

医疗服务行业深度研究报告

推荐 (首次)

医美供应商：高进入壁垒，先发企业快速迭代

- **医美行业仍处在发展早期。**医疗美容服务与传统医疗服务的刚需性和必需性有所不同，消费属性更强，消费者有较大的自主性和可选性，影响销售的主要是产品的合规、安全、修复效果、品牌、价格及合作关系等。行业发展仍处早期，有约 20% 以上的年均复合增长，据 Frost&Sullivan，2018 年我国受监管的医疗美容行业市场规模在 1217 亿元。其中以注射类为代表的非手术类（又称微整形）项目因时间短、风险小、价格较低而更受欢迎、复购率也更高，2018 年的占比约在 41%。经过初期的市场普及、教育之后，我国消费者对于医疗美容服务的接纳程度正在提高，行业发展空间大。
- **上游门槛高，中游竞争激烈。**医疗美容围绕医疗器械及生物药品等展开，均对技术要求高，研发/审批周期长、工艺路线复杂，资金要求高，获批后“牌照垄断”，因此生产端进入壁垒高。而中游（医疗服务机构）进入门槛低，营销驱动强，竞争较激烈。
- 随着收入水平提升、人口老龄化、人们对美的追求、对医美的接纳程度提高，以及颜值经济学效应，未来医疗美容服务的消费群体料将拓宽，非手术类偏“快餐式”医疗美容服务预计更获青睐，非必选属性下非公立医疗机构、民营资本进行充分竞争后行业也愈加规范化。
- **产品创新强+注册审批经验及资源关系+营销出众、且接近消费者的企业更容易洞察市场需求击中消费者痛点，在行业高速增长的红利期领衔行业发展。**
- **行业重点公司：**目前 A 股已上市的华熙生物（688363.SH）、昊海生科（688366.SH）及即将上市的爱美容（300896.SZ）。
- **风险提示：**新技术突破、行业监管变化风险，行业竞争加剧等。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价(元)	EPS(元)			PE(倍)			PB	评级
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E		
华熙生物	124.89	1.43	1.95	2.52	87.34	64.05	49.56	13.17	推荐

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为 2020 年 09 月 18 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：胡琼方

电话：010-66500993

邮箱：huqiongfang@hcyjs.com

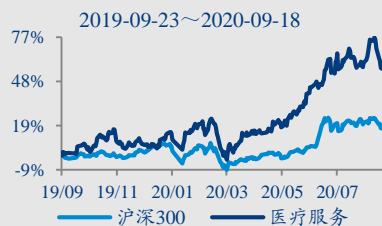
执业编号：S0360519090004

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	24	0.6
总市值(亿元)	8,891.07	1.09
流通市值(亿元)	6,419.78	1.07

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-0.73	52.9	53.32
相对表现	-1.97	23.23	32.96



投资主题

报告亮点

医疗美容围绕医疗器械及生物药品等展开，均对技术要求高，研发/审批周期长、工艺路线复杂，资金要求高，获批后“牌照垄断”，因此生产端进入壁垒高。而中游医疗服务机构进入门槛低，营销驱动强，竞争较激烈。

随着收入水平提升、人口老龄化、人们对美的追求、对医美的接纳程度提高，以及颜值经济学效应，未来医疗美容服务的消费群体料将拓宽，非手术类偏“快餐式”医疗美容服务预计更获青睐，非必选属性下非公立医疗机构、民营资本进行充分竞争后行业也愈加规范化。

产品创新强+注册审批经验及资源关系+营销出众、且接近消费者的企业更容易洞察市场需求击中消费者痛点，在行业高速增长的红利期领衔行业发展。

投资逻辑

报告第一部分讲述医疗美容行业发展现状、细分板块尤其是非手术类项目特点及规模。

第二部分为医美行业主要供应商玩家，并重点研究爱美客专注医疗美容服务、成为国内医美龙头的竞争优势。

目录

一、行业概况.....	6
(一) 医疗器械.....	6
(二) 透明质酸.....	9
(三) 肉毒素等.....	10
(四) 医疗美容.....	10
二、专注医美领域的爱美客.....	12
(一) 医疗美容行业国内主要玩家.....	12
(二) 爱美客概况.....	13
三、爱美客：产品优质、强大营销、医美行业龙头企业.....	15
(一) 聚焦医美，产品定位清晰，盈利能力强.....	15
(二) 重视研发、营销突出、重员工激励.....	18
1. 重视研发、储备项目丰富.....	18
2. 营销突出、反馈产品创新.....	21
(三) 募投项目及业务延伸.....	23
四、相关标的.....	24
五、风险提示.....	24

图表目录

图表 1	医疗美容行业主要参与方	6
图表 2	医疗器械行业主要法律法规	7
图表 3	医疗器械分类及相应监管	8
图表 4	医疗器械生产经营企业市场准入管理	8
图表 5	透明质酸应用领域	9
图表 6	全球透明质酸原料市场规模（单位：吨）	9
图表 7	中国医药级透明质酸终端产品销售金额（亿）	9
图表 8	中国医疗美容透明质酸产品市场份额占比（按销售金额）	10
图表 9	手术类与非手术类医疗美容	10
图表 10	中国医美行业收入	11
图表 11	中国医美行业手术类及非手术类收入占比	11
图表 12	医疗器械研发注册流程	12
图表 13	我国透明质酸钠终端产品市场的主要品牌玩家	12
图表 14	医疗美容类终端产品销售模式对比	13
图表 15	爱美客发展历史	14
图表 16	爱美客主要产品	14
图表 17	公司部分荣誉	15
图表 18	股权结构	15
图表 19	注射用透明质酸钠收入规模	16
图表 20	爱美客营收构成	16
图表 21	爱美客竞争优势	16
图表 22	爱美客毛利润、归母净利润及增速	17
图表 23	爱美客毛利率、净利率水平	17
图表 24	爱美客主要产品平均单价（元/支）	17
图表 25	爱美客主要产品经销折扣	17
图表 26	主营业务分地区	17
图表 27	主营业务收入季节性变化	17
图表 28	爱美客各主要产品单位生产成本变化（元/支）	18
图表 29	爱美客主要产品毛利率变化	18
图表 30	爱美客产销率	18
图表 31	爱美客三项费用率	18
图表 32	核心研发人员持股情况	18

图表 33	爱美客员工类别.....	19
图表 34	爱美客研发费用投入.....	19
图表 35	生物药品研发注册流程.....	20
图表 36	爱美客研发项目及产品储备.....	20
图表 37	爱美客在研项目所处阶段.....	20
图表 38	目前我国获批的三款肉毒素产品.....	21
图表 39	目前三款肉毒素产品.....	21
图表 40	爱美客主要产品经销/直销单位价格-1(元/支).....	22
图表 41	爱美客主要产品经销/直销单位价格-2(元/支).....	22
图表 42	爱美客主要产品直销比例.....	22
图表 43	爱美客杜邦分析.....	23
图表 44	销售人员的员工持股情况.....	23

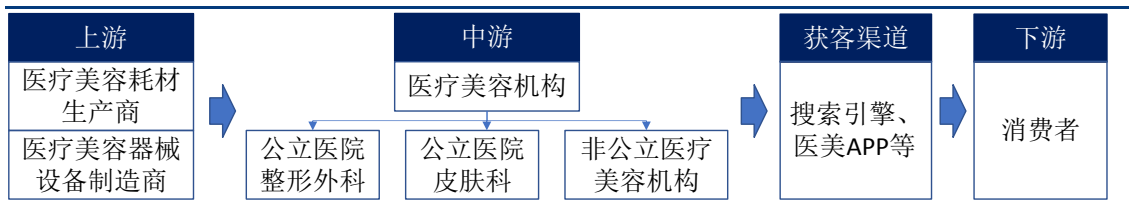
一、行业概况

医疗美容是运用手术、药物、医疗器械以及其他具有创伤性或者侵入性的医学技术方法对人的容貌和人体各部位形态进行的修复与再塑，以开展医疗美容诊疗业务为主的医疗机构为医疗美容机构。本质上医疗美容仍然属于医疗服务类别，由监管部门按照医疗机构相关要求**进行监督管理**。但**医疗美容服务与传统医疗服务的刚需性和必需性有所不同，消费属性更强，消费者有较大的自主性和可选性，因此产品和服务以市场自主定价为主，机构有较大定价自主权。**

医美经营主体主要为民营资本的非公立医疗机构，在终端销售模式上通过广告投放、搜索引擎竞价、医美 app 社区分享等方式进行营销活动来获得和维护客源。与传统医药终端销售模式相近，医疗美容终端销售也会通过组织或参与行业会议、学术研讨会、学术培训等方式推介产品；**影响销售的主要是产品的合规、安全、修复效果、品牌、价格及合作关系等**，相对而言医生决策权较低，医疗机构的采购决策权更高。基于上述特点，医美产品的供应商也会根据自身产品定位和特性，与机构共同定制营销方案帮助机构进行客户管理（应对后者的拓客成本高的问题），同时提升产品竞争力。

医疗美容围绕医疗器械及生物药品等展开。近年来我国非手术类医美项目占比提升，其中最受欢迎的是透明质酸和肉毒素类，前者属医疗器械，后者为生物制剂（在我国为管制类毒麻药，正规医疗机构对此管控非常严格）。发改委、药监局、卫健委为医疗器械行业的主管部门，中国医疗器械行业协会为行业自律组织。行业参与者包含上游耗材制造商和器械制造商、医疗美容机构和广大消费者。

图表 1 医疗美容行业主要参与方



资料来源：爱美客招股书、华创证券

医疗器械行业技术要求高、研发周期长、工艺路线复杂、对环境要求严格，同时对研发人员的技术储备、经验积累等综合素质要求很高；行业内先进者的关键技术和生产工艺也建立了专利保护，因此**进入供应商行列具有很高的技术壁垒**。同时该行业实行严格的监管，资质申请和获批也形成了硬性的业务壁垒，持证企业可以把握窗口期快速发展——行业具有**“牌照垄断”性质**；技术高、周期长、申请注册流程久、具有一定的风险等也决定了该行业需要较高的资金投入，而且技术迭代、产品创新等也要求企业持续投入，**资金壁垒高**。因此**受监管的上游供应商竞争格局相对较好**。

