

2020年12月03日

公司研究

评级：增持（首次覆盖）

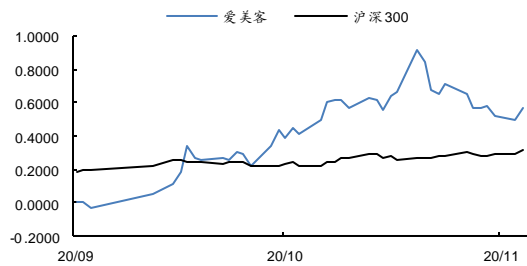
研究所

证券分析师：赵越 S0350518110003
zhaoy01@ghzq.com.cn
证券分析师：周超泽 S0350519100004
021-60338177 zhouchz@ghzq.com.cn
联系人：徐晓欣 S0350120030025
xuxx@ghzq.com.cn

好赛道好生意，深耕细作成就美丽

——爱美客（300896）深度报告

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
爱美客	4.3	56.4	56.4
沪深300	6.1	5.2	31.6

市场数据	2020-12-01
当前价格（元）	531.90
52周价格区间（元）	311.00 - 664.00
总市值（百万）	63934.38
流通市值（百万）	13832.80
总股本（万股）	12020.00
流通股（万股）	2600.64
日均成交额（百万）	1015.67
近一月换手（%）	127.78

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

投资要点：

- 爱美客深耕医美玻尿酸产品，净利润率超过50%。**爱美客玻尿酸产品线尤其丰富，2018年公司玻尿酸产品在国内医美市场的销量占比达到12.5%，位列中国品牌第二、全球品牌第三，其通过审批注册的用于整形美容的透明质酸钠产品占比国内总审批注册量的25%，积淀了深厚的品牌与市场基础。公司业绩在2014-2019年间增长迅速，营业收入增长超过6倍，平均毛利率超90%，2019年净利率达到53.4%，与贵州茅台相当。在2020年疫情的影响下，公司产品依然彰显较强的需求韧性，前三季度营业收入及归母净利润同比分别增长17.4%和31.83%。同时，2020年公司IPO募集资金净额34.35亿元，为后续新产品的研发及产能扩张奠定了坚实的基础。
- 医美药品常青树，国产品牌市占有望不断提升。**中国地区医药级透明质酸终端市场规模2018年达到79.7亿元，4年年均复合增速达17%。其中医疗美容领域应用规模最大，占比46.4%，4年复合增速达到32.3%。医疗美容对透明质酸终端产品的需求保持快速增长，2024年其市场规模有望超过76亿元。爱美客在拓展中国医美透明质酸终端市场占领高地，公司产品研发壁垒及投入双高，2016-2019年公司研发投入平均占比达到10.3%，2019年技术人员占比达到23%。2019年国产透明质酸品牌销售额市占率23.5%，其中爱美客在国产品牌销售额占比10.1%，跃居国产首位，鉴于成本价格优势及国内医美消费者的逐步认可，国产品牌具备进一步扩大市占率的良好基础。
- 中国医美渗透率有待持续提升，“轻医美”消费趋势明显。**中国医美市场保持高速增长，2012-2019年复合增速达到28.97%。与美韩等医美成熟市场相比，中国医美全国人均消费及每千人诊疗次数渗透率均具备4倍以上增长空间。在庞大的医美市场中，中国轻医美的市场规模占比正逐年升高，2018年轻医美案例数占比已超过70%，2014-2019年，轻医美项目市场规模由201亿元增长到635亿元，年复合增速达到25.87%，预计2022年轻医美市场规模将超1200亿元，轻医美项目及其美容材料的需求有望持续增长。对比日韩美等发达国家及台湾地区，中国大陆地区轻医美中应用最为广泛的玻尿酸注射依然拥有较大发展潜力。占比将近7成的“黑针剂”市场份额预期向正规产品市场回流，也将为国产正规品牌玻尿酸产品市场份额提升打开空间。

■ **公司紧跟市场需求，不断推出独特性产品。**公司已持续推出宝尼达、嗨体等具备独创力的爆款产品，且营业收入占比持续提升。2017-2019年，宝尼达产品在营业收入中的占比由7.1%提升至12.1%，嗨体产品营收占比由15.34%大幅提升至43.5%。除此之外，公司的玻尿酸系列新产品含聚左旋乳产品是面部抗皱产品中价格较为昂贵之一，有望成为业绩增长新亮点。同时，公司与韩国知名厂商合作开发10年复合增长率达15.5%的肉毒素国内市场，叠加市场合法肉毒素回流，将利于公司正规肉毒素产品的未来市场份额扩张。此外，在深耕面部塑形的同时，公司还加塑形纤体市场布局力度，利拉鲁肽注射液已获得用于慢性体重管理的临床试验批件，丰富的产品新为公司带来优秀的中长期战略布局。

■ **首次覆盖，给予公司“增持”评级：**公司深耕医美耗材行业多年，专注于以玻尿酸为核心的注射类医美产品，在产品布局、产业链地位、产品创新能力等方面具备较强的核心竞争实力。

1) **产品布局完善：**产品涵盖非交联、单相交联、双相交联等技术以及复杂程度不同的复合配方技术，向下游的销售价格覆盖多个价位水平，产品分层与市场受众清晰，梯度价格有利于吸引各消费阶层选择。

2) **产业链话语权强：**受益于医美需求强劲及公司完善的产品梯队布局，议价能力较强，毛利率超过90%，净利率率超过50%。3) **创新能力不断：**“童颜针”、肉毒素、减肥纤体等新产品研发，紧跟消费潮流，不断覆盖医美新需求市场。

我们看好医美行业尤其是轻医美的快速发展，公司在轻医美耗材领域的布局领先市场并日臻完善，将持续享受行业发展的红利。预计公司2020-2022年EPS分别为3.36、5.23和7.21元/股，对应当前股价PE分别为158.26、101.63和73.78倍，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

■ **风险提示：**居民可支配收入及消费意愿不及预期；重大医疗事故风险；产品竞争加剧利润率下滑风险；新产品无法通过国家药监局审批风险；中国与日韩美等发达国家及台湾地区并不具有完全可比性，相关数据仅供参考；国产替代进程的不确定性影响。

预测指标	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入（百万元）	558	710	1131	1549
增长率(%)	74%	27%	59%	37%
归母净利润（百万元）	306	404	629	867
增长率(%)	149%	32%	56%	38%
摊薄每股收益（元）	3.39	3.36	5.23	7.21
ROE (%)	46.10%	38.38%	37.91%	34.72%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

内容目录

1、 爱美容深耕医美玻尿酸产品，净利润率超过 50%	6
1.1、 十六年积淀，产品种类丰富	6
1.2、 毛利率超过 90%，业绩飞速发展	8
1.3、 股份激励绑定核心员工利益	10
1.4、 募投资金聚焦新产品及产能扩张	10
2、 医美药品常青树，国产品牌市占有望不断提升	11
2.1、 医药级透明质酸原料市场总额占比高	12
2.2、 医疗美容终端消费频次高，市场快速增长	13
2.3、 按照三类医疗器械管理，研发能力构筑竞争壁垒	14
2.4、 国产品牌知名度不断提升，进口替代正在路上	15
3、 中国医美渗透率有待持续提升，“轻医美”消费趋势明显	17
3.1、 中国医美千亿市场规模	17
3.2、 “轻医美”逐渐成为潮流，玻尿酸项目最为广泛	18
3.3、 正规医美机构集中度提升趋势明显，合法玻尿酸市场份额不断提升	22
4、 公司紧跟市场需求，不断推出独特性产品	24
4.1、 含聚左旋乳产品有望成为新亮点	24
4.2、 与韩国知名厂商合作开发肉毒素国内市场	25
4.3、 创新进入减肥纤体市场	27
5、 首次覆盖，给予公司“增持”评级	27
6、 风险提示	28

图表目录

图 1: 公司及主要产品发展历程.....	6
图 2: 国内通过 NMPA 注册透明质酸钠产品厂商.....	8
图 3: 国内医美用玻尿酸市场销售量结构.....	8
图 4: 营业收入快速增长.....	8
图 5: 归母净利润表现亮眼.....	8
图 6: 利润率数据非常靓丽.....	9
图 7: 经营性现金流优异.....	9
图 8: 应收账款周转率保持较高水平.....	9
图 9: 上市后公司股权结构.....	10
图 10: IPO 募集资金用途.....	11
图 11: 公司主要产品产能利用率及销量.....	11
图 12: 公司主要产品产能分布 (万支/年).....	11
图 13: 全球透明质酸原料销量及同比增速.....	13
图 14: 全球透明质酸原料不同应用领域市场份额 (用量).....	13
图 15: 透明质酸原料平均售价 (元/kg).....	13
图 16: 医药级透明质酸终端产品市场规模 (亿元).....	14
图 17: 中国注射类医美项目分布.....	14
图 18: 爱美客研发费用保持快速增长.....	15
图 19: 国产医美级透明质酸品牌销量超过 40%.....	16
图 20: 国产医美级透明质酸品牌销售额占比持续提升.....	16
图 21: 爱美客产品向下游平均售价不到 400 元/支.....	17
图 22: 爱美客产品价格梯度明显 (单位: 元/支).....	17
图 23: 中国医美市场规模保持快速增长.....	17
图 24: 中国医美渗透率提升空间广阔.....	18
图 25: 2014-2018 年全球医美手术及非手术案例数量.....	19
图 26: 2018 年全球主要个国家医疗美容手术与非手术占比.....	19
图 27: 2014-2018 年中国手术类及非手术类医美项目市场份额及占比.....	20
图 28: 2011-2018 年中国地区非手术类案例数占比.....	20
图 29: 2016-2019 年中国轻医美市场用户规模及增速.....	20
图 30: 消费者对轻医美认知情况.....	21
图 31: 消费者对轻医美消费的态度.....	21
图 32: 消费者对轻医美项目的可接受价格区间.....	21
图 33: 面部美容成为第一大细分医美领域.....	22
图 34: 2014 年全球各地区玻尿酸填充渗透率.....	22
图 35: 中国正规医美机构数量 (家).....	23
图 36: 公司客户数量不断增长.....	24
图 37: 公司直销收入占比更高牢牢抓住大中型机构客户.....	24
图 38: 特色产品销售收入占比不断提升.....	24
图 39: 中国样本医院肉毒素销售格局 (市场较为成熟产品).....	26
图 40: 2018 年不同年龄层级医美项目需求.....	26
表 1: 公司目前批准上市产品情况.....	6
表 2: 公司在研产品梳理.....	7
表 3: 透明质酸主要应用领域.....	12

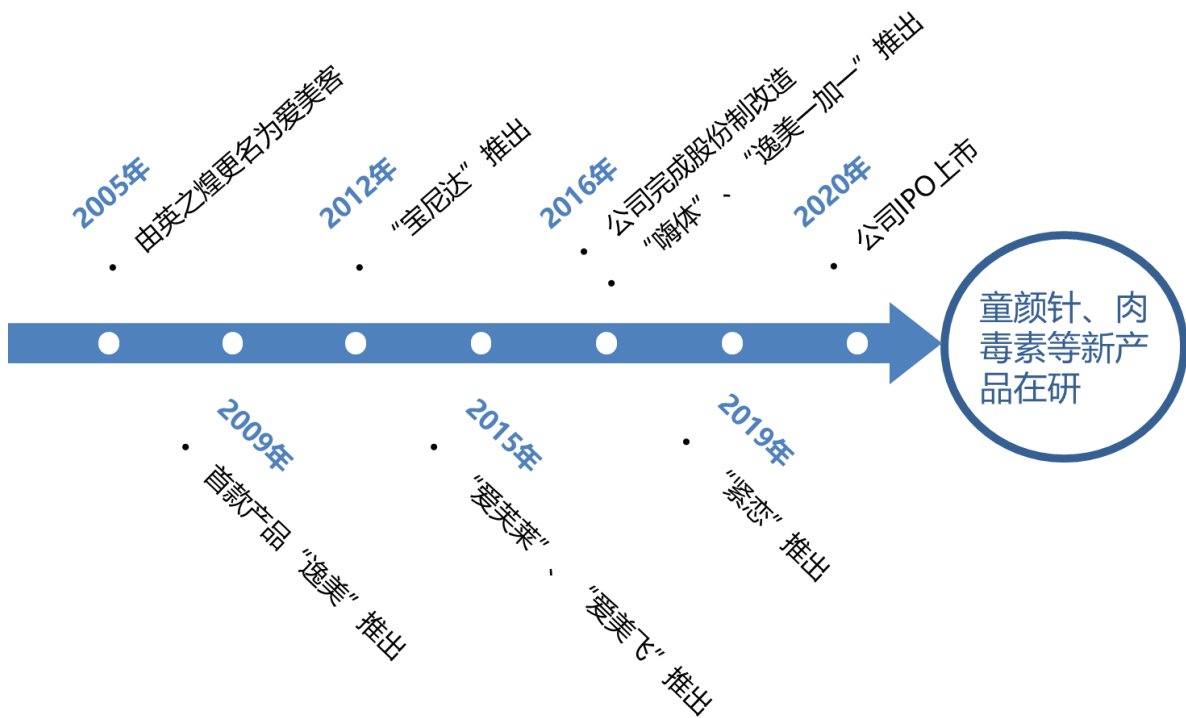
表 4: 第三类医疗器械审批管理最为严格	15
表 5: 国产品牌售价普遍低于进口品牌.....	16
表 6: 中国医美人均消费额仍有待提升.....	18
表 7: 手术类及非手术类项目对比	18
表 8: 目前已获注册的含聚左旋乳酸产品情况.....	25
表 9: 兰州衡力凭借价格优势在国内肉毒素市场占据一席之地.....	26

