

15.2

爱美客（300896）：产品接力打造增长曲线，尽享医美市场扩容红利

2023年2月7日

强烈推荐/首次

爱美客 公司报告

爱美客是医美器械及药物生产商，处于产业链中游，多年来聚焦医美主业，围绕各种求美需求进行多品类布局，有望最大程度享受医美市场扩容红利。

轻医美快速扩容，看好中游产品生产商龙头。我国医美渗透率提升带动市场快速扩容，轻医美需求强劲、商业模式高效，未来10年有望保持近20%的高速增长。爱美客处于医美产业链中游，中游拥有更强的研发和审批壁垒，竞争格局清晰，产业链议价能力强，保持较高的利润水平。政策端看，医美市场或将保持严监管常态化，但在方向上重点打击医美乱象、引导行业健康合规发展，而非抑制医美需求。中长期有望将加速行业供给端出清，推动非合规产品向合规产品转移，爱美客作为合规产品生产商龙头，有望受益。

公司作为中游综合生产商龙头，产品力、渠道力和交叉销售优势领先。前瞻性、差异化的设计思路指引方向，多项行业领先的核心技术专利保证可行性，叠加丰富的获证经验，实现领先商业化、打造产品力优势。渠道网络广泛而稳定，且未来仍有较大拓展空间，为业务持续扩张提供动力；销售策略清晰稳健，保证产业链利润，延长产品生命周期。持续拓宽产品矩阵，品类覆盖和渠道铺设广度行业领先，不同产品在功能上互补，在渠道上协同，形成交叉销售优势，提升公司综合议价能力和市场份额。

持续拓宽产品矩阵，打造接力增长曲线。公司拥有玻尿酸、再生针剂、埋植线等多款获批产品，上市以来销售保持高增；还有肉毒素、利拉鲁肽等产品进入临床试验，有望引领新增长曲线。**1) 玻尿酸：**品牌矩阵丰富，上市产品稳定快速放量，差异化优势显著。基础产品爱芙莱维持稳定；高端长效产品宝尼达经多年培育进入放量期，有望保持增长态势；核心产品嗨体不断拓展适应症并提价，未来2-3年差异化优势有望延续，全国一至三线城市近万家下游渠道可供拓展，看好未来收入继续保持高增。**2) 濡白天使：**再生针剂兼具长效性和自然性，濡白天使具有牌照及产品力优势，销售策略稳健，价格体系坚挺，未来2-3年有望快速放量。**3) 肉毒素：**橙毒有望于2023年底至2024年获批上市，与现有玻尿酸、再生针剂形成“填充+萎缩”的产品组合，交叉销售优势下，有望引领新增长曲线。**4) 体重管理：**GLP-1受体激动剂减重有效性高，副作用小，增长空间广阔。爱美客旗下利拉鲁肽已完成I期临床，处于第二梯度，关注未来审批进展。

公司盈利预测及投资评级：公司作为医美中游生产商龙头，品类矩阵完善，技术实力强，获证经验丰富，产品力领先；渠道销售广泛而稳健，多品类布局强化交叉销售优势。公司上市产品差异化优势仍将延续，在研管线丰富并有望逐渐落地，成长曲线清晰，有望充分享受医美市场扩容及合规化红利，实现业绩持续快速增长。我们预计公司2022-2024年净利润分别为20.0、31.8、45.5亿元，对应EPS分别为6.2、9.8、14.0元。当前股价对应2022-2024年PE值分别为95.7、60.9、42.7倍，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

风险提示：行业政策出现重大变化、疫情反复影响需求、竞争格局恶化、重大安全风险事件。

公司简介：

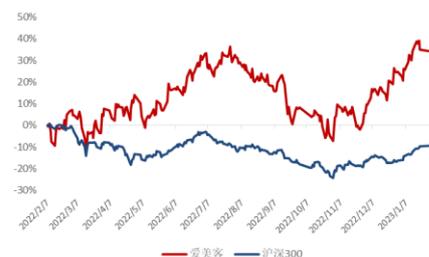
爱美客是国内医美器械及药物生产商龙头，根据弗若斯特沙利文报告，按2021年的销量计，公司是中国最大的基于透明质酸的皮肤填充剂供应商。

资料来源：公司公告、WIND

交易数据

52周股价区间（元）	631.0-408.8
总市值（亿元）	1,287.36
流通市值（亿元）	527.04
总股本/流通A股（万股）	21,636/21,636
流通B股/H股（万股）	-/-
52周日均换手率	1.87

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：刘田田

010-66554038 liutt@dxzq.net.cn
 执业证书编号：S1480521010001

分析师：刘雪晴

010-66554026 liuxq@dxzq.net.cn
 执业证书编号：S1480522090005

分析师：魏宇萌

010-66555446 weiy m@dxzq.net.cn
 执业证书编号：S1480522090004

财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	709.29	1,447.87	2,004.44	3,182.78	4,547.28
增长率(%)	27.18%	104.13%	38.44%	58.79%	42.87%
净归母净利润(百万元)	439.75	957.80	1,347.75	2,118.44	3,018.23
增长率(%)	45.45%	120.89%	40.71%	57.18%	42.47%
净资产收益率(%)	9.70%	19.04%	22.00%	26.91%	29.17%
每股收益(元)	4.51	4.43	6.23	9.79	13.95
PE	132.14	134.52	95.67	60.86	42.72
PB	15.80	25.64	21.04	16.38	12.46

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 公司概况：中游综合生产商，尽享医美市场扩容红利	5
1.1 品类管线丰富，核心产品持续放量	5
1.2 管理层前瞻稳定，保证战略清晰坚定	7
1.3 赴港上市重启，有望开启国际化进程	9
2. 医美行业：快速扩容的优质赛道，看好中游产品生产商龙头	10
2.1 医美市场快速扩容，非手术类医美是主要增长点	10
2.2 爱美客位于中游，强技术审批壁垒保证高利润水平	12
2.3 政策趋严下劣质币驱逐劣币，阵痛后合规市场有望良性扩容	12
3. 公司优势：看好公司产品力、渠道力及交叉销售优势	16
3.1 前瞻理念叠加技术实力和获证经验，打造领先产品力	16
3.2 渠道网络广泛，销售策略稳健，延长产品生命周期	18
3.3 品类矩阵完善，强化交叉销售优势	19
4. 增长驱动：持续拓宽品类矩阵，打造接力增长曲线	21
4.1 玻尿酸：产品矩阵丰富，差异化优势显著	22
4.2 再生针剂：正处快速扩容期，关注渠道放量进展	26
4.3 肉毒素：橙毒获批在即，有望引领新增长曲线	28
4.4 体重管理：GLP-1 市场空间广阔，关注未来审批进展	4
5. 风险提示	4
相关报告汇总	6

插图目录

图 1：爱美客产品矩阵（已上市+在研）	5
图 2：我国轻医美市场规模及增速	6
图 3：爱美客收入规模及增速	6
图 4：爱美客产品收入结构	6
图 5：爱美客产品收入结构（占比）	6
图 6：爱美客毛利及毛利率水平	7
图 7：各产品毛利率水平（2015 年-2019 年）	7
图 8：各产品毛利率水平（2020 年-2022 年）	7
图 9：我国医美渗透率低于欧美日韩成熟市场	10
图 10：我国居民平均医美诊疗次数低于欧美日韩成熟市场	10
图 11：中国医疗美容市场规模（按服务收入计）	11
图 12：全球医疗美容市场规模（按服务收入计）	11
图 13：非手术类医美商业模式更优，市场活力更强	11
图 14：我国医美市场非手术医美增速更高（按服务收入计）	11
图 15：我国医美市场规模结构（2020-2030E）	11
图 16：爱美客处于产业链中游	12

图 17: 医美中游生产商议价能力强, 利润率高	12
图 18: 我国 III 类医疗器械注册审批流程	12
图 19: 我国医美下游机构格局相对分散	12
图 20: 我国医美市场存在诸多乱象	13
图 21: 机构乱象	13
图 22: 医师乱象	13
图 23: 产品乱象	13
图 24: 医美产业链及政策传导	15
图 25: 我国医美市场非手术医美增速更高 (按服务收入计)	18
图 26: 我国医美市场规模结构 (2020-2030E)	18
图 27: 我国医美服务机构数	18
图 28: 爱美客直销渠道单机构收入持续增长	18
图 29: 韩国玻尿酸市场格局	20
图 30: 韩国肉毒素市场格局	20
图 31: 玻尿酸填充产品供给丰富, 市场规模高增	22
图 32: 我国玻尿酸注射剂出厂均价下降	22
图 33: 爱芙莱、宝尼达、嗨体销售额 (百万元)	23
图 34: 爱芙莱、宝尼达、嗨体毛利率及出厂价 (元)	23
图 35: 2019 年填充剂市场的销量和销售额价格分布	26
图 36: 中国医美肉毒素产品出厂销售额 (亿元)	28
图 37: 中国肉毒素市场销量及平均价格	28
图 38: 韩国肉毒素市场呈现有限竞争格局	28

表格目录

表 1: 前十名股东持股情况	7
表 2: 爱美客管理层履历	8
表 3: 爱美客 A 股上市募集资金使用情况 (亿元、截至 22H1)	9
表 4: 医美行业相关政策	13
表 5: 医美市场相关支持政策	15
表 6: 研发投入	16
表 7: 研发团队	16
表 8: 爱美客已获技术专利	17
表 9: 全轩学院对标艾尔建学院	19
表 10: 韩国主要医美厂商品类布局	20
表 11: 国内主要医美产品生产厂商产品布局	20
表 12: 爱美客产品矩阵	21
表 13: 爱美客主要玻尿酸产品	23
表 14: 嗨体系列	24
表 15: 嗨体细分适应症竞品情况	24

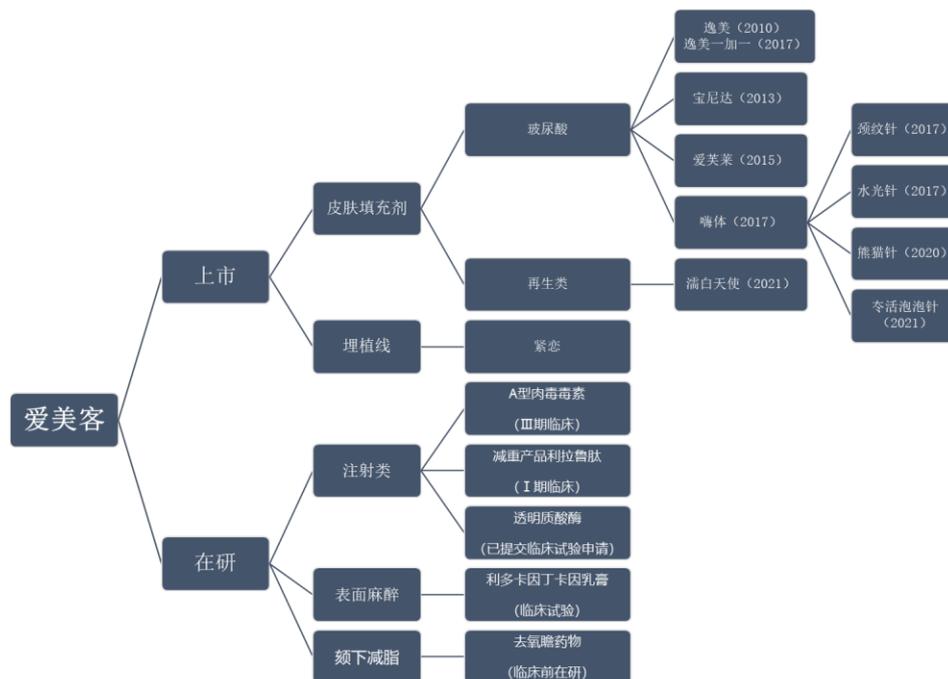
表 16: 国内合规医美机构区域结构估算（2019 年总计约 13000 家）	25
表 17: 我国部分获批及在研 III 类再生针剂梳理	26
表 18: 我国主要再生针剂的功效特点及销售表现梳理	27
表 19: 我国已获批及在研肉毒素产品梳理	3
表 20: 我国部分用于体重管理的在研 GLP-1 受体激动剂产品梳理	4

1. 公司概况：中游综合生产商，尽享医美市场扩容红利

1.1 品类管线丰富，核心产品持续放量

爱美客是医美器械及药物生产商，处于产业链中游，多年来聚焦医美主业，围绕各种求美需求进行多品类布局，有望最大程度享受医美市场扩容红利。多年研发推广下，公司已形成丰富的产品管线，填充剂方面包括玻尿酸产品逸美（2010年获批）、宝尼达（2013）、爱芙莱（2015）、嗨体（2016），再生针剂濡白天使（2021），埋植线紧恋（2019），此外，还有在研产品包括注射类A型肉毒毒素（III期临床）、注射类减重产品利拉鲁肽（I期临床）、注射类透明质酸酶（已提交临床试验申请）；用于表面麻醉的利多卡因丁卡因乳膏（临床试验），用于颊下减脂的去氧胆药物（临床前在研）。

