

公司研究

医美赛道长期主义的践行者

——爱美客（300896.SZ）投资价值分析报告

要点

公司是纯正的医美领军企业：公司拥有 7 款 III 类医疗器械产品，均定位医美赛道，是上游药械商中最纯正的医美企业，可充分受益于行业的大市场与高增长。从销量看，公司是中国最大的透明质酸皮肤填充剂供应商，2021 年市场份额达到 39.2%。科技力与前瞻力较强的产品矩阵，叠加规模效应与严格的费用管控，公司的盈利能力行业领先，2021 年的毛利率与净利率分别高达 93.7%/66.1%。

产品矩阵丰富且差异化竞争优势显著，高端产品形成优质销售闭环：公司产品矩阵围绕消费者的五官与颈部精耕细作，为消费者提供了一套整体的美学解决方案。各产品在配方、适用部位与注射层次上进行区隔，形成差异化竞争优势的同时，满足多个细分市场的需求。例如嗨体是国内首款也是唯一一款获批的针对颈纹修复的复合透明质酸钠溶液，较强的差异化竞争优势与先发优势推动嗨体进入量价齐升的发展阶段；高端产品宝尼达、濡白天使与头部医美机构、优质医生、高端消费者绑定，打造优质销售闭环，形成多方共赢的良好合作关系。

研发立足市场需求，技术专利壁垒高筑：公司以“临床需求先行”为新品开发原则，与消费者、医生等保持紧密联系，及时捕获终端需求，洞察行业发展趋势，从源头最大程度争取新品的先发优势。公司各项核心技术已形成专利保护网，为竞争对手设置重重路障，且专利申请时机较佳，助力产品享受较长的专利红利期。

学术推广深度赋能客户，强渠道管控树立品牌力：公司建立了从产品上市前、发布到销售阶段的一整套服务流程，在赋能下游医美机构的同时，深度绑定合作关系。公司主要采取学术营销的方式贴近医美机构与医生群体，在线上建立“全轩学院”，在线下组织学术会议，提高影响力。通过直销为主，经销为辅的销售模式，公司建立了“产品--医生反馈--消费者反馈--产品迭代”的闭环信息圈，对终端价格与品牌定位形成强有力控制的同时，通过经销网络以较低成本快速扩张。

在研项目布局优质赛道，重启港股 IPO 共拓长远发展：公司目前拥有 7 个在研项目，布局医美优质细分赛道，其中 A 型肉毒毒素产品与医用含聚乙醇酸凝胶微球的修饰透明质酸钠凝胶有望 2024 年获批并上市。公司于 2022 年 6 月重新向港交所递交上市申请，彰显布局全球，谋求长远发展的坚定决心。

盈利预测、估值与评级：我们预计 2022-2024 年公司净利润分别为 13.33、21.59、30.66 亿元，折合 EPS 分别是 6.16、9.98、14.17 元，对应 PE 分别是 97、60、42 倍。我们认为公司合理的价格为 638 元，维持“买入”评级。

风险提示：新品研发进度与获批不及预期风险；过于依靠单一产品风险；医疗事故风险；赴港上市进度不及预期风险；行业政策变化风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	709	1,448	2,029	3,409	4,868
营业收入增长率	27.18%	104.13%	40.11%	68.05%	42.81%
净利润（百万元）	440	958	1,333	2,159	3,066
净利润增长率	43.93%	117.81%	39.13%	61.99%	42.01%
EPS（元）	3.66	4.43	6.16	9.98	14.17
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.70%	19.04%	22.54%	28.14%	30.39%
P/E	164	135	97	60	42
P/B	16	26	22	17	13

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-07-22，2020 年末总股本为 1.20 亿股，2021 年 3 月因资本公积转增致股本增至 2.16 亿股。

买入（维持）

当前价/目标价：599.2/638 元

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebsecn.com

分析师：聂博雅

执业证书编号：S0930522030003

021-52523808

nieboya@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	2.16
总市值(亿元):	1296.43
一年最低/最高(元):	389.43/809.54
近 3 月换手率:	49.21%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	9.80	17.76	10.84
绝对	6.24	28.86	-2.69

资料来源：Wind

投资聚焦

关键假设

我们结合疫情影响，考虑公司各产品所处的生命周期、竞争优劣势，假设公司可按照计划于 2024 年获批并上市 A 型注射用肉毒毒素产品与一款透明质酸钠凝胶产品。预计 2022-2024 年公司的整体收入分别为 20.29/34.09/48.68 亿元，同比增速分别为 40.11%/68.05%/42.81%。

我们的核心观点

我们认为当前中国的医美行业正处于高速发展黄金期，产业链上游药械商的盈利能力较强，前景光明。而国内医美药械商不断扩大市场份额，维持并提高盈利能力的关键要素是以下四点：1) 具备差异化竞争优势与丰富的产品矩阵；2) 强大的研发实力与夯实的技术专利壁垒；3) 优质的客户关系维护与管理能力；4) 多元的研发项目储备。

医美行业具备医疗与消费的双重属性，需要药械商在“慢”研发中捕捉“快”消费的市场机遇，对消费市场拥有较强的洞察力与前瞻力。爱美客遵循“临床需求先行”的新品开发原则，与消费者、医美机构、医生保持密切联系，在研发立项阶段即着手树立新品的先发优势，争取上市后获得定价优先权；另外，公司针对各项核心技术建立了完善的专利保护网，使得竞争对手面临重重专利路障，助力公司产品享受较长的专利红利期。

爱美客拥有丰富的产品矩阵，可为消费者打造整套美学解决方案，增加对下游医美机构交叉销售与追加销售的机会。另外，公司在产品定位与营销层面拥有较强差异化竞争优势，例如嗨体另辟蹊径，是国内首款针对颈纹填充的复合透明质酸钠溶液，独占颈纹修复细分赛道；宝尼达与濡白天使打造了“优质高端产品---头部医美机构---经验丰富名医---高端消费者”的销售闭环圈，一方面可赋能下游医美机构筛选出优质消费者，并使产品获取名医的信誉背书与自带客流，一方面又可维持品牌的高端定位，最小化产品的注射风险。

爱美客主要采用推广成本较低的 To B 端学术营销模式，可及时获取医生、消费者的反馈，促进产品的迭代升级。另外，公司在全国范围内搭建起直销为主，经销为辅的庞大销售网络，截至 2021 年底，覆盖全国 4400 家医美机构，在有效控制终端产品价格体系，维持品牌定位的同时，快速进行渠道下沉，提高市占率。

爱美客拥有 7 款在研项目，布局肉毒毒素、体重管理、颊下脂肪溶脂等领域，有望为未来收入增长积极开源。其中，注射用 A 型肉毒毒素和医用含聚乙烯醇凝胶微球的修饰透明质酸钠凝胶的研发进程较快，有望在 2024 年获批并商业化面市，为公司的收入增长提供新动能。

股价上涨的催化因素

我们认为，公司股价上涨的催化因素是：1) 国内经济情况好转，居民消费意愿改善；2) 国内疫情形势好转，医美机构可稳定复产复工。

估值与目标价

考虑到公司是纯正的医美药械企业，产品拥有较强的先发优势、差异化竞争优势与技术专利壁垒。我们认为公司合理的价格为 638 元，维持“买入”评级。

目 录

1、公司概况	7
1.1、纯正医美企业，以科技成人之美	7
1.2、股权结构集中，管理团队稳定且富有前瞻力	7
1.3、爆款产品嗨体拉动业绩高增长	9
1.4、直销为主、经销为辅助力渠道下沉	10
1.5、独树一帜的产品铸就稀缺性，成就高毛利率	11
1.6、卓越的费用管控力，进一步为销售净利率赋能	12
2、行业长坡厚雪，新品具备较强先发优势	13
2.1、医美行业增速较高，天花板远未达到	13
2.2、上游药械商占据产业链优势地位	14
2.3、高准入门槛助力新品获得先发优势	15
3、公司核心竞争力	17
3.1、稳居行业领先地位，产品布局丰富且各有特色	17
3.2、立足市场需求制定研发策略，专利壁垒高筑	27
3.3、全轩学院深度赋能客户，强渠道管控竖立品牌力	30
4、研发项目丰富多元，未来成长动力充足	33
4.1、布局肉毒毒素蓝海，公司产品有望于 2024 年面市	33
4.2、布局体重管理与溶脂赛道，打开业绩想象空间	36
4.3、重递港股上市申请，谋求全球布局与长远发展	39
5、盈利预测	40
5.1、关键假设与盈利预测	40
5.2、相对估值	42
5.3、绝对估值	42
5.4、估值结论与投资评级	43
5.5、股价驱动因素	44
6、风险分析	44

图目录

图 1: 公司发展简史	7
图 2: 公司股权结构图 (截至 2022 年一季度末)	8
图 3: 2017-2021 年公司营业收入与同比增速	9
图 4: 2017-2021 年公司归母净利润与同比增速	9
图 5: 公司溶液类/凝胶类/面部埋植线的对应产品	10
图 6: 公司各类产品营收	10
图 7: 公司各类产品的收入占比	10
图 8: 公司直销占比较大	11
图 9: 公司经销渠道快速扩张	11
图 10: 2017-2021 年公司毛利率	11
图 11: 2017-2021 年公司各业务毛利率	11
图 12: 公司三大主力品牌 2019 年直销均价与经销均价	12
图 13: 2017-2021 年公司直销毛利率与经销毛利率	12
图 14: 2017-2021 年公司净利率	12
图 15: 2017-2021 年公司期间费用率逐渐降低	12
图 16: 2017-2030E 全球医美市场规模 (按服务收入计)	13
图 17: 2017-2030E 中国医美市场规模 (按服务收入计)	13
图 18: 2020 年选定国家每千人医疗美容治疗次数	14
图 19: 2020 年中国按城市等级划分的医美渗透率	14
图 20: 2020 年中国各年龄阶段消费者占比与渗透率	14
图 21: 2019 年 30 岁以上消费者客单价明显高于 30 岁以下人群	14
图 22: 中国的医美产业链	15
图 23: 2021 年上游药械商与下游医美机构毛利率对比	15
图 24: 2021 年上游药械商与下游医美机构净利率对比	15
图 25: 新药研发流程	16
图 26: 2017-2030E 中国透明质酸皮肤填充剂产品数量 (百万支)	17
图 27: 2017-2030E 中国透明质酸皮肤填充剂产品市场规模	17
图 28: 2020-2021 年基于销量的中国透明质酸市场竞争格局变迁	17
图 29: 2020-2021 年基于销售额的中国透明质酸皮肤填充剂市场竞争格局的变迁	18
图 30: 公司 7 款已获三类药械证的产品	18
图 31: 公司产品精耕消费者面部五官与颈部	19
图 32: 嗨体营收占比逐步提高	19
图 33: 嗨体的作用机制	20
图 34: 2017-2019 年嗨体销量大幅增长	20
图 35: 2017-2019 年嗨体平均出厂价逐年小幅提高	20
图 36: 2017-2019 年嗨体营收逐年增长	21
图 37: 2017-2019 年嗨体毛利率逐年上升	21
图 38: 2018-2021 年公司溶液类注射产品产能提升显著	21
图 39: 2018-2021 年公司产能利用率较高	21

图 40: 嗨体已经初步形成系列化的产品矩阵.....	22
图 41: 嗨体的护肤品系列.....	22
图 42: 2017-2019 年爱芙莱销量及其同比增速	23
图 43: 2017-2019 年爱芙莱平均出厂价及其同比增速	23
图 44: 2017-2019 年爱芙莱营收稳健增长.....	23
图 45: 2017-2019 年爱芙莱毛利率逐年上升	23
图 46: 宝尼达与濡白天使与下游机构/终端消费者形成良好循环	24
图 47: 宝尼达的作用	24
图 48: 宝尼达与爱贝芙的对比	25
图 49: 2017-2019 年宝尼达销量	25
图 50: 2017-2019 年宝尼达平均出厂价	25
图 51: 2017-2019 年宝尼达营收	25
图 52: 2017-2019 年宝尼达毛利率.....	25
图 53: 濡白天使的成分构成	26
图 54: 中国聚左旋乳酸皮肤填充剂市场规模 (按销售额计)	26
图 55: 濡白天使认证机构与授权医生截选	27
图 56: 公司构建了以需求为导向的研发机制.....	27
图 57: 公司 6 项核心技术/技术特点/技术优势/应用品牌/专利数目一览	28
图 58: 发明专利申请流程图	28
图 59: 公司的专利类型分布	28
图 60: 公司擅于选择核心技术申报专利的时机.....	29
图 61: 公司研发投入保持快速增长	29
图 62: 爱美客研发员工占比	29
图 63: 公司学术论文列举.....	30
图 64: 面向 C 端消费者的营销模式.....	30
图 65: 面向 B 端医美机构的营销模式	30
图 66: 公司为医美机构客户进行持续赋能	31
图 67: “全轩学院”介绍嗨体的治疗方案	31
图 68: “全轩学院”专家系列课程	31
图 69: 公司销售网络的地域分布	32
图 70: 2018-2021 年公司直销客户保留率.....	32
图 71: 2018-2021 年公司经销商数量与留存率	32
图 72: 公司在研产品/研发模式/研发进度情况一览	33
图 73: 动态皱纹形成的简要过程.....	34
图 74: 2017-2030E 中国医美肉毒毒素产品市场规模 (按销售额)	34
图 75: 2017-2030E 中国肉毒毒素注射次数.....	34
图 76: 2019 年按销量, 保妥适占 23.7%的市场份额	35
图 77: 2019 年按销售额, 保妥适占 55.6%的市场份额.....	35
图 78: 超重与肥胖的 BMI 界定	36
图 79: 2000-2018 年中国男性与女性的超重/肥胖比例逐渐提升.....	36
图 80: 2017-2030 年中国肥胖人数稳定增长	36

图 81: 2017-2030E 中国体重管理产品市场规模 (按销售额)	36
图 82: GLP-1 的作用部位与效果	37
图 83: 利拉鲁肽的作用效果	37
图 84: 注射 Kybella 后, 颌下脂肪减少	38
图 85: 美国艾尔建旗下溶脂针“Kybella”图片示例	38
图 86: 2023E-2030E 我国溶脂针产品市场规模	39
图 87: 中国目前布局针对颌下脂肪的去氧胆酸药物研发企业	39
图 88: 公司赴港上市募集资金拟用途	39

表目录

表 1: 公司执行董事/生产总监/销售总监具备较长的共事关系, 研发团队实力雄厚	9
表 2: 酶体成分与相应作用	20
表 3: 濡白天使与竞品的对比	26
表 4: 已通过中国药监局批准的 A 型肉毒毒素产品一览	35
表 5: 中国四款已进入 III 期临床试验的肉毒毒素产品	36
表 6: 全球减重药物一览表	37
表 7: 中国目前 GLP-1 创新药与仿制药的布局	38
表 8: 公司盈利预测假设表	41
表 9: 公司可比公司估值比较	42
表 10: 绝对估值核心假设表	42
表 11: 现金流折现及估值表	43
表 12: 敏感性分析表	43
表 13: 各类绝对估值法结果汇总表	43

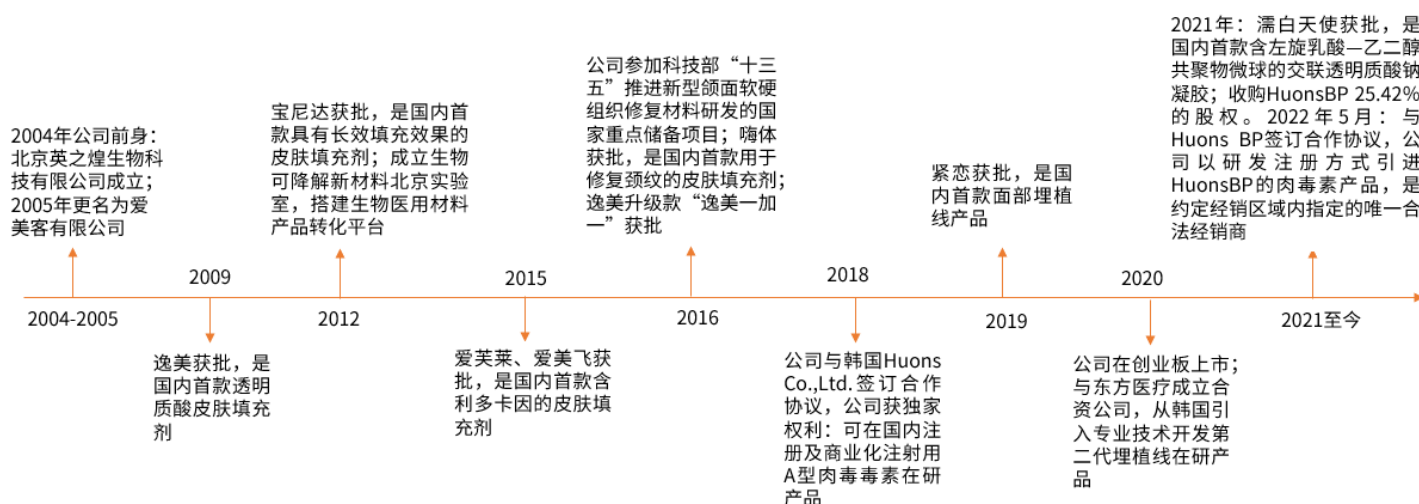
1、公司概况

公司是中国生物医用软组织修复材料领域的领先企业，拥有 7 款 III 类医疗器械产品用以满足消费者的多元变美需求。2021 年公司的销量市占率达到 39.2%，成为中国最大的透明质酸皮肤填充剂供应商。稳定且富有洞察力的管理团队、差异化竞争优势显著的产品矩阵与优秀的费用管控能力，令公司具备优秀的盈利能力和较快的业绩增速，成为中国医美产业中耀眼的明星。

1.1、纯正医美企业，以科技成人之美

公司成立于 2004 年，总部位于北京；2016 年，公司完成股份制改革；2020 年 9 月公司登陆创业板。作为国内生物医用软组织修复材料领域的国家高新技术企业，公司遵循“创造感动”的企业文化，秉持“让生命有更高的质量和尊严”的企业使命，通过针对生物医用软组织修复材料的研发与商业转化，截至 2021 年底，公司已有 7 款 III 类医美用途的医疗器械产品。同时也积极布局 A 型肉毒毒素、体重控制等领域的新品研发，为未来的可持续增长提供动能。

图 1：公司发展简史

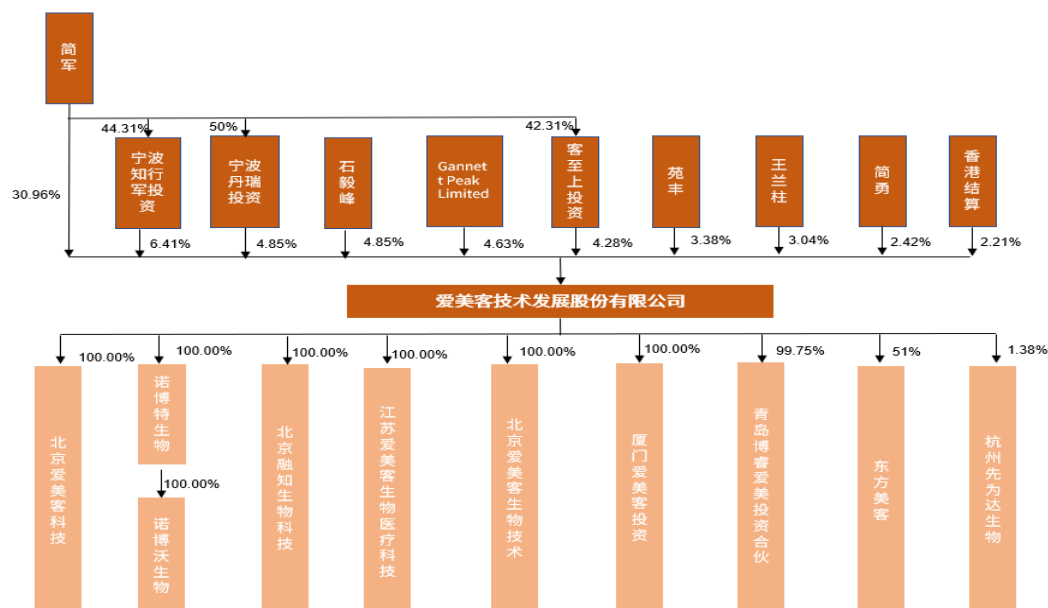


资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

1.2、股权结构集中，管理团队稳定且富有前瞻性

截至 2022 年一季度末，公司董事长简军女士持有公司 30.96% 的股份，为公司的实际控制人，另外通过丹瑞投资、客至上投资及知行军投资间接持有公司 7.08% 的股份，合计持有公司 38.04% 的股份，公司执行董事石毅峰、简勇等人亦持有公司股份，股权结构集中，有助于大股东有效推行经营决策，着眼企业长远发展，减少追求短期利益的行为。另外，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，将核心业务骨干与公司的长远发展绑定。