相比而言，**中游机构的进入壁垒较低**，据艾瑞咨询，2019 年我国具备医疗美容资质的机构约 13000 家；但**达到技艺精湛的要求甚高，发展仍不成熟、人才缺乏，销售端更多为营销驱动（获客成本高昂）**。经过初期的市场普及、教育之后，我国消费者对于医疗美容服务的接纳程度正在提高，行业发展空间大，但医美行业仍然处在较早期的发展阶段，有大量灰色供给和合规性较差的经营机构，产品端体现为水货、未经 CFDA 通过的仪器设备、甚至假货；机构方面以工作室和无证提供医美类目的生活美容院为主。

（一）医疗器械

经济发展、人口数量增长、新兴市场及中等收入群体对医疗保健服务需求的增加等因素驱动下，全球医疗器械市场规模持续快速增长，据 Evaluate Medtech 发布的《World Preview 2018, Outlook to 2024》，2018 年全球医疗器械市场规模初步测算为 4278 亿美元，预计 2019 年上升至 4500 亿美元以上。

医疗器械行业汇集医药、器械、电子、塑料等多学科领域，知识密集；结合了传统工业与生物医学工程、电子信息、现代医学影像技术等高新技术，技术与资金密集；产品品种繁多，且不断增加，满足越来越细分的消费者需求。医疗器械行业也是一个全球化竞争的行业，美国、欧洲、日本等地区较早发展该产业，占据了大部分的市场份额，以我国为代表的新兴市场产品普及需求和升级换代需求并存，市场需求高速增长。

近年来我国经济腾飞、社会医疗完善、民众保健意识提升，医疗器械行业快速发展。根据中国医药物资协会医疗器械分会统计，2011年到2016年国内医疗器械市场销售规模从2011年的1470亿元快速增长到2016年的3700亿元，cagr=20.28%。国家出台了一系列的法律法规及政策鼓励和监督行业健康发展。

图表 2 医疗器械行业主要法律法规

名称	主要内容	颁布时间
《食品药品监管总局关于印发创新医疗器械特别审批程序（试行）的通知》（食药监械管[2014]13号）	规定了符合创新医疗器械特别审批的情形，规范了申请创新医疗器械特别审批的文件内容	2014年
《医疗器械注册管理办法》（国家食品药品监督管理总局令4号）	规定了医疗器械注册申请人的基本要求、产品技术要求和注册检验、临床评价、产品注册、注册变更、监督管理、法律责任等内容	2014年
《医疗器械说明书和标签管理规定》（国家食品药品监督管理总局令6号）	规定了医疗器械说明书和标签的内容、形式、表述	2014年
《医疗器械生产监督管理办法》（国家食品药品监督管理总局令7号）	规定了开办医疗器械生产企业的申请与审批、医疗器械生产企业许可证管理、医疗器械委托生产的管理、医疗器械生产的监督检查、法律责任等内容	2014年
《医疗器械经营监督管理办法》（国家食品药品监督管理总局令8号）	规定了医疗器械的经营许可与备案管理、经营质量管理、监督管理、法律责任等内容	2014年
《关于施行医疗器械经营质量管理规范的公告》（国家食品药品监督管理总局2014年第58号）	对医疗器械经营企业职责与制度、人员与培训、设备与设施、采购、收货与验收、入库、贮存与检查、销售、出库与运输、售后服务等方面提出了具体的要求	2014年
《关于发布医疗器械生产质量管理规范的公告》（国家食品药品监督管理总局2014年第64号）	对医疗器械生产企业机构与人员、厂房与设施、设备、文件管理、设计开发、采购、生产管理、质量控制、销售和售后服务、不合格品控制、不良事件检测、分析和改进等方面提出了具体的要求	2014年
《药品医疗器械飞行检查办法》（国家食品药品监督管理总局令14号）	为加强药品和医疗器械监督检查，强化安全风险防控，针对药品和医疗器械研制、生产、经营、使用等环节，开展不预先告知的监督检查方法	2015年
《医疗器械分类规则》（国家食品药品监督管理总局令15号）	结合医疗器械分类工作积累的经验，对原《分类规则》部分条款和分类标准判定进行了细化和完善	2015年
《医疗器械使用质量监督管理办法》（国家食品药品监督管理总局令18号）	医疗器械使用单位、生产经营单位以及食品药品监督管理部门的职责、权限进行了明文规定，旨在加强医疗器械使用质量监督管理，保证医疗器械使用的安全性、有效性	2015年
《医疗器械标准管理办法》（国家食品药品监督管理总局令33号）	规定了医疗器械标准管理职责、标准制定与修订、标准实施与监督等内容	2017年
《医疗器械召回管理办法》（国家食品药品监督管理总局令29号）	规定医疗器械缺陷的调查与评估、主动召回、责令召回及法律责任等内容	2017年
《国务院关于修改〈医疗器械监督管理条例〉的决定》（国务院令680号）	对《医疗器械监督管理条例》部分条款进行了修改	2017年
《关于实施〈医疗器械分类目录〉有关事项的公告》（2017年第143号）	对《医疗器械分类目录》进行了修订，自2018年8月1日起实施	2017年
《关于发布〈医疗器械临床试验机构条件和备案管理办法〉的公告》（2017年第145号）	医疗器械临床试验机构由资质认定改为备案管理	2017年
《医疗器械不良事件监测和再评价管理办法》（国家市场监督管理总局令1号）	明确了医疗器械上市许可持有人的主体责任，按基本要求、个例不良事件、群体不良事件、定期风险评价报告，分别规定了报告与评价的时限、流程和工作要求，细化持有人风险控制要求，规定持有人应当主动开展再评价，并强化药品监管部门的监督检查，加大对违法违规行为的惩处力度	2018年
《关于发布〈创新医疗器械特别审查程序〉的公告》（2018年第83号）	鼓励医疗器械研发创新，向创新医疗器械提供特别审批程序，加快审批进程，从而促进医疗器械新技术的推广和应用	2018年

资料来源：爱美客招股书、华创证券

医疗器械行业在国内实行产品管理和市场准入管理，即既管理产品也管理生产、经营企业。产品管理上，按照风险

程度医疗器械产品分为三类，实施不同程度的监管。

图表 3 医疗器械分类及相应监管

类别	风险程度	管理策略	医疗器械范围	备案/注册管理
I类	低	常规管理	基础外科手术器械、医用X光胶片、纱布绷带等	产品备案。由备案人向所在地设区的市级药品监督管理部门提交备案资料
II类	中度	严格控制管理	医用缝合针、血压计、体温计等	产品注册。由注册人向所在地省、自治区、直辖市药品监督管理部门提交注册申请资料，药品监督管理部门审查批准后颁发医疗器械注册证书
III类	较高	特别措施，严格控制	植入式心脏起搏器、角膜接触镜、医用可吸收缝合线等	产品注册。由注册人向国家药监局提交注册申请资料，药品监督管理部门审查批准后颁发医疗器械注册证

资料来源：爱美客招股书、华创证券

对应于医疗器械产品的类别，生产企业和经营企业也实施不同的市场准入。

图表 4 医疗器械生产经营企业市场准入管理

类别	备案/注册管理
I类	生产企业备案管理（向所在地设区的市级药品监督管理部门提交备案资料，办理生产备案）；经营企业不需要许可和备案
II类	生产企业为生产许可管理，向所在地省、自治区、直辖市药品监督管理部门申请生产许可，药品监督管理部门审查批准后颁发医疗器械生产许可证；经营企业需向所在地设区的市级药品监督管理部门备案
III类	生产企业为生产许可管理，向所在地省、自治区、直辖市药品监督管理部门申请生产许可，药品监督管理部门审查批准后颁发医疗器械生产许可证；经营企业需向所在地设区的市级药品监督管理部门提出申请，药品监督管理部门审查批准后颁发医疗器械经营许可证

资料来源：爱美客招股书、华创证券

赛瑞研究数据显示，我国医疗器械中占比达到 40-50% 的生物医用材料在 2015 年的市场销售额接近 1440 亿元（增速超过 17.2%），其中软组织修复材料是一个重要细分，广泛应用于整形外科、皮肤科、烧伤科、神经科等多个科室。随着技术的发展与演进，理想的软组织修复材料需要具有几方面的优良特性：

- 1) 安全性方面，良好的生物相容性，无毒无刺激无免疫原性；
- 2) 组织相容性方面，根据所使用的决定是否可降解以及降解速度，机械性能与周围组织相近，植入体内无异物感；
- 3) 细胞活性方面，植入后可诱导细胞生长、迁移与增殖，促进体内组织自修复。

透明质酸由于其特定的结构而具有良好的保湿性、粘弹性和润滑性，而且在人体内天然存在，具有可降解和生物相容性等特点，被广泛用作生物医用材料。随着年龄增长人体内透明质酸含量会流失，因此也出现了涂抹、食用/饮用、注射等透明质酸产品。在医美行业中，经修饰后的透明质酸可以通过皮下填充剂的方式进入真皮褶皱凹陷或希望丰润的部位更直接、快速地进行补充。

注射类透明质酸可以按用途细分为三种：

- 水光针：多为无交联剂的小分子玻尿酸，起到补水、保湿、提亮肤色作用，配合机器注射。可与其他针剂进行混合（如 prp、维 C、动能素等）。水光针客单价较低，由于可以被完全代谢，因此复购率较高，1-2 月即可补打。
- 填充剂：局部填充，用于面部组织的塌陷，如太阳穴、额头、鼻基底填充。客单价较高，维持时间有限，为维持最好效果，需要补打。
- 塑形剂：局部塑形，用于改变面部轮廓，如山根等位置。客单价最高。