1、爱美客深耕医美玻尿酸产品，净利润率超过 50%

1.1、十六年积淀，产品种类丰富

公司成立之时可追溯至 2004 年，前身为北京英之煌生物科技有限公司，2005 年底更名为北京爱美客生物科技有限公司，专注于以医用级透明质酸钠（玻尿酸）为主要原料的医疗美容产品领域。历时多年研发，2009 年 10 月成功推出国内首款透明质酸钠类注射填充剂（逸美），2012 至 2019 年，公司又陆续新增推出 5 款医美产品，包括 3 款溶液及凝胶类面部填充抗皱产品、1 款首创的颈部填充抗皱产品和 1 款埋植线类面部紧致提拉产品。爱美客玻尿酸系列产品用于不同部位满足不同人需求，我们看好其持续放量。

图 1：公司及主要产品发展历程



资料来源：公司公告，公司招股说明书，国海证券研究所整理

表 1：公司目前批准上市产品情况

商品名称	产品名称	上市时间	适用范围
逸美	医用羟丙基甲基纤维素-透明质酸钠溶液	2009 年 10 月	额部、鼻唇部
宝尼达	医用含聚乙烯醇凝胶微球的透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶	2012 年 10 月	额部、鼻唇部
爱美莱、爱美飞	注射用修饰透明质酸钠凝胶	2015 年 4 月	鼻唇沟

嗨体	注射用透明质酸钠复合溶液	2016年12月	颈部
逸美一加一	医用透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶	2016年12月	颈部、鼻唇沟
紧恋	聚对二氧环己酮面部埋植线	2019年5月	鼻唇沟

资料来源：公司招股说明书，国海证券研究所

在已有上市产品的基础上，公司持续拓展新品类，目前在研产品包括医用含修饰聚左旋乳酸微球的透明质酸钠凝胶（童颜针）、医用聚羧甲基葡萄糖胺聚糖凝胶、医用生物补片、A型肉毒毒素（韩国 Huons 公司授权）、基因重组蛋白药物等，除传统玻尿酸产品外，同时拓展肉毒素、基因重组蛋白药物等生物药品，产品种类不断丰富，适应医美效果及持续性要求越来越高的趋势。

表 2：公司在研产品梳理

产品名称	产品功能及用途	产品类别	研发阶段
医用含修饰聚左旋乳酸微球的透明质酸钠凝胶	用于皮肤填充	III类医疗器械	注册申报阶段
医用聚羧甲基葡萄糖胺聚糖凝胶	手术防粘连	III类医疗器械	注册申报阶段
医用生物补片	用于硬脑膜和软组织修复	III类医疗器械	注册检验阶段
A型肉毒毒素	医疗美容中用于去除动态皱纹等	生物药品	临床试验阶段
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

资料来源：公司招股说明书、国海证券研究所

国家药品监督管理局（NMPA）医疗器械产品注册信息显示，国内通过审批注册的用于整形美容的透明质酸钠产品共 20 款，生产商包括爱美客、华熙生物、上海其胜、杭州协合、瑞莱思、蒙博润、常州药物研究所、凯乐普等 8 家，其中爱美客通过注册产品 5 款，占比达到 25%，在国内厂商中保持领先。根据弗若斯特沙利文《中国透明质酸行业市场研究报告》，2018 年爱美客玻尿酸产品在国内医美市场的销量占比达到 12.5%，位列中国品牌第二、全部品牌第三。公司于 2009 年即获批国内首款玻尿酸注射填充产品，并已经过多年临床应用，积累起深厚的品牌影响力和市场口碑，为后续新产品推广和市场规模不断扩大打下坚实基础。

图 2：国内通过 NMPA 注册透明质酸钠产品厂商

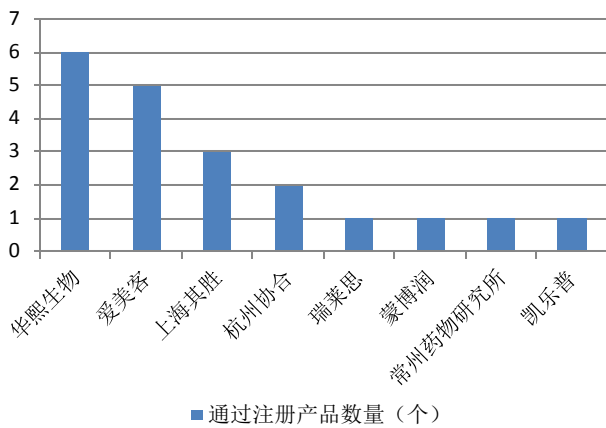
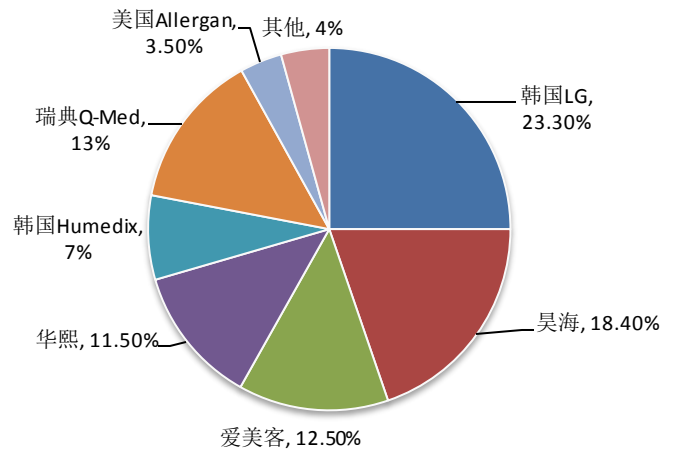


图 3：国内医美用玻尿酸市场销售量结构



资料来源：NMPA，国海证券研究所整理

资料来源：弗若斯特沙利文，国海证券研究所

1.2、毛利率超过 90%，业绩飞速发展

持续的新产品上市以及产品上市后的市场逐步培育增长，为公司营业收入及利润保持持续增长提供强劲动力。2014-2019 年，公司营业收入由约 7500 万元快速增长至 5.58 亿元，5 年间增长超过 6 倍，其中 2019 年由于增值税率由 16% 下降至 3%，嗨体、宝尼达等产品不含税销售价格出现较大幅度增长，同时嗨体作为填补国内颈部皱纹修复空白市场的产品，经过培育 2019 年销量达到 2018 年的近 3 倍。2014-2019 年公司归母净利润增长近 10 倍，2019 年归母净利润达到 3.06 亿元，其中仅 2015 年归母净利润出现同比下滑 36%，主要是当年设立员工持股平台，带来管理费用增加较多。

图 4：营业收入快速增长

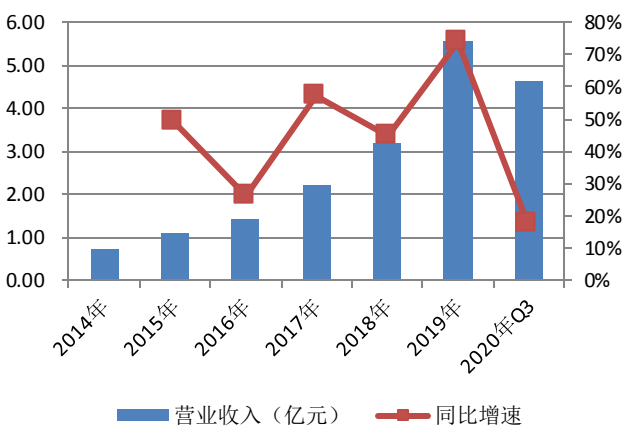
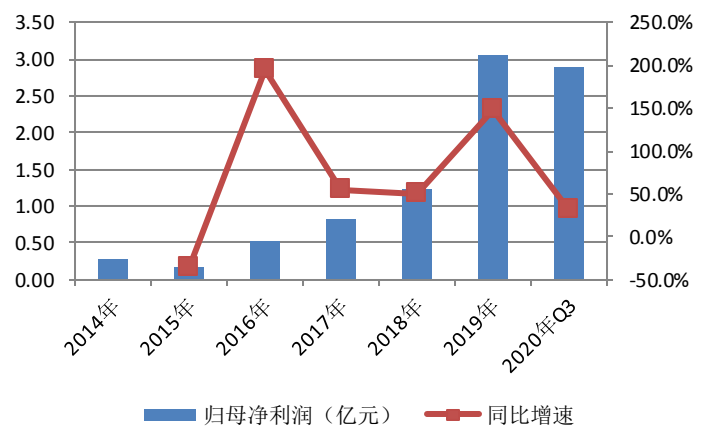


图 5：归母净利润表现亮眼



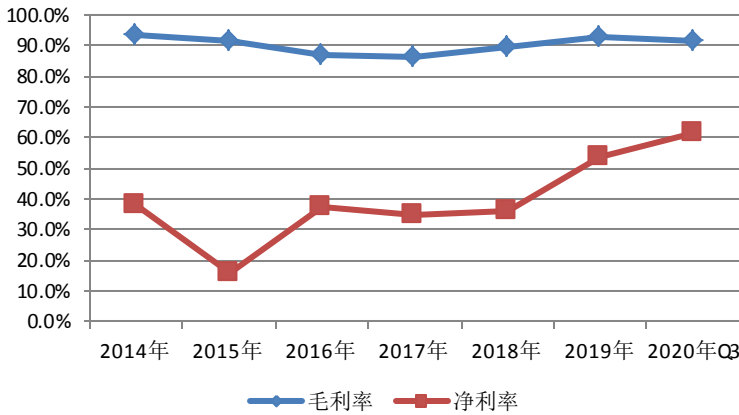
资料来源：wind，国海证券研究所

资料来源：wind，国海证券研究所

公司核心产品的核心原材料为透明质酸钠，国产化程度较高，其大规模制备成本较低。核心产品主要制备工艺主要是配液混合与灌装，所需固定资产投资规模不大，产品总体生产成本较低。但公司核心产品面向的医美市场需求旺盛，对部分爱美人士来说玻尿酸相关产品保持美丽的刚需，公司作为正规针剂已树立较好

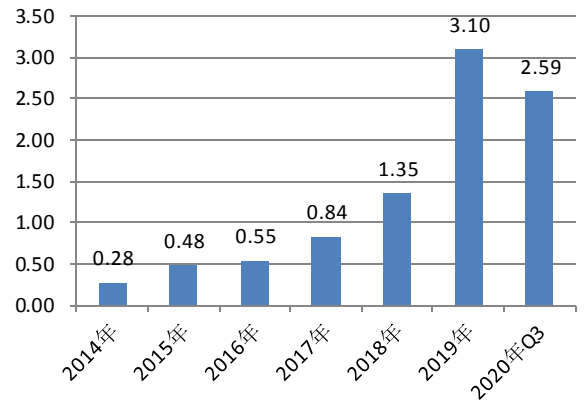
市场口碑,具备定价话语权和较强的议价能力,因此产品销售定价远超成本水平。2014-2019年,公司整体毛利率基本保持在90%以上,2019年产品整体毛利率达到92.6%,在全部A股中排名第19位;得益于大部分产品已度过培育期进入市场成熟期,销售费用率有所下降,公司整体净利率呈现上升趋势,2019年达到53.4%,与贵州茅台相当。