图1：爱美客产品矩阵（已上市+在研）



资料来源：爱美客招股书，东兴证券研究所

在医美市场扩容和公司产品放量带动下，收入快速增长。2014年至2021年，爱美客营业收入由0.75亿元增长至14.5亿元，CAGR达52.6%。嗨体持续高增，贡献七成收入，濡白天使及肉毒素、利拉鲁肽等在研产品处优质赛道，未来有望贡献更多增量。2021年公司溶液类注射产品/凝胶类注射产品/埋植线/化妆品收入分别10.5/3.85/0.05/0.1亿元，占比分别72.3%/26.6%/0.4%/0.8%，同比增速分别133.8%/52.8%/187.7%/40.7%。其中溶液类注射产品以嗨体为主，若不考虑逸美收入，以溶液类注射产品收入代替嗨体收入，则嗨体上市以来，收入自2017年的0.34亿快速增长至2021年的10.5亿，CAGR达98.4%，收入占比由15.3%增长至72.3%，是过去几年公司收入快速增长的重要驱动力。凝胶类产品包括爱芙莱、宝尼达、逸美一加一与濡白天使等，其中濡白天使作为首批获证的再生类针剂，正处于快速放量阶段。在研产品中注射类A型肉毒毒素、注射类减重产品利拉鲁肽、注射类透明质酸酶，处于市场需求旺盛、增长空间大、获批产品少的优质赛道，未来有望贡献更多增量。

图2：我国轻医美市场规模及增速



资料来源：爱美客招股书，东兴证券研究所

图4：爱美客产品收入结构



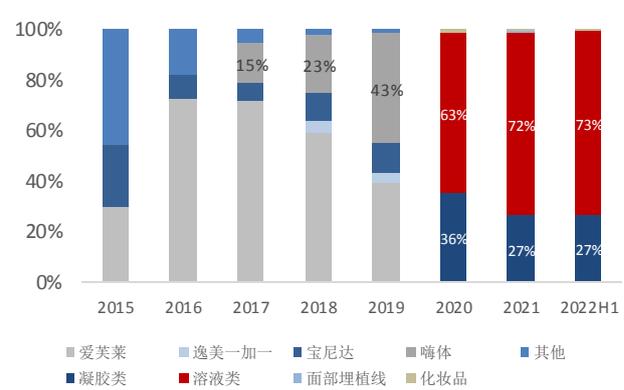
资料来源：爱美客招股书，公司财报，东兴证券研究所

图3：爱美客收入规模及增速



资料来源：爱美客招股书，公司财报，东兴证券研究所

图5：爱美客产品收入结构（占比）



资料来源：爱美客招股书，公司财报，东兴证券研究所

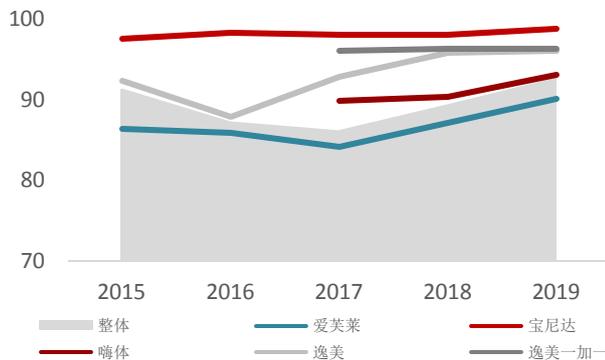
高单价、高毛利产品快速增长、占比提高，带动公司毛利水平持续提升。2014年至2022年，公司毛利由6.5亿增长至13.6亿，实现翻倍增长。受益于高单价、高毛利产品快速增长、占比提高，2017年以来公司毛利率持续提升，22H1达到94.4%。分产品看，2019年嗨体/宝尼达/逸美一加一/爱芙莱毛利率分别93%/98.7%/96.4%/90.2%，且各产品毛利率均保持稳中有升态势。2017年差异化高毛利产品嗨体上市，收入快速增长并赶超基础款产品爱芙莱，叠加高单价产品宝尼达逐渐放量，带动公司毛利率逐渐提升。2020年以来，分品类看，2022H1溶液类注射产品/凝胶类注射产产品毛利率分别94.1%/96.1%。其中溶液类以嗨体为主，熊猫针、太活泡泡针等新产品上市，提高客单价，带动溶液类注射产品毛利率提升。凝胶类包括爱芙莱、逸美一加一、宝尼达、濡白天使等产品，在高单价产品宝尼达市场认可度提高、再生类新品濡白天2021年获批并快速放量带动下，凝胶类注射产品毛利率快速提升。

图6：爱美客毛利及毛利率水平



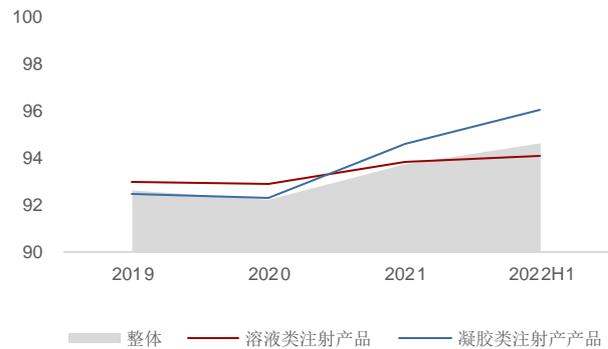
资料来源：爱美客招股书，公司财报，东兴证券研究所

图7：各产品毛利率水平（2015年-2019年）



资料来源：爱美客招股书，公司财报，东兴证券研究所

图8：各产品毛利率水平（2020年-2022年）



资料来源：爱美客招股书，公司财报，东兴证券研究所

1.2 管理层前瞻稳定，保证战略清晰坚定

股权结构清晰稳定，创始人为实控人，核心团队持股保证稳定性。截止2022年6月，公司创始人兼董事长简军直接持股30.96%，为公司最大股东与实际控制人，公司董事兼总经理石毅峰个人持股4.85%。此外，公司成立知行军投资与客至上投资两个员工持股平台，分别持有公司6.41%/4.28%股份，有利于绑定核心团队，共享公司发展成果。

表1：前十名股东持股情况

股东名称	任职情况	持股比例	备注
简军	董事长、执行董事	30.96%	受限流通股
宁波知行军投资管理合伙企业(有限合伙)		6.41%	受限流通股，该公司石毅峰控股47.72%，简军控股44.30%
石毅峰	执行董事、总经理	4.85%	56.67%为受限流通股
宁波丹瑞投资管理合伙企业(有限合伙)		4.85%	受限流通股，该公司石毅峰控股50%，简军控股50%
GANNETT PEAK LIMITED		4.63%	受限流通股、流通A股
宁波客至上投资管理合伙企业(有限合伙)		4.28%	受限流通股，该公司石毅峰控股45.73%，简军控股42.31%

苑丰		3.38%	流通 A 股
王兰柱	董事	3.04%	83.25% 为受限流通股
简勇	董事、董事会秘书	2.42%	受限流通股
香港中央结算有限公司		2.21%	流通 A 股

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

管理团队经验丰富，保证战略前瞻性和执行力。主要管理层大部分毕业于重点高校，相关领域管理经验丰富，公司执行董事、生产总监与销售总监合作管理公司多年，配合默契，团队结构稳定。管理团队决策力强，眼光前瞻，董事长简军早年在海外接触医美产品，敏锐发觉中国尚有极具潜力的医美市场正待发掘，回国创立爱美客。多年来对行业发展趋势保持敏锐度和准确判断，公司拥有丰富的产品管线和多个行业首款产品，2009年推出国内首款透明质酸钠类注射填充剂逸美，2012年推出国内首款含 PVA 微球的透明质酸钠注射填充剂宝尼达，2015年推出国内首款含利多卡因的透明质酸钠注射材料爱芙莱，2016年推出国内首款用于修复颈纹的复合注射材料嗨体，2019年推出国内首款面部埋植线产品紧恋。

表2：爱美客管理层履历

姓名	任职	职责	履历
简军	董事长 科技监事	负责公司整体战略决策	清华大学工商管理硕士 1985-1989 年于中国粮油食品进出口总公司工作 1990-1995 年于美国 Bestrend Int'l Inc. 公司工作 1995-2004 年于巴拿马 Abatecedora Textil S.A. 公司工作 2004-2005 年任北京优森生物科技有限公司副总经理 2004 年至今任公司董事 简女士获委任为中国整形美容协会第三届理事会理事
董事 石毅峰	董事 总经理	负责公司整体业务及管理	清华大学工商管理硕士 1998-2009 年于北京华旗资讯（爱国者）科技发展有限公司先后担任客户经理、渠道经理、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、管理者代表、KPI 和战略绩效负责人、预核算管理负责人等 2009-2010 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 2010-2011 年任爱美客有限销售副总经理 2011 年至今任公司董事、总经理
简勇	董事 董事会秘书	负责公司法律合规与企业管治	吉林大学经济管理学院本科学历 1990-1992 年于长春市物价管理局工作 1992-1997 年担任中国惠通集团总公司业务经理、部门经理 1997-1998 年担任海南达讯贸易有限公司副总经理 1999 年至今担任海南新境界网络科技有限公司董事长 2016 年至今在爱美客股份担任董事和董事会秘书
高级 管理 人员	尹永磊 副总经理 生产总监	负责公司生产及制造相关活动	中国药科大学药物制剂本科学历 2005-2007 年任职于天津中新药业集团股份有限公司 2007-2007 年任职于北京诺华制药有限公司 2007 年至今历任爱美客检验员、生产部经理、生产总监、公司副总经理
	勾丽娜 副总经理 销售总监	负责公司销售及营销相关活动	中共中央党校经济管理大专学历 2003-2009 年历任华旗资讯科技有限公司店长、商场 F 类负责人、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

		2010-2016 年任爱美客科技大区经理、销售总监
		2016 年至今任爱美客股份副总经理和销售总监
张仁朝 财务负责人	负责公司整体财务管理	首都经济贸易大学工商管理硕士
		曾先后就职于国美电器有限公司及北京摩拜科技有限公司
		2018-2021 年任乐友国际商业集团有限公司财务负责人
		2022 起任爱美客财务负责人

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

1.3 赴港上市重启，有望开启国际化进程

爱美客 2020 年 A 股上市募集资金 34.35 亿，其中计划募资金额 19.3 亿元，拟用于植入医疗器械生产线二期建设项目、医用材料和医疗器械创新转化研发中心及新品研发建设项目、基因重组蛋白研发生产基地建设项目、注射用 A 型肉毒毒素研发项目、营销网络建设项目、智能工业管理平台建设项目、注射用基因重组蛋白药物研发项目、去氧胆酸药物研发项目以及补充流动资金；超募 15 亿，截至 22H1 用于增资收购韩国 Huons BP 股权 8.56 亿。

表3：爱美客 A 股上市募集资金使用情况（亿元、截至 22H1）

募集资金投向	项目总投资规模	募集资金投资额	累计投入金额	投资进度	项目达到预定可使用状态日期
承诺投资项目	19.6	19.3	8.0	-	-
1. 植入医疗器械生产线二期建设项目	1.9	1.9	0.2	10%	2024.12.31
2. 医用材料和医疗器械创新转化研发中心及新品研发建设项目	1.5	0.7	0.3	42%	2025.10.31
3. 基因重组蛋白研发生产基地建设项目	1.6	1.6	0.0	0.2%	2023.12.31
4. 注射用 A 型肉毒毒素研发项目	1.2	1.2	0.3	23%	2024.12.31
5. 营销网络建设项目	1.5	1.5	0.3	21%	2025.12.31
6. 智能工业管理平台建设项目	0.8	0.8	0.3	37%	2024.12.31
7. 注射用基因重组蛋白药物研发项目	3.0	3.0	0.5	15%	2027.12.31
8. 去氧胆酸药物研发项目	2.0	2.0	0.0	0.8%	2026.12.31
9. 补充流动资金项目	6.0	6.0	6.0	100%	-
10. 生物技术与器械创新研发中心	-	0.6	0.1	20%	2025.5.31
超募资金投向		15.0			
增资暨收购韩国 Huons BP 部分股权	-	-	8.6	-	-

资料来源：爱美客招股书、东兴证券研究所

公司于 2022 年 6 月 27 日重启 H 股发行事项，拟募资用于：1) 投资、收购和授权许可安排，包括股权投资和产品、研发团队及技术的收购以及授权许可安排。2) 开发及扩展中国的产品管线，包括多种在研产品的研发及商业化，未来 5 年在中国增聘 150-200 名研发人员。3) 对在研产品进行海外产品开发、注册及商业化及相关合作来扩大全球布局，以及用于招聘海外研发人员开展海外研发工作；4) 用于营销和品牌建设工作，包括招聘额外的销售及营销人员，建立销售及营销中心以及体验中心，以及在医疗机构、医师及消费者中持续建设品牌声誉；5) 用于营运资金及其他一般公司用途。赴港上市将为公司拓展业务提供资金保障，通过对接国际资本平台，优化经营理念，提升品牌形象、促进国内外产品协同推广等方式，从资本、技术、人才等多个方面聚集优质资源，助力公司执行走出去、引进来战略，推进国际化进程。