图 2：公司股权结构图（截至 2022 年一季度末）



资料来源：Wind，光大证券研究所

管理层具备敏锐的市场嗅觉与长远的战略眼光，团队稳定性较强。医美行业兼具消费属性，而消费行业具备热点变化快，需求多元的特点。另外，医美新品的研发周期长且难度大，因此需要管理层具备前瞻性，洞察消费者未来的需求，同时也需要实力强劲的研发团队。

公司的董事长简军女士，早年在国外工作期间接触到医美透明质酸注射产品，敏锐的感知到中国的医美领域尚未被充分开发，具备较多的商业机遇，随即回国创业。公司的三位执行董事、生产总监与销售总监已形成了长达 10 余年的共事经历，公司的核心管理层团队十分稳定。另外，公司的研发团队实力雄厚，多名研发人员的研发成果获得国家专利，且成功进行了市场转化。富有敏锐市场嗅觉、长久战略眼光且通力合作的管理团队，与研发实力雄厚的研发团队有助于结合市场实际情况，为公司制定具有前瞻性的技术、产品发展战略，实现可持续的发展。

表 1：公司执行董事/生产总监/销售总监具备较长的共事关系，研发团队实力雄厚

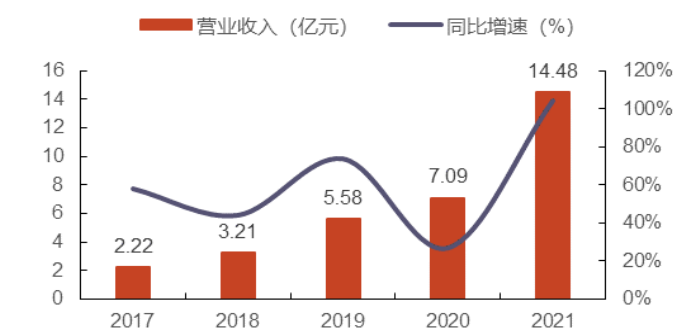
姓名	现任职务	工作经历
简军	董事兼董事长	1985 年至 1989 年于中国粮油食品进出口总公司工作, 1990 年至 1995 年于美国 Bestrend Int'l Inc. 公司工作, 1995 年至 2004 年于巴拿马 Abatecedora Textil S.A. 公司工作, 2004 年至 2005 年任北京优森生物科技有限公司副总经理。2004 年至 2005 年任爱美客有限董事, 2005 年至 2011 年任爱美客有限副总经理、2011 年至 2016 年任爱美客有限董事长, 2016 年至今担任爱美客股份董事长, 2012 年至今任爱美客科技监事, 2017 年至今任融知生物执行董事, 2014 年至 2016 年任聚美成执行的执行事务合伙人, 2020 年 2 月至今担任东方美客董事。
简勇	董事兼董事会秘书	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, 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。
石毅峰	董事兼总经理	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 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 年至 2011 年, 任爱美客有限销售副总经理; 2011 年至 2016 年, 任爱美客有限董事、总经理; 2012 年至 2016 年, 任北京思美睿文化传播有限公司监事; 2014 年至今, 任宁波十禾一投资管理合伙企业 (有限合伙); 2014 年至今, 任宁波丹瑞执行事务合伙人; 2016 年至今, 任聚美成执行事务合伙人; 2015 年至今, 任宁波知行执行事务合伙人; 2015 年至今, 任宁波客至上执行事务合伙人; 2016 年至今, 任诺博特生物董事长; 2016 年至今, 任爱美客股份公司董事、总经理; 2017 年至今, 任融知生物经理; 2020 年 2 月至今担任东方美客董事长。
尹永磊	生产总监兼副总经理	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	销售总监兼副总经理	2003 年 3 月至 2009 年 12 月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 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, 任爱美客股份副总经理和销售总监。
陈雄伟	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, 自 2013 年起在爱美客有限公司任职, 现任公司研发部经理。作为项目负责人, 主导了“注射用透明质酸钠复合溶液” (嗨体) 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	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。自 2014 年起在爱美客有限公司任职, 现任公司研发部项目经理。主导了“医用透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶” (逸美一加一)、“聚对二氧环己酮面部埋植线” (紧恋) 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	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, 自 2015 年起在爱美客有限公司任职, 现任公司研发部项目经理, 参与了“医用聚羧甲基葡萄糖胺凝胶项目”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 A 股招股说明书，公司港股招股说明书，公司年报，光大证券研究所

1.3、爆款产品嗨体拉动业绩高增长

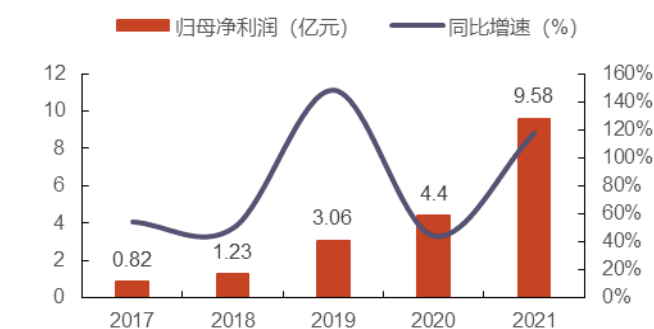
2017-2021 年公司的营收由 2.22 亿元增至 14.48 亿元，CAGR 为 60%；同期归母净利润由 0.82 亿元增至 9.58 亿元，CAGR 为 85%。即使自 2020 年以来，在疫情冲击下，公司的营收与净利润仍然呈现较高的增速，展现出较强的韧性。

图 3：2017-2021 年公司营业收入与同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 4：2017-2021 年公司归母净利润与同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

公司的产品主要包括溶液类注射产品、凝胶类注射产品、面部埋植线。凝胶类产品共有 4 款：爱芙莱、宝尼达、逸美一加一与濡白天使。溶液类产品共有 2 款：嗨体与逸美。面部埋植线产品共有 1 款：紧恋。

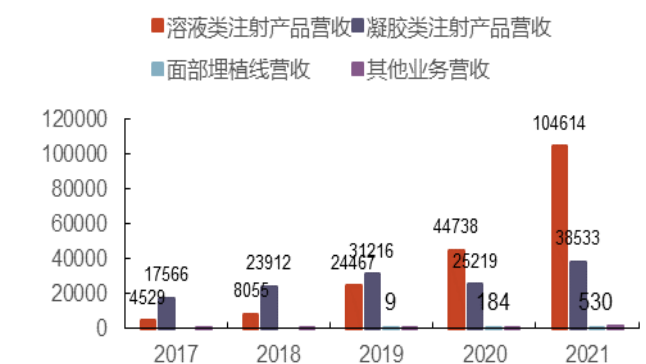
图 5：公司溶液类/凝胶类/面部埋植线的对应产品

溶液类产品	凝胶类产品
- 产品名称：注射用透明质酸钠复合溶液 商品名：嗨体 - 产品名称：医用羟丙基甲基纤维素-透明质酸钠溶液 商品名：逸美	- 产品名称：注射用修饰透明质酸钠凝胶 商品名：爱芙莱 - 产品名称：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 商品名：宝尼达 - 产品名称：医用透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶 商品名：逸美一加一 - 产品名称：含左旋乳酸-乙二醇共聚物微球的交联透明质酸钠凝胶 商品名：濡白天使
面部埋植线产品	
产品名称：聚对二甲氧己酮面部埋植线 商品名：紧恋	

资料来源：公司公告，光大证券研究所

从产品收入结构看，受益于“嗨体”独占颈纹修复细分市场，销售逐渐放量，溶液类产品的收入持续提升，成为公司的第一大收入支柱。2017-2021 年，溶液类产品的营收从 0.45 亿元提升至 10.46 亿元，CAGR 高达 119%，营收占比从 20.4% 提升至 72.3%，成为公司第一大业务板块。凝胶类产品的表现相对稳健，2017-2021 年，营收从 1.76 亿元提升至 3.85 亿元，CAGR 为 22%，营收占比从 79% 萎缩至 26.6%。面部埋植线产品自 2019 年推向市场，虽然收入体量尚小，但增速表现亮眼，2019-2021 年，营收从 8.5 万元增至 530 万，CAGR 高达 690%。

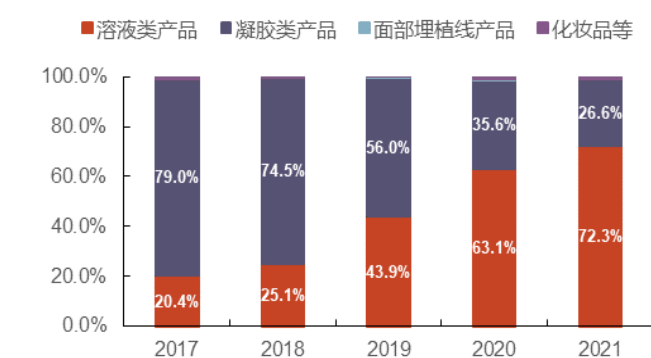
图 6：公司各类产品营收



资料来源：wind，光大证券研究所

单位：万元

图 7：公司各类产品的收入占比



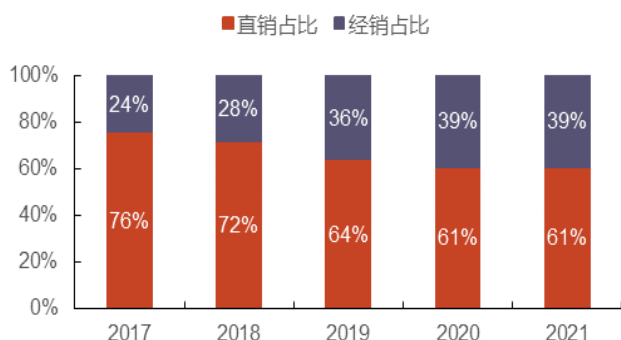
资料来源：wind，光大证券研究所

1.4、直销为主、经销为辅助力渠道下沉

公司采取直销为主、经销为辅的销售模式，经销渠道增长迅速。截至 2021 年底，公司的销售服务网络已经覆盖全国 31 省的 4400 家医美机构。在直销模式下，公司可以深度参与医美机构的产品推广，在把握优质医美机构客户资源的同时，更及时地获取终端消费者的反馈，从而促进公司的产品研发与推广模式的不断迭代进化。2017-2021 年，公司直销渠道营收从 1.69 亿元增长至 8.83 亿元，CAGR 为 51%。公司近几年经销渠道亦发展迅速，借助经销商的资源，公司的产品便

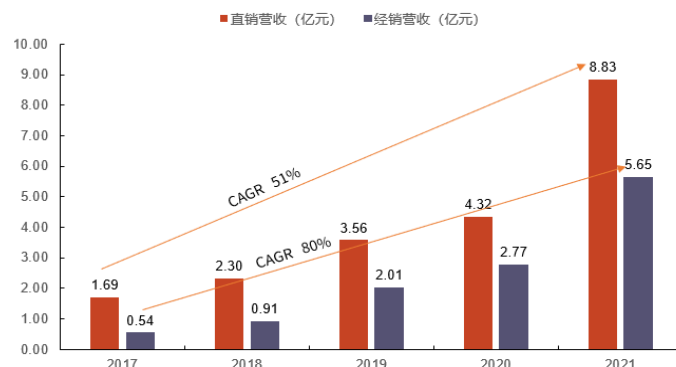
于更快完成渠道下沉，有利于扩大市占率。2017-2021 年，公司经销渠道营收从 0.54 亿元增至 5.65 亿元，CAGR 为 80%，营收占比从 24%提升至 39%。

图 8：公司直销占比较大



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 9：公司经销渠道快速扩张



资料来源：公司公告，光大证券研究所

1.5、独树一帜的产品铸就稀缺性，成就高毛利率

2017 年公司的毛利率为 86.2%，2021 年进一步提升至 93.7%，嗨体高增长的营收及高毛利率，拉动了公司整体盈利能力上行。从渠道毛利率看，公司的直销与经销毛利率相差无几，表明公司在渠道端的定价能力强，并未给经销商留有太大的利润空间，但即便如此，公司经销端的增长依然迅猛。

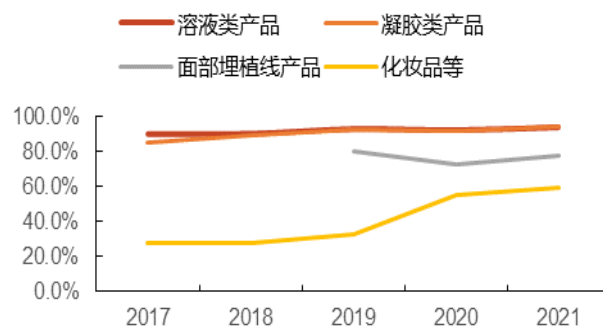
我们认为爱美客的优秀盈利能力以及对经销渠道定价的强势，一方面是公司出于控制终端价格，维护品牌定位的考虑，另一方面则体现出好产品、稀缺性带来的强势定价权。

图 10：2017-2021 年公司毛利率



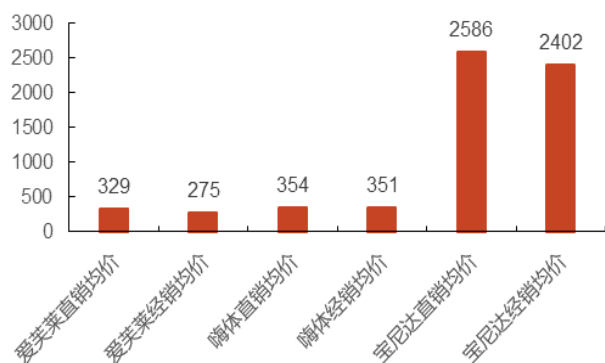
资料来源：wind，光大证券研究所

图 11：2017-2021 年公司各业务毛利率



资料来源：公司公告，光大证券研究所

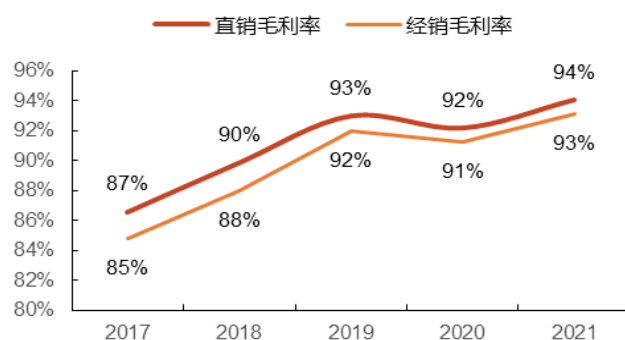
图 12：公司三大主力品牌 2019 年直销均价与经销均价



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

单位：元/支

图 13：2017-2021 年公司直销毛利率与经销毛利率

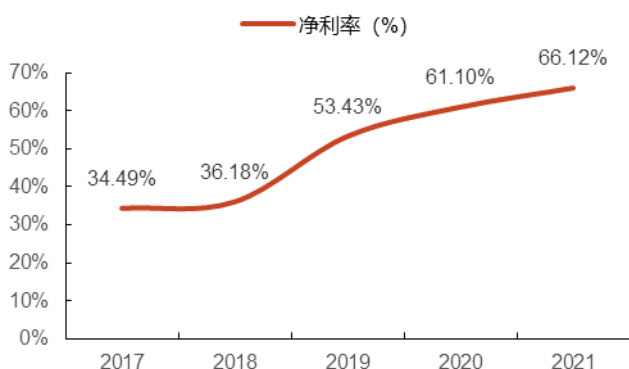


资料来源：公司公告，光大证券研究所

1.6、卓越的费用管控力，进一步为销售净利率赋能

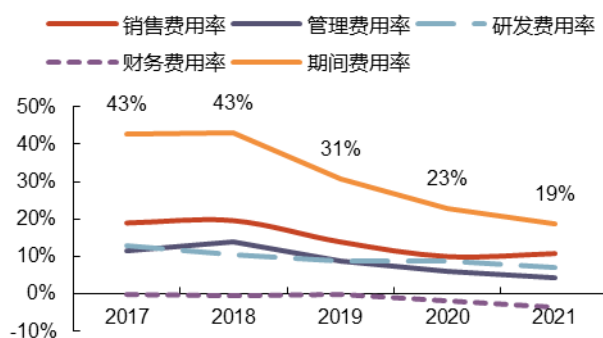
2017-2021 年，公司的期间费用率从 43%下降至 19%，其中销售费用率从 2017 年 18.8%降至 10.8%，管理费用率从 2017 年 11.6%降至 4.5%。卓越的费用管控能力与产能投放带来的规模效应，助推爱美客的销售净利率逐年上升，从 2017 年的 34.5%提升至 2021 年的 66.1%。

图 14：2017-2021 年公司净利率



资料来源：wind，光大证券研究所

图 15：2017-2021 年公司期间费用率逐渐降低



资料来源：wind，光大证券研究所

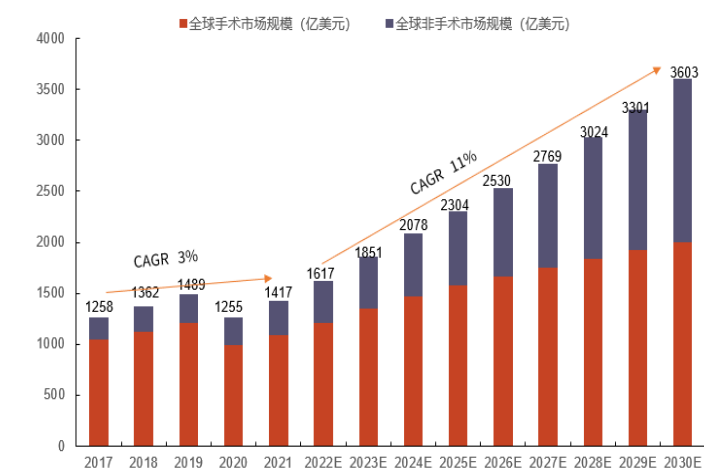
2、行业长坡厚雪，新品具备较强先发优势

医美兼具医疗与消费的双重属性。在我国，医美早期偏重于医疗属性，公立医院的整形外科发挥着重要作用。近年来，随着轻医美项目流行，医美的消费属性日益凸显，医美市场呈现出快速发展的趋势。上游药械商占据行业内的优势地位，且由于药械商的新品研发周期长、环节多，一旦获得药监局的注册许可，新品便可获得较长的市场推广窗口期、优先定价权，树立产品的先发优势。

2.1、医美行业增速较高，天花板远未达到

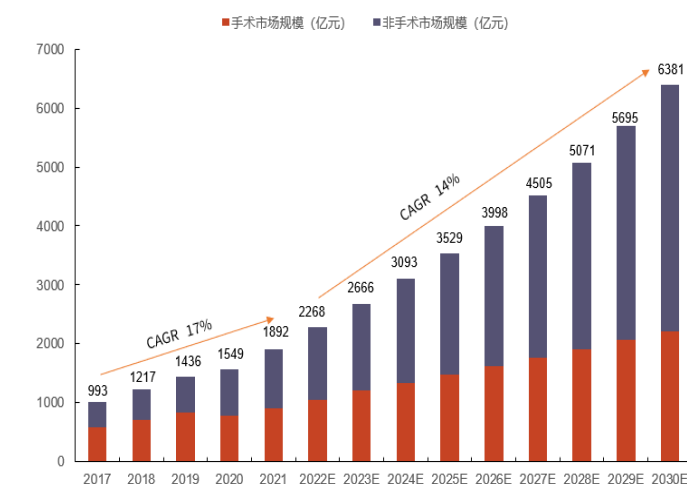
一方面，人均收入水平不断提高，对美的追求生生不息；另一方面，技术进步与创新推动着医美产品的质量与体验感持续提升，多样化的传播渠道也使得消费者对医美的理解逐步加深。中国的医美市场步入发展黄金期，增速远高于全球市场，根据弗若斯特沙利文，2017-2021 年，中国的医美市场规模 CAGR 高达 17%，是同期全球市场增速的 5.8 倍。预计全球医美市场规模将于 2030 年达到 3603 亿美元，2022E-2030E 年的 CAGR 为 11%；中国的医美市场规模将于 2030 年达到 6381 亿元，2022E-2030E 年的 CAGR 为 14%，仍然高于全球市场的增速。