（二）透明质酸

透明质酸，又名玻尿酸、HA，广泛存在于人体之中并作为表皮和真皮的主要基质成分之一，起到吸收水分、保持湿润的作用，随年龄增长而含量下降；根据应用领域和技术要求的不同，主要分为医药级、化妆品级和食品级。以透明质酸钠为主要成分研发的终端产品有骨科注射液、滴眼液、眼科手术粘弹剂、注射美容填充产品、手术防粘连产品、护肤品及保健食品等。随着人们生活水平的提高、老龄化加快，透明质酸钠系列产品在医药领域的渗透率快速增长、市场规模迅速扩大。

图表 5 透明质酸应用领域

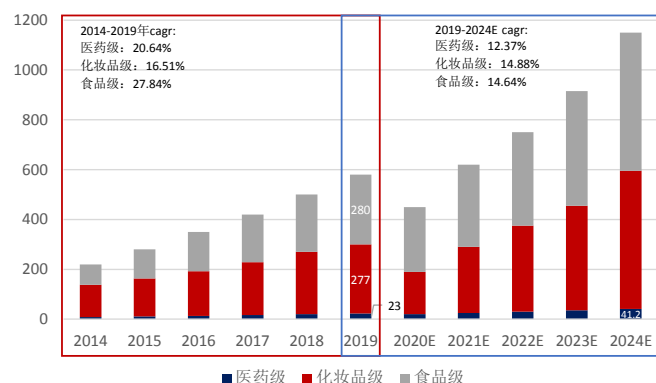
应用领域	作用	应用领域
医药领域	①可替代关节滑液，减轻疼痛及促进关节损伤的愈合； ②用来填充并扩张皮肤等，以改善填充部位缺陷； ③防止术后粘连、减少疤痕的形成； ④保护组织表面，使其免受脱水、有害物质的损伤； ⑤可作为治疗肿瘤的靶向药物载体。	黏弹性补充疗法（膝关节炎、骨关节炎和肩周炎改善用药）；黏弹性填充（软组织填充剂）；黏弹性阻隔（术后防粘连）；黏弹性保护（眼科粘弹剂、隐形眼镜保护液）；药物载体
化妆品领域	①具有极高的保水性能； ②可减少紫外线投射，修护紫外线所致的皮肤损伤； ③皮肤轻度烧伤时，涂抹含 HA 的化妆品可减轻疼痛，加速受伤部位愈合； ④优良的润滑性和成膜性；增稠和稳定乳化作用。	用于护肤、发用、彩妆、清洁等产品
食品领域	补水、改善关节功能和骨质疏松、修复胃黏膜损伤、促进创伤愈合、改善心血管系统、改善软骨病症状、提高人体免疫力、促进血管生成。	用于胶囊、片剂、冲剂、口服液等保健食品或饮料、糖果等普通食品

资料来源：华熙生物招股书、华创证券

根据弗若斯特沙利文（Frost&Sullivan）的数据，全球透明质酸市场呈上升趋势，2015-2019 年全球透明质酸原料销量 $cagr=20.0\%$ ，2019 年达到 580t (+16%)，其中医药级销量 23t。Frost&Sullivan 预计 2024 年医药级透明质酸销售量达 41.2t，占总体比例约 3.6%左右。中国市场医药级透明质酸终端产品销售金额 2018 年达到 68.8 亿元，2014-2018 $cagr=17.4\%$ ；医疗美容类别 $cagr$ 达到 32.3% 超过总体增速，2018 年达到 37 亿元；2014-2018 年间骨科、眼科治疗领域的透明质酸终端产品 $cagr$ 分别为 0.6% 和 16.1%。

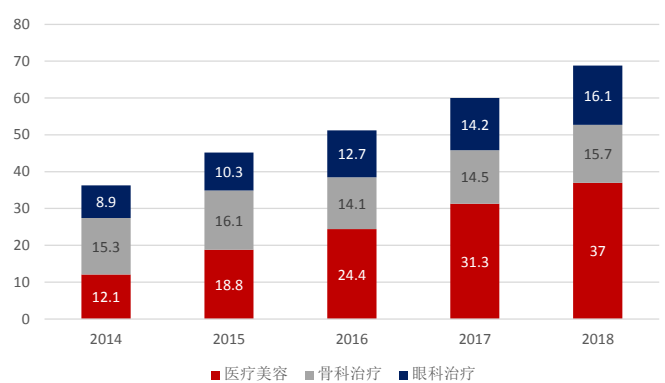
医疗美容是透明质酸的主要应用领域之一。据美国整形美容外科协会，美容用透明质酸钠销售额占总销售额的 60% 以上，2017 年全球销售额达 25.43 亿美元，预测 2018 年超过 28 亿美元。2018 年我国医疗美容透明质酸终端产品销售额占总体的 53.8%。

图表 6 全球透明质酸原料市场规模（单位：吨）



资料来源：Frost & Sullivan、华熙生物 2020 半年报、华创证券

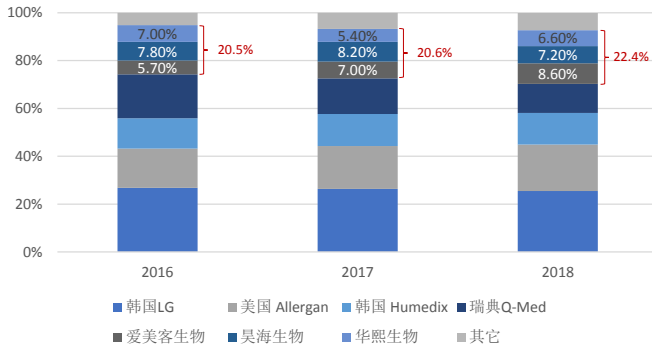
图表 7 中国医药级透明质酸终端产品销售金额（亿）



资料来源：Frost & Sullivan、爱美客招股书、华创证券

国产透明质酸品牌受到进口透明质酸品牌挤压。Frost&Sullivan 数据显示，国内三大透明质酸品牌巨头华熙生物、昊海(本文“昊海”指昊海生物科技股份,下同)和爱美容生物在中国透明质酸市场合计占比在 2016-2018 年仅为 20.5%、20.6%、22.4%，其中爱美容 2018 年份额达到 8.6%；而进口品牌韩国伊婉（隶属于 LG）在 2016 年至 2018 年期间，占中国透明质酸市场 26.8%、26.4%、25.5%，超过国内三大巨头占比总和。

图表 8 中国医疗美容透明质酸产品市场份额占比（按销售金额）



资料来源：Frost & Sullivan，爱美容招股书，华创证券

（三）肉毒素等

医疗美容行业相关的生物制剂有肉毒素、基因重组蛋白等。根据美国透明市场研究（Transparency Market Research）数据，2017 年全球肉毒素市场规模约 45.27 亿美元，预计 2026 年达到 87.19 亿美元（cagr=7.6%）；肉毒注射为美国渗透率最高的非手术类医美项目。肉毒素可用于瘦脸、瘦肩、瘦腿、除皱（消除动态纹）和面部提拉，成熟产品有瘦脸针、提拉针、去皱针等，根据 IMS 样本医院统计数据我国正规渠道肉毒素市场规模约在 10-15 亿元之间（2011-2015 年 cagr=27.32%）。我国仅有 3 张肉毒素证件（其中英国 Ipsen 旗下的 Dysport-丽舒妥/吉适在 2020.6 获批，成为国内第三张肉毒素批文；过去国内肉毒素市场由美国 Botox 保妥适和兰州衡力两家占据），目前仍有其他产品在审批流程中，仍然有较大开发空间。

此外，用于糖尿病及肥胖症治疗的基因重组蛋白药物等也开始被发掘应用于医疗美容范围，以达到瘦身纤体、塑形美体的效果。

（四）医疗美容

全球看医疗美容行业已处于稳定增长阶段，按照国际整形美容医学会统计，医美服务疗程数从 2011 年的 1470.78 万例增至 2017 年的 2339.05 万例，cagr=8.04%。近年来我国医疗美容市场快速发展，也是全球增速最快的医美市场之一。根据卫生统计年鉴，2011 年末我国各类医疗机构中医疗美容科床位数为 5242 张，2017 年末增至 11470 张（cagr=13.94%），相应就诊人数分别为 113.12 万人次（整形外科医院和美容医院分别为 34.72 万人次和 78.40 万人次）和 534.42 万人次（整形外科医院和美容医院分别为 71.79 万人次和 462.63 万人次），cagr=29.54%。

根据 Frost&Sullivan，我国受监管的医美行业总收入从 2014 年 522 亿元增长到 2018 年的 1217 亿元，cagr 约为 23.6%；预计 2023 年总收入将超过 3600 亿元，cagr 约为 24.2%。医疗美容市场根据是否手术分为两大类，均由经注册的专业医师及医疗专家进行。

图表 9 手术类与非手术类医疗美容

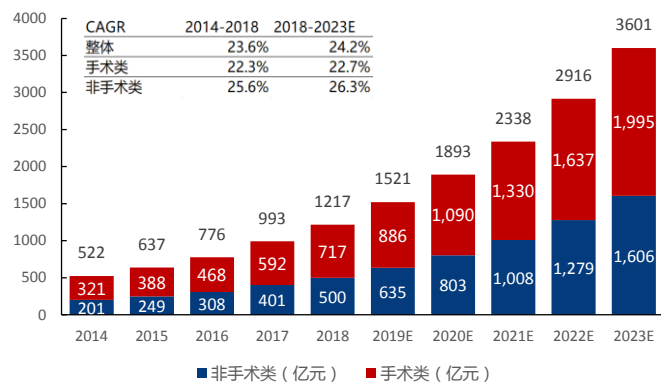
项目	手术类	非手术类
器材	手术刀	注射填充材料、激光等
次数	一次	多次

项目	手术类	非手术类
康复时间	根据手术难度，以周计	根据服务难度，以小时计
风险	较高	较低
主要方式	通过手术对胸、鼻、眼皮及其他身体部位进行侵入性改变，根本上改变外观	注射疗法： 注射肉毒杆菌、透明质酸钠、胶原蛋白、聚左旋乳酸等消除面部皱纹、凹陷 激光疗法： 使用激光收紧深层皮肤、去除色素、重塑肌肤表层