2. 医美行业：快速扩容的优质赛道，看好中游产品生产商龙头

2.1 医美市场快速扩容，非手术类医美是主要增长点

供需两端齐发力，颜值经济崛起带动医美市场扩容。需求端看，收入水平提高，叠加医美认知度和消费意愿提升，求美需求持续坚挺。我国人均年可支配收入预计 2020-2025 年将以 7.8% 的复合增速增长，同时医美企业持续推进营销推广，微博、小红书、美图秀秀、新氧等网络媒体兴起，网红经济崛起带动大众对外形的关注度提升，医美消费的认知度和消费意愿不断提升，根据艾媒咨询数据，我国近六成民众对轻医美消费持理解态度，近八成民众表示未来愿意尝试轻医美消费，未来医美市场消费人群有望持续扩容。供给端看，技术进步为医美产业发展奠定坚实基础。手术类医美服务方案不断改进，非手术类医美材料不断创新，配方不断升级，产品种类不断丰富，覆盖更多爱美人士的差异化需求，进而带动客单价和疗程数的持续提升。

横向对标全球市场，我国医美渗透率显著低于欧美日韩成熟市场，未来增长潜力有望持续释放。从渗透率看，2019 年韩国医美渗透率约为 20%，美国为 15%，日本约为 11%，而中国大陆的医美渗透率仅为 3.6%，有巨大提升空间。从每千人进行的医疗美容治疗次数看，我国居民的平均医美诊疗次数显著低于日本、巴西、美国及韩国。随着爱美意识的进一步觉醒，消费水平的提高以及国内医美市场监管的完善，国内医美市场规模将会不断扩大，增长潜力将持续释放。

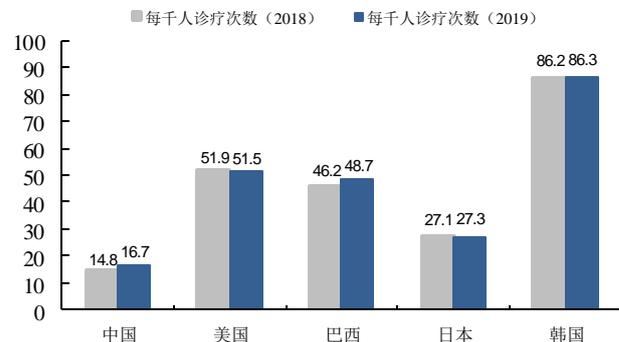
图9：我国医美渗透率低于欧美日韩成熟市场



资料来源：弗若斯特沙利文，东兴证券研究所

（渗透率指医美消费者占当地总人口比重）

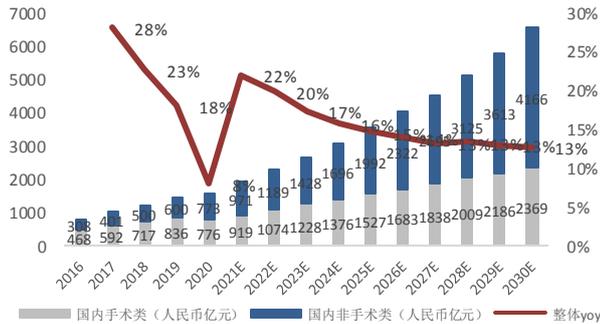
图10：我国居民平均医美诊疗次数低于欧美日韩成熟市场



资料来源：弗若斯特沙利文，东兴证券研究所

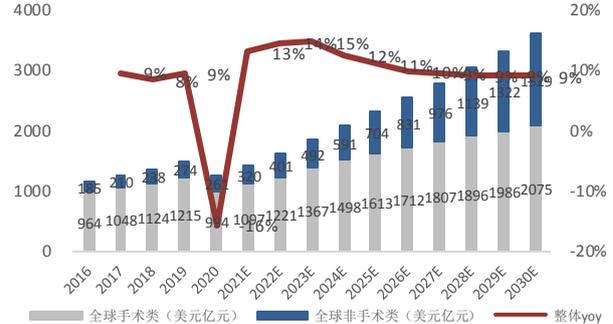
立足黄金赛道，我国医美市场持续快速扩容，增速高于全球平均水平。根据弗若斯特沙利文报告，按服务收入计，2016-2020 年我国医美市场规模自人民币 776 亿元增至人民币 1549 亿元，CAGR4 达 18.9%（vs 全球 2.2%）；预计 2030 年将达到人民币 6535 亿元，CAGR10 达到 15.5%（vs 全球 11.1%）。整体来看，若剔除 2020 年疫情影响，全球医美市场经过多年发展，规模增速仍保持约 10% 的较高水平，进一步验证医美市场长期空间广阔。而我国在技术进步、颜值经济崛起、渗透率提升背景下，医美市场规模则有望以 15-20% 的更高增速扩容，是全球增速最快的市场之一。

图11：中国医疗美容市场规模（按服务收入计）



资料来源：弗若斯特沙利文，东兴证券研究所

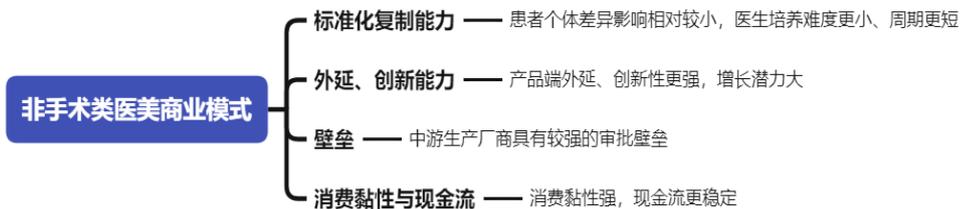
图12：全球医疗美容市场规模（按服务收入计）



资料来源：弗若斯特沙利文，东兴证券研究所

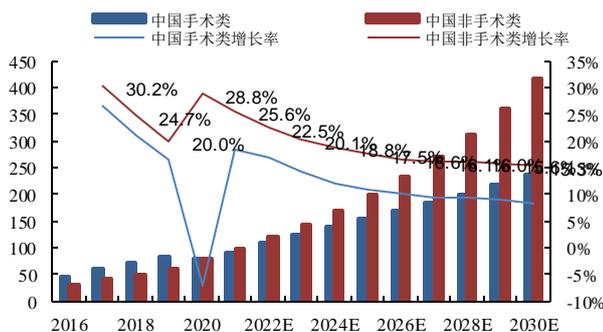
非手术类医美需求强劲、商业模式高效，是医美市场增长的主要驱动力，规模占比将逐渐提升。需求端看，非手术类医美具有价格低、效果好、恢复快、安全便捷等优势，单疗程费用通常在数百至数千元，远低于手术类的数万元花费，对新入门的医美“小白”更加友好，匹配当前医美市场扩容人群的主要特征。供给端看，非手术类医美标准化程度更高、医生培养难度更小、产品外延性更强、中游竞争壁垒更高、消费者复购率更高，现金流更稳定，商业模式更优，厂商活力更强。根据弗若斯特沙利文数据，按服务收入计，2020年我国非手术类/手术类医美市场规模分别为773/776亿元，非手术类医美占比49.9%；而2030年我国非手术类/手术类医美市场规模预计分别达到4166/2369亿元，CAGR10分别为18.3%/11.8%，非手术类医美增速更高，规模占比也将扩大至63.7%。

图13：非手术类医美商业模式更优，市场活力更强



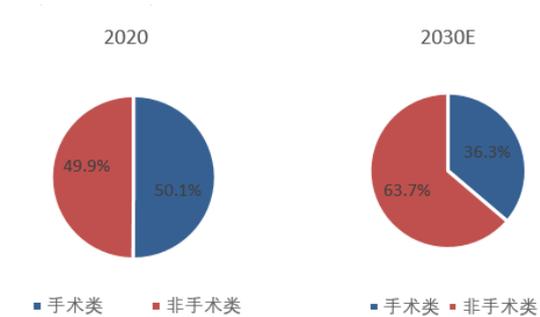
资料来源：东兴证券研究所

图14：我国医美市场非手术类医美增速更高（按服务收入计）



资料来源：弗若斯特沙利文，东兴证券研究所

图15：我国医美市场规模结构（2020-2030E）

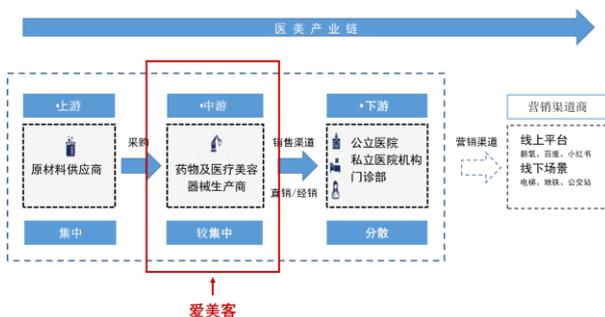


资料来源：弗若斯特沙利文，东兴证券研究所

2.2 爱美客位于中游，强技术审批壁垒保证高利润水平

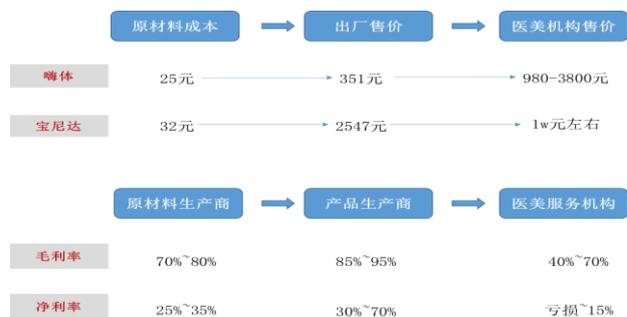
爱美客作为医美产品生产商，处于产业链中游，中游在研发和审批壁垒下议价能力强，利润率高。医美产业链主要分为上游原材料供应商、中游药物及医疗美容器械生产商和下游服务机构。上游和中游机构在技术、审批、产品等方面有更高的竞争壁垒，市场集中度较高，在产业链利润分配中拥有更多主动权，保持较高的利润水平。下游服务机构端当前盈利能力仍相对有限，一方面医生对疗程效果起到较重要的作用，机构控制力被削弱，另一方面当前下游服务机构竞争格局仍然分散，中小型民营机构和私人诊所占8成，公立医院和大型连锁机构仅2成，激烈竞争下，下游需要较高的获客成本、营销支出，挤压了利润空间。

图16：爱美客处于产业链中游



资料来源：弗若斯特沙利文，东兴证券研究所

图17：医美中游生产商议价能力强，利润率高



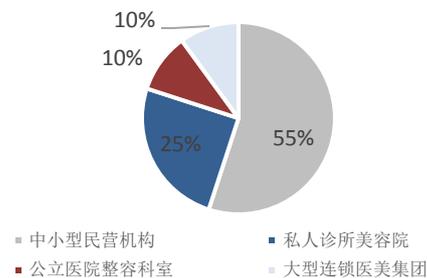
资料来源：弗若斯特沙利文，东兴证券研究所

图18：我国Ⅲ类医疗器械注册审批流程



资料来源：NMPA，东兴证券研究所

图19：我国医美下游机构格局相对分散

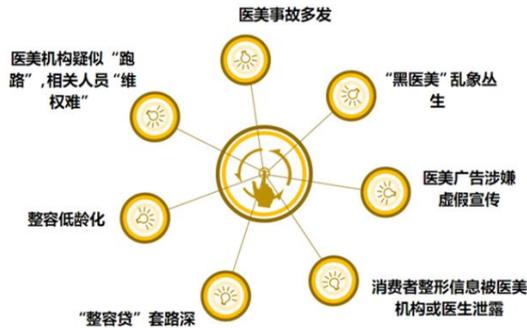


资料来源：新氧大数据，东兴证券研究所

2.3 政策趋严下良币驱逐劣币，阵痛后合规市场有望良性扩容

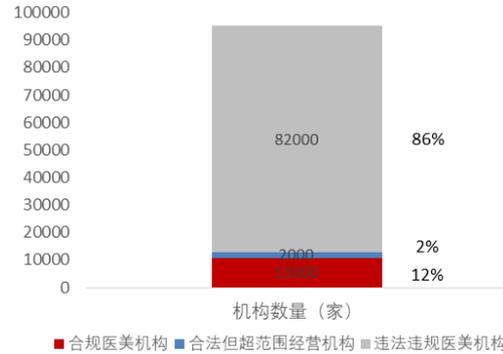
多年高速增长下，我国医美市场存在诸多乱象，影响市场健康发展。如“黑医美”乱象丛生，假货、水货针剂大行其道，非法注射屡禁不止，投诉记录高达上万起；医美广告虚假宣传、夸大其词，2021年，全国各级市场监管部门共查办各类不正当竞争案件8563件，罚没金额5.73亿元，其中，涉及医美领域虚假宣传案件103件，罚没金额598万元；以及“整容贷”、整容低龄化、维权难、不合公平条款等。根据艾瑞咨询数据，2019年我国医美机构共约9.5万家，其中仅1.3万家为合法医美机构，占比仅14%，超过8.2万家为违法违规医美机构，占比达86%。医美市场按行业标准需求专业医疗从业人数10.4万人，但实际正规从业医师仅3.8万人，占总需求的37%，剩余6.5万人缺口或非正规人员违规操作。从针剂市场产品构成看，市面上持证正规针剂仅占比仅33%，其余67%均为非法针剂（包括假货，及非正规渠道流入国内市场、非国内三类医疗器械的水货）。

