公司研究

公司首次覆盖报告

开源证券 证券研究报告

爱美客（300896.SZ）

2020 年 10 月 28 日

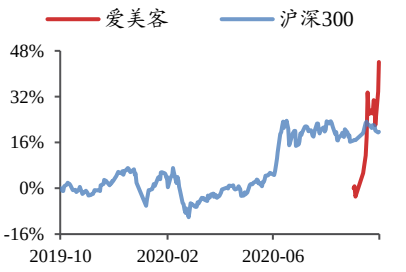
推新能力深筑壁垒，医美龙头蓝海先行

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

日期	2020/10/27
当前股价(元)	490.08
一年最高最低(元)	491.00/311.00
总市值(亿元)	589.08
流通市值(亿元)	127.45
总股本(亿股)	1.20
流通股本(亿股)	0.26
近 3 个月换手率(%)	209.17

股价走势图



数据来源：贝格数据

黄泽鹏（分析师）
huangzepeng@kysec.cn
证书编号：S0790519110001

符超然（联系人）
fuchaoran@kysec.cn
证书编号：S0790120080062

● 具备快速推新能力的医美龙头，首次覆盖给予“买入”评级

公司是深耕玻尿酸市场的国内医美行业龙头。我们认为，颜值经济时代，“变美”需求驱动医美行业蓬勃发展，产业链中产品生产商占据核心环节。目前，公司已构建嗨体、宝尼达、爱芙莱等玻尿酸明星产品矩阵，而快速推新能力构建了深厚竞争壁垒，未来布局童颜针、肉毒素等高增长新赛道，成长潜力突出。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 4.18/6.38/9.15 亿元，对应 EPS 为 3.48/5.31/7.61 元，当前股价对应 PE 为 141/92/64 倍。首次覆盖，予以“买入”评级。

● 轻医美黄金赛道快速发展，中游玻尿酸生产商占据产业链核心环节

医美需求释放驱动行业快速增长，预计 2023 年市场规模有望达到 3115 亿元。相较传统手术类医美项目而言，以能量源和注射为主的轻医美项目风险低、价格友好，正逐渐成为市场主流。产业链方面，中游医美产品生产商相比于上游原材料厂商与下游医美机构，具有技术、资质壁垒高，产品标准易规模化等优势，强议价权保障了 90%以上的高毛利率水平。目前，国内应用较成熟的医美产品是玻尿酸注射液，主要市场份额被进口产品占据。长期来看，受益于下游医美机构引导推荐和消费者接受程度提升，国产品牌份额有望逐渐提高。

● 快速推新能力铸就深厚竞争壁垒，产能渠道扩张助力增长未来

公司高度注重研发投入和产品转化，铸就了“快速推出新产品”这一核心竞争壁垒。2009 年至今，公司先后推出国内首款玻尿酸产品（逸美）、唯一一款颈纹修复产品（嗨体）、唯一一款国产长效玻尿酸产品（宝尼达）和国内首款面部埋植线产品（紧恋），始终把握先发优势，享受蓝海红利。未来，公司将继续大力投入研发新品，有望快速推出童颜针产品，入局肉毒素、重组蛋白等高潜力新市场。产能方面，公司产能利用率一直接近饱和，募投项目建设完成后有望缓解产能瓶颈。而在渠道方面，公司早期以直销为主快速切入市场，未来随着品牌建立和产品接受度提高，将加大经销体系的建设，彻底释放渠道潜力。

● 风险提示：疫情再次爆发、市场竞争加剧。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	321	558	705	1,093	1,550
YOY(%)	44.3	73.7	26.3	55.1	41.9
归母净利润(百万元)	123	306	418	638	915
YOY(%)	49.5	148.7	37.0	52.4	43.4
毛利率(%)	89.3	92.6	91.9	92.6	93.3
净利率(%)	38.3	54.8	59.4	58.4	59.0
ROE(%)	43.7	45.0	38.2	36.8	34.6
EPS(摊薄/元)	1.02	2.54	3.48	5.31	7.61
P/E(倍)	479.5	192.8	140.8	92.3	64.4
P/B(倍)	224.1	89.4	54.7	34.3	22.4

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 玻尿酸当红花旦，拳头产品快速增长 4
1.1、 本土医美产品龙头，深耕行业十六年积淀深厚 4
1.2、 营收利润快速增长，拳头产品贡献突出 6
2、 医美行业蓝海无垠，玻尿酸国产替代空间大 7
2.1、 医美需求逐渐释放，轻医美有望成为主流 7
2.2、 医美产业链：医美产品生产商占据黄金赛道 9
2.3、 玻尿酸：需求快速增长的成熟医美产品 11
2.4、 玻尿酸市场格局：外资品牌占据主要份额，国产龙头有望弯道超车 12
3、 爱美客玻尿酸产品竞争力强，厉兵秣马备战新赛道 14
3.1、 完善玻尿酸产品系列满足消费者差异化需求 14
3.1.1、 嗨体：垄断国内颈部修复市场 14
3.1.2、 宝尼达：目前唯一的国产长效玻尿酸产品 16
3.1.3、 爱芙莱/爱美飞：缓释疼痛的玻尿酸姐妹花 17
3.1.4、 逸美/逸美一加一：额部与鼻唇沟皱纹修复 17
3.1.5、 紧恋：国内首款面部埋植线产品 17
3.2、 入局肉毒蓝海享垄断红利，率先破局童颜针市场 18
3.3、 瞄准瘦身纤体市场，布局大健康产业 20
4、 快速推新能力铸就核心壁垒，产能渠道扩张助力未来增长 21
4.1、 大力投入研发，推动技术优势向产品优势转化 21
4.2、 产品快速落地能力强，牢固掌握先发优势 22
4.3、 产能释放与渠道发力推动业绩快速增长 23
5、 盈利预测 25
5.1、 关键假设 25
5.2、 盈利预测与估值 25
6、 风险提示 25
附：财务预测摘要 26

图表目录

图 1： 公司深耕医美产品研发生产十六年 4
图 2： 公司股权结构集中 5
图 3： 公司营业收入持续高速增长 6
图 4： 2019 年公司归母净利润达到 3.06 亿元 6
图 5： 毛利率保持高水平，净利率持续提升 6
图 6： 规模效应显现，管理及销售费用率大幅下降 6
图 7： 2019 年公司主营产品收入占比较高 7
图 8： 规模效应驱动下，公司产品单位成本下降 7
图 9： 预计中国医美市场将保持快速增长态势 7
图 10： 中国医美项目渗透率远低于美国与日韩 7
图 11： 近六成消费者对医美消费行为持正面态度 8
图 12： 用户体验医美项目主要为了改善形象与感受快乐 8
图 13： 手术类医美项目价格昂贵 9
图 14： 医美产品生产商占据产业链核心环节，利润率较高 10

图 15：合法合规医生占比仅 24%.....10
图 16：合法合规医美机构占比仅 12%.....10
图 17：玻尿酸产业链中，生产企业的技术决定产品质量.....11
图 18：交联剂对于玻尿酸分子起到固定作用.....12
图 19：玻尿酸交联分为双相型与单相型两种.....12
图 20：国产玻尿酸产品市场份额持续提高.....12
图 21：2019 年公司核心产品销售额占比超 95%.....14
图 22：近三年嗨体销售收入快速增长.....14
图 23：颈纹将会带来严重的衰老感.....15
图 24：小红书 APP 上颈纹修复相关文章热度高.....15
图 25：嗨体直接作用于皮肤真皮层.....15
图 26：嗨体熊猫针有效缓解泪沟、黑眼圈等眼周问题.....15
图 27：用户自主分享使用体验为嗨体带货.....16
图 28：宝尼达 PVA 微球具有安全、长效特点.....16
图 29：竞品爱贝芙示意图.....16
图 30：模拟皮肤各层次埋线效果.....18
图 31：面部埋植线线手术示意图.....18
图 32：肉毒素通过停止肌肉运动能力达到除皱效果.....19
图 33：2022 年中国肉毒素市场规模预计超过 275 亿元.....19
图 34：童颜针通过刺激自身胶原蛋白生长以抚平皱纹.....20
图 35：中国居民肥胖率快速提升.....20
图 36：大部分居民愿意为瘦身付费.....20
图 37：公司研发费用率高于同业.....21
图 38：公司研发人员占比高于同业.....21
图 39：同类产品中，爱美客研发的产品获批时间均较为靠前.....23
图 40：主要产品产能利用率、产销率处于高位.....24
图 41：公司重点产品产能将大幅提高.....24
图 42：非公立医疗机构是主要客户来源.....24
图 43：公司以直销为主，经销比重逐渐扩大.....24

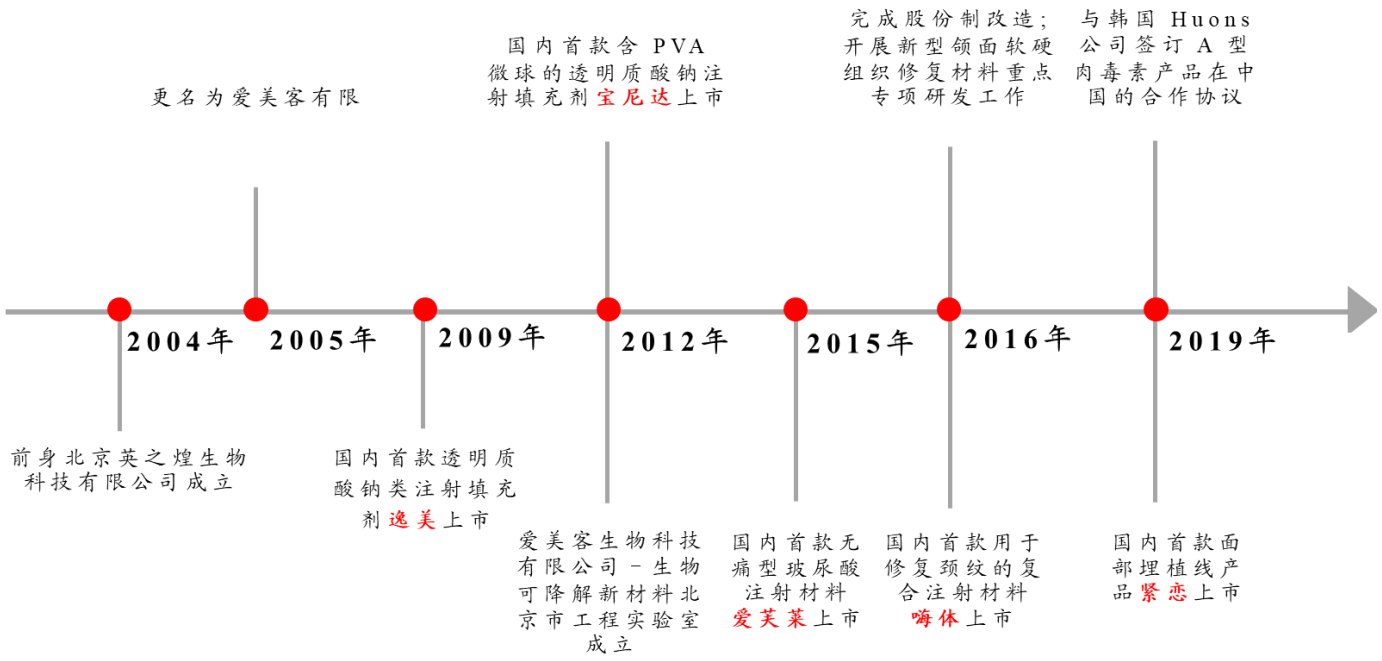
表 1：公司拥有丰富产品矩阵，覆盖不同部位及价位.....5
表 2：非手术类“轻医美”主要包括注射类与能量源类项目.....8
表 3：分子量越大，玻尿酸分子的留存时间相对越长.....11
表 4：爱美客产品在国产品牌中具有差异化优势.....13
表 5：国家对医疗美容行业的监管趋严.....14
表 6：国内获得批准的两款面部埋线产品.....18
表 7：玻尿酸与肉毒杆菌不同适应症.....19
表 8：公司产品的竞争优势来自对核心技术的掌握.....22
表 9：公司在研产品品类丰富.....22
表 10：注射类医美产品属于 III 类医疗器械.....23
表 11：公司作为本土医美龙头，具备赛道稀缺性和突出成长性，给予一定估值溢价.....25

1、 玻尿酸当红花旦，拳头产品快速增长

1.1、 本土医美产品龙头，深耕行业十六年积淀深厚

爱美客是本土医美产品龙头，玻尿酸产品市占率位列国内品牌第一。公司成立于 2004 年，深耕医美行业十六年，目前拥有 37 项专利（其中发明专利 20 项），并已成功实现注射类玻尿酸系列产品及聚对二氧环己酮面部埋植线的产业化。2009 年，公司推出新产品逸美获批，成为首个获批的国产玻尿酸产品。随后的 11 年中，公司坚持大力研发，目前已构建由嗨体、宝尼达、爱芙莱等组成的玻尿酸明星产品矩阵。根据 Frost & Sullivan 数据，2019 年爱美客在国内医疗美容玻尿酸市场占有率达到 14.0%，位列本土品牌第一，接近第二名华熙生物（8.1%）与第三名昊海生科（6.0%）之和。

