

中国艾尔建，崛起进行时

增持|维持

——爱美客(300896)深度报告

报告要点:

● 医美黄金赛道，非合规市场加速转化

医美市场是消费市场中的黄金赛道，终端规模接近 2000 亿，整体用户数 2019 年达到 1367 万，医美人群持续扩容成为行业增长核心驱动，行业合规化较差，水下市场 2 倍于水上市场，未来随监管加强加速合规市场转化。上游格局方面，玻尿酸赛道凝胶填充产品竞争充分，LG、艾尔建、Q-Med 占据优势，复合溶液类产品仅爱美客获批；肉毒市场艾尔建、兰州衡力二分天下，随产品陆续导入，市场重新分割；光电类设备外资品牌主导，内资产商有望通过代理+收购加速入场。

● 爱美客产品矩阵丰富，差异化定位打开空间

大单品嗨体是目前国内首个合规且有效解决颈部横纹的注射产品，尽享细分赛道红利，同时系列化开发成功，嗨体熊猫针切入眶周年轻化赛道，放量快速；水活泡泡针在 2.5 基础上进行升级。童颜针濡白天使 6 月获批，在传统童颜针基础上改进较大，通过亲水成分聚乙二醇修饰后微球(PLLA-PEG)呈现亲水和亲脂的“双亲性”特点，可均匀混悬在交联透明质酸内，无需复溶、无需等待，呈现乳白色，降低医生端门槛。

● 研发、获证、产品、渠道四大壁垒构建护城河

研发上，以需求为导向产品研发具备前瞻性眼光，获证上多个“国内首款”保证产品差异化和竞争力，产品上对于求美者和机构诉求把握精准，具备产品到商品到系列商品的高效转化能力，并通过搭售提供有效解决方案，提高机构粘性；渠道上，直销为主经销为辅，销售网络高效稳定，形成从上游药械厂商到下游终端和医生再到 C 端高效的信息传递链条。

● 投资建议与盈利预测

我们预计公司 2021-2023 年实现营业收入 13.26 /19.52/27.12 亿元，同比增长 87%/47%/39%，归母净利润分别为 8.17/11.95/16.58 亿元，EPS 分别为 3.78/5.52/7.66 元，对应 PE 165/113/81x，维持“增持”评级。

● 风险提示

医美行业发展低于预期、市场竞争加剧、海外收购进度不及预期。

基本数据

52 周最高/最低价 (元): 1232.03 / 330.24

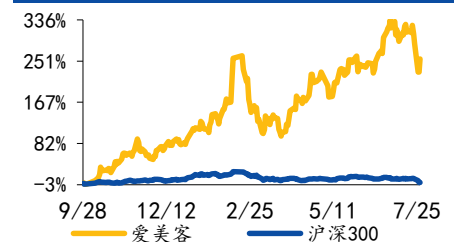
A 股流通股 (百万股): 49.38

A 股总股本 (百万股): 216.36

流通市值 (百万元): 33061.99

总市值 (百万元): 144866.00

过去一年股价走势



资料来源: Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 李典

执业证书编号 S0020516080001

电话 021-51097188-1866

邮箱 lidian@gyzq.com.cn

联系人 徐雨涵

电话 021-68869125

邮箱 xuyuhan@gyzq.com.cn

附表: 盈利预测

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	557.72	709.29	1325.85	1952.45	2712.24
收入同比 (%)	73.74	27.18	86.93	47.26	38.91
归母净利润(百万元)	305.52	439.75	816.88	1194.87	1657.80
归母净利润同比 (%)	148.68	43.93	85.76	46.27	38.74
ROE (%)	46.37	9.70	16.57	19.51	21.30
每股收益 (元)	1.41	2.03	3.78	5.52	7.66
市盈率(P/E)	440.48	306.03	164.74	112.63	81.18

资料来源: Wind, 国元证券研究所

目 录

1. 公司概况：国内医美龙头，乘势而起	5
1.1 多品类差异化发展，医美龙头步履不停	5
1.2 营收、利润高速增长，公司处于成长爆发期	6
2. 医美行业：消费黄金赛道，非合规市场加速转化	8
3. 公司分析：差异化产品+4 大壁垒构建医美龙头护城河	15
3.1 现有产品：产品矩阵丰富，差异化定位打开市场	15
3.1.1 嗨体：差异化爆款产品，熊猫针带动利润率提升	17
3.1.2 宝尼达：竞争格局优，但医生门槛高，市场培育期长	21
3.1.3 童颜针：濡白天使获批上市，再生赛道新宠	23
3.2 新产品：自研+外延布局，产品矩阵持续扩大	26
3.3 从研发、获证、产品、渠道四大壁垒看爱美客优势	27
3.2.1 研发壁垒：精准把握市场需求，高效研发	27
3.2.2 获证壁垒：多个“国内首款”，上游高获证门槛凸显公司优势	30
3.2.3 产品壁垒：产品化商业化能力突出，管线布局国内厂商领先	31
3.2.4 渠道壁垒：销售网络高效稳定，全轩学院解决行业痛点	32
4. 他山之石：从全球医美巨头艾尔建看爱美客未来	35
5. 投资建议与估值	40
6. 风险提示	40

图表目录

图 1：爱美客发展历程	5
图 2：爱美客股权结构（截至 2021 年 4 月）	6
图 3：2017-2020 年爱美客营业收入及同比	6
图 4：2017-2020 年爱美客归母净利润及同比	6
图 5：2017-2020 年爱美客毛利率及净利率	7
图 6：2017-2020 年爱美客期间费用率	7
图 7：全球医美行业稳定发展	8
图 8：中国医美行业蓬勃发展	8
图 9：2018-2019 医美女性消费者年龄分布变化	8
图 10：我国轻医美人群规模	8
图 11：2019 年各国医美每千人诊疗量对比	9
图 12：我国医美行业乱象丛生，监管规则有待完善	10
图 13：医美项目分类	11
图 14：全球及中国非手术类医美项目占比（按疗程量）	12
图 15：2019 年中美非手术医美项目占比（按疗程量）	13
图 16：2019 年中国注射医美疗程量分布及增速	13
图 17：合规市场入院价口径下肉毒和透明质酸市场规模	13
图 18：2019 年中国医疗美容透明质酸市场竞争格局	14

图 19: 2017-2019 年按产品拆分收入	16
图 20: 2019 年各产品收入占总营收比例	16
图 21: 2017-2019 年各产品平均售价 (元/支)	17
图 22: 2017-2019 年各产品销量 (万支)	17
图 23: 2017-2019 年各产品毛利率	17
图 24: 2017-2019 年嗨体的收入和毛利率情况	18
图 25: 不同程度的颈纹	18
图 26: 嗨体注射作用原理	19
图 27: 肌肤具有三大抗衰作用	19
图 28: 嗨体衍生产品	20
图 29: 嗨体系列产品对比	20
图 30: 嗨体系列产品对比	20
图 31: 2017-2019 年宝尼达的收入和毛利率情况	22
图 32: 宝尼达作用原理	22
图 33: 传统童颜针作用原理	24
图 34: 少女针作用原理	24
图 35: 医疗器械注册申请流程及时间	27
图 36: 2017-2020 年研发费用情况	29
图 37: 2018-2020 年研发人员及占比	29
图 38: 爱美客产品运营思路	31
图 39: 爱美客商品化项目案例	31
图 40: 2017-2019 年直销与经销收入占比及毛利率	33
图 41: 爱美客为医美终端机构提供的服务	33
图 42: 医美行业医师缺口巨大	34
图 43: 全轩学院启动仪式	34
图 44: 艾尔建医美业务发展历程	35
图 45: 2005-2019 年 Allergan 营收及毛利率变化情况	35
图 46: 2015-2019 年 Allergan,plc 收入拆分 (亿美元)	35
图 47: 2015-2019 年艾尔建医美产品收入拆分 (亿美元)	37
图 48: 2006-2019 年保妥适收入及增速	37
图 49: 医美保妥适除美国市场收入占比约 40%	37
图 50: 2006-2019 年乔雅登收入及增速	38
图 51: 乔雅登除美国市场收入占比超 50%	38
图 52: 艾尔建在中国的发展历程	38
表 1: 主要国家医美人口测算及核心医美人口渗透率对比	9
表 2: 我国近五年对医美行业的规范整治力度不断加大	10
表 3: 全球非手术类医美项目疗程量 TOP10	12
表 4: 爱美客产品矩阵	15
表 5: 嗨体颈纹单品市场空间测算	19
表 6: 嗨体眶周年轻化综合方案	21

表 7：宝尼达与爱贝芙对比	23
表 8：童颜针和少女针对比	24
表 9：部分常见童颜针产品对比	25
表 10：爱美客未来主要产品进展	26
表 11：获 NMPA 批准上市的肉毒毒素产品对比	27
表 12：公司管理层简介	28
表 13：公司核心技术人员简介	29
表 14：爱美客获批产品一览	30
表 15：爱美客联合治疗方案	31
表 16：医美赛道主要玩家产品情况	32
表 17：艾尔建医美产品线	36

1. 公司概况：国内医美龙头，乘势而起

1.1 多品类差异化发展，医美龙头步履不停

玻尿酸筑基，多品类差异化发展，国内医美龙头步履不停。爱美客是国内生物医用软组织修复材料领域的创新型领先企业，公司成立于 2004 年，目前已实现透明质酸钠（玻尿酸）填充剂及面部埋植线的产业化。2009 年，公司首款玻尿酸填充产品“逸美”获 NMPA 批准，是国内首款获得 III 类医械证的玻尿酸填充产品，填补了医美领域的空白，随后，爱美客陆续推出了宝尼达、爱芙莱、嗨体、逸美一加一等多款玻尿酸填充产品；2019 年，爱美客再次成为国内首家获得 NMPA 批准的面部埋植线 III 类医疗器械证书的企业；2020 年 9 月，爱美客成功登陆 A 股市场；2021 年 5 月，爱美客宣布启动港股上市相关筹备工作，加速布局出海业务以及海外收购。

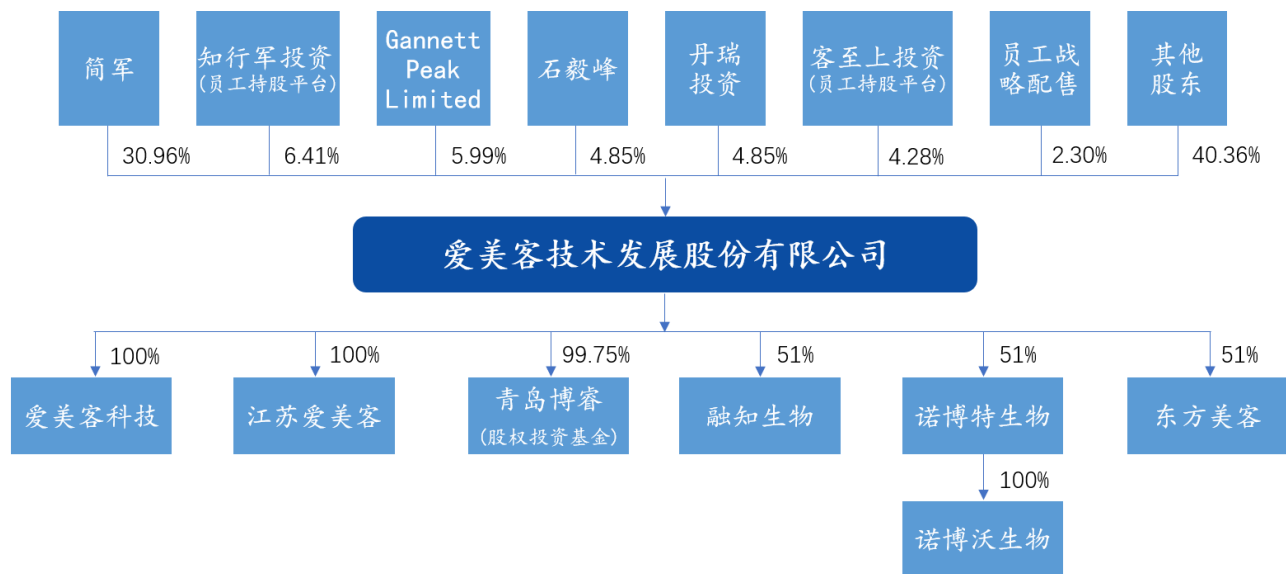
图 1：爱美客发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，国元证券研究所

公司控制权集中，员工持股+战略配售绑定核心员工。爱美客实际控制人为公司董事长简军，直接持股比例为 30.96%，并通过丹瑞投资、客至上投资及知行军投资间接持有公司股份，直接及间接持股比例合计共 38.04%。其他股东持股比例均在 10% 以下，公司控制权集中。公司通过员工持股深度绑定核心员工，设有“知行军投资”和“客至上投资”两个员工持股平台，持股比例分别为 6.41%、4.28%；同时，公司 IPO 设有员工战略配售计划，最终战略配售投资者均为公司高级管理人员与核心员工，该计划持股占比 2.3%。

图 2：爱美客股权结构（截至 2021 年 4 月）



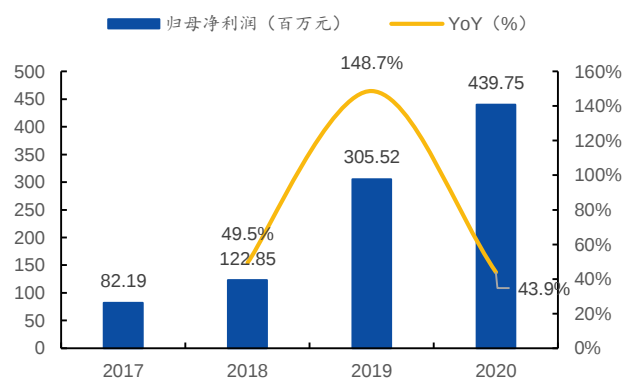
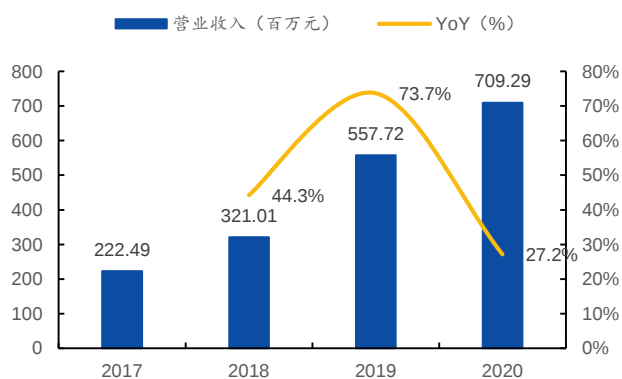
资料来源：公司公告，国元证券研究所

1.2 营收、利润高速增长，公司处于成长爆发期

爆品推动下，公司营业收入及归母净利润均保持高速增长。2017-2020 年，爱美客营业收入分别为 222.49/321.01/557.72/709.29 百万元，2018-2020 年同比增长 44.3%/73.7%/27.2%；2017-2020 年，公司归母净利润分别为 82.19/122.85/305.52/439.75 百万元，2018-2020 年同比增长 49.5%/148.7%/43.9%。

图 3：2017-2020 年爱美客营业收入及同比

图 4：2017-2020 年爱美客归母净利润及同比

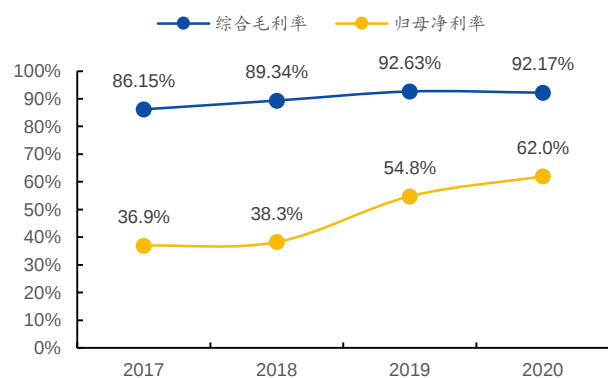


资料来源：公司公告，国元证券研究所

资料来源：公司公告，国元证券研究所

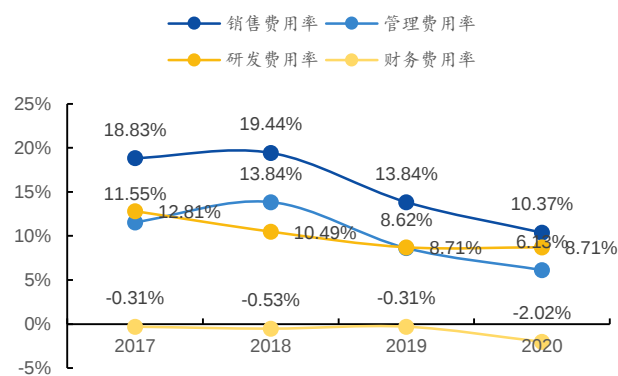
高毛利率+低费用率，公司盈利能力强劲。2017-2020 年公司归母净利率分别为 36.9%/38.3%/54.8%/62.0%，呈现稳定上升趋势，一方面是因为毛利率整体呈上升趋势，另一方面是公司费用管控得当，规模效应下，销售费用率和管理费用率显著下降。