图 16：2017-2030E 全球医美市场规模（按服务收入计）



资料来源：Frost&Sullivan 预测，光大证券研究所

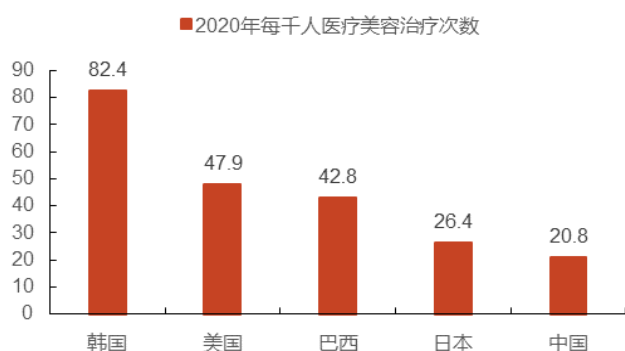
图 17：2017-2030E 中国医美市场规模（按服务收入计）



资料来源：Frost&Sullivan 预测，光大证券研究所

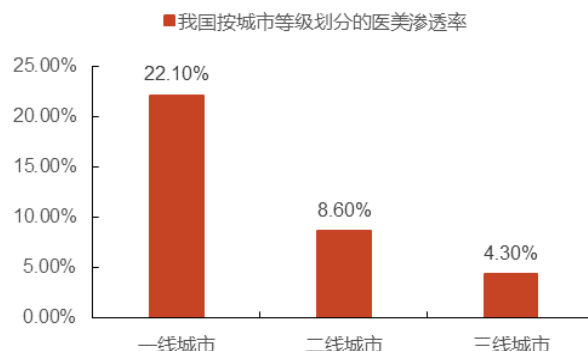
与社会文化相近，审美相似的韩国与日本相比，中国的医美渗透率仍有提升空间。从中国各城市等级来看，2020 年一线/二线/三线城市的医美渗透率分别为 22.1%/8.6%/4.3%。我们认为随着客单价较低的“快餐式”轻医美项目逐渐下沉，中国二线与三线城市的医美渗透率有望逐步提升。

图 18：2020 年选定国家每千人医疗美容治疗次数



资料来源：Frost&Sullivan 测算，光大证券研究所

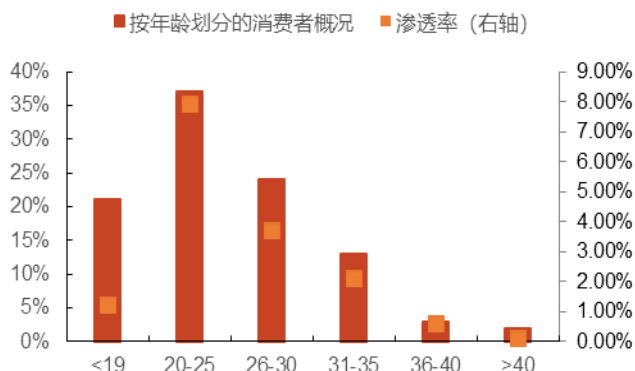
图 19：2020 年中国按城市等级划分的医美渗透率



资料来源：爱美客港股招股说明书，Frost&Sullivan 测算，光大证券研究所
注：1) 渗透率指 2020 年相关等级城市的 18 至 40 岁之间的医疗美容手术类治疗及非手术类治疗消费者占相应等级城市该年龄段总人口的比例；2) 城市等级乃由中国国家统计局厘定。

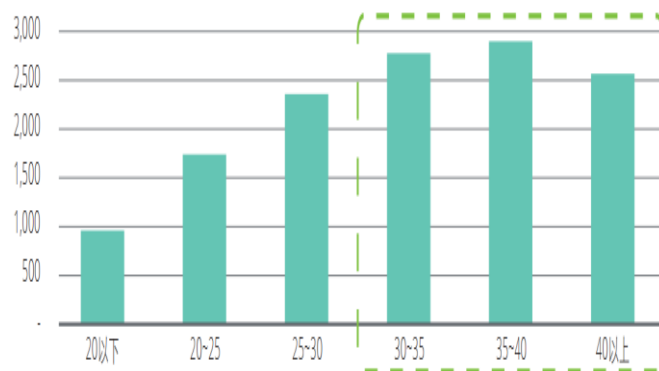
2020 年中国各年龄阶段医美消费者占比中，20-25 岁年龄段占比最高，26-30 岁年龄段占比次之，90 后与 95 后是目前医美消费的主力人群。另外，医美消费者的客单价随着年龄增长而逐步提高，2019 年 30-40 岁的消费者客单价将近 3000 元。我们认为年轻人群在形成医美消费习惯之后，有望成为医美的终身消费者，且消费投入金额将随年龄增长而增加。

图 20：2020 年中国各年龄阶段消费者占比与渗透率



资料来源：爱美客港股招股说明书，Frost&Sullivan 测算，光大证券研究所
注：渗透率指 2020 年相关年龄段的医疗美容手术类治疗和非手术类治疗的消费者占同年年龄段总人口百分比。

图 21：2019 年 30 岁以上消费者客单价明显高于 30 岁以下人群

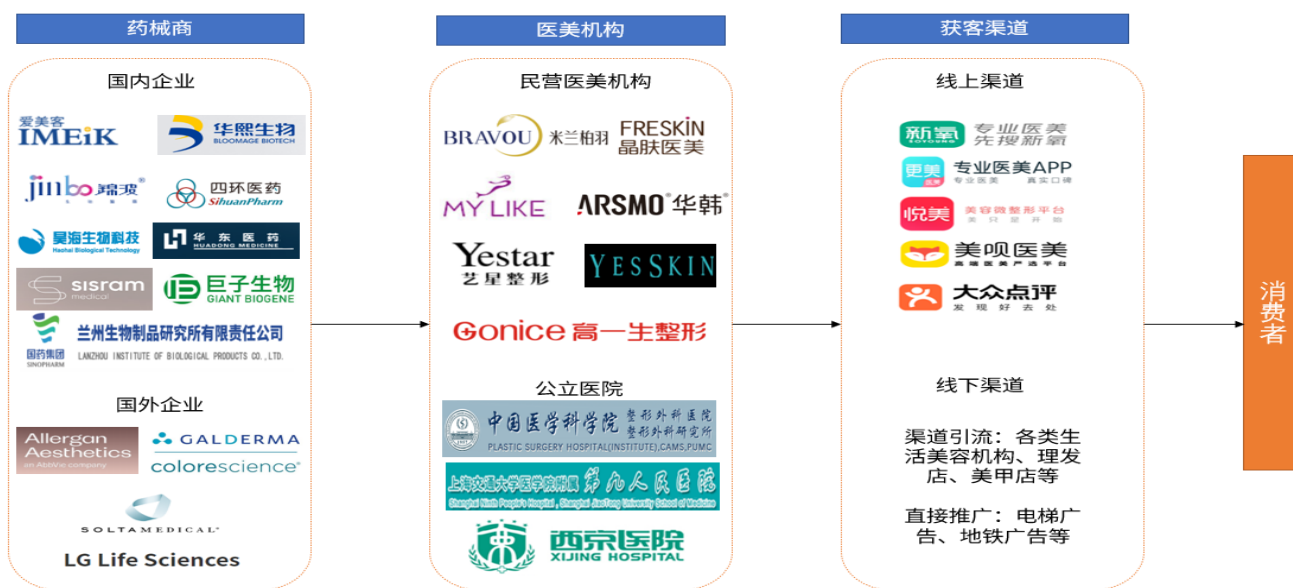


资料来源：德勤&美团《中国医美市场趋势洞察报告》，光大证券研究所；单位：元

2.2、上游药械商占据产业链优势地位

中国医美行业的主要参与者是：上游药械商，中游医美机构与渠道引流方，下游消费者。以爱美客为代表的上游药械制造商占据着产业链的优势地位，具备较高的资金、技术与资质壁垒，市场集中度较高，对下游议价能力强，盈利能力高（毛利率 70%-90%），是整个产业链中最具话语权的环节。行业中游是各类医美机构，以私立美容机构为主，公立医院的整形外科为辅。机构通过线上医美 O2O 平台，线下异业合作或者广告直投方式获取下游的终端消费者，由于获客成本较高，且受租金成本等因素制约，盈利能力相对较差（毛利率 40%-70%，净利率 5%-12%），行业竞争格局分散，尚未出现龙头企业。

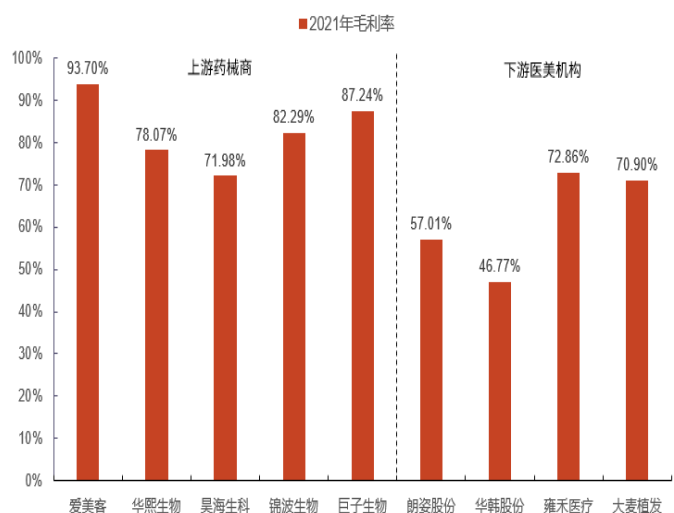
图 22：中国的医美产业链



资料来源：各公司官网，光大证券研究所

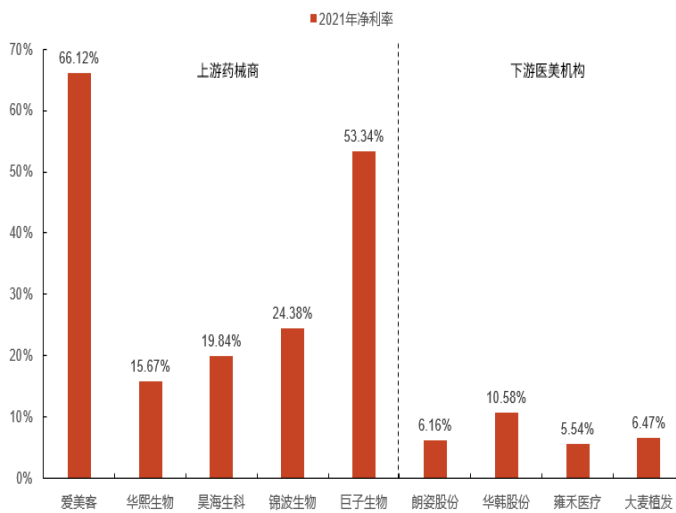
从 2021 年上游药械商与下游医美机构的毛利率与净利率来看，药械商的毛利率与净利率普遍较高，而下游医美机构由于较高的销售费用推广，净利率与毛利率的差距较大。以爱美客为例，2021 年毛利率与净利率仅相差 28pcts，而医美机构华韩股份与植发机构雍禾医疗，2021 年毛利率与净利率的差幅分别高达 36/67pcts。从上游药械商内部来看，除爱美客之外，其他四家企业的业务板块较为多元，净利率水平较低。

图 23：2021 年上游药械商与下游医美机构毛利率对比



资料来源：wind，光大证券研究所

图 24：2021 年上游药械商与下游医美机构净利率对比



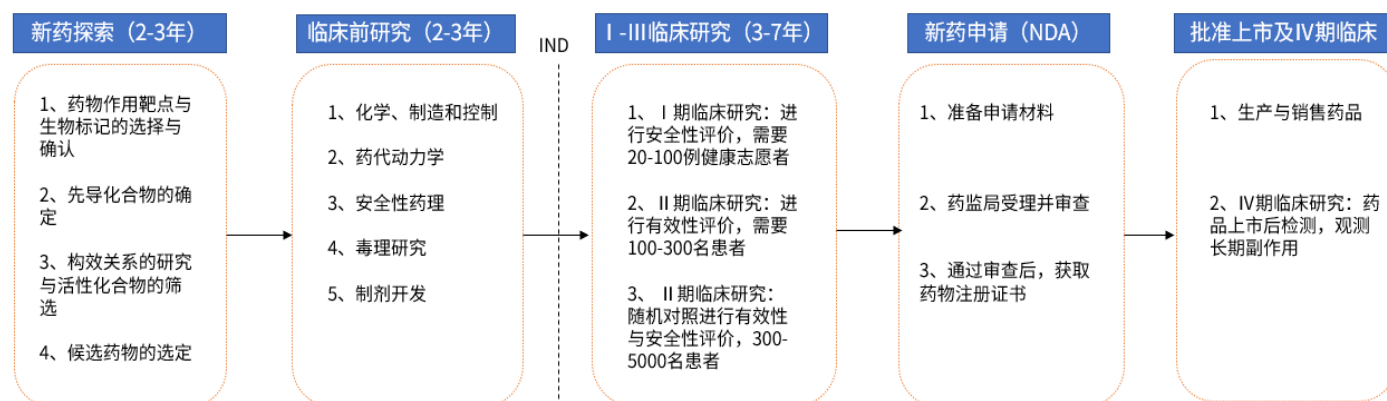
资料来源：wind，光大证券研究所

2.3、高准入门槛助力新品获得先发优势

按照中国药监局的分类，医美产品可以分为：1) 以透明质酸注射针剂、面部埋植线为代表的医疗器械；2) 以 A 型肉毒毒素为代表的药品。无论是医疗器械，还是药品，均存在着新品的研发环节多、耗时周期长，研发投入高与研发失败风险大的特点。以小分子药物为例，从企业探索新药到最终完成临床试验进行新药

申请，就需要耗费 7-13 年，且中间面临着较高的研发失败的风险。而产品一旦获批，企业即可获得市场的先发优势，拥有定价主动权与较深的资质护城河。

图 25：新药研发流程



资料来源：国家药监局，E 药学院，生物制品圈，光大证券研究所

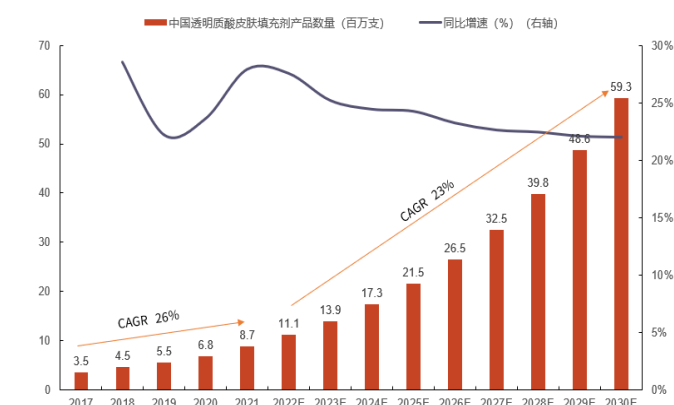
3、公司核心竞争力

我们认为定位精准且富有前瞻力的产品矩阵、不俗的研发创新实力以及高效的客户服务体系（直营）是公司屹立国内医美产业潮头的三大核心竞争力。

3.1、稳居行业领先地位，产品布局丰富且各有特色

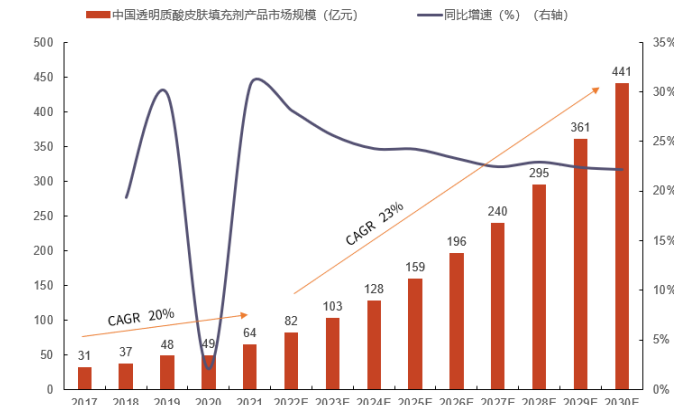
透明质酸皮肤填充剂在医美领域主要用于补水保湿或填充塑形。根据弗若斯特沙利文，中国的透明质酸皮肤填充剂市场规模增速保持稳健，预计 2030 年，产品数量将达到 5930 万支，按出厂价计算的销售额将达到 441 亿元，2022-2030 年，产品数量与产品市场规模的 CAGR 均为 23%。

图 26：2017-2030E 中国透明质酸皮肤填充剂产品数量（百万支）



资料来源：Frost&Sullivan 预测，光大证券研究所

图 27：2017-2030E 中国透明质酸皮肤填充剂产品市场规模



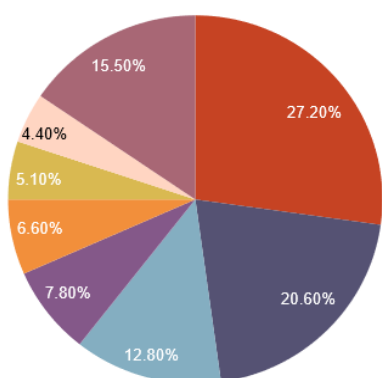
资料来源：Frost&Sullivan 预测，光大证券研究所
注：基于出厂价

凭借差异化、前瞻性且组合性较强的产品矩阵，公司的产品日益受到下游医美机构与终端消费者的认可，品牌影响力与市场占有率逐步提升。根据弗若斯特沙利文，2020-2021 年，从销量角度看，公司的透明质酸皮肤填充剂市场份额从 27.2% 提升至 39.2%；从销售额角度看，公司的透明质酸皮肤填充剂市场份额从 14.3% 提升至 21.3%。

图 28：2020-2021 年基于销量的中国透明质酸市场竞争格局变迁

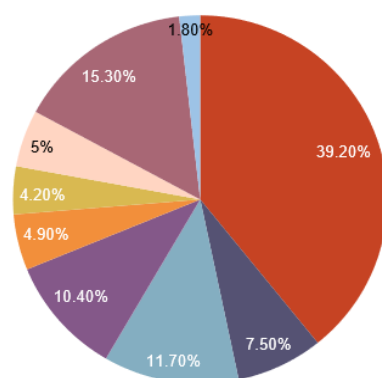
2020年基于销量的中国透明质酸皮肤填充剂市场竞争格局

■ 爱美客 ■ 公司C ■ 公司A ■ 公司B ■ 公司E ■ 公司F ■ 公司D ■ 其他



2021年基于销量的中国透明质酸皮肤填充剂市场竞争格局

■ 爱美客 ■ 公司C ■ 公司A ■ 公司B ■ 公司E ■ 公司F ■ 公司D ■ 其他 ■ 公司G

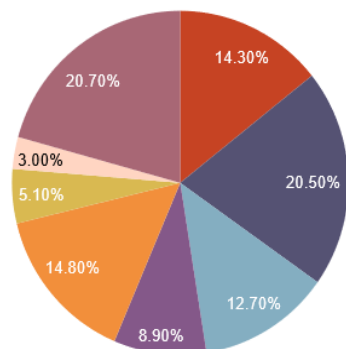


资料来源：公司港股招股说明书，光大证券研究所

图 29：2020-2021 年基于销售额的中国透明质酸皮肤填充剂市场竞争格局的变迁

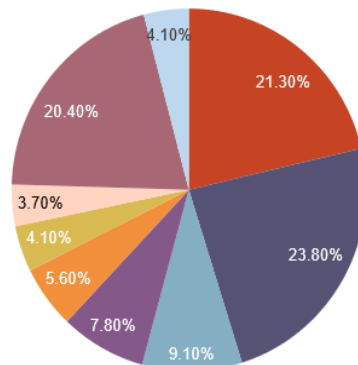
2020年基于销售额的中国透明质酸皮肤填充剂市场竞争格局

■ 爱美客 ■ 公司D ■ 公司E ■ 公司A ■ 公司C ■ 公司F ■ 公司B ■ 其他



2021年基于销售额的中国透明质酸皮肤填充剂市场竞争格局

■ 爱美客 ■ 公司D ■ 公司E ■ 公司A ■ 公司C ■ 公司F ■ 公司B ■ 其他 ■ 公司G



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

注：根据公司招股说明书，我们推测公司 A 为华熙生物、公司 B 为昊海生科、公司 C 为韩国 LG 化学、公司 D 为美国艾尔建、公司 E 为瑞典高德美、公司 F 为韩国 Humedix；销售额基于出厂价计算