图20：我国医美市场存在诸多乱象



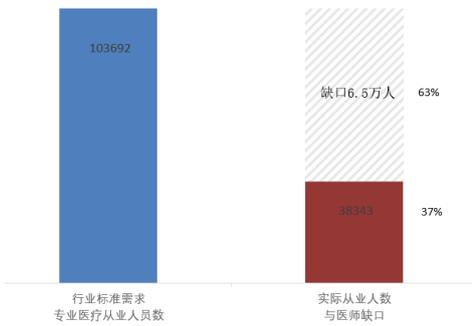
资料来源：人民网舆情数据中心，东兴证券研究所

图21：机构乱象



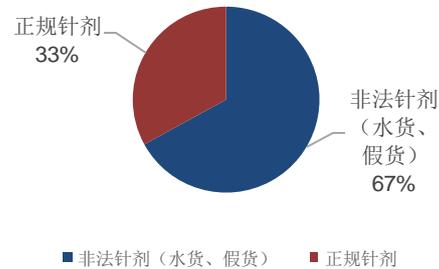
资料来源：艾瑞咨询《中国医疗美容行业洞察白皮书》，东兴证券研究所

图22：医师乱象



资料来源：艾瑞咨询《中国医疗美容行业洞察白皮书》，东兴证券研究所

图23：产品乱象



资料来源：艾瑞咨询《中国医疗美容行业洞察白皮书》，东兴证券研究所

2021年下半年以来国家针对医美行业出台多项监管政策，涉及非法医疗美容服务专项整治、医美贷、医美广告、水光针III类医疗器械等一系列举措，使市场情绪承压。同时，从深圳等地支持性政策可见，对于合规经营的下游服务机构，以及技术实力强，取得正规资质的中游厂商，仍采取鼓励支持态度。我们认为，医美市场整体或将保持严监管常态化趋势，但政策核心思路是打击医美乱象、保护消费者权益，营造良好社会风气，引导医美行业健康合规发展，而非抑制消费者的医美合理需求。尤其头部上市公司本身经营合规程度较高，实际业务受政策影响相对有限。

表4：医美行业相关政策

政策文件	发布单位	时间	主要内容
《美容医疗机构、医疗美容科(室)基本标准》	卫生部	2002.04	对美容医疗机构(美容医院, 医疗美容门诊部、医疗美容诊所)、医疗美容科(室)的床位、科目设置、人员、医疗用房、设备规章制度、资金进行规定。
《医疗美容服务管理办法》(2016年修订版)	卫生部	2002.05	对开展医疗美容服务的机构和个人在机构设置和登记、执业人员资格、执业规则、监督管理等方面做出规定。
《医疗美容项目分级管理目录》	卫生部办公厅	2009.12	对美容外科项目进行分级。美容牙科项目、美容皮肤科项目、美容中医科项目暂不分级。
美容院服务规范(SB/T 10991-2013)	商务部	2013年	对从事生活美容服务、美容院、面部美容护理、美体塑身、SPA、化妆等美容机构的经营服务场所要求、服务用品和设施设备、服务内容流程及主要环

政策文件	发布单位	时间	主要内容
			节要求、服务人员要求、服务管理要求做出规定。
《国家卫生计生委关于加强医疗美容主诊医师管理有关问题的通知》	国家卫计委	2017.03	对医疗美容主诊医师的专业实行备案管理；加强信息公开和社会监督；规范开展医疗美容主诊医师定期考核；加大监督检查力度，保障医疗安全。
《关于开展严厉打击非法医疗美容专项行动的通知》	卫计委、网信办、公安部、人社部、海关总署、工商总局、食药监局	2017.05	7部门联合发布,要求严厉打击无证行医、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。
《关于开展医疗乱象专项整治行动的通知》	卫计委、网信办、发改委、公安厅、市场监管局、医保局、中医药局、药监局	2019.03	8部门联合发布,打击违法违规执业；医疗骗保；虚假宣传；不规范收费、乱收费、诱导消费和过度诊疗等。
《关于进一步加强医疗美容综合监管执法工作的通知》	国家卫健委	2020.04	8部门联合发布,要求(一)严厉打击非法开展医疗美容相关活动的行为；(二)严格规范医疗美容服务行为；(三)严厉打击非法制售药品医疗器械行为；(四)严肃查处违法广告和互联网信息。
《打击非法医疗美容服务专项整治工作方案》	卫健委、网信办、公安部、海关总署、市场监管总局、国家邮政局	2021.06	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。
医美贷监管	上交所、深交所	2021.08	要求在其交易所挂牌的部分消费金融资产证券化产品，入池基础资产中不得有“医美贷”。
《医疗美容广告执法指南》	市场监管总局	2021.11	一是明确医疗美容广告相关概念；二是明确医疗美容广告监管重点；三是强化行政机关协同监管；四是加强广告代言监管；五是加强刑行衔接；六是强调平台经营者责任。 较之前的征求意见稿，正式稿主要修改一处：将“利用行业协会以及其他社会团体或组织的名义、形象作证明”，增补列入重点打击情形第五条。
《医疗器械分类目录》针对水光针条目更新	国家药监局	2022.04	国家药监局调整了《医疗器械分类目录》的部分内容，其中将包括水光针在内的多种医美产品归为三类医疗器械监管。
《国家卫生健康委办公厅关于印发2022年国家随机监督抽查计划的通知》	国家卫健委	2022.06	除基本抽查外，加大开展对医疗美容服务机构的抽查力度，重点巩固打击非法医疗美容服务和违法违规行为。
国家广播电视总局电视剧创作座谈会	国家广播电视总局	2022.07	会议提出“要坚持清新、质朴、向上的健康审美情趣，坚决抵制病态整容、“娘炮”审美、过度化妆、过度使用滤镜等不良倾向。”的要求
清查渠道医美返佣费用相关会议	相关监管部门	2022.09	将针对医美机构财务问题进行核查，返佣行为可能被定性为商务贿赂，一经查实可能会涉及刑事责任。此外，相关部门还将对医美行业进行清查，涉及B端机构和上游，清查方向涉及税务、工商、卫生监督等。
关于《医疗美容领域不公平格式条款点评》	中国消费者协会	2022.09	发文对消费者反映强烈的医疗美容不公平格式条款点评，其中单方面约定预付卡（充值卡）有效期、单方面约定医美手术费、医疗费一律不退、通过设置严苛附加条件推卸自身责任等行为均被视为是医美机构的“霸王条约”。
《医疗美容行业虚假宣传和价格违法行为治理工作指引》	国家市场监督管理总局	2022.10	1. 虚假宣传方面，明确禁止通过线下线上等各类途径，利用展示推介、虚假交易、炮制文案、包装虚假标注等各种手段，参与或协助虚假宣传的任何环节，对传播的信息源、媒介、受众、反馈机制的全链条进行了规范，并明确违者将依据《反不正当竞争法》有关规定予以查处。 2. 价格规范方面，1) 明码标价；2) 网络价格与经营场所价格一致；3) 不得在标价之外额外加价；4) 网络交易平台标价模板也应明码标价；5) 不得

政策文件	发布单位	时间	主要内容
			采用划线价、低标高结、虚构原价、虚假打折等方式实施价格欺；6) 不得采用低价耗材冒充高价耗材、多计耗材使用数量等方式违规收取费用，不得采用分散收费项目、重复收费、扩大范围收费、低价医药项目套用高价医药项目等方式变相提高收费标准。

资料来源：政府官网，东兴证券研究所

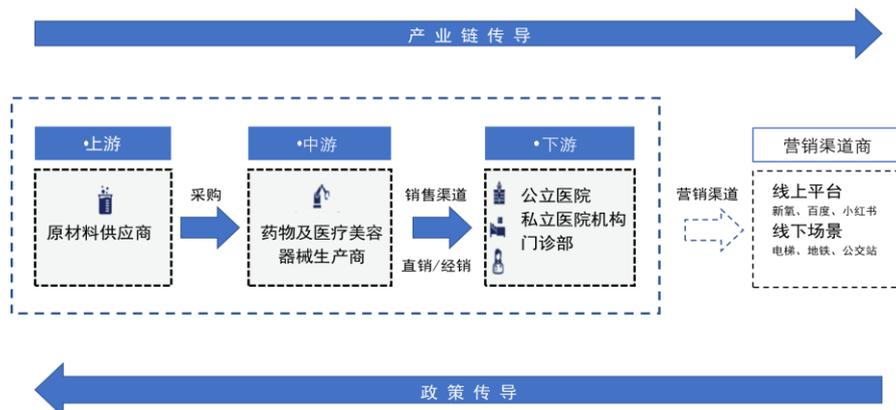
表5：医美市场相关支持政策

政策文件	发布单位	时间	主要内容
《关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见》	国务院	2017.05	鼓励医疗美容机构向集团化、连锁化方向发展，扩大服务有效供给。
《成都市加快医疗美容产业发展支持政策》	成都市政府办公厅	2018.04	支持医美人才加快聚集、支持医美产业创新发展、支持医美项目引进建设、支持医美企业发展壮大、支持医美产业环境优化
《关于支持海南自由贸易港建设放宽市场准入若干特别措施的意见》	国家发展改革委、商务部、海南省政府	2021.04	支持海南高端美容产业发展，（一）鼓励知名美容医疗机构落户乐城先行区；（二）协助乐城区相关企业开展相关产品注册，国家药品监督管理部门予以支持；（三）支持国外高水平医疗美容医生依法依规在海南短期行医，规范医疗美容机构审批和监管。
《深圳市促进大健康产业集群高质量发展的若干措施》	深圳发改委	2022.07	鼓励发展医疗美容产业，其中包括支持电子类医美产品，积极发展用于皮肤美容、口腔美容、中医美容的医用激光、光子、射频及超声设备，水光仪、内窥镜等医疗器械。对新取得 II 类、III 类医疗器械注册证的，单个品种分别给予最高 300 万元、500 万元一次性奖励。

资料来源：政府官网，东兴证券研究所

中长期看，医美市场预计保持严监管常态化，有望将加速行业供给端出清，推动市场良性扩容。医美行业监管对象主要为非正规的医美产品、服务和经营行为，对应经营主体多为中小型非合规机构，而本身合规度较高的头部大型上市公司。因此，严监管将加速行业供给端出清和集中度提升，推动非正规产品向正规产品转移，利好存量大型合规机构。长期看，监管规范化的过程，也是对消费者进行合规产品教育的过程，健康有序、信息透明的医美市场将激发群众的消费信心，有望推动行业实现长期良性扩容。

图24：医美产业链及政策传导



资料来源：爱美客招股书，东兴证券研究所

3. 公司优势：看好公司产品力、渠道力及交叉销售优势

3.1 前瞻理念叠加技术实力和获证经验，打造领先产品力

因聚焦而专业：前瞻性的产品设计思路，精准定位差异化需求。公司作为专注于医美市场的综合制造商，主业聚焦效应强，在当下新型医美材料不断面世的情况下，更能对新材料保持敏感度，摆脱基于单一材料进行研发的思路限制，通过多种成分的复配、材料间的组合，推出创新性、差异化产品，提升产品效果，占领更多消费者心智和市场份额。同时，基于稳定庞大的下游合作网络，公司可以更加快速顺畅的洞察求美偏好、收集临床反馈、考察产品在不同适应症中的效果表现，进而寻找市场空白、响应终端需求，对后续的产品设计、研发、适应症注册、持续优化改进提供指导。

一体化孵化平台：强化各环节协同，获证经验丰富，缩短商业化周期。公司搭建了体系化的产品孵化平台，涵盖了整个产品开发周期的所有核心能力，从识别消费者需求的早期研发阶段到核心技术开发，再到临床试验和产品注册的管理及批量生产和销售。以一体化方式强化团队的协同效应，优化产品研发思路、提高在研产品的可行性、缩短产品开发周期。此外，公司持证产品较多，获证经验丰富，对不同产品和适应症的临床评价标准和可注册性拥有更强的经验和敏锐度，为产品的快速、成功的商业化提供保障。

持续强化研发平台：研发投入稳健，研发团队专业并持续扩充，强化研发实力。公司已成立生物可降解新材料北京市工程实验室和药品研发平台，双平台彰显综合研发能力。此外公司还在北京平谷新建创新医疗材料及器械研发中心，包括一个医用材料研究及创新实验室和一个医疗器械研究及创新实验室，进一步强化研发实力。近年来公司研发投入稳健，研发投入占比随着营收扩大而逐渐摊薄，释放利润空间。研发人员占比高且未来将进一步扩充，2021年公司研发团队117人，占员工总数的23.1%（vs 华熙生物17.8%、昊海生科16.6%），其中62人拥有硕士或以上学位，占研发团队的53%，核心成员医美从业经验平均超过八年。根据港股募集资金投向，公司计划未来5年在国内增聘150-200名研发人员，研发实力有望进一步强化。

表6：研发投入

		2018年	2019年	2020年	2021年
爱美客	研发投入金额（亿元）	0.3	0.5	0.6	1.0
	研发投入占营业收入比例	10.5%	8.7%	8.7%	7.1%
华熙生物	研发投入金额（亿元）	0.5	0.9	1.4	2.8
	研发投入占营业收入比例	4.2%	5.0%	5.4%	5.8%
华东医药	研发投入金额（亿元）	7.1	10.6	9.2	9.6
	研发投入占净收入比例	8.6%	10.0%	8.1%	9.5%
昊海生科	研发投入金额（亿元）	1.0	1.2	1.3	1.7
	研发投入占营业收入比例	6.12%	7.24%	9.49%	9.48%
艾尔建	研发投入金额（亿美元）	22.7	18.1		
	研发投入占净收入比例	14.4%	11.3%		