图 6: 利润率数据非常靓丽



资料来源: wind, 国海证券研究所

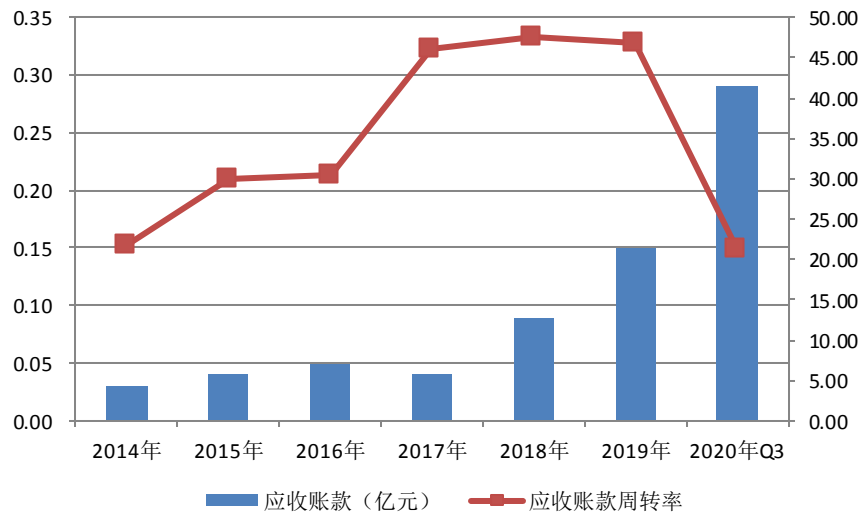
图 7: 经营性现金流优异



资料来源: wind, 国海证券研究所

由于下游客户主要为医美机构,目前较为分散,尤其是中小型机构居多,公司产品销售回款情况优异,经营性净现金流与净利润相当,展现较强的产业链经营和可持续发展能力。

图 8: 应收账款周转率保持较高水平



资料来源: wind, 国海证券研究所

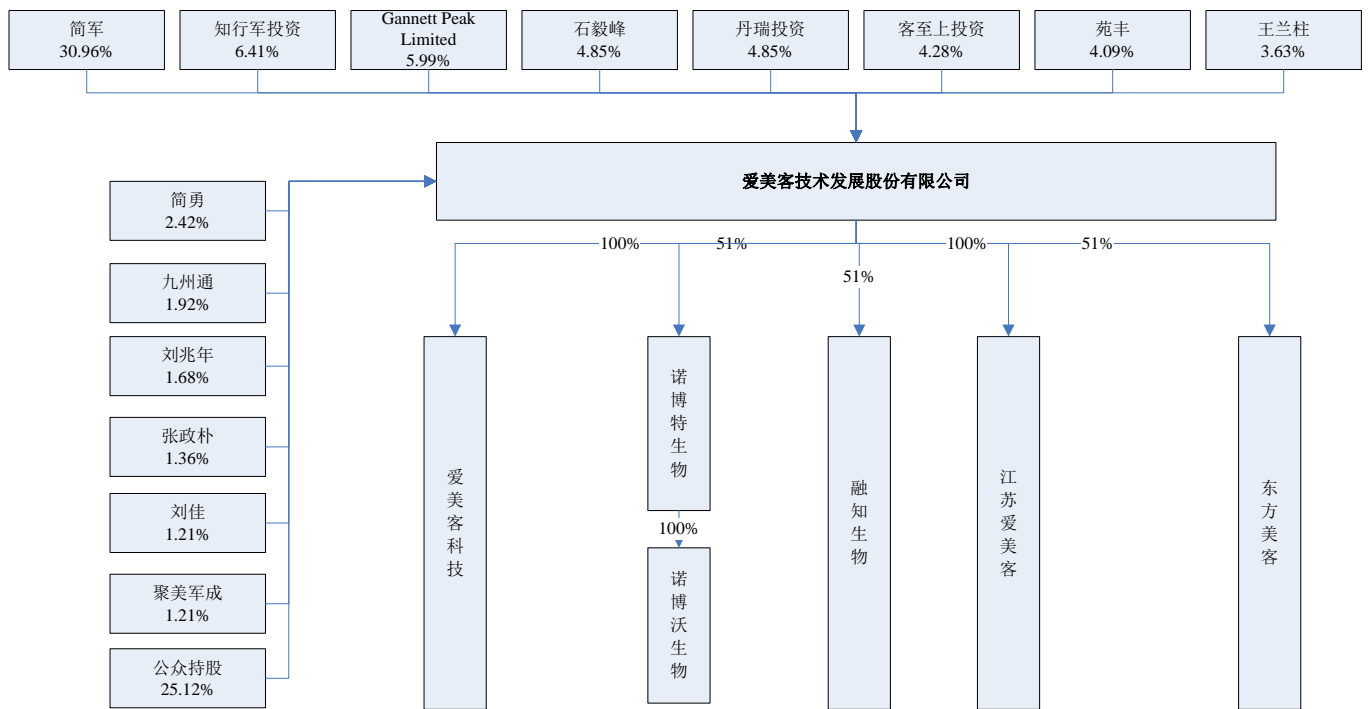
2020年在疫情影响下医美机构普遍停工,公司一季度营业收入同比下滑21%,归母净利润同比下滑17%。二季度起下游客户陆续恢复营业,对公司核心产品需求稳步恢复,其中嗨体产品是国内唯一获批用于颈部皱纹的修复产品,且能够在疫情防范所需的口罩防护下实施,市场需求增长较快,推动Q2单季公司营业收入及归母净利润同比分别增长16%和36%。由于二季度单季的优异表现,公司上半

年营业收入同比增长 0.72%，归母净利润同比增长 14.59%，体现较强的产品需求韧性。随着国内疫情的逐步稳定及居民消费意愿的提升，公司第三季度业绩增长加速飞升，Q3 单季公司营业收入及归母净利润同比分别增长 43.18%和 55.97%，前三季度营业收入及归母净利润同比分别增长 17.4%和 31.83%，全年业绩有望延续历年的高幅度提升趋势。

1.3、股份激励绑定核心员工利益

公司控股股东、实际控制人为简军女士，上市后直接及间接持有公司 38%的股份。公司前十大股东中，客至上投资及知行军投资为公司于 2015 年设立的员工持股平台，分别持有公司 6.41%和 4.28%的股份，折算取得股权的价格为 9.95 元/股。客至上与知行军主要参股员工均为公司高级管理人员、销售及技术骨干人员和部分入职年限较长员工。此外，公司在上市战略配售时还专门为高级管理人员与核心员工设立专项资产管理计划，参与人员为公司各部门业务骨干，配售数量占发行总量的 9.16%，占公司发行后总股本的 2.3%。通过多次员工持股激励，将公司与员工利益充分绑定，能够有效激发员工积极性，尤其是研发与销售核心部门激励到位，保障持续增长源动力。

图 9：上市后公司股权结构



资料来源：公司公告，国海证券研究所

1.4、募投资金聚焦新产品及产能扩张

公司 IPO 计划募集资金 19.35 亿元，实际募集资金净额 34.35 亿元，主要用于肉毒素、基因重组蛋白药物、去氧胆酸药物等新产品研发，以及植入医疗器械二期

产线扩建、创新研发中心与营销网络建设等。新产品的功效主要集中在非填充式面部除皱、减肥与体重管理等方面，满足逐步提高的整形美容和瘦身纤体塑形美容多样化需求。

图 10：IPO 募集资金用途

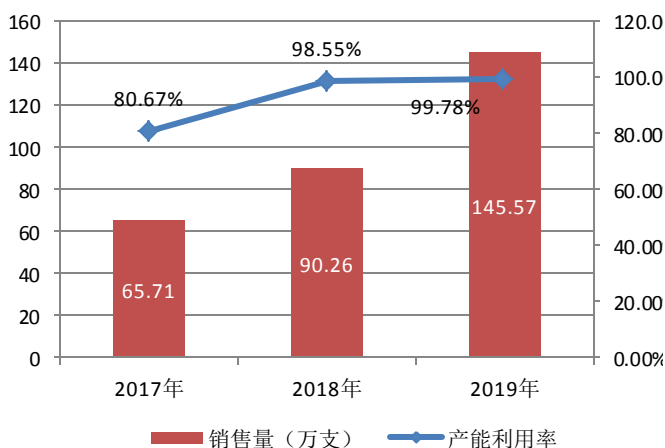
单位：万元

序号	募集资金投资项目	项目总投资规模	募集资金投资额
1	植入医疗器械生产线二期建设项目	19,384.87	19,140.49
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	15,256.40	12,953.73
3	基因重组蛋白研发生产基地建设项目	16,000.00	16,000.00
4	注射用 A 型肉毒毒素研发项目	12,000.00	12,000.00
5	营销网络建设项目	15,000.00	15,000.00
6	智能工业管理平台建设项目	8,000.00	8,000.00
7	注射用基因重组蛋白药物研发项目	30,400.00	30,400.00
8	去氧胆酸药物研发项目	20,000.00	20,000.00
9	补充流动资金项目	60,000.00	60,000.00
合计		196,041.27	193,494.22

资料来源：公司招股说明书，国海证券研究所

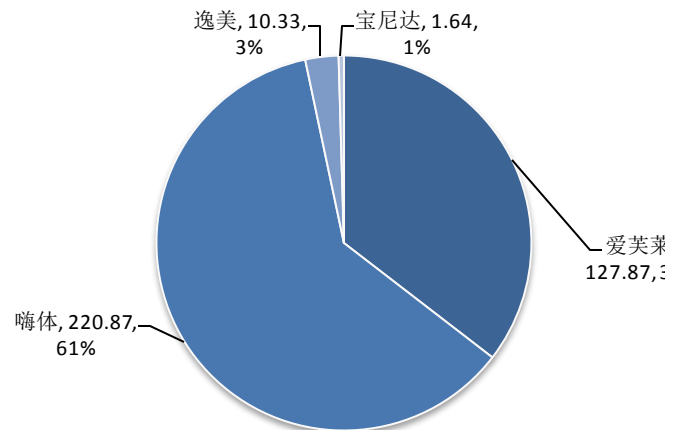
除新产品的研发与生产外，公司还将投入近 2 亿元募集资金建设“植入医疗器械生产线二期项目”。2017-2019 年，公司全部产品产能利用率分别为 80.67%、98.55% 和 99.78%，其中 2019 年为适应产销量增长，公司采用加班生产方式，工作日由 260 天提升至 311 天，日生产时长由 8 小时增加至 10 小时，目前产能利用率已接近上限。扩产项目建成后，主要产品产能将由 2019 年的 168.28 万支增长至 360.71 万支，产能增幅达到 114%，主要产能集中在销售较好的爱芙莱和嗨体产品，产能扩张后能够容纳更大体量的市场需求。

图 11：公司主要产品产能利用率及销量



资料来源：公司招股说明书，国海证券研究所

图 12：公司主要产品产能分布（万支/年）



资料来源：公司招股说明书，国海证券研究所

2、医美药品常青树，国产品牌市占有望不断提升

2.1、医药级透明质酸原料市场总额占比高

透明质酸又名玻尿酸，简称 HA，为酸性粘多糖广泛存在于细胞间质中，在人体中的含量约 15g，是人体结缔组织、上皮组织和神经组织内固有的成分，在皮肤、关节腔、眼睛等器官中含量较高，皮肤中的含量约占到总重量的 50%。在新陈代谢、维持组织结构、组织修复、细胞运转、关节润滑等功能中起到重要作用，同时透明质酸吸水能力极强，可吸收相当于自身重量 500-1000 倍的水分，是人体中天然的保湿剂，主要通过空间填充和与水结合发挥作用，同时能够通过刺激真皮胶原蛋白合成、抑制皮脂腺分泌及收缩毛孔等方式促进面部年轻化。玻尿酸含量会且随着年龄的增长而逐渐下降，根据《透明质酸在护肤中的作用》，如果将人体 20 岁时体内的 HA 相对含量定位 100%，到 30、50、60 岁时人体 HA 含量将分别下降至 65%、45%和 25%，从而带来皮肤老化、皱纹增加、关节炎等问题。由于独特的组织填充与保湿锁水功效，透明质酸广泛应用于医药、医疗、美容、化妆品、食品等领域，主要起到组织润滑、损伤修复、药物缓释、塑形填充、保湿滋润等功效。不同于早期多从动物组织中分离提取透明质酸，目前透明质酸的大规模、低成本生产依靠微生物发酵法批量进行，能够灵活控制透明质酸分子量大小满足多种应用需求，链球菌发酵合成是主流制备方式。