公司已拥有七款获得国家药监局批准的III类医疗器械产品，是国内获得III类医美用途的药械证数量最多的企业。公司获批的产品包括 5 款基于透明质酸钠的皮肤填充剂（分别为逸美、宝尼达、爱芙莱、嗨体、逸美一加一）、1 款聚对二氧环己酮面部埋植线产品（紧恋）与 1 款基于聚左旋乳酸的皮肤填充剂（濡白天使）。一方面，公司的品牌嗨体另辟蹊径，与国外医美巨头的产品形成错位竞争；另一方面，丰富的产品矩阵有助于下游医美机构打造联合治疗方案，增加公司交叉销售与追加销售的机会。另外，基本每隔 2-3 年，公司便有一款首创性的产品推向市场，稳定的推新节奏保证了公司的可持续成长。

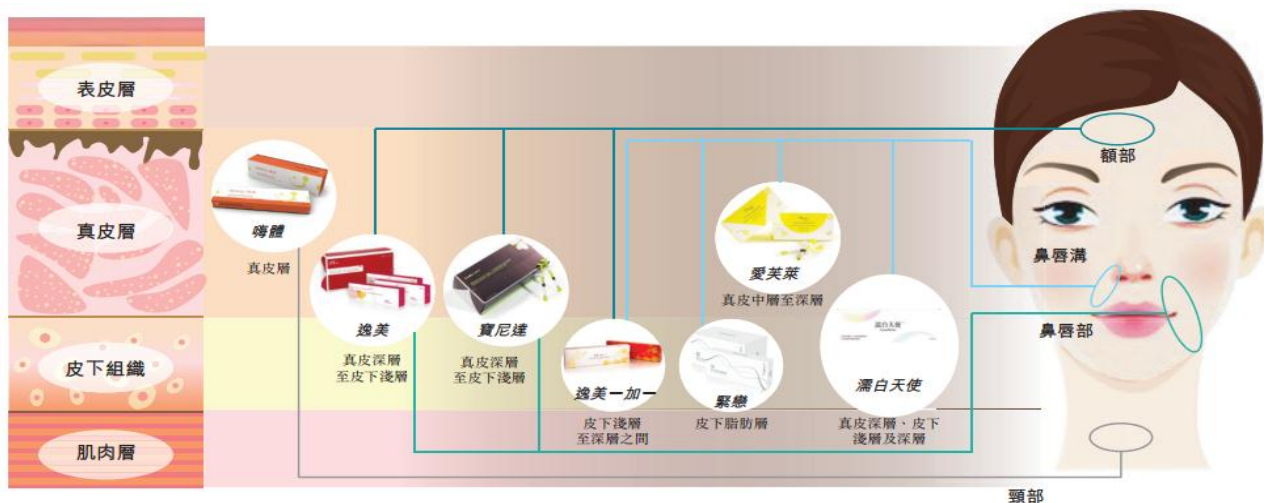
图 30：公司 7 款已获三类药械证的产品

品 牌	官方名称	适应症	市场地位	药监局首次批准时间/商业化上市时间	产品图示
逸美	医用羟丙基甲基纤维素-透明质酸钠溶液	额部皱纹和中重度鼻唇部皱纹	中国首款商业化的基于透明质酸的皮肤填充剂	2009.10/2010.04	
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	中重度额部皱纹及中重度鼻唇部皱纹	中国首款商业化的具有长效填充效果的皮肤填充剂	2012.10/2013.04	
爱芙莱	注射用修饰透明质酸钠凝胶	中重度鼻唇部皱纹	国内首款含利多卡因的透明质酸钠注射材料	2015.04/2015.05	
嗨体	注射用透明质酸钠复合溶液	颈部中重度皱纹	世界首款商业化的用于修复颈纹的皮肤填充剂	2016.12/2017.01	
逸美一加一	医用透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶	中重度额部皱纹和中重度鼻唇沟皱纹	逸美的高端升级款	2016.12/2017.12	
紧恋	聚对二氧环己酮面部埋植线	中重度鼻唇沟皱纹	中国首款获批的面部埋植线产品	2019.05/2019.11	
濡白天使	含左旋乳酸-乙二醇共聚物微球的交联透明质酸钠凝胶	中重度鼻唇沟皱纹	世界首款商业化的含左旋乳酸-乙二醇共聚物微球皮肤填充剂	2021.06/2021.08	

资料来源：公司官网，公司招股说明书，光大证券研究所

公司的品牌矩阵围绕消费者的五官与颈部精耕细作, 为消费者提供了一套整体的美学解决方案。各品牌在配方构成、适用部位与注射层次上均有不同, 具备较强的差异化, 可以满足多个细分市场的需求。例如嗨体添加氨基酸与维生素, 针对颈纹, 注射于真皮层; 宝尼达添加 PVA 微球, 针对额部与鼻唇部皱纹, 注射于真皮深层至皮下组织之间。

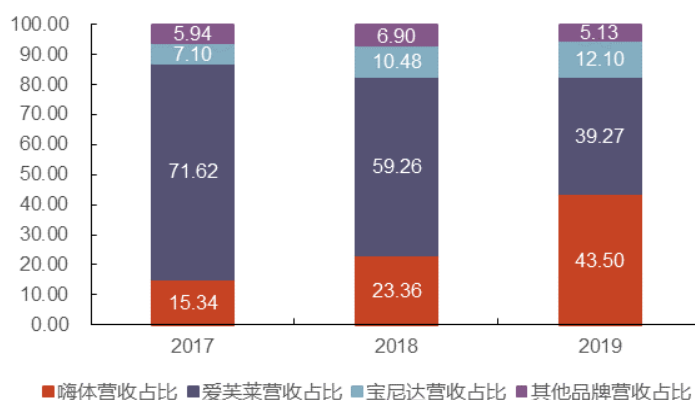
图 31: 公司产品精耕消费者面部五官与颈部



资料来源: 公司招股说明书, 光大证券研究所

细分品牌来看, 嗨体、爱芙莱与宝尼达贡献了公司的主要收入, 是公司的三大主力品牌。其中嗨体的营收占比逐年提升, 已经成为公司的明星品牌。2017-2019 年, 嗨体的营收占比从 15.34% 提升至 43.5%。2019 年, 嗨体、爱芙莱和宝尼达收入占比合计为 94.87%。

图 32: 嗨体营收占比逐步提高



资料来源: 公司招股说明书, 光大证券研究所; 单位: %

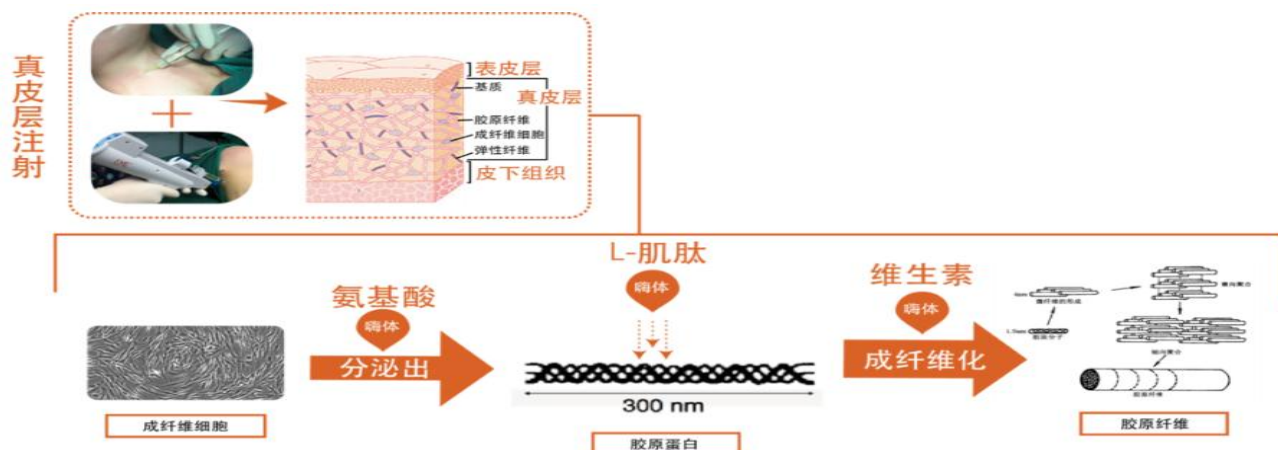
嗨体是中国首款定位修复颈纹的透明质酸皮肤填充剂, 填补了颈纹的空白市场, 具备先发优势。嗨体的产品配方采用更适合颈部皮肤特点的小分子非交联的透明质酸, 另外添加 L-肌肽、甘氨酸、脯氨酸、丙氨酸与维生素 B2 等营养成分。注射嗨体后, 小分子非交联透明质酸起到即刻补水的作用, 成纤维细胞在氨基酸的作用下, 生成 300nm 的胶原蛋白, 再经维生素 B2 促进体内辅酶的活性, 胶原蛋白转变为胶原纤维, 起到更好的皮肤填充与支撑作用。

表 2：嗨体成分与相应作用

成分	作用
L-肌肽	是一种天然的抗氧化剂，主要通过减少皮肤组织中潜在危害的代谢产物（糖基化合物等），减轻皮肤组织的损伤，延缓皮肤衰老
三种氨基酸（甘氨酸、脯氨酸、丙氨酸）	是成纤维细胞合成胶原蛋白的原料
维生素 B2	能够促进组织内辅酶（组织内可促进化学反应速度的分子）的活性，配合促进胶原蛋白逐渐成熟。

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

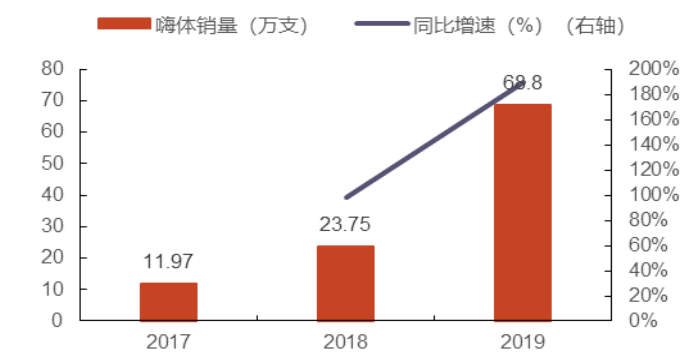
图 33：嗨体的作用机制



资料来源：中华整形大典微信公众号，光大证券研究所

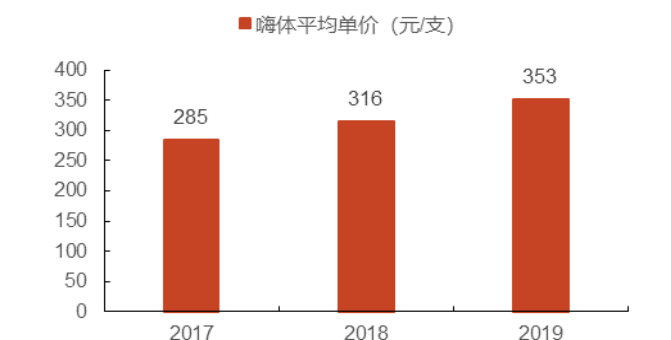
随着下游医美机构与终端消费者的认可加强，嗨体步入量价齐升的优质发展阶段。2017-2019 年，嗨体的平均出厂价由 285 元/支上升至 353 元/支，销量从 11.97 万支提升至 69.8 万支，分别实现销售额 0.34/0.75/2.43 亿元，CAGR 高达 167%，分别实现毛利率 89.78%/90.30%/92.99%。

图 34：2017-2019 年嗨体销量大幅增长



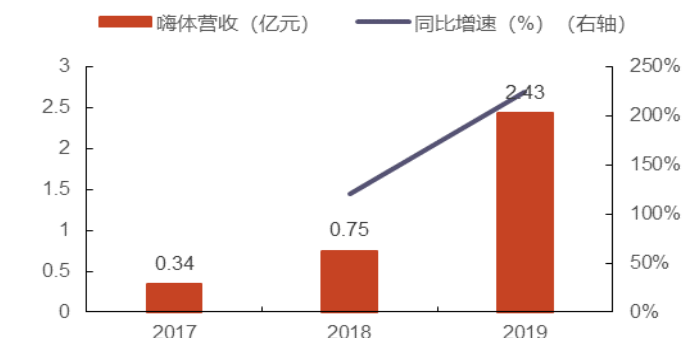
资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

图 35：2017-2019 年嗨体平均出厂价逐年小幅提高



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

图 36: 2017-2019 年嗨体营收逐年增长



资料来源: 公司招股说明书, 光大证券研究所

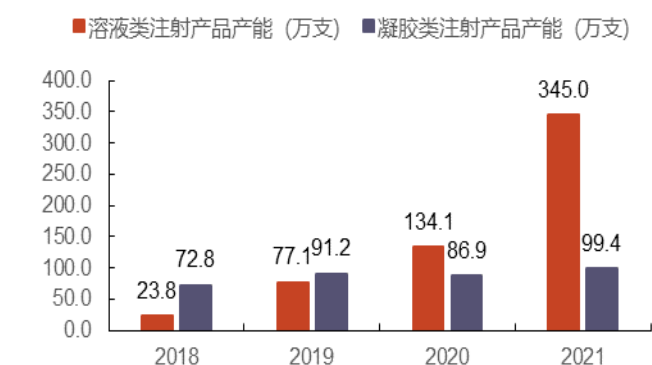
图 37: 2017-2019 年嗨体毛利率逐年上升



资料来源: 公司招股说明书, 光大证券研究所

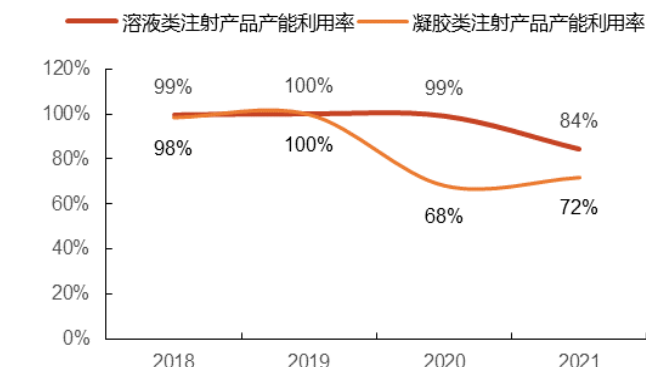
在得到良好的市场反馈之后, 公司加大力度布局溶液类产品的产能, 抢占市场份额。2018 年至 2021 年, 溶液类注射产品的产能从 23.8 万支提升至 345 万支, CAGR 高达 144%, 产能利用率一度达到 100%。

图 38: 2018-2021 年公司溶液类注射产品产能提升显著



资料来源: 公司招股说明书, 光大证券研究所

图 39: 2018-2021 年公司产能利用率较高



资料来源: 公司招股说明书, 光大证券研究所

延伸产品触角, 布局眼周抗衰与化妆品领域, 逐步打造系列化的嗨体产品矩阵。继针对颈纹空白市场的嗨体 1.5 和嗨体 2.5 得到消费者认可之后, 公司于 2020 年推出嗨体 1.0 (熊猫针), 逐步形成嗨体的系列化产品矩阵。嗨体熊猫针定位眼部抗衰的细分赛道, 满足消费者填充泪沟, 祛黑眼圈与眼袋的需求。目前业内主要竞品是台湾双美旗下的肤柔美和肤丽美, 终端单价分别为 5300 元/13800 元, 而熊猫针的终端单价为 3980 元, 性价比优势显著。

图 40：嗨体已经初步形成系列化的产品矩阵

	嗨体1.0 (熊猫针)	嗨体1.5	嗨体2.5
			
包装规格	1ml/支 (1支/盒)	1.5ml/支 (1支/盒)	2.5ml/支 (2支/盒)
使用部位	眼周	颈部	颈部
注射层次	皮肤真皮深层	皮肤真皮深层	皮肤真皮浅层
预期作用	解决泪沟、黑眼圈等眼部衰老问题	填充颈部细纹，增强颈部皮肤弹性	提拉紧致，改善衰老型皮肤松弛
终端平均价格	3980元/盒	2750元/盒	1500元/盒
产品优势	减少丁达尔现象发生的概率，与台湾双美相比，具备显著的性价比优势	填补颈纹修复空白市场	填补颈纹修复空白市场

资料来源：新氧，公司官网，光大证券研究所

注：价格取自 2022 年 7 月 21 日新氧平台相应产品的参考均价

不同于其他医美公司，爱美客坚守医美业务的边界，嗨体的护肤品也主要针对 B 端机构销售。

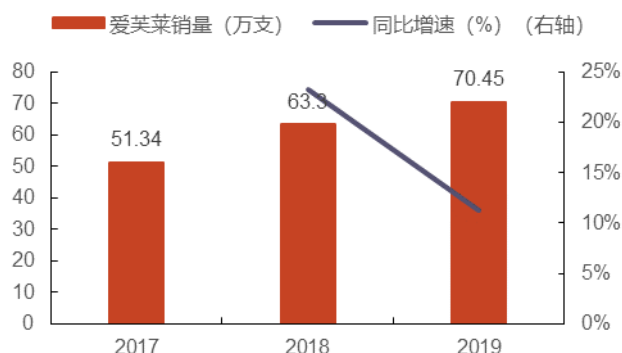
图 41：嗨体的护肤品系列

产品名称	产品特性	产品图示
嗨体盈润修复颈膜	平滑、修护与紧致颈部皮肤	
嗨体御肌轻龄抚纹修护颈膜	减少颈部细纹、淡纹	
嗨体御肌轻龄颈纹霜	改善细纹，提拉紧致	

资料来源：公司港股招股说明书，光大证券研究所

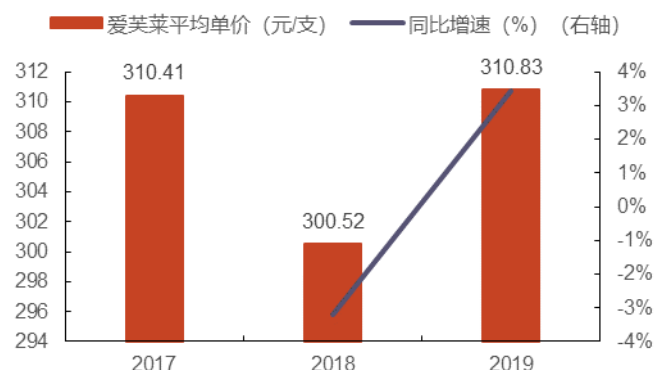
爱芙莱针对中重度鼻唇沟治疗，注射于真皮中层至深层。于 2015 年推向市场时，是医美领域首款国产含利多卡因的透明质酸皮肤填充剂，改善了消费者的治疗体验，再次显示出产品较强的先发优势，而这一优势也在收入增长上明确体现出来。2017-2019 年，爱芙莱的出厂价基本保持稳定，销量从 51.34 万支提升至 70.45 万支，分别实现销售额 1.59/1.9/2.19 亿元，CAGR 达 17%，分别实现毛利率 84.24%/87.09%/90.22%。

图 42：2017-2019 年爱芙莱销量及其同比增速



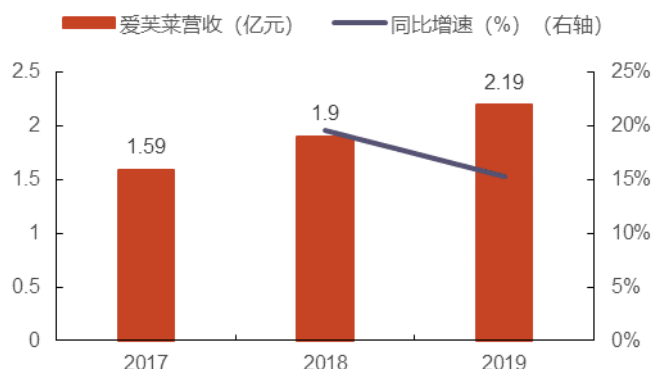
资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