图1：公司深耕医美产品研发生产十六年



资料来源：招股说明书、开源证券研究所

公司拥有丰富的玻尿酸及面部埋线产品矩阵，未来将进军肉毒素、童颜针等新市场。目前公司已有 5 款针对面部及颈部皱纹修复的玻尿酸产品，其中包括国内市场第一款玻尿酸产品逸美及其升级款逸美一加一、含有麻药成分的玻尿酸产品爱芙莱/爱美飞，唯一一款用于颈部皱纹修复的玻尿酸产品嗨体，以及唯一一款国产长效玻尿酸产品宝尼达。产品功能覆盖了面部、颈部等多个区域皱纹修复，出厂价格从 300 元至 2600 元不等，可满足各类消费者对玻尿酸注射产品的需求。此外，公司还拥有国内首款获批的面部埋植线产品紧恋，可有效提拉下垂皮肤，使皮肤恢复紧致。未来，公司除将继续保持在玻尿酸行业的领先优势外，还将积极布局肉毒素、童颜针等抗衰除皱新赛道，并向瘦身纤体等健康领域进军。

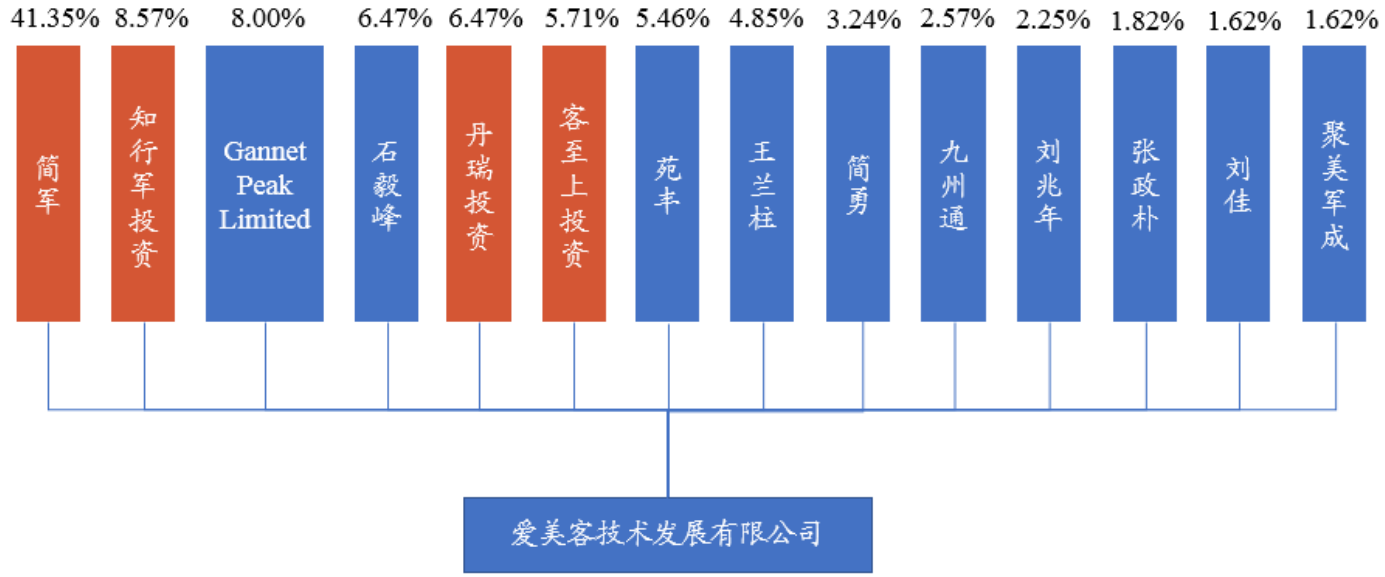
表1：公司拥有丰富产品矩阵，覆盖不同部位及价位

产品类型	产品名称	产品样例	获批时间	适用范围	主要功效	平均售价/元	2019 年分产品毛利率
注射类玻尿酸	逸美		2009.1	前额、鼻唇	纠正额部皱纹和中重度鼻唇部皱纹	700	96%
	宝尼达		2012.1	前额、鼻唇	纠正中重度额部皱纹和中重度鼻唇部皱纹	2547	99%
	爱芙莱/爱美飞		2015.4	鼻唇沟	纠正中、重度鼻唇沟	311/293	90%/91%
	嗨体		2016.12	脖颈	纠正颈部中重度皱纹	353	93%
	逸美一加一		2016.12	前额、鼻唇沟	纠正中重度额部皱纹和中重度鼻唇沟皱纹	1221	96%
面部埋线	紧恋		2019.5	鼻唇沟	紧致皮肤，纠正皱纹、支撑充盈、溶脂收紧	---	---

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

公司股权结构集中，通过股权绑定保证核心团队稳定。公司实控人简军女士直接持有公司 41.35%的股份，并通过丹瑞投资、客至上投资及知行军投资间接持有公司 9.40%的股份，股权结构较为集中。同时，爱美客为国内同业公司中唯一采用股权激励（已实施）的企业，知行军投资、客至上投资为员工持股平台，分别持股 8.57%、5.71%，均由董事长简军与总经理石毅峰牵头。其中，知行军投资为公司研发团队持股平台，尹永磊、张堃等核心研发人员共间接持有公司发行前 0.74%的股份。客至上投资为公司销售团队持股平台，勾丽娜、张乐等 12 位核心销售人员共间接持有公司发行前 0.69%的股份。员工持股平台的股份限售期为公司上市后 3 年，实现了对重要员工的股权绑定，保障了公司核心团队的稳定性。

图2：公司股权结构集中

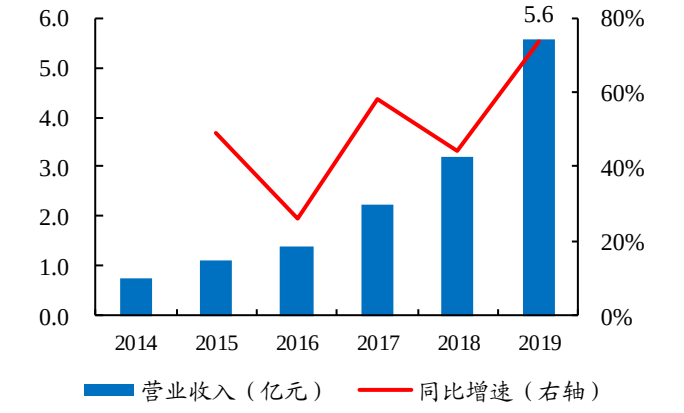


资料来源：招股说明书、开源证券研究所

1.2、 营收利润快速增长，拳头产品贡献突出

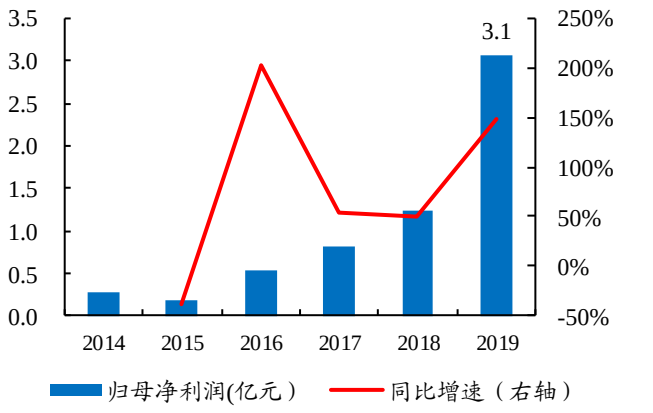
公司业绩保持高速增长，近 6 年利润复合增速超 61%。得益于医美市场的快速发展与产品接受度提高，近年来公司业绩保持快速增长。2014-2019 年公司营收从 0.75 亿元增长至 5.58 亿元，复合增速达到 49.39%，归母净利润从 0.28 亿元增长至 3.06 亿元，CAGR 达到 61.33%。2020 年，新冠疫情的冲击使下游医美/医疗机构客流减少，但公司业绩仍表现出较强韧性：2020 年上半年营收和归母净利润分别达到 2.42/1.47 亿元，同比增长 0.72%/14.59%；2020 年前三季度营收和归母净利润分别达到 4.64/2.90 亿元，同比增长 17.40%/31.83%。

图3：公司营业收入持续高速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

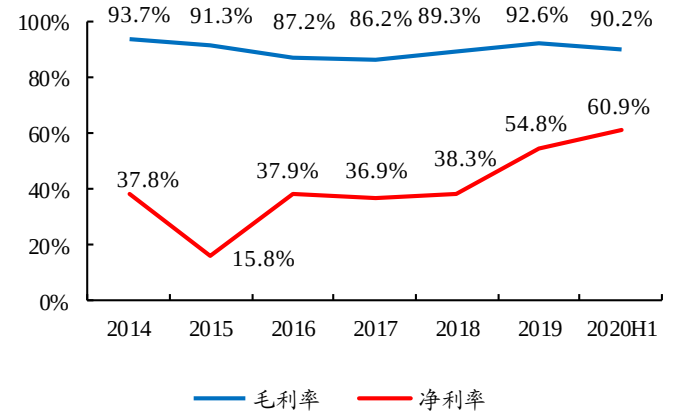
图4：2019 年公司归母净利润达到 3.06 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

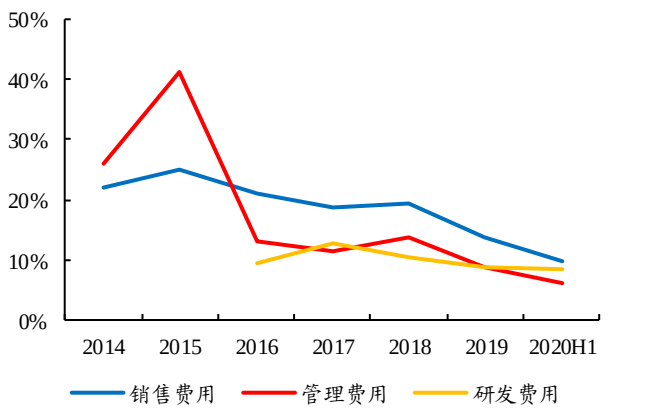
盈利能力突出，毛利率保持在 90%以上，规模效应逐渐凸显。由于医美产品进入市场需经过严格的产品审批制度，导致行业内合规竞争者数量较少；同时公司产品差异化较强、议价权高，因此毛利率稳定保持在较高水平，且近 3 年逐步提升，2019 年达到 92.6%。费用方面，随着公司近年来营收快速增长，规模效应也逐渐凸显。2019 年公司营收 5.58 亿元（+73.74%），期间费用（1.72 亿元，+23.99%）增速明显低于收入增速，导致期间费用率降低至 30.86%（-12.38pct）。其中销售费用率 13.84%（-5.6pct），管理费用率 8.62%（-5.22pct），研发费用率基本保持稳定。此外，公司主要产品的增值税从 2019 年 1 月 1 日起变更为使用简易办法征收，税率从 16%大幅降至 3%，也推动净利率快速提升，在 2020 年上半年已达到 60.9%。

图5：毛利率保持高水平，净利率持续提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

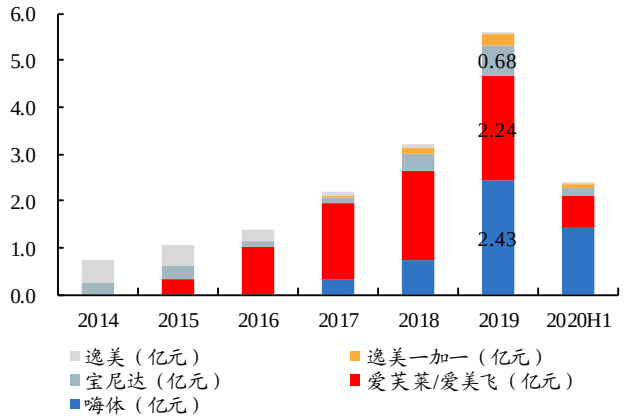
图6：规模效应显现，管理及销售费用率大幅下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

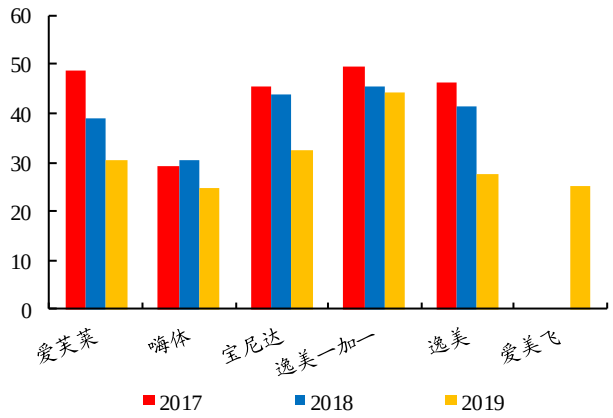
拳头产品贡献主要业绩，规模效应驱动单位营业成本下降。2016 年以前，公司主要产品为逸美、宝尼达及爱芙莱。随着市场需求变化及新品快速推出，目前公司主要收入由嗨体、爱芙莱/爱美飞以及宝尼达贡献。2019 年这三大核心产品的销售额分别达到 2.43、2.24、0.68 亿元，合计贡献了营收的 95.74%。由于产量快速增长，但制造费用和人工成本相对固定，规模效应驱动下，公司产品整体单位成本快速下降。