图 5：2017-2020 年爱美客毛利率及净利率



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 6：2017-2020 年爱美客期间费用率



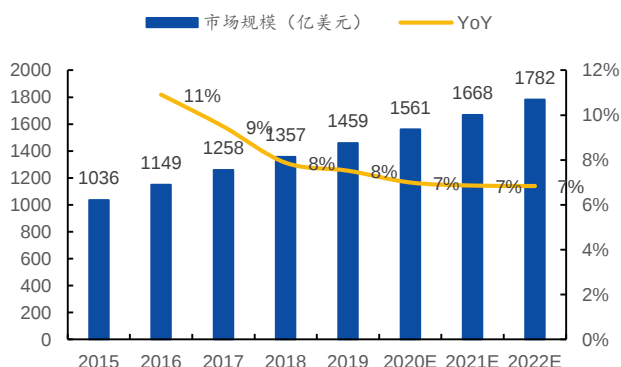
资料来源：公司公告，国元证券研究所

2. 医美行业：消费黄金赛道，非合规市场加速转化

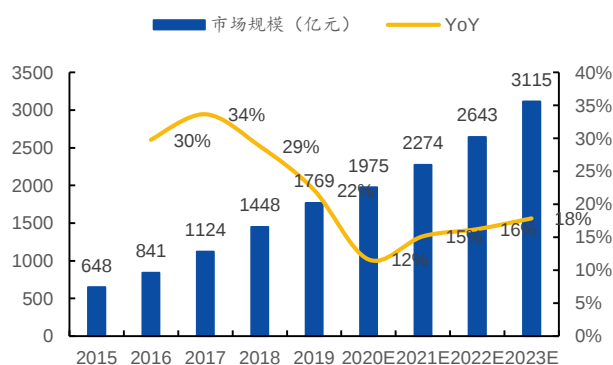
医美市场终端规模接近 2000 亿，是消费市场中的黄金赛道。据 Frost&Sullivan 数据，2019 年中国医美行业市场规模达到 1769 亿元，同比增长 22%。2020 年，新冠疫情影响下需求有所压制，同时部分中小机构生存困难导致整体增速有所下滑，预计 2020-2023 增长有望逐年加速，复合增速将达到 15.2%，预计到 2023 年市场规模达 3115 亿。

图 7：全球医美行业稳定发展

图 8：中国医美行业蓬勃发展



资料来源：ISAPS, Frost&Sullivan, 国元证券研究所

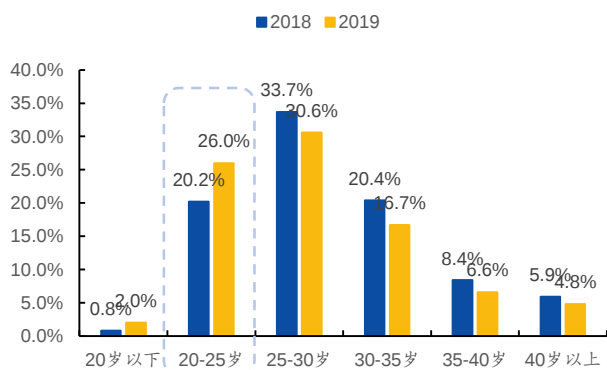


资料来源：艾瑞咨询, 国元证券研究所

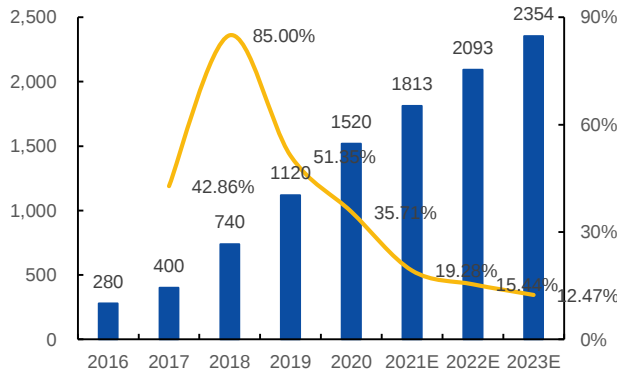
医美人群整体呈现年轻化趋势，2019 年我国医美用户 1367.2 万人。医美消费核心人群以女性为主，其中 20-35 岁女性消费占比达到四分之三，近年来消费人群呈现年轻化趋势，20-25 岁女性用户占比提升明显。根据艾瑞数据，2019 年我国医美用户约为 1367.2 万人。而根据艾媒测算，预估我国 2020 年轻医美人口数约为 1520 万，预计到 2023 年整体轻医美人群规模有望达到 2354 万。

图 9：2018-2019 医美女性消费者年龄分布变化

图 10：我国轻医美人群规模



资料来源：美团, 国元证券研究所

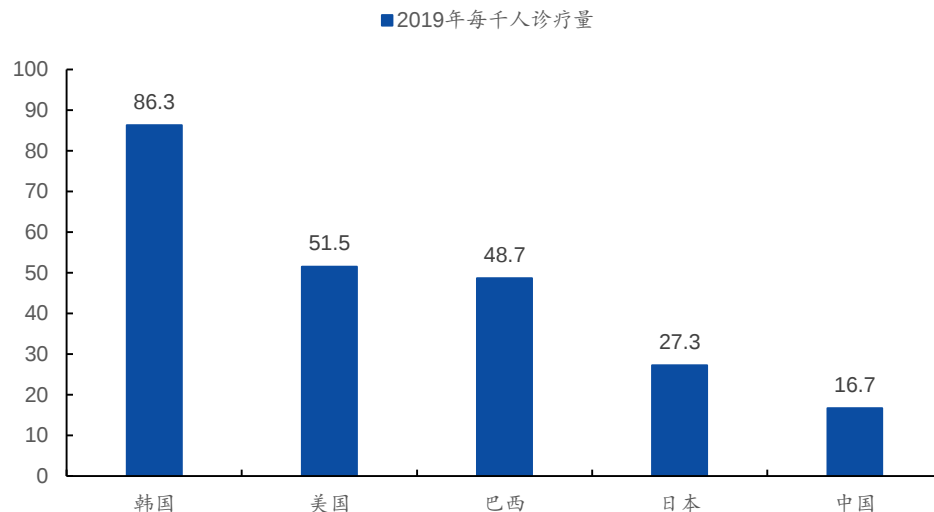


资料来源：艾媒, 国元证券研究所

医美人群扩容成为行业增长的核心驱动，2019 我国每千人诊疗量仅为 16.7，医美用户在核心医美人群（15-64 岁女性）渗透率上来仅为 2.8%。疗程量上来看，2019 年我国每千人诊疗量仅有 16.7，而日本/巴西/美国/韩国分别为 27.3/48.7/51.5/86.3。

根据我们的测算，2019 年韩国、美国、巴西、日本和中国的年度医美消费用户/当年 15-64 岁女性规模分别 14.3%、9.2%、8.1%、5.5%、2.8%，相比于成熟市场我国整体渗透率差距较大，未来用户还将持续扩容。

图 11：2019 年各国医美每千人诊疗量对比



资料来源：国元证券研究所

表 1：主要国家医美人口测算及核心医美人口渗透率对比

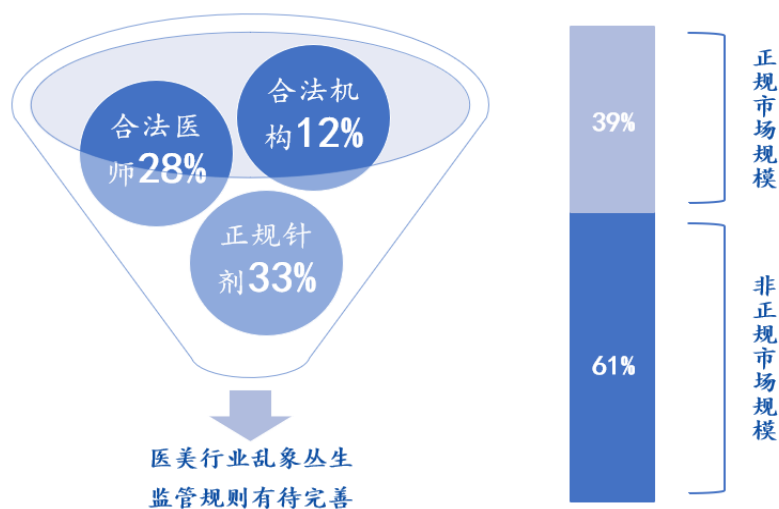
	韩国	美国	巴西	日本	中国
2019 年每千人诊疗量	86.30	51.50	48.70	27.30	16.70
2019 年总人口（百万人）	51.71	328.46	210.15	126.19	1400.05
2019 年疗程量	4,462,573	16,915,690	10,234,305	3,444,987	23,380,835
2019 年医美人口（百万）	2.61	9.89	5.98	2.01	13.67
15-64 岁女性人口规模（百万人）	18.29	107.51	74.33	36.90	486.63
渗透率	14.3%	9.2%	8.1%	5.5%	2.8%

资料来源：艾瑞，国家统计局，国元证券研究所

注：假设其他国家的医美用户人均年消耗疗程量和中国相同，约为 1.71 次

另一方面，我国医美市场乱象丛生，2018 非合规市场规模约为合规市场的 2 倍，随监管加强“水下”市场“浮出水面”。我国医美市场存在大量乱象，主要包括医美机构内超范围经营、生美机构跨行业非法经营、“无证行医”、大量假货/水货针剂和光电设备等。据艾瑞咨询统计，2019 年，我国合法合规的医美机构仅占行业的 12%，合法医师仅占行业的 28%，正规针剂占比仅有 33%，2018 年我国非正规医美市场规模占比达 61%，医美市场上各种乱象极大地扰乱了行业秩序。随着行业迅速发展，求美者人数不断增加，“安全塑美”更成为了消费者最重要的诉求。

图 12：我国医美行业乱象丛生，监管规则有待完善



资料来源：艾瑞咨询，新氧，国元证券研究所。注：正规/非正规市场规模占比为 2018 年数据。

国家监管及整治力度加强，非合规市场加速向合规市场转化。从 2016 年开始，我国相关监管部门亦观察到医疗美容行业存在的问题，陆续推出针对该行业的整治工作方案。在最新发布的《打击非法医疗美容服务专项整治工作方案》中，各相关部门定于 2021 年 6 月-12 月在全国开展打击非法医美服务专项整治工作，从医美终端切入，严厉打击无证经营、超范围经营等行为，严厉打击非法制售药品/医疗器械，未在我国取得注册批准的产品不得上市，严肃查处违法广告和互联网信息。未来，我国对医美行业的监管力度将不断加强，非法药品、器械在市场上寸步难行，原占比高达六成的非合规市场将转移到合规市场，加速市场规模增长。

表 2：我国近五年对医美行业的规范整治力度不断加大

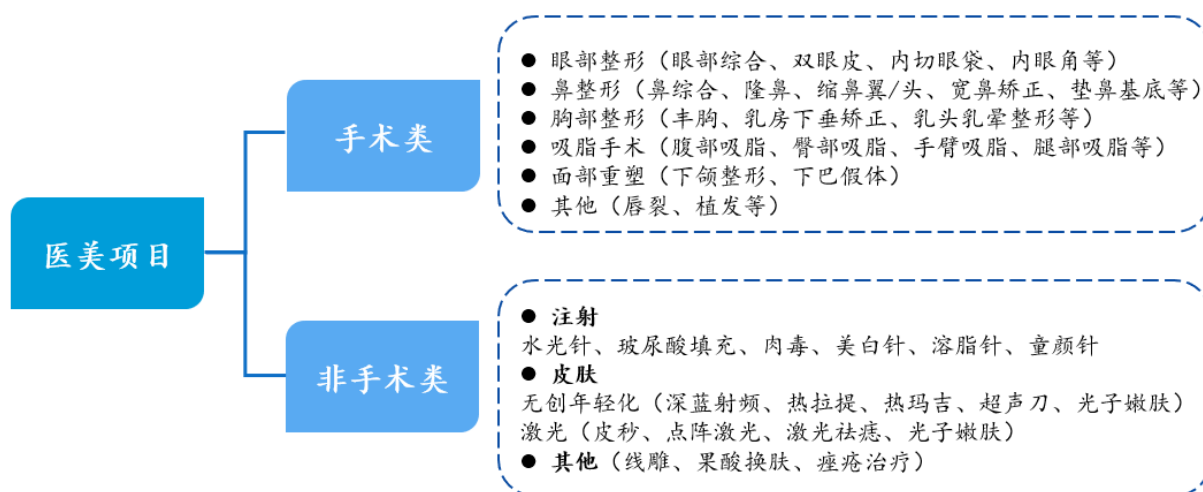
时间	事件/法律法规	发布单位	主要内容
2016 年	《开展打击非法制售和使用注射用透明质酸钠行为专项行动工作方案》	国家卫生计生委、食药总局、工信部、公安部、国家工商总局	此次专项行动分为集中整治、专项督查、总结巩固三个阶段。将重点查处一批大案要案，曝光一批非法制售和使用注射用透明质酸钠的企业和单位；还将畅通举报渠道，鼓励社会各界投诉举报，坚决有效遏制非法制售和使用注射用透明质酸钠行为。
2017 年	《关于开展严厉打击非法医疗美容专项行动的通知》	国家卫生计生委、中央网信办、公安部、人力资源社会保障部、海关总署、工商总局、食品药品监管总局	各有关部门相互配合，定于 2017 年 5 月-2018 年 4 月联合开展严厉打击非法医疗美容专项行动，覆盖注射用透明质酸钠、胶原蛋白、肉毒毒素等药品、医疗器械生产经营使用，医疗美容培训，广告推广全链条，以查处案件为抓手，发现一起查处一起，露头就打，绝不手软。
2018 年	《医疗器械不良事件监测和再评价管理办法》	国家市场监督管理总局等	医疗器械上市许可持有人，应当具有保证医疗器械安全有效的质量管理能力和相应责任能力，建立医疗器械不良事件监测体系，向医疗器械不良事件监测技术机构（以下简称监测机构）直接报告医疗器械不良事件。持有人应当对发现的不良事件进行评价，根据评价结果完善产品质量，并向监测机构报告评价结果和完善质量的措施。
2020 年	《关于进一步加强医疗美容综合监管执法工作的通知》	国家卫生健康委、中央网信办、公安部、教育部、商务	强化自我管理主体责任，积极发挥行业组织自律作用，着力加大政府监管力度，强化社会监督推进社会共治

2021 年	《打击非法医疗美容服务专项整治工作方案》	部、海关总署、市场监管总局、国家药监局	国家卫生健康委、中央网信办、公安部、海关总署、市场监管总局、国家邮政局、国家药监局、国家中医药局	定于 2021 年 6 月-12 月在全国范围内开展打击非法医疗美容服务专项整治工作，包括严厉打击非法开展医疗美容相关活动的行为、严格规范医疗美容服务行为、严厉打击非法制售药品医疗器械行为、严肃查处违法广告和互联网信息。

资料来源：中国政府网、卫健委、中证协官网、国元证券研究所

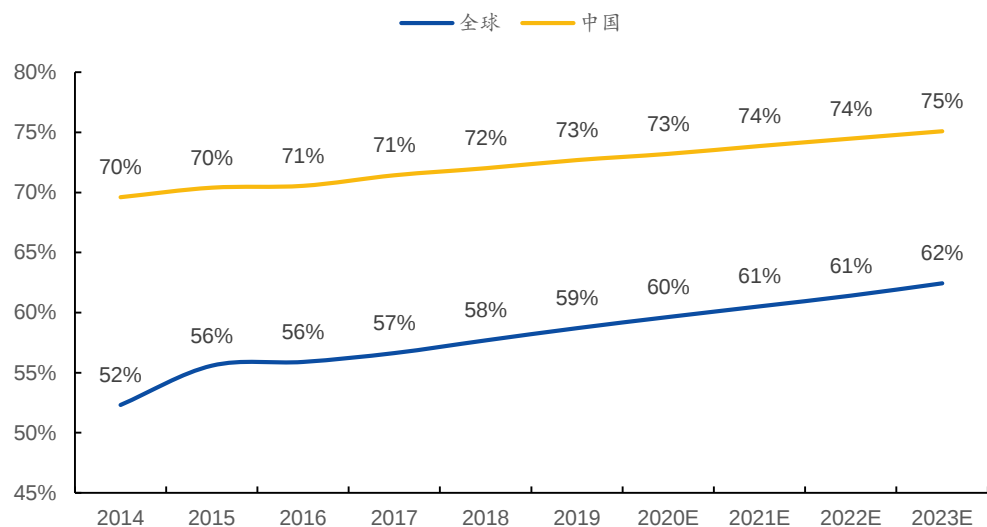
轻医美项目消费端接受程度高，同时较好迎合了年轻医美用户的需求，非手术类占比持续提升且明显高于全球水平。医美项目可以分为手术类和非手术两大类，其中非手术类又可以进一步划分成注射类、光电类等。按疗程量统计，2019 年中国非手术类项目占比达到 73%，预计 2023 年将提升到 75%，而全球非手术类项目占比 2019 年为 59%，国内轻医美需求强劲，非手术类产品高于全球水平。非手术类项目对于新客来说，风险小、单价低，消费者接受程度较高，适合作为初次体验的医美项目；对于老客来说，轻医美项目复购高粘性强，与其他项目组合搭配选择丰富。

图 13：医美项目分类



资料来源：ISAPS，新氧，国元证券研究所

图 14：全球及中国非手术类医美项目占比（按疗程量）



资料来源：Frost&Sullivan，国元证券研究所

非手术疗程量来看，全球范围内肉毒素和透明质酸占比位列前二。从全球的非手术类医美项目疗程量来看，肉毒素和透明质酸相比其他项目遥遥领先，2019 年肉毒/玻尿酸的占比分别为 46.1%/31.7%，是占比最高的两大品类。从增速来看 2019 年童颜针（PLLA）全球增速达到 24.1%，增长幅度领先。

表 3：全球非手术类医美项目疗程量 TOP10

排名	非手术类医美	2019 年占比	2019vs2018 同比增速	2015-2019 年 CAGR
1	肉毒素	46.1%	2.9%	7.9%
2	透明质酸	31.7%	15.7%	10.8%
3	脱毛	7.7%	13.8%	-1.3%
4	非手术溶脂	3.4%	-2.2%	2.1%
5	光子嫩肤	2.9%	-10.4%	-8.9%
6	化学焕肤	2.7%	-9.5%	-6.8%
7	微剥脱激光	2.0%	34.2%	5.6%
8	羟基磷灰石钙（微晶瓷）	1.6%	64.9%	5.2%
9	剥脱性激光	1.4%	-1.0%	3.1%
10	聚左旋乳酸（PLLA）	0.7%	24.1%	8.9%

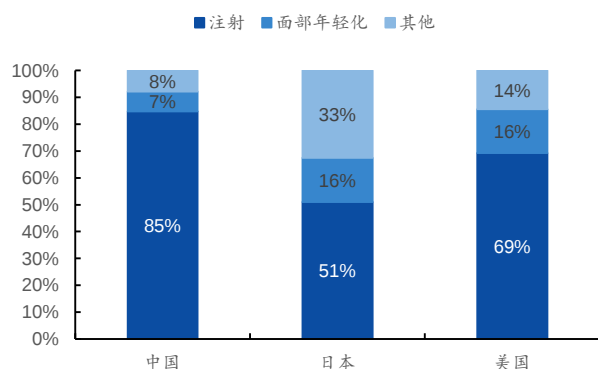
资料来源：ISAPS，国元证券研究所 注：为注射类项目

我国非手术类项目中注射类相对成熟占比高达 85%，而光电类项目近年来增长迅速，对比美、日光电项目占比提升空间较大。根据新氧《2019 年医美白皮书》，中国/日本/美国医美的非手术医美项目中，注射类项目占比分别为 85%/51%/69%，中国注射类项目成熟度高于光电类，从注射品类内部来看，玻尿酸品类相对成熟，占比达到注射类项目的 67%，而肉毒和其他针剂类产品受限于获批产品数量较少，整体占比低于全球水平，未来有望随着合规产品陆续获批市场空间逐渐释放，具备一定的细分品类红利。从需求角度来看，“抗初老”的消费诉求在过去几年中提升最为明显，主

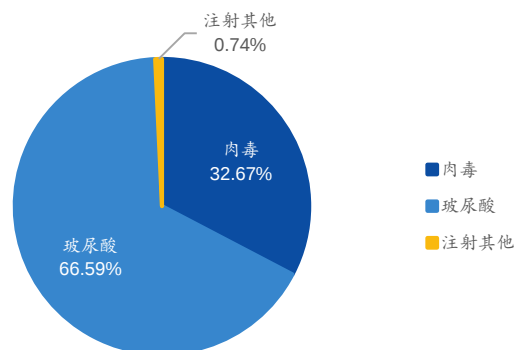
对抗初老的光电类产品得到快速增长，我国光电（面部年轻化）占比仅为 7%，远低于日本和美国的 16%，潜力巨大。

图 15：2019 年中日美非手术医美项目占比（按疗程量）

图 16：2019 年中国注射医美治疗量分布及增速

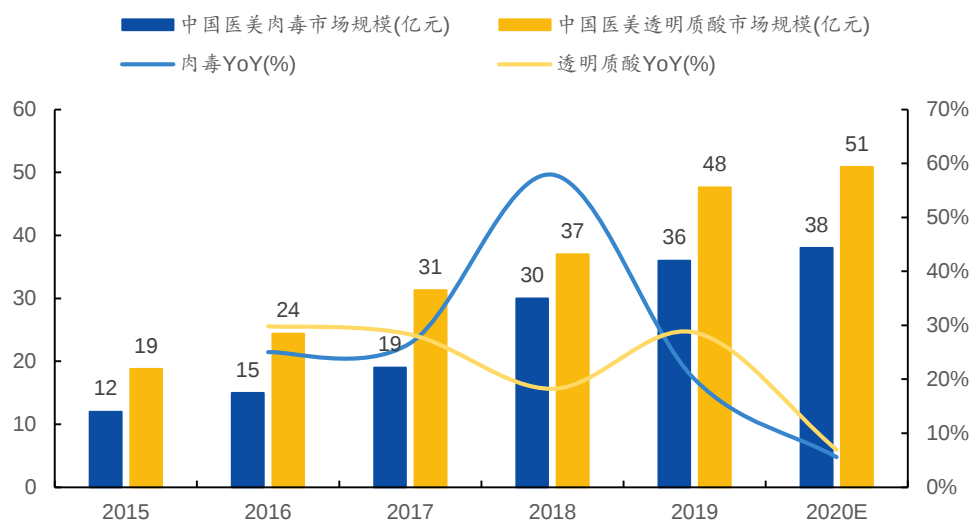


资料来源：ISAPS，新氧，国元证券研究所



资料来源：新氧，国元证券研究所

图 17：合规市场入院价口径下肉毒和透明质酸市场规模

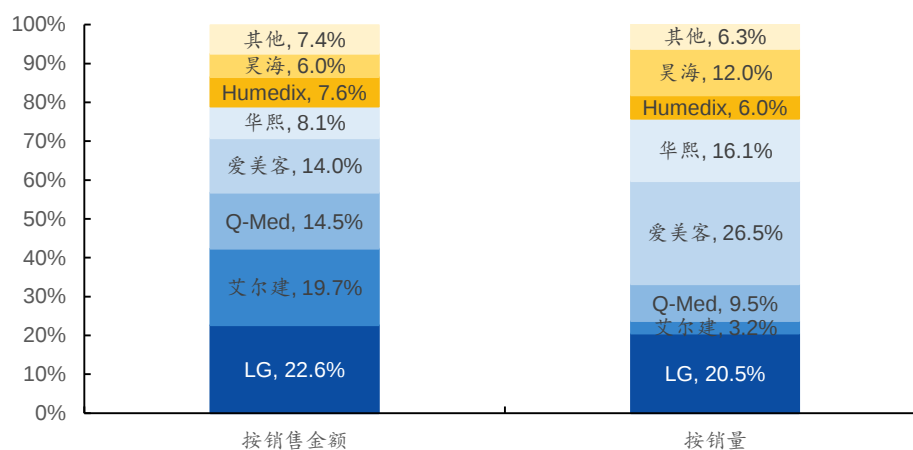


资料来源：Frost&Sullivan，国元证券研究所

医美药械端市场格局方面，玻尿酸赛道凝胶填充产品竞争充分，LG、艾尔建、Q-Med 占据优势，复合溶液类产品仅爱美客获批；肉毒市场艾尔建、兰州衡力二分天下，随产品陆续导入，市场重新分割；光电类设备外资品牌主导，内资厂商有望通过代理+收购入场。2019 年透明质酸钠产品排名前三均为国外厂商，分别为 LG、艾尔建、Q-Med，国内厂商爱美客生物、华熙、昊海分别排第四、第五、第七，市占率分别为 14%、8.1%、6%。目前市场获批的 III 类医械玻尿酸填充剂超过 40 款，涵盖大/中/小分子、非交联/微交联/单相交联/双相交联、含麻/不含麻等不同类型。中分子产品竞争相对激烈，小分子产品获批较少，其中复合溶液类产品仅爱美客获批，具备差异化优势。

肉毒市场来看，长期以来仅保妥适和衡力两款产品，2019 年二者销售额占比分别为 44%/56%，2020 年英国吉适、四环代理的乐提葆获批，后续包括 Merz 旗下 Xeomin、大熊制药 Nabota 绿毒、复星医药代理 RT002、爱美客代理 Hutox、华东代理的韩国 Jetema 肉毒有望陆续在未来 2-5 年内获批，市场格局随新产品进入重新分割。医美光电类设备市场大概 20 亿体量方面，目前合规产品主要以海外中高端仪器为主，厂商包括赛诺秀、赛诺龙、科医人等等，外资龙头企业在中高端市场占据 60%以上份额。

图 18：2019 年中国医疗美容透明质酸市场竞争格局



资料来源：Frost&Sullivan，国元证券研究所

3. 公司分析：差异化产品+4 大壁垒构建医美龙头护城河

3.1 现有产品：产品矩阵丰富，差异化定位打开市场

公司现有医美产品主要分为凝胶类注射产品（宝尼达、爱芙莱、爱美飞、逸美一加一）、溶液类注射产品（逸美、嗨体、冬活泡泡针）、埋线产品（紧恋）三类。现有产品在配方组份、注射部位、注射体验等方面有所不同，能够满足多个细分市场的消费需求。1) 嗨体已成为爆款大单品，产品定位瞄准颈纹蓝海市场，市面上几乎无竞品，加之产品力优异，仅经过一年的培育期后就开始迅速放量，公司随后推出熊猫针、冬活泡泡针，进行系列化开发。2) 爱芙莱目标市场竞争激烈，产品定位差异不明显，但由于该市场较为成熟，需求稳定，爱芙莱的体量及增速较为稳定。3) 宝尼达的市场培育期较长，主要是由于骨性填充材料普遍对医生技术要求较高，宝尼达在获批六年以后开始逐渐提速增长。4) 逸美是公司的元老级产品，于 2009 年获批，约五年后进入衰退期，公司在第八年推出了它的升级接力产品逸美一加一，逐渐替代逸美。

表 4：爱美客产品矩阵

类别	品牌名称	型号	出厂价格	终端价格	分子大小	特点	2020 年 销售收入/增速	2020 年 销量/增速
溶液类注射产品	嗨体	2.5	340	800/元/2.5ml	小分子	与嗨体 1.0、1.5 配合打的水光，以搭售为主	4.47 亿元/82.85%	124.19 万支 /79.73%
		1.5		3000/元 /1.5ml		添加了 L-肌肽、氨基酸和维生素，其中 L-肌肽可以刺激胶原蛋白新生。首款祛颈纹获批产品，切入细分赛道，快速占领心智，竞品少。		
		1.0 (熊猫针)	700	1980~6800/元 /ml		填泪沟，淡化黑眼圈，切入眼眶蓝海市场，竞品少		
	冬活泡泡针	-	450	3980 元 /2.5ml	双分子 (大分子+小分子)	嗨体证衍生出来的产品，给医生提供了三排 34G 的小针头，解决目前手针施打的痛点，主打双抗（抗糖抗氧），形成肌肤医学隔离膜的概念。作为合法水光产品有一定稀缺性，并定位于配合光电项目使用。		
	逸美	-	700	2000~4000/元 /ml	大分子	羟丙基甲基纤维素与透明质酸钠的复合溶液，效果持久		
凝胶类注射产品	宝尼达	-	2547	12800~22000/ 元/ml	大分子	80%复合玻尿酸和 20%微球，维持时间达 5-10 年左右。1) 定位骨性填充产品，维持时间长、材质较硬，具有稀缺性，对于额头、下巴等部位的填充需求较高。2) 对医生要求较高，国内认证医生仅 100 人左右，通常专家型医生飞刀。	2.52 亿元/- 19.21%	61.03 万支/- 20.19%
	爱芙莱	0.5	311	1000~3000/元 /ml	小分子	含利多卡因，国内首款国产含麻无痛玻尿酸，定位中低端，性价比高。		
		1.0			中分子			

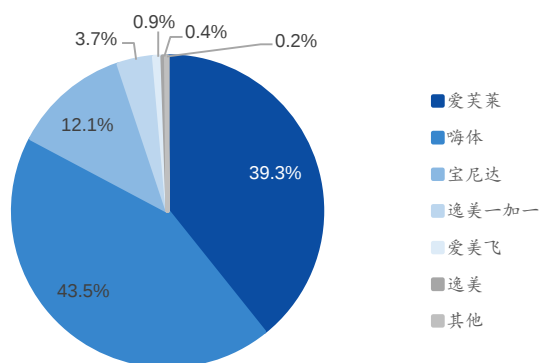
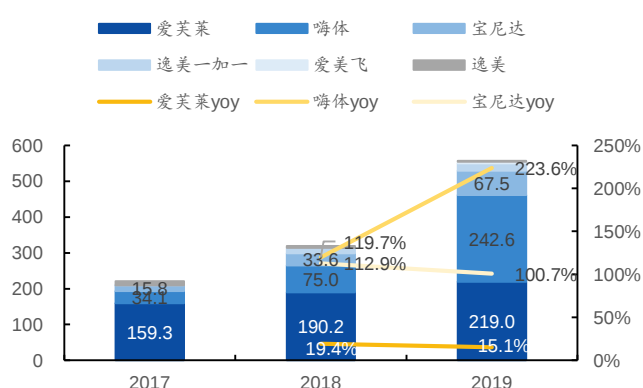
	爱美飞	-	293	800~1600/元/ml	大分子	定位中低端，性价比高，吸引年轻顾客，但无明显差异化。		
	逸美一加一	大红	1221	5000~8000/元/ml	大分子	逸美的升级产品，羟丙基甲基纤维素与透明质酸钠的复合凝胶，在逸美的基础上添加了固液渐变互穿交联技术，效果更持久		
		小金		3000~5000/元/ml	小分子			
埋线	紧恋	3-0锯齿线	66	5000~12000/元/次	-	首款国内获批的面部埋植线产品；安全可降解、促进胶原再生、易于操作、生物相容性好。目前获批的面部埋植线仅有两款，有一定稀缺性。	184.22 万元/2068.44%	2.79 万包/481.25%
		4-0非锯齿线						

资料来源：公司公告，新氧，国元证券研究所

2019 年，单产品收入占总营收比例排名前三的产品为嗨体、爱芙莱、宝尼达，占比分别为 43.5%/39.3%/12.1%，大单品嗨体持续放量，2021 年 Q1 嗨体占比达到 70%。嗨体是公司目前的主力爆品，增长迅速，2018/2019/2020 年同比增速分别为 119.7%/223.6%/82.9%，收入占比 2021Q1 进一步提升至 70%；宝尼达作为市面上较为稀缺的长效填充产品，近两年也有较好的增长，2018/2019 年同比增速分别为 112.9%/100.7%，2020 年受疫情影响有所下滑，2021 年恢复良好增长。

图 19：2017-2019 年按产品拆分收入

图 20：2019 年各产品收入占总营收比例

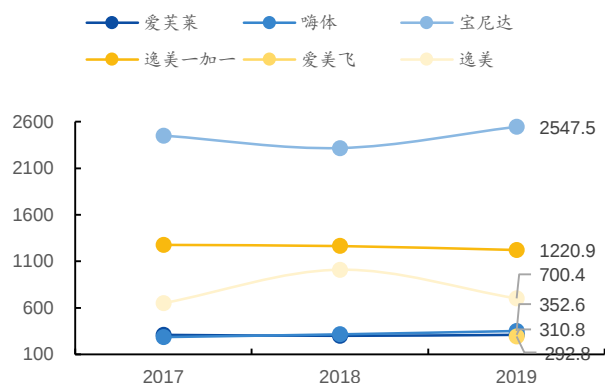


资料来源：公司招股书，国元证券研究所

资料来源：公司招股书，国元证券研究所

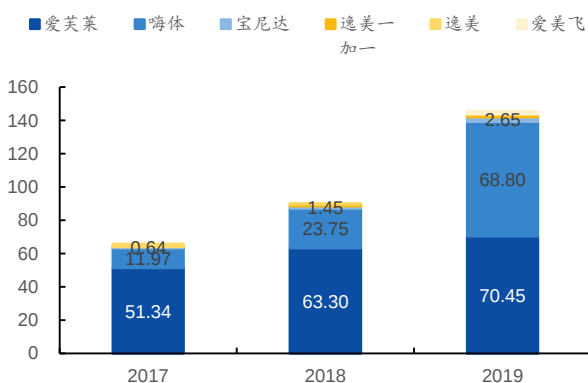
价格方面，公司产品覆盖了高中低端不同价格区间，满足消费者和机构多样化的需求；销量方面，2020 年嗨体整体销量突破 120 万只。公司大众产品有爱芙莱、爱美飞、嗨体、冬活泡泡针，出厂价分别为 311/293/340/450 元；中端产品有嗨体熊猫针，逸美、逸美一加一，出厂价分别为 700/700/1221 元；高端产品有宝尼达，出厂价在 2547 元。从销量来看，2019 年销量占比最大的是爱芙莱，全年出货超过 70 万只，2020 年受疫情影响有所下滑，而嗨体整体销量近年来保持高速增长，2020 年全年销量超过 120 万只。

图 21：2017-2019 年各产品平均售价（元/支）



资料来源：公司招股书，国元证券研究所

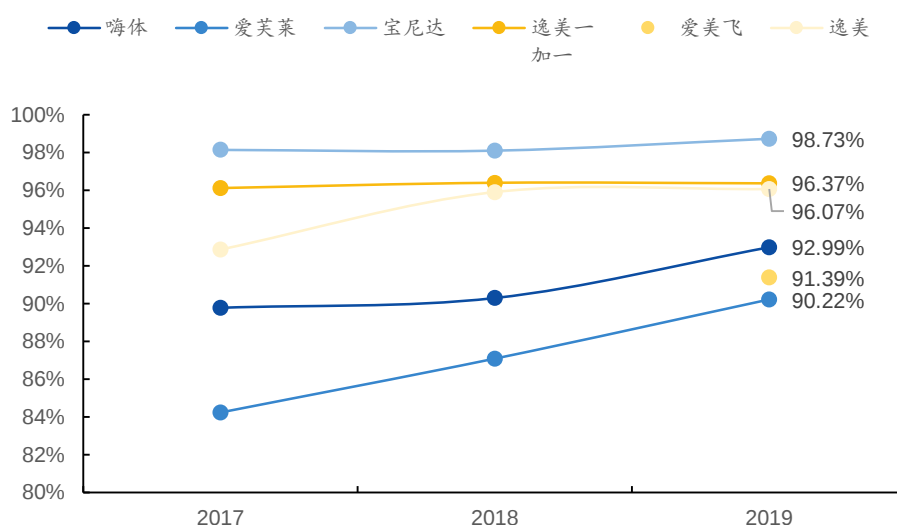
图 22：2017-2019 年各产品销量（万支）



资料来源：公司招股书，国元证券研究所

毛利率方面，所有产品毛利率均在 90% 以上，并呈现上升趋势。2019 年公司所有产品毛利率均在 90% 以上，毛利率最高的产品是宝尼达，其次是逸美一加一、逸美；嗨体、爱美飞、爱芙莱主打性价比，因此毛利率相对较低。从趋势来看，2017-2019 年规模效应下各款产品的毛利率都呈现上升趋势，共同拉升综合毛利率；其中嗨体、爱芙莱的毛利率提升幅度较大。

图 23：2017-2019 年各产品毛利率



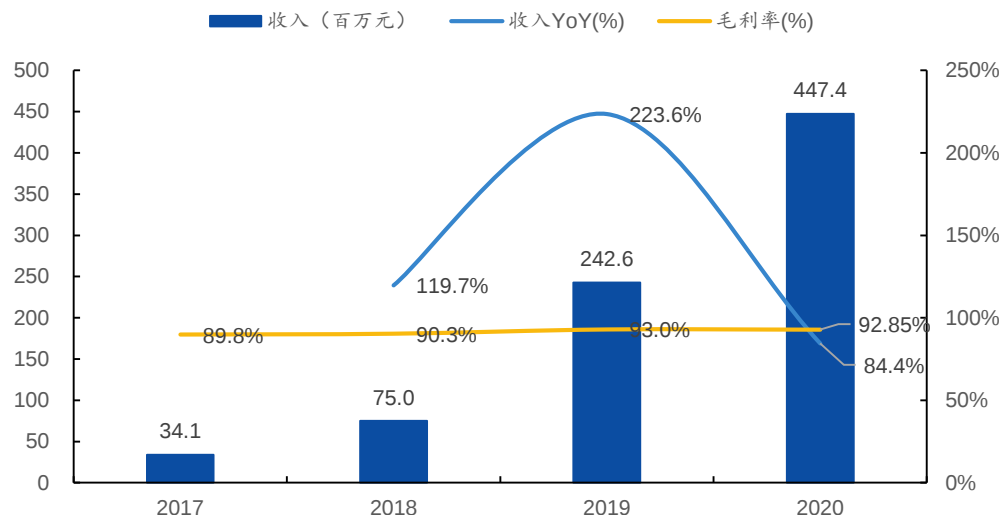
资料来源：公司招股书，国元证券研究所

3.1.1 嗨体：差异化爆款产品，熊猫针带动利润率提升

差异化切入蓝海赛道，嗨体一路高歌猛进。爱美客于 2016 年末取得注射用透明质酸钠复合溶液（嗨体）的注册证，于 2017 年上半年正式推向市场，是目前唯一经国家药监局批准的针对颈部皱纹改善的三类医疗器械产品，填补了颈部皱纹修复领域的空白。2017-2020 年，嗨体实现收入 34.1/75.0/242.6/447.4 百万元，实现了爆发式增长，2018/2019/2020 年同比增速 119.7%/242.6%/84.4%，2021 年 Q1 嗨体收

入规模达到了整体营收的 70%，单季度收入 1.81 亿。

图 24：2017-2019 年嗨体的收入和毛利率情况



资料来源：公司招股书，公司公告，国元证券研究所。注：2020 年嗨体数据以溶液类产品数据代表。

嗨体在合规性和产品有效性上是治疗颈部横纹的唯一且最优解。颈部老化包括颈部横纹、皮肤松弛、萎缩和弹性降低、脂肪垫、颈阔肌束状带等，主要的颈部老化治疗手段包括填充、光电、外科手术、肉毒毒素注射等。光电类主要改善皮肤松弛，外科手术主要减轻垂直条状纹理，而肉毒则对颈阔肌束状带效果明显，以上方法均对于颈部横纹作用甚微。在嗨体上市前，市面上透明质酸产品主要起到补充容积、轮廓塑性目的，以中大分子交联/微交联产品为主，且适应症并不针对颈纹，虽然超适应症使用的现象较为常见，但由于颈部皮肤薄，注射普通玻尿酸填充产品容易产生结节、凹凸不平，因而治疗效果欠佳。嗨体的出现在合规性和产品有效性上成为了治疗颈部横纹的唯一且最优解。嗨体所采用的非交联型透明质酸，与常规填充剂相比，颗粒更小，粘度更小，适合真皮浅层注射，能够快速填平凹陷的皱纹，不易产生结节。此外，透明质酸混合液中加入了具有抗氧化特性的肌肽，能够有效地清除氧自由基，因此保护了透明质酸、新生的胶原蛋白，延长了填充效果的作用时间。

图 25：不同程度的颈纹

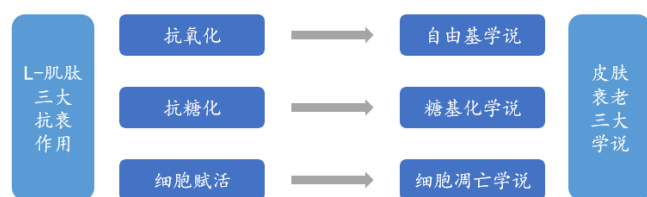
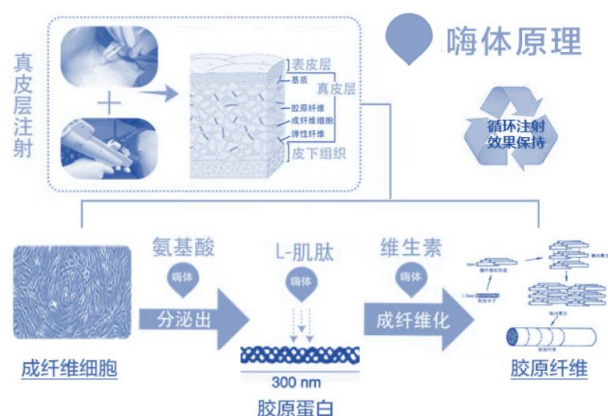


资料来源：新氧，国元证券研究所

嗨体是我国已获批的透明质酸钠产品中唯一一款“复合溶液”，以非交联玻尿酸为核心，同时添加多种营养成分，实现即时填充+营养再生两大作用，具有良好的延展性及刺激局部胶原形成的能力。与市面上常见玻尿酸不同，嗨体是多种成分组成的复合溶液，产品成分包括小分子透明质酸钠、L-肌肽、甘氨酸、丙氨酸、脯氨酸、维生素 B2。其中 L-肌肽成分是一种可吸收、可代谢、可转化、可调控的活性成分，通过抗氧化、抗糖化、细胞赋活三大作用实现肌肤抗衰；同时，甘氨酸、丙氨酸、脯氨酸为合成胶原蛋白的原料，补充肌肤营养，促进皮肤自身胶原蛋白合成。

图 26：嗨体注射作用原理

图 27：肌肽具有三大抗衰作用



资料来源：爱美客，国元证券研究所

资料来源：新氧，国元证券研究所

嗨体颈纹大单品空间较大，产品独占性红利至少超过 2 年，我们预估嗨体颈纹产品规模长期有望超过 30 亿。我们对嗨体颈纹产品测算发现，2019 年颈纹市场消费者在医美用户渗透率仅为 2%，中期看，我国医美用户渗透率有望提升至 5% 水平，同时颈纹用户对整个医美市场渗透率有望达到 10%，对应嗨体颈纹产品销售额 13.44 亿元，长期看，假设医美人群在 15-64 女性渗透率达到 10%，颈纹市场对医美人群渗透率达到 15%，嗨体颈纹销售额有望达到 31.02 亿元。

表 5：嗨体颈纹单品市场空间测算

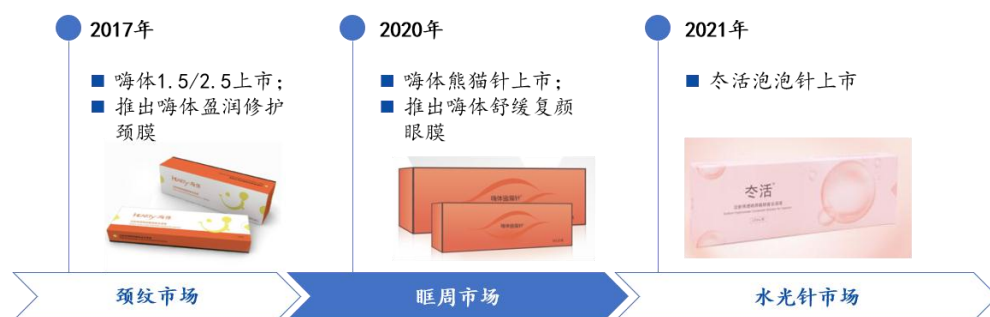
	2019	中期	长期
医美人口（百万）	13.67	24.3315	48.663
15-64 岁女性人口规模（百万人）	487	487	487
医美用户渗透率 （医美人口/15-64 岁女性）	2.80%	5.00%	10%
嗨体覆盖人群（百万）	0.28	2.43	7.30
颈部人群转化率	2.01%	10%	15%
整体颈纹市场诊疗量	688,000	6,082,875	18,248,625
嗨体颈纹市场市占率	100%	65%	50%
嗨体颈纹销量	688,000	3,953,869	9,124,313
嗨体-颈纹销售额（亿）	2.34	13.44	31.02

资料来源：艾瑞，国元证券研究所测算

注：假设嗨体用户年消耗产品 2.5 只

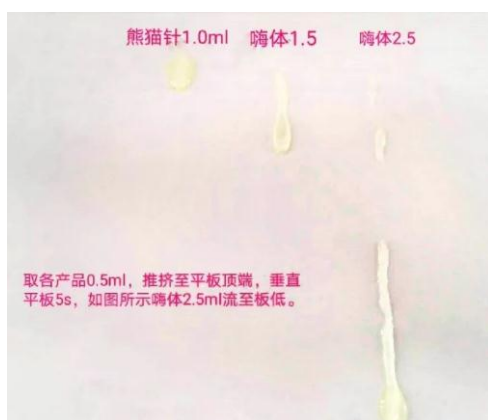
通过不同浓度、分子量大小以及粘滞性调整，产品系列化开发，衍生出 1.5、2.5、熊猫针、冬活泡泡针等系列化产品。复合溶液获批使得嗨体具备了与市面上已有玻尿酸产品差异化竞争的基础，在此基础上，公司将其应用进行了进一步的商品化拓展，在针对颈纹的嗨体 1.5 和 2.5 上市后，公司陆续推出熊猫针（1.0ml）、冬活泡泡针，将其应用拓展至水光、眶周等赛道。从分子量上看，嗨体 1.0/1.5 相对 2.5 分子量更大，而冬活泡泡针采取大小分子结合的方式在 2.5 的基础上进行了迭代。针对眼眶部位，嗨体熊猫针通过低渗透调节技术，在 1.5 的基础上提升了产品的粘滞性，使其充盈和填充效果好于 1.5 和 2.5，更加适应于眶周填充。

图 28：嗨体衍生产品



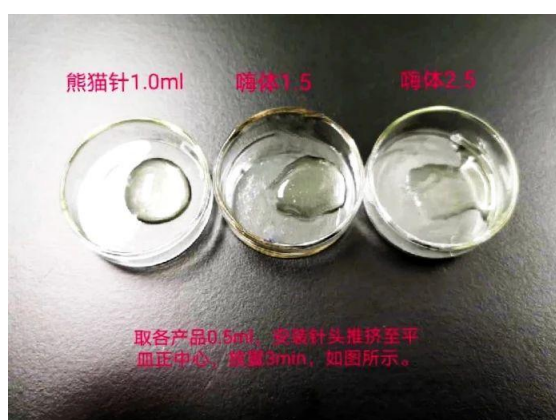
资料来源：公司公告，公司官网，新氧，国元证券研究所

图 29：嗨体系列产品对比



资料来源：新氧，国元证券研究所

图 30：嗨体系列产品对比



资料来源：新氧，国元证券研究所

眶周市场需求强劲，泪沟及黑眼圈填充产品稀缺，嗨体熊猫针主打眶周综合年轻化，2020 年 Q3 推出市场。眶周是人体美学和年轻化治疗的重要部位之一，眶周问题主要包括眶上凹陷、泪沟、眼周皱纹、黑眼圈、眼袋等。主流的项目包括眼袋手术、肉毒除眼部动态纹、玻尿酸填充除静态纹、光电、泪沟填充等。在黑眼圈和泪沟问题上，产品上近年来以双美胶原蛋白为主要爆品，但产品定价高（出厂价 2500 元，零售价 13800 元），同时断货现象频发。填充材料方面，传统玻尿酸由于其透明材质及延展性相对较差，注射眼下后容易出现丁达尔现象及微笑时泪沟下区三角形凸出的问题；

而动物源胶原蛋白乳白色质地，对黑眼圈有很好的遮盖效果，但存在其免疫排斥及吸收速度过快等问题。嗨体熊猫针于 2020 年 Q3 的推出，一站式解决眼周静态细纹、泪沟和部分黑眼圈、眼袋问题，是目前市面上较为稀缺的眶周综合年轻化项目。嗨体熊猫针具备良好延展性可以避免泪沟下区凸出问题，复合液中的维生素 B2 可以维持细胞氧化还原代谢，改善眼部局部色素问题，三种氨基酸成分促进胶原蛋白再生，帮助恢复泪沟局部皮肤弹性，减轻轻度眼袋问题，肌肤则可延长泪沟填充效果和维持时间。熊猫针 2020 年 Q3 推出市场，快速起量，2021 年 Q1 销量占比达到嗨体的 16%，预估单季度销量超过 7 万只，我们看好该款产品的持续放量。

表 6：嗨体眶周年轻化综合方案

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

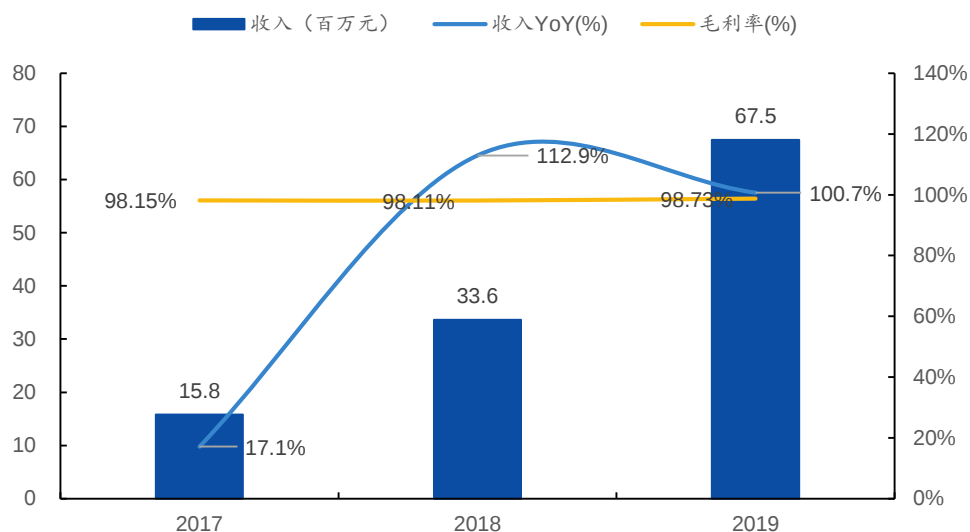
资料来源：某整形机构，国元证券研究所

熊猫针放量好于嗨体-颈纹产品，且赛道规模更宽，长期规模可期。眶周市场方面，针对黑眼圈和泪沟的商业化产品稀缺，市场供不应求，2020 年双美胶原蛋白在大陆市场销售额为 1.81 亿，预计销量 2020 年 8 万只不到，覆盖人群预估不超过 5 万，项目上尚未形成强消费者心智。我们认为眼眶赛道远大于颈纹赛道，预估整体医美人群转化率也将远超颈纹。从放量速度上看，嗨体上市第一年仅销售 12 万只，平均来看单季度不足 3 万只，我们预估熊猫针 2021 年 Q1 单季度销量已经超过 7 万，起量速度远快于嗨体，潜力巨大。

3.1.2 宝尼达：竞争格局优，但医生门槛高，市场培育期长

宝尼达定位高端产品，市场培育期较长，近两年优势逐渐凸显。爱美客于 2012 年末取得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）的注册证，是我国市面上唯二合规的长效填充产品，产品定位高端，出厂价约 2500 元，终端建议零售价 16800 元。2017-2019 年，宝尼达实现收入 15.8/33.6/67.5 百万元，18-19 年均实现了翻倍增长，2020 年受疫情影响销量双位数下滑。宝尼达的毛利率稳定保持在较高水平，是爱美客毛利率最高的产品，2017-2019 年其毛利率分别为 98.15%/98.11%/98.73%。

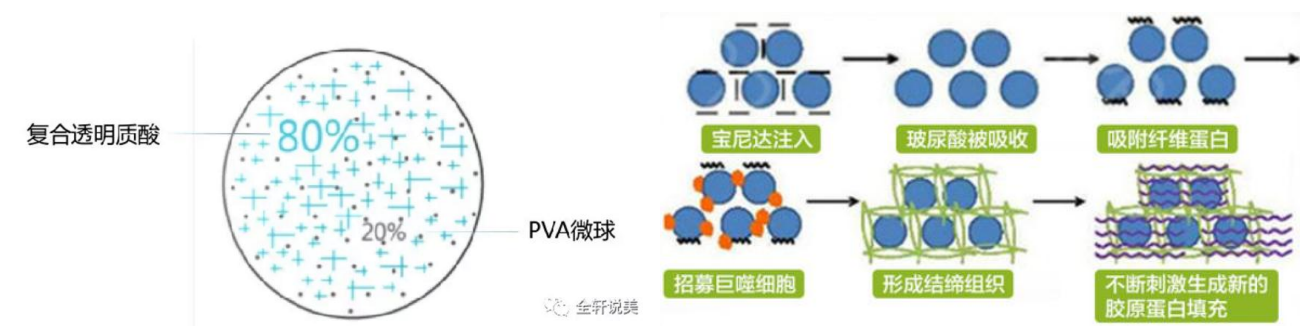
图 31：2017-2019 年宝尼达的收入和毛利率情况



资料来源：公司招股书，国元证券研究所

宝尼达可实现长效骨性支撑作用，具有即时填充+促进胶原再生的效果，在鼻部、下巴、眉骨、额头等部位具备填充优势。宝尼达呈凝胶状，由透明质酸钠（10mg/mL）、羟丙基甲基纤维素（10mg/mL）、聚乙烯醇微球（5mg/mL，直径 25-40um）和平衡盐溶液组成。注射后，玻尿酸即刻填充凹陷，玻尿酸代谢吸收后，PVA 微球不断刺激自身胶原蛋白生长，使得宝尼达效果的维持时间长达 5-10 年。宝尼达注射层次较深，直接作用于骨膜层，PVA 微球支撑力强，具有与关节软骨相似的分子结构和力学性能，适合骨性填充，在鼻部、下巴、眉骨、额头等需要骨性支撑部位具备较强优势。

图 32：宝尼达作用原理



资料来源：全轩说美公众号，新氧，国元证券研究所

竞争格局良好，产品优势明显，但可注射医生数量较少，合作医生不到百人，销量集中于部分合作终端。目前，我国合规的长效填充剂仅有宝尼达、爱贝芙两款。爱贝芙通过胶原蛋白溶液即时填充，PMMA 微球刺激自身胶原蛋白再生，作用原理和宝尼达类似，同样可持续 5-10 年。但对比来看，爱贝芙所使用的动物源胶原具有较高致敏率，求美者需要在注射填充 4 周前进行过敏测试，治疗流程较为繁琐。因此，相比竞品，宝尼达产品优势明显。但作为注射深度较深、长效的填充产品，宝尼达对于医

生要求较高，目前认证合作医生不过百人，从而限制产品放量，整体销量集中于部分合作医院。

表 7：宝尼达与爱贝芙对比

厂商	商品名	产品名称	主要成分	注册证编号	获批时间	价格(元/0.5ml)	治疗周期	持续时间	过敏测试
爱美客	宝尼达	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	透明质酸钠复合溶液 (80%) + PVA 微球 (20%)	国械注准 20163132497	2012	6400~11000	单次	5-10 年	一般无需测试
荷兰汉福	爱贝芙	ArteColl	PMMA 微球 (20%)	国械注进 20163462859	2012	9800~17600	1-2 次, 1 个月后进行第 二次	5-10 年	动物源胶原易过敏, 需在注射填充 4 周前进行皮肤过敏测试

资料来源：NMPA，新氧，国元证券研究所

3.1.3 童颜针：濡白天使获批上市，再生赛道新宠

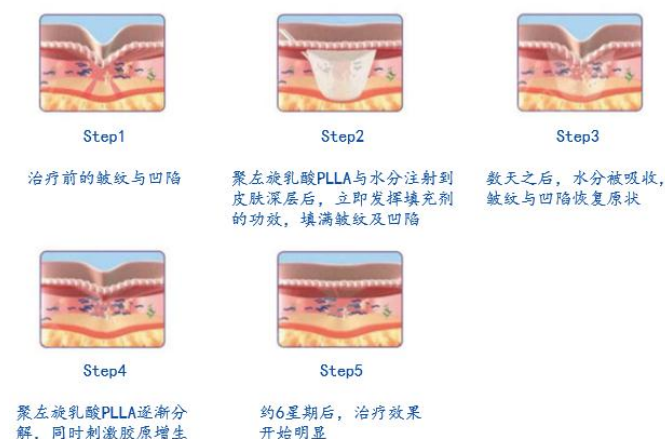
2021 年是我国再生医美元年，3 款产品首次获批，从医美材料趋势上看，从惰性材料到生物活性材料再到再生医学材料，逐渐演进。“童颜针”一代产品 Sculptra 由法国赛诺菲研发后被高德美集团收购，产品于 1999 在欧洲获批，2004 年美国 FDA 获批上市，目前在全球 40 多个国家/地区销售。Sculptra 是市面上最早出现的童颜针产品，后续聚左旋乳酸类的产品在 Sculptra 基础上做了一定的调整，如添加具有其他功效的成分进行复配、缩短其配置时间、缩小颗粒大小等等，不同的产品各具特色，而少女针则是采用 PCL 材料，同时添加 CMC 起到及时填充效果。童颜针和少女针均有刺激自身胶原蛋白增生的作用，实现稳定自然的面部年轻化效果，持续时间在 1 年以上。但其效果不可逆，对医生技术要求较高，亦可能出现肉芽肿结节等风险。我国在 2021 年之前未有任何合规三类童颜针、少女针注射产品，2021 年 2 款聚乳酸面部填充剂（长春圣博马、爱美客）、1 款少女针（华东医药）获得了 NMPA III 类医疗器械批准，开启我国医美再生市场元年。

表 8：童颜针和少女针对比

项目名称	作用	共性	主要成分	原理	起效时间	效果持续时间	特点	我国获批产品数	市场阶段
童颜针	刺激胶原再生，面部年轻化	优点：效果自然，维持时间长； 缺点：效果不可逆，对医生技术要求高；远期可能有肉芽肿风险	PLLA	注射后 PLLA 逐渐分解为乳酸和 CO ₂ ，刺激胶原蛋白增生	2-6 周	1-3 年	优点：1) 可以全脸注射（除了强塑形部位）；2) 用途广泛，还可用于臀部、小腿甚至私密部位；3) 效果更自然，有美白作用 缺点：1) 通常为冻干粉形态，需要术前 72 小时复溶；2) 需要术后按摩，否则容易凹凸不平	2	市面上产品较多，我国仅有 2 款产品于 21 年取得 III 类医疗器械证，厂商分别为圣博玛、爱美客；圣博玛产品“艾维岚”于 7 月 8 日发布，并宣布“首发 150 家医美机构计划”
少女针	面部年轻化	医生技术要求高；远期可能有肉芽肿风险	PCL (30%) + CMC (70%)	CMC 为物理填充剂，起到即刻填充作用，待 CMC 分解后，PCL 通过异物包裹作用刺激胶原再生	立即见效	1-4 年	优点：见效快；无需术后按摩 缺点：通过异物包裹作用刺激胶原再生的作用有限；PCL 降解时间长	1	少女针仅有英国 Sinclair 公司（华东医药收购）旗下的 Ellanse 一款，分为 SMLE 四个型号；2021 年 S 型号获 NMPA 批准，目前尚未在大陆正式销售。

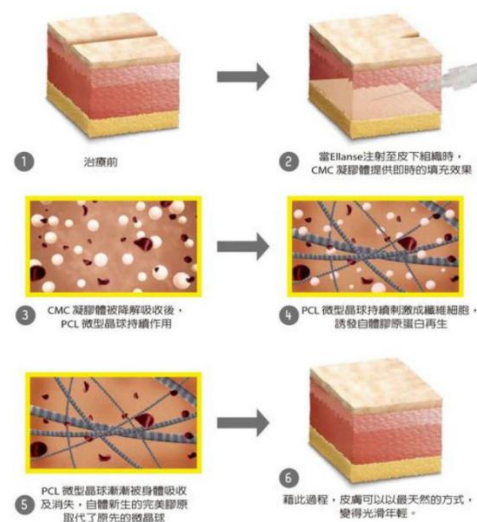
资料来源：NMPA，新氧，知乎，小红书，国元证券研究所

图 33：传统童颜针作用原理



资料来源：新氧，国元证券研究所

图 34：少女针作用原理



资料来源：新氧，国元证券研究所

童颜针、少女针在海外医美注射项目中相对小众，预估全球再生类针剂诊疗量占注射类诊疗量 1%。传统童颜针注射层次较深，同时术后需要配合按摩，产品多以粉剂形式存在，需要进行一定比例稀释，对于医生要求较高。国内在合规的三类童颜针和少女针上市前，市场上主要是是一、二类器械产品，包括瑞博、欧倍颜、仙诺德等，产品体量较小。据 ISAPS 数据，2019 年全球非手术类医美项目疗程量中，PLLA 占比 0.7%，预估整体再生针剂诊疗量占比 1%。

表 9：部分常见童颜针产品对比

厂商	商品名	价格	注册情况	特点	治疗周期	维持时间
爱美客	濡白天使	-	NMPA(国械注准 20213130460)	1)预混玻尿酸省去复配环节,注射简便;2)用玻尿酸将 PLLA 微球颗粒分散得比较均匀,不易堵针和聚集;3)玻尿酸能实现即时填充的效果	-	-
圣博玛	艾维岚	-	NMPA(国械注准 20213130276)	1)不结节:圣博玛的聚左旋乳酸技术较先进,对外宣称可以做到不结节,从原材料环节规避了很多以前童颜针产品注射导致的副作用;2)复溶时间短,仅需 10-20 分钟	-	-
高德美	舒颜萃 Sculptra	5000~7000/元 /次	FDA	1)应用时间长,在海外多个国家已获得审批;2)颗粒大,刺激效果好,但容易堵针、结节;3)需提前 72 小时配置	单次,可在 2 年后再次治疗	2 年左右
Anteco Pharma	得美颜 Derma Veil	3000~5000/元 /次	FDA	1)含有甘醇酸,注射后可以达到提亮肤色的功效;2)采用 3R 微分子胶原技术所形成的极细微分子呈不规则状,减少出现微粒或结块,使胶原蛋白分布更均匀	单次,可在 2 年后再次治疗	1-2 年
杭盖桐博生物瑞博		6980~23800/ 元/次	-	1)颗粒小,不易结节;2)即溶即用	1 个月/次,3 次/疗程	1-2 年
Regen	爱塑美 AestheFill	2100~4000/元 /次	-	1)速溶:产品泡制快速均匀,大幅降低术后感染节结等并发症;2)兼具双旋乳酸,能使胶原蛋白新增的更完整,效果更显著;3)颗粒小,不易堵针或产生其他副作用。	单次,可在 3 个月后进行再次治疗	1-2 年
Sinclair/华东医药代理	Ellanse	3000~8000/元 /次	NMPA(国械注进 20213130100)、 FDA	见效快;维持时间长;刺激胶原蛋白的增生;安全性高	根据选择型号不同,其治疗周期不同	1-4 年

资料来源：NMPA，新氧，公司官网，国元证券研究所

爱美客-濡白天使重新定义童颜针，产品操作简单，通过亲水成分聚乙二醇修饰后呈现亲水和亲脂的“双亲性”特点，产品乳白色，可以有效减少塑形部位的透光问题。传统的童颜针成分比较单一，都是聚左旋乳酸的冻干粉，需要复溶，技术还未完善的情况下可能需要三个小时或更长时间。即使现在有即刻复溶或短时间复溶的产品，但仍然使用不够方便。濡白天使采用 SDAM 专利技术，将左旋乳酸-乙二醇共聚物微球（PLLA-PEG）均匀混悬在交联透明质酸内，无需复溶、无需等待，同时玻尿酸实现即时填充的效果。成分包括左旋乳酸-乙二醇共聚物微球；标示含量 18%；透明质酸钠的标示浓度为 17 mg/mL；盐酸利多卡因的标示浓度为 3 mg/mL；产品规格为 0.75 mL。产品具备以下优势：（1）注射方式更简单，对于医生操作友好，可以像传统玻尿酸一样直接注射。（2）即刻填充效果。复配交联玻尿酸成分，会起到即刻填充作用，在后期聚左旋乳酸起效前，有承上启下的作用。（3）舒适注射感。濡白天使加入了利多卡因减痛成分，显著增加了注射的舒适感。（4）解决了结块和肿胀问题。濡白天使经特有的亲水成分聚乙二醇修饰后，形成粒径均匀的（20-45um 范围内）左旋乳酸-乙二醇共聚物微球，呈现亲水和亲脂的“双亲性”特点，解决传统聚乳酸产品易过分聚集和组织排斥严重所产生的炎症结块和炎性肿胀等问题。（5）不透光，塑形效果

自然。濡白天使是乳白色的复合凝胶，可以有效减少塑形部位的透光问题，效果更加真实。(6) 完全降解，无残留。聚左旋乳酸微球和交联透明质酸，经过人体三羧酸循环持续降解，100%被人体代谢分解成 CO₂ 和 H₂O，排出体外；聚乙二醇可随尿液原型排出体外，安全无残留。

3.2 新产品：自研+外延布局，产品矩阵持续扩大

新产品方面，公司自研+外延方式布局包括肉毒、利拉鲁肽注射液（体重管理）、埋线等方向，同时关注光电等领域。公司未来新项目包括肉毒素（去除动态皱纹）、利拉鲁肽注射液（体重管理）、多个型号的面部埋植线（面部提升、除皱）等，同时关注光电领域，产品线从生物医用材料向生物医药领域扩展，在研产品呈现出了梯队化的布局。

表 10：爱美客未来主要产品进展

产品名称	产品功能及用途	产品类别	目前进展
A 型肉毒毒素	去除动态皱纹	生物药品	与韩国 Huons Co., Ltd. 公司签订 A 型肉毒毒素产品在中国的合作协议，该产品已进入临床试验阶段
利拉鲁肽注射液	慢性体重管理	生物药品	临床试验阶段
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
面部埋植线	面部软组织提升、除皱	III 类医疗器械	与韩国 DongBang Medical 合资成立东方美容，引进韩国专利技术，已有 2~3 款埋线产品正在布局

资料来源：公司公告，公司招股书，NMPA，国元证券研究所

爱美客肉毒产品 2023 年底有望获批，未来玻尿酸和肉毒形成协同。我国目前 4 款肉毒产品获批，其中 3 款为进口产品（保妥适、乐提葆、吉适），1 款为国产产品（衡力）。产品端来看，主要关注弥散性和价格两方面，保妥适在高端产品中独占鳌头，衡力由于弥散度较高，用于瘦腿、瘦肩等大范围注射性价比高，而乐提葆定位介于保妥适和衡力之间，承接有一定消费能力的求美者尤其是年轻消费者以及衡力的消费升级人群。公司于 2018 年 9 月与韩国 Huons Co., Ltd. 公司签订 A 型肉毒毒素产品在中国的合作协议，爱美客负责该产品在中国区域内的临床试验及注册申请，获批后爱美客将获得该产品在中国的独家代理销售权，目前该款产品已经进入临床试验阶段，预计最快 2023 年底获批。未来市场竞争来看，Merz 旗下的 Xeomin、大熊制药旗下的 Nabota 绿毒、复星医药代理的 RT002、爱美客代理的 Hutox、华东医药代理的 Jetema 几款肉毒产品有望在 2-5 年内陆续获批，市场格局随着新产品进入重新分割。

表 11: 获 NMPA 批准上市的肉毒毒素产品对比

产地	厂商	商品名	批准文号	NMPA 批准时间	特点	价格	弥散度排序 (1 为最大)
中国	兰州生物	衡力	国药准字 S10970037 (100 单位、50 单位)	2015 年	首款获批的国产肉毒素; 弥散度较高, 适合瘦肩、瘦小腿、瘦咬肌等对药物精细度要求不高的部位, 用于这些部位性价比高。	480~1500/元 /100 单位	1
爱尔兰	艾尔建	保妥适	S20171005 (100 单位) S20171004 (50 单位) S20171003 (50 单位)	2017 年	价格较高; 弥散性低, 适合治疗皱眉纹、眼周细纹。	2500~4800/元 /100 单位	4
韩国	Hugel	乐提葆	SJ20200024 (100 单位) SJ20210004 (50 单位)	2020 年	效果和安全性与 Botox 对比没有统计学差异, 性价比高	2000~3500/元 /100 单位	3
英国	Ipsen	吉适	S20200016 (300 单位)	2020 年	见效快, 作用时间长, 耐药性低	1500~4000/元 /100 单位	2

资料来源: NMPA, 新氧, 小红书, 国元证券研究所

公司拟于港股二次上市, 助力境外收购及产品出海。公司目前已启动发行境外上市外资股 (H 股) 并在香港联交所上市的相关筹备工作, H 股上市的申请材料已获证监会受理。港股上市, 将提升公司国际知名度、形成海外资本平台, 助力公司未来的境外收购及产品出海, 为公司全球化战略打下基础。

3.3 从研发、获证、产品、渠道四大壁垒看爱美客优势

3.2.1 研发壁垒: 精准把握市场需求, 高效研发

三类医疗器械研发注册申报时间长, 因而医美药械厂商对于趋势预判至关重要, 公司以需求为导向, 产品研发具备前瞻性。医美医疗器械及药品从研发到通常至少需要 5 年以上时间, 整个流程涵盖产品设计开发、创新产品申报 (若涉及)、注册检测、临床试验、注册申报、生产许可申请、产品上市等步骤, 其中 III 类医疗器械在考虑需要临床试验的情况下通常注册申请阶段需要 36-48 个月。因此在研发立项阶段对于未来需求以及产品预判变得尤为重要, 考验公司的前瞻能力和对市场需求的理解。

图 35: 医疗器械注册申请流程及时间



资料来源: NMPA, 国元证券研究所

公司管理层方面, 形成以简军、简勇、石毅峰、勾丽娜为核心的管理层团队, 分别负责产品定位设计、NMPA 注册、运营、销售。公司自上之下拥有一支具有国际视野

的管理和技术团队，密切关注行业研究成果和发展趋势，把握国际生物医药最新动态和应用方向，公司通过“开放合作”的研发思路，与各大高校、知名医生、以及海内外知名企业进行广泛合作，开发更多符合临床需求的创新性产品。

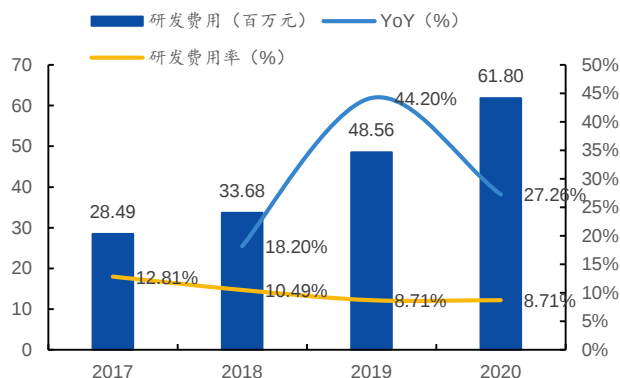
表 12：公司管理层简介

姓名	年龄	性别	职位	学历	履历
简军	58	女	董事、董事长	清华大学工商管理硕士	1985 年至 1989 年于中国粮油食品进出口总公司工作； 1990 年至 1995 年 于美国 Bestrend Int' l Inc. 公司工作； 1995 年至 2004 年于巴拿马 Abatecedora Textil S.A. 公司工作； 2004 年至 2005 年任北京优森生物科技有限公司副总经理； 2004 年起在爱美客任职，2016 年至今担任公司董事长。
石毅峰	47	男	董事、总经理	清华大学工商管理硕士	1998 年至 2009 年，在北京华旗资讯（爱国者）科技发展有限公司先后担任事业部总经理、人力资源总监、子公司总经理、集团销售总监、副总裁等； 2009 年至 2010 年，任北京楚星融智咨询公司合伙人、高级咨询师和资深讲师； 2010 年起任职于爱美客，2016 年至今，任股份公司董事、总经理。
简勇	53	男	董事、董事会秘书	吉林大学经济管理学院本科	1990 年至 1992 年于长春市物价管理局工作； 1992 年至 1997 年担任中国惠通集团总公司业务经理、部门经理； 1997 年至 1998 年担任海南达讯贸易有限公司副总经理； 1998 年至今担任海南新境界网络科技有限公司董事长； 2016 年至今在公司担任董事和董事会秘书。
勾丽娜	39	女	副总经理、销售总监	中共中央党校经济管理大专学历	2003 年 3 月至 2009 年 12 月历任华旗资讯科技有限公司事业部经理、大客户经理、分公司经理、项目经理、电子商务经理； 2010 年至 2016 年 6 月，任爱美客科技大区经理、销售总监； 2016 年 6 月至今，任公司副总经理和销售总监。

资料来源：公司招股书，国元证券研究所

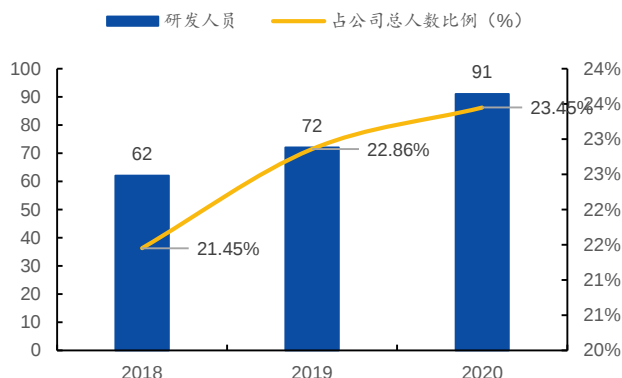
研发驱动产品力，组建精英研发团队，合理激励研发人员。从研发费用来看，2017-2020 年公司研发费用分别为 28.49/33.68/48.56/61.8 百万元，年复合增长率达到 29.4%，研发费用率在 10%左右。公司研发人员数量每年保持 20%以上的增长，研发人员占公司总人数的比例也不断提高，2020 年，公司共有研发人员 91 人，占总人数比例为 23.45%，研发及生产技术人员涵盖生物工程、高分子化学与物理、制药工程等专业，具有丰富的医疗器械研发及产业化经验。在保留和激励人才方面，公司有以下措施：1) 通过员工持股平台绑定核心技术人员；2) 对在项目研发中贡献重大的科技人员给予充分的奖励；3) 鼓励研发人员发明创新，对获得发明专利的员工设立奖励；4) 根据新产品研发具体项目难度、项目研发速度，设置以项目阶段性成果为导向的奖励机制，提高研发工作的积极性。截至 2020/12/31，公司累积拥有 41 篇专利，其中发明 23 篇。拥有组织仿生液、仿生脱细胞组织制备和多功能止血材料制备等 8 项核心技术。

图 36：2017-2020 年研发费用情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 37：2018-2020 年研发人员及占比



资料来源：公司公告，国元证券研究所

表 13：公司核心技术人员简介

姓名	年龄	性别	职位	学历/从业资质	履历	成果
尹永磊	39	女	副总经理、生产总监	中国药科大学药物制剂学士	2005 年 7 月至 2007 年 7 月任职于天津中新药业集团股份有限公司； 2007 年 7 月至 2007 年 8 月任职于北京诺华制药有限公司； 2007 年 9 月至今历任公司检验员、生产部经理、生产总监、公司副总经理。	主导公司已上市产品的规模化生产工艺开发及转化，主要包括透明质酸钠凝胶类产品混合工艺、灌装工艺、灭菌工艺及聚对二氧环己酮面部埋植线组装工艺等。作为生产转换负责人，参与了“生物可降解新材料北京市工程实验室”的建立和验收，以及“十三五”规划国家重点研发计划“新型颌面软硬组织修复材料研发”项目。
陈雄伟	34	男	研发部经理	北京师范大学生物学化学与分子生物学硕士，医疗器械中级工程师	2013 年起在爱美客任职	作为项目负责人，主导了“注射用透明质酸钠复合溶液”产品的研究开发及注册上市，以及“医用生物补片”等项目的研发。已作为发明人获得授权发明专利 4 项。
张堃	38	男	研发部项目经理	南开大学高分子化学与物理专业博士，蒙特利尔大学化学系博士后，医用材料器械高级工程师	2013 年 5 月至 2014 年 3 月任上海滇虹药业有限公司研发工程师； 2014 年起在爱美客任职	主导了“医用透明质酸钠-羟丙甲基纤维素凝胶”、“聚对二氧环己酮面部埋植线”等产品的研发、生产转化及注册上市。已作为发明人获得授权发明专利 3 项，发表国内核心期刊文献 3 篇。
李睿智	36	男	研发部项目经理	南开大学高分子化学与物理专业博士，医疗器械高级工程师	2015 年起在爱美客任职	参与了“医用聚羧甲基葡糖胺聚糖凝胶项目”等研发项目，已作为发明人获得授权发明专利 17 项，发表国内核心期刊文献 1 篇。

资料来源：公司招股书，国元证券研究所

3.2.2 获证壁垒：多个“国内首款”，上游高获证门槛凸显公司优势

爱美客获证优势明显，多个产品为“国内首款”。截至 2021 年 7 月 6 日，爱美客共有 7 张 III 类医疗器械证，其中包括国内首款含 PVA 微球的透明质酸钠注射填充剂、国内首款用于修复颈纹的复合注射材料、国内首款面部埋植线产品、国内首款获批的聚左旋乳酸微球修饰的 HA Filler 产品，在细分领域市场竞争中先发优势明显，获证能力突出。嗨体作为国内首款颈纹修复复合玻尿酸注射材料，从 2016 年获批至今，仍然没有颈纹适应症的竞品获批，预计此优势仍可保持 3~5 年。

表 14：爱美客获批产品一览

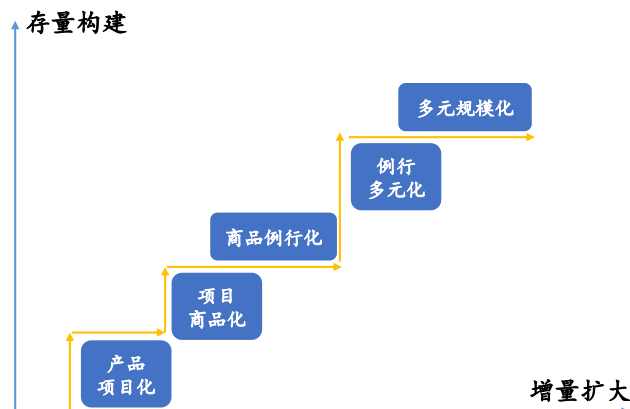
商品名	产品名	获批时间	注册证编号	适用范围	预期用途	主要组成成分	认证类别	备注
逸美	医用羟丙基甲基纤维素-透明质酸钠溶液	2009	国械注准 20173464379	皮肤真皮深层至皮下浅层	纠正额部皱纹和中重度鼻唇部皱纹	羟丙基甲基纤维素、透明质酸钠	III 类医械	国内首款 透明质酸钠 类注射填充剂
宝尼达	医用含聚乙烯醇凝胶微球的透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶	2012	国械注准 20163132497	皮肤真皮深层及皮下浅层之间	纠正中重度额部皱纹和中重度鼻唇部皱纹	透明质酸钠、羟丙基甲基纤维素、聚乙烯醇微球；其中透明质酸钠标示浓度为 10mg/mL，羟丙基甲基纤维素标示浓度 10mg/mL、聚乙烯醇微球标示剂量 5mg/mL。	III 类医械	国内首款 含 PVA 微球 的透明质酸钠注射填充剂
爱芙莱 爱美飞	注射用修饰透明质酸钠凝胶	2015	国械注准 20153130674	皮肤真皮中层至深层	纠正中、重度鼻唇沟	经交联的透明质酸钠(交联剂为 BDDE)、盐酸利多卡因；其中透明质酸钠标示浓度为 23mg/mL	III 类医械	国内首款 含利多卡因 的透明质酸钠注射材料
逸美一加一	医用透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶	2016	国械注准 20163131809	皮肤皮下浅层至深层	纠正中重度额部皱纹和中重度鼻唇沟皱纹	交联透明质酸钠颗粒、羟丙基甲基纤维素；其中透明质酸钠标示浓度为 19mg/mL，羟丙基甲基纤维素表示浓度为 0.75mg/mL。	III 类医械	新型针对褶皱皮肤修复的 复合注射材料
嗨体 1.0/1.5/2.5 水活泡泡针	注射用透明质酸钠复合溶液	2016	国械注准 20163131804	皮内真皮层	纠正颈部中重度皱纹	透明质酸钠、L-肌肽、甘氨酸、丙氨酸、脯氨酸、维生素 B2	III 类医械	国内首款用于 修复颈纹 的复合注射材料
紧恋	聚对二氧环己酮面部埋植线	2019	国械注准 20193130294	皮下脂肪层	纠正中、重度鼻唇沟皱纹	聚对二氧环己酮	III 类医械	国内首款 面部埋植线 产品
童颜针	含左旋乳酸-乙二醇共聚物微球的交联透明质酸钠凝胶	2021	国械注准 20213130460	真皮深层、皮下浅层及深层	纠正中、重度鼻唇沟皱纹	交联透明质酸钠、左旋乳酸-乙二醇共聚物微球、盐酸利多卡因；其中左旋乳酸-乙二醇共聚物微球标示含量为 18%。透明质酸钠标示浓度为 17mg/mL，盐酸利多卡因的标示浓度为 3 mg/mL。	III 类医械	国内第二款获批童颜针产品；国内首款获批的 聚左旋乳酸微球修饰的 HA Filler 产品

资料来源：公司招股书，国家药监局，国元证券研究所

3.2.3 产品壁垒：产品化商业化能力突出，管线布局国内厂商领先

公司对于消费者和医美机构诉求把握精准，商业化、多元化、规模化的产品转化能力突出。爱美客一款产品经历产品项目化、项目商品化、商品例行化、例行多元化、多元规模化五个阶段，通过存量构建+增量扩大加强产品运营。

图 38：爱美客产品运营思路



资料来源：国元证券研究所

图 39：爱美客商品化项目案例

产品使用	功效适应症	商品化名称
嗨体 1.5+嗨体 2.5	祛颈纹	嗨体天鹅美颈针
嗨体 2.5	皮肤屏障修复	嗨体皮脂膜
嗨体熊猫针+紧恋	眶周年轻化	嗨体媚眼精雕
嗨体熊猫针+嗨体 2.5+m22 眶周	眶周年轻化（皮肤科）	嗨体光雕电眼
嗨体 2.5+爱芙莱	手部年轻化	纤纤玉手
宝尼达	额头形态打造	宝尼达富贵额
嗨体熊猫针	眶周结构型黑眼圈	嗨体熊猫针

资料来源：国元证券研究所

提出有效的医美联合治疗解决方案，提高机构粘性。基于公司多样化的产品管线，爱美客针对不同功效适应症，提出了多个联合治疗方案，一方面为消费者及医院提供了整套解决方案，提升消费者和机构端粘性，另一方面也拉动公司产品的销量及收入。

表 15：爱美客联合治疗方案

治疗手段	适应症
嗨体 1.5+嗨体 2.5+紧恋埋线+肉毒毒素+光电治疗	分层解决颈部衰老，解决颈部皮肤松弛、组织下垂、颈部细纹等多项问题
紧恋+大红、小金+肉毒毒素	针对不同程度的下颌缘衰老，进行紧致、提升
紧恋+嗨体+肉毒毒素	分层解决治疗下睑细纹
肉毒毒素	放松斜方肌，改善肩颈部曲线
光电治疗+嗨体 2.5 水光针	治疗毛孔粗大
宝尼达	打造自然平整的饱满额头
紧恋+嗨体 1.5+肉毒毒素	解决额纹
紧恋+嗨体 1.0 熊猫针	打造自然灵动的卧蚕
小针刀剥离+超脉冲 CO2 激光治疗+嗨体	
1.5+嗨体 2.5	治疗痘坑、减少色沉及红斑
大红+小金+紧恋	分层、分区治疗鼻唇沟
嗨体 1.5+嗨体 2.5+交联透明质酸	治疗手部皱纹、手部皮肤粗糙、松弛等
果酸/光子/红蓝光+水光+肉毒毒素	抑制皮脂腺分泌油脂、降低炎症，缩小毛孔、改善肤质
超声刀/热拉提/埋线+透明质酸	提升面部线条，丰苹果肌
肉毒+透明质酸	丰下巴，让下面部的治疗达到 1+1>2 的效果

资料来源：全轩说美，国元证券研究所

对比我国医美赛道的其他公司，爱美客产品线丰富且具有先发优势。对比目前中国医美市场上主要玩家，爱美客在面部及颈部玻尿酸、面部埋线、童颜针方面具有明显先发优势，从现有获批的产品线以及未来布局来看，能够与之匹敌的仅有国外医美龙头艾尔建、高德美。

表 16：医美赛道主要玩家产品情况

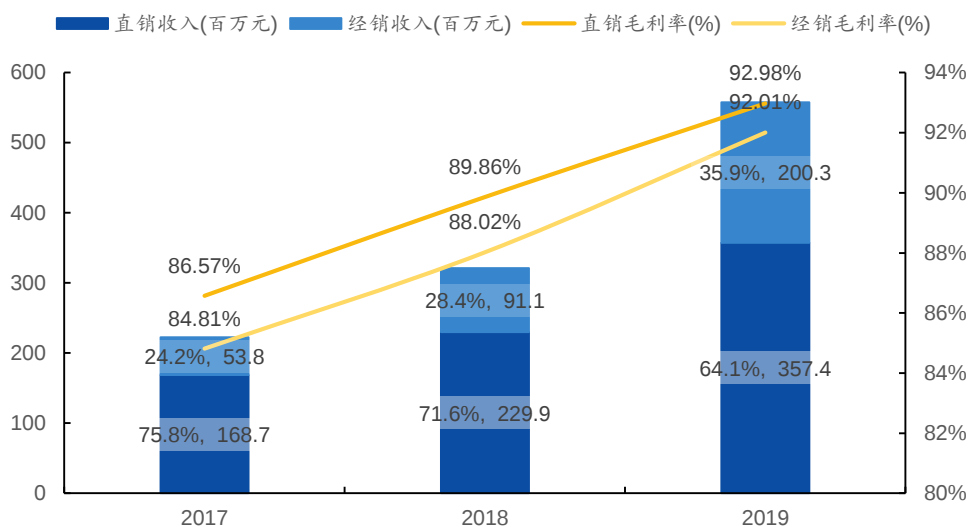
	玻尿酸	肉毒素	童颜针	少女针	胶原蛋白	埋线	其他
爱美客	面部 4+颈部 1	0(代理 HUONS, 预计 2023 年底获批)	1			1 (多个型号的埋线产品布局中)	利拉鲁肽注射液 0 (体重管理, 临床中)
华熙生物	面部 5	0(代理 Medytox)					
昊海生科	面部 4	0(代理 Eirion)					
四环医药	面部 0(代理 Hugel, 发补阶段)	1(代理 Hugel)	0(在研)	0(在研)	0 (在研)	0(代理韩国东方爱拉丝提)	脂肪采集系统 1
华东医药	面部 4(代理 LG)	0(代理 Jetema, 2025)		1		0(临床中)	利拉鲁肽注射液 0 (2022)
艾尔建	面部 4+唇部 1	3(保妥适)					硅胶假体 3+冷冻减脂仪 1
高德美	面部 5+手部 1	1(吉适)	0(Sculptra 临床中)				

资料来源：NMPA，新氧，公司公告，国元证券研究所

3.2.4 渠道壁垒：销售网络高效稳定，全轩学院解决行业痛点

直销为主经销为辅，销售网络高效稳定，2020 年销售人员规模达到 160 人，优质渠道推动产品放量加速。直销模式主要由公司销售人员覆盖规模较大的头部及连锁终端，有利于公司准确把握市场需求进行医生教育，提高机构和消费者满意度，向市场导入新差异化产品。而经销模式主要覆盖公司销售团队无法直接覆盖的低线或者小型医疗机构，有利于将成熟产品线迅速扩大市场。通常产品上线后会率先通过直销进行推广铺货，根据市场反馈情况，再进行经销网络推广。2017-2019 年，公司直销收入占比分别为 75.8%/71.6%/64.1%，经销模式随核心产品进入成熟期占比提升。从毛利率来看，直销毛利率略高于经销毛利率，但整体差异不大。“直销为主，经销为辅”的销售模式，既牢牢把握住优质的客户资源，又进一步拓宽了市场渠道，形成了高效、稳定的销售网络，截至 2020 年，公司已建立覆盖全国 31 个省、市、自治区的销售服务网络，覆盖全国约 5000 家医疗美容机构，其中直销网络覆盖核心的约 2000 家机构。销售人员方面，截止到 2020 年底公司销售人员数量达到 160 人，在国内医美厂商中表现领先。在大爆款嗨体持续推广下，公司实现了和终端渠道的较全面打通，优质渠道能力带动爱美客旗下产品放量加速，以熊猫针为例，整体起量速度好于嗨体。

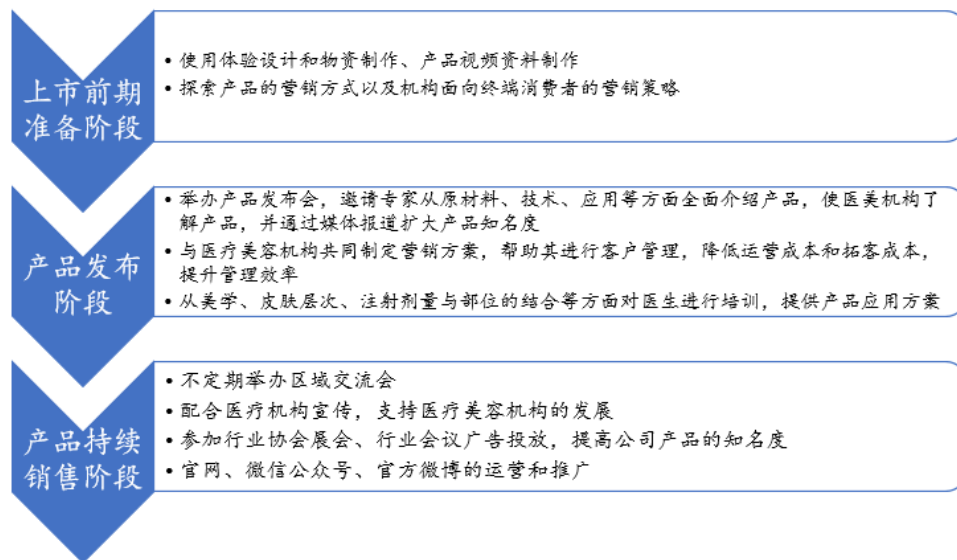
图 40：2017-2019 年直销与经销收入占比及毛利率



资料来源：公司招股书，国元证券研究所

公司积极参与到医美机构的产品推广和终端销售，提供一站式服务。公司为下游医疗机构提供从产品到服务的全面解决方案：1）产品方面，公司产品梯队合理、产品线齐全，能够满足多个细分市场的消费需求；2）服务方面，公司为机构提供的服务涵盖了上市前期准备阶段、产品发布阶段、持续销售阶段，解决医疗机构产品定位、推广策略和内容制定、客户经营与维护等诸多问题。

图 41：爱美客为医美终端机构提供的服务



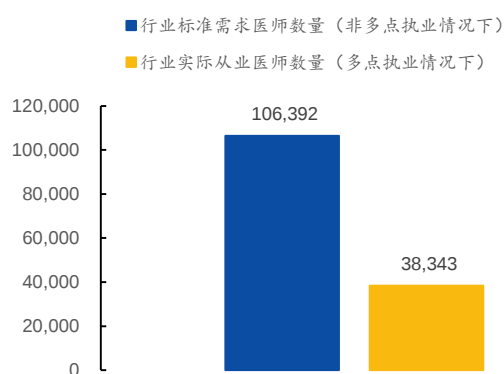
资料来源：爱美客，国元证券研究所

打造全轩学院，解决行业痛点，赋能医学实践。据艾瑞咨询统计，我国医美行业需求

医师数量为 10 万人以上，而目前在多点执业的情况下，实际从业医师数量仅有 3.8 万人，医师缺口巨大。爱美客建立了医疗美容医生教育平台“全轩学院”，通过组织专家及专家领衔的培训团队，向广大合作医生持续输出符合时代发展需要的医美技术相关知识、技能，提高医生的诊疗水平、客户服务等综合能力，从而提高客户机构、执业医师和最终消费者的满意度，在打造极具影响力的教学品牌的同时巩固公司在医美领域的领先地位。截止 2020 年 12 月 31 日，全轩学院提供课程超 3,000 课时，注册认证的合作医生累计超过 6,000 名。

图 42：医美行业医师缺口巨大

图 43：全轩学院启动仪式



资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究所

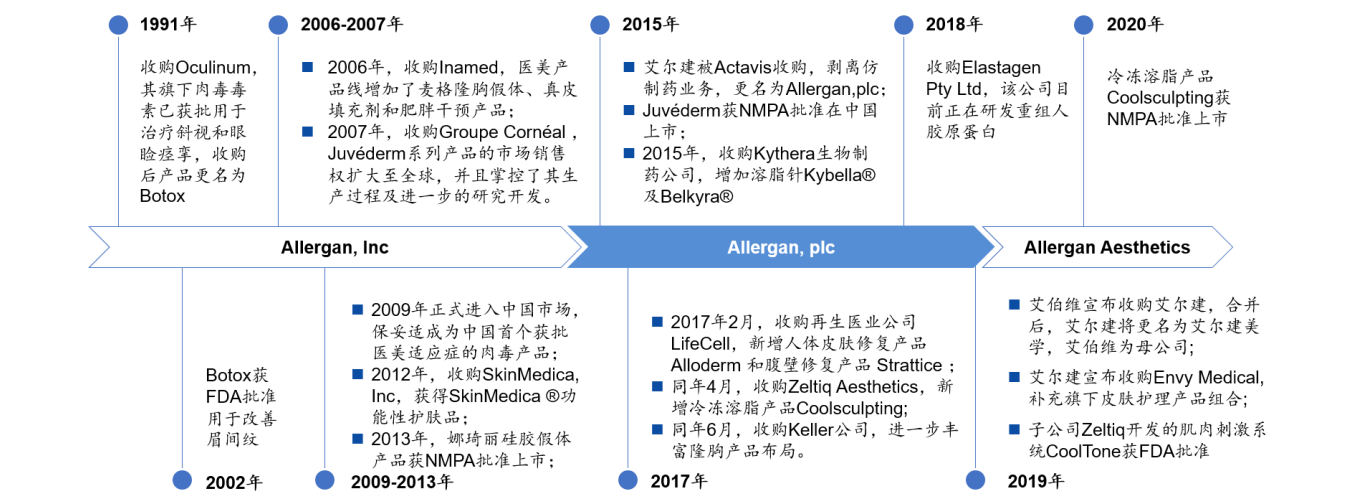


资料来源：爱美客，国元证券研究所

4.他山之石：从全球医美巨头艾尔建看爱美客未来

艾尔建通过不断并购迅速成长为全球医美巨头。艾尔建美学（Allergan Aesthetics）是全球医美巨头，主要拥有保妥适、乔雅登两大明星产品，同时致力于研发、生产和销售一系列先进的美学品牌和产品，旗下美学产品组合覆盖面部美学、身体塑形、整形、皮肤护理等多个领域。从发展历程来看，艾尔建的发展史就是一部“并购史”，通过不断并购来扩大公司产品矩阵以及业务规模。

图 44：艾尔建医美业务发展历程

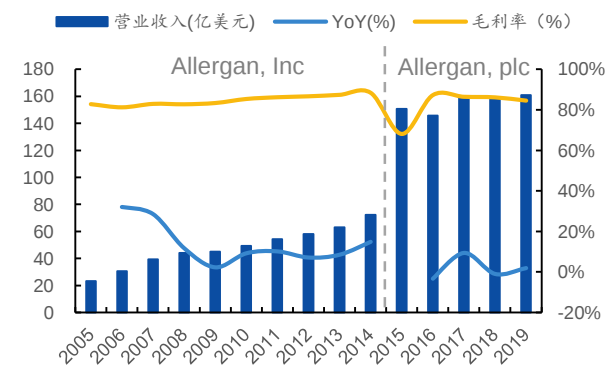


资料来源：公司公告，公司官网，国元证券研究所

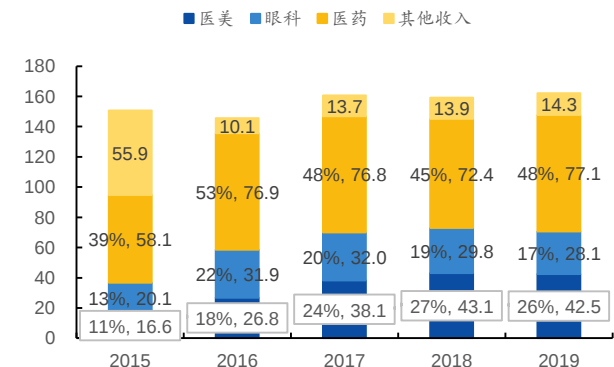
公司收入规模稳健增长，毛利率稳定在较高水平。在 2015 年以前，艾尔建的收入规模保持稳健增长，2015 年被 Actavis 收购后，公司整体收入增速下降。毛利率来看，2005-2014 年公司毛利率从 83% 增长至 88%，稳中有进，收购后毛利率出现波动，但仍然基本稳定在 80% 以上。收入拆分来看，医药是艾尔建最主要的业务板块，医美 2017 年开始超过眼科成为第二大业务板块，2019 年医药/医美/眼科收入占总收入比例分别为 48%/26%/17%。

图 45：2005-2019 年 Allergan 营收及毛利率变化情况

图 46：2015-2019 年 Allergan,plc 收入拆分（亿美元）



资料来源：公司公告，国元证券研究所



资料来源：公司公告，国元证券研究所

艾尔建拥有丰富的医美产品线，覆盖多个医美细分领域。在肉毒素方面，艾尔建于1991年收购获得保妥适，随后保妥适医美及医药用途带来的收入对公司起到了长期稳定的贡献，保妥适至今仍保持着稳定增长；在玻尿酸方面2006-2007年两次收购获得了乔雅登的销售权及生产、研发权，随后对其进行创新研发，陆续推出了多种型号，使得乔雅登成长为全球广泛使用的高端玻尿酸填充剂；在胸部整形方面，公司于2006年、2017年分别收购娜琦丽硅胶假体和Keller Funnel乳房手术漏斗；在医美塑形方面，公司于2015年收购Kythera获得Kybella/Belkyra溶脂针，2017年收购Zeltiq获得酷塑冷冻溶脂仪，2019年Zeltiq所研发的CoolTone肌肉刺激系统获得FDA批准上市，艾尔建的塑形产品不断完善。目前，艾尔建的医美产品在人体的适用范围已覆盖了面部、胸部及全身。

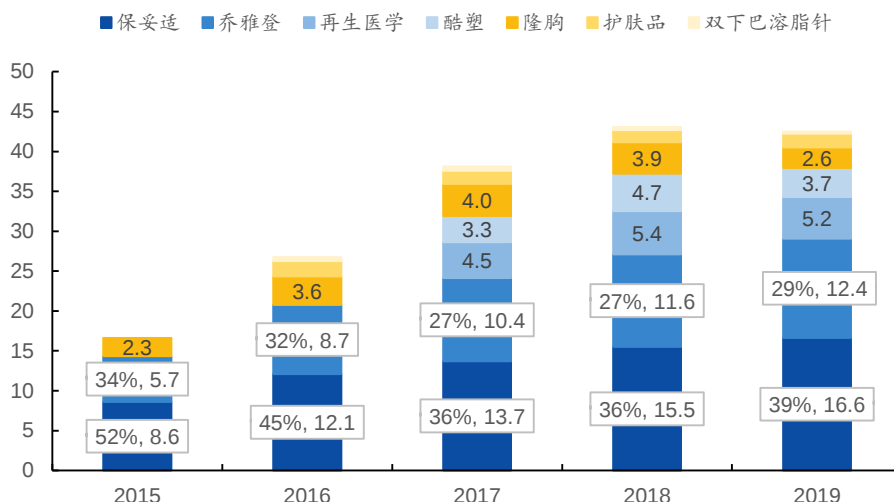
表 17：艾尔建医美产品线

适用部位	产品名称	产品类别	适应症	获批情况(时间)	获取方式
面部	Botox Cosmetics(保妥适)	A 型肉毒毒素	暂时性改善成人中度至重度皱眉纹/眼角侧皱纹(鱼尾纹)	FDA(1989/2002 医美) NMPA(2009)	1991 年收购
	ULTRA(雅致)			FDA(2010)	
	ULTRA Plus(极致)			NMPA(2015)	
	Juvederm Voluma(丰颜)	玻尿酸填充剂	面部真皮组织中层至深层注射，以纠正中度或重度鼻唇沟皱纹	FDA(2013) NMPA(2019)	2006-2007 年 收购后研究开发新型号
	(乔雅登) VOLIFT(缇颜)			NMPA(2020)	
	VOLBELLA(质颜)		注射至唇红体和唇红缘的唇粘膜、真皮浅层或中层，以矫正唇部不对称、轮廓畸形和容积缺损等结构缺陷	FDA(2016) NMPA(2021)	
	Alloderm	人造真皮	皮肤移植	FDA	2017 年收购
	Latisse	睫毛增长液	增长睫毛	FDA(2008)	自研
	SkinMedica	功能性护肤品	护肤	-	2012 年收购
	Natrelle(娜琦丽)	硅胶填充乳 房植入体	用于隆乳和乳房再造	FDA(2006) NMPA(2013)	2006 年收购
胸部	Keller Funnel	乳房手术漏斗	用于辅助隆乳和乳房再造	FDA	2017 年收购
	Kybella /Belkyra	溶脂针	溶脂	FDA(2015)	2015 年收购
	Coolsculpting(酷塑)	冷冻减脂仪	适用于能够满足负压吸引且脂肪厚度大于 1 厘米的腹部和侧腰部脂肪层的减少	FDA(2010) NMPA(2020)	2017 年收购
	CoolTone	肌肉刺激系统	改善、加强肌肉	FDA(2019)	子公司开发

资料来源：公司公告，公司官网，NMPA，FDA，国元证券研究所

保妥适和乔雅登两大支柱稳定增长，冷冻溶脂和再生医学未来可期。艾尔建医美板块中，保妥适和乔雅登合计贡献了超过 50%的收入，上市十余年仍然保持增长，2019 年保妥适医美/乔雅登的收入分别为 16.6/12.4 亿美元，占医美收入比例分别为 39%/29%。除了这两款产品外，再生医学产品、冷冻溶脂产品在收购后亦贡献了可观的收入，预计未来还有较大的增长空间。由于技术进步以及消费者认知的改变，隆胸产品收入增长乏力甚至略有下降。

图 47：2015-2019 年艾尔建医美产品收入拆分（亿美元）

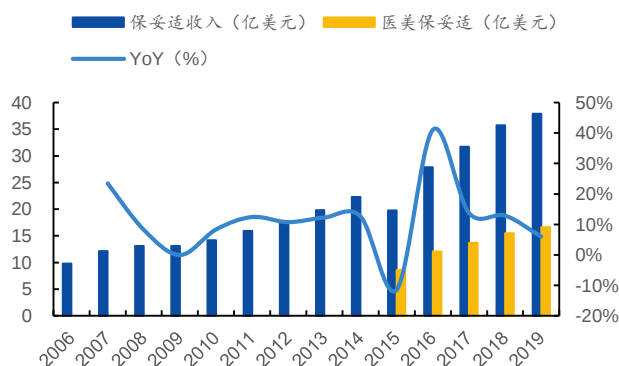


资料来源：公司公告，国元证券研究所。注：护肤品包括 Latisse®睫毛增长液和 SkinMedica®功能性护肤品。

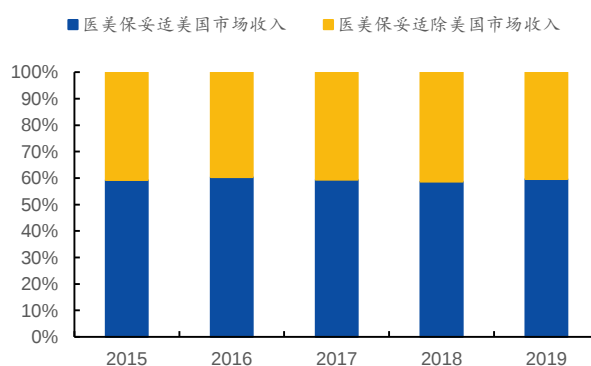
产品力+深度运营+爆款打造+国际化成为保妥适和乔雅登成功的两大关键因素。公司于 2006 年收购了乔雅登部分地区的销售权，2007 年将销售权范围进一步扩大至全球（可以看到 07 年乔雅登的收入同比增长 290%），并且掌握了其生产研发的权力，此后乔雅登通过不断扩大全球销售+推出细分型号保持稳健增长。2019 年，乔雅登收入规模达到 12.4 亿美元，目前乔雅登已经在全球 100 多个国家上市销售，美国以外的市场收入占比超 50%。保妥适则在 FDA 获批的适应症已经多达 12 种，医疗方面可治疗斜视、眼睑痉挛、颈部肌张力障碍、下肢痉挛等等，医美方面可治疗眉间纹、鱼尾纹、额头纹等。在美国，保妥适是第一款上市的肉毒毒素，具有明显的先发优势；同时，随着上市以来其适应症范围的不断扩大，其收入也不断增长，保妥适 2019 年收入规模达到 37.9 亿美元，其中医美用途的保妥适收入为 16.6 亿美元。除了适应症范围扩大以外，出海也是其增长的重要原因之一，2015-2019 年，医美用保妥适的海外收入占比保持在 40%左右。

图 48：2006-2019 年保妥适收入及增速

图 49：医美保妥适除美国市场收入占比约 40%

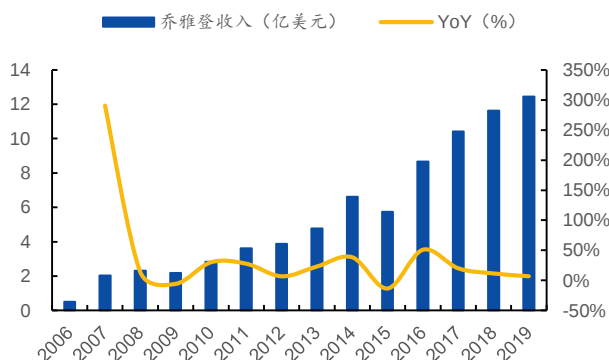


资料来源：公司公告，国元证券研究所



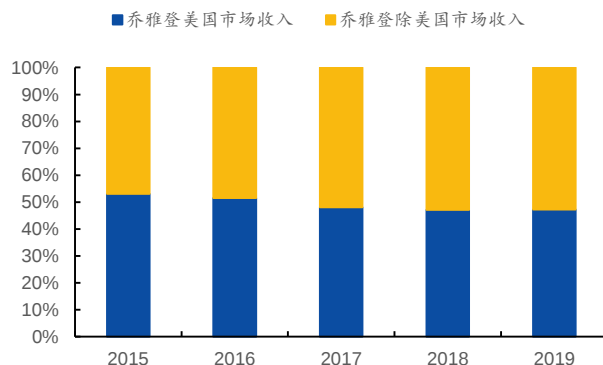
资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 50：2006-2019 年乔雅登收入及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究所

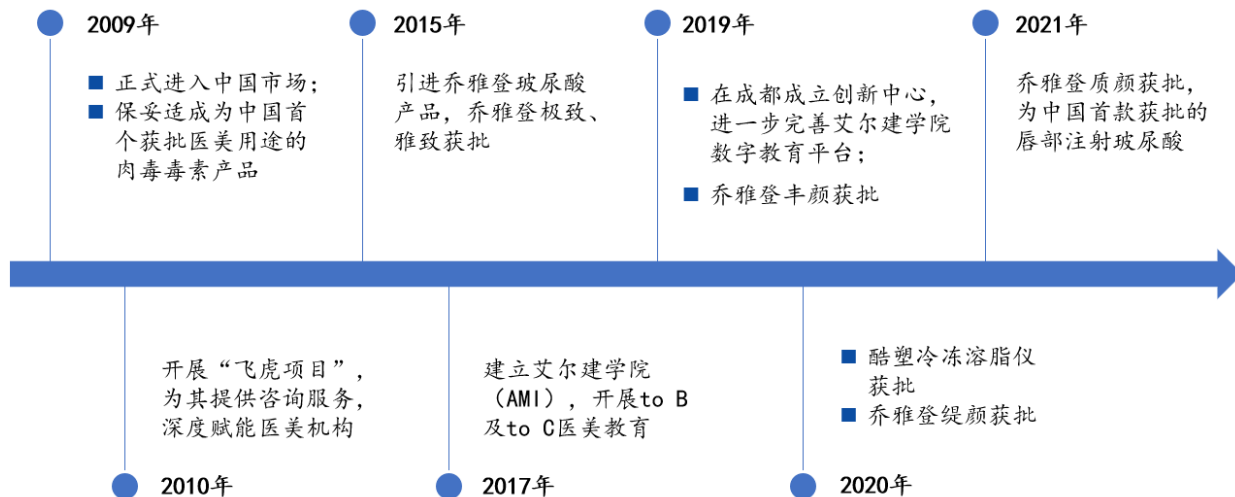
图 51：乔雅登除美国市场收入占比超 50%



资料来源：公司公告，国元证券研究所

中国已成为艾尔建全球第二大市场，2019 年收入约 20 亿。艾尔建从 2009 年正式进入中国市场，保妥适成为中国首个获批医美用途的肉毒毒素产品；2010 年，公司开展“飞虎项目”，为医美机构提供咨询服务，深度赋能机构；2015 年引进乔雅登玻尿酸产品，随后陆续推出了多种型号；2017 年建立艾尔建学院 (AMI)，提供 to B 及 to C 的医美教育培训；2019 年，在成都成立创新中心，进一步完善艾尔建学院数字教育平台；2020 年酷塑冷冻溶脂仪获批上市，未来公司还将引入功能性护肤品。

图 52：艾尔建在中国的发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，NMPA，国元证券研究所

从艾尔建在全球和中国市场的成功经验看爱美客，我们认为有以下启发：1) 差异化产品及丰富的产品矩阵：通过自研+并购，艾尔建形成丰富的产品线，保妥适+乔雅登两大明星品牌，同时覆盖胸部整形、塑形美体等细分领域；爱美客目前拥有爆款单品嗨体，正在持续布局童颜针、肉毒素、面部埋线、减肥降脂产品，逐步完善产品线，未来不同产品之间形成搭售组合。2) 爆品打造及品牌树立：艾尔建持续投入品牌建

设，在消费者和医生侧均形成强烈的品牌认可及认知，降低消费者购买决策门槛，与医生和消费者构建了强信任机制。同时爆款策略也充分利用了消费者分享裂变机制，享受流量红利。爆款产品为机构降低获客成本，因而得到了机构和医生青睐。**3) 市场教育与直销网络：**艾尔建于 2017 年在中国建立起艾尔建学院，2019 年建立创新中心，进一步完善艾尔建学院数字教育平台，同时直销网络遍布全国，销售人员千人规模，能和终端渠道及医生形成高效沟通；爱美客亦于 2017 年建立全轩学院，教育方式覆盖线下+线上，同时以直销为核心渠道。**4) 出海：**艾尔建公司整体海外收入占比超 20%，乔雅登海外收入占比超过 50%，保妥适海外占比 40%左右，未来我国医美龙头也有望充分享受海外市场红利。

5.投资建议与估值

我们认为医美赛道是整个消费板块的黄金赛道，医美用户扩容将成为行业核心驱动，千人诊疗量和用户渗透率与欧美日韩相比处在较低水平，另一方面非合规市场两倍于合规市场，随监管加强水下市场逐渐浮出水面，加速向合规市场转化。爱美客是国内医美行业龙头企业，现有产品涵盖玻尿酸凝胶注射产品、玻尿酸复合溶液、埋线、童颜针等，在研和申报中的项目包括肉毒毒素、利拉鲁肽（体重管理）等，整体产品线丰富度业内领先。在产品差异化上，大单品嗨体是目前国内首个合规且有效解决颈部横纹的注射产品，尽享细分赛道红利。嗨体的系列化开发成功，熊猫针放量速度好于嗨体 1.5，切入眶周年轻化赛道，整体前景广阔，冻活泡泡针在嗨体 2.5 的基础上进行升级，聚焦双抗双分子打造肌肤“医学隔离膜”的概念，有望于 Q4 起量。童颜针濡白天使 6 月获批，在传统童颜针基础上改进较大，通过亲水成分聚乙二醇修饰后微球（PLLA-PEG）呈现亲水和亲脂的“双亲性”特点，可均匀混悬在交联透明质酸内，无需复溶、无需等待，呈现乳白色，降低医生施打门槛；凭借爱美客现有的高效销售网络，有望带动整个童颜针和再生产品在消费市场和医生端教育，预计明年开始起量。总结来看，爱美客在研发、获证、产品及渠道上已经形成较强优势：研发上，以需求为导向产品研发具备前瞻性眼光，获证上多个“国内首款”保证产品差异化和竞争力，产品上对于求美者和机构诉求把握精准，具备产品到商品到系列商品的高效转化能力；渠道上，直销为主经销为辅，销售网络高效稳定，形成从上游药械厂商到下游终端和医生再到 C 端高效的信息传递链条。

核心假设：

- (1) 凝胶类产品，预计 2021-2023 年规模分别达到 3.27/4.00/4.75 亿元，同比增长 29.70%、22.35%、18.78%，其中宝尼达增速领先，预计增长 80%/40%/30%。
- (2) 溶液类注射产品，预计实现收入 9.58 亿、15.14 亿、21.61 亿，同比增长 114.33%、57.87%、42.77%；其中嗨体 1.5 及 2.5 同比增长 65%/35%/30%

综上，我们预计公司 2021-2023 年实现营业收入 13.26 /19.52/27.12 亿元，同比增长 87%/47%/39%，归母净利润分别为 8.17/11.95/16.58 亿元，EPS 分别为 3.78/5.52/7.66 元，对应 PE 165/113/81x，维持“增持”评级。

6.风险提示

政策监管风险、在研产品未能获批上市、产品推广不及预期

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	564.70	4375.84	4873.56	6099.95	7790.03
现金	505.61	3455.84	4737.27	5902.61	7522.00
应收账款	14.74	29.82	58.68	86.41	120.04
其他应收款	2.30	3.33	6.29	9.04	12.69
预付账款	4.57	6.27	10.92	16.27	22.58
存货	23.29	26.80	49.02	73.49	100.84
其他流动资产	14.19	853.77	11.39	12.12	11.89
非流动资产	178.95	256.83	158.32	153.81	149.60
长期投资	0.00	33.89	0.00	0.00	0.00
固定资产	150.64	142.87	133.77	124.66	115.56
无形资产	10.66	10.36	10.36	10.33	10.18
其他非流动资产	17.64	69.70	14.19	18.82	23.86
资产总计	743.65	4632.67	5031.89	6253.76	7939.63
流动负债	67.24	89.21	122.22	174.60	237.84
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	7.43	4.56	8.17	12.03	16.70
其他流动负债	59.81	84.65	114.05	162.57	221.13
非流动负债	13.70	12.24	2.47	2.47	2.47
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	13.70	12.24	2.47	2.47	2.47
负债合计	80.95	101.44	124.69	177.07	240.31
少数股东权益	3.77	-2.59	-22.80	-48.18	-83.35
股本	90.00	120.20	216.36	216.36	216.36
资本公积	139.69	3544.63	3448.47	3448.47	3448.47
留存收益	429.24	868.99	1265.17	2460.04	4117.84
归属母公司股东权益	658.93	4533.82	4930.00	6124.87	7782.67
负债和股东权益	743.65	4632.67	5031.89	6253.76	7939.63

现金流量表

单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	309.72	425.68	733.50	1084.79	1509.81
净利润	297.97	433.39	796.67	1169.49	1622.63
折旧摊销	10.06	11.08	9.59	9.61	9.61
财务费用	-1.71	-14.33	-59.60	-70.25	-97.89
投资损失	-6.97	-14.73	-7.48	-9.73	-10.65
营运资金变动	6.82	-3.66	-10.78	-13.60	-12.99
其他经营现金流	3.54	13.94	5.10	-0.73	-0.91
投资活动现金流	-25.62	-916.25	909.03	10.31	11.68
资本支出	32.60	32.11	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	899.30	-58.89	0.00	0.00
其他投资现金流	6.97	15.15	850.14	10.31	11.68
筹资活动现金流	-44.03	3440.80	-361.10	70.25	97.89
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	30.20	96.16	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	3404.93	-96.16	0.00	0.00
其他筹资现金流	-44.03	5.67	-361.10	70.25	97.89
现金净增加额	240.06	2950.23	1281.43	1165.34	1619.38

利润表

单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	557.72	709.29	1325.85	1952.45	2712.24
营业成本	41.10	55.52	99.44	146.43	203.42
营业税金及附加	3.54	3.66	6.83	10.06	13.98
营业费用	77.17	73.56	145.84	214.77	298.35
管理费用	48.09	43.50	80.88	119.10	165.45
研发费用	48.56	61.80	115.48	170.06	236.24
财务费用	-1.71	-14.33	-59.60	-70.25	-97.89
资产减值损失	-0.02	-0.01	-0.37	-0.13	-0.17
公允价值变动收益	0.00	1.57	1.57	1.05	1.39
投资净收益	6.97	14.73	7.48	9.73	10.65
营业利润	350.21	502.74	947.29	1374.39	1905.96
营业外收入	0.68	0.08	0.27	0.27	0.24
营业外支出	0.10	0.16	0.13	0.13	0.14
利润总额	350.79	502.66	947.43	1374.53	1906.06
所得税	52.82	69.27	150.76	205.03	283.42
净利润	297.97	433.39	796.67	1169.49	1622.63
少数股东损益	-7.55	-6.36	-20.20	-25.38	-35.17
归属母公司净利润	305.52	439.75	816.88	1194.87	1657.80
EBITDA	358.57	499.48	897.28	1313.75	1817.68
EPS (元)	3.39	3.66	3.78	5.52	7.66

主要财务比率

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入 (%)	73.74	27.18	86.93	47.26	38.91
营业利润 (%)	144.45	43.55	88.43	45.09	38.68
归属母公司净利润 (%)	148.68	43.93	85.76	46.27	38.74
获利能力					
毛利率 (%)	92.63	92.17	92.50	92.50	92.50
净利率 (%)	54.78	62.00	61.61	61.20	61.12
ROE (%)	46.37	9.70	16.57	19.51	21.30
ROIC (%)	193.23	239.12	408.67	579.21	770.17
偿债能力					
资产负债率 (%)	10.88	2.19	2.48	2.83	3.03
净负债比率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率	8.40	49.05	39.88	34.94	32.75
速动比率	8.05	48.75	39.47	34.51	32.32
营运能力					
总资产周转率	0.92	0.26	0.27	0.35	0.38
应收账款周转率	46.76	30.75	29.44	26.91	26.28
应付账款周转率	2.93	9.26	15.63	14.50	14.16
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.41	2.03	3.78	5.52	7.66
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.43	1.97	0.00	0.00	0.00
每股净资产 (最新摊薄)	3.05	20.95	22.79	28.31	35.97
估值比率					
P/E	440.48	306.03	164.74	112.63	81.18
P/B	204.23	29.68	27.30	21.97	17.29
EV/EBITDA	363.06	260.63	145.08	99.09	71.62

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188