图 43：2017-2019 年爱芙莱平均出厂价及其同比增速



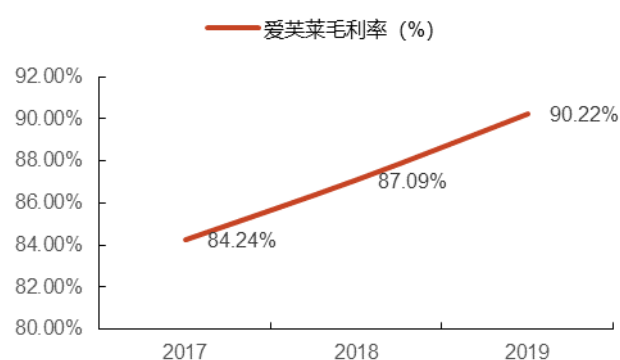
资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

图 44：2017-2019 年爱芙莱营收稳健增长



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

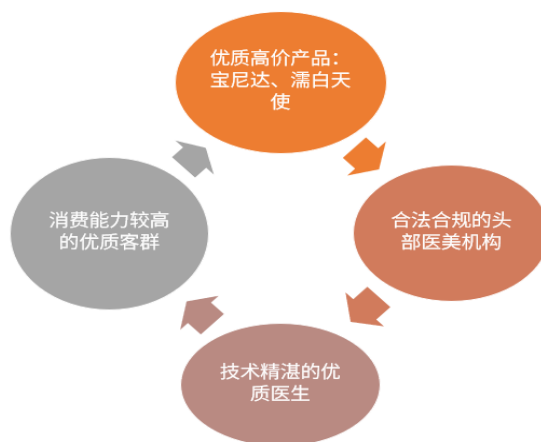
图 45：2017-2019 年爱芙莱毛利率逐年上升



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

随着消费者的诉求从“即刻填充”向“长效填充”转变升级，医美的填充材料也从传统单一的替代性材料（例如透明质酸注射针剂）向功能性再生材料转变，另外由于透明质酸注射针剂市场参与者日益增多，赛道逐渐拥挤，公司通过积极求变求新，布局了两款长效、再生类的填充品牌，分别为宝尼达与濡白天使。由于主打长效，定位高端，且较为依赖医生的技术水平，这两款产品可以直接帮助下游医美机构筛选出优质的消费者，在发挥医生技术水平的同时，对医美机构形成高度赋能，打造“优质产品—>头部医美机构—>优质医生—>高端消费者”的循环圈。

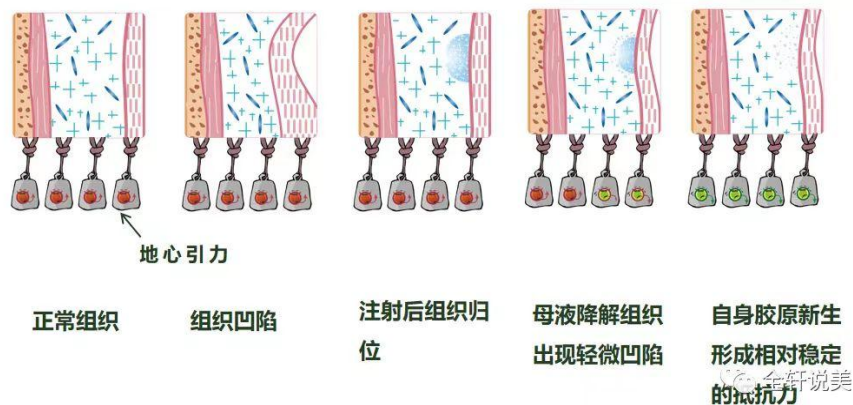
图 46：宝尼达与濡白天使与下游机构/终端消费者形成良好循环



资料来源：光大证券研究所

宝尼达是国内首款长效支撑的骨性填充材料，配方成分为 80%的复合透明质酸+20%PVA 微球。PVA 微球被称为“人工软骨”，与关节软骨的分子结构与力学性能相似，具有亲水性好、弹性佳、生物相容性强、可降解的特点，是宝尼达独特的功效性成分。宝尼达注射于骨膜层，注射后其中的复合透明质酸被逐渐吸收，3 个月后 PVA 微球诱导人体自身的结缔组织形成，促使胶原新生，宝尼达的时效性长达 8-10 年。

图 47：宝尼达的作用



资料来源：全轩课堂，光大证券研究所

从产品本身到对下游医美机构的选择，宝尼达均体现出较高的风控与品牌运作意识，最终形成了稀缺产品功能+名医技术壁垒的优势。与竞品爱贝芙相比，宝尼达的 PVA 微球直径较小，透明质酸不易产生过敏反应，安全性更高。在下游医美机构选择上，宝尼达仅在各大城市选择头部医美机构合作，仅授权技术成熟，拥有丰富临床经验的医生使用宝尼达，一方面可以有效减少产品的使用风险，一方面维护品牌的高端定位。

图 48：宝尼达与爱贝芙的对比

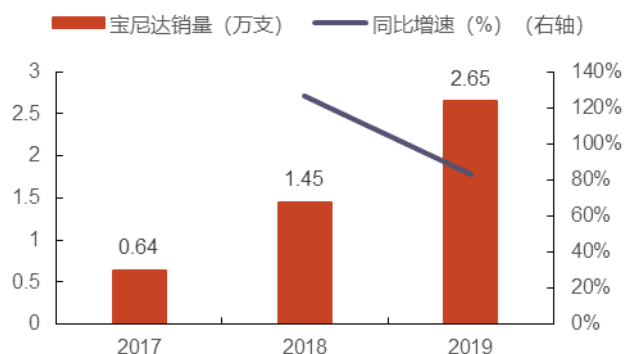
	获批时间	成分	终端价格	微球浓度/直径	研发企业	使用频率	适用症
宝尼达	2012.10	80%复合透明质酸+20%PVA微球	16800元/0.5ml	浓度：5mg/ml 直径：小于25微米	爱美客	5-10年/次	中重度额纹、鼻唇沟
爱贝芙	2012.03	80%胶原蛋白+20%PMMA微球	13700元/0.5ml	浓度：600万个/ml 直径：32-40微米	荷兰汉福生物	5-10年/次	中重度鼻唇沟，隆鼻

资料来源：新氧，国家药监局，光大证券研究所

注：爱贝芙成分中的 PMMA 微球不可降解；价格取自 2022 年 7 月 21 日新氧平台产品参考均价

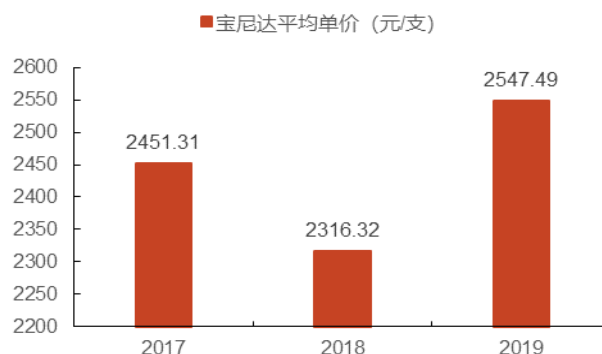
在独特的产品属性与名医技术壁垒的影响下，宝尼达也步入了优质发展阶段。2017-2019 年，宝尼达的销量从 0.64 万支增长至 2.65 万支，单价从 2451.31 元/支增长至 2547.49 元/支，分别实现毛利率 98.15%/98.11%/98.73%，分别实现营收 0.16/0.34/0.68 亿元，CAGR 为 107%。2021 年 6 月，公司提高宝尼达的零售指导价，从 1.28 万元/支上升至 1.68 万元/支，彰显优质品牌价值。

图 49：2017-2019 年宝尼达销量



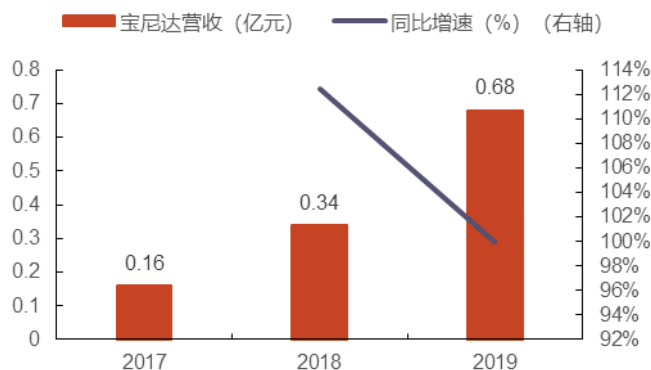
资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

图 50：2017-2019 年宝尼达平均出厂价



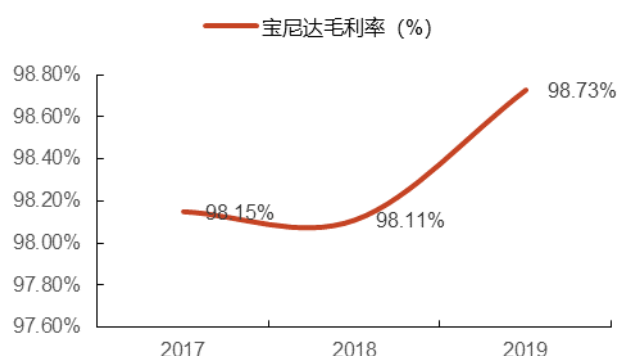
资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

图 51：2017-2019 年宝尼达营收



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

图 52：2017-2019 年宝尼达毛利率



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

继宝尼达之后，公司于 2021 年 6 月推出童颜针“濡白天使”，产品的核心成分是 18% 的左旋乳酸-乙二醇共聚物微球、81.7% 的交联透明质酸和 0.3% 的利多卡因，适用于真皮深层、皮下浅层及深层注射填充，纠正中、重度鼻唇沟皱纹。聚左旋乳酸（PLLA）是一种无毒、无刺激性、具有良好生物相容性，可塑性强的材料，在医学上，已被广泛应用于缝合线、补片、骨钉等领域，可被人体

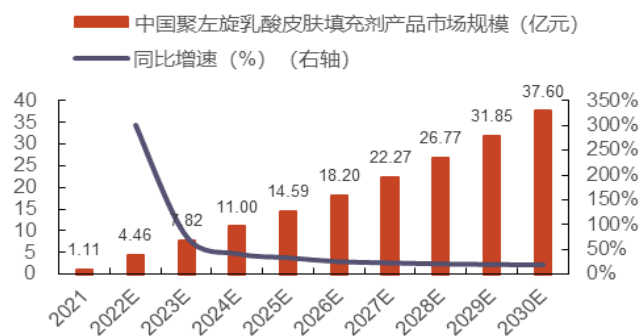
吸收降解。目前，中国基于聚左旋乳酸的皮肤填充剂市场仍处于发展初期，根据弗若斯特沙利文，按基于出厂价的销售口径，预计中国聚左旋乳酸皮肤填充剂的市场规模将由 2021 年的 1.11 亿元增至 2026 年的 18.2 亿元，CAGR 为 74.9%，2030 年将达到 37.60 亿元，2026 年至 2030 年的 CAGR 为 19.9%。我们认为随着消费者教育深入，濡白天使有望在聚左旋乳酸皮肤填充剂市场处于领军地位。

图 53：濡白天使的成分构成

成分	含量	体积占比
左旋乳酸-乙二醇共聚物微球	180mg/ml	18%
交联透明质酸钠	17mg/ml	81.7%
盐酸利多卡因	3mg/ml	0.3%

资料来源：美学科普微信公众号，光大证券研究所

图 54：中国聚左旋乳酸皮肤填充剂市场规模（按销售口径）



资料来源：Frost&Sullivan 预测，光大证券研究所
注：基于出厂价的销售口径计算

截至 2022 年 7 月，获得中国药监局三类医疗器械证的再生类医美针剂仅有三款，分别是爱美客旗下的濡白天使，华东医药旗下的伊妍仕少女针与长春圣博玛旗下的艾维岚童颜针，赛道竞争格局较好。

濡白天使具备以下优势：1) 采用预灌装的形式，使用前医生无需复溶，减少产品被污染的风险，注射更为安全便捷；2) 含有多利多卡因，有助于缓解消费者在接受注射时的疼痛感；3) 采用悬浮分散两亲性微球技术 (SDAM, Suspended dispersed amphiphilic microspheres)，微球均匀地分散在透明质酸钠凝胶中，减少微球团聚现象，产品的安全性得到保障；4) 产品是乳白色，注射后不易产生丁达尔现象。另外，爱美客相比华东医药与长春圣博玛，是纯粹的医美器械商，销售渠道和销售团队更加专业与成熟。

表 3：濡白天使与竞品的对比

	濡白天使	伊妍仕少女针	艾维岚童颜针
生产企业	爱美客	华东医药	长春圣博玛生物材料有限公司
核心成分	聚左旋乳酸 (PLLA)	聚己内酯微球 (PCL)、羧甲基纤维素 (CMC)	聚左旋乳酸 (PLLA)
使用前是否需要复溶	否	否	是
是否含利多卡因	是	否	否
终端均价	12800 元/支	18800 元/支	18800 元/支
获批时间	2021 年 6 月	2021 年 4 月	2021 年 4 月
维持效果时长	2 年	1 年	2.5 年

资料来源：新氧，国家药监局，光大证券研究所
注：价格取自 2022 年 7 月 21 日新氧平台相应产品均价

与宝尼达相同，濡白天使也采用授权医生的方式。一方面可以控制产品注射中的风险，一方面可以获得名医的信任背书与客户流量。截至 2022 年 7 月 21 日，濡白天使的在新氧平台的精选认证机构已经达到 157 个，认证医生 144 位。

图 55：濡白天使认证机构与授权医生截选

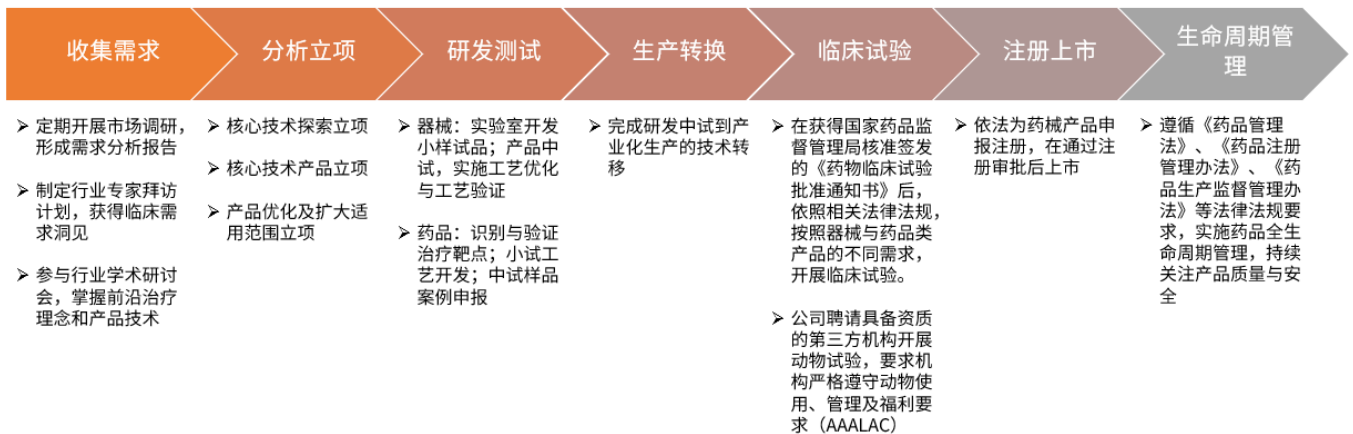


资料来源：新氧，光大证券研究所

3.2、立足市场需求制定研发策略，专利壁垒高筑

医美兼具医疗与消费两个属性，要求企业在“慢”研发中捕捉“快”消费中的市场机会，因此产品研发必须要建立在对消费人群的深刻理解、敏锐洞察的基础上。公司遵循“临床需求先行”的产品开发原则，由研发拓展部、医学事务部主导，联合相关研发部门，与消费者、医疗机构、医生保持紧密联系。我们认为这一研发机制，从源头上助力公司先人一步填补空白的消费市场，攫取高额利润。

图 56：公司构建了以需求为导向的研发机制



资料来源：公司公告，光大证券研究所

公司所处的医美上游赛道具备技术密集型的特征，对技术的依赖度较高。公司自主研发了多项行业内领先的核心技术，其中 6 项核心技术分别是：多组分复合仿生基质水凝胶技术、固液渐变互穿交联技术、水密型微球悬浮制备技术、组织液仿生技术、恒水精准切割技术与悬浮分散两性性微球技术。核心技术系列已经应用于公司各项品牌，建立起较高的技术壁垒，赋予产品差异化竞争优势。

图 57：公司 6 项核心技术/技术特点/技术优势/应用品牌/专利数目一览

核心技术名称	技术特点	技术优势	应用品牌	获得专利数目
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。	材料具有较好的生物相容性	逸美 宝尼达 逸美一加一	4项
固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	在较少交联剂使用的情况下，达到较长的维效时间	爱美莱 逸美一加一	8项
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	微球粒径可控，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	1项
组织液仿生技术	除透明质酸外，添加L-肌肽、氨基酸和维生素形成复合溶液	在透明质酸钠起到补水作用外，可刺激皮肤生成胶原蛋白	嗨体	1项
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	2项
悬浮分散两亲性微球技术	该技术通过水包油乳液溶剂挥发技术制备粒径均匀的两亲性PLLA微球，并将微球与透明质酸钠混合形成复合型凝胶产品	产品具备较高安全性，注射后发生结节的风险较小	濡白天使 濡白天使	1项

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

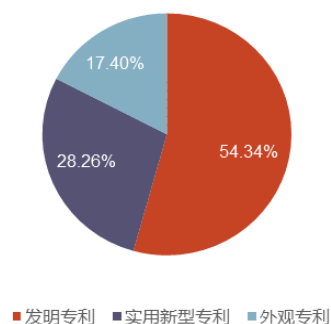
根据《中华人民共和国专利法实施细则》，中国的专利分为三类：发明专利、实用新型专利和外观设计专利。发明专利权的保护期限为 20 年，实用新型专利权的保护期限为 10 年，外观设计专利权的保护期限为 15 年。与实用新型专利与外观设计专利相比，发明专利的审查难度最大，技术含量最高，保护期最长，可为产品赢得更长的生命周期，研发成果易于转化为高收益。发明专利的申请流程分为五个阶段：受理、初审、公布、实质审查与授权。公布后，申请人即获得了临时保护的专利，在授权阶段获取专利局颁发的专利证书后，申请人即正式获得专利保护。据天眼查，截至 2022 年 7 月 22 日，公司已获得授权专利的数目为 46 项，其中 25 项是发明专利，13 项为实用新型专利，8 项为外观设计专利，发明专利占比超过半壁江山，说明公司的研发成果质量较高。

图 58：发明专利申请流程图



资料来源：国家知识产权局，光大证券研究所

图 59：公司的专利类型分布



资料来源：天眼查，光大证券研究所
注：统计时间截至 2022 年 7 月 22 日

由于国内专利保护期是自专利申请之日开始计算，因此申请时机十分关键。如果在产品的研发立项初期就申请专利，由于研发期较为漫长，即使最终获取专利证书，剩余的专利保护年限也已所剩无几，专利转化为收益的时间红利被缩短。如

果在产品商业化面市后再申请专利，可能会由于申请中的不确定性风险，将时间耗费在申请流程中，存在失去市场先机的风险。

公司擅于契合产品的研发进程、药监局审批进程与产品的市场预期选择合适的专利申请时机，一方面可以享受到较长时间的专利保护期，一方面又可以及时地为产品建立专利保护网，抬高竞争对手的准入门槛。以嗨体为例，应用于嗨体的发明专利为“纠正皮肤褶皱注射液及其制备方法”，公司于 2014 年 8 月申请该专利技术，2017 年 1 月嗨体商业化面市，2017 年 3 月国家知识产权局公布此项专利，嗨体的专利壁垒随即开始形成。