图7：2019 年公司主营产品收入占比较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：规模效应驱动下，公司产品单位成本下降



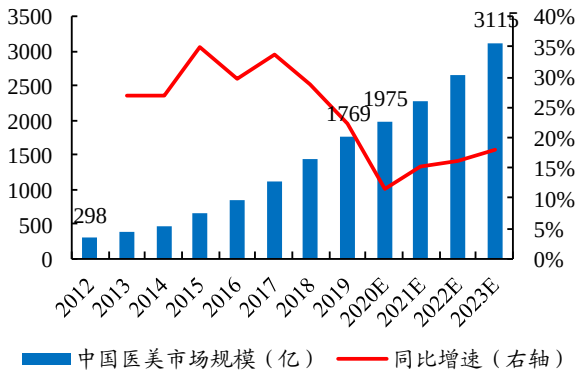
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 医美行业蓝海无垠，玻尿酸国产替代空间大

2.1、 医美需求逐渐释放，轻医美有望成为主流

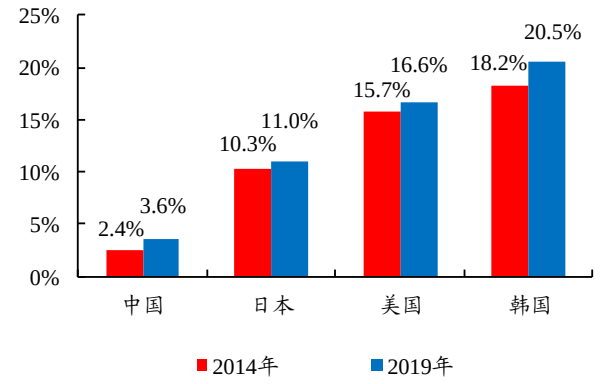
中国医美行业快速发展，但渗透率仍然较低。伴随着中国经济高速增长及中产阶级群体崛起，人均可支配收入不断增加，消费者医美意识快速提升，推动医美市场高速增长。2012-2019 年，中国医美市场规模从 298 亿元增长至 1769 亿元，CAGR 达到 28.97%。但相比于美国、日本、韩国等发达国家，中国医美市场还处于刚起步阶段。从医美项目渗透率（每千人中接受医疗美容疗程的比率）来看，中国与其他医美行业发展成熟的国家相比仍处于低位。2019 年中国医美项目渗透率仅为 3.6%，相比日本 11.0%、美国 16.6%、韩国 20.5%的水平，国内医美市场依然存在很大发展空间。根据艾瑞咨询数据预测，2023 年中国医美市场总体规模有望达到 3115 亿元，2020-2023 年 CAGR 将保持在 16%以上。

图9：预计中国医美市场将保持快速增长态势



数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

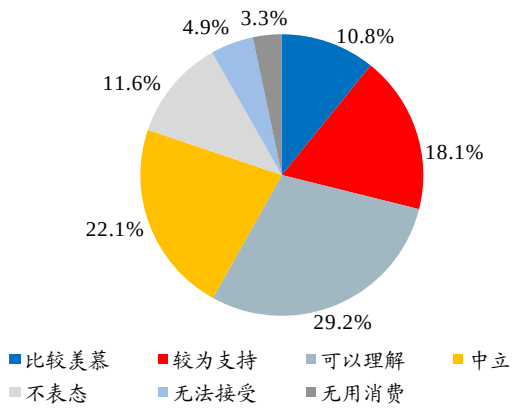
图10：中国医美项目渗透率远低于美国与日韩



数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

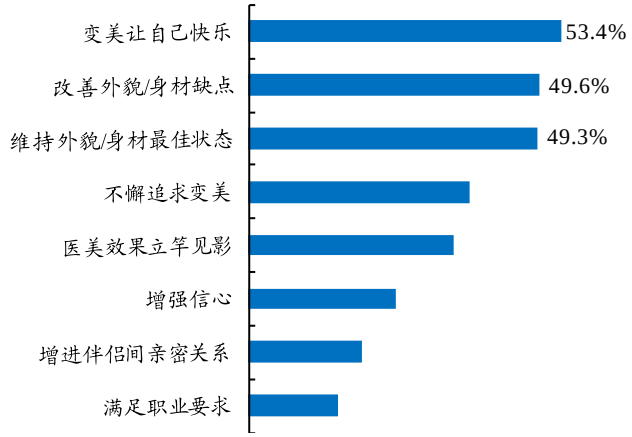
消费者观念逐步转变，医美消费行为接受度提高。随着自媒体与社交平台的快速发展，医美项目逐步被社会熟悉，居民对医美消费行为的接受度也逐渐提高。艾媒咨询数据显示，目前近六成消费者对于医美消费行为持正面态度。同时，随着日本、韩国流行文化传播，越来越多消费者开始用更平和的眼光看待医美，认为医美是一种让生活变得更好的手段。艾瑞咨询数据显示，53%的消费者认为变美是单纯为了让自己快乐，她/他们将医美项目变成对自己的奖励，是一种愉悦型消费，为“悦己”买单。观念的改变提升了消费者对医美消费的接受度，进一步刺激了医美行业的发展。

图11：近六成消费者对医美消费行为持正面态度



数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

图12：用户体验医美项目主要为了改善形象与感受快乐



数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

“轻医美”有望占据行业半壁江山，颜值压力催生医美刚需。医美项目可分为手术类及非手术类。手术类即整形美容，如鼻部整形、眼皮手术、抽脂塑身、乳房整形等。而非手术类即“轻医美”，主要包括注射类及能量源类。当前消费者对于非手术类的需求越来越大，2019 年国内非手术类项目收入占比 38%，艾瑞咨询预计 2023 年这一数字将达到 48%，占据整个医美市场的半壁江山。此外，随着社媒渗透率提高，明星网红的示范效应越来越强，朋友圈、微博等社媒平台上的“晒图”需求不断提升，导致消费者颜值压力日益增大。而相比于传统的护肤品，通过轻医美手段实现颜值升级的速度更快、效果更明显。未来轻医美市场需求有望进一步增长。

表2：非手术类“轻医美”主要包括注射类与能量源类项目

主要大类	主要项目	项目原理及功效
注射类医美	肉毒素	肉毒杆菌分泌的毒性蛋白质通过拮抗作用使肌肉保持松弛以达到除皱效果。
	玻尿酸	能够吸收自身质量 500-1000 倍的水分，是天然的保湿因子。
	胶原蛋白及刺激再生产品	胶原蛋白在皮肤中占比 72%，构成了一张细密的弹力网锁住水分。
能量源医美	光子治疗	宽光谱彩光照射于皮肤表面可直达深层，被色素颗粒、血红蛋白选择性吸收，聚集的热量会产生微型爆炸进而分解色素组织，可以起到祛斑、去红血丝的功效。
	激光治疗	通过特定波长激光对细胞组织进行定向加热，从而达到美容的效果。目前已逐渐从祛疤扩展到脱毛、嫩肤、溶脂等领域。
	射频美容	通过使皮下胶原蛋白收缩拉近，同时对皮肤表面采取冷却措施，使皮肤真皮层变厚，从而达到除皱的目的；同时皮下胶原质形态重塑，皮肤更加紧致。
	超声刀治疗	通过高能量的超声波，传到入皮肤的筋膜层。在作用于皮肤胶原蛋白时，利用热效应促进胶原蛋白再生和变性。

资料来源：《美柏企业服务》微信公众号、开源证券研究所

轻医美不动刀、低风险，复购率高。频发的手术类医美事故让消费者增强了风险认知能力并更加理性地看待医美消费，因而不动刀、风险更低的轻医美成为消费者首选。同时轻医美项目往往具有较强的时效性，只有定期维持、补充才能一直保持良好的效果，因此消费者复购率很高。以注射玻尿酸为例，常见的短效玻尿酸产品通常可以维持 6-12 个月效果，不同部位维持的时间有所不同，而一旦习惯了更美的自己，消费者很难不去再次购买，这也保证了医美市场源源不断的需求。

轻医美价格友好，推动消费者定期型消费。相比于传统的手术类医美项目，轻医美项目价格较低。以隆鼻为例，使用肋软骨隆鼻在新氧 APP 上的报价为 20000-50000 元不等，且存在手术风险，可能需要进行二次修复。而可以达到类似作用的玻尿酸隆鼻，价格平均仅在 2000 元上下，大幅降低了消费门槛。尽管玻尿酸需要定期维持，依然可控制在消费者能承受的心理价位内。

图13：手术类医美项目价格昂贵



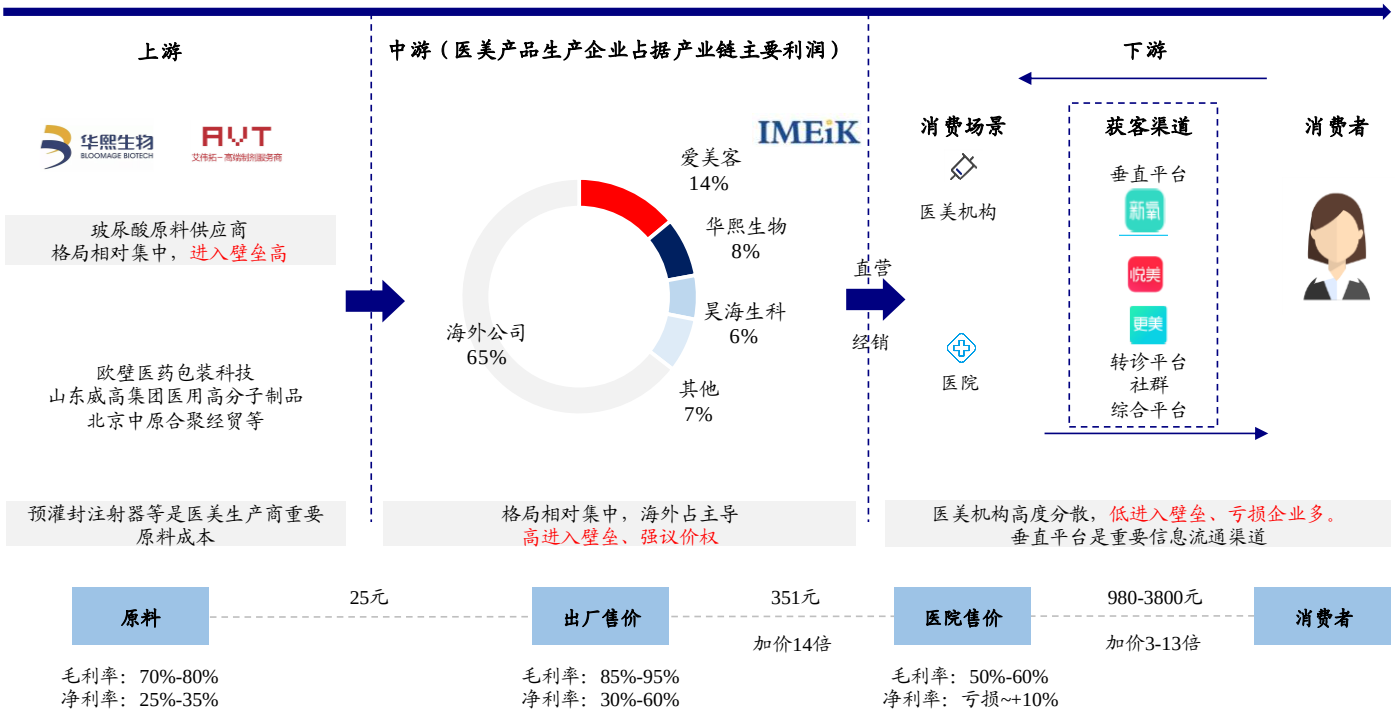
资料来源：新氧 APP

2.2、 医美产业链：医美产品生产商占据黄金赛道

医美行业产业链主要由上游原料商、中游产品生产商、下游医美机构和终端消费者构成。以玻尿酸为例，中游的产品生产商从上游原材料厂商采购玻尿酸，并生产成各类玻尿酸产品，再通过直销/经销渠道销售给下游的医美机构/医院，最终由医生等专业人员为消费者注射。

中游产品、器械生产商占据产业链中价值的最大一环，议价权较高。具体来看，爱美客主打产品嗨体原材料的采购成本仅为 25 元，产品卖给经销商的价格约为 351 元，经销商再加价约 50-100 元/支卖给下游医美机构。新氧 APP 数据显示，医疗机构为消费者注射嗨体的价格区间大致为 980-3800 元不等，同时医疗机构需要向新氧等类似的第三方获客平台支付 1000-1500 元/人的引流费用。在整个产业链中，医美产品生产厂商拥有核心技术，且能够实现大规模标准化生产，通过规模效应降低单位成本，从而实现更高的毛利率。同时，下游医院/医美机构由于高度分散，无法联合起来与产品/器械生产商议价，因此生产商拥有较为强势的议价权。以注射用玻尿酸针剂为例，以爱美客为代表的终端产品生产商加价倍率最高，毛利率较其他环节更高。