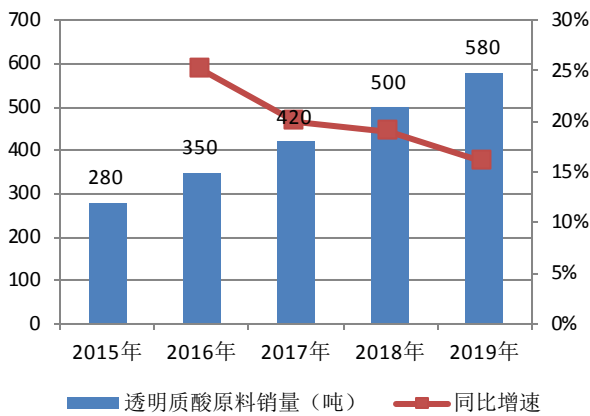
表 3：透明质酸主要应用领域

分类	用途	主要功能
医药级	注射用	<ul style="list-style-type: none"> · 作为润滑或粘弹剂治疗骨关节疼痛 · 作为润滑剂用于预防手术粘连 · 作为粘弹剂用于眼科手术 · 作为塑形填充剂用于防皱抗衰老
	滴眼液	<ul style="list-style-type: none"> · 用作减轻药物刺激，延长药效的药物载体
化妆品级	外敷用	<ul style="list-style-type: none"> · 用于各种保湿类护肤品
食品级	食用	<ul style="list-style-type: none"> · 用于营养补充食品

资料来源：头豹，弗若斯特沙利文，国海证券研究所

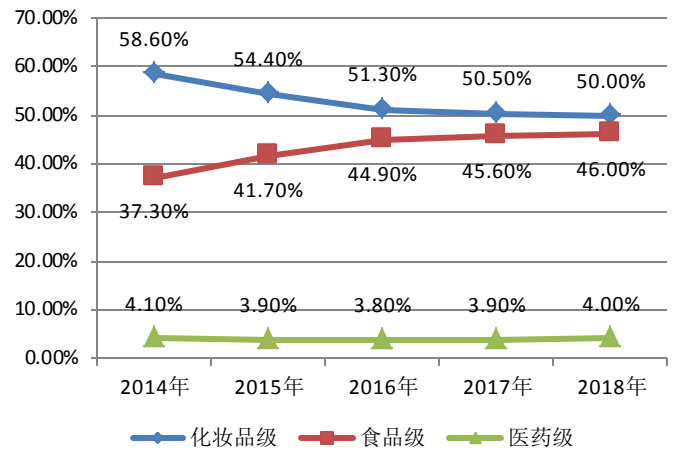
根据弗若斯特沙利文的数据，2015-2019 年全球透明质酸原料市场销量复合增长率达到 20%，2019 年全球销量 580 吨。预计到 2024 年全球透明质酸原料销量有望达到 1150 吨，预期年复合增速可达到 26.4%。化妆品因受众广泛，为透明质酸原料的最大应用领域，其次是食品领域，过去五年中快速增长，医药级应用占比仅 4%，但由于医药原料工艺要求高、具备较严格的技术与审批流程，其单位价格和附加值远高于其他领域，尤其是注射级原料价格远高出其他级别。若按照华熙生物披露的各级别原料平均售价情况测算，医药级透明质酸原料销售额占比可超过 60%。

图 13：全球透明质酸原料销量及同比增速



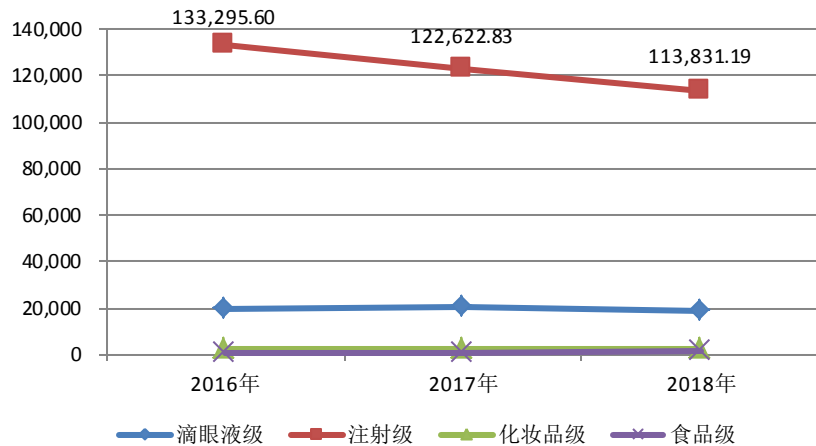
资料来源：头豹，弗若斯特沙利文，国海证券研究所

图 14：全球透明质酸原料不同应用领域市场份额（用量）



资料来源：头豹，弗若斯特沙利文，国海证券研究所

图 15：透明质酸原料平均售价（元/kg）



资料来源：华熙生物招股说明书，国海证券研究所

2.2、医疗美容终端消费频次高，市场快速增长

透明质酸作为人体本就存在的成分，生物相容性和代谢性都较为自然，注射物质安全性较高，因此在医美微整形领域应用广泛，主要以在肌体组织中存留持续时间较长、能够抵御酶解反应的化学结构修饰透明质酸产品注射填充为主，结构修饰包括交联、非交联、酯化等。交联度越高透明质酸在组织内的扩散越少、局部及深纹填充效果更好，而交联度越低则表示透明质酸有较好的分散性，多适用于大范围、浅表纹路的修饰和填充。

但考虑透明质酸代谢和酶解效应，其在皮肤中存在时间根据修饰技术的不同约在6-12个月左右，一般需要有规律的间隔时间进行注射以保持持续性的容颜效果，同时消费者在使用之后获得较好外在效果会对容颜整体审美要求提升，进而产生较强的消费粘性，从而增加医疗美容领域透明质酸终端产品需求。据全球美学整

形外科学会(ISAPS)的调查数据显示,2018 年全球非手术项目治疗量增长 10.4%,注射填充项目增幅达到 14.5%,其中透明质酸填充剂治疗市场增幅达到 11.6%,显示透明质酸医疗美容终端产品的广泛需求。

从中国市场看,医药级透明质酸终端市场由 2014 年的 42.6 亿元增长至 2018 年的 79.7 亿元,年均复合增速达 17%。其中医疗美容市场规模大于骨科治疗及眼科治疗等其他领域,2018 年为 37 亿元人民币,占医药级透明质酸终端市场的 46.4%。2014-2018 年复合增速达到 32.3%,骨科、眼科治疗、手术防粘连剂领域复合增速分别仅为 0.6%、16%和 14.5%,医疗美容对透明质酸终端产品的需求保持快速增长。预计到 2024 年中国医疗美容透明质酸终端产品市场规模有望达到 76 亿元。

新氧《2019 医美行业白皮书》显示,入门级的注射类医美项目支撑中国成为医美全球消费大国,注射医美在中国医美总消费量中的占比为 57.04%,远高于美国的 44.17%和日本的 42.08%。其中玻尿酸相关项目消费占比达到 67%,同比增长 53%,高于肉毒素相关项目 32.67%的占比,玻尿酸全脸填充和去面部细纹项目的增速分别达到 89%和 209%。

图 16: 中国医药级透明质酸终端产品市场规模 (亿元)

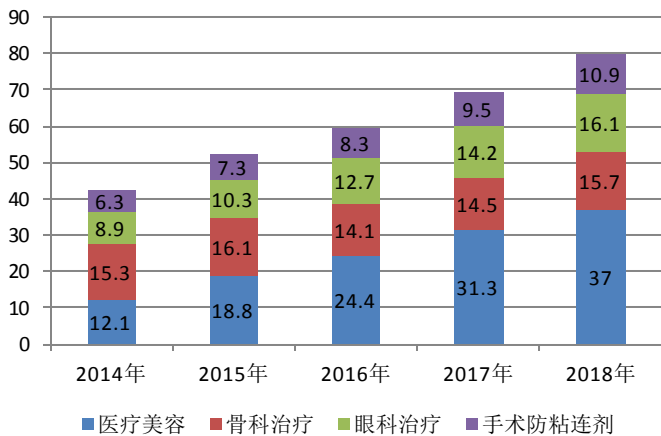
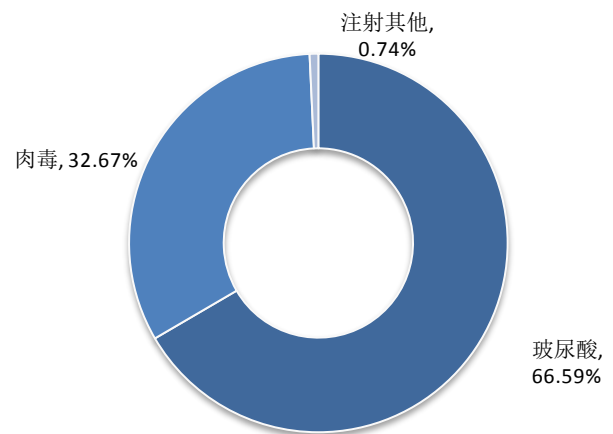


图 17: 中国注射类医美项目分布



资料来源: 头豹, 弗若斯特沙利文, 国海证券研究所

资料来源: 新氧《2019 医美行业白皮书》, 国海证券研究所

2.3、按照三类医疗器械管理, 研发能力构筑竞争壁垒

我国对医疗器械按照风险程度实行分类管理, 共分三类, 根据国家药品监督管理局的规定, 用于注射到真皮层和/或皮下组织以填充增加组织容积的整形用注射填充物按照第三类医疗器械进行管理, 即定义为具有较高风险, 需要采取特别措施严格控制管理以保证安全、有效的医疗器械, 在产品注册及审批管理中的要求最为严格。

严格的审批注册流程, 意味着一款三类医疗器械产品的上市需要庞大的资金投入与长期的时间成本, 同时需要持续的研发投入以保证产品品质不断提升, 在技术迭代中保证产品领先优势, 对于新进入者来说具备天然的进入壁垒。

表 4：第三类医疗器械审批管理最为严格

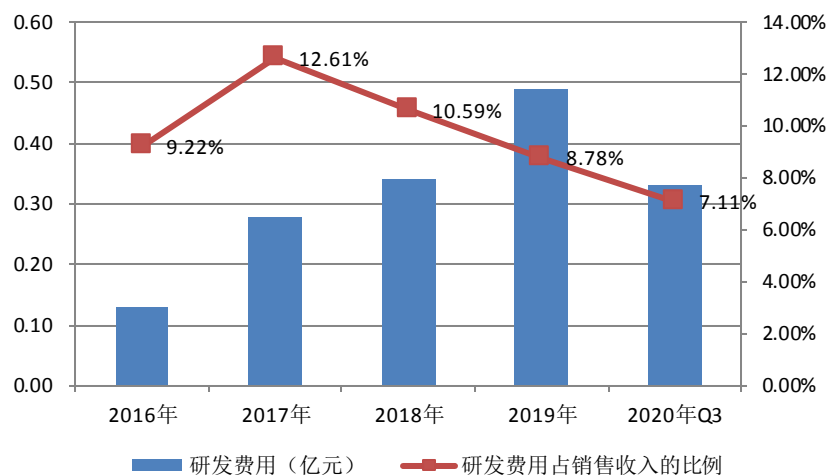
管理类别	定义	管理方式	主管部门	试验要求
第一类	风险程度低，实行常规管理可以保证其安全、有效	备案	市一级药监部门	无需临床试验
第二类	具有中度风险，需要严格控制管理以保证其安全、有效	注册	省一级药监部门	需进行临床试验
第三类	具有较高风险，需要采取特别措施严格控制管理		国家药品监督管理局	

资料来源：NMPA，国海证券研究所

作为透明质酸终端产品头部企业，爱美客十分注重研发投入，2019 年技术人员 72 人，在员工总人数中的占比达到 23%，2016-2019 年研发投入复合增速达到 55.6%，研发投入占营业收入的平均比例达到 10.3%。目前公司拥有 37 项专利，其中发明专利 20 项，牢牢占据技术高地，努力在透明质酸钠更加持久有效、减轻不良反应、提高消费者舒适度和体验感等方面不断进行技术创新。

如公司于 2015 年推出的“爱芙莱”、“爱美飞”为国内第一款含利多卡因的透明质酸钠注射材料，通过特有的减痛配方，可有效减轻注射后的疼痛感，消费者体验舒适。2016 年推出国内首款用于颈纹修复的“嗨体”，创新添加多种氨基酸、肌肤、维生素等材料，复合性较以往产品更强，持续性更久，并较好解决了国内产品在细纹和较薄皮肤注射中的难题。历时 7 年研发的宝尼达是目前市场上仅有的两款长效填充产品之一，也是国内品牌唯一一款长效产品（另一款长效产品爱贝芙由荷兰汉福生物科技有限公司研发），以 80%透明质酸钠复合溶液与 20%PVA 微球（假体）的材料构成，注射后维持时间可达到 5-10 年左右。不断向市场推出国内首款品牌充分体现公司强劲的技术研发实力。

图 18：爱美客研发费用保持快速增长



资料来源：公司公告，国海证券研究所

2.4、国产品牌知名度不断提升，进口替代正在路上

目前国内医美类注射用透明质酸钠产品众多，新氧平台上集合的正规玻尿酸产品

品牌多达 31 款，其中国产品牌 20 款（含台湾品牌），占比达到 65%。根据弗若斯特沙利文的数据，2018 年国产医美注射用透明质酸产品销量占比达到全市场的 42.4%，2019 年国产品牌（主要为昊海生物、爱美客、华熙生物）销售额占比为 23.5%，较 2017 年提升 3.2 个百分点，其中爱美客 2019 年销售额占比达到 10.1%，与瑞典 Q-Med 公司销售额占比相当。国产品牌经过 10 多年的发展，正在逐步受到国内医美消费者的关注及认可。

图 19：国产医美级透明质酸品牌销量超过 40%

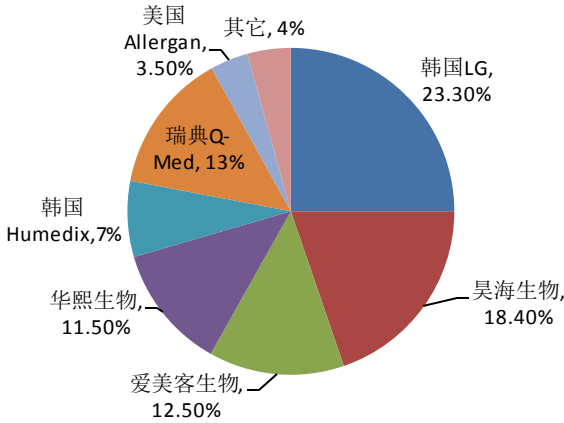
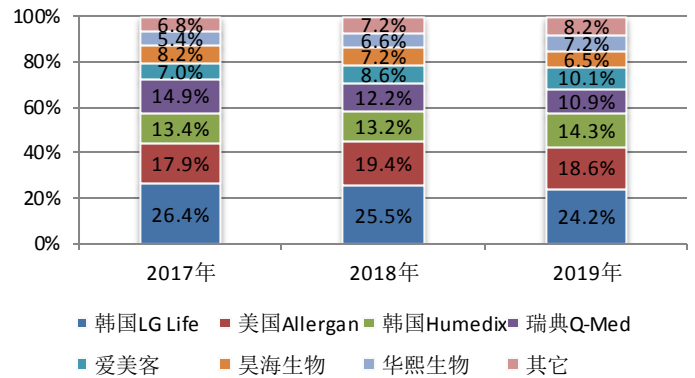


图 20：国产医美级透明质酸品牌销售额占比持续提升



资料来源：头豹，弗若斯特沙利文，国海证券研究所

资料来源：头豹，弗若斯特沙利文，国海证券研究所

国产品牌产品售价与进口品牌相比，处于偏低水平，原料成本与进口关税以及代理费用是主要原因。从新氧平台上获取相关产品终端售价数据，奥地利 Princess volume 产品售价在 6800-9800 元/ml，瑞典瑞蓝 2 号产品售价 1000-4800 元/ml，韩国伊婉 C 系列产品售价 2000-5000 元/ml，而国产华熙生物润百颜高端产品黑金系列售价在 480-2800 元/ml，爱美客爱芙莱产品售价 1000-3000 元/ml。长效产品爱美客宝尼达售价 6400-11000 元/0.5ml，而竞品荷兰爱贝芙售价在 9800-17600 元/0.5ml，进口产品价格是国内产品的 1.5-1.6 倍。

表 5：国产品牌售价普遍低于进口品牌

产品类别	品牌	产地	上市时间	售价
频次产品	公主	奥地利	2017 年	6800-9800 元/ml
	瑞蓝	瑞典	1996 年	1000-4800 元/ml
	伊婉	韩国	2016 年	2000-5000 元/ml
	润百颜	中国	2012 年	480-2800 元/ml
	爱芙莱	中国	2015 年	1000-3000 元/ml
长效产品	爱贝芙	荷兰	2012 年	9800-17600 元/0.5ml
	宝尼达	中国	2012 年	6400-11000 元/0.5ml

资料来源：新氧，国海证券研究所

较低的售价为国产品牌进一步扩大市占率提供良好基础，可作为医美机构获客主要使用的产品，爱美客平均产品售价不到 400 元/支，虽然与成本相比利润空间巨大，但与终端售价相比仍有广阔空间。作为目前国内领先的基本在全档次布局产品线的公司，涵盖非交联、单相交联、双相交联等技术以及复杂程度不同的复合配方技术，爱美客向下游的销售价格覆盖多个价位水平，产品分层与市场受众清晰，梯度价格有利于吸引各消费阶层选择，实现国产品牌的全覆盖，培养国产

品牌消费粘性。

图 21：爱美客产品向下游平均售价不到 400 元/支

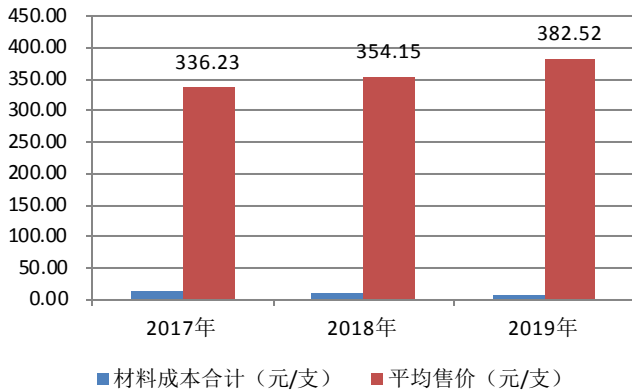
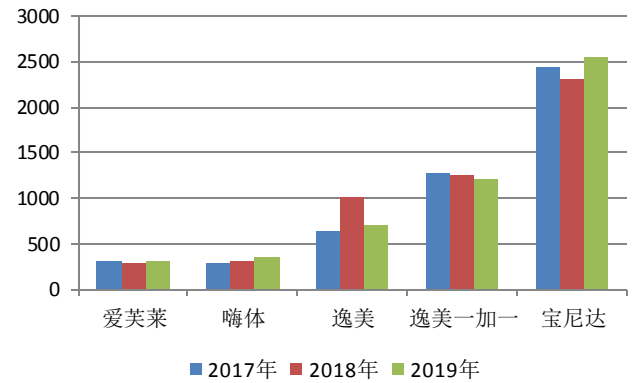


图 22：爱美客产品价格梯度明显 (单位：元/支)



资料来源：公司招股说明书，国海证券研究所（其中透明质酸钠价格按照 1 克配置 50ml 溶液测算为一支价格）

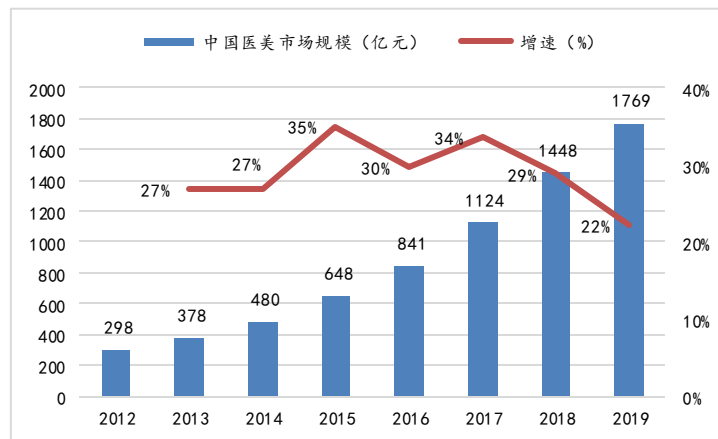
资料来源：公司招股说明书，国海证券研究所

3、中国医美渗透率有待持续提升，“轻医美”消费趋势明显

3.1、中国医美千亿市场规模

现代医美的需求来源于经济水平提升带来的“颜值精神”追求，与颜值挂钩的事物都会得到追捧。随着经济水平的提高，叠加近年来“网红效应”等因素影响，人们为颜值付费的能力和意愿均不断增强，医美行业需求快速发展。2012-2019 年，中国医美市场保持高速增长，医美市场规模年复合增速达到 28.97%，2012-2018 年每年增速均超过 25%。2019 年，中国医美市场规模达到 1769 亿元，同比增速仍达到 22.2%。

图 23：中国医美市场规模保持快速增长



资料来源：艾瑞咨询，国海证券研究所

通过中国医美市场规模总额除以中国人口总额估算，2014-2019年，中国全国人均医美开支从35元增至126元，复合年增长率高达29%，其中2018年正规医美市场、全部医美市场全国人均消费额分别为41元、104元，与美国正规医美市场全国人均消费168元、韩国医美全国人均消费1075元相比，具备至少4倍正规市场、10倍整体市场消费提升发展空间。

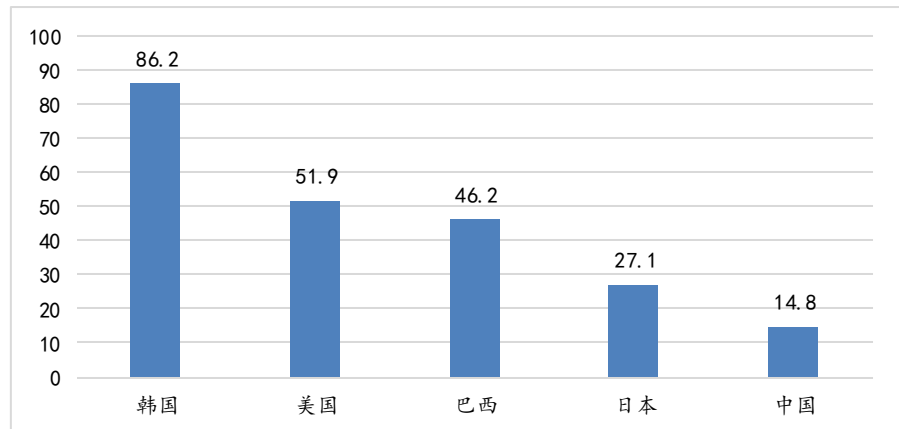
表 6：中国医美人均消费额仍有待提升

国家及市场	2018年医美市场规模 (亿元)	2018年人口规模 (亿)	全国人均消费金额 (元)
韩国	548	0.51	1075
美国（仅包含正规市场）	550	3.27	168
中国（仅包含正规市场）	566	13.95	41
中国（包含正规及非正规市场）	1448	13.95	104

资料来源：李奕洙等《韩国医疗美容市场发展存在的问题研究》，ASAPS，艾瑞咨询，国海证券研究所

中国医美每千人诊疗次数渗透率相对美韩具备4倍以上增长空间。根据新氧《2019医美行业白皮书》，2018年中国的医美疗程消费量已跃居全球第一，超过美国等医美大国，但从每千人诊疗次数来看，中国的疗程消费量上升空间依然巨大。2018年中国每千人诊疗次数为14.8次，美国为51.9次，韩国为86.2次，渗透率相对美国和韩国分别拥有接近4倍和6倍的增长空间。

图 24：中国医美渗透率提升空间广阔（单位：次）



资料来源：ISAPS，弗若斯特沙利文，新氧，国海证券研究所

3.2、“轻医美”逐渐成为潮流，玻尿酸项目最为广泛

轻医美项目是介于手术整形和生活美容之间的医疗美容项目，通过借助先进的产品、器械及无创或微创的医疗方式来达到塑性目的，主要包括注射、激光及其他基于能量的皮肤治疗，常见项目有玻尿酸注射、光子嫩肤及激光脱毛等。轻医美项目具备单次价格较低、操作简单、恢复期短及风险较小的特点，但不具备永久性疗效，因此接受度和复购率较高。

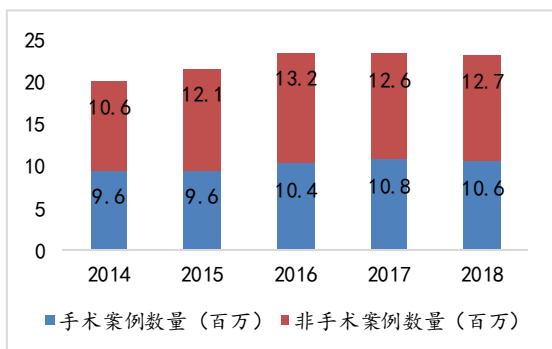
表 7：手术类及非手术类项目对比

	手术类	非手术类
项目	面部手术：眼睑/耳部/鼻整形、脂肪/假体填充、正颌手术、植发等 身体躯干：隆胸、去副乳、吸脂手术、脂肪填充转移等	注射类：肉毒素、玻尿酸（透明质酸）、疤痕软化针等 非注射类：光子嫩肤、皮秒激光、射频紧致、激光脱毛等
特点	部分项目价格较高、创伤较大、恢复周期长、风险高、永久性、效果明显，复购率低	价格较低、风险较小、创伤小，恢复快、微调型、效果有期限性，复购率高
适合人群	需要进行大幅调整、医美接受度高、消费力较强的消费者	医美风险承受力较低、追求方便快捷、调整幅度小或需求变化频繁的消费者

资料来源：艾瑞咨询，国海证券研究所

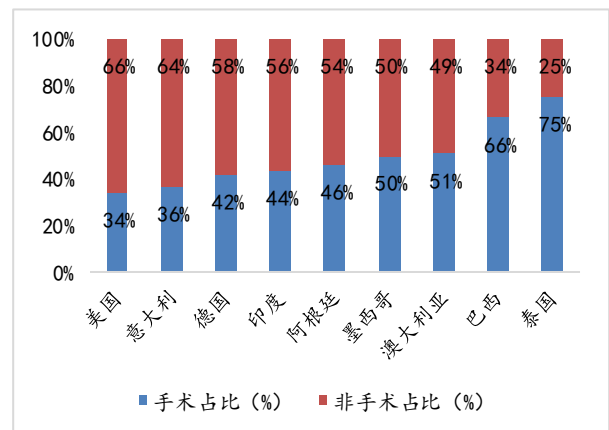
受发达地区轻医美潮流及技术引进影响，轻医美消费市场已逐渐崛起。据 ISAPS 统计，全球范围内主要国家医美消费以轻医美为主，自 2014 年以来，全球轻医美案例数量整体呈现上升趋势，2018 年轻医美案例数达到 1270 万，同比上升 10.4%，占比医美整体案例数 54.5%。

图 25：2014-2018 年全球医美手术及非手术案例数量



资料来源：艾瑞咨询，ISAPS，国海证券研究所

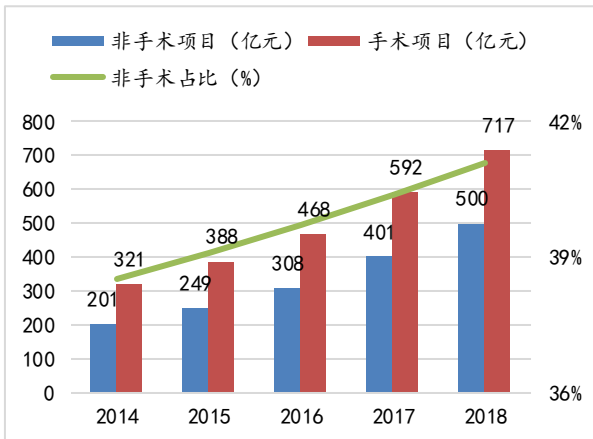
图 26：2018 年全球主要个国家医疗美容手术与非手术占比



资料来源：艾瑞咨询，ISAPS，国海证券研究所

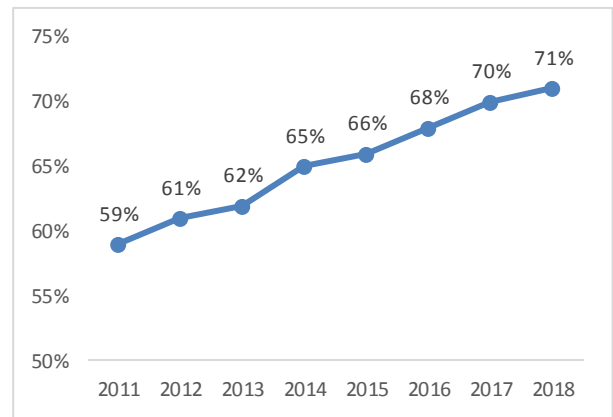
中国的轻医美行业起步较晚，与发达地区轻医美市场发展趋势大体类似，中国大陆地区轻医美市场规模占比及案例数占比亦均显示逐年提升趋势。在庞大的医美市场中，中国轻医美的市场规模占比正逐年升高，据弗若斯特沙利文，2018 年轻医美案例数占比已超过 70%，2014-2018 年，轻医美项目市场规模由 201 亿元增长至 500 亿元，年复合增速达到 25.59%，2019 年轻医美市场规模 635 亿元、占比 41.78%（均为预测数），且存在进一步提升趋势。假设未来 3 年轻医美规模按照 2014-2019E 的复合增速保持，2022 年其市场规模预估有望达到超 1266 亿元，轻医美项目及其美容材料的需求有望持续增长。

图 27: 2014-2018 年中国手术类及非手术类医美项目市场份额及占比



资料来源: 艺星招股书, 弗若斯特沙利文, 国海证券研究所

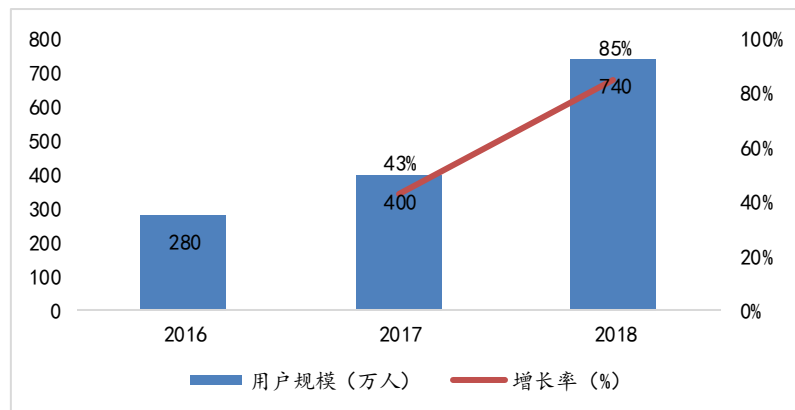
图 28: 2011-2018 年中国地区非手术类案例数占比



资料来源: 中国产业信息网, 弗若斯特沙利文, 国海证券研究所

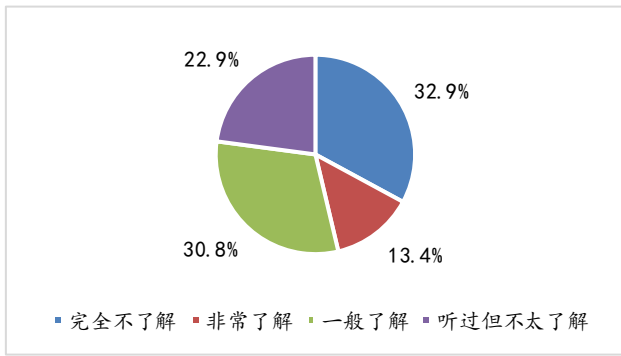
中国轻医美项目用户规模增长快速, 消费者对轻医美的认知及接受程度水平较高, 潜在消费者规模巨大。艾媒咨询数据显示, 2018 年中国轻医美市场用户规模达到 740 万人, 2016-2018 年复合增长率高达 62.57%, 随着互联网平台轻医美项目信息的渗透, 消费者对轻医美的认知及接受程度逐步提高。据艾媒咨询 2019 年调研统计, 67% 的受访者了解过轻医美, 近 60% 的受访者对轻医美消费行为表示出正面的态度, 其中轻医美实行可能性较高的群体“比较羡慕”与“较为支持”合计比例将近 30%, 潜在消费者数量庞大, 预期轻医美用户量仍可保持增长。

图 29: 2016-2018 年中国轻医美市场用户规模及增速



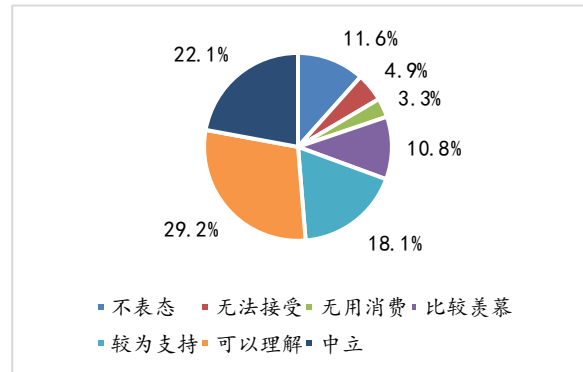
资料来源: 艾媒咨询, 国海证券研究所

图 30：消费者对轻医美认知情况



资料来源：艾媒咨询，国海证券研究所

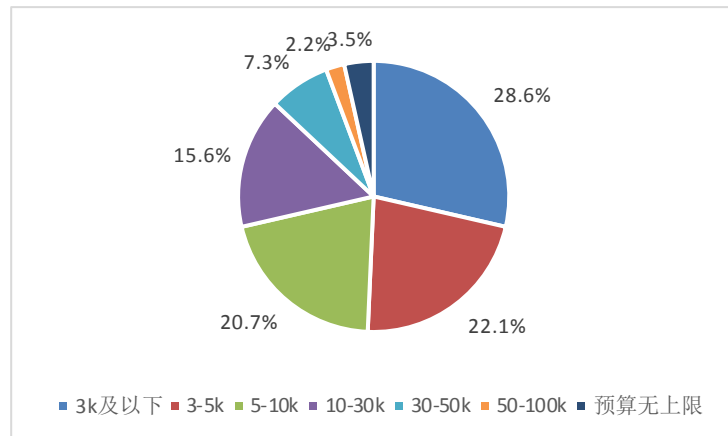
图 31：消费者对轻医美消费的态度



资料来源：艾媒咨询，国海证券研究所

轻医美因其价格相对便宜，消费者接受度更高。根据艾媒咨询统计，71.4%的消费者可接受轻医美项目的可接受价格区间为1万元以下，其中42.8%可接受3000元-1万元的项目价格，近16%的消费者可接受1万-3万元的项目价格。而轻医美项目价格大部分集中在3万元以内，因此处于大部分消费者的可接受区间，医美消费能力显强。随着轻医美消费意识的渗透及医美技术的逐步成熟，安全便捷、价格接受度较高的轻医美项目将成为医美大众化消费的主要类型。

图 32：消费者对轻医美项目的可接受价格区间

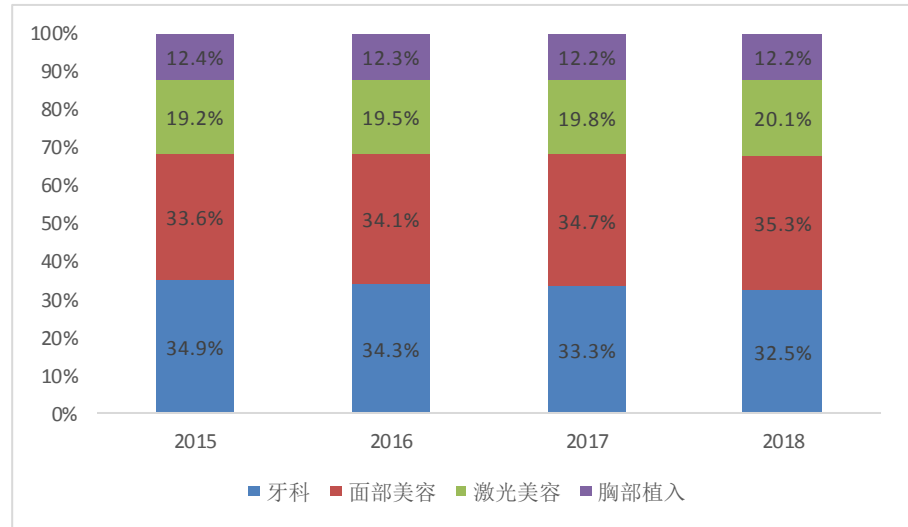


资料来源：艾媒咨询，国海证券研究所

3.2.1、“轻医美”以头面部除皱塑形的注射需求为多，玻尿酸注射的应用最为广泛

面部美容已成为全球医美第一大细分部位。根据医美部位分类，医美项目主要分为面部美容、牙科、激光类美容和胸部植入。Technavio及德勤数据显示，2015-2018年，全球面部美容医美项目市场份额占比逐年提升，并成为医美第一大细分部位。2018年全球面部医美及激光美容市场份额占比分别为35.3%和20.1%。在面部美容轻医美项目中，除皱及塑形项目需求最多，据ISAPS统计，2018年全球肉毒杆菌注射和玻尿酸注射在轻医美项目案例数中占比分别达到48.17%和29.46%。