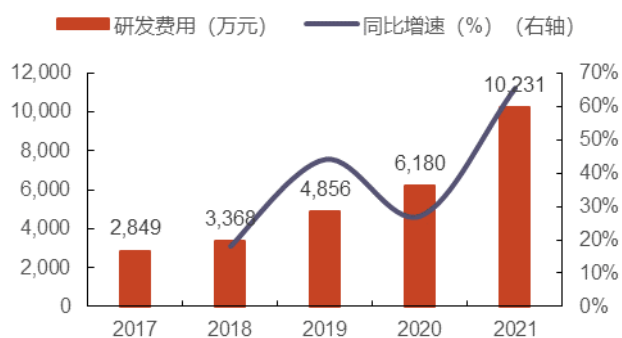
图 60：公司擅于选择核心技术申报专利的时机

核心技术专利/应用产品	专利申请/公开时间	产品的获批/商业化时间
专利名称：聚乙烯醇-硼砂微球及其制备方法 应用产品：宝尼达	申请专利时间：2012年8月； 专利公开时间：2014年10月	宝尼达获批时间：2012年10月 宝尼达商业化时间：2013年4月
专利名称：纠正皮肤褶皱注射液及其制备方法 应用产品：嗨体	申请专利时间：2014年8月； 专利公开时间：2017年3月	嗨体获批时间：2016年12月 嗨体商业化时间：2017年1月
专利名称：注射用含两亲性微球的透明质酸混合凝胶及其制备方法 应用产品：濡白天使	申请专利时间：2015年9月； 专利公开时间：2017年11月	濡白天使获批时间：2021年6月； 濡白天使商业化时间：2021年8月

资料来源：公司公告，天眼查，光大证券研究所

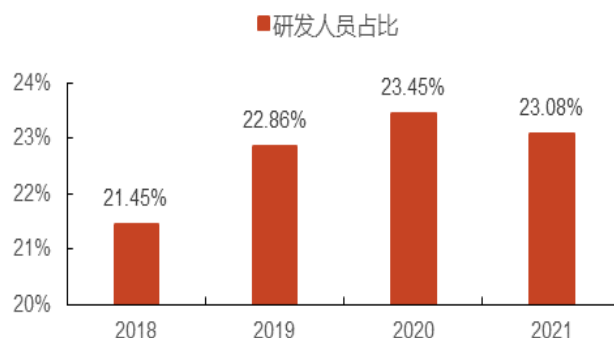
公司在研发上始终保持着较高的投入。2021 年公司研发费用达到 1.02 亿元，占营收 7%，同比大幅增长 66%，2017-2021 年，研发费用的 CAGR 为 38%。公司的研发人员平均拥有超过八年的医美相关工作经验。截至 2021 年，公司研发人员占公司总人数的 23.08%，其中 51% 的研发人员拥有硕士或以上学位。

图 61：公司研发投入保持快速增长



资料来源：公司公告，光大证券研究所

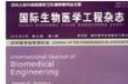
图 62：爱美客研发员工占比



资料来源：公司公告，光大证券研究所

公司通过自主研发、与医疗机构合作研究的方式，在业内核心期刊上发表十余篇论文。2016 年公司作为国家科学技术部“十三五”研发计划的牵头单位，参与了“新型颌面软硬组织修复材料研发”项目。另外，根据公司 2022 年港股招股说明书披露，公司于北京市平谷区打造的总面积约 4668 平米的创新医疗材料及器械研发中心处于在建中，预计总投资约 1.19 亿元，提升未来新产品的研发水平。

图 63：公司学术论文列举

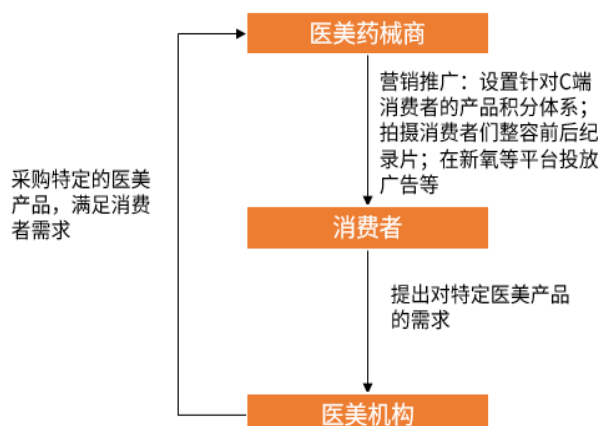
	微粒皮移植联合医用自凝集水凝胶修复 家兔全层皮肤缺损的实验研究
	透明质酸钠复合溶液治疗泪槽及脸颊沟细纹疗效分析
	椎板切除神经根损伤后聚羧甲基葡萄糖胺产品抗瘢痕粘连的效果
	不同交联透明质酸复合凝胶体内宿主反应及 IL-6 表达
	注射用透明质酸钠复合溶液填充泪沟的临床疗效观察
	医用含聚乙烯醇凝胶微球的透明质酸钠-羟丙甲基纤维素凝胶在矫正眉间川字纹中的应用分析

资料来源：公司官网，光大证券研究所

3.3、全轩学院深度赋能客户，强渠道管控竖立品牌力

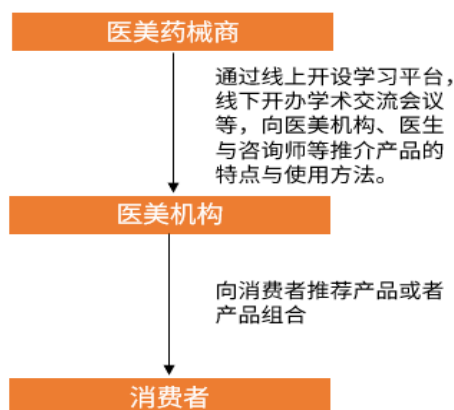
医美上游一般采取两种营销方法：1) 面向 C 端消费者营销。通过深入消费者心智，获取消费者信任，促使医美机构采购产品满足消费者需求。To C 营销的劣势是宣传推广过程中要遵循《医疗美容广告执法指南》等法律法规的约束，易产生政策风险；获取消费者信赖的时间与金钱成本较高。优势是可以第一时间获得消费者的真实反馈，及时调整产品策略；形成品牌壁垒后，营销的推广成本将逐步降低。2) 面向医美机构营销。通常采取学术营销，获取医生对产品的认可和信任，最终将产品推荐给终端消费者。To B 营销的劣势是不能及时获取消费者的真实反馈；存在商业贿赂的风险。优势是营销推广的时间与金钱成本低，名医自带营销属性，可为产品提供信誉背书。

图 64：面向 C 端消费者的营销模式



资料来源：光大证券研究所

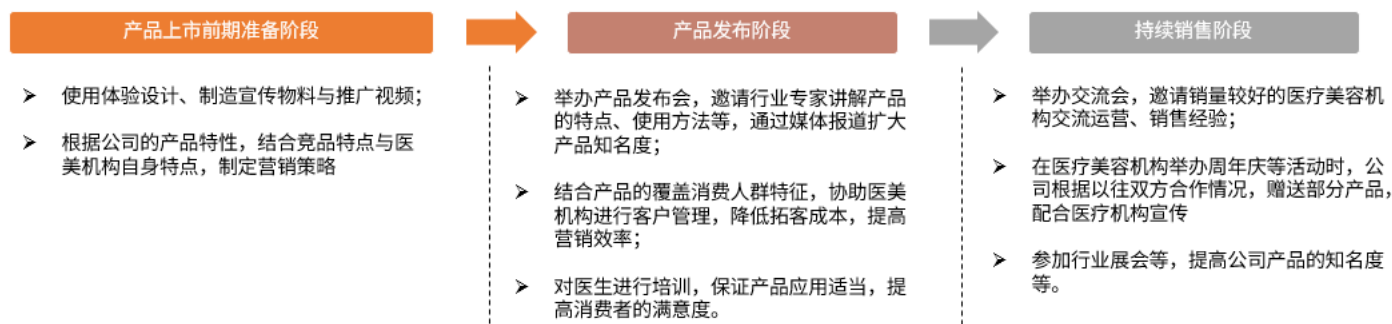
图 65：面向 B 端医美机构的营销模式



资料来源：光大证券研究所

我们认为在目前监管趋严，以及消费者信任成本较高的环境下，面向医美机构营销的方式更适合药械厂商。公司建立了从产品上市前、产品发布到销售阶段的一整套服务流程，为下游医美机构形成强大赋能，深度绑定合作关系。

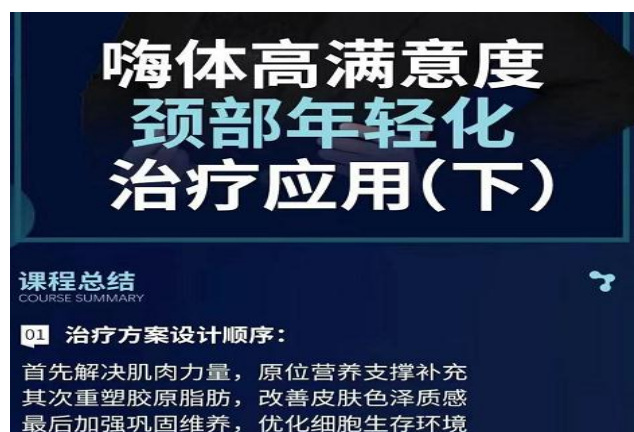
图 66：公司为医美机构客户进行持续赋能



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

公司在线上建立了“全轩学院”医生交流平台，由全轩学院导师和组长构成讲师团，在推广公司产品的时候，打造医生的专属学习与社交平台。“全轩学院”具备以下特色：1) 正规医师资质限定的圈层平台，只有正规医务人员方可注册会员；2) 开设六大体系化课程，输出最前沿的医美治疗方案；3) 提供“每日一课”、“大咖精品课程”、“业内专家系列课程”等多种课程形式；4) 提供线下实操小班课程，专家入驻授课。截止 2021 年末，“全轩学院”的注册认证的合作医生超过 1 万名，关注用户超 2 万人。另外，公司在线下积极组织学术会议，扩大影响力，2021 年公司共组织 150 场学术会议。

图 67：“全轩学院”介绍嗨体的治疗方案



资料来源：全轩课堂，光大证券研究所

图 68：“全轩学院”专家系列课程



资料来源：全轩课堂，光大证券研究所

公司采取以直销为主的销售网络，一方面可以更及时捕获医生与消费者反馈，建立“产品---医生反馈---消费者反馈---产品迭代”的闭环信息通路；一方面对终端的控制力更强，易于进行价格管控与品牌维护。经销商网络主要覆盖低线城市，使得公司在成本较小的情况下实现快速扩张。截至 2021 年底，公司覆盖的全国 4400 家医美机构，其中约 4000 家医美机构由直销渠道覆盖。公司的直销客户主要包括私立医美机构与公立医院。2018-2021 年，公司分别拥有 9/7/7/8 家公立医院直销客户。

图 69：公司销售网络的地域分布



资料来源：公司港股招股说明书，光大证券研究所
注：公司销售网络未覆盖香港、澳门与台湾地区

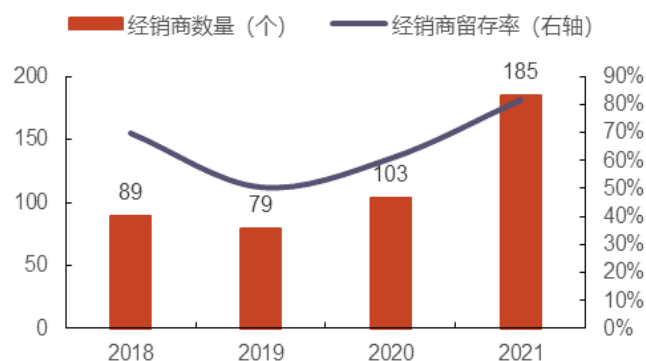
2018-2021 年，公司的直销客户保留率分别为 62%/57%/63%/63%。截至 2021 年底，公司共拥有 185 名经销商，覆盖中国 29 省、自治区与直辖市。2018-2021 年，经销商的留存率分别是 70%/51%/61%/82%。

图 70：2018-2021 年公司直销客户保留率



资料来源：公司港股招股说明书，光大证券研究所
注：直销客户保留率=期内所保留的直销客户数量/同期初的直销客户数量

图 71：2018-2021 年公司经销商数量与留存率



资料来源：公司港股招股说明书，光大证券研究所
注：留存率=期内所保留的经销商数量/同期初的经销商数量

4、研发项目丰富多元，未来成长动力充足

公司具备 7 款在研项目，布局治疗动态皱纹、体重管理、治疗颈后缩、颈下脂肪溶脂等多个领域，与公司目前的产品矩阵形成协同互补。从研发进度看，公司的注射用 A 型肉毒毒素和医用含聚乙烯醇凝胶微球的修饰透明质酸钠凝胶的进程较快，有望在 2024 年商业化面世。根据弗若斯特沙利文预测的 2030 年相关市场规模数据，注射用 A 型肉毒毒素与慢性体重管理、颈下减脂的市场规模较大，赛道天花板较高。

图 72：公司在研产品/研发模式/研发进度情况一览

	在研产品与研发模式	临床前	临床试验	时点预期	预期用途	2030E市场规模
生物药品	注射用A型肉毒毒素	三期临床试验		预计于2023年向国家药监局递交NDA申请，并于2024年获批并上市	治疗动态皱纹	390亿元
	获Huons BioPharma Co.,Ltd.独家授权在中国注册及商业化该款在研产品					
	利拉鲁肽注射液	一期临床试验		预计2022年进入下一阶段临床试验	慢性体重管理	259亿元
	自主研发					
	注射用透明质酸酶	临床前在研		预计2023年递交IND申请	溶解透明质酸	—
医疗器械	自主研发					
	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		预计于2023年递交注册申请，并于2024年获批并上市	治疗颈后缩	—
	自主研发					
化学药品	第二代理植线产品	临床前在研		预计于2022年进入临床试验	软组织提拉	12.12亿元
	通过合营企业东方美客在中国就研发、注册及商业化进行合作					
	去氧胆酸药物	临床前在研		预计于2023年获得临床试验批准	颈下减脂	39.3亿元
	自主研发					
	利多卡因丁卡因乳膏	IND已被批准		预计于2024年完成临床试验	局部麻醉	26.9亿元
	获山东诚创蓝海医药科技有限公司授予专有技术					

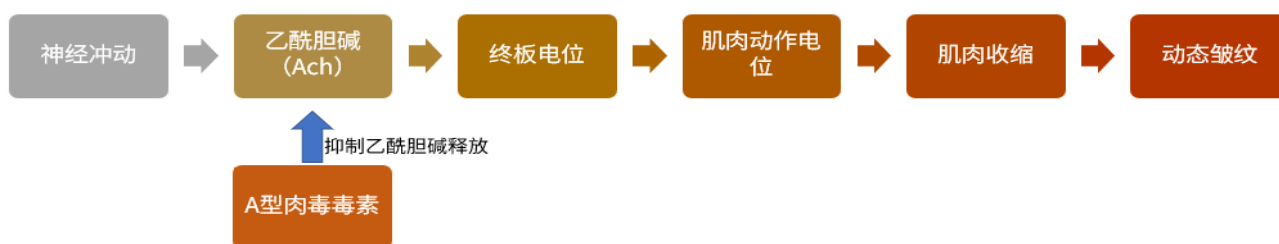
资料来源：公司港股招股说明书，Frost&Sullivan 预测，光大证券研究所

注：市场规模按照基于出厂价口径的销售预估值

4.1、布局肉毒毒素蓝海，公司产品有望于 2024 年面市

肉毒杆菌（bacillus botulinus），又称肉毒梭菌（clostridium botulinum），是一种广泛存在于土壤中、家畜肠道中的菌体。肉毒素（botulinum toxin, BTX），又称肉毒毒素或肉毒杆菌素，是肉毒杆菌在繁殖过程中所产生的一种毒素。不同的菌株，会产生不同亚型的神经毒素，可分为 A、B、C1、C2、D、E、F、G 共 8 个抗原型，其中 A 型肉毒毒素的毒力最强，研究最透彻且应用最广泛。肉毒毒素的毒力以生物鼠单位表示，以体重为 18-22g 的 Webster 瑞士雌性鼠腹腔内注射半数致死为 1 个单位（U）。在医美领域，A 型肉毒毒素主要应用于祛除动态皱纹，由于面部是身体中肌肉唯一紧贴在皮肤的部位，当表情肌收缩时，可以移动面部的皮肤，产生垂直于肌肉走行的皱纹，A 型肉毒毒素通过干扰、阻断乙酰胆碱的释放，引起肌肉暂时的麻痹、松弛，改善或消除动态皱纹。

图 73：动态皱纹形成的简要过程



资料来源：于江，朱灿，曹思佳.《微整形注射美容》【M】，光大证券研究所

由于 A 型肉毒毒素的消费频次较高，易搭配其他医美项目捆绑销售，同时消费者对美的追求不断精细化，中国医美肉毒毒素产品的市场前景较好。根据弗若斯特沙利文，2017-2021 年，中国医美肉毒毒素产品市场规模从 19 亿元增长至 46 亿元，CAGR 为 25%；预计 2022-2030 年，中国医美肉毒毒素市场规模将从 65 亿元增长至 390 亿元，CAGR 维持 25%。以肉毒毒素注射次数计，2017-2021 年，中国肉毒毒素注射次数由 170 万支提高至 450 万支，CAGR 为 28%；预计 2022-2030 年，肉毒毒素的注射次数将由 630 万支增长至 4030 万支，CAGR 为 26%。

图 74：2017-2030E 中国医美肉毒毒素产品市场规模（按销售额）

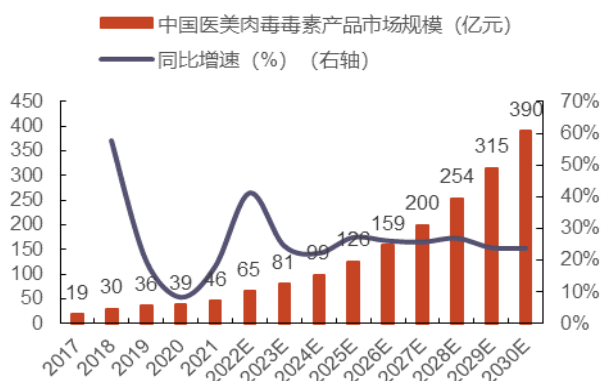
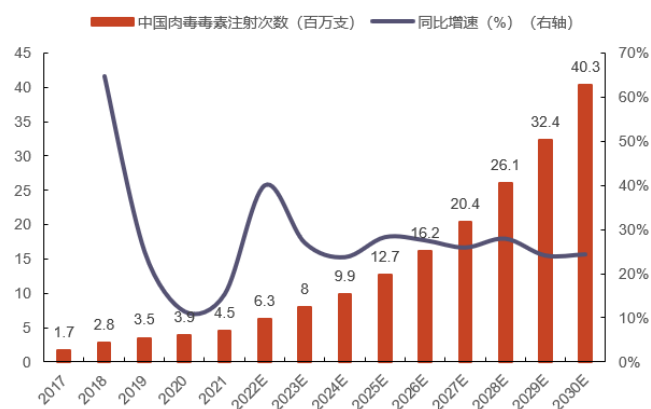
资料来源：爱美客港股招股说明书，Frost&Sullivan 预测，光大证券研究所
注：基于出厂价

图 75：2017-2030E 中国肉毒毒素注射次数

资料来源：爱美客港股招股说明书，Frost&Sullivan 预测，光大证券研究所
注：基于已售瓶数及向终端消费者给药支数

目前，通过中国药监局审批的共有四款 A 型肉毒毒素，国产品牌衡力定位低端，进口品牌保妥适/乐提葆/吉适则分别定位高端/中高端/中端。从肉毒毒素的技术壁垒来看，衡力距进口品牌的差距仍然较大。

肉毒毒素的技术壁垒主要来源于以下三方面：1) 赋形剂：保妥适、吉适与乐提葆使用人血白蛋白，原材料来源于人体本身，衡力使用明胶（来自猪的蛋白），有引发过敏的风险；2) 生产工艺：衡力采用“冻干干燥方法”，易产生杂质，影响产品效果；保妥适、吉适与乐提葆采用“真空干燥的方法”，不易产生杂质；3) 弥散度：衡力的弥散面积是 1 平方厘米，作用精准度较低，注射时易扩散影响目标部位附近的肌肉；保妥适的弥散面积是 0.5 平方厘米，作用的精准度更高，可以去除细小皱纹。