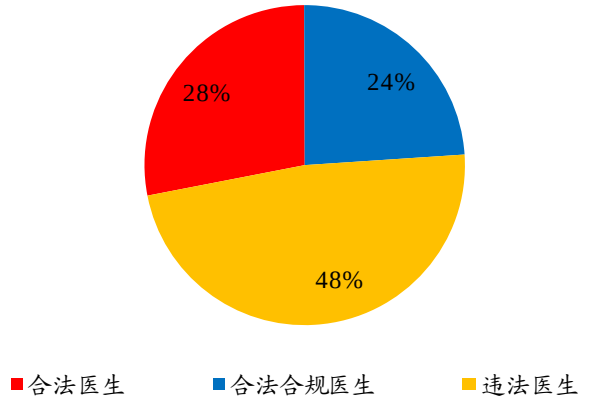
图14：医美产品生产商占据产业链核心环节，利润率较高



资料来源：公司公告、新氧 APP、开源证券研究所

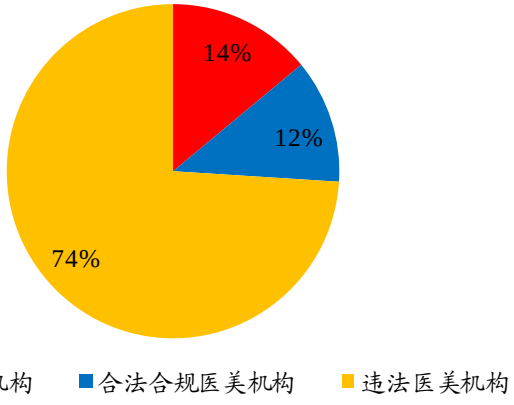
下游医院/医美机构对医生依赖度较高，难以实现标准化。以玻尿酸注射为代表的侵入型医疗美容项目对于医生技术有严格要求，医生需要熟悉面部神经及肌肉的解剖结构，还要对用量、注射部位有精准的掌控，因此需要长期专业培训才能达到要求。当前，医美行业内合规合法的医疗机构、医生缺口巨大，合法合规医生（指取得国家认可医师资格证，且在实际操作中未违规进行专业以外操作的医生）占比仅 24%，合法合规医美机构（指取得医美资质且未违规开展经营范围以外业务的机构）占比仅 12%。行业仍存在大量违法违规经营的机构，资质缺乏保证，很多医生仅学习数月就上岗操作，给行业发展带来隐患。随着国家越来越重视医美行业的安全性、规范性，机构资质及医生素质有望得到明显改善，消费者的信任度将提高，医美产品使用频次将提升。

图15：合法合规医生占比仅 24%



数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

图16：合法合规医美机构占比仅 12%



数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

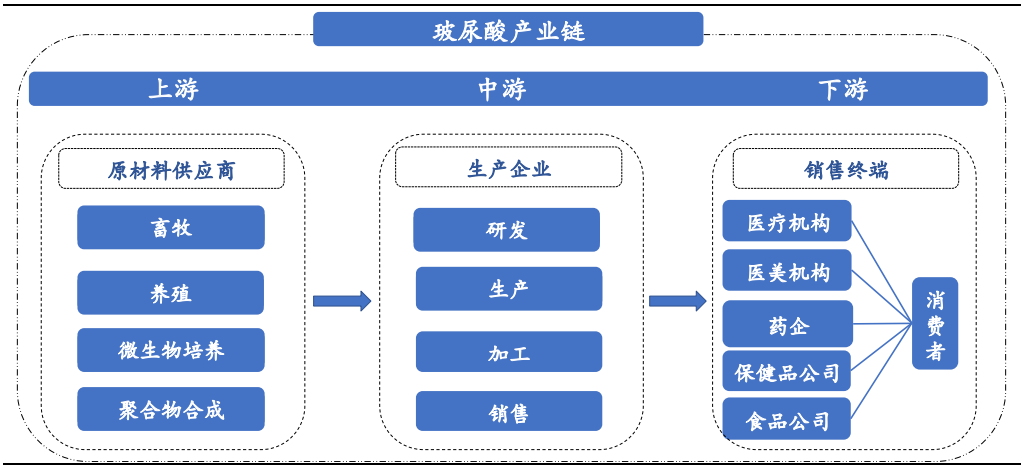
医美 APP 等线上平台，能降低医美机构获客成本，形成机构和消费者之间的纽带。新氧、更美等线上服务平台，帮助消费者能够更加清晰自主地比较选择医美项目及产品，有效降低了机构获客成本，也降低了消费者的进入门槛，在一定程度上提升信息透明度，给予消费者更大信心和自主选择权，构成行业发展重要推动力。

2.3、 玻尿酸：需求快速增长的成熟医美产品

玻尿酸具有强保湿性，应用市场快速增长。玻尿酸又名透明质酸，广泛分布在人体组织内部，其透明质分子可以携带其自身重量 500-1000 倍以上的水分。分子量大的玻尿酸，具有更强的保湿性、抗降性和粘弹性，是一种良好的医疗美容填充物。而分子量小的玻尿酸，能够直接被皮肤吸收，常被用于保湿类的护肤品中。随着医美市场发展，玻尿酸的消费频次也不断增加。Frost & Sullivan 数据显示，近 5 年玻尿酸市场复合增速为 22.8%，2019 年市场规模已达 42.7 亿元，预计未来将继续保持高速增长，2024 年市场规模有望达到 76 亿元。

玻尿酸产业链由原料供应商、产品厂商以及销售终端共同组成。上游原料商主要通过提取法、微生物发酵法或化学合成法获得玻尿酸原料。由于玻尿酸结构是线性、相互无交联的，且是人体本身自有成分，所以在进入体内后很容易被身体代谢吸收，无法长时间维持效果。因此，中游的玻尿酸产品厂商会通过多种交联技术将玻尿酸原料加工为注射液产品，增加玻尿酸分子的稳定性，提升其在体内维持的时间。下游医院/医美机构则主要为消费者推荐并注射玻尿酸产品。

图17：玻尿酸产业链中，生产企业的技术决定产品质量



资料来源：Frost & Sullivan、开源证券研究所

玻尿酸产品性质差异在于分子大小，大分子玻尿酸持续时间较长。玻尿酸依据分子大小有三种形态：小分子、中分子、大分子。同时不同的分子能够注射的区域也不一样，小分子只能注射在较浅的真皮层，中分子及大分子能够注射在深层组织处。同时，分子越大说明交联程度越高，能够留存的时间也越长。

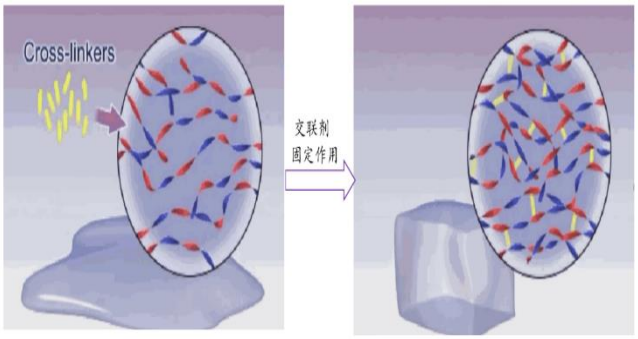
表3：分子量越大，玻尿酸分子的留存时间相对越长

分类	分子大小	注射深度	交联程度	适用范围
小分子	40～100 万道尔顿	真皮层	程度低，留存时间 1-6 个月	补充真皮层水分，以及修复受损皮肤，保湿嫩肤
中分子	100～180 万道尔顿	深层组织	程度较高，留存时间 6-12 个月	祛除皱纹，注射部位主要为泪沟、唇部
大分子	180～220 万道尔顿	深层组织	程度高，留存时间 12 个月以上	有填充定型的作用，主要用于隆胸丰臀、隆鼻、隆下巴；还可用于除皱、填充凹陷

资料来源：《时尚》、开源证券研究所

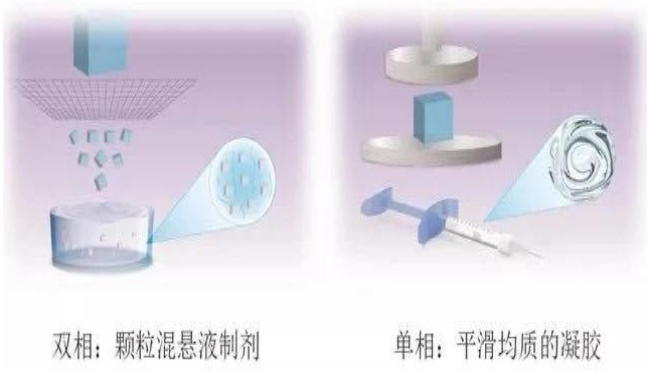
交联技术是玻尿酸填充塑型效果和持久度差异的关键。自然状态下的透明质酸分子链是分散游离的液态，会很快被吸收降解，而交联剂可有效实现玻尿酸在人体内维持长时间固态形状，达到支撑塑性效果。玻尿酸的交联主要分为两种，双相型是通过筛分法，将交联与非交联的玻尿酸混合在一起；单相型是通过研磨法，利用高密度网状结构技术将大块玻尿酸凝胶磨成质地平滑细腻的凝胶状，从而提高交联度。

图18：交联剂对于玻尿酸分子起到固定作用



资料来源：中国医院数字图书馆

图19：玻尿酸交联分为双相型与单相型两种

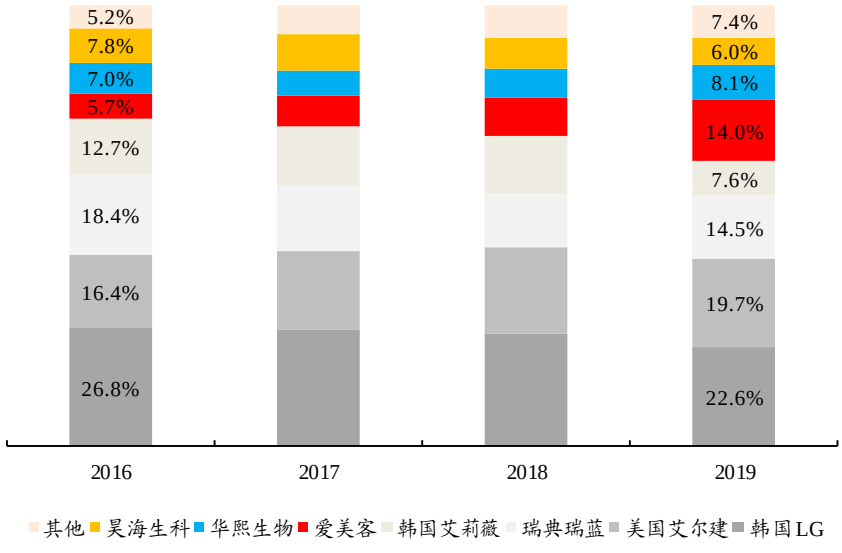


资料来源：新氧 APP

2.4、 玻尿酸市场格局：外资品牌占据主要份额，国产龙头有望弯道超车

外资品牌占据玻尿酸市场主要份额，国产品牌替代空间大。目前，进口玻尿酸产品占据了近 65%的市场份额，其中韩国 LG、美国 Allergan 两家公司在 2019 年合计占比达到 42.3%。而国产品牌中，排名前三的本土企业近年来市场份额逐渐扩大，从 2016 年的 20.5%扩大至 2019 年的 28.10%，其中爱美客 2016 年至 2019 年占比分别为 5.7%/7.00%/8.60%/14.00%，在国产品牌中排名第一。根据 Frost & Sullivan 预测，2024 年中国医美玻尿酸终端产品的市场规模将达到 76 亿元。随着国货品质的不断改善，消费者对国产品牌的认可度将不断提高，未来国货高性价比的优势将更加凸显，市场份额有望逐步提高。

图20：国产玻尿酸产品市场份额持续提高



数据来源：招股说明书、Frost & Sullivan、开源证券研究所

相比于进口竞品，国产玻尿酸品牌成本低、利润空间大，下游推广意愿较强。目前消费者对海外玻尿酸品牌的认可度较高，但是海外品牌产品销售价格较高，给下游医美机构的利润空间较小。同等效用的国产品牌成本优势明显，下游医美机构的采购成本相对较低、利润空间较大，所以医美机构推广国货的意愿更强。消费者在选择医美产品时，会在一定程度上考虑机构以及诊疗医生的推荐。因而，国产品牌在下游医美机构中具有较强的推广优势，长期看，市场份额有望进一步提升。

相比于国内竞品，公司产品线更加丰富且功效稳定。爱美客的国内竞品主要是华熙生物与昊海生科的玻尿酸产品。华熙生物建立了从原料到医疗终端产品、功能性护肤品及功能性食品的全产业链业务体系，覆盖产业链上中游。而昊海生科依托医用透明质酸钠和医用几丁糖等可吸收生物医用材料，在眼科、整形美容与创面护理、骨科和防粘连及止血四个领域均有布局。在医美玻尿酸领域，华熙生物的主打产品为“润氏”三兄弟，昊海生科主打产品为第一代“海薇”及第二代“姣兰”，主要功效为面部的短效修复与填充。而爱美客深耕医美玻尿酸 16 年，具有明显的先发优势，且产品品类更加丰富，拥有唯一颈部修复产品嗨体与唯一国产长效玻尿酸产品宝尼达等领先产品。此外，公司产品由于功效稳定、过敏案例少，在下游机构、消费者中已经树立了较好的口碑，构建了较强的竞争优势。

表4：爱美客产品在国产品牌中具有差异化优势

公司名称	产品名称	首次获批时间	主要特点	主要功效
爱美客	逸美	2009.1	国内首款注射用玻尿酸	纠正额部皱纹和中重度鼻唇部皱纹
	宝尼达	2012.1	长效骨性材料，可维持 8-10 年	纠正中重度额部皱纹和中重度鼻唇部皱纹
	爱芙莱/爱美飞	2015.4	含利多卡因成分	纠正中、重度鼻唇沟
	嗨体	2016.12	主打颈部修复	纠正颈部中重度皱纹
	逸美一加一	2016.12	新型交联技术，延长使用时间	纠正中重度额部皱纹和中重度鼻唇沟皱纹
华熙生物	润百颜	2012.7	国内首款交联透明质酸软组织填充剂	改善面部中度皱纹、填充凹陷部位
	润致	2016.5	含利多卡因成分	改善面部细纹，皮肤深层补水
	润月雅	---	采用不同形态玻尿酸分子复配技术	缓解细纹，提亮肤质
昊海生科	海薇	2013.9	国内首款单相交联注射用玻尿酸	改善额、鼻沟部细纹以及提拉下巴
	姣兰	2016.9	主打动态填充功能	填充鼻部、唇、下巴处凹陷
	第三代玻尿酸产品	已完成临床试验	线性无颗粒特征	---

资料来源：爱美客、华熙生物、昊海生科招股说明书、开源证券研究所

医美行业监管趋严，玻尿酸市场的进入壁垒及集中度有望提高。我国医美市场起步晚，行业规范度较低，体现在医美机构经营不规范与部分医美产品缺少资质。1）艾瑞咨询数据显示，目前市场上正规的、获得批准的针剂仅占 1/3，非法针剂（未获得药品监督管理部门审查批准后颁发的相应医疗器械注册证）严重挤压正品市场。2015 年来，政府出台了一系列政策加强医美市场监管，打击非法玻尿酸产品。监管趋严后，玻尿酸市场的进入壁垒显著提高，正品市场份额将快速提升。2）此外，2020 年 4 月国家卫健委等八部门联合印发《关于进一步加强医疗美容综合监管执法工作的通知》，强调了对于规范医美服务的重视，未来下游医美机构的经营将更加规范化。规范的医美机构对产品的技术和资质要求更高，龙头企业技术能力强、产品应用成熟，预计未来玻尿酸市场龙头企业的份额将不断提高。

表5：国家对医疗美容行业的监管趋严

时间	相关政策法规	主要内容
2015.10	《开展打击非法制售和使用注射用透明质酸钠行为专项行动》	依法查处未经许可生产经营注射用透明质酸钠产品和生产经营使用未取得医疗器械注册证的透明质酸钠产品等违法违规行为
2017.5	《关于开展严厉打击非法医疗美容专项行动的通知》	严厉打击无证行医，规范医疗美容服务行为；严厉打击非法制售药品医疗器械；严肃整治违规医疗美容培训；严肃查处违法广告和互联网信息
2019.9	《关于开展医疗乱象专项整治行动的通知》	严厉打击各类违法违规执业行为；严肃查处发布违法医疗广告和虚假信息的行为；坚决查处不规范收费、乱收费、诱导消费和过度诊疗行为
2020.4	《关于进一步加强医疗美容综合监管执法工作的通知》	规范医疗美容服务；规范药品和医疗器械生产经营使用；规范医疗美容广告发布

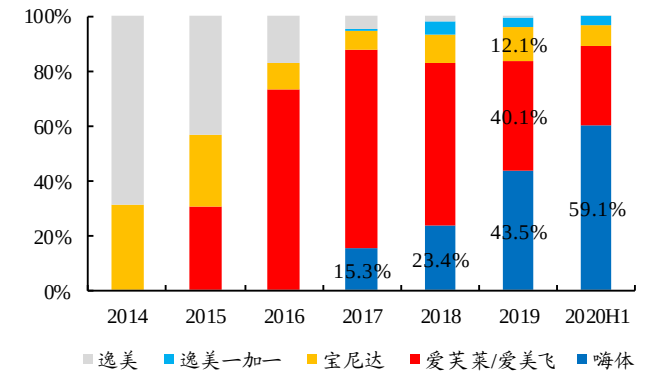
资料来源：国家卫生健康委员会官网、食品药品监督总局官网、开源证券研究所

3、 爱美客玻尿酸产品竞争力强，厉兵秣马备战新赛道

3.1、 完善玻尿酸产品系列满足消费者差异化需求

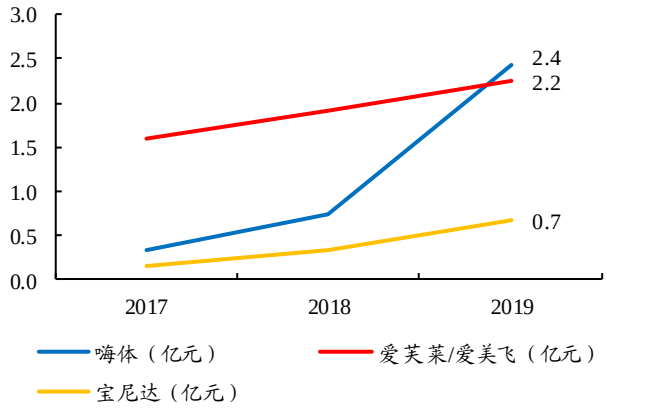
公司目前形成了以嗨体、爱芙莱/爱美飞、宝尼达为核心的产品体系。在 2015 年前，公司主打产品为逸美，为顺应消费者对高品质的需求，公司产品不断升级，打造差异化功能，2016 年后逸美逐渐退出市场，取而代之的是嗨体的崛起。公司核心产品中，爱芙莱、宝尼达销售呈现平稳增长趋势，而嗨体增速较快，2019 年三者的销售收入已占总收入的 95.74%。疫情期间，嗨体逆势继续快速增长，2020 年上半年销售额占比近 60%。

图21：2019 年公司核心产品销售额占比超 95%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：近三年嗨体销售收入快速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.1.1、 嗨体：垄断国内颈部修复市场

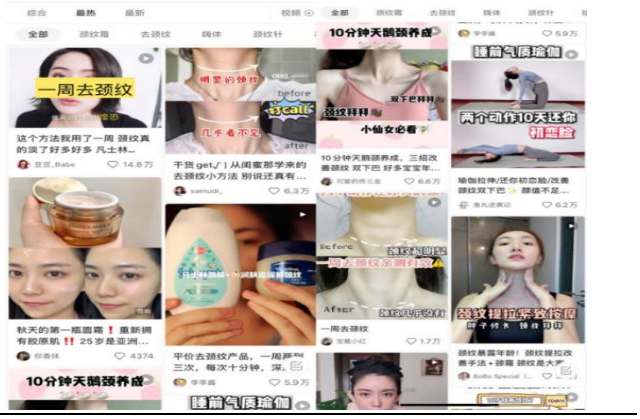
“美丽就要零瑕疵”，被忽略的颈纹修复市场潜力巨大。皱纹产生主要有两个原因，一是表皮细胞衰老变得没有活力，代谢不旺，水分减少，从而胞体塌陷；二是结缔组织的萎缩，其中最重要的就是胶原蛋白减少。此外，长期低头看手机及伏案工作也将增加颈纹提前产生的风险。通常在 25 岁之后，颈纹将会逐步产生，30 岁之后将更为明显。颈部面积较大且难以遮挡，将会造成严重的衰老感。过去消费者只注重面部保养，忽略了颈纹对形象的影响，而在追求“天鹅颈”的审美趋势下，消费者对颈纹修复的需求将会逐步增长，颈纹修复市场潜力巨大。

图23：颈纹将会带来严重的衰老感



资料来源：新氧 APP

图24：小红书 APP 上颈纹修复相关文章热度高

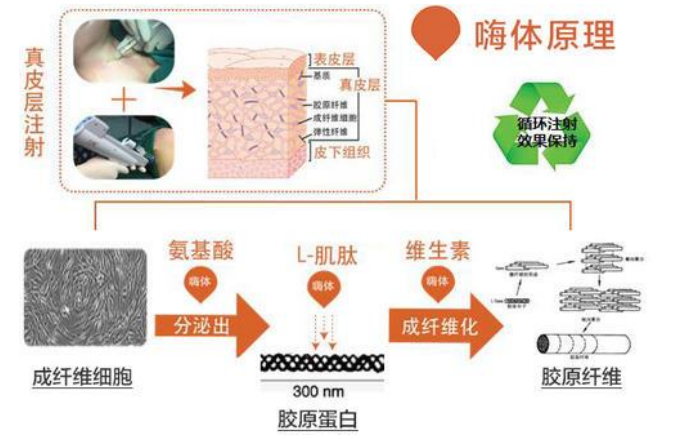


资料来源：小红书 APP

嗨体垄断颈纹修复市场，政策壁垒限制竞品进入。1）嗨体于 2016 年 12 月取得 III 类医疗器械注册证，是国内首款应用于颈纹修复的注射产品，同时也是市场上修复颈部皱纹的唯一产品。嗨体真皮层细胞赋活疗法直接作用于皮肤真皮层，通过提升成纤维细胞胶原蛋白、胶原纤维合成效率，系统性建立皮肤健康微循环，达到抚平颈纹的效果。由于颈部肌肤的厚度与面部相比较薄，对材料要求苛刻，原有的国内产品材料偏硬不适合，嗨体作为一种新型复合溶液，属于水剂材料，适应性更好。良好的修复效果使得消费者整体黏性较强，多数人会在 1-3 个月后选择再次注射嗨体，产品复购率较高。2）2020 年国家药品监督管理局规定未来添加了活性及药物成分的透明质酸钠不再作为医疗器械审批，而是作为药品审批。短期内政策会有一定持续性，保证了嗨体的独家性。此外，目前尚未有同类产品排队审批，预计未来五年嗨体仍将垄断颈纹修复市场。

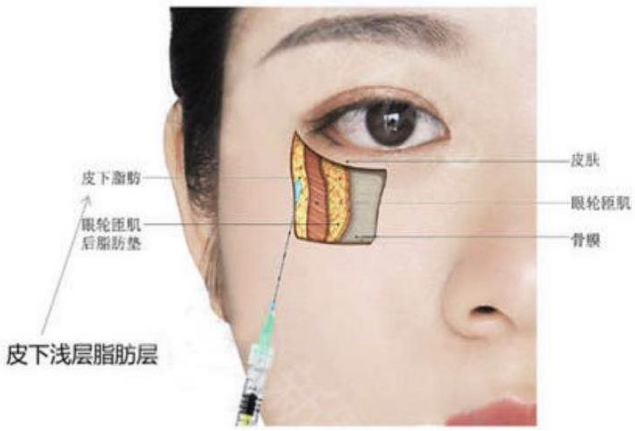
嗨体还可用于眼部修复与面部水光。与面部皮肤相比，眼眶周围区域的皮质层与颈部的皮肤都比较薄，所以在临床使用过程中，嗨体也承担了泪沟填充、修复黑眼圈的任务。此外，依托嗨体的超强口碑以及临床效果，未来其在面部水光也将有很大的发展空间。公司的“嗨体熊猫针”则更针对性地治疗眼周区域，例如眼周皱纹、色素型黑眼圈、血管型黑眼圈、上睑下垂等。

图25：嗨体直接作用于皮肤真皮层



资料来源：新氧 APP

图26：嗨体熊猫针有效缓解泪沟、黑眼圈等眼周问题



资料来源：新氧 APP

市场教育效果显著，用户自发为嗨体带货。公司重视对 C 端的市场教育，并通过销售商做了大量普及宣传。目前小红书平均日活跃用户数 2100 万，艾瑞咨询统计数据

显示，小红书 24-35 岁用户占比最多，占近 6 成，这一年龄段的人群除颈纹的需求较大。嗨体企业账号在小红书定期更新动态，积极与用户互动，宣传产品功效，有效的触及了大量潜在用户。此外，部分消费者在体验过嗨体的修复效果后，自发地在微博、小红书等平台分享自身经历，并发布对比鲜明的效果图片，清晰地展示了嗨体的去颈纹效果，大大增加了潜在消费者对嗨体的信任度。

图27：用户自主分享使用体验为嗨体带货



资料来源：小红书 APP

3.1.2、宝尼达：目前唯一的国产长效玻尿酸产品

宝尼达是国内目前仅有的两款获批长效玻尿酸之一，填充效果维持达 8 到 10 年。目前市面上医美玻尿酸的维持时长普遍在 6-12 个月，市场竞争较为激烈，而公司在 2012 年推出的宝尼达属于长效玻尿酸产品，维持时长最高可达到 10 年。长效玻尿酸，即医学上的骨性结构材料，由于其质地硬密度高，较难代谢吸收，因而主要用做深层次注射，以纠正中重度额部和鼻唇部皱纹。宝尼达属于公司高端产品，其特点是含有聚乙烯醇（PVA）微球成分，微球能不断刺激自身胶原生长，维持皮下胶原蛋白动态平衡。目前国内仅有两款用于面部填充的长效玻尿酸产品获批，另一款是荷兰汉福生物科技公司研发的爱贝芙，其效果维持时长为 5-10 年。

图28：宝尼达 PVA 微球具有安全、长效特点



资料来源：维美整形网

图29：竞品爱贝芙示意图



资料来源：益美网

相对竞品爱贝芙，宝尼达具有不易过敏、材质较软的优势。从成分上来看，宝尼达主要成分为 80%的复合玻尿酸与 20%微球成分，而爱贝芙主要成分为 80%的胶原蛋白溶液+20%的微球。胶原蛋白不适用于对鸡蛋、牛奶过敏及易敏体质人群，而中国居民中对牛奶过敏的比例相对较高，所以爱贝芙曾出现过多次过敏案例。而玻尿酸致敏性较低，且具有良好的保湿性，更适合中国居民使用。此外，相对于爱贝芙，宝尼达的材料与软骨的硬度较相近，相对柔软自然又可做支撑，贴合性较好。因此，在临床中，医生往往更偏好于用宝尼达作为长效玻尿酸注射材料。

随着高价国货的接受度不断提高，宝尼达潜力将逐步释放。之前制约宝尼达快速增长的主要因素在于消费者对高端国产医美产品的不信任。通过大量临床应用与市场教育，目前长效医美玻尿酸产品逐渐被市场接受，宝尼达也得到了下游医疗机构以及终端消费者的认可，销售额从 2015 年的 2766 万元增长到了 2019 年的 6750 万元。从毛利率的角度看，宝尼达产品定位高端，2019 年出厂价达到 2547 元，毛利率 98.73%，领先于其他品类。未来随着医美机构推广与消费者自发宣传，宝尼达市场份额有望进一步提高。

3.1.3、 爱芙莱/爱美飞：缓释疼痛的玻尿酸姐妹花

爱芙莱/爱美飞是国内首款含有缓释疼痛成分的玻尿酸产品。消费者在注射传统的玻尿酸产品过程中，一般会有明显的疼痛感。为了解决注射时疼痛的问题，爱美客开发了爱芙莱/爱美飞两款产品。这两款产品均用于皮肤真皮中层至深层注射填充，成分中包含了利多卡因。由于利多卡因属于麻醉剂，因此在可在操作过程中起到止痛效果，增加消费者的接受程度。

产品质量稳定，下游机构推广意愿强。1）爱芙莱/爱美飞产品中的麻药成分，大大提升了对用户的体验感和舒适度。同时，在大量临床使用后，爱芙莱质量稳定的优势凸显，用户在注射后不易出现面部红肿或异物感重等问题，受到医生群体的高度认可。2）受益于下游机构的认可，爱芙莱产品议价权较强，2019 年出厂售价为 310.8 元，较同类竞品略高。但得益于产品良好的性能以及稳定的临床效果，医美机构在终端有较大的加价空间，利润空间充足。因而下游医美机构有较强的意愿推广爱芙莱产品，有利于公司市场份额提升。

3.1.4、 逸美/逸美一加一：额部与鼻唇沟皱纹修复

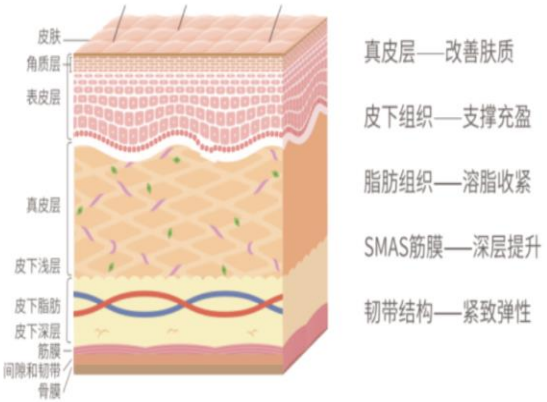
逸美/逸美一加一为同系列产品，专注额部与鼻唇沟皱纹修复。逸美是国内首款获国家药监局认证的、有 III 类医疗器械证的玻尿酸填充剂。逸美主要用于皮肤真皮深层至皮下浅层之间注射填充，以纠正额部皱纹和中重度鼻唇部皱纹。主要成分是羟丙基甲基纤维素-透明质酸钠溶液，通过交联技术整合透明质酸与纤维素，并用纤维素保护透明质酸的相关位点以降低玻尿酸的活性，填充效果为 6-12 个月。逸美一加一是逸美的升级版，主要成分为医用透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶，主要用于皮肤皮下浅层至深层之间的填充，以纠正中重度额部皱纹和中重度鼻唇沟皱纹，效果维持时间较逸美更长。目前逸美一加一分为两种型号，分别是“大红”（玻尿酸分子较大，注射至皮下深层，效果持续时间约 1 年），“小金”（玻尿酸分子较小，注射至皮下浅层，效果持续时间约 6 个月）。

3.1.5、 紧恋：国内首款面部埋植线产品

面部埋线具有提拉紧致功效，可缓解皮肤松弛。面部埋植线是将医用可降解线材埋植到皮肤不同层次，针对面部松弛下垂进行提拉紧致，具有祛除法令纹、帮助苹果肌

复位、消除双下巴等效果。与传统拉皮手术相比，面部埋植线对组织的破坏较小，同时效果也更自然，且具有恢复期较短，风险较低，效果可逆的优势。随着中老年人口比重不断增加，以及消费者对于埋植线产品的了解更加深入，埋植线市场潜力将会逐步释放。

图30：模拟皮肤各层次埋线效果



资料来源：公司官网

图31：面部埋植线线手术示意图



资料来源：大众网

紧恋是国内首款面部埋植线产品。2019 年 5 月，紧恋获批上市，成为国内首款面部埋植线产品。紧恋采用聚对二氧环己酮（PPDO）作为原材料，具有优异的降解性，体内降解试验表明其在 180-220 天可被完全吸收，对周围细胞组织无影响，且吸收时变成水和二氧化碳排出体外，对人体完全无害，可重复埋线。此外，PPDO 进入皮肤组织后可以促进胶原再生，从而改善皮肤皱纹及皮肤状态。同时，PPDO 是高分子材料，线材硬度适中、张力强，易于操作，且具有优异的生物相容性，组织亲和力高。

表6：国内获得批准的两款面部埋线产品

产品	公司	获批时间	产品特点
紧恋	爱美客	2019.5	采用聚对二氧环己酮（PPDO）作为原材料，具有优异的生物相容性、可吸收性和降解性，体内降解试验表明其在 180-220 天可被完全吸收；有平滑线、螺旋线、短锯齿线三种线型。
MINT	韩士生科	2019.6	采用可吸收的材质对氧环己酮（PDO）为原材料，结合独有的压印制模工艺，形成 3D 立体结构突出型的 360 度螺旋锯齿线。

资料来源：国家药品监督管理局官网、开源证券研究所

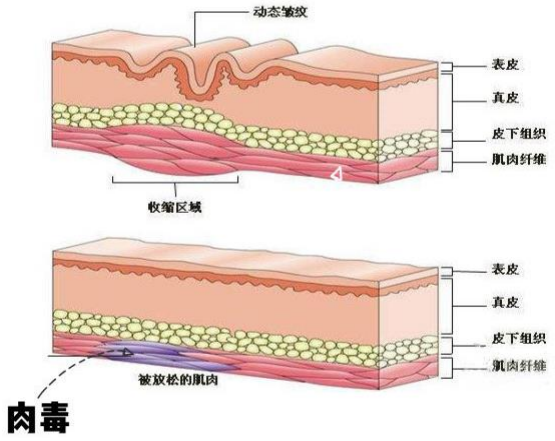
相比于其他竞品，紧恋产品线更加丰富，应用场景更多。市场上获批的面部埋植线产品，仅有公司旗下紧恋和韩士生科旗下 MINT。目前 MINT 仅有一款线型供消费者选择，应用场景相对有限。与 MINT 相比，紧恋产品线更为丰富，有平滑线、螺旋线、短锯齿线三种线型，分别满足用户皮肤紧致、表情区紧致、精细部位凹陷填充和皮肤提升的需求，同时可与其他手术、非手术年轻化手段联合应用，分层解决结构性衰老问题，具有较强的产品竞争力。

3.2、 入局肉毒蓝海享垄断红利，率先破局童颜针市场

肉毒素去皱效果显著，国内市场仍是蓝海。肉毒素全称肉毒杆菌素，是肉毒杆菌在繁殖过程中产生的毒性蛋白质。肉毒素根据抗原性的不同，可分为 A、B、Ca、Cb、D、E、F、G 八种类型，临床上用于医疗美容的均为 A 型肉毒素。肉毒素祛皱效果显著，一般可维持 6-8 个月，因此在全球医美市场上，肉毒素美容常位于非手术类医美手段

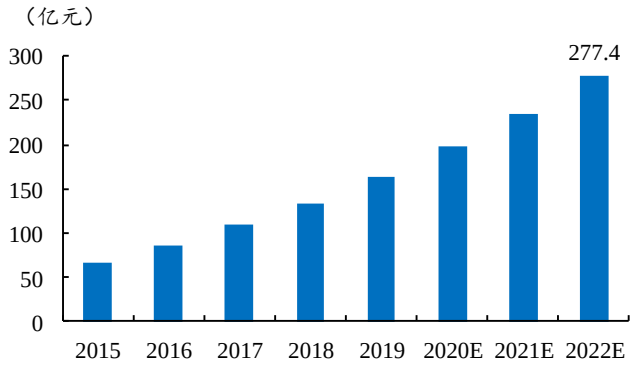
榜首。但肉毒杆菌被国家药品监督管理局划分为毒麻药类药物，因而受到严格管理。目前国内注射用 A 型肉毒素获批的适应症有限，主要是治疗肌张力障碍以及中重度皱眉纹。而国际上肉毒素批准的适应症有 30 多种，包括腋部多汗症、眼睑痉挛、颈部肌张力障碍等。未来随着肉毒素在终端应用领域的增加，国内市场发展空间潜力巨大。Frost & Sullivan 数据显示，2013-2017 年国内肉毒素市场 CAGR 达到 33.2%，市场规模将进一步增长，2022 年将达到 277.4 亿元。

图32：肉毒素通过停止肌肉运动能力达到除皱效果



资料来源：好大夫在线

图33：2022 年中国肉毒素市场规模预计超过 275 亿元



数据来源：Frost & Sullivan、开源证券研究所

公司获得韩国 Huons 肉毒素代理权，产品已进入临床试验阶段。肉毒素可有效消除动态皱纹，尤其是抬头纹、眉间纹等，在美容项目中具有不可替代性。长期以来肉毒素市场被兰州生物的衡力以及美国艾尔建的保妥适（Botox）瓜分，随着 2020 年 6 月博福-益普生的吉适（Dysport）正式获批，中国肉毒素市场正式进入三足鼎立的局面。公司作为韩国 Huons A 型肉毒素产品的中国独家经销商，获准在中国区域内进口、注册、经销其生产的肉毒素产品，代理期间为 10 年。目前，公司代理的 A 型肉毒素产品已进入临床试验阶段，若产品顺利通过审批，将满足更多消费者需求，激发肉毒素市场活力，为公司带来新的利润增长点。

表7：玻尿酸与肉毒杆菌不同适应症

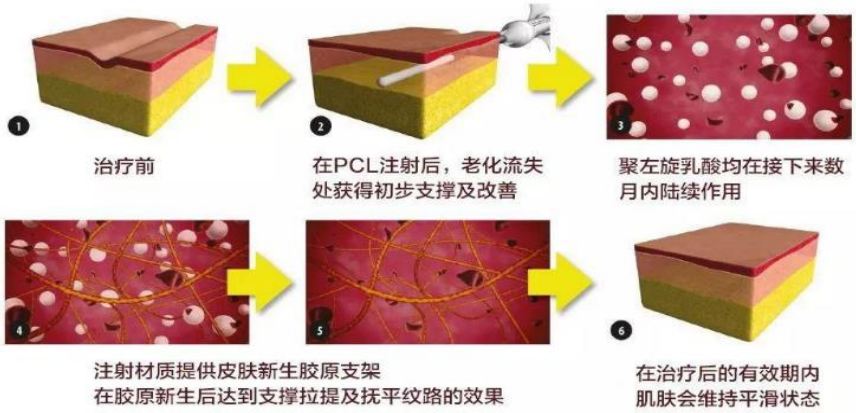
玻尿酸	VS	肉毒杆菌
存在于结缔组织、上皮组织；通过微生物发酵或生物组织提取制备	来源与制备	由肉毒杆菌制造，与可致死的肉毒中毒为统一毒素；通过纯化肉毒杆菌培养液制备
玻尿酸与水结合起到锁水作用，弥散性低可填充凹陷	作用机制	与交感神经末端结合，阻滞神经肌肉传递；抑制乙酰胆碱产生
用于静态皱纹填充，尤其是静态皱纹如法令纹；隆鼻；填充下巴	主要适应症	适用于消除动态皱纹，通过减少肌肉活动缓解皱纹，如抬头纹、眉间纹；瘦脸，瘦小腿；除腋臭
干眼症、辅助眼科手术；间质性膀胱炎；骨关节炎导致的膝盖疼痛	其他外科用途	斜视、眼睑痉挛；膀胱过度活动症；颈张力异常症（斜颈症）