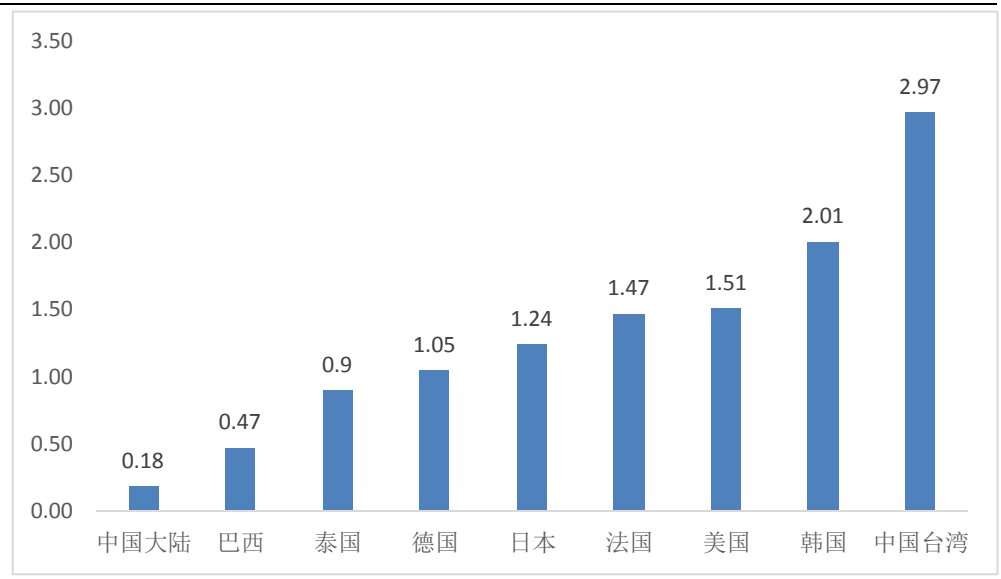
图 33：面部美容成为第一大细分医美领域



资料来源：德勤，Technavio，国海证券研究所

根据中国产业信息网，2014 年中国大陆地区透明质酸医美项目渗透率为 0.18%，远低于日本（1.24%）、美国（1.51%）、韩国（2.01%）及中国台湾地区（2.97%）的相应渗透率，具备较大的发展潜力。

图 34：2014 年全球各地区玻尿酸填充渗透率（单位：%）



资料来源：中国产业信息网，国海证券研究所

3.3、正规医美机构集中度提升趋势明显，合法玻尿酸市场份额不断提升

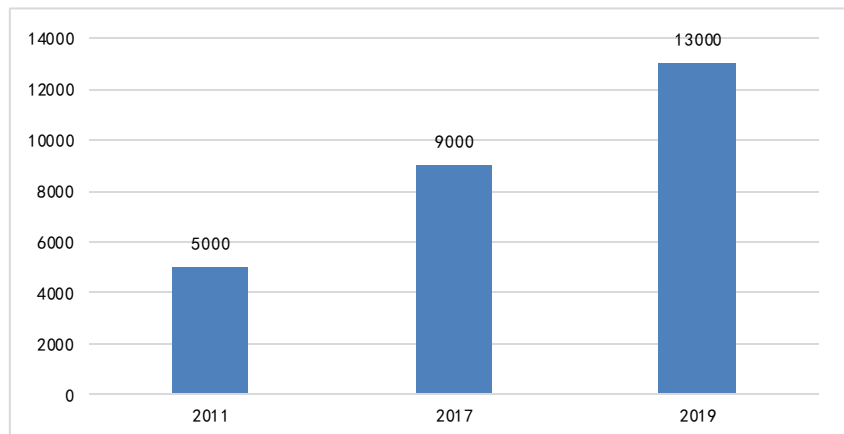
国内医美机构仍处于品牌建立和培育的市场分散竞争激烈期，供需不足导致“黑医美”盛行。根据艾瑞咨询《2020 年中国医疗美容行业洞察白皮书》，2019 年中国具备医疗美容资质的机构约 1.3 万家，而非法经营的医美机构数量超过 8 万家，合法医美机构仅占行业总数的 14%。“黑医美”在诊疗操作、消毒操作、

卫生环境、仪器使用等方面极为不规范，尤其是会大量使用未经 NMPA 批准或不正规渠道购买的器械或耗材，对医美行业整体发展带来严重影响。

但随着行业监管的不断加严及第三方平台的兴起，医疗美容行业加速出清，正规医美机构有望加速出圈。自 2016 年开始，国务院办公厅、卫计委、中国整形美容行业协会等主管机构相继发布《医疗美容机构评价标准实施细则（2017 版）》《中国整形美容协会医疗美容机构评价工作管理办法》等多项政策，明确医疗机构、医美医师及医美项目实施准入要求管理，引导消费者识别合法正规机构，防范不合规医美机构野蛮生长。北京、上海等医美市场较为发达地区，也相继出台《关于进一步加强医疗美容综合监管执法工作的通知》，明确严厉打击医疗美容违法行为，加强对药品、器械生产经营以及医疗美容广告的监督，从根本上肃清市场、引导消费。逐渐兴起的互联网医美平台，也通过平台机构审核、消费者评价等方式侧面填补监管空白，行业信息透明度增强，助力优质的正规医美机构树立品牌。

2015 年我国前 10 家医美机构市场份额仅约占 1%，2018 年前五大民营医美机构（美莱、艺星、爱思特、伊美尔、鹏爱）的市占率提升至 7.4%。行业整合并购逐渐加快，“黑医美”的市场份额将逐步向正规医美机构转移。正规医美机构的集中度提升将带动合法玻尿酸产品使用量的提高。

图 35：中国正规医美机构数量（家）



资料来源：前瞻产业研究院，国海证券研究所

从消费端看，根据艾瑞咨询的调研，目前国内医美市场中流通的针剂正品率仅有 33.3%，大量针剂都为水货或假货，使用后产生医疗事故的风险极大。“黑医美”致残、致死率小于 1%，高出正规医美机构 10 倍，“黑针剂”是核心原因之一。与此同时，医美消费者中有 46.3% 的用户曾经注射过非法针剂，机构及消费者教育任重道远。

随着消费者安全意识的觉醒与不断提升，以及国家监管政策的不断趋严，合法机构与合法针剂的市场认知将不断完善，相应的市场份额将不断向正规机构与产品回流。

医美消费专业度较高，消费者更倾向于听从整形医生的建议。爱美客重视终端产品应用培养和客户培训，对使用公司产品的医疗机构及其执业医师提供配套培训。

2015 年公司提出以“静水深流”为主题的注射美容技术及经营研讨会，不断推出引领市场发展的经营理念和操作方法。2018 年，公司创办全轩学院，旨在通过专家及由专家领衔的培训团队，向合作医生持续输出符合时代发展需要的医疗美容技术以及提升医生综合能力的相关知识。在嗨体、逸美一加一等产品营销推广中，也大规模举办技术研讨会、临床示教等活动，牢牢抓住医美机构及医生诉求，从消费前端即实现消费者引导。

通过采取直销为主、经销为辅的销售模式，公司牢牢将正规中大型机构客户抓在自己手中，销售额排名靠前的直销客户均为全国各区域领先医疗美容机构。截至 2019 年末公司客户数达到 1503 家，覆盖全国大中型医美机构，符合医美机构未来竞争格局的演变趋势，同时依靠绑定主流医美机构合作关系引领市场选择。2017-2019 年公司客户数量复合增长率达到 28.7%，客户认可度不断提升。随着公司产品市场认可度的不断提升，经销模式销售额占比有所增加，主要覆盖长尾小型机构市场，在产品覆盖多消费者层次的同时，也在医美机构中实现全层次覆盖。

图 36：公司客户数量不断增长

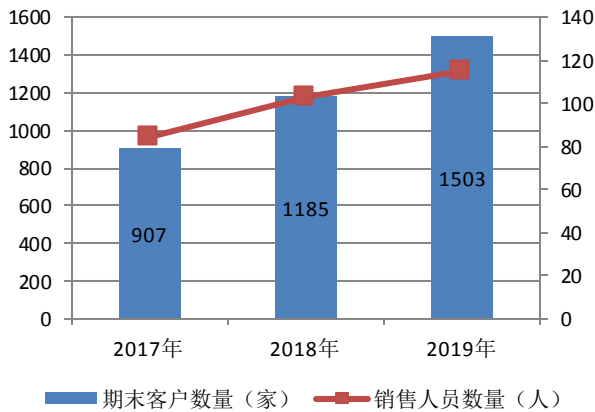
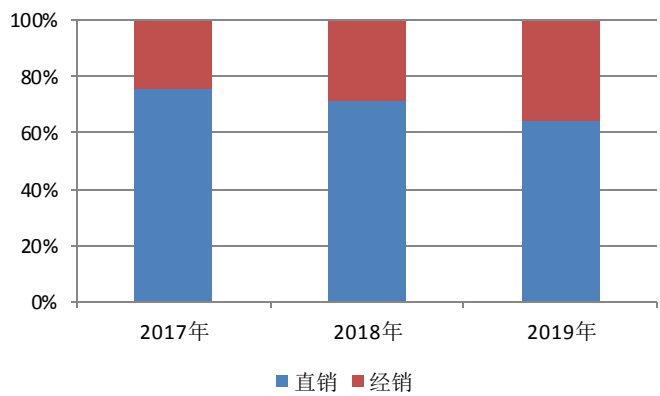


图 37：公司直销收入占比更高牢牢抓住大中型机构客户



资料来源：公司招股说明书，国海证券研究所

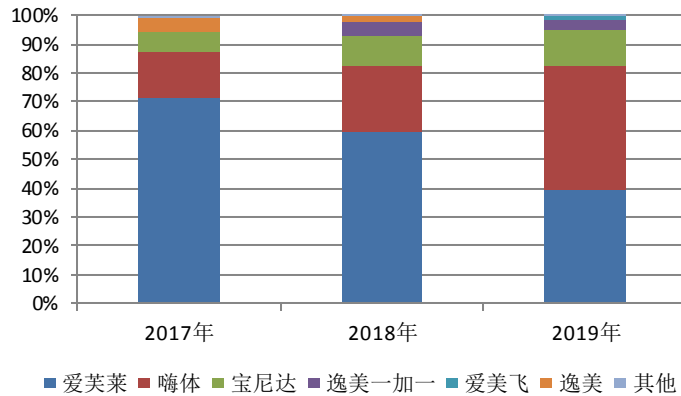
资料来源：国海证券研究所

4、公司紧跟市场需求，不断推出独特性产品

4.1、含聚左旋乳产品有望成为新亮点

公司在推出市场需求爆款产品方面具备丰富的成功经验，宝尼达、嗨体等具备独创力的代表性产品推出后经过市场培育，均成为医美项目中的明星产品，在公司营业收入中的占比持续提升。2017-2019 年，宝尼达产品在营业收入中的占比由 7.1% 提升至 12.1%，嗨体产品营收占比由 15.34% 大幅提升至 43.5%，公司始终坚持的符合市场需求特色产品研发与生产战略充分体现实效。

图 38：特色产品销售收入占比不断提升



资料来源：公司招股说明书，国海证券研究所

在巩固现有特色产品外，公司不断开拓玻尿酸系列新产品，目前在研的医用含修饰聚左旋乳酸微球的透明质酸钠凝胶产品有望于2020年底取得产品注册证书。聚左旋乳（PLLA）是一种人造但可与人体相融并分解吸收的物质，具备较好的生物相容性和可降解性，主要通过刺激自身胶原蛋白增生达到抗衰及紧致提升作用，注射后效果可持续1-3年。

从新氧平台获取的信息显示，国内获得NMPA认证的含聚左旋乳产品仅有3款，分别为欧倍颜、仙诺德、瑞博，均为中国厂商生产，售价在7000-12000元/次不等，属于面部抗皱产品中价格较为昂贵的产品之一。公司相关产品若能顺利上市，亦有望享受该款产品需求带来的市场溢价。

表8：目前已获注册的含聚左旋乳酸产品情况

产品名称	上市时间	售价
欧倍颜	2019年	6800-9800元/次
仙诺德	2019年	11600-12000元/次
瑞博	2018年	6980-23800元/次

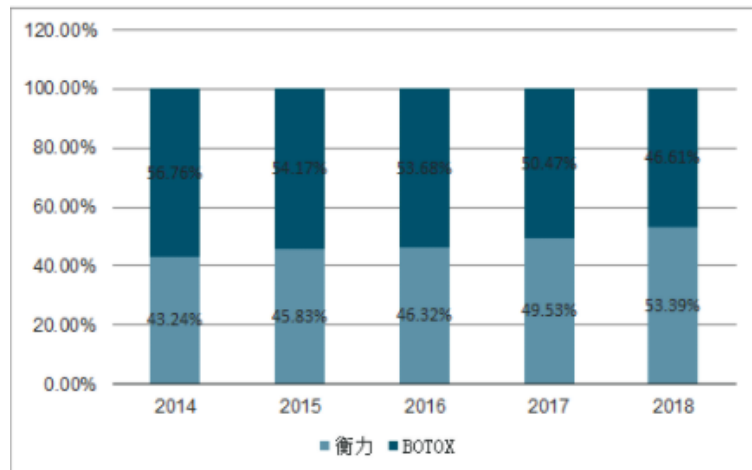
资料来源：新氧，国海证券研究所

4.2、与韩国知名厂商合作开发肉毒素国内市场

与玻尿酸主要作用于皮肤真皮层不同，肉毒素主要注射区域为肌肉层，通过支配肌肉神经阻断、减少肌肉活动，实现皱纹减轻，因此主要应用于动态性皱纹的修复。由于玻尿酸与肉毒素注射组织层次不同，二者可是在满足的条件下进行联合使用。

根据立木信息咨询，全球已上市肉毒素品牌共有7个，国内市场上通过NMPA认证的合法肉毒素品牌共有4款，分别为美国保妥适（Botox）、兰州衡力、英国吉适（Dysport）、韩国Hugel公司产品，后两款产品分别于2020年6月和2020年10月获批，正处于市场培养期，肉毒素竞争格局将由原先的保妥适与衡力平分秋色转变为更加分散。公司于2018年与韩国Huons公司签订A型肉毒毒素产品在中国的合作协议，爱美客负责该产品在中国的临床试验及注册申请，并获得在中国区域进口、注册和经销韩国Huons公司A型肉毒毒素产品。

图 39：中国样本医院肉毒素销售格局（市场较为成熟产品）



资料来源：智研咨询，国海证券研究所

表 9：兰州衡力凭借价格优势在国内肉毒素市场占据一席之地

	美国保妥适	兰州衡力
研发企业	美国艾尔建	兰州生物制品研究所
上市时间	2009 年	2002 年
生产工艺	真空干燥（液-固）	冷冻干燥（固-固）
价格	3000-5000 元/100unit	1000-2000 元/100unit

资料来源：头豹，弗若斯特沙利文，国海证券研究所

全球范围内肉毒杆菌素行业市场规模呈现逐年增长态势，2013-2017 年全球肉毒杆菌素行业市场规模由 32.1 亿元增长至 45.3 亿元，年复合增长率 8.9%，预计到 2022 年全球肉毒杆菌素行业市场规模有望增长至 61.6 亿美元。根据智研咨询，2018 年中国肉毒素市场规模 64.6 亿元，2008-2018 年复合增长率 15.5%，超过全球平均水平。

合法肉毒素回流与应用不断增加将持续提升中国肉毒素使用市场。根据艾瑞咨询的调研，注射过肉毒素的医美用户中有 48.4% 的用户注射非法品牌，以通过非法渠道走私入境的韩国肉毒素“粉毒、白毒、绿毒”等为主。随着产品规范化程度的不断提升和政策打击力度的不断加严，非法肉毒素市场份额将逐步回流至合法市场，利于正规肉毒素产品的市场份额扩张。同时，目前中国市场的肉毒杆菌素以消除鱼尾纹、眉间纹为主，而能够更加广泛应用的咬肌肥大、额纹等肉毒素产品暂未获批上市，临床应用领域将被不断被挖掘，市场空间有望继续保持快速增长。

此外，在消费者选择方面，中国不同年龄层级医美需求略显不同，以“00 后”为代表的新生代消费者首选通过注射进行面部轮廓调整，肉毒素瘦脸占据医美需求第一位，肉毒素未来的市场增长空间广阔。

图 40：2018 年不同年龄层级医美项目需求

	70后抗衰老 40岁+ 个体差异非常大	80后面部身体塑形并存 30岁+ 年均消费: 约5-6K	90后倾向自体脂肪 20岁+ 年均消费: 约1-2K	00后面部轮廓初调整 18岁左右 个体差异大
TOP1	玻尿酸填充	玻尿酸填充	面部脂肪填充	肉毒素瘦脸
TOP2	面部提升	面部脂肪填充	玻尿酸填充	玻尿酸填充
TOP3	肉毒素 瘦脸	肉毒素 瘦脸	肉毒素瘦脸	鼻综合 塑形
其他	包括肉毒素瘦脸和鼻综合	面部提升和身体吸脂	单纯假体隆鼻和双眼皮	双眼皮和身体吸脂

资料来源: 艾瑞咨询, 国海证券研究所

4.3、创新进入减肥纤体市场

在深耕面部塑形的同时, 公司还加大塑形纤体市场布局力度, 目前在研“注射用基因重组蛋白药物”和“去氧胆酸药物”两款可用于治疗肥胖症的产品, 核心成分分别为重组人胰高血糖样肽-1 (GLP-1) 类似物 (利拉鲁肽) 和用于局部软组织代谢的去氧胆酸。11月15日公司获得利拉鲁肽注射液用于慢性体重管理的临床试验批件。公司不同业务寻求发展机会丰富公司产品线, 看好中长期战略布局。

2020年, 中国医美用户当中有43.9%的客群购买过美体塑形产品, 仅次于皮肤美容和面部整形。而根据《柳叶刀》的调查, 全球成人肥胖人口超过瘦子, 中国超过美国成为全球肥胖人口最多的国家, 男女性肥胖人数分别为4320万人和4640万人, 减肥产品的需求将呈现不断增长趋势, 公司目前在研的两款减肥类药品有望充分享受行业红利。

5、首次覆盖, 给予公司“增持”评级

公司深耕医美耗材行业多年, 专注于以玻尿酸为核心的注射类医美产品, 在产品布局、产业链地位、产品创新能力等方面具备较强的核心竞争实力。

- 1) 产品布局完善: 产品涵盖非交联、单相交联、双相交联等技术以及复杂程度不同的复合配方技术, 向下游的销售价格覆盖多个价位水平, 产品分层与市场受众清晰, 梯度价格有利于吸引各消费阶层选择。
- 2) 产业链话语权强: 受益于医美需求强劲及公司完善的产品梯队布局, 议价能力较强, 毛利率超过90%, 净利润率超过50%。
- 3) 创新力不断: “童颜针”、肉毒素、减肥纤体等新产品研发, 紧跟消费潮流, 不断覆盖医美新需求市场。

我们看好医美行业尤其是轻医美的快速发展, 公司在轻医美耗材领域的布局领先市场并日臻完善, 将持续享受行业发展的红利。预计公司2020-2022年EPS分别为3.36、5.23和7.21元/股, 对应当前股价PE分别为158.26、101.63和73.78

倍，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

预测指标	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入（百万元）	558	710	1131	1549
增长率(%)	74%	27%	59%	37%
归母净利润（百万元）	306	404	629	867
增长率(%)	149%	32%	56%	38%
摊薄每股收益（元）	3.39	3.36	5.23	7.21
ROE(%)	46.10%	38.38%	37.91%	34.72%

6、风险提示

- 1) 居民可支配收入及消费意愿不及预期；
- 2) 重大医疗事故风险；
- 3) 产品竞争加剧利润率下滑风险；
- 4) 新产品无法通过国家药监局审批风险；
- 5) 中国与日韩美等发达国家及台湾地区并不具有完全可比性，相关数据仅供参考；
- 6) 国产替代进程的不确定性影响。

附表：爱美客盈利预测表

证券代码：	300896.SZ				股价：	531.90	投资评级：	增持		日期：	2020-12-01
财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	每股指标与估值		2019	2020E	2021E	2022E	
盈利能力					每股指标						
ROE	46%	38%	38%	35%	EPS		3.39	3.36	5.23	7.21	
毛利率	93%	93%	94%	94%	BVPS		7.32	8.81	13.99	21.13	
期间费率	23%	29%	31%	31%	估值						
销售净利率	55%	57%	56%	56%	P/E		156.69	158.26	101.63	73.78	
成长能力					P/B		72.65	60.38	38.01	25.17	
收入增长率	74%	27%	59%	37%	P/S		85.83	90.05	56.50	41.27	
利润增长率	149%	32%	56%	38%							
营运能力					利润表（百万元）		2019	2020E	2021E	2022E	
总资产周转率	0.75	0.62	0.64	0.59	营业收入		558	710	1131	1549	
应收账款周转率	32.73	32.73	32.73	32.73	营业成本		41	52	71	90	
存货周转率	1.76	1.76	1.76	1.76	营业税金及附加		4	5	7	10	
偿债能力					销售费用		77	84	157	214	
资产负债率	11%	8%	6%	4%	管理费用		48	123	196	268	
流动比	8.40	13.31	17.75	23.55	财务费用		(2)	(8)	(12)	(19)	
速动比	8.05	12.87	17.22	22.96	其他费用/(-收入)		7	8	8	8	
资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E	营业利润		350	463	721	994	
现金及现金等价物	506	890	1376	2092	营业外净收支		1	1	1	1	
应收款项	17	22	35	47	利润总额		351	464	722	995	
存货净额	23	32	44	57	所得税费用		53	70	109	150	
其他流动资产	19	24	38	52	净利润		298	394	614	845	
流动资产合计	565	967	1493	2248	少数股东损益		(8)	(10)	(16)	(21)	
固定资产	151	143	136	129	归属于母公司净利润		306	404	629	867	
在建工程	0	0	0	0	现金流量表（百万元）		2019	2020E	2021E	2022E	
无形资产及其他	11	11	110	210	经营活动现金流		310	379	577	807	
长期股权投资	0	0	0	0	净利润		298	394	614	845	
资产总计	744	1139	1757	2605	少数股东权益		(8)	(10)	(16)	(21)	
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销		10	8	8	10	
应付款项	7	10	14	18	公允价值变动		0	0	0	0	
预收帐款	10	13	20	28	营运资金变动		9	(24)	(51)	(50)	
其他流动负债	50	50	50	50	投资活动现金流		(26)	8	7	7	
流动负债合计	67	73	84	95	资本支出		(11)	8	7	7	
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资		0	0	0	0	
其他长期负债	14	14	14	14	其他		(15)	0	0	0	
长期负债合计	14	14	14	14	筹资活动现金流		100	(4)	(6)	(9)	
负债合计	81	86	98	109	债务融资		0	0	0	0	
股本	90	120	120	120	权益融资		7	0	0	0	
股东权益	663	1052	1659	2496	其它		94	(4)	(6)	(9)	
负债和股东权益总计	744	1139	1757	2605	现金净增加额		384	383	578	805	

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【研究小组介绍】

赵越，工程硕士，厦门大学经济学学士，3年多元化央企战略研究与分析经验，2016年进入国海证券，从事社服、环保行业及上市公司研究。

周超泽，哥伦比亚大学化学工程/罗格斯大学金融工程双硕士，浙江大学工学学士，生物工程和金融复合背景，2017年加入国海证券医药组，医药组组长，主要覆盖创新药、生物制品、原料药+制剂出口一体化、CRO/CMO板块。

任春阳，华东师范大学经济学硕士，3年证券行业经验，2016年进入国海证券，从事计算机与环保行业上市公司研究。

徐晓欣，南洋理工大学应用经济学硕士，华南理工大学理学学士，2020年加入国海证券医药组，主要覆盖医疗器械、生物创新药、疫苗血制品板块。

许睿，复旦大学药物化学硕士，2020年加入国海证券医药组，主要覆盖原料药、化学药和创新药

【分析师承诺】

赵越、周超泽，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、

财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。