资料来源：爱美客招股书、华创证券

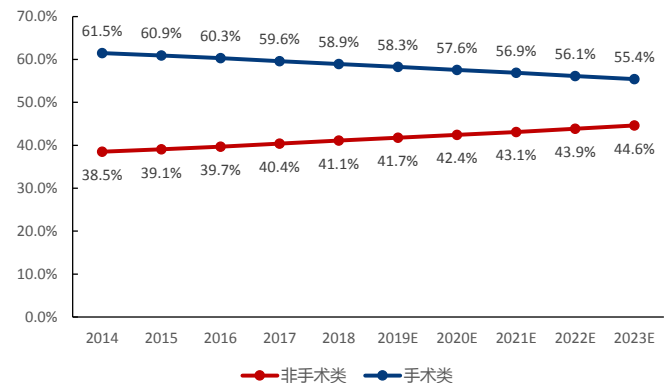
相比于手术类整形的时间长、价格高昂、较高风险，以注射类为代表的非手术类（又称微整形）项目更受欢迎、复购率也更高。Frost&Sullivan 数据显示我国医美行业非手术类收入占比从 2014 年 38.7% 上升到 2018 年 41%，预测 2023 年非手术类收入占比达到 44.6%。2014-2018 年间我国医美注射产品中国品牌销售收入年均复合增速为 32.2%，高于同期进口品牌的 18.7%；但国产品牌单价较低，2018 年收入排名前三的本土企业合计占比仅 23.4%，进口品牌仍然在我国医疗美容市场占据主导地位。随着本土产品的品类增多、质量提升、技术创新，预计未来本土品牌份额有望提升，Frost&Sullivan 预测我国医美透明质酸终端产品在 2021 年市场规模将超 50 亿元人民币，本土品牌占比约 30%。

图表 10 中国医美行业收入



资料来源：Frost & Sullivan、新氧招股书、华创证券

图表 11 中国医美行业手术类及非手术类收入占比



资料来源：Frost & Sullivan、新氧招股书、华创证券

根据 ISAPS2017 年度报告，全球医疗美容治疗量位居前五的国家维持 2016 年排名，为：美国、巴西、日本、墨西哥和意大利，合计占比达到 38.4%。目前我国医疗美容行业渗透率远远低于美国、巴西、韩国等国，在一段时间内仍将维持快速发展。未来我国医疗美容行业预计将呈现出如下趋势：

- 1) 非手术类项目以更低成本、更小风险、更短时间而获得更大青睐。据国际整形美容医学会统计，2017 年透明质酸钠和肉毒素两项目已经占全球医疗美容项目数的 17.35% 和 16.47%。
- 2) 公立医院因其公立性质、刚需属性主要承担治疗性医疗服务，偏向消费的医疗美容服务主要依托非公立医疗机构，且民营资本充分竞争。
- 3) 医疗技术更加精细化、设备更为先进、材料更加安全。
- 4) 消费者群体拓宽、从业机构更加规范。

医疗美容服务让消费者在更短的时间周期内获得容貌上的改变，具有一定的消费门槛和成瘾性，非标、优质产品和服务粘性高。随着行业的发展和市场教育，人们对于医美的接纳程度逐步提升。驱动行业发展的因素包含了收入水平提升、人口年龄结构变化、对美的期待和追求、社会变革。此外，在一定程度上，颜值越高收入越高——颜值经济学。美国经济学家丹尼尔·荷马仕曾提出颜值和终身劳动力总收入的较强正相关性，社会存在“丑陋罚金”和“美貌溢价”现象；韩国经济学家也发现了颜值与配偶收入成正相关关系；而部分贫富分化/阶级固化严重的区域，医疗美容服务的颜值投入或成为个人实现阶层流动、获得更大利益的一个手段。

二、专注医美领域的爱美客

(一) 医疗美容行业国内主要玩家

医疗美容行业的主要载体类别之一——软组织修复材料行业，技术、资质、资金壁垒较高，前期投入较大且需持续投入，行业竞争集中在少数具备技术优势和有先发优势的成规模企业之间，但国产品牌也面临着国际品牌的竞争。

图表 12 医疗器械研发注册流程



资料来源: Frost & Sullivan、爱美客招股书、华创证券

目前共有 17 家公司在我国境内取得透明质酸钠注射液相关产品的医疗器械注册证书，国内玩家主要有爱美客、华熙生物和昊海。华熙生物主力产品和技术在于透明质酸原料和目前正在快速增长的功能性护肤品业务(生活美容领域)，昊海主要在眼科、骨科方面发力，而即将登陆资本市场的爱美客专注于生物医用材料的研发。

图表 13 我国透明质酸钠终端产品市场的主要品牌玩家

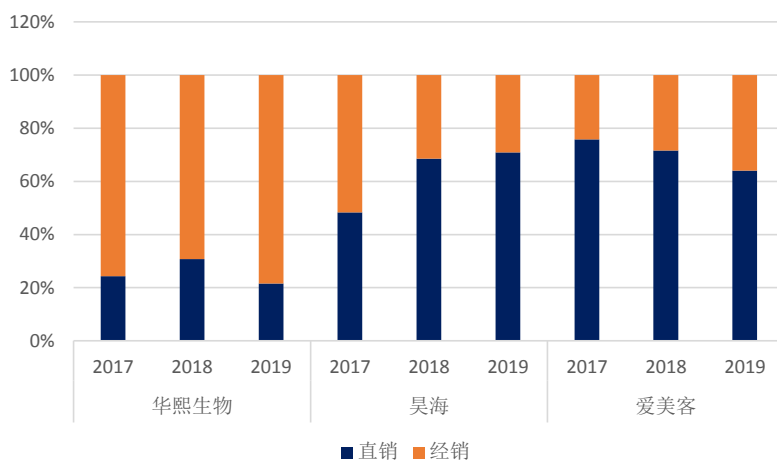
企业类别	企业名称	品牌名称	上市时间	交联方式	交联剂	价格/ml
内资企业	昊海(其胜生物)	海薇	2013.09	单相交联	DVS	300~1500
内资企业	华熙生物	润百颜白紫	2012.07	双相交联	BDDE	480~1000
内资企业	华熙生物	润百颜黑金	2012	双相交联	BDDE	480~2000
内资企业	常州药物研究所	碧萃诗	2018.03	单相交联	BDDE	600~1500
内资企业	蒙博润生物	舒颜	2014.02	双相交联	BDDE	500~2000
外资企业	LG	伊婉 classics	2013.07	双相交联	BDDE	650~2800
内资企业	协和医疗	欣菲聆	2015.07	双相交联	BDDE	880~2800
内资企业	爱美客生物	爱芙莱	2015	双相交联	BDDE	1000~3000
内资企业	和康生物(中国台湾)	贝丽姿	2017	双相交联	BDDE	1500~3000
外资企业	LG(韩国)	伊婉 volumn s	2014	双相交联	BDDE	1800~3800
内资企业	和康生物(中国台湾)	肤美登	2016.04	双相交联	BDDE	980~3880
内资企业	华熙生物	润致	2018	双相交联	BDDE	2500~4000
内资企业	爱美客生物	逸美	2009.10	/	/	3000~4000
内资企业	昊海	姣兰	2017	单相交联	BDDE	3000~4000
外资企业	Q-MED(瑞典)	瑞蓝 2 号	2008.12	双相交联	BDDE	1000~4800
外资企业	LG(韩国)	伊婉 classics plus	2015	双相交联	BDDE	2000~5000
外资企业	LG(韩国)	伊婉 volumn plus	2016	双相交联	BDDE	3000~6000
外资企业	Humedix(韩国)	艾莉薇	2015.01	单相交联	BDDE	3500~6800
内资企业	科妍生物(中国台湾)	法思丽(靛致)	2014.04	双相交联	BDDE	1800~7800
内资企业	凯乐普	玻菲	2017.07	双相交联	BDDE	4000~7000
外资企业	DAEWOONG(韩国)	婕尔	2019.03	双相交联	BDDE	6000~7800
外资企业	CROMA(奥地利)	Princess	2017.05	单相交联	BDDE	6800~9800
外资企业	Q-MED(瑞典)	瑞蓝 3 号/Lyft/Perlane	2018	双相交联	BDDE	1900~10000

企业类别	企业名称	品牌名称	上市时间	交联方式	交联剂	价格/ml
外资企业	艾尔建（美国）	乔雅登极致	2015.05	单相交联	BDDE	4800~12500
内资企业	爱美客生物	宝尼达	2012	/	/	6000~15000
外资企业	艾尔建（美国）	乔雅登雅致	2015	单相交联	BDDE	5000~17000
外资企业	菲洛嘉（法国）	Art Filler	2019.11			
外资企业	吉诺斯（韩国）	蒙娜丽莎	2019.12			

资料来源：华熙生物招股书、爱美客招股书、华创证券整理

几个主要国内玩家的医疗美容类终端产品都安排专业的团队对医疗机构、临床医生和消费者进行培训和宣传服务，均采取直销+经销的模式，主要的直销客户包括民营医院、公立医院、诊所/门诊部等。销售模式上爱美客更加注重直销，经过长期的渠道精耕，爱美客产品覆盖了大型连锁非公立医疗机构和中国人民解放军空军军医大学第一附属医院（西京医院）、中国医学科学院整形外科医院和中日友好医院等三甲公立医院等优质客群。直销为主的销售模式也有利于爱美客快速获取市场信息、把握市场需求，增强对市场的控制力，从而树立良好的品牌形象。

图表 14 医疗美容类终端产品销售模式对比



资料来源：华熙生物、爱美客、昊海生科招股书、华创证券

注：华熙生物 2019 年为 Q1 数据，昊海为 2019H1 数据（直销上升较快，主要是 2019H1 加大了医美产品终端市场直销开拓力度，同时将第一大客户上海康汝计入直销客户）

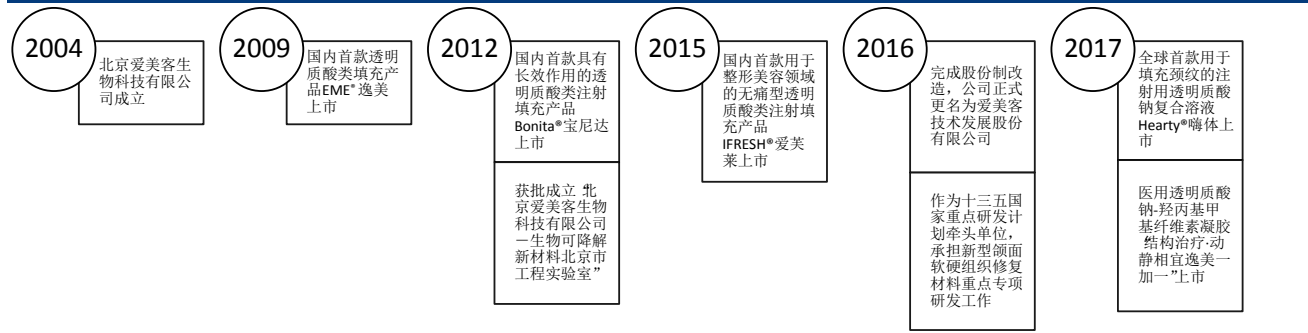
（二）爱美客概况

爱美客前身是北京英之煌生物科技有限公司，成立于 2004 年 6 月，2005 年 12 月更名为爱美客有限；是一家专业从事生物医用材料研发、生产和销售的创新型领先企业，也是国内首家取得国家药监局批准用于面部软组织修复的注射用透明质酸钠医疗器械产品注册证书（公司主要产品均属于 III 类医疗器械）的企业。公司多年来坚持以消费者需求为导向，凭借自身雄厚的研发力量和高效的管理运营模式，上市多种品类高质量产品，获得市场和部门的双重认可，旗下六款产品适用不同范围、不同层次、不同效果，形成错位协同发展；其中逸美、宝尼达、爱芙莱、嗨体等四款产品被认定为北京市新技术新产品。

公司依靠自主研发，形成了多组分复合仿基质水凝胶技术、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、恒水精准切割技术等核心技术，培育出逸美、宝尼达、爱芙莱/爱美飞、嗨体、逸美一加一、紧恋等产品。目前，公司有 37 项专利（包含 20 项发明专利，11 项实用新型专利，外观设计专利 6 项），建立了生物可降解新材料北京市工程实验室，作为牵头单位参与“十三五”规划国家重点研发计划“新型颌面软硬组织修复材料研

发”项目。2017年至2019年爱美客营收分别为2.22亿元、3.21亿元及5.58亿元，净利润0.77亿元、1.16亿元及2.98亿元，其中六款主产品在2017年至2019年期间占比超99%。

图表 15 爱美客发展历史



资料来源：爱美客官网、华创证券

图表 16 爱美客主要产品

产品名称	产品类别	图示	批准上市时间	核心技术	适应症	注射层次	备注
医用羟丙基甲基纤维素-透明质酸钠溶液（逸美）	III类医疗器械		2009年10月	多组分复合仿基质水凝胶技术	额部、鼻唇部	皮肤真皮深层至皮下浅层	国内首款针对褶皱皮肤修复的复合注射材料
医用含聚乙烯醇凝胶微球的透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶（宝尼达）			2012年10月	多组分复合仿基质水凝胶技术、水密型微球悬浮制备技术	额部、鼻唇部	皮肤真皮深层至皮下浅层	国内首款含PVA微球针对褶皱皮肤修复的注射材料
注射用修饰透明质酸钠凝胶（爱美莱）			2015年04月	固液渐变互穿交联技术	鼻唇沟	皮肤真皮中层至深层	国内首款含利多卡因针对褶皱皮肤修复的注射材料
注射用透明质酸钠复合溶液（嗨体）			2016年12月	组织液仿生技术	颈部	皮内真皮层	国际首款用于治疗颈纹的复合注射材料
医用透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶（逸美一加一）			2016年12月	多组分复合仿基质水凝胶技术、固液渐变互穿交联技术	额部、鼻唇沟	皮肤皮下浅层至深层之间	新型针对褶皱皮肤修复的复合注射材料
聚对二氧环己酮面部埋植线（紧恋）			2019年5月	恒水精准切割技术	鼻唇沟	皮下脂肪层	国内首款面部埋植线产品

资料来源：爱美客招股书，华创证券

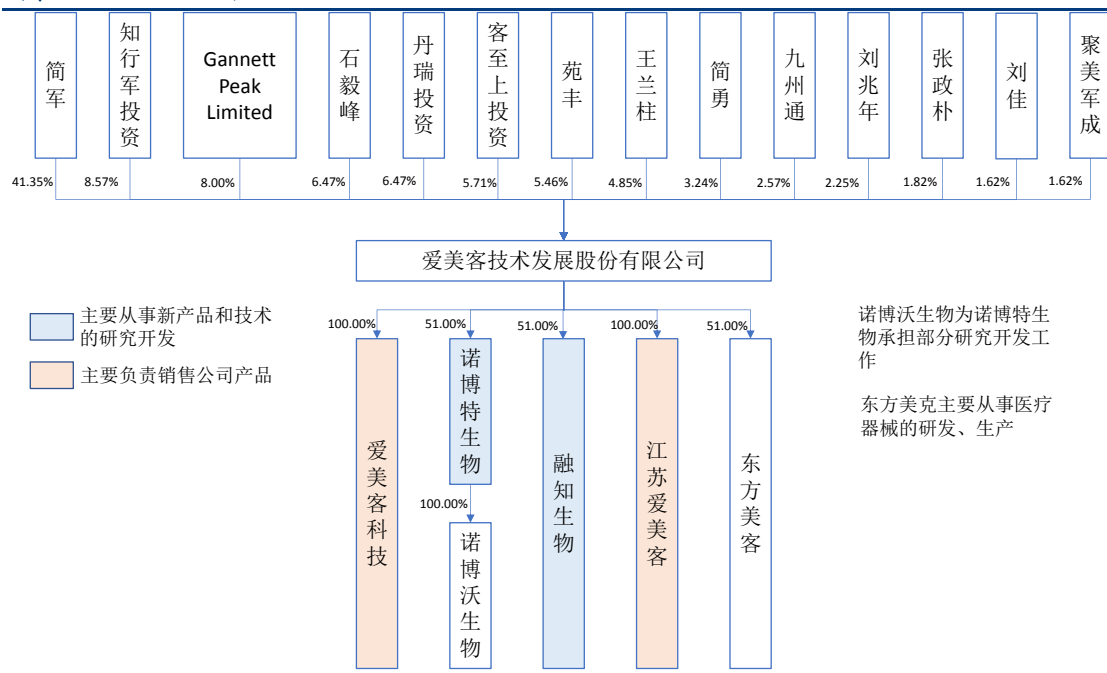
图表 17 公司部分荣誉



资料来源：爱美客官网、华创证券

爱美客股权相对清晰简单。公司共有 13 名穿透股东，董事长简军以直接和间接方式合计持有公司 50.75% 股权，董事、董事会秘书简勇直接持股 3.24%（简军、简勇二人为姐弟关系）；董事及总经理石毅峰持有 16.52% 股权（其中直接持有 6.47%），此外公司搭建有两个员工持股平台：知行军投资和客至上投资，绑定核心人员利益。爱美客目前共有 2 家全资子公司，3 家控股子公司，1 家合营公司。

图表 18 股权结构



资料来源：爱美客招股书、华创证券

三、爱美客：产品优质、强大营销、医美行业龙头企业

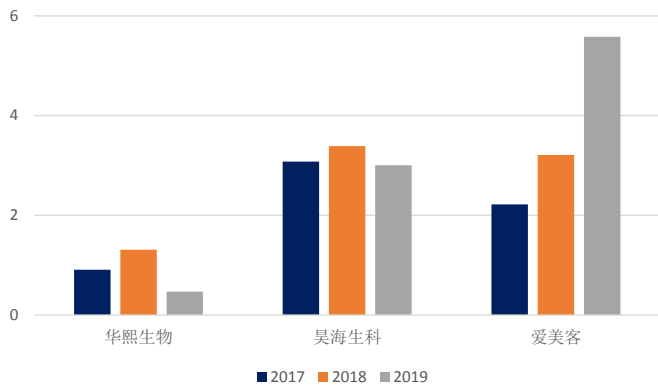
（一）聚焦医美，产品定位清晰，盈利能力强

爱美客业务聚焦于医疗美容服务领域，当前主要产品围绕透明质酸钠，凭借对市场需求的洞察击中消费者痛点，借助优秀的技术和产品创新、并通过强大的营销能力将产品推向市场满足痛点，结合积累的产品批证经验，加速了自身经营和能力迭代，成为医疗美容行业的龙头企业。2017-2019 年营收 cagr 为 58.32%，从 2.22 亿元上升至 5.58 亿元。

自 2009 年公司推出逸美产品以来，至今爱美客主要围绕注射用透明质酸钠凝胶共推出 5 款定位不同、使用部位有别（包括额部、鼻唇部、颈部等）、皮肤不同注射层次、功效差异化的产品，2019 年新获批“紧恋”面部埋植线。含

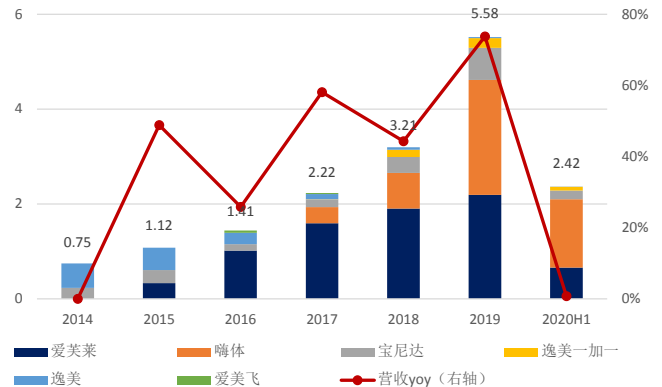
麻（利多卡因）的爱芙莱因舒缓注射疼痛，收入稳中有增；2017年嗨体推出以后，凭借产品独特性、安全性和有效性收入快速上升。疫情期间也因为其不用摘下口罩（注射部位在颈部）而收入占比达到58%。定位中高端、含PVA微球的宝尼达经过市场培育后，开始有较大幅度增加。

图表 19 注射用透明质酸钠收入规模



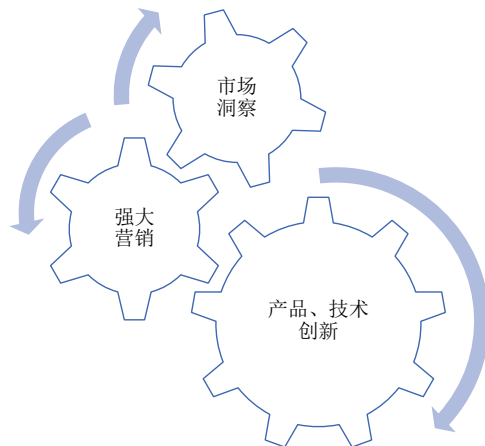
资料来源：爱美客招股书、华创证券 *注：华熙2019为Q1数据

图表 20 爱美客营收构成



资料来源：爱美客招股书，华创证券

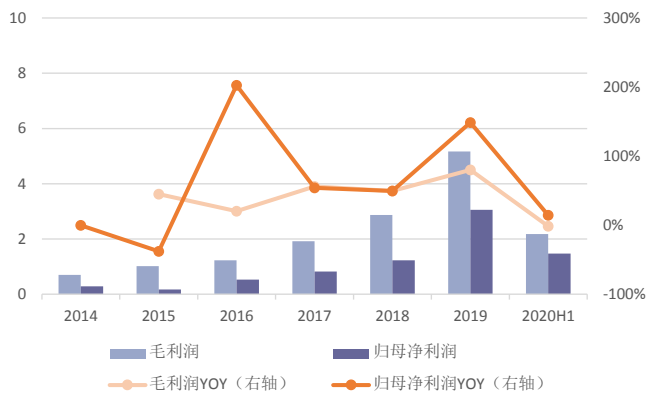
图表 21 爱美客竞争优势



资料来源：爱美客招股书、华创证券

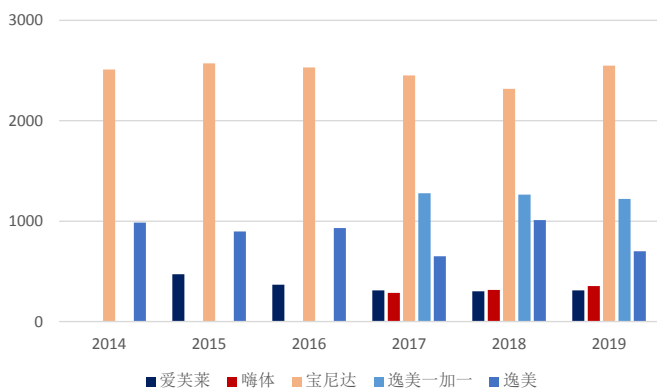
国内透明质酸钠相关产品种类、数量相对有限，优质产品有很高议价，对经销商的议价也非常高。爱美客整体盈利水平高，毛利率在90%左右，净利率在2019年超过50%。爱美客产品除逸美外对经销商的供货价格均在8折以上（逸美获证较早，同类竞品已经较多，公司更新了产品，升级为“逸美一加一”），逸美供货价在6、7折之间。

图表 22 爱美客毛利润、归母净利润及增速



资料来源：爱美客招股书、华创证券

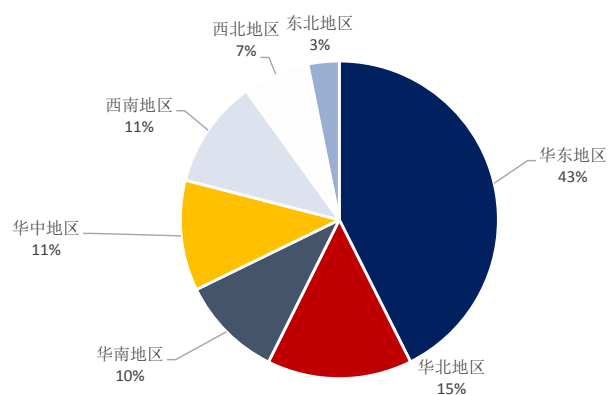
图表 24 爱美客主要产品平均单价（元/支）



资料来源：爱美客招股书、华创证券

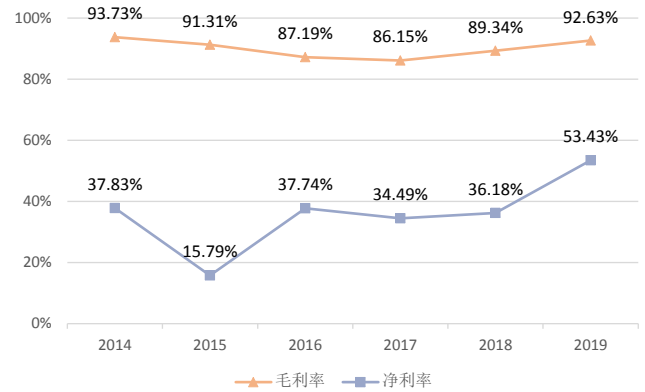
在区域分布上，华东地区经济发展水平较高，消费观念较为成熟，且大型医疗美容机构更为集中，因此爱美客的收入在区域分布上，华东地区稳居第一，占比在 4、5 成，其次华北在 15% 左右。按照往年情况，Q1-Q4 呈环比增长。

图表 26 主营业务分地区



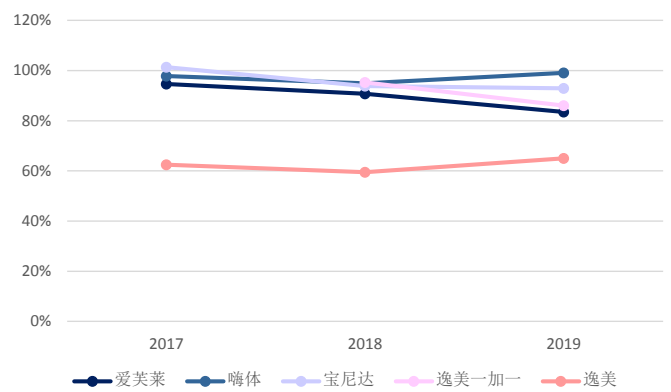
资料来源：爱美客招股书、华创证券

图表 23 爱美客毛利率、净利率水平



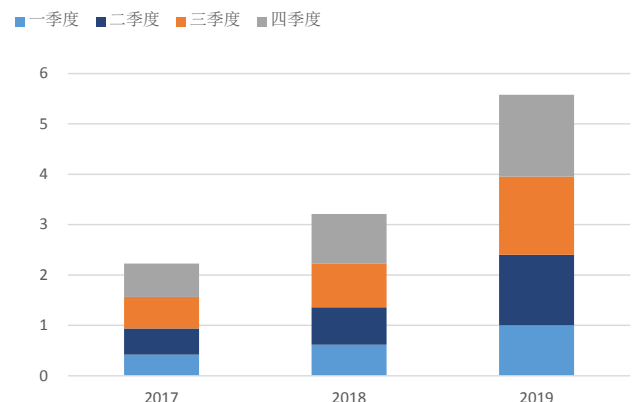
资料来源：爱美客招股书、华创证券

图表 25 爱美客主要产品经销折扣



资料来源：爱美客招股书、华创证券

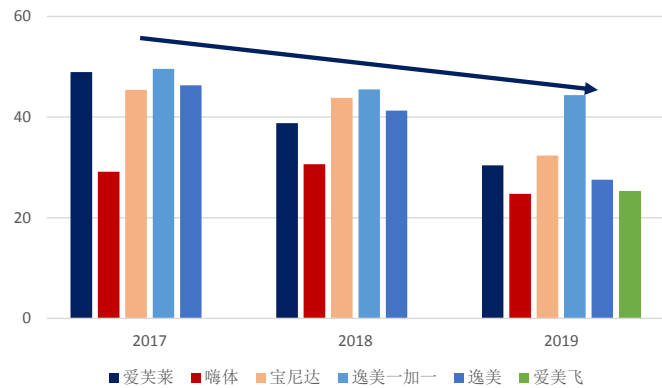
图表 27 主营业务收入季节性变化



资料来源：爱美客招股书、华创证券

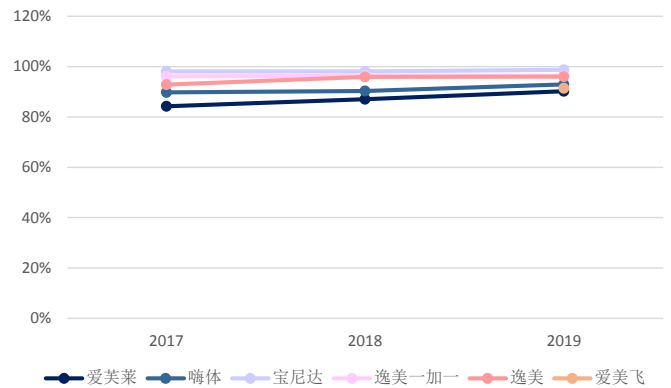
随着业务增长、规模扩大，制造费用、人工成本相对固定，而且规模采购、优化供应商也压低了原料采购成本，爱美客主要产品线的单位生产成本呈下行趋势，带动毛利率提升。

图表 28 爱美客各主要产品单位生产成本变化（元/支）



资料来源：爱美客招股书、华创证券

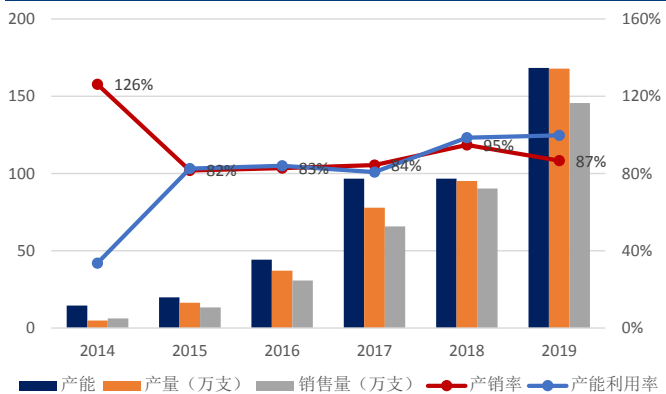
图表 29 爱美客主要产品毛利率变化



资料来源：爱美客招股书、华创证券

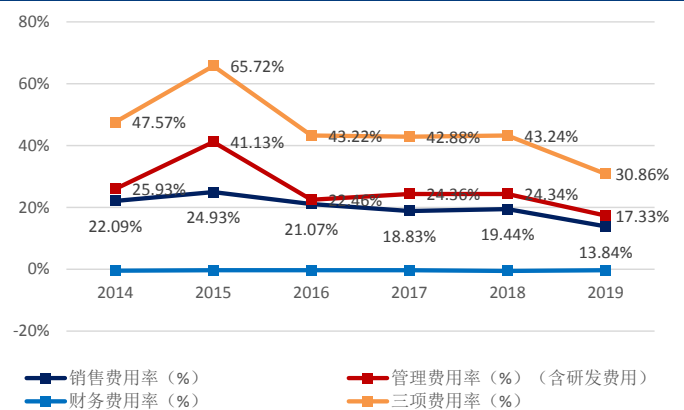
公司近年来产能不断扩张，2019 年为 168 万支，随着市场扩大，产能利用率持续提升；运营效率也逐渐增强，各项费用率呈下降趋势。销售费用率和管理费用率从 2014 年的 22.09% 和 25.93% 下降至 2019 年的 13.84% 和 17.33%（含研发费用率）。

图表 30 爱美客产销率



资料来源：爱美客招股书、华创证券

图表 31 爱美客三项费用率



资料来源：爱美客招股书、华创证券

（二）重视研发、营销突出、重员工激励

1. 重视研发、储备项目丰富

持续不断推出创新、安全、适销对路的产品，是医疗美容服务上游产品公司业绩增长源源不断的驱动力。2019 年公司有 72 名研发及技术人员，占总员工 315 人的 22.86%，涵盖了生物工程、高分子滑雪与物理、制药工程等专业；其中核心技术人员主要包括尹永磊、张堃、陈雄伟、李睿智等，均在员工持股平台中持股（知行军投资为公司核心技术人员持股平台），且公司与核心人员均签署了《保密协议》及《竞业禁止协议》，就核心技术人员任职期间及离职以后保守公司商业秘密和竞业限制的有关事项进行了约定。

图表 32 核心研发人员持股情况

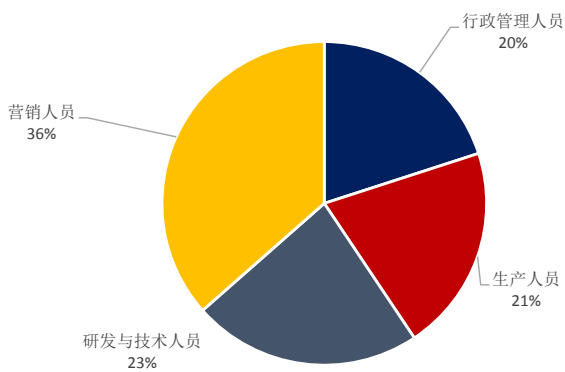
序号	合伙人姓名	合伙人性质	在发行人任职情况	任职时间	折算取得发行人股权的价格	持有持股平台的份额（万元）
1	石毅峰	普通合伙人	总经理	2010.1-至今	9.95 元 / 出资	502.989
2	简军	有限合伙人	董事长	2010.1-至今	9.95 元 / 出资	460.989

序号	合伙人姓名	合伙人性质	在发行人任职情况	任职时间	折算取得发行人股权的价格	持有持股平台的份额（万元）
3	尹永磊	有限合伙人	副总经理	2007.8-至今	9.95元/出资	12
4	张堃	有限合伙人	项目经理	2014.4-至今	9.95元/出资	6
5	陈雄伟	有限合伙人	研发部经理	2013.7-至今	9.95元/出资	6
6	李睿智	有限合伙人	项目经理	2015.6-至今	9.95元/出资	6
7	杜培	有限合伙人	产品部经理	2010.3-至今	9.95元/出资	6
8	张容丽	有限合伙人	总经理助理	2011.2-至今	9.95元/出资	6
9	冯瑞瑞	有限合伙人	注册经理	2010.7-至今	9.95元/出资	6
10	许哲	有限合伙人	市场运营经理	2013.1-至今	9.95元/出资	6
11	徐艳彬	有限合伙人	产品组组长	2011.9-至今	9.95元/出资	6
12	任旭	有限合伙人	生产部经理	2012.9-至今	9.95元/出资	6
13	刘彬	有限合伙人	质量控制部经理	2012.6-至今	9.95元/出资	6
14	朱永水	有限合伙人	工程设备部经理	2014.4-至今	9.95元/出资	6
15	陈开宇	有限合伙人	人力资源部经理	2010.7-至今	9.95元/出资	6
16	尹永晶	有限合伙人	财务人员	2010.5-至今	9.95元/出资	6

资料来源：爱美客招股书，华创证券

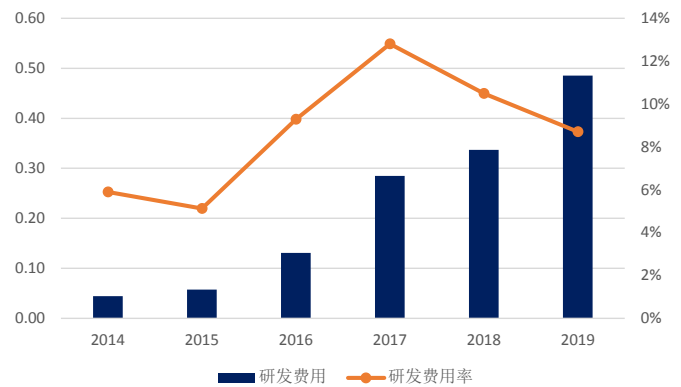
爱美客研发费用率达到了 10% 左右，2019 年研发费用达 4900 万元。公司对在项目研发中贡献重大的科技人员给予充分的奖励，鼓励研发人员在技术领域进行发明创新，对获得发明专利的员工设立奖励；此外，另设有新产品研发奖励，根据具体项目难度、项目研发速度，设置以项目阶段性成果为导向的奖励机制，提高研发工作的积极性。

图表 33 爱美客员工类别



资料来源：爱美客招股书，华创证券

图表 34 爱美客研发费用投入



资料来源：爱美客招股书，华创证券

不同于一般的消费品，医疗美容服务类新产品研发成功后、走向市场前还有诸多的证件审批工作流程，上文已提及医疗器械类产品的流程，生物制剂同样需要较为复杂的审批程序。公司多年来推出的多个产品均为市场上首款，更快推新除了占得市场先机，具有先发优势外，也帮助公司积累了丰富的临床试验设计、注册申报等经验和资源关系，同时加速了公司产品推新的迭代，未来推出创新产品的各环节上少走弯路。

图表 35 生物药品研发注册流程



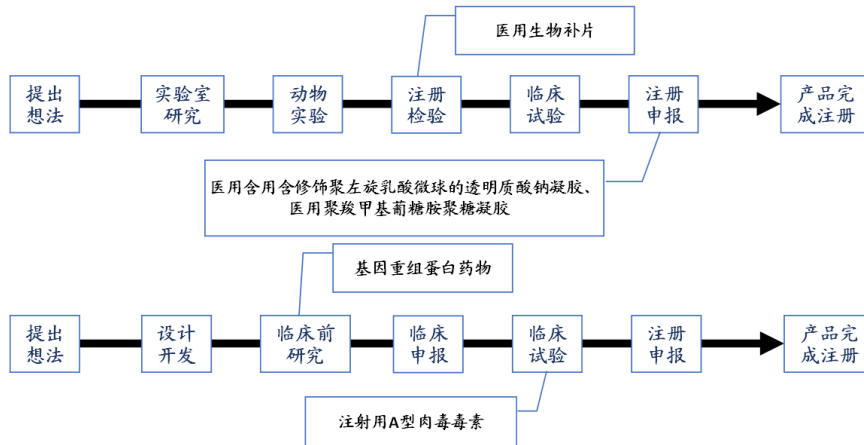
资料来源：爱美客招股书，华创证券

图表 36 爱美客研发项目及产品储备

产品名称	产品功能及用途	产品类别	研发阶段	与行业技术水平的比较	时间
医用含修饰聚左旋乳酸微球的透明质酸钠凝胶	用于皮肤填充	III类医疗器械	注册申报阶段	含有聚乳酸微球的复合填充材料，具有中长期的维持效果	预计将于2020年末取得产品注册证书
医用聚羧甲基葡糖胺聚糖凝胶	手术防粘连产品	III类医疗器械	注册申报阶段	利用原位成膜技术，预防术后慢性炎症期造成的粘连	
医用生物补片	用于硬脑膜和软组织修复	III类医疗器械	注册检验阶段	具有良好的机械性能和生物相容性能	
注射用A型肉毒毒素	医疗美容中用于去除动态皱纹等	生物药品	临床阶段	属于已上市同种产品的生物类似药	
基因重组蛋白药物	用于糖尿病及肥胖症的治疗	生物药品	临床前研究阶段	利用原核表达技术，具有成本优势	

资料来源：爱美客招股书，华创证券

图表 37 爱美客在研项目所处阶段



资料来源：爱美客招股书，华创证券

目前公司有两项合作研发项目：1) “十三五”规划“新型颌面软硬组织修复材料研发”项目，2) 肉毒素项目。

目前我国合规的肉毒素市场规模约 10-15 亿元人民币，一方面消费端尚未打开，另一方面供给仍然有限。仅有兰州衡力、艾尔建的 botox 和 Ipsen 的 Dysport (2020.6) 获批，三者均为注射用 A 型肉毒毒素，此前市场上只有衡力和 botox 产品。三种不同的肉毒素产品弥散度、浓度、赋形剂、生产工艺不同，最终见效时间、维持时间、副作用、致敏性、价格等也有所不同。

图表 38 目前我国获批的三款肉毒素产品

商品名	公司名称	规格	批准文号/注册证号	批准/发证日期	有效截止日期	维持时间	辐射范围
BOTOX (保妥适)	Allergan Pharmaceuticals Ireland (爱尔兰)	50 单位/支, 1 支/盒, 2 支/盒, 3 支/盒, 6 支/盒; 100 单位/支, 1 支/盒	S20120013、S20120014、S20120067、S20171003、S20171004、S20171005	2017/7/28	2022/7/27	约一周左右见效, 维持 5-10 个月不等	
衡力	兰州生物技术开发有限公司	每瓶含 A 型肉毒素 50 单位(U)、100 单位(U)	国药准字 S10970037	2015/6/26			已在巴西、韩国、俄罗斯等 30 多个国家及地区注册销售
Dysport (吉适)	ISPEN LIMITED (英国)	300 单位/瓶, 1 瓶/盒, 2 瓶/盒	S20200016	2020/6/17	2025/6/16	约 2 天左右见效, 维持约半年到 1 年	欧洲销量第一, 至今有 29 年历史, 在全球诸多国家和地区获批

资料来源: NMPA 等, 华创证券整理

图表 39 目前三款肉毒素产品



资料来源: 百度百科, 无忧爱美, 铂特丽医美, 华创证券整理

2018 年 9 月爱美客与韩国 Huons Co.,Ltd. 签订 A 型肉毒素产品在我国的合作协议, 公司获 Huons 授权在我国进口、注册和经销其生产的 A 型肉毒素产品, Huons 提供一切必要的技术信息。爱美客取得相关产品在我国权益的费用合计为 535 万美元, 分阶段支付。Huons 研发的 A 型肉毒素产品 Hutox 已于 2019 年 4 月在韩国取得产品注册证书。此项目也是公司募投项目的一项, 工期为 65 个月, 包括前期准备、临床前研究、临床研究及注册审批等阶段。项目总投资约 1.2 亿元。

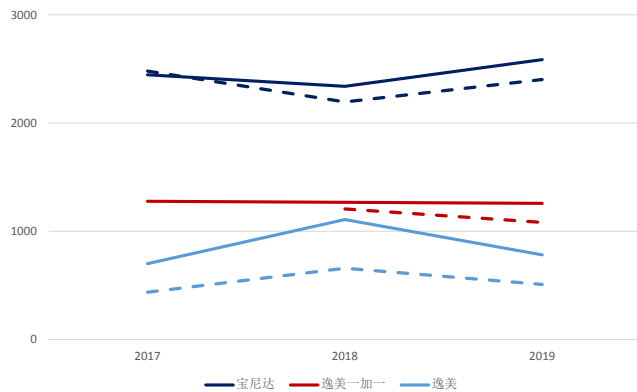
2. 营销突出、反馈产品创新

医疗美容消费属性强, 因此对供应商和机构的营销能力要求非常高, 需要供应商对自己的产品和用法、用途等进行非常到位的介绍和培训, 协助机构和中间的传播平台营销, 同时需要快速响应终端消费者及客户需求。爱美客实行“直销为主、经销为辅”的销售模式, 通过直销渠道打开市场, 以口碑吸引经销商。直销模式以非公立医院为主, 覆盖规模较大的客户。经销主要覆盖公司销售团队无法直接覆盖的医疗机构, 起到辅助作用。

目前爱美客制定了完整、高效的销售人员培训体系, 建立了执行力强、高度专业的销售团队, 销售网络覆盖全国 31 个省、市、自治区, 当前爱美客已经与 2000 余家客户建立合作关系, 为未来持续发展奠定基础。直销为主、经销为辅的销售模式也让公司更多地参与到医美机构的产品推广和终端销售、更加紧密地接触消费者及时得到需求反馈。

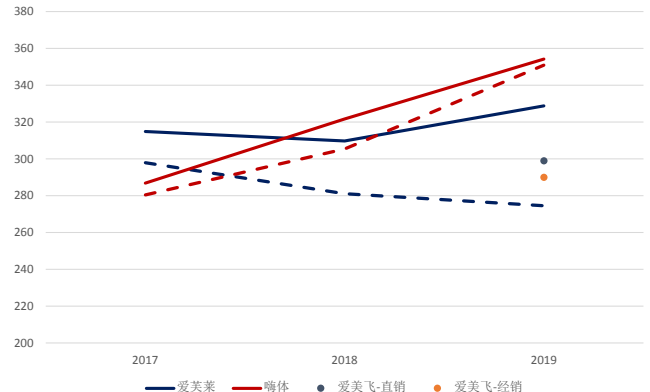
直销、经销毛利率差距小且逐渐缩小。相比同行业其他公司，爱美客直销比例占比较大。高端产品直营渠道占比高。爱美飞是目前平均售价最低的产品，直销渠道占比最低，仅为 31%；嗨体、爱芙莱价格相近，直销渠道占比分别为 52%和 67%。逸美一加一和宝尼达市场均价过千，直营渠道占比均为 80%左右，在所有核心产品中直营占比最高。

图表 40 爱美客主要产品经销/直销单位价格-1(元/支)



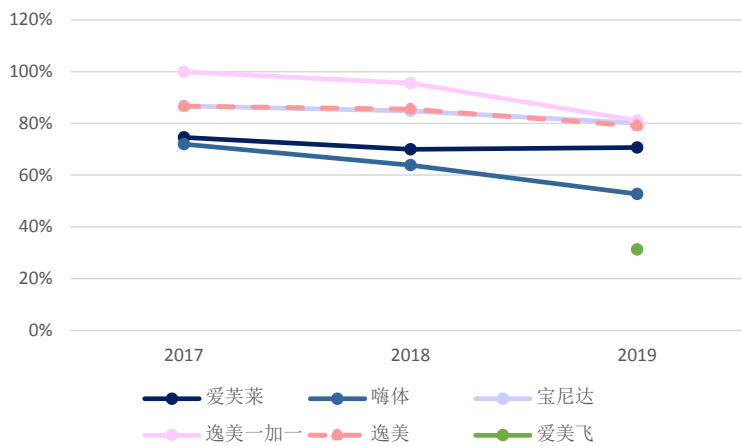
资料来源：爱美客招股书、华创证券
注：实线直销，虚线经销模式

图表 41 爱美客主要产品经销/直销单位价格-2(元/支)



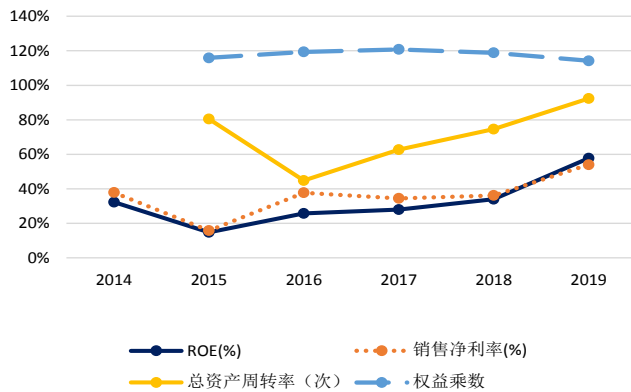
资料来源：爱美客招股书、华创证券
注：实线直销，虚线经销模式

图表 42 爱美客主要产品直销比例



资料来源：爱美客招股书、华创证券

凭借较高的净利率水平，爱美客 roe 水平在 2019 年高达约 58%，2018 年也达到 34%。

图表 43 爱美客杜邦分析


资料来源：爱美客招股书，华创证券

(三) 募投项目及业务延伸

此次首发公司募投项目设计研发、生产及营销、管理项目。其中生产方面，植入医疗器械生产线二期建设项目达产后产能将达到爱芙莱 127.87 万支、嗨体 220.87 万支、逸美和宝尼达分别 10.33 和 1.64 万支。研发方面涉及瘦脸、瘦身纤体、塑形等领域，包含肉毒素和基因重组蛋白药物（重组人胰高血糖样肽-1（GLP-1）类似物）、去氧胆酸药物的研发。

图表 44 销售人员的员工持股情况

募集资金投资项目	项目总投资规模(亿元)	募集资金投资额(亿元)	项目预期	建设周期(个月)
植入医疗器械生产线二期建设项目	1.94	1.91	有助于扩大公司现有产品的产能规模，提高生产效率	36
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	1.53	1.30	有助于改善公司研发环境，适应公司业务发展和技术升级的需求	24
基因重组蛋白研发生产基地建设项目	1.60	1.60	瘦身纤体产品。为公司贡献新的业务增长点（诺博特生物目前已完成原研药的质量研究及样品小试，正在进行临床前的样品中试及动物安全性评价，预计将于 2020 年进行产品的临床申报）	38
注射用 A 型肉毒毒素研发项目	1.20	1.20		65
营销网络建设项目	1.50	1.50	规划在北京、成都、南京、广州、杭州、西安设立六个营销中心，统筹管理公司的营销及销售业务。将进一步完善公司的销售网络，提高公司的销售能力	24
智能工业管理平台建设项目	0.80	0.80	提高公司的信息化水平及管理运营效率	47
注射用基因重组蛋白药物研发项目	3.04	3.04		76
去氧胆酸药物研发项目	2.00	2.00		60
补充流动资金项目	6.00	6.00		
合计	19.60	19.35		

资料来源：爱美客招股书，华创证券

四、相关标的

目前已上市的华熙生物（688363.SH）、昊海生科（688366.SH）及即将上市的爱美容（300896.SZ）。

五、风险提示

新技术突破、行业监管变化风险，行业竞争加剧等。

商社组团介绍

组长、首席分析师：王薇娜

美国密歇根大学安娜堡分校理学硕士。曾任职于光大永明资产管理、国寿安保基金。2016年加入华创证券研究所。2017年金牛奖餐饮旅游第四名。

分析师：胡琼方

清华大学工学硕士。2017年加入华创证券研究所。2017年金牛奖餐饮旅游第四名团队成员。

助理研究员：姚婧

南京财经大学经济学硕士。2020年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售交易员		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500