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

表7：研发团队

	2018年	2019年	2020年	2021年
--	-------	-------	-------	-------

		2018年	2019年	2020年	2021年
爱美客	研发人员数量（人）	62	72	91	117
	研发人员数量占比	21.45%	22.86%	23.45%	23.08%
华熙生物	研发人员数量（人）	185	279	377	571
	研发人员数量占比	14.98%	16.76%	18.1%	17.77%
华东医药	研发人员数量（人）	550	1078	1207	1285
	研发人员数量占比	6.52%	11.31%	12.79%	12.92%
昊海生科	研发人员数量（人）	202	263	270	314
	研发人员数量占比	16.48%	19.66%	19.65%	16.60%

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

多项行业领先的核心技术专利，助力前瞻性的产品设计快速落地，领先实现商业化。依托于专业的研发人员和技术平台，公司持续研发透明质酸、医用壳聚糖和聚左旋乳酸等材料的合成和改性技术，以及相关材料实现微球、膜、纤维等不同物理形式的制备技术。目前公司已获得多项行业领先的核心技术专利，应用于不同产品管线，提升产品差异化功效，形成长期技术壁垒。目前公司已在国内注册了 50 项专利，其中 28 项为发明专利。逸美、宝尼达、爱芙莱及嗨体分别于 2015 年、2016 年、2016 年及 2019 年被北京市科学技术委员会认定为北京新技术新产品。

表8：爱美客已获技术专利

技术名称	技术特点	技术优势	产品应用
多组分复合仿基质水凝胶技术	以透明质酸钠为主体，复合植物多糖、合成高分子等多种生物材料，得到仿细胞外基质的水凝胶。	模仿细胞外基质，使材料具有良好的生物性。	逸美 逸美一加一 宝尼达
液渐变互穿交联技术	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。	逸美一加一 爱芙莱
组织液仿生技术	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，实现改善皮肤皱纹的效果	嗨体
水密型微球悬浮制备技术	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	宝尼达
恒水精准切割技术	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收的极低水平，保证了材料的稳定性。	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。	紧恋
悬浮分散两亲性微球技术	通过水包油乳液溶剂挥发技术制备粒径分布均匀的两亲性左旋乳酸-乙二醇共聚物微球，并将微球与透明质酸钠混合形成复合型凝胶产品。	左旋乳酸-乙二醇共聚物微球的两亲性使其均匀地悬浮在透明质酸水凝胶中，从而减轻注射至人体后结块的风险，并改善产品的安全性。	濡白天使

资料来源：爱美客招股书，东兴证券研究所

3.2 渠道网络广泛，销售策略稳健，延长产品生命周期

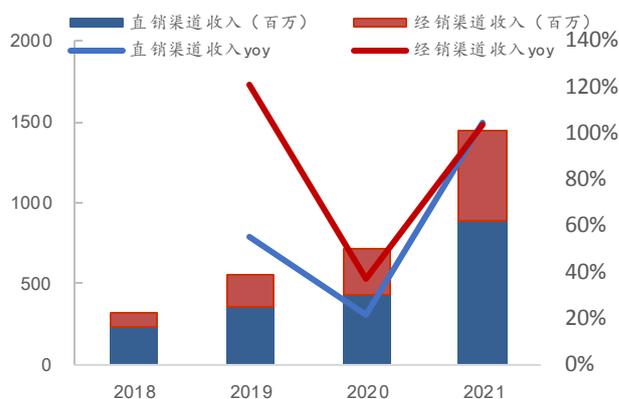
直销为主，渠道网络广泛而稳定。公司采取直销为主、经销为辅的销售模式，直销模式有助于公司深度参与客户关系管理，有效提升客户服务质量与敏捷性；经销模式主要覆盖公司销售团队无法直接覆盖的医疗机构，有利于迅速扩大产品的市场占有率。多年来公司渠道网络持续扩张，2021年直销/分销渠道合作机构数分别2188/185家，同比+385/+82家，收入分别8.83/5.65亿元，同比分别增长104%/104%，直销渠道中华东/华南/华北客户占比分别38.5%/16.2%/14.5%，收入占比分别44.8%/13.4%/11.5%。

图25：我国医美市场非手术医美增速更高（按服务收入计）



资料来源：公司招股书，东兴证券研究所

图26：我国医美市场规模结构（2020-2030E）



资料来源：公司招股书，东兴证券研究所

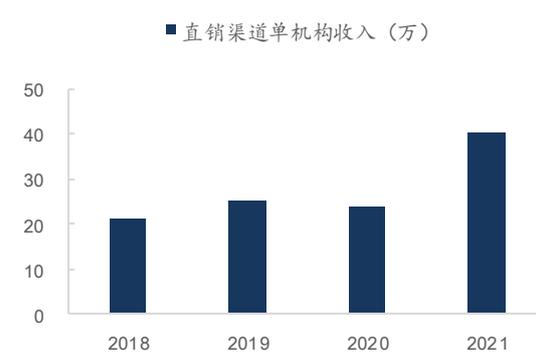
渠道渗透率及提升空间仍大，为未来业务扩张提供动力。截止2021年底，公司拥有236名销售和市场人员，约4400家医疗美容机构，其中4000家为直销机构。根据艾瑞咨询数据，2019年我国医美机构共约9.5万家，合法医美机构达到1.3万家，即使仅考虑合法机构，公司渠道渗透率仅33%，仍有较大提升空间。同时，随着政策监管趋严，违规机构出清，合规机构数量进一步提升，将为公司在渠道端提供更多展业空间。

图27：我国医美服务机构数



资料来源：艾瑞咨询，东兴证券研究所

图28：爱美客直销渠道单机构收入持续增长



资料来源：公司招股书，东兴证券研究所

销售策略稳健，保证产业链利润，延长产品生命周期。公司坚持稳健的销售策略：推广进度方面，考虑产品特性和价格水平，规划市场容量，精准定位城市等级和消费人群，自一线城市逐渐向下拓展，稳扎稳打做好

市场培育，延长产品生命周期，如核心产品嗨体，自 2017 年上市以来，2019 年销售额突破 2 亿，2021 年突破 10 亿，保持较长的产品生命周期。**授权标准方面**，对产品的合作机构资质、培训医生从业年限、销售代表的经验履历进行严格筛选把控，如濡白天使的培训医生一般为科室主任级别，有 8-10 年的丰富注射经验；**价格把控方面**，注重终端价格体系的稳定性，下游医美机构未经总部许可不得擅自打折，嗨体上市多年价格一直坚挺，濡白天使终端指导价 12800 元/支，上市以来终端售价整体保持在 11000 元/支以上，终端价格的坚挺为下游机构保证稳定充足的利润空间。**市场反馈方面**，宝尼达、濡白天使等注射难度较高的产品，上市以来均未出现过重大医疗事故，安全性高，市场反馈良好。

全轩学院对标艾尔建学院，提供全周期支持，深度绑定下游。公司为下游医美机构提供全周期营销支持：筹备阶段提供营销设计、编制与策略；发布阶段组织、商定发布会并培训医师；销售阶段组办营销座谈会与展会，线上+线下宣传提升市场曝光度等。此外，公司为医师搭建专业指导团队，设立 400 热线渠道及线上渠道，提供产品验证、咨询与各种售前售后服务，以及建立跟进系统，以确保客户以及医师及消费者的询问得到妥善回复。公司于 2018 年建立全轩课堂，为医师提供在线和现场培训课程，包括面部解剖、面部美学设计、衰老因素、嫩肤治疗的临床应用、不良事件的预防与处理及客户关系等多种主题，帮助医生学习医疗美容知识，获取公司旗下产品的特性及操作技术。全轩课堂还是供从业者交流公司产品、技术及技巧相关信息的交流平台，大大提升了双方的合作黏性和公司的行业影响力。截至 2021 年底，全轩学院注册认证的合作医生超过 10,000 名，关注用户超 20,000 人。

表9：全轩学院对标艾尔建学院

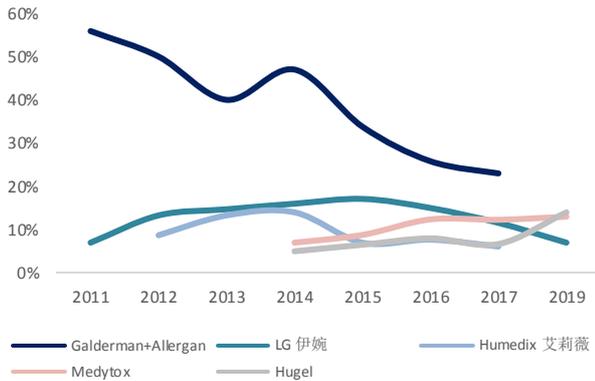
	全轩学院	艾尔建学院
成立时间	2018 年建立	2017 年在中国组建艾尔建学院，2019 年正式投入使用“艾尔建创新中心”
功能	<p>医师培训平台，提供在线和现场培训课程，包括面部解剖、面部美学设计、衰老因素、嫩肤治疗的临床应用、不良事件的预防与处理及客户关系等多种主题。帮助医生学习医疗美容知识，获取公司旗下产品的特性及操作技术。</p> <p>医师分享平台，医生能够把一线治疗中的案例及经验体会提炼、分享出来。</p>	<p>开设线下课程，开发“艾尔建线上学院”提供远程学习课程，为医师提供医学美容规范化培训与临床技术指导。</p> <p>联动艾尔建的全球专家和医学资源，为中国医美人才提供线上技术培训。</p>
覆盖规模	截止 2021 年末，全轩学院注册认证的合作医生超过 10,000 名，关注用户超 20,000 人。	数字化医学培训教育平台注册医生突破 10,000 人。

资料来源：公司官网，兴证券研究所

3.3 品类矩阵完善，强化交叉销售优势

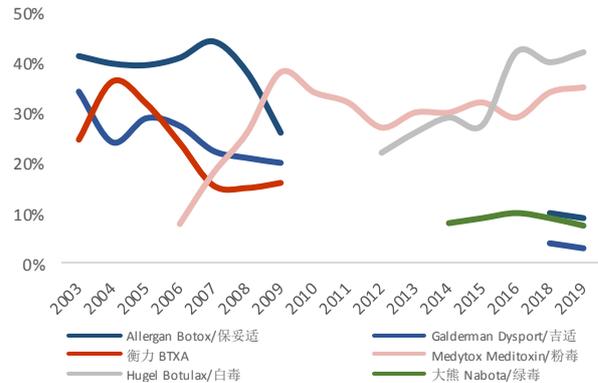
人体面部结构具有整体性，消费者求美需要通常需要综合性的解决方案，涉及多种医美项目的配合。因此，不同医美产品在功能上互补，在渠道上协同，使得多品类布局的综合医美集团更具交叉销售优势。参考韩国医美市场格局，兼具玻尿酸和肉毒素布局的综合医美厂商如 Hugel、Medytox 等，两大品类的市占率近年来均保持稳健提升态势。

图29：韩国玻尿酸市场格局



资料来源：Medytox, Hugel, HMC Securities, 东兴证券研究所

图30：韩国肉毒素市场格局



资料来源：Medytox, Hugel, HMC Securities, 东兴证券研究所

表10：韩国主要医美厂商品类布局

公司介绍	业务布局	玻尿酸品牌	肉毒素品牌
Medytox 2006年上市第一款韩国国产肉毒毒素，目前粉毒已因在生产过程中使用未经批准的成分，被吊销生产许可	主营医美（玻尿酸、肉毒素）	Neuramis 纽拉美斯	Meditoxin/粉毒 (已吊销许可)
Hugel 韩国肉毒素龙头，2010年白毒上市，目前市占率第一	主营医美（玻尿酸、肉毒素） +化妆品、医疗器械	Dermalax 德玛莱斯	Botulax/白毒
大熊制药 韩国老牌制药企业，处方药龙头	主营医药+医美（玻尿酸、肉毒素）	Giselleligne 婕尔	Nabota/绿毒
Humedix Huons Global 子公司	主营医药+医美（玻尿酸、肉毒素）	elravie 艾莉薇	Hutox/橙毒 (2019.6 获批)
LG 生命科学 LG 集团下 LG 化学的子公司	主营医药+医美	YVOIRE 伊婉	-

资料来源：公司财报，同花顺，东兴证券研究所

爱美客作为国内综合医美生产商龙头，品类覆盖和渠道铺设程度行业领先。目前公司已有多款玻尿酸、再生针剂产品获批上市，市场认可度高，同时肉毒素、体重管理等多款产品进入临床试验阶段，“填充+萎缩”的产品组合落地在即；未来公司还有望通过并购进一步延伸光电领域，“针剂+光电”的全品类布局可期。总之，作为不断拓宽产品矩阵，延伸成长曲线的综合医美生产商龙头，公司有望凭借交叉销售优势，持续提升综合议价能力，增长市场份额和销售额，最大程度享受医美市场扩容红利。

表11：国内主要医美产品生产厂商产品布局

玻尿酸填充剂	再生针剂填充剂	肉毒素	体重管理	光电类
爱美客 逸美、爱芙莱、宝尼达、嗨体等	濡白天使 (PLLA)	Ⅲ期临床试验	Ⅰ期临床试验	投资意向
华东医药 MaiLi (2024E、代理)	伊妍仕 (PCL)	尚未启动注册审批	Ⅲ期临床试验	酷雪
四环医药 铂安润 (代理)	临床阶段 (PLLA、PCL)	乐提葆 (代理)	-	投资深圳易美拓展光电设备赛道

	玻尿酸填充剂	再生针剂填充剂	肉毒素	体重管理	光电类
江苏吴中	HARA（2025E、代理）	爱塑美（PDLLA、2023E、代理）	-	-	-
华熙生物	润百颜、润致	-	-	-	-
昊海生科	海薇、姣兰、海魅	-	-	-	-

资料来源：NMPA，新氧，公司公告，东兴证券研究所（注：本表只列示医美填充剂产品布局，不包括相关厂商在其他业务板块的布局）

4. 增长驱动：持续拓宽品类矩阵，打造接力增长曲线

公司不断拓宽产品矩阵，打造接力增长曲线。已上市产品方面，公司已有多款玻尿酸、一款再生针剂、一款埋植线产品获批，上市以来销售保持高增。在研产品方面，玻尿酸进一步拓展适应症，肉毒素、利拉鲁肽等产品进入临床试验，获批在即，未来有望引领新的增长曲线。

表12：爱美客产品矩阵

	产品	审批进展	材料特点	产品特点	出厂价/2019年	终端价格	销售额	
上市产品	逸美	2010	小分子、交联	首款本土玻尿酸填充剂	700.4	2000-4000	3.2 亿	
	宝尼达	2013	大分子、交联	国内首款基于玻尿酸的长效填充剂	2547.5	12800-22000		
	爱芙莱	2015	大分子、交联	国内首款含利多卡因的玻尿酸填充剂	310.8	1000-3000		
	逸美一加一	2017	小分子、交联	基于逸美研发的高端皮肤填充剂	1220.9	3800-7800		
	皮肤填充剂	熊猫针	2020		浓稠度高、支撑力度大，主要针对眼周抗衰		200-2800	10.5 亿
		颈纹	2017		国内首款、目前全球唯一一款颈纹填充剂		1000-1500	
		嗨体	水光	2016	小分子、非交联	分子小、浓度低，适应真皮层	352.6	
	态活泡泡针		2016		提出“医学隔离膜”概念，针对性抵御光老化等外源性因素导致的皮肤衰老		1500-2500	
		濡白天使	2021	再生材料	国产及世界首款含玻尿酸和 PLLA 填充剂	3200 (2021年)	11000-12800	
		埋植线	紧恋	2019	-	-	-	-
在研产品	医疗器械	医用含聚乙烯醇凝胶微球的修饰透明质酸钠凝胶	临床试验	-	治疗额后缩	-	-	
		第二代理埋植线产品	预计注册时间：2024E	-	软组织提拉	-	-	
	生物	注射类 A 型肉毒毒素	III 期临床试验	-	动态皱纹治疗	-	-	

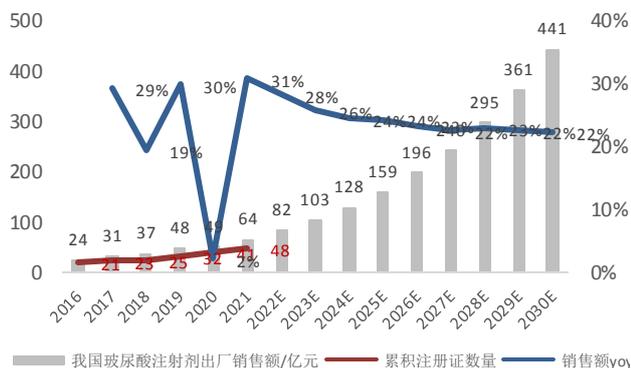
药品	预计上市：2023-2024E					
利拉鲁肽注射液(重组蛋白药物)	I期临床试验	-	慢性体重管理	-	-	-
注射用透明质酸酶	临床前在研	-	溶解透明质酸钠,可皮下注射	-	-	-
化学	去氧膽酸药物	临床前研究	-	额下减脂	-	-
药品	利多卡因丁卡因乳膏	已完成临床前研究	-	局部麻醉	-	-

资料来源：爱美客招股书，东兴证券研究所

4.1 玻尿酸：产品矩阵丰富，差异化优势显著

广泛的市场教育叠加获批产品丰富，带动行业规模提升。玻尿酸作为发展最久，安全性、功效性、持久度和性价比均表现均衡的材料，长期占据市场主流，市场教育和消费者认知度较广泛。2016-2021年，我国获批玻尿酸注射产品数从21款增长至51款（鼻唇沟/额部/面颊部/颈部分别44/4/1/1/1，眼周、鼻背部有昊海生科的产品在进行临床试验），在效果针对性、体验感等方面持续提升，更好的满足求美者需求，带动玻尿酸注射针剂市场快速扩容，出厂销售额从24亿元增长至63亿元，CAGR达21.3%。发展阶段处于成长后期，获批产品增多，看好差异化产品。在玻尿酸生产和注射技术趋于成熟，获批产品增多，以及下游机构格局分散，新氧等医美平台加速价格透明的趋势下，叠加2020年以来的疫情影响，下游服务机构之间逐渐开启价格层面的竞争，并一定程度上传导至中游生产商，玻尿酸填充剂中游出厂价有所下降。我们认为，基础型产品因同质化严重价格压降或最为明显，而差异化产品则基于独特的市场定位有望保持议价能力和盈利水平。

图31：玻尿酸填充产品供给丰富，市场规模高增



资料来源：NMPA，弗若斯特沙利文，东兴证券研究所

图32：我国玻尿酸注射剂出厂均价下降



资料来源：弗若斯特沙利文，东兴证券研究所

爱美客旗下主要玻尿酸产品包括基础产品爱芙莱、长效产品宝尼达和差异化产品嗨体。2019年收入分别2.19/0.68/2.43亿元，yoy分别15%/100%/224%，占比分别39.3%/12.1%/43.5%。2021年以爱芙莱、宝尼达、濡白天使为主要产品的凝胶类填充剂收入3.12亿元，占比35.6%；以嗨体为主要产品的溶液类填充剂收入2.45亿元，占比63.1%，yoy为322.6%。

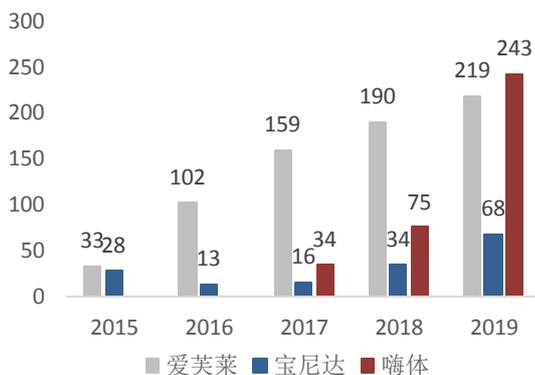
表13：爱美客主要玻尿酸产品

产品	获批时间	主要成分	特点/优势	适用症	维持时间	出厂价/2019	终端售价	销售额占比/2019
爱芙莱	2015.4	交联透明质酸、利多卡因	含利多卡因，适合疼痛敏感者	用于真皮中层至深层填充，治疗中重度鼻唇沟	6个月	310.83	1000-3000	39.3%
宝尼达	2012.10	聚乙烯醇微球、透明质酸、羟丙基甲基纤维素	微球作用时间长、生物相容性强、异物感低	注射真皮深层及皮下浅层，治疗中重度额部皱纹及中重度鼻唇部皱纹	8-10年	2547.5	12800-22000	12.1%
嗨体	2017.1	非交联玻尿酸、多种氨基酸、肌肽、B族维生素	能够提高纤维细胞胶原分泌能力，提升胶原纤维合成能力，平滑细纹	适合于褶皱部分比较轻微、自身无瘢痕体质的人群。用于真皮层中层至深层的填充。	6-12月	352.6	700-3000	44%

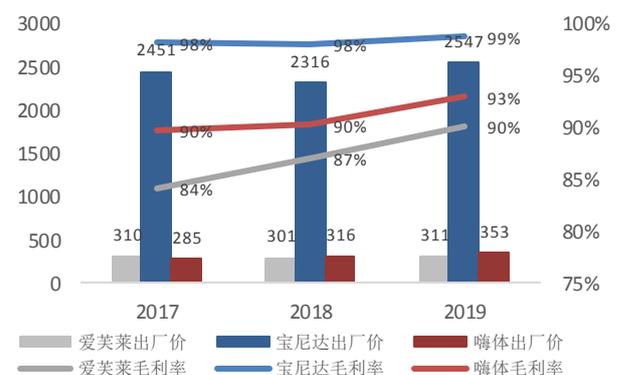
资料来源：公司财报，新氧，东兴证券研究所（终端售价参考新氧）

爱芙莱：兼具体验感与性价比的基础款玻尿酸。爱芙莱为高交联、小分子玻尿酸填充剂，采用固液渐变互交联技术，是国内首款含有利多卡因的皮肤填充剂。2017-2019年爱芙莱出厂价约300-310元/支，毛利率由84%上升至90%。爱芙莱与润百颜、海薇、伊婉C等同属于低价格带、高性价比的基础款玻尿酸产品，当前获批产品较多，竞争较充分，价格有所压制，预计未来销售额保持稳定。

宝尼达：持久且强支撑性的高端填充材料。宝尼达成分为80%复合透明质酸+20%PVA微球，PVA微球支撑性强、代谢周期长、刺激胶原新生，产品有效期可长达8-10年，较市场上其他产品6-24个月的有效期，有显著优势。2017-2019年宝尼达出厂价约2500元/支，毛利率高达99%。由于产品定价较高，且含微球产品注射难度较大，产品自2012年上市以来，市场培育周期相对较长。近年来，随着培训推广的持续推进，以及市场上对长效微球产品的认可度提升，宝尼达已进入放量期，2019年销售额达到0.7亿，实现翻倍增长，2021年销售额突破1亿，未来有望继续保持增长态势。

图33：爱美莱、宝尼达、嗨体销售额（百万元）


资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

图34：爱美莱、宝尼达、嗨体毛利率及出厂价（元）


资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

嗨体：具备差异化优势的核心产品，适应症矩阵不断丰富，销售额保持高增。嗨体是一种复合配方的非交联玻尿酸溶液，含有玻尿酸、L-肌肽、三种氨基酸、维生素B2成分，在填充的同时实现抗组织氧化，促进胶原合成的功效。嗨体于2017年上市，是国内首款也是目前唯一一款拥有颈纹适应症的皮肤填充剂，在细分

适应症领域有强大的牌照领先优势。此后又于 2020 年推出嗨体熊猫针、2021 年推出冻活泡泡针，扩充眼周、双抗水光等适应症，延长增长曲线。嗨体上市以来，销售额保持高速增长，2019 年销售额达 2.4 亿，2021 年达 10.5 亿（2021 年为溶液类产品销售额数据，公司溶液类产品以嗨体为主）。

表14：嗨体系列

	规格	分子量	支撑性	粘稠度	上市时间	终端价格
颈纹/嗨体 1.5	1.5ml/支	120 万道尔顿	中	中	2016.12	1000-1500/支
嗨体 2.5/基础水光	2.5ml/支	60 万道尔顿	低	低	2016.12	700-1000/支
熊猫针/嗨体 1.0	1.0ml/支	200 万道尔顿	高	高	2020.6	1800-3000/支
冻活泡泡针/升级水光	2.5ml/支	较小，主打“双抗”抗糖抗氧化，较嗨体 2.5 增加 L-肌肽和氨基酸，提升修护作用。	低	低	2021	1500-2500/支

资料来源：NMPA，新氧，东兴证券研究所

嗨体差异化优势未来仍将延续。颈纹适应症方面，目前嗨体颈纹针仍是国内唯一一款拥有颈纹适应症的填充剂，独占性优势显著。光电类疗法虽然也可应对颈纹问题，但二者原理不同，价格水平不同，整体呈现错位竞争。嗨体主要通过填充抚平纹路，终端价格约 1000-1500/支；光电主要通过收缩紧致颈部皮肤、展平纹路，终端价格约 8000-10000/次。**眼周适应症方面**，市场上主要有复合玻尿酸和动物胶原蛋白两类填充剂，复合玻尿酸安全性高，能在一定程度上减少普通玻尿酸吸水性和丁达尔效应问题，并有一定价格优势，嗨体熊猫针终端售价约 1800-3000/支；动物胶原蛋白填充效果自然，但存在一定过敏风险，终端价格约 6800-8800/支。**水光适应症方面**，2022 年 4 月，国家药监局将水光针正式确认为三类医疗器械，而国内已获批的三类水光产品相对较少，且只有嗨体为复合配方，在补水基础上，实现修复、抗糖抗氧化等功效。随着监管落地，水光针市场合规化程度将提高，正规产品有望占领更多市场份额，实现销量提升。

表15：嗨体细分适应症竞品情况

	公司	产品	类别	获批情况	终端价格
颈纹	爱美客	嗨体 1.5	玻尿酸	2017 年 1 月	1000-1500/支
	飞顿	OPUS 超离子设备	光电	2022 年 7 月	-
	Ultherapy	超声刀	光电	2020 年 1 月,乐城国际贸易城(石家庄)	8000-10000/次
	Solta Medical	热玛吉	光电	2015 年 8 月	8000-10000/次
	Thermage	热玛吉	光电	2009 年 2 月	8000-10000/次
眼周	爱美客	熊猫针	玻尿酸	2020 年 6 月	1800-3000/支
	双美	肤丽美	动物胶原蛋白	2012 年 12 月	8800/ml
	博泰	弗缦	动物胶原蛋白	2016 年 9 月	6800/ml
水光	爱美客	嗨体 2.5	玻尿酸(复合)	2016 年 12 月	700-1000/支
		冻活泡泡针	玻尿酸(复合)	2021 年	1500-2500/支
		润致娃娃针	玻尿酸	2020 年 3 月	4000-5000/支
	华熙生物	娃娃针升级	玻尿酸(复合)	已完成工艺开发,将启动注册工作,预计获批时间 2023-2024 年	-
		丝丽	玻尿酸(复合)	516、532 型号于 2021 年 12 月	800-1500/支

获批于海南博鳌乐城使用				
高德美	瑞蓝唯瑅	玻尿酸	2019年12月	4000-6000/支
双美	肤柔美	动物胶原蛋白	2009年9月	4000-6000/支
锦波	薇旎美	重组胶原蛋白	2021年6月	6000-7000/支
昊海生科	线性精密交联水光注射剂	玻尿酸（复合）	临床研究阶段，预计获批时间 2024-2025年	-
	加强型水光注射剂	玻尿酸（复合）	注册检验阶段，预计获批时间 2023-2024年	-
四环医药	注射用透明质酸钠复合溶液，用于改善面部皮肤	玻尿酸（复合）	2022.7 启动临床试验，预计获批时间 2024-2025年	-

资料来源：公司财报，新氧，NMPA，东兴证券研究所

从注射市场整体扩容、嗨体系列产品提价和渠道拓展空间角度看，我们认为，嗨体系列未来销售额仍有望保持快速增长。

- **从市场增速看**，随着国内爱美意识觉醒，医美渗透率提升，根据弗若斯特沙利文数据，我国玻尿酸填充剂市场未来十年有望保持约 25% 的复合增速。而嗨体差异化优势显著，市场认知度持续提升，并不断拓展新适应症，延长成长曲线，增长动能充足，有望保持不低于行业平均水平的增长速度。
- **从嗨体系列产品提价角度看**，一方面，嗨体凭借复合配方和差异化适应症，保持较强的市场认可度和竞争优势，出厂价稳中有升，2017-2019 年，在熊猫针、太活泡泡针尚未上市时期，嗨体颈纹针平均出厂价由 285 元/支上升至 353 元/支；另一方面，嗨体持续扩充适应症矩阵，通过新品实现进一步提价，太活泡泡针出厂价 450-500 元/支，熊猫针出厂价 700-800 元/支，较此前 300+ 的出厂价提升 50%-100+%。
- **从嗨体系列产品渠道空间来看**，即使仅考虑合规机构体量，根据艾瑞咨询，2019 年我国合法合规医美机构约 1.3 万家，用代表性城市医美机构数估算，预计当年全国一至三线城市合规医美机构数约 9050 家，占比约 70%。考虑到嗨体定价在同类适应症产品中并不高，且目前已成功进入部分三线及以下城市，我们认为，未来有充分潜力布局一至三线城市近万家下游机构，较爱美客 2021 年 4400 家渠道布局，还有一倍以上拓展空间。若考虑医美市场扩容以及机构和产品端的合规化替代，则渠道拓展空间将进一步扩大。此外，熊猫针、太活泡泡针作为新上市产品，单品渠道覆盖率还远低于公司整体 4400 家的渠道覆盖率，未来将有更大拓展空间。

表16：国内合规医美机构区域结构估算（2019年总计约13000家）

	代表城市医美机构数/2019	估算平均机构数	城市数	总机构数	占比
一线城市	深圳（415）、北京（515）	500	4	2000	70%
新一线城市	成都（383）、杭州（300）	300	15	4500	
二线城市	福州（54）、海口（61）	50	30	1500	
三线城市	柳州（15），桂林（15）	15	70	1050	
其他	-	-	-	3950	30%

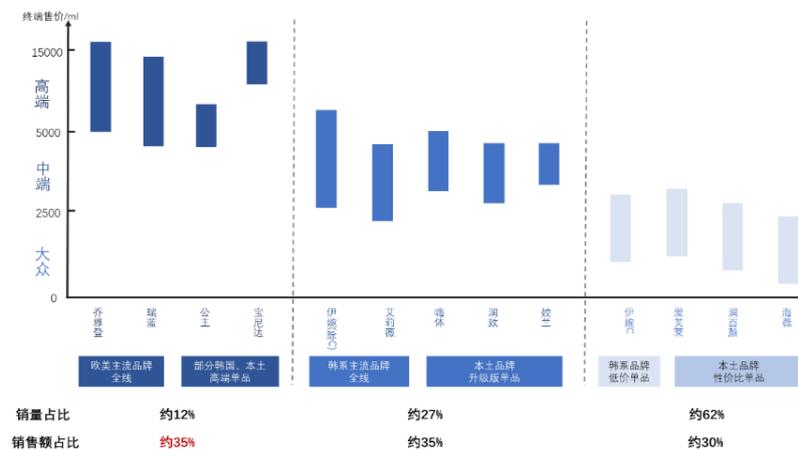
资料来源：企查查，中商情报网，成都国际医美产业大会，东兴证券研究所

4.2 再生针剂：正处快速扩容期，关注渠道放量进展

濡白天使于 2021 年 6 月获批，以 PLLA 微球和玻尿酸为主要成分，玻尿酸起到即时填充作用，PLLA 在进入人体一段时间后可刺激成纤维细胞，促进胶原蛋白新生，与人体自身组织充分结合，达到自然长效的填充效果。作为一种“长效、自然、安全”的新型填充材料，濡白天使定位高端，出厂价 2800-3200/支，终端指导价 12800/支，上市以来终端价格体系坚挺，为下游机构保证了稳定充足的利润空间。

我国再生针剂正处扩容初期，预计未来 2-3 年将快速放量。再生类针剂于 2021 年开启获批元年，当前推广进度较快，随着临床数据的积累、医生培训授权的推广和消费者教育的推进，预计未来 2-3 年将持续快速放量，市场有望从导入期快速过渡至成长期。再生针剂功效好、定价高，预计主要对高端玻尿酸（如欧美主流品牌乔雅登、瑞蓝等）形成分流和替代，对应销售额占比约 35%。在销量分流和客单价提升双重带动下，2025 年我国再生针剂和高端玻尿酸产品合计占比有望达到 35%-40%，再生针剂占比有望达到 20%。根据弗若斯特沙利文数据，2025 年我国医美填充剂市场终端规模约 558 亿元，对应再生针剂终端销售额可达 112 亿，下游 4 倍加价率下，中游出厂销售额可达 28 亿元。

图35：2019 年填充剂市场的销量和销售额价格分布



资料来源：爱美客招股书，东兴证券研究所；注：2019 年及以前我国填充剂市场以玻尿酸为主，以玻尿酸价格分布代表填充剂市场的价格分布。

濡白天使具有较强的牌照领先及产品力优势。综合考虑再生针剂的牌照审批周期、产品技术力、差异化程度，濡白天使具有领先的牌照及产品优势。从审批进程看，目前国内仅三款产品已获批，相比待获批产品可获得约 2-4 年的先发优势，抢占渠道和消费者心智；从成分特点看，PLLA 在体内可降解为乳酸并通过乳酸刺激成纤维细胞分泌胶原，PCL 主要通过包裹原理刺激胶原再生，并通过肝肾代谢；从产品构成和形态看，目前国内已获批和在研再生产品中，仅濡白天使和伊妍仕 Ellansé 为复合配方、凝胶质地，兼具长短期功效。濡白天使采用爱美客独家 SDAM 专利技术，使 PLLA-PEG 微球均匀混悬在交联透明质酸中，使产品更易施打，降低炎症结块等风险。

表17：我国部分获批及在研 III 类再生针剂梳理

类别	产品	产地	公司	主要成分	微球直径	质地	研发阶段	获批时间
PLLA	艾维岚	中国	长春圣博玛	PLLA	20-50 μm	冻干粉	已获批	2021.4
	Löviselle							
	濡白天使	中国	爱美客	PLLA+玻尿酸	20-45 μm	凝胶	已获批	2021.6

		生产商 Regen						
爱塑美 AestheFill	韩国	Biotech 国内独家代理 江苏吴中	PDLLA	约 50 μm	冻干粉	临床注册	2023E	
	法国	Galderma	PLLA	50-70 μm	冻干粉	临床试验	2024E	
一代童颜 针填充剂	中国	四环医药	PLLA	-	-	完成注册检验 (2021.7 完成)	2025E	
PCL	伊妍仕 Ellans é	荷兰	华东医药	PCL+CMC	25-50 μm	凝胶	已获批	2021.4
	二代少女 针填充剂	中国	四环医药	PCL	-	-	临床研究 (2022.4 启动)	2024E

资料来源: NMPA, 公司公告, 新氧, 东兴证券研究所

销售策略稳健, 未来销售情况主要关注渠道放量进展。公司在濡白天使的推广中坚持稳健的销售策略, 渠道布局节奏稳中有升, 截至 2022H1 覆盖超 500 家医美机构。授权标准方面, 对合作机构的资质、培训医生的从业年限、销售代表的经验履历进行严格筛选把控, 培训的医生一般为科室主任级别, 有 8-10 年的丰富注射经验; 价格把控方面, 注重终端价格体系的稳定性, 下游医美机构未经总部许可不得擅自打折, 濡白天使终端指导价 12800 元/支, 上市以来终端售价整体保持在 11000 元/支以上, 价格体系坚挺, 为下游机构保证稳定充足的利润空间; 市场反馈方面, 濡白天使上市以来未出现重大医疗事故, 安全性高, 市场反馈良好。

新品类推广初期, 消费者对产品的认知还比较有限, 因此产品销售更多依靠终端可得性以及机构医生的利润空间和推荐偏好, 厂商的渠道推广和销售策略较为重要。但中长期看, 随着各产品持续推进下游机构合作, 渠道布局逐渐趋同, 终端价格坚挺、下游利润空间稳定的产品竞争优势将逐渐显现; 叠加消费者教育逐渐成熟, 市场对产品特点认知逐渐到位, 产品力及背后的技术实力重要性将得到凸显。因此, 考虑到濡白天使产品力领先, 终端价格仍坚挺, 对下游渠道保持利润空间和吸引力, 有望实现较长的生命周期, 持续关注未来渠道放量进展。

表18: 我国主要再生针剂的功效特点及销售表现梳理

	艾维岚	濡白天使	伊妍仕
公司	长春圣博玛	爱美客	华东医药
定价	医院采购 3800-4800 元/支, 终端指导 2 万, 新氧每支 1.8-1.9 万。	医院采购价 2800-3200 元/支, 终端指导价 12800 元/支, 新氧售价约 11000-12800 元/支。	医院采购价 3500-4980 元/支, 终端指导价 18800 元/支, 新氧售价约 1.6-1.8 万 元/支。
下游利润空间	1.3-1.5 万/支	8000-100000/支	1.1-1.4 万/支
渠道布局	2022.9 合作机构约 600 家, 合作医生约 900 人。	22Q1/22Q2/22.M9, 分别合作医院 -/500+ (覆盖) /450 (认证) 家, 合作 医生 300+/500+ (8 月) /650 人	21/22Q1/22Q2/22.M9 分别合作医院 280/400/500/900 家, 分别合作医生 500+/700+/900/1050 人
销售额(出厂价)	-	21/22Q1/22Q2 销售额分别约 0.6/0.5/0.55 亿元。	21/22Q1/22Q2 少女针分别实现营收 1.85/1.57/1.14 亿元。

资料来源: NMPA, 新氧, 公司财报, 东兴证券研究所

4.3 肉毒素：橙毒获批在即，有望引领新增长曲线

肉毒素市场有望保持快速扩容。随着获批产品增多、各价格带产品供给丰富、消费者教育提升，叠加肉毒素适应症拓展，以及正规产品对非正规产品的替代，我国医美肉毒素市场规模将持续增长。根据弗若斯特沙利文数据，按销售额（出厂价）计，中国肉毒素产品市场规模由2016年的15亿元增长至2021年的46亿元，CARG达25.1%，并有望于2030年达到390亿元，CARG达26.8%。

图36：中国医美肉毒素产品出厂销售额（亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，东兴证券研究所

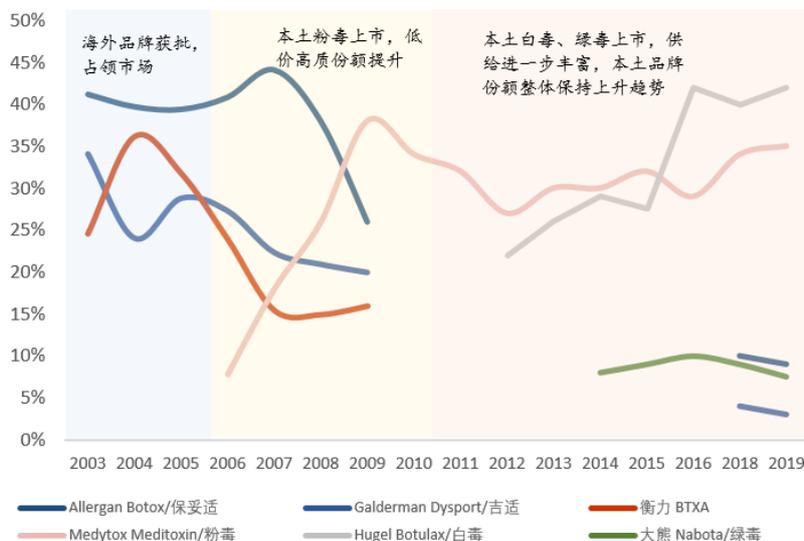
图37：中国肉毒素市场销量及平均价格



资料来源：弗若斯特沙利文，东兴证券研究所

对标韩国市场，肉毒素审批壁垒高，竞争格局优。肉毒素作为一种毒麻类药品，毒性较大，与玻尿酸等填充类医疗器械相比，审批监管更为严格，具有更高的进入壁垒，合规厂商竞争格局相对更优。参考韩国肉毒素市场格局，可见整体呈有限竞争格局，且具有性价比和交叉销售优势的本土品牌，市占率呈提升态势。

图38：韩国肉毒素市场呈现有限竞争格局



资料来源：Medytox, Hugel, HMC Securities, 东兴证券研究所

我国获批产品逐渐丰富，价格带错位竞争。我国目前已获批肉毒素产品共四款，分别为高性价比的国产衡力、定位高端的美国保妥适、定位高端的英国吉适以及定位轻奢的韩国乐提葆。2020年吉适和乐提葆获批前，我国合规肉毒素市场主要由衡力和保妥适构成，大量中端需求未被满足，滋生大规模假货、水货市场。随着2020年以来获批产品增多，在研产品审批进程不断推进，未来我国肉毒素市场供给将进一步丰富，在价格带上错位竞争，带动市场需求释放，以及合规产品对非合规产品的替代。

表19：我国已获批及在研肉毒素产品梳理

	品牌	审批进展	生产商	代理商	产品特点	终端价格 /100U
获 批	BTXA（衡力）	1997.01	中国兰州生物	-	国产、高性价比	800-1500
	Botox（保妥适）	2003.04	美国艾尔建	国药控股	弥散度低，纯度高、市场认可度高	3000-4000
	Letybo（乐提葆）	2020.01	韩国 Hugel	四环医药	高纯度、低致敏、性价比高	1000-2000
	Dysport（吉适）	2020.06	英国 Ipsen	上药控股	抗药性低、起效快	2000-3000
在 研	Xeomin（西马）	2021.1 注册申报 2023E	德国 Merz	精鼎医药	不含辅助蛋白，不产生抗体，可常温运输保存	-
	Nabota（绿毒）	2021.7 完成三期临床， 已注册申报	韩国大熊制药	大熊北京分公司	不易产生抗体，维持时间长	-
	Hutox（橙毒）	三期临床试验 2023-2024E	韩国 Huons	爱美客	适用于动态皱眉纹	-
	RT002	2020.12 三期临床试验	美国 Revance	复星医药	弱扩散新型肉毒素，专利胜肽技术增加稳固性，延长维持时间	-
	The Toxin（蓝毒）	2020.11 达成合作协议， 尚未启动注册审批	韩国 Jetema	华东医药	菌株由英国引进，安全性高	-

资料来源：爱美客招股书，NMPA，东兴证券研究所

爱美客橙毒获批在即，看好多品类布局下的交叉销售优势。公司独家代理韩国 Huons 旗下肉毒素产品 Hutox（橙毒），目前已进入三期临床试验，有望于2023年底至2024年获批上市。Hutox定位高性价比，上市后将对大众价格带形成补充，有望激发相应市场需求并抢占衡力部分市场份额。爱美客作为国内综合医美产品生产龙头，覆盖机构数行业领先，品类布局完善，已上市的填充针剂产品力强、市场认可度高。肉毒素产品上市后，“填充+萎缩”的产品组合优势将进一步强化，提升公司综合议价能力，助力市场份额和销售额增长。

持股模式下，利好适应症及规格拓展，更具价格优势。爱美客持有 Huons BP 25.42% 股权，在合作框架中强调：扩大产品适应症及规格范围；考虑加强国内外临床协同，加快研发及审批进展；纳入香港澳门地区合作，降低水货、窜货对安全性和价格稳定性的影响；保证供货价全球最低，不设置产销量承诺，降低销售压力，提高合作稳定性和销售策略自主度。

4.4 体重管理：GLP-1 市场空间广阔，关注未来审批进展

我国肥胖人口持续增长。随着国内部分人群生活标准的改善及缺乏运动，近年来我国肥胖人口持续增长，根据弗若斯特沙利文报告，中国肥胖人数由 2017 年的 1.9 亿人增至 2021 年的 2.3 亿人，CAGR 为 4.8%，2026 年有望扩大至 2.8 亿人，CAGR 为 4.3%，2030 年或将进一步增至 3.3 亿人，CAGR 为 3.8%。随着肥胖人口的增长，体重管理市场有望扩容。

体重管理市场空间广阔，GLP-1 受体激动剂前景可期。随着肥胖人口的增加、体重管理意识提升以及新型体重管理解决方案的出现，体重管理市场的必选性（肥胖人群减重）和可选性（体态改善）需求凸显，行业空间大。根据弗若斯特沙利文报告，按销售额（出厂价）计，中国体重管理产品市场由 2017 年的 2 亿元增至 2021 年的 21 亿元，CAGR 为 71.4%，2026 年有望增长至 111 亿元，CAGR 为 39%，2030 年有望进一步增至 259 亿元，CAGR 为 23.6%。从细分市场看，体重管理方法主要包括药物、器械及服务，根据弗若斯特沙利文报告，以通用名计有六款药物获美国 FDA 批准用于体重管理，而中国目前仅奥利司他一款口服药物获 NMPA 批准用于成人体重管理。参考海外，GLP-1（胰高血糖素样肽-1）受体激动剂于 2014 年首次获 FDA 批准用于慢性体重管理。GLP-1 受体激动剂包括利拉鲁肽、司美格鲁肽等，可以促进胰岛素分泌，抑制胰高血糖素分泌，增加饱腹感，延缓胃排空，以达到减重效果。GLP-1 受体激动剂减重作用机理清晰，有效性高，副作用小，有望成为未来减重市场的主要发展方向和增长点。

未来关注爱美客审批进展，有望引领新增长曲线。我国多款 GLP-1 受体激动剂处于临床试验阶段，根据 NMPA 数据，截至 2022 年 6 月，我国共有 10 款 GLP-1 受体激动剂的体重管理创新在研药物处于临床试验阶段，包括但不限于礼来公司处于 III 期临床试验的 Tirzepatide，诺和诺德处于 III 期临床试验的司美格鲁肽，江苏恒瑞医药股份有限公司处于 II 期临床试验的诺利糖肽以及信达生物制药处于 II 期临床试验的 IBI362。此外，还有三款 GLP-1 受体激动剂的体重管理仿制药在研药物处于临床试验阶段，均为诺和诺德的利拉鲁肽注射液 Saxenda 的仿制药。包括杭州九源基因工程有限公司及江苏万邦生化医药集团有限公司处于 III 期临床试验的利拉鲁肽在研药物，以及爱美客已完成 I 期临床试验的利拉鲁肽在研药物。在我国肥胖人口持续增长，体重管理意识提升背景下，公司未来减重产品上市，有望引领新的增长曲线。

表20：我国部分用于体重管理的在研 GLP-1 受体激动剂产品梳理

类别	公司	审批进展	药品名称	用药周期
创新药	礼来	III 期临床试验	Tirzepatide	1 次/周
	诺和诺德	III 期临床试验	司美格鲁肽	1 次/周
	江苏恒瑞医药股份有限公司	II 期临床试验	诺利糖肽	1 次/日
	信达生物制药	II 期临床试验	IBI362	1 次/周
仿制药	杭州九源基因工程有限公司	III 期临床试验	利拉鲁肽	1 次/日
	江苏万邦生化医药集团有限公司	III 期临床试验	利拉鲁肽	1 次/日
	爱美客	I 期临床试验已完成	利拉鲁肽	1 次/日

资料来源：爱美客招股书，东兴证券研究所

5. 风险提示

行业政策出现重大变化、疫情反复影响需求、竞争格局恶化、重大安全风险事件。

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位：百万元					利润表	单位：百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产合计	4376	3803	7375	9634	15253	营业收入	709	1448	2004	3183	4547
货币资金	3456	3264	7142	9257	14714	营业成本	58	91	115	175	240
应收账款	30	72	92	153	214	营业税金及附加	4	7	10	15	22
其他应收款	3	10	13	21	30	营业费用	71	156	220	347	498
预付款项	6	15	22	35	51	管理费用	44	65	90	142	203
存货	27	35	49	70	99	财务费用	-14	-52	-72	-114	-163
其他流动资产	12	38	57	97	144	研发费用	62	102	142	225	321
非流动资产合计	257	1462	1421	1413	1405	资产减值损失	0.01	0.01	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	34	1001	1001	1001	1001	公允价值变动收益	1.57	27.37	9.65	12.86	16.63
固定资产	143	143	131	120	109	投资净收益	14.73	18.48	23.18	29.08	36.47
无形资产	10	12	11	11	10	加：其他收益	1.72	5.02	15.00	15.00	15.00
其他非流动资产	35	34	0	0	0	营业利润	503	1127	1547	2450	3494
资产总计	4633	5265	8796	11047	16658	营业外收入	0.08	0.26	25.00	27.50	30.25
流动负债合计	90	179	2661	3170	6307	营业外支出	0.16	5.05	1.77	2.33	3.05
短期借款	0	0	2495	3009	6166	利润总额	503	1122	1570	2475	3521
应付账款	5	9	10	15	21	所得税	69	165	223	357	505
预收款项	0	0	-14	-25	-49	净利润	433	957	1347	2117	3017
一年内到期的非流动负债	0	8	8	8	8	少数股东损益	-6	0	-1	-1	-1
非流动负债合计	12	57	8	8	8	归属母公司净利润	440	958	1348	2118	3018
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
负债合计	101	235	2669	3178	6315	成长能力					
少数股东权益	-3	0	0	-2	-3	营业收入增长	27.18%	104.13%	38.44%	58.79%	42.87%
实收资本（或股本）	120	216	216	216	216	营业利润增长	43.55%	124.10%	37.33%	58.33%	42.64%
资本公积	3545	3411	3411	3411	3411	归属于母公司净利润增长	43.93%	117.81%	40.71%	57.18%	42.47%
未分配利润	809	1298	2342	3992	6337	获利能力					
归属母公司股东权益合计	4534	5029	6127	7871	10346	毛利率(%)	91.81%	93.70%	94.24%	94.51%	94.73%
负债和所有者权益	4633	5265	8796	11047	16658	净利率(%)	61.10%	66.12%	67.21%	66.53%	66.34%
现金流量表						总资产净利润(%)					
	单位：百万元					ROE(%)					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E						
经营活动现金流	426	943	1171	1826	2635	偿债能力					
净利润	433	957	1347	2117	3017	资产负债率(%)	2%	4%	30%	29%	38%
折旧摊销	11.08	19.71	13.59	14.38	15.05	流动比率	48.75	21.30	2.77	3.04	2.42
财务费用	-14	-52	-72	-114	-163	速动比率	48.46	21.10	2.75	3.02	2.40
应收帐款减少	-15	-43	-20	-61	-61	营运能力					
预收帐款增加	-10	0	-14	-11	-24	总资产周转率	0.26	0.29	0.29	0.32	0.33
投资活动现金流	-916	-648	387	31	42	应收账款周转率	32	28	24	26	25
公允价值变动收益	2	27	10	13	17	应付账款周转率	118.32	220.92	218.52	251.66	250.61
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	15	18	23	29	36	每股收益(最新摊薄)	4.51	4.43	6.23	9.79	13.95
筹资活动现金流	3441	-487	2321	258	2779	每股净现金流(最新摊薄)	24.54	-0.89	17.93	9.78	25.22
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	37.72	23.25	28.32	36.38	47.82
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	30	96	0	0	0	P/E	132.14	134.52	95.67	60.86	42.72
资本公积增加	3405	-134	0	0	0	P/B	15.80	25.64	21.04	16.38	12.46
现金净增加额	2950	-192	3879	2115	5457	EV/EBITDA	136.52	114.95	83.56	52.26	36.01

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	医美行业专题一：医美填充针剂，从发展路径和生命周期看投资机会	2022-07-22
行业深度报告	医美行业专题二：再生针剂——打开轻医美新空间，关注渠道策略及产品功效、安全验证	2022-10-10
行业深度报告	化妆品行业：从研发和核心成分出发，探寻国货美妆的星辰大海	2023-01-03
行业普通报告	商社行业：医美整治推动规范化发展，长期看好集中度提升	2021-08-15
行业普通报告	医美行业：深圳释放利好政策，助力医美合规发展，提振市场信心	2022-07-28

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019年1月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

刘雪晴

中央财经大学经济学硕士。2020年8月加入东兴证券研究所，商贸零售与社会服务行业研究助理，主要负责旅游酒店、餐饮、教育人服、本地生活、医美等研究方向。

魏宇萌

中国人民大学经济学学士，金融硕士。2020年7月加入东兴证券研究所，商贸零售与社会服务行业研究助理，主要负责化妆品、免税、黄金珠宝、电商、传统零售等研究方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526