资料来源：《医学美图》微信公众号、开源证券研究所

童颜针通过刺激胶原蛋白生长达到长期除皱效果。童颜针也被称为“液态拉皮”，主要成分是聚左旋乳酸（PLLA）或聚己内酯（PCL），是一种与生物相容、可在体内自行分解代谢的物质，注射进入真皮层之后，能刺激胶原蛋白自发生长，从而改善脸部的

皱纹和松弛下垂。童颜针主要适用于面部胶原蛋白较少的用户，可改善面部大面积凹陷，抚平额头、太阳穴等部位的皱纹，效果可维持 3 年或更久。与物理填充的玻尿酸以及通过阻断神经对肌肉的传导达到除皱效果的肉毒素相比，童颜针从深层改善皮肤的状态从而使效果维持更久。

图34：童颜针通过刺激自身胶原蛋白生长以抚平皱纹



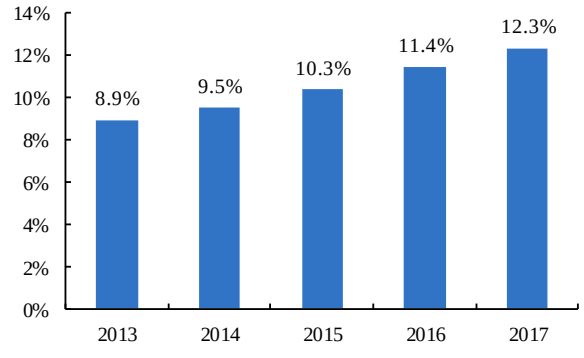
资料来源：新氧科技医学院官方账号

国内尚无合规童颜针产品，蓝海市场待挖掘。当前国内还未有任何一款童颜针产品取得国内的医疗器械III类证书，市面上流通的该类产品基本都属于违规使用。国外广泛使用的三种童颜针分别为法国 Sculptra 舒颜萃、美国 DermaVeil 德美颜、韩国 Aesthefill 爱塑美，而国内产品则以 Reborn 瑞博为主。公司开发的童颜针属于合规的 III 类械字号产品，目前已进入申报阶段，预计 2020 年底或 2021 年年初拿到 III 类医疗器械证。一旦童颜针产品成功获批，有望为公司贡献新的增长动力。

3.3、 瞄准瘦身纤体市场，布局大健康产业

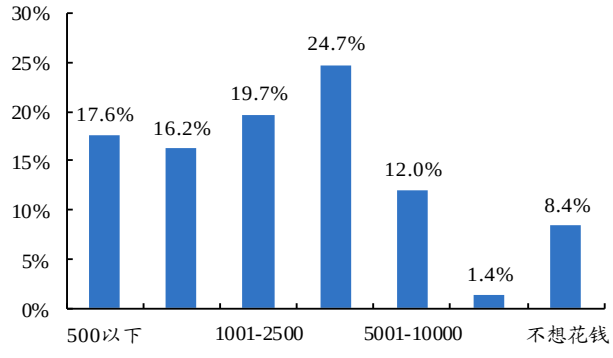
瘦身纤体市场广阔，消费者为瘦身付费意愿强。随着生活节奏加快与快餐文化普及，中国居民的肥胖率日益提高。根据 Frost & Sullivan 数据，中国居民肥胖率从 2013 年的 8.9%提升至 2017 年的 12.3%。在居民健康意识和对颜值要求不断提升的情况下，瘦身纤体的需求将会快速增加。同时，随着可支配收入的提升与消费习惯的转变，居民为瘦身的付费意愿已达到较高水平。艾媒咨询 2020Q1 数据显示，90%以上的受访人群愿意为瘦身付费，近 40%受访者愿意为瘦身支付 5000 元以上的费用。

图35：中国居民肥胖率快速提升



数据来源：Frost & Sullivan、开源证券研究所

图36：大部分居民愿意为瘦身付费



数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

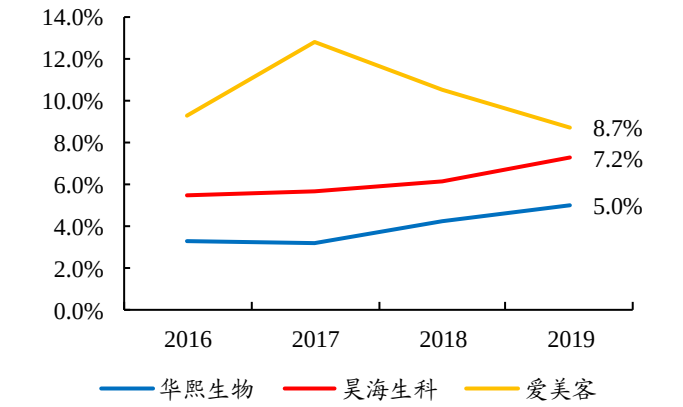
积极布局重组蛋白与去氧胆酸市场，针对肥胖与糖尿病问题。1）重组人胰高血糖样肽-1（GLP-1）类似物在治疗肥胖症方面具有显著效果，在医院、医疗美容机构等已得到广泛应用。根据新思界发布的《2018-2021 年中国重组蛋白质药物市场发展前景及可行性研究报告》，预计 2021 年中国重组蛋白质药物的市场规模达 560.82 亿元。公司于 2016 年 11 月成立子公司诺博特生物，主攻 GLP-1 类似物产品的研发，未来可针对减肥人士开发溶脂针，也可以开发治疗糖尿病等疾病的产品。诺博特生物目前已完成原研药的质量研究及样品小试，正在进行临床前的样品中试及动物安全性评价，预计将于 2020 年进行产品的临床申报。2）去氧胆酸由胆汁酸盐在小肠中通过细菌酶解作用产生，具有乳化脂肪的作用。公司控股子公司融知生物主攻去氧胆酸原料研发生产，目前已完成该产品原料药的合成工艺开发、小试和质量标准建立，正在进行制剂的开发小试以及药物临床前样品中试及动物安全性评价研究，预计将于 2020 年进行产品的临床申报。公司布局瘦身市场有助于进一步提升在医美健康领域的市场份额，贡献新的利润增长点。

4、 快速推新能力铸就核心壁垒，产能渠道扩张助力未来增长

4.1、 大力投入研发，推动技术优势向产品优势转化

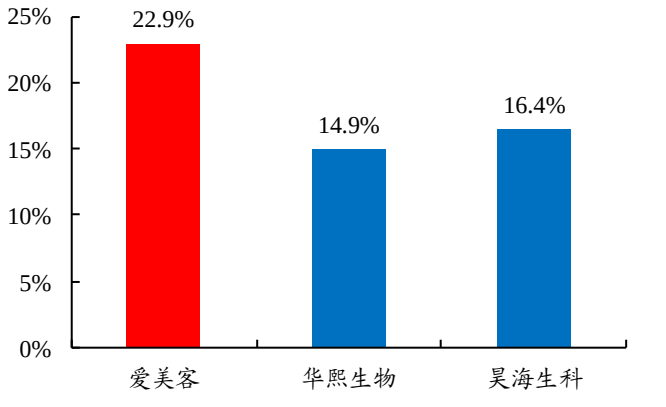
公司高度注重研发投入。横向对比来看，爱美客的研发费用率明显高于同业其他公司，且研发费用逐年增长，2020H1 研发费用达到 0.21 亿元。另外，公司共拥有员工 315 人，其中研发及技术人员 72 人，占员工总数 22.86%，同样高于同业。公司研发及生产技术人员涵盖生物工程、高分子化学与物理、制药工程等专业人才，具有丰富的产品研发经验。

图37：公司研发费用率高于同业



数据来源：爱美客、华熙生物、昊海生科招股说明书、开源证券研究所

图38：公司研发人员占比高于同业



数据来源：爱美客、华熙生物、昊海生科招股说明书、开源证券研究所

公司成功将技术优势转化为产品优势。公司积极与各大高校、知名医师、企业进行合作，成功将技术优势转化成了产品优势。如宝尼达使用水密型微球悬浮制备技术，制得的高弹性水凝胶微粒径可控，与透明质酸钠联合使用能提高产品对皮肤的支撑力，使产品的支撑效果延长至 8-10 年。而嗨体的组织液仿生技术，使产品除了具有填充功效外，还能促进胶原形成，改善皮肤皱纹。

表8：公司产品的竞争优势来自对核心技术的掌握

技术名称	涉及产品	技术特点	技术优势
多组分复合仿基质水凝胶	逸美、宝尼达、逸美一加一	透明质酸钠为主体，复合植物多糖、合成高分子等多种生物材料，得到仿细胞外基质水凝胶	模仿细胞外基质，使材料具有良好生物性
水密型微球悬浮制备	宝尼达	通过双相悬浮交联法一步制得粒度均匀的高含水量的水凝胶微球	制得的高弹性水凝胶微粒径可控，与透明质酸钠联合使用能提高产品对皮肤的支撑力
固液渐变互穿交联	爱芙莱、爱美飞、逸美一加一	高分子溶液在交联过程中固化，完成液态向固态的转变。交联剂将高分子链段联结，形成交联网络	有效延长凝胶在体内的停留时间且交联剂用量更少
组织液仿生	嗨体	由透明质酸钠、L-肌肽、氨基酸和维生素组成的复合溶液，能够促进皮肤组织基质的形成，达到皮肤仿生修复的效果	除填充效果外，还能促进胶原形成，改善皮肤皱纹
恒水精准切割技术	紧恋	对可吸收聚合物线材进行精准切割，让线材具有特定的形态特征；同时通过特殊加工处理让材料含水量恒定维持在一个可接受的极低水平，保证了材料稳定性	切割的独特形态，保证了产品有效性；恒定低含水量，保证了产品的稳定性

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

6 款在研产品为公司长期发展提供持续动力。目前公司在研的 6 款产品不再局限于玻尿酸，还包含肉毒素、重组蛋白、生物补片等产品，涉及生物药品及器械领域。其中，有 3 款进入申报阶段、1 款处于临床试验阶段、1 款处于临床前研究阶段，产品用途覆盖皮肤填充、手术防粘连、硬脑膜和软组织修复、去除动态皱纹、治疗糖尿病和肥胖症等多个领域。“十四五”期间，中国社会将从轻度老龄化迈入中度老龄化。而老年人对抗衰除皱、糖尿病治疗的需求更高，在研产品所处的赛道将保持高速增长。预计未来在研产品的陆续落地，将有效丰富现有的产品矩阵，为公司贡献持续增长动力。

表9：公司在研产品品类丰富

产品名称	产品功能及用途	产品类别	研发阶段
医用含修饰聚左旋乳酸微球的透明质酸钠凝胶	用于皮肤填充	III 类医疗器械	注册申报阶段
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	生物药品	临床试验阶段
基因重组蛋白	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：招股说明书、开源证券研究所

4.2、 产品快速落地能力强，牢固掌握先发优势

资质审核是影响产品进入市场的重要因素。由于医美项目存在一定的风险，所以国家对医疗产品、器械的资质（包括适用范围、功能等）有着严格的规定。目前，医疗器械有着明确的分类规定：I 类是通过常规管理即可保证安全性的器械；II 类是需要加以控制的器械；III 类是需要侵入人体，必须对其加以严格管控的器械。目前，注射类玻尿酸产品均属于 III 类器械，受到严格监管，只有取得 III 类医疗器械注册证的产品才能进入市场。

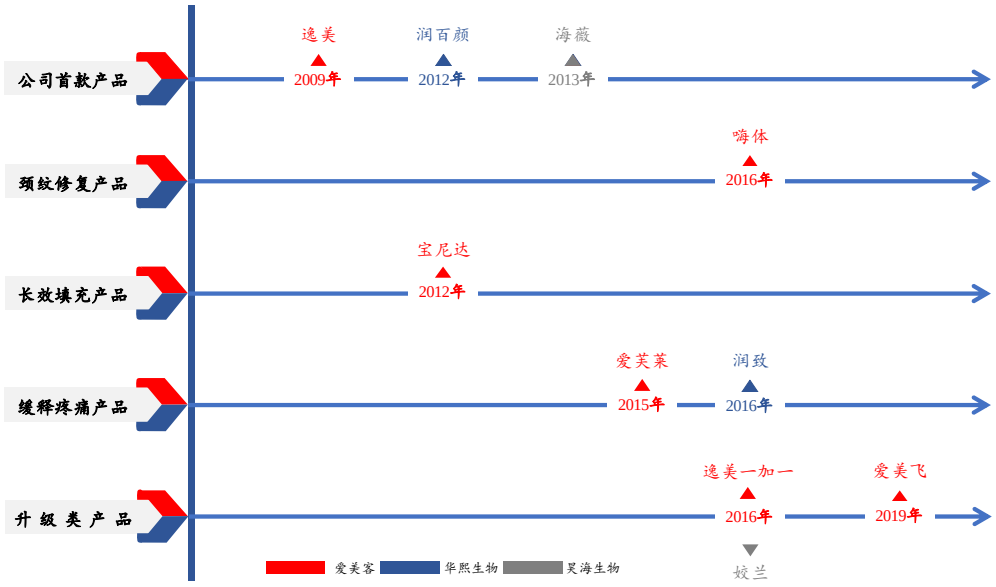
表10：注射类医美产品属于 III 类医疗器械

产品名称	产品功能及用途
I 类：通过常规管理足以保证其安全性、有效性的医疗器械	听诊器、医用 X 线胶片、医用 X 线防护装置、全自动电泳仪
II 类：对其安全性、有效性应当加以控制的医疗器械	体温计、血压计、助听器、制氧机、避孕套、针灸针、心电诊断仪器、无创监护仪器
III 类：植入人体或支持维持生命，对人体具有潜在危险，对其安全性、有效性必须严格控制的医疗器械	植入式心脏起搏器、体外震波碎石机、病人有创监护系统、人工晶体、有创内窥镜、一次性使用无菌注射器等

资料来源：国家药品监督管理局、开源证券研究所

爱美客深耕医美市场十六年，过证经验丰富速度快。公司深耕医美产品十余年，产品技术能力强叠加熟悉审批流程优势，产品获批速度相对较快。2009 年至今，公司先后推出国内首款玻尿酸产品（逸美）、唯一一款颈纹修复产品（嗨体）、唯一一款国产长效玻尿酸产品（宝尼达）、国内首款面部埋植线产品（紧恋），牢牢把握住了市场先发优势。

图39：同类产品中，爱美客研发的产品获批时间均较为靠前

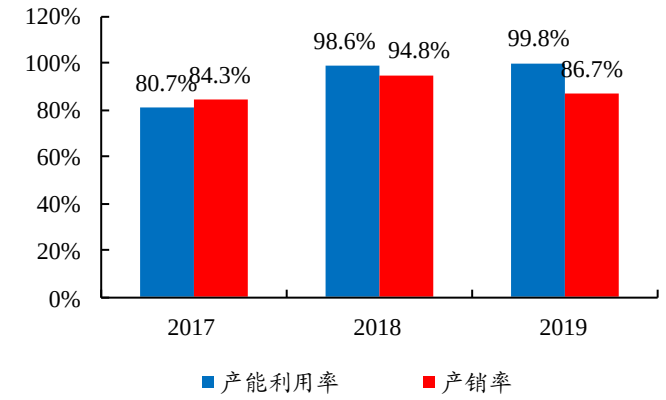


资料来源：爱美客、华熙生物、昊海生科招股说明书、开源证券研究所

4.3、 产能释放与渠道发力推动业绩快速增长

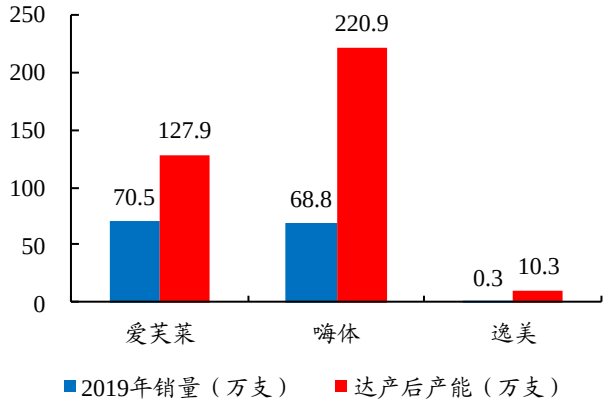
产能释放：产能利用率接近饱和，扩产计划将解决产能瓶颈。随着医美市场需求的快速增长，公司产能利用率不断提升。2017 年主要产品的产能利用率仅为 80.7%，而 2019 年已接近 100%。产销率方面，近 3 年公司产销率平均值也已达到 88.6%的较高水平。为了满足下游的旺盛需求，公司将迅速扩大生产规模，缓解产能瓶颈。公司招股书数据显示，产能扩建项目建设期约 3 年，预计达产后，爱芙莱产能提升 0.8 倍以上，嗨体产能提升约 2 倍以上，逸美产能提升约 33 倍以上。

图40：主要产品产能利用率、产销率处于高位



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

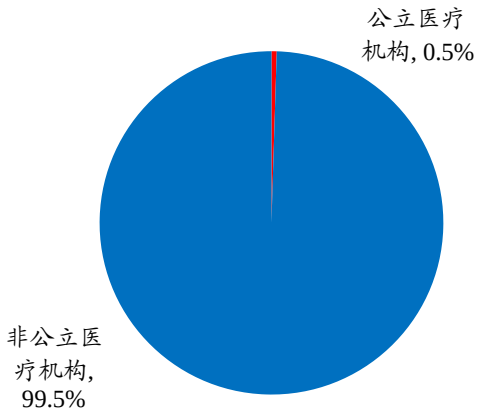
图41：公司重点产品产能将大幅提高



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

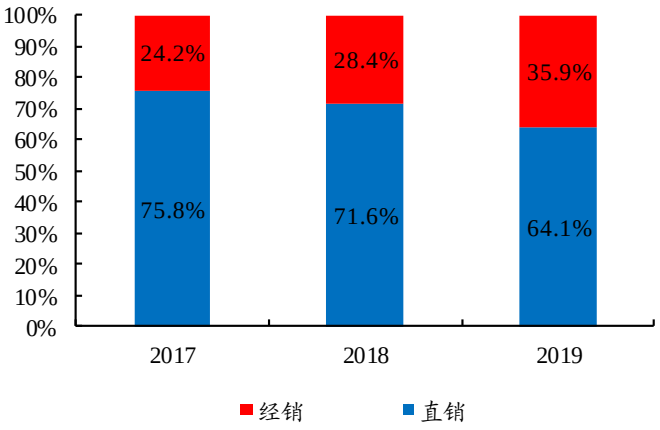
渠道整合：直销切入市场，经销快速铺货，渠道潜力将逐步释放。由于公司产品往往是细分市场的首款获批产品，需要一定的市场教育期，所以公司前期的销售方式以直销为主。在直销模式下，公司通过组织或参与行业会议、学术研讨会，开展学术培训等方式进行产品推广，并重点开发头部客户，包括美莱、华美等大型连锁非公立医疗机构和部分公立医院。同时公司计划将旗下医美知识交流平台“全轩学院”打造为产学研一体平台，对从医人员进行培训以及产品推广。随着公司品牌形象的建立与产品的市场接受度提升，2017 年后公司开始逐步提高经销比例以实现快速铺货。目前，公司已形成以北京为中心，覆盖全国 31 个省、市、自治区的销售网络。由于下游主要客户为非公立医疗机构，业务较为分散，公司计划投资 1.5 亿元在北京、成都、南京、广州、杭州、西安设立六个营销中心以加强推广能力，并依托上述辐射能力强的城市，快速布局下沉市场。预计随着经销比例的提升与营销中心的建设，渠道潜力将快速释放。

图42：非公立医疗机构是主要客户来源



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

图43：公司以直销为主，经销比重逐渐扩大



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

5、 盈利预测

5.1、 关键假设

（1）疫情总体稳定：国内新冠疫情不再出现二次爆发，2021 年下游医院/医美机构客流量回到正常水平；

（2）在研产品顺利获批：公司在研产品童颜针于 2021 年顺利获批，当年贡献约 3000 万元收入；

（3）募投项目顺利推进：公司募投的产能建设项目顺利进行，缓解产能瓶颈。

5.2、 盈利预测与估值

公司是深耕玻尿酸市场的国内医美行业龙头。我们认为，颜值经济时代，“变美”需求驱动医美行业蓬勃发展，产业链中产品生产商占据核心环节。目前，公司已构建嗨体、宝尼达、爱芙莱等玻尿酸明星产品矩阵，而快速推新能力构建了深厚竞争壁垒，未来布局童颜针、肉毒素等高增长新赛道，成长潜力突出。

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 4.18/6.38/9.15 亿元，对应 EPS 为 3.48/5.31/7.61 元，当前股价对应 PE 为 141/92/64 倍。公司作为国产医美行业龙头，近年来收入业绩保持快速增长，行业红利叠加核心竞争优势保障，公司未来成长具有较强持续性和确定性。对比医美行业可比公司，公司目前估值高于平均水平（行业平均估值对应 2020 年约 83 倍 PE），考虑到公司赛道的稀缺性和突出的成长性，给予一定估值溢价。

首次覆盖，给予“买入”评级。

表11：公司作为本土医美龙头，具备赛道稀缺性和突出成长性，给予一定估值溢价

行业	证券代码	证券简称	收盘价（元）	EPS（元/股）				PE（倍）		
				2019A	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
医美产品	688366.SH	昊海生科	108.50	2.08	1.55	2.42	3.04	70	45	36
	688363.SH	华熙生物	137.59	1.22	1.45	1.96	2.60	95	70	53
		A 股平均						**83**	**57**	**44**
	300896.SZ	**爱美客**	**490.08**	**2.54**	**3.48**	**5.31**	**7.61**	**141**	**92**	**64**

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2020/10/27，昊海生科、华熙生物的 EPS、PE 均使用 Wind 一致预期预测数据，收盘日期 2020/10/27）

6、 风险提示

疫情再次爆发，影响下游医院/医美机构客流。

医美市场新进入者增加，行业竞争加剧。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	211	565	999	1530	2332
现金	156	506	937	1427	2224
应收票据及应收账款	5	15	11	29	27
其他应收款	2	2	3	5	7
预付账款	1	5	3	9	8
存货	16	23	31	47	52
其他流动资产	30	14	14	14	14
非流动资产	103	179	208	313	428
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	10	151	170	251	341
无形资产	9	11	12	14	15
其他非流动资产	84	18	25	47	72
资产总计	314	744	1207	1843	2759
流动负债	39	67	90	101	120
短期借款	2	0	0	0	0
应付票据及应付账款	23	7	35	26	52
其他流动负债	14	60	54	75	68
非流动负债	9	14	14	14	14
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	9	14	14	14	14
负债合计	48	81	104	114	134
少数股东权益	3	4	-4	-17	-35
股本	90	90	120	120	120
资本公积	140	140	140	140	140
留存收益	33	429	840	1465	2362
归属母公司股东权益	263	659	1108	1746	2660
负债和股东权益	314	744	1207	1843	2759

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	135	310	440	614	945
净利润	116	298	410	625	897
折旧摊销	8	10	22	32	48
财务费用	-2	-2	-2	-3	-5
投资损失	-1	-7	-10	-10	-10
营运资金变动	4	7	20	-30	15
其他经营现金流	10	4	0	0	0
投资活动现金流	-38	-26	-41	-127	-153
资本支出	39	33	51	137	163
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	1	7	10	10	10
筹资活动现金流	-46	-44	32	3	5
短期借款	2	-2	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	78	0	30	0	0
资本公积增加	94	0	0	0	0
其他筹资现金流	-220	-42	2	3	5
现金净增加额	51	240	431	490	797

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	321	558	705	1093	1550
营业成本	34	41	57	81	103
营业税金及附加	6	4	4	7	9
营业费用	62	77	76	127	184
管理费用	44	48	42	60	78
研发费用	34	49	56	98	140
财务费用	-2	-2	-2	-3	-5
资产减值损失	-1	-0	0	0	0
其他收益	2	3	2	3	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	7	10	10	10
资产处置收益	-0	0	0	0	0
营业利润	143	350	483	736	1055
营业外收入	0	1	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	143	351	483	736	1055
所得税	27	53	72	110	158
净利润	116	298	410	625	897
少数股东损益	-7	-8	-8	-13	-18
归母净利润	123	306	418	638	915
EBITDA	147	346	483	732	1048
EPS(元)	1.02	2.54	3.48	5.31	7.61

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	44.3	73.7	26.3	55.1	41.9
营业利润(%)	52.9	144.5	37.8	52.4	43.4
归属于母公司净利润(%)	49.5	148.7	37.0	52.4	43.4
获利能力					
毛利率(%)	89.3	92.6	91.9	92.6	93.3
净利率(%)	38.3	54.8	59.4	58.4	59.0
ROE(%)	43.7	45.0	38.2	36.8	34.6
ROIC(%)	41.0	42.5	36.0	34.5	32.2
偿债能力					
资产负债率(%)	15.4	10.9	8.6	6.2	4.9
净负债比率(%)	-54.5	-74.6	-86.3	-83.4	-85.3
流动比率	5.4	8.4	11.1	15.2	19.4
速动比率	4.7	7.8	10.6	14.5	18.8
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.1	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	69.4	55.8	55.8	55.8	55.8
应付账款周转率	2.8	2.7	2.7	2.7	2.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.02	2.54	3.48	5.31	7.61
每股经营现金流(最新摊薄)	1.13	2.58	3.66	5.11	7.86
每股净资产(最新摊薄)	2.19	5.48	8.96	14.27	21.88
估值比率					
P/E	479.5	192.8	140.8	92.3	64.4
P/B	224.1	89.4	54.7	34.3	22.4
EV/EBITDA	400.3	169.0	120.0	78.5	54.1

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn