产品红利期。

减重塑性：产品扩展至生物药品，从医美行业发展至大健康。公司研发的基因重组蛋白药物项目目的在于用于糖尿病和肥胖症的治疗，该产品的研发意味着公司业务从单一的医美行业扩展至大健康领域，产品线更为丰富，收入结构更为健康。

五、盈利预测与投资建议

短期来看，公司嗨体和宝尼达依靠垄断性优势和渗透率提升，业绩确定性强；长期来看，童颜针、面部埋植线和肉毒素产品陆续上市，凭借独占性市场和产品品牌力的提升，公司市场占有率预计将稳步提升。我们预测公司 2020-2022 年归母净利润为 4.15 亿元、5.61 亿元和 7.91 亿元，EPS 为 3.45 元、4.67 元和 6.58 元。公司当前股价对应的 PE 分别 174X、129X 和 91X，较行业内可比公司估值较高，**考虑到多项上市产品的垄断性优势和国内医美行业上市公司的稀缺性，认可一定的估值溢价，首次覆盖，给予“推荐”评级。。**

表5：同类上市公司的估算值水平对比

证券代码	证券简称	市值（亿元）	PE(2020E)	PE(2021E)	PE(2022E)	PE(TTM)
300896.SZ	**爱美客**	**721.20**	**173.96**	**128.52**	**91.13**	**191.99**
688363.SH	华熙生物	663.74	98.81	72.80	54.35	109.35
688366.SH	昊海生科	138.93	61.96	37.66	29.63	69.39

资料来源：wind，民生证券研究院（华熙生物、昊海生科数据来源于 WIND 一致预期）

六、风险提示

产品竞争加强风险；产品研发进度不及预期的风险

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	558	709	1,040	1,477
营业成本	41	46	67	96
营业税金及附加	4	4	7	9
销售费用	77	71	161	229
管理费用	48	60	84	123
研发费用	49	62	92	133
EBIT	339	466	629	888
财务费用	-2	0	0	1
资产减值损失	-0	0	0	0
投资收益	7	6	9	14
营业利润	350	476	644	909
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	351	476	644	909
所得税	53	72	97	137
净利润	298	404	547	772
归属于母公司净利润	306	415	561	791
EBITDA	349	490	662	930

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	506	4,424	4,932	5,671
应收账款及票据	15	19	27	39
预付款项	5	5	7	11
存货	23	26	38	54
其他流动资产	16	28	40	53
流动资产合计	565	4,502	5,046	5,827
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	151	128	97	246
无形资产	11	21	32	43
非流动资产合计	179	217	256	496
资产合计	744	4,718	5,302	6,323
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	7	8	12	17
其他流动负债	60	57	83	129
流动负债合计	67	66	95	146
长期借款	0	0	7	16
其他长期负债	14	14	14	14
非流动负债合计	14	14	21	30
负债合计	81	79	116	175
股本	90	120	120	120
少数股东权益	4	-6	-20	-40
股东权益合计	663	4,639	5,186	6,148
负债和股东权益合计	744	4,718	5,302	6,323

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	73.7%	27.1%	46.8%	42.0%
EBIT 增长率	142.1%	37.3%	35.1%	41.0%
净利润增长率	148.7%	35.7%	35.4%	41.0%
盈利能力				
毛利率	92.6%	93.6%	93.5%	93.5%
净利润率	53.4%	57.1%	52.6%	52.2%
总资产收益率 ROA	41.1%	8.8%	10.6%	12.5%
净资产收益率 ROE	46.4%	8.9%	10.8%	12.8%
偿债能力				
流动比率	8.40	68.51	52.89	39.93
速动比率	7.98	68.04	52.42	39.49
现金比率	7.52	67.33	51.71	38.86
资产负债率	10.9%	1.7%	2.2%	2.8%
经营效率				
应收账款周转天数	9.64	9.64	9.64	9.64
存货周转天数	206.86	206.86	206.86	206.86
总资产周转率	0.75	0.15	0.20	0.23
每股指标（元）				
每股收益	2.54	3.45	4.67	6.58
每股净资产	5.48	38.65	43.31	51.48
每股经营现金流	2.58	3.35	4.69	6.72
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	236.06	173.96	128.52	91.13
PB	0.00	15.53	13.85	11.66
EV/EBITDA	-1.45	138.03	101.55	71.44
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	298	404	547	772
折旧和摊销	10	25	32	43
营运资金变动	7	-20	-6	7
经营活动现金流	310	402	564	808
资本开支	-33	-62	-72	-92
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-26	-55	-62	-78
股权募资	7	30	0	0
债务募资	0	0	7	9
筹资活动现金流	-44	3,572	7	8
现金净流量	240	3,918	508	738

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1: 2015 年开始市场对于颈纹的关注逐渐加深 3
图 2: 公司产品立项、研发、上市发展历程 5
图 3: 公司产品差异度区分明显 6
图 4: 2016 年爱美客透明质酸钠市场占有率 5.7% 6
图 5: 2019 年爱美客透明质酸钠市场占有率 14% 6
图 6: 爱美客产品毛利率较高 7
图 7: 2018 年、2019 年宝尼达营收翻倍 8
图 8: 整容用户复购率及复购频次 8
图 9: 2015 年玻尿酸复购情况增至 4.1 支/人 8
图 10:中国医美渗透率仅为韩国的 1/6 9
图 11:医美行业保持 20%以上的市场增长率 9
图 12:美国医疗美容行业发展历程 10
图 13:艾尔建公司通过收购延展产品线 10
图 14:爱美客毛利率远高于华熙生物和昊海生科 11
图 15:公司直销为主，经销为辅 12

表格目录

表 1:嗨体去颈纹优势明显 4
表 2: 公司主要产品 4
表 3: 市面上的两款长效玻尿酸 8
表 4: 公司在研产品 11
表 5: 同类上市公司的估算值水平对比 14
公司财务报表数据预测汇总 15

分析师简介

刘欣，民生证券传媒互联网&零售新电商首席分析师，中国人民大学汉青高级经济与金融研究院硕士，先后于中金公司（2015-2016）、海通证券（2016-2019）从事TMT行业研究工作，2019年1月加入民生证券。所在团队2016/2017年连续两年获得新财富最佳分析师评比文化传媒类第三名，2016年水晶球评比第三名，2016年金牛奖第三名，2017年水晶球第五名，2017证券时报金翼奖第一名，2019年获得WIND第七届金牌分析师评比传播与文化类第5名等。

钟奇，民生证券总裁助理&研究院院长，范德比尔特大学金融数学博士后，约翰霍普金斯大学博士，复旦大学学士，上海期货交易所博士后导师。文化传媒与有色金属行业分析师。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院:

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。