表 4：已通过中国药监局批准的 A 型肉毒毒素产品一览

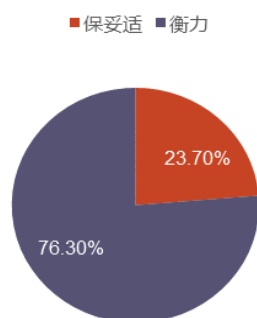
品牌名	生产企业	首次批准时间	菌株	赋形剂	弥散面积	生产工艺	终端销售均价
衡力	兰州生物制品研究所	1997 年 1 月	Hall 菌株	医用明胶	1cm ²	冻干干燥法	990 元
保妥适 (Botox)	美国艾尔建	2003 年 4 月	Hall 菌株	人血清白蛋白	0.5 cm ²	真空干燥法	3300 元
吉适 (Dysport)	英国 Ipsen	2020 年 6 月	Hall 菌株	人血清白蛋白	>0.5 cm ²	真空干燥法	1500 元
乐提葆 (Letybo)	韩国 Hugel	2020 年 10 月	CBFC26 菌株	人血清白蛋白	<0.5 m ²	真空干燥法	3000 元

资料来源：新氧，头豹《2021 年中国肉毒素行业短报告》，e 美国微信公众号，国家药监局，光大证券研究所

注：衡力于 2012 年被药监局批准用于整形美容；乐提葆在中国由四环医药代理销售；Hall 菌株为艾尔建公司专利，CBFC26 菌株为韩国 Hugel 公司专利。终端价格取自 2022 年 7 月 21 日新氧平台产品参考均价

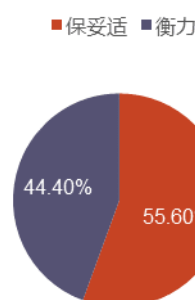
2020 年吉适与乐提葆获批之前，中国合法合规的 A 型肉毒毒素产品市场是双寡头竞争格局，仅有衡力与保妥适两个品牌。保妥适凭借优质的产品品质、高端的品牌定位，在 2019 年以 23.7% 的销量攫取到 55.6% 的销售额。我们认为随着未来肉毒毒素市场参与者的增多，行业竞争将愈发激烈，拥有清晰且受消费者认可的产品定位、优质的产品技术与完善的销售服务网络将是品牌在竞争中胜出的关键因素。

图 76：2019 年按销量，保妥适占 23.7% 的市场份额



资料来源：头豹《2021 年中国肉毒素行业短报告》，光大证券研究所

图 77：2019 年按销售额，保妥适占 55.6% 的市场份额



资料来源：头豹《2021 年中国肉毒素行业短报告》，光大证券研究所

根据弗若斯特沙利文，目前中国有五款肉毒毒素在研产品，已有四款产品进入 III 期临床试验。公司与韩国 Huons BioPharma Co., Ltd（以下简称为 Huons BP）合作的肉毒毒素产品处于 III 期临床试验阶段，预计在 2024 年获中国药监局批准上市。2018 年 9 月，公司与韩国 Huons 签订 A 型肉毒毒素产品在中国的合作协议，Huons 授权公司在中国区域内进口、注册和经销其生产的 A 型肉毒毒素产品。Huons 是韩国知名的制药及医疗器械企业，成立于 1965 年，2006 年在韩国证券交易所上市，其研发的 A 型肉毒毒素产品 Hutox 已于 2019 年 4 月在韩国取得产品注册证书。2021 年 4 月，Huons 将其肉毒毒素部门分拆为子公司——Huons BP，A 型肉毒毒素产品权利被归属于 Huons BP。2021 年 10 月，公司收购 Huons BP 的部分股权，持股比例为 25.42%。2022 年 5 月，公司与 Huons BP 签订经销合作框架协议，约定公司以研发注册方式引进 A 型肉毒毒素产品，并获得产品上市后的排他性经营代理权，与 HUONS 签署的原经销协议终止。

我们认为公司获得 Huons BP 的股权，在双方深度合作的同时，有助于公司了解医美产品在海外注册、营销方法等，为产品未来出海做准备。

表 5：中国四款已进入III期临床试验的肉毒毒素产品

研发公司	国内合作公司	开发阶段	适应症
Huons BP	爱美客	III期临床试验	中度至重度眉间纹
Merz Pharmaceuticals	精鼎医药研究开发(上海)有限公司	III期临床试验	眉间纹
大熊制药株式会社	北京大熊伟业医药科技有限公司	III期临床试验	中度至重度皱纹
Revance Therapeutics, Inc	上海复星	III期临床试验	中度至重度皱纹
Jetema	华东医药	未启动注册审批	—

资料来源：头豹《2021 年中国肉毒毒素行业短报告》，e 美圈微信公众号，公司港股招股说明书，光大证券研究所

4.2、布局体重管理与溶脂赛道，打开业绩想象空间

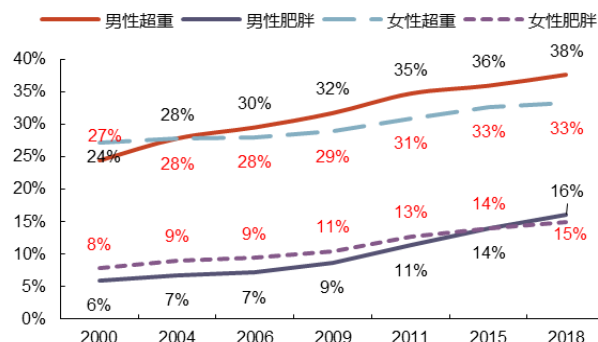
中国拥有广泛的超重与肥胖人群，体重管理市场方兴未艾。根据《中国居民营养与慢性病状况报告（2020）年》，中国成年居民的超重或肥胖人群占比已经达到 50.7%，18 岁及以上居民超重率和肥胖率分别为 34.3%/16.4%。超重是指体质指数（BMI）为 24.0~27.9kg/m²，如果超过 28 kg/m² 就属于肥胖，成人健康的体质指数（BMI）是在 18.5~23.9 kg/m²。

图 78：超重与肥胖的 BMI 界定



资料来源：《中国居民膳食指南（2022 年版）》，光大证券研究所
注：BMI=体重/身高的平方

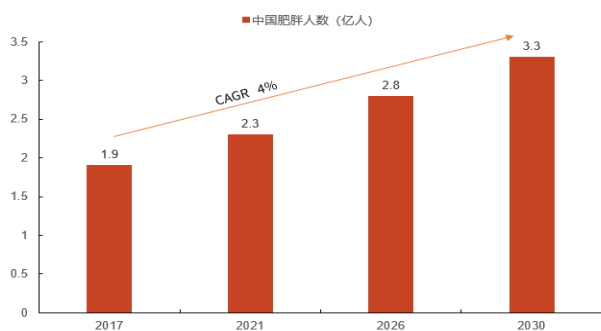
图 79：2000-2018 年中国男性与女性的超重/肥胖比例逐渐提升



资料来源：《中国居民膳食指南科学研究报告 2021》，光大证券研究所
注：女性的超重比例与肥胖比例数值均以红色标识

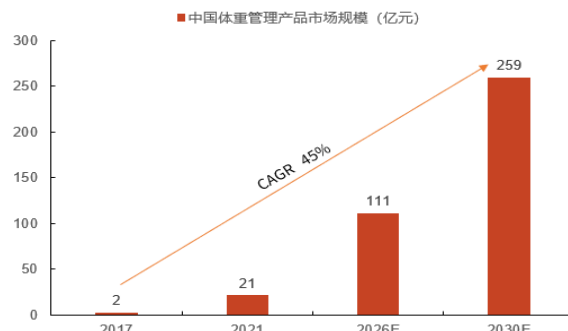
在超重与肥胖人口增多的背景下，消费者的体重管理意识日益增强。根据弗若斯特沙利文，中国肥胖人口数量预计于 2030 年达到 3.3 亿人，2017-2030 年 CAGR 为 4%。按出厂价口径的销售额来看，2017-2021，中国的体重管理市场规模由 2 亿元增长至 21 亿元，CAGR 为 71.4%，预计至 2030 年，中国的体重管理市场规模将达到 259 亿元，2017-2030 年的 CAGR 高达 45%。

图 80：2017-2030 年中国肥胖人数稳定增长



资料来源：公司港股招股说明书，Frost&Sullivan 预测，光大证券研究所

图 81：2017-2030E 中国体重管理产品市场规模（按销售额）



资料来源：Frost&Sullivan 预测，光大证券研究所
注：基于出厂价

体重管理涉及的产品/服务包括：药物、器械与服务。从药物角度看，目前全球仅有六款药物获得美国药监局（FDA）的批准。在中国，仅奥利司他获准用于肥胖治疗适应症。

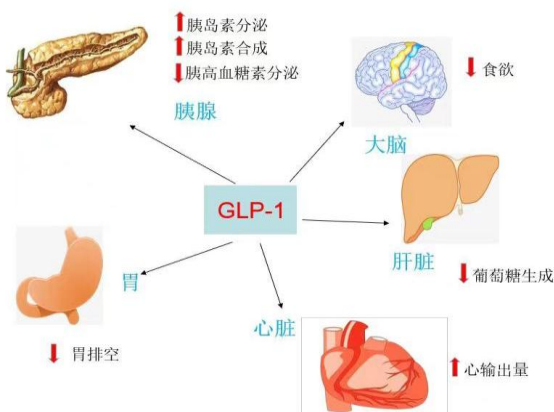
表 6：全球减重药物一览表

药物通用名称	FDA 获批时间	我国上市时间	作用机制
奥利司他	1994 年 4 月	2000 年	通过抑制胃肠道的脂肪酶，阻止甘油三酯水解为游离脂肪酸和单酰基甘油酯，减轻肠腔黏膜对膳食中脂肪的吸收，促使脂肪排出体外，肠道对脂肪吸收的比例最高可以减少近 30%。
利拉鲁肽	2014 年 12 月	—	利拉鲁肽是人胰高血糖素样肽-1(GLP-1)受体激动剂，GLP-1 受体存在于涉及食欲调节的几个脑区，利拉鲁肽作用于下丘脑摄食中枢，进食后，GLP-1 随血液进入机体多个器官，促进胰岛素分泌，延迟餐后胃排空，增加饱腹感，进而起到减肥的作用。
氯卡色林	2012 年 6 月	—	氯卡色林是选择性 5-羟色胺 2c 受体激动剂，能选择性作用于 5-羟色胺 2c 受体来增强饱腹感，降低食欲。
美曲普汀	2014 年 2 月	—	美曲普汀作为瘦素类似物可以弥补瘦素的缺乏，抑制脂肪的代谢障碍。
芬特明-托吡酯	2012 年 6 月	—	托吡酯作为减肥药的作用机制还不明确，可能含有碳酸酐酶影响味觉和抑制γ-氨基丁酸 (GABA) 的传输，从而降低食欲。利用芬特明和托吡酯的组合使用，可以减少托吡酯的使用量，比单独使用效果更好，副作用更小。
纳曲酮-安非他酮	2014 年 9 月	—	纳曲酮通过抑制激素对细胞的作用，减少能量摄入。安非他酮通过中枢作用，增加饱腹感，增加代谢，减轻体重。

资料来源：王陇德，陈伟。《营养与疾病预防：医学减重管理手册》【M】，蒋亮等。《肥胖的药物治疗进展》【J】，光大证券研究所

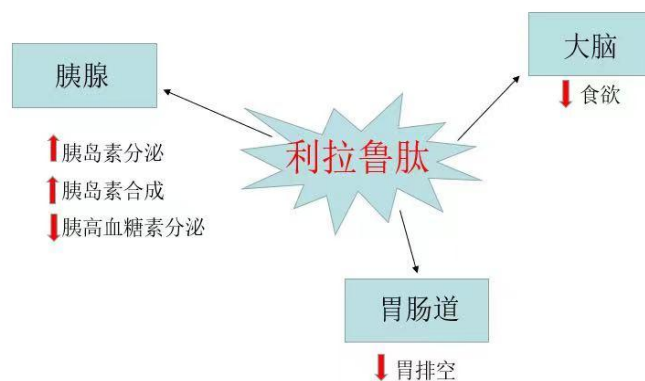
胰高血糖素样肽-1（GLP-1）是由消化道 L 内分泌细胞分泌的一种肠促胰岛素激素，可抑制胰高血糖素的释放和胃排空。进食后，GLP-1 的水平升高，刺激胰岛素分泌，延迟餐后的胃排空，增强饱腹感。GLP-1 受体激动剂是 GLP-1 的类似物，与天然的 GLP-1 有 97% 的同源性，可作用于下丘脑摄食中枢，增强饱腹感，降低食欲，从而达到减轻体重的目的。2005 年，利拉鲁肽作为 GLP-1 受体激动剂被 FDA 批准用于治疗 II 型糖尿病；2014 年 FDA 批准利拉鲁肽的适应症范围扩大至慢性体重管理。

图 82：GLP-1 的作用部位与效果



资料来源：安徽省第二人民医院药学部微信公众号，光大证券研究所

图 83：利拉鲁肽的作用效果



资料来源：安徽省第二人民医院药学部微信公众号，光大证券研究所

从全球范围内来看，丹麦制药公司 Novo Nordisk（诺和诺德）旗下的利拉鲁肽减肥注射液“Saxenda”是唯一一款被美国、挪威、墨西哥、瑞士等国批准用于减肥适用症的 GLP-1 类似物，其在中国的核心专利于 2017 年到期。2011/2020/2022 年，诺和诺德旗下的利拉鲁肽品牌“诺和力”、司美格鲁肽品牌“诺和泰”与德谷胰岛素利拉鲁肽注射液品牌“诺和益”先后在中国获批，用于治疗 II 型糖尿病。目前，中国尚未批准针对肥胖适应症的 GLP-1 类似药物。

从仿制药领域看，爱美客的研发目前处于一期临床试验阶段，华东医药进展较快。2022 年 7 月 12 日，华东医药针对肥胖或超重适应症的利拉鲁肽注射液上市许可申请获得国家药监局的受理。公司利拉鲁肽注射液的研发工作由全资子公司北

京诺博特生物科技有限公司负责,其核心技术人员拥有多年重组蛋白药物研发及规模化生产经验,研发人员 Qinheng Huang (黄钦恒) 曾任职于马萨诸塞州塔夫茨大学医学院新英格兰医学中心糖尿病研究室博士后、讲师;辉瑞制药公司资深研究员、首席研究员;北京诺和诺德医药科技有限公司糖尿病生物学部首席研究员、糖尿病并发症研究中心资深顾问等。

表 7: 中国目前 GLP-1 创新药与仿制药的布局

药品类别	通用名称	公司	主要适应症	开发阶段
仿制药	利拉鲁肽	爱美客股份有限公司	慢性体重管理	I 期临床试验
		华东医药股份有限公司	超重/肥胖	利拉鲁肽注射液上市申请获 NMPA 受理
		江苏万邦生化医药集团有限公司	超重/肥胖	III 期临床试验
创新药	贝那鲁肽	上海仁会生物制药股份有限公司	超重/肥胖	III 期临床试验
	Tirzepatide	礼来公司	超重/肥胖	III 期临床试验
	司美格鲁肽	Novo Nordisk A/S	超重/肥胖	III 期临床试验
	诺利糖肽	江苏恒瑞医药股份有限公司	肥胖	II 期临床试验
	IBI362	信达生物制药	超重/肥胖	II 期临床试验
	BI 456906	Boehringer Ingelheim International GmbH、Vetter Development Services USA Inc.及勃林格翰 (中国) 投资有限公司	超重/肥胖	II 期临床试验
	HEC 88473	广东东阳光科技控股股份有限公司	肥胖	I 期临床试验
	GMA 105	鸿运华宁	超重/肥胖	I 期临床试验

资料来源: 公司招股说明书, Frost&Sullivan, 华东医药投资者关系管理微信公众号, 光大证券研究所

相比于利拉鲁肽注射液, 各国政府对于溶脂针的监管态度较谨慎。溶脂针的成分主要是去氧胆酸药物。去氧胆酸 (又称脱氧胆酸) 由美国生物制药公司 Kythera Biopharmaceuticals (2015 年被艾尔建收购) 研发。去氧胆酸可溶解脂肪细胞膜并导致脂肪细胞分解, 从而达到去除脂肪的目的。全球范围来看, 只有艾尔建旗下的 Kybella 作为唯一一款去氧胆酸溶脂药物上市, 且适应症被严格限定于去除颌下脂肪 (双下巴), 该款产品在 2015 年被 FDA 批准。根据美国艾尔建公司公布的数据, 有 75% 的美国消费者有颌下脂肪 (双下巴) 的困扰, 70% 的美国男性消费者会优先考虑去除颌下脂肪。

图 84: 注射 Kybella 后, 颌下脂肪减少



资料来源: Kybella 官网, 光大证券研究所

图 85: 美国艾尔建旗下溶脂针 “Kybella” 图片示例

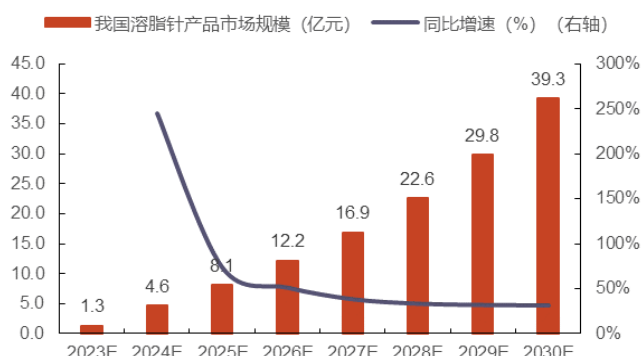


资料来源: Kybella 官网, 光大证券研究所

根据弗若斯特沙利文, 按出厂价口径的销售额来看, 中国的溶脂针产品市场规模预计将由 2023 年的 1.3 亿元增至 2030 年的 39.3 亿元, CAGR 为 63%。目前公司的去氧胆酸药物研发项目仍处于临床前阶段, 预计于 2023 年获得临床试验批

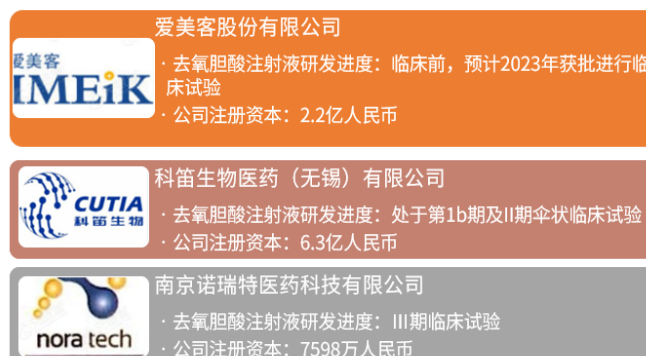
准。布局该赛道的企业较少，目前包括公司在内仅有三家企业布局针对颊下脂肪的去氧胆酸药物研发。

图 86：2023E-2030E 我国溶脂针产品市场规模



资料来源：爱美客港股招股说明书，Frost&Sullivan 预测，光大证券研究所
注：基于出厂价

图 87：中国目前布局针对颊下脂肪的去氧胆酸药物研发企业



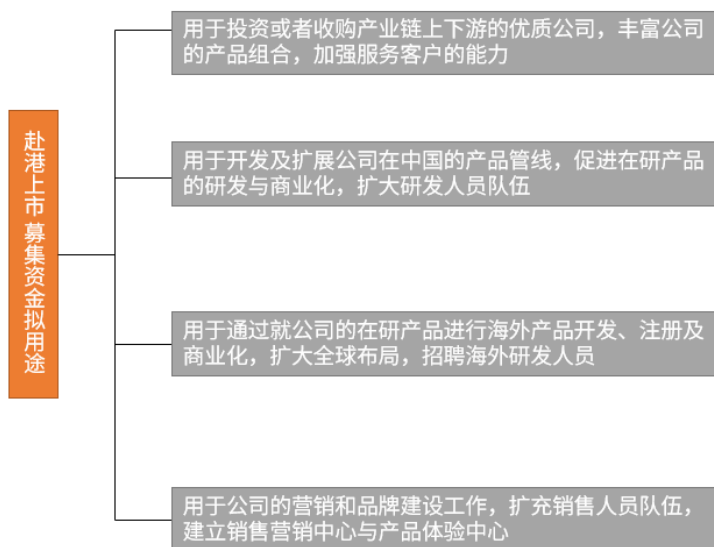
资料来源：爱美客港股招股说明书，天眼查，光大证券研究所
注：统计时间截至 2022 年 7 月

4.3、重递港股上市申请，谋求全球布局与长远发展

2021 年 7 月，公司首次向港交所递交上市申请，由于 6 个月内未完成聆讯等上市流程，公司的招股书等申请材料失效。2022 年 6 月，公司重新向港交所递交上市申请，彰显谋求全球布局与长远发展的决心。

根据公司港股招股说明书，赴港上市的拟募资主要用于以下四个方面：1) 用于投资或收购产业链上下游的优质公司，例如拥有皮肤填充剂产品或管线、能量源类医疗美容设备或其他医疗器械产品并已建立先进研发能力的公司，尤其是与公司目前的产品及在研产品具有协同效应或互补性的投资标的；2) 用于现有在研产品的研发与商业化，未来五年内增聘 150-200 名研发人员；3) 用于加强与海外机构的合作研发，未来五年内招聘 100-150 名海外研发人员，推进在研产品在海外的临床试验、注册及商业化；4) 用于公司的营销与品牌建设，未来五年内增聘 800-1000 名营销人员，在主要城市建立 100-500 个销售与营销中心。另外，在对医美消费需求较大的一二线城市，建立 3-5 个产品展示与培训体验中心，为医生和医美机构提供培训课程。

图 88：公司赴港上市募集资金拟用途



资料来源：公司港股招股说明书，光大证券研究所

5、盈利预测

5.1、关键假设与盈利预测

1) 疫情负面冲击：2022 年上半年的疫情对于华东区域影响较大，且公司华东区营收占比最高，预计对公司的各项业务造成一定冲击。

2) 溶液类产品：中国医美行业存在普遍的信息不对称性，消费者信任成本较高，新品商业化面市后能否获取消费者的信任至关重要。嗨体自 2017 年面市以来，产品效果已经得到医生与消费者的广泛认可，即使未来 2 年出现嗨体的竞品，也仍需时间获取医生与消费者的信任。考虑到嗨体是目前国内首款也是唯一一款获批的针对颈纹修复的复合透明质酸钠溶液，产品的先发优势与差异化竞争优势显著，且嗨体熊猫针的性价比较高。我们认为嗨体系列产品未来的市场渗透率仍将逐步提升，销售持续放量，推动毛利率上行。逸美于 2009 年面市，公司在 2017 推出升级款逸美一加一，对逸美进行降价促销处理，产品生命周期已近末尾。

我们预计 2022-2024 年溶液类产品营收分别是：15.68、27.41、38.36 亿元，同比增速分别是 49.9%、74.8%、39.9%。其中嗨体 2022-2024 年的营收预计分别是：15.65、27.38、38.34 亿元，同比增速分别是 50%、75%、40%。预计溶液类产品 2022-2024 年的毛利率分别是：94.01%、94.27%、94.53%。

3) 凝胶类产品：两款高端产品宝尼达与濡白天使的毛利率较高，与下游头部医美机构、名医、高端消费者形成良性销售循环圈。宝尼达 2021 年终端零售指导价增长 30%，彰显卓越品牌力，且相较于竞品爱贝芙，宝尼达的产品配方安全性更高，预计未来会持续受到消费者与医生的认可，保持较高毛利率水平。濡白天使仍处于产品生命周期的早期发展阶段，差异化竞争优势显著，处于销售放量阶段。随着消费者的需求从“即刻填充”向“长效填充”转变，我们认为两款产品的销量与销售额有望持续提升，带动毛利率小幅上行。其他三款产品：爱芙莱/逸美一加一/爱美飞分别于 2015/2017/2019 年面市，考虑产品生命周期、产品配方的差异化竞争力、产品定位与细分市场情况，我们预计爱芙莱收入增速与毛利率呈下滑趋势，逸美一加一与爱美飞收入保持平稳增长，毛利率基本保持稳定。

我们预计 2022-2024 年凝胶类产品营收分别是：4.41、6.37、9.54 亿元，同比增速分别是 14.6%、44.3%、49.8%。其中宝尼达 2022-2024 年的营收分别是：1.87、2.89、4.05 亿元，同比增速分别是 33%、55%、40%；濡白天使的营收分别是 0.69、1.38、3.44 亿元，同比增速分别是 150%、100%、150%。由于高端凝胶产品的营收占比提升，预计将推动凝胶类产品的毛利率小幅上升，凝胶类产品 2022-2024 年的毛利率分别是：95.7%、96.3%、97.0%。

4) 面部埋植线：紧恋于 2019 年面市，仍处于成长阶段。目前市场上多为大线产品，紧恋产品是小线，具备差异化竞争优势。预计 2022-2024 年的营收分别是：0.06、0.10、0.15 亿元，毛利率分别是：77.6%、78.9%、78.9%。

5) 其他业务：截至 2021 年底，公司的其他业务是护肤品，根据公司港股招股说明书，预计 2024 年 A 型肉毒毒素产品与医用含聚乙烯醇凝胶微球的修饰透明质酸钠凝胶产品商业化上市。考虑四环医药代理的 A 型肉毒毒素乐提葆的案例，乐提葆于 2021 年 2 月商业化面市，全年贡献营收 3.99 亿元，占当年营收的 12%。由于仿制药产品进入集采，导致四环医药的综合毛利率下滑，从 2020 年的 77.7% 下滑至 2021 年的 74.4%，而根据四环医药公告，医美业务板块利润率较高，我们预计乐提葆的毛利率高于其综合毛利率。爱美客处于医美赛道，产品均为满足消费者的非刚性变美需求，被纳入集采的风险较小，且产品间的协同效应较强，

我们预计 A 型肉毒毒素商业化上市后的毛利率较高。我们假设公司的 A 型肉毒毒素产品于 2024 年顺利商业化面市并小幅放量, 预计 2022-2024 年的其他营收分别是: 0.13、0.21、0.64 亿元, 毛利率分别是: 55%、55%、80%。

6) 公司综合毛利率: 2022-2024 年预计分别为 94.1%、94.4%、94.8%。

7) 期间费用方面: 公司的费用管理严格, 主要采取营销成本较低的 To B 端营销方式, 且产品的品牌力日益增强, 营销效率有望逐渐提高, 我们预计 2022-2024 年公司的销售费用率与管理费用率保持在稳定较低水平。考虑 2022 年上半年疫情影响, 公司线下学术推广等活动减少, 招聘人数大幅下降, 因此 2022 年的销售费用率预计较低。由于公司在研项目丰富, 预计研发费用率保持在较高的水平。

表 8: 公司盈利预测假设表

业务		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入						
溶液类产品	嗨体营收 (百万元)	445.77	1043.17	1564.76	2738.33	3833.66
	yoy	83.8%	134.0%	50.0%	75.0%	40.0%
	毛利率	93.3%	93.7%	94.0%	94.3%	94.5%
	逸美营收 (百万元)	1.60	2.97	3.05	2.64	2.21
	yoy	-22.9%	85.2%	2.6%	-13.3%	-16.2%
	毛利率	95.8%	95.6%	96.0%	95.7%	95.0%
	营收小计 (百万元)	447.38	1046.14	1567.81	2740.97	3835.87
	yoy	82.8%	133.8%	49.9%	74.8%	39.9%
	毛利率	92.45%	93.82%	94.01%	94.27%	94.53%
凝胶类产品	宝尼达营收 (百万元)	54.42	140.35	186.67	289.34	405.08
	yoy	-19%	158%	33%	55%	40%
	毛利率	98.7%	99.0%	99.0%	99.0%	99.1%
	爱芙莱营收 (百万元)	174.71	193.22	164.24	183.95	174.75
	yoy	-20%	11%	-15%	12%	-5%
	毛利率	90.7%	91.0%	91.0%	90.7%	90.3%
	逸美一加一营收 (百万元)	16.39	20.70	17.59	21.11	24.28
	yoy	-21%	26%	-15%	20%	15%
	毛利率	96.4%	96.4%	96.5%	96.5%	96.6%
	爱美飞营收 (百万元)	3.93	4.76	4.04	4.85	5.58
	yoy	-19%	21%	-15%	20%	15%
	毛利率	91.5%	91.5%	91.5%	91.5%	91.5%
	濡白天使营收 (百万元)		27.55	68.87	137.75	344.37
	yoy			150%	100%	150%
	毛利率		98.0%	98.1%	98.1%	98.2%
	营收小计 (百万元)	252.19	385.33	441.42	637.00	954.05
	yoy	-19.2%	52.8%	14.6%	44.3%	49.8%
	毛利率	91.9%	94.6%	95.7%	96.3%	97.0%
面部埋植线	营收 (百万元)	1.84	5.30	6.09	9.75	14.63
	yoy		188%	15%	60%	50%
	毛利率	72.8%	77.6%	77.6%	78.9%	78.9%
其他	营收 (百万元)	7.89	11.10	13.32	21.31	63.92
	yoy	795%	41%	20%	60%	200%
	毛利率	55%	60%	55%	55%	80%
总计	营收 (百万元)	709.29	1447.87	2028.64	3409.03	4868.47
	yoy	27%	104%	40.1%	68.0%	42.8%
	毛利率	91.8%	93.7%	94.1%	94.4%	94.8%
费用率						
销售费用率		10.0%	10.8%	9.6%	10.0%	10.0%
管理费用率		6.1%	4.5%	4.4%	4.5%	4.5%

研发费用率	8.7%	7.1%	7.0%	7.4%	8.1%
归母净利润					
归母净利润 (百万元)	439.75	957.80	1,332.58	2,158.64	3,065.57

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

根据上述假设, 预计 2022-2024 年公司营收分别为 20.29、34.09、48.68 亿元, 归母净利润分别为 13.33、21.59、30.66 亿元。

5.2、相对估值

我们选取医美上游药械商、拥有注射用透明质酸产品的华熙生物、昊海生科作为可比公司。从 PE 角度看, 爱美客 2022-2024 年的市盈率高于华熙生物、昊海生科。从 PEG 角度看, 爱美客 2022 年的 PEG 低于华熙生物, 高于昊海生科。由于华熙生物的功能性护肤品收入占比最高, 2021 年达到 67%; 昊海生科的眼科、骨科业务 2021 年收入占比达到 61%, 医美业务收入仅占比 26%。与可比公司相比, 爱美客是纯正的医美上游药械商, 可以充分享受到医美赛道的高成长性, 且拥有先发优势与差异化竞争优势显著的产品矩阵, 强大的直销经销网络与优质服务体系。作为拥有 III 类医美用途药械证最多的国内企业, 公司的技术专利壁垒护城河较深, 在 2020 年疫情打击下, 仍然展现出强劲的业绩增速, 我们认为公司可以通过未来的业绩高增速消化高估值。

表 9: 公司可比公司估值比较

公司名称	代码	收盘价 (元) 7 月 22 日	EPS (元)				PE (X)				PEG
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	2022E
华熙生物	688363.SH	150.86	1.63	2.15	2.84	3.67	93	70	53	41	2.17
昊海生科	688366.SH	93.18	2	2.94	3.57	4.25	47	32	26	22	0.7
均值							70	51	40	32	
爱美客	300896.SZ	599.2	4.43	6.16	9.98	14.17	135	97	60	42	1.68

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

注: A 股可比公司取自 WIND 一致预期, 爱美客的盈利数据为光大证券研究所预测

5.3、绝对估值

我们采用绝对估值法对公司进行估值, 根据以下假设, 我们利用 FCFF 与 FCFE 估值法, 测算公司每股价值分别为 632 元/643 元。

关于基本假设的几点说明:

- 1、长期增长率: 公司目前布局的业务所处行业增速较高, 发展前景较好, 假设公司的长期增长率为 2.8%;
- 2、β 值选取: 采用申万三级行业分类-美容护理-医疗美容的行业 β, 作为公司无杠杆 β 的近似;
- 3、无风险收益率: 采用十年期国债收益率作为无风险收益率;
- 4、税率: 我们预测公司未来税收政策较稳定, 结合公司过去几年的实际税率, 假设公司未来税率为 14.7%。

表 10: 绝对估值核心假设表

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.80%
无风险利率 Rf	3.17%
β (βlevered)	0.94
Rm-Rf	4.33%

Ke(levered)	7.24%
税率	14.70%
Kd	3.71%
Ve	55,954.8
Vd	11.3
目标资本结构	0.02%
WACC	7.24%

资料来源：光大证券研究所预测

表 11：现金流折现及估值表

	现金流折现值（百万元）	价值百分比
第一阶段	5,915.35	4.45%
第二阶段	23,943.04	18.02%
第三阶段（终值）	102,996.44	77.53%
企业价值 AEV	132,854.83	100.00%
加：非经营性净资产价值	3,851.73	2.90%
减：少数股东权益（市值）	0.00	0.00%
减：债务价值	11.32	-0.01%
总股本价值	136,695.24	102.89%
股本（百万股）	216.36	-
每股价值（元）	631.80	-
PE（隐含）	102.58	-
PE（动态）	97.29	-

资料来源：光大证券研究所预测

表 12：敏感性分析表

WACC/长期增长率	1.80%	2.30%	2.80%	3.30%	3.80%
6.24%	696.51	766.66	857.19	978.52	1149.57
6.74%	610.22	663.24	729.72	815.52	930.50
7.24%	540.51	581.53	631.80	694.81	776.15
7.74%	483.17	515.52	554.42	602.07	661.83
8.24%	435.28	461.20	491.88	528.77	573.97

资料来源：光大证券研究所预测

表 13：各类绝对估值法结果汇总表

估值方法	估值结果	估 值 区 间	敏感度分析区间
FCFF	632 435	— 1,150	贴现率±1%，长期增长率±1%
FCFE	643 426	— 1,216	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源：光大证券研究所预测

结合 FCFF 和 FCFE，公司的合理价值区间为 632-643 元，估值中枢为 637.5 元。

5.4、估值结论与投资评级

考虑到公司是优质赛道内的龙头公司，产品矩阵丰富且差异化竞争优势显著，技术专利壁垒较高。另外多元的研发储备项目，未来有望进一步打开公司业绩的增长空间。我们预计 2022-2024 年公司的净利润分别为 13.33、21.59、30.66 亿元，折合 EPS 分别 6.16、9.98、14.17 元，对应 PE 分别是 97、60、42 倍。我们认为公司合理的价格为 638 元，维持“买入”评级。

5.5、股价驱动因素

1) 国内经济形势好转，居民消费需求旺盛；2) 疫情形势好转，下游医美机构正常稳定的复产复工。

6、风险分析

行业竞争新品研发进度与获证不及预期

随着越来越多的企业布局医美药械领域，行业竞争日益激烈。若公司的在研产品（例如注射用 A 型肉毒毒素等）研发进度与获证不及预期，有可能会失去市场机遇，对公司未来的收入增长产生负面影响。

过于依靠单一产品的风险

嗨体目前的营收占比最高，若未来出现竞品对嗨体的市场地位形成威胁，预计会影响公司整体收入水平。

医疗事故风险

若公司的产品在使用中发生医疗事故，会削弱消费者的信任，并有可能引发舆论风险，对公司的公众形象造成负面影响。

疫情反复风险

疫情对医美机构的正常运营，消费者信心与购买力均产生负面影响，若未来疫情依旧反复，可能会继续削弱消费者购买力，加大医美机构的运营压力，导致对上游产品采购减少，间接影响公司收入水平。

赴港上市进度不及预期

目前公司积极寻求赴港上市，若上市进度不及预期，可能会影响投资者信心与公司未来经营计划。

行业政策变化风险

公司所处的医美行业受到严格监管，若未来行业监管政策发生变化，可能会对公司产品的生产与销售计划造成影响。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	709	1,448	2,029	3,409	4,868
营业成本	58	91	120	192	254
折旧和摊销	11	11	11	13	17
税金及附加	4	7	9	16	22
销售费用	71	156	195	341	487
管理费用	44	65	89	153	219
研发费用	62	102	142	252	394
财务费用	-14	-52	-31	-37	-48
投资收益	15	18	22	20	36
营业利润	503	1,127	1,563	2,532	3,595
利润总额	503	1,122	1,562	2,530	3,594
所得税	69	165	230	372	528
净利润	433	957	1,332	2,158	3,065
少数股东损益	-6	0	0	0	0
归属母公司净利润	440	958	1,333	2,159	3,066
EPS(元)	3.66	4.43	6.16	9.98	14.17

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	426	943	1,237	2,061	2,940
净利润	440	958	1,333	2,159	3,066
折旧摊销	11	11	11	13	17
净营运资金增加	148	748	601	1,413	1,497
其他	-173	-774	-708	-1,523	-1,639
投资活动产生现金流	-916	-648	160	-100	-134
净资本支出	-32	-23	-70	-120	-170
长期投资变化	34	1,001	0	0	0
其他资产变化	-918	-1,626	230	20	36
融资活动现金流	3,441	-487	-421	-346	-582
股本变化	30	96	0	0	0
债务净变化	0	8	-8	0	0
无息负债变化	20	126	16	114	109
净现金流	2,950	-192	976	1,616	2,224

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	91.8%	93.7%	94.1%	94.4%	94.8%
EBITDA 率	68.2%	72.1%	73.4%	72.5%	72.2%
EBIT 率	66.7%	71.2%	72.9%	72.1%	71.8%
税前净利润率	70.9%	77.5%	77.0%	74.2%	73.8%
归母净利润率	62.0%	66.2%	65.7%	63.3%	63.0%
ROA	9.4%	18.2%	21.6%	26.9%	29.0%
ROE (摊薄)	9.7%	19.0%	22.5%	28.1%	30.4%
经营性 ROIC	46.1%	53.7%	54.1%	54.7%	54.6%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	2%	4%	4%	4%	4%
流动比率	48.75	21.30	26.12	23.35	23.99
速动比率	48.46	21.10	25.86	23.08	23.72
归母权益/有息债务	-	633.77	-	-	-
有形资产/有息债务	-	660.40	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	4,633	5,265	6,155	8,027	10,554
货币资金	3,456	3,264	4,240	5,855	8,079
交易性金融资产	842	371	370	390	410
应收账款	30	72	80	135	192
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	3	10	10	17	24
存货	27	35	48	77	101
其他流动资产	12	38	50	81	113
流动资产合计	4,376	3,803	4,813	6,579	8,952
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	34	1,001	1,001	1,001	1,001
固定资产	143	143	149	176	228
在建工程	0	0	26	72	133
无形资产	10	12	32	51	70
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	35	82	118	118	118
非流动资产合计	257	1,462	1,341	1,448	1,602
总负债	101	235	244	358	466
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	5	9	14	23	30
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	90	179	184	282	373
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	9	48	55	72	89
非流动负债合计	12	57	59	76	93
股东权益	4,531	5,030	5,911	7,670	10,088
股本	120	216	216	216	216
公积金	3,605	3,519	3,519	3,519	3,519
未分配利润	809	1,298	2,176	3,935	6,353
归属母公司权益	4,534	5,029	5,911	7,670	10,088
少数股东权益	-3	0	0	-1	-1

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	10.00%	10.81%	9.60%	10.00%	10.00%
管理费用率	6.13%	4.47%	4.40%	4.50%	4.50%
财务费用率	-2.02%	-3.59%	-1.52%	-1.10%	-0.98%
研发费用率	8.71%	7.07%	7.00%	7.40%	8.10%
所得税率	14%	15%	15%	15%	15%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	3.50	2.10	1.85	2.99	4.25
每股经营现金流	3.54	4.36	5.72	9.53	13.59
每股净资产	37.72	23.25	27.32	35.45	46.63
每股销售收入	5.90	6.69	9.38	15.76	22.50

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	164	135	97	60	42
PB	15.9	25.8	21.9	16.9	12.9
EV/EBITDA	141.3	121.3	84.7	50.9	35.6
股息率	0.6%	0.4%	0.3%	0.5%	0.7%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE