

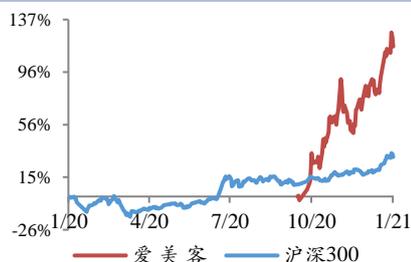
爱美客：把握颜值经济的轻医美优质龙头

投资评级：增持（首次）

报告日期：2021-01-15

收盘价(元)	735.00
近12个月最高/最低(元)	772.2/330.2
总股本(百万股)	120
流通股本(百万股)	26
流通股比例(%)	21.64
总市值(亿元)	883
流通市值(亿元)	191

公司价格与沪深300走势比较



分析师：文献

执业证书号：S0010520060002
 电话：13923413412
 邮箱：wenxian@hazq.com

联系人：谢丽媛

执业证书号：S0010120050004
 电话：15802117956
 邮箱：xiely@hazq.com

联系人：邓颖

执业证书号：S0010120090074
 电话：13817453822
 邮箱：dengying@hazq.com

主要观点：

● 专注轻医美赛道，多维度助力高增。

爱美客专注于轻医美领域，较高的研发能力和拿证能力为公司筑起技术壁垒，目前公司已有六款获批的III类注射用透明质酸钠系列产品，产品数量行业领先。公司凭借丰富的产品矩阵不断实现营收高增，逐渐形成规模效应，推动采购成本下行；同时，消费者教育作为国内玻尿酸品牌的短板，一定程度上牵制国产品牌放量提价。爱美客目前已逐步探索消费者教育路径和营销网络的建设，未来有望不断加强品牌建设，在乘着行业红利的同时，更将凭借自身引擎实现业绩稳定发展。

● 医美行业前景广阔，国产品牌大有可为。

我国医美行业经过多年发展，渗透率虽已有所提高，但与医美发展成熟的国家相比，仍有巨大提升空间，随着居民人均可支配收入的增长、社会对医美接受程度的提高以及医美用户群体不断拓宽，在可预见的未来，医美行业将保持快速发展的势头，市场前景广阔。玻尿酸作为医美入门级产品，国产品牌与进口品牌相比具有更高的性价比，随着医美用户逐渐往90后、00后集中，二线城市用户崛起，国产品牌与国内玻尿酸主要用户群体匹配度更高，未来将持续提升竞争力和市占率。

● 投资建议

我们预计公司2020-2022年收入分别为7.04、10.65、15.00亿元，同比分别+26.3%、+51.3%、+40.8%，归母净利润分别为4.28、6.33、9.18亿元，同比分别+39.9%、+48.0%、+45.1%，当前股价对应2020-2022年PE分别206.64x、139.60x、96.21x，首次覆盖给予“增持”评级。

● 风险提示

竞争加剧导致价格下行风险，在研产品未能如期获批风险，产品安全性风险。

● 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	558	704	1065	1500
收入同比(%)	73.7%	26.3%	51.3%	40.8%
归属母公司净利润	306	428	633	918
净利润同比(%)	148.7%	39.9%	48.0%	45.1%
毛利率(%)	92.6%	91.3%	92.2%	92.3%
ROE(%)	46.4%	38.6%	35.4%	32.8%
每股收益(元)	2.54	3.56	5.26	7.64
P/E	0.00	206.64	139.60	96.21
P/B	0.00	79.82	49.37	31.58
EV/EBITDA	-1.45	137.98	94.51	66.90

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

引言	4
1 专注轻医美赛道，多维度助力高增	4
1.1 公司概况	4
1.1.1 公司主营业务介绍	4
1.1.2 公司股权结构	6
1.2 研发能力突出，证书持有数行业领先	7
1.3 产品矩阵丰富，在研产品打开新空间	7
1.4 规模效应形成，逐渐降低产品成本	10
1.5 积极建设营销网络，消费者教育树立品牌力	12
2 行业分析：医美行业前景广阔，国产品牌大有可为	13
2.1 产业链：上游产品生产商享有更大部分利润	13
2.2 行业增长驱动与增长空间	16
2.3 看好玻尿酸国产品牌	20
3 财务分析	24
4 投资建议	29
风险提示:	30
财务报表与盈利预测	31

图表目录

图表 1 公司主营构成 (百万元)	5
图表 2 公司历年历年营收及同比	5
图表 3 公司历年归母净利润及同比	6
图表 4 爱美客股权结构	6
图表 5 可比公司研发费用率对比	7
图表 6 爱美客产品矩阵丰富	8
图表 7 公司各产品收入及同比	8
图表 8 公司各产品收入占比	9
图表 9 爱美客在研项目	10
图表 10 爱美客原材料采购平均单价 (元)	11
图表 11 爱美客产品单位成本逐年降低 (元/支)	11
图表 12 爱美客产量快速提升带来规模效应	12
图表 13 医美行业产业链	13
图表 14 医美行业与传统医疗行业对比	14
图表 15 取得中国境内透明质酸钠注射液的医疗器械证书公司	15
图表 16 爱美客产品价格售价维持稳定 (元)	16
图表 17 中韩 18-40 岁女性医美渗透率	16
图表 18 我国医美渗透率与医美成熟国家相比仍有 5 倍空间	17
图表 19 城镇家庭人均年可支配收入及同比	17
图表 20 “医美”成为小红书等社区热门话题	18
图表 21 中国社会超 60%人对医美持正面态度	19
图表 22 我国 35 岁以上医美消费群体需求量远未释放	19
图表 23 医美透明质酸终端产品市场规模 (亿元)	20
图表 24 手术类与非手术类的区别	21
图表 25 2019 年中国医美总疗程分布	21
图表 26 2019 年中国注射类医美分布及增速	22
图表 27 中国玻尿酸产品市场各品牌销额占比	22
图表 28 中国医美消费者年龄分布	23
图表 29 中国医美消费者地区分布	24
图表 30 可比公司营收规模 (亿元)	24
图表 31 可比公司营收同比	25
图表 32 可比公司毛利率	25
图表 33 爱美客分产品毛利率变化	26
图表 34 可比公司销售费用率	26
图表 35 可比公司管理费用率	27
图表 36 可比公司净利率	27
图表 37 可比公司应收账款周转率 (次)	28
图表 38 可比公司存货周转率 (次)	28
图表 39 公司分产品收入拆分	30

引言

医美行业近年来高速发展，行业内玻尿酸产品生产商享受超高利润率引发市场关注。玻尿酸超高利润率是否能够维持？国内品牌如何与进口品牌竞争？爱美客自身具有怎样的相对优势？本篇报告试图从上述问题入手，对玻尿酸龙头爱美客进行深入探究。

1 专注轻医美赛道，多维度助力高增

爱美客专注于轻医美领域，较高的研发能力和拿证能力为公司筑起技术壁垒，目前公司已有六款获批的 III 类注射用透明质酸钠系列产品，产品数量行业领先。公司凭借丰富的产品矩阵不断实现营收高增，逐渐形成规模效应，推动采购成本下行；同时，消费者教育作为国内玻尿酸品牌的短板，一定程度上牵制国产品牌放量提价。爱美客目前已逐步探索消费者教育路径和营销网络的建设，未来有望不断加强品牌建设，在乘着行业红利的同时，更将凭借自身引擎实现业绩稳定发展。

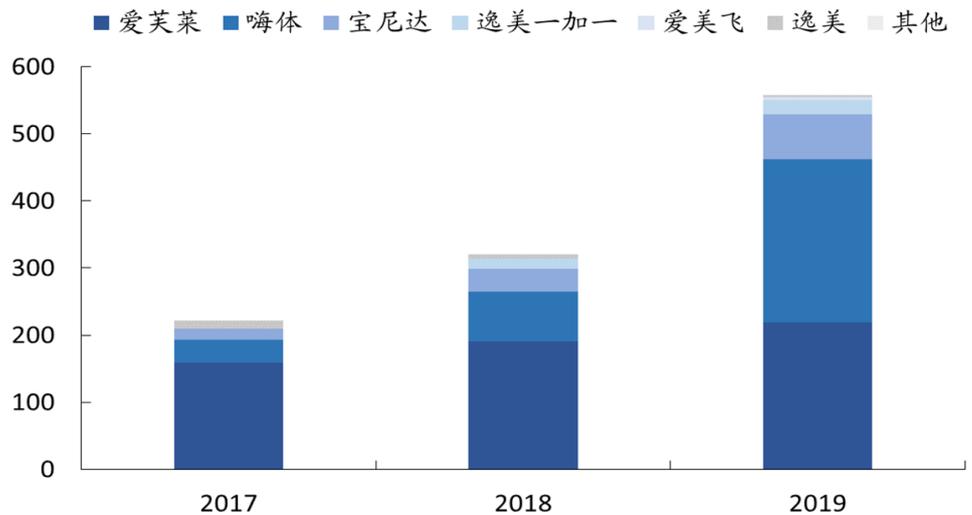
1.1 公司概况

1.1.1 公司主营业务介绍

爱美客是国内生物医用软组织修复材料领域的创新型领先企业。公司已成功实现注射类透明质酸钠系列产品（透明质酸的钠盐形式，透明质酸又名玻尿酸）及聚对二氧环己酮面部埋植线的产业化。公司目前共有 7 款产品在售，其中爱芙莱、嗨体、宝尼达、逸美、逸美一加一（逸美升级版）、爱美飞为玻尿酸系列产品，均已取得国家药监局 III 类医疗器械注册证书，紧恋为面部埋线产品，于 2019 年 5 月获批上市。

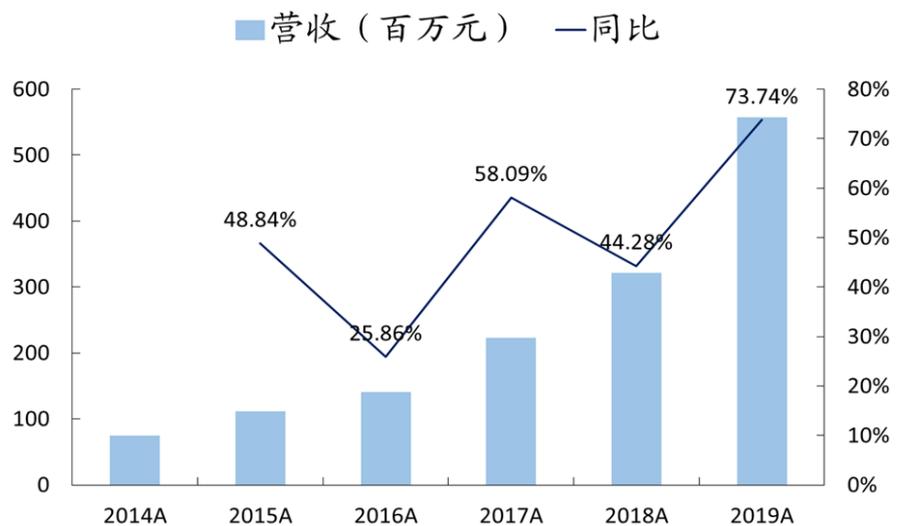
公司玻尿酸系列产品通过注射于面部及颈部，修复皱纹及凹陷组织；面部埋线产品通过植入皮下脂肪层，改善鼻唇沟皱纹。其中爱芙莱和嗨体贡献主要收入来源，2019 年分别占营收的的比重为 39.27%、43.50%。

图表 1 公司主营构成 (百万元)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

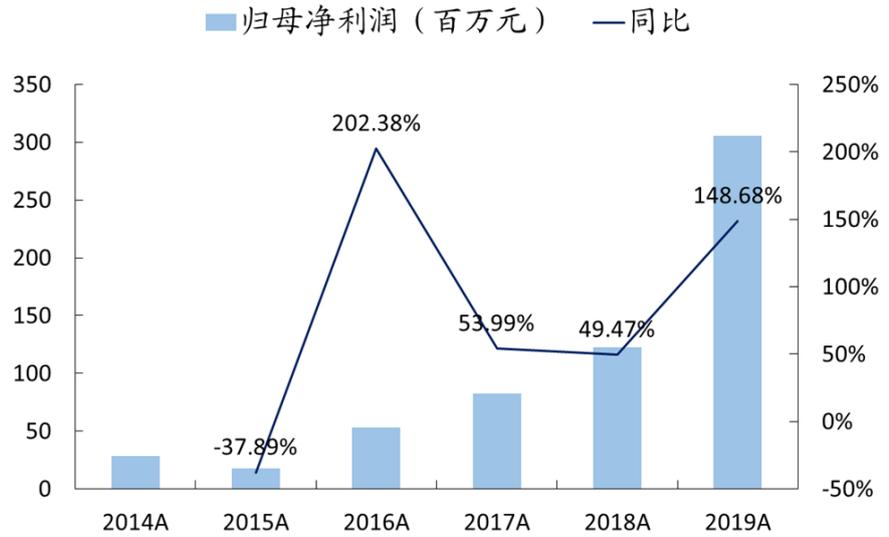
图表 2 公司历年历年营收及同比



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

公司的产品主要面向医疗机构的整形外科、美容外科、皮肤科等科室, 以非公立医院为主。随着公司产品越来越受到消费者认可, 近年来公司高速发展, 2017-2019 年分别实现营收 2.22/3.21/5.58 亿元, 分别同增 58.09%/44.28%/73.74%, 实现归母净利润 0.82/1.23/3.06 亿元, 分别同增 53.99%/49.47%/148.68%。

图表 3 公司历年归母净利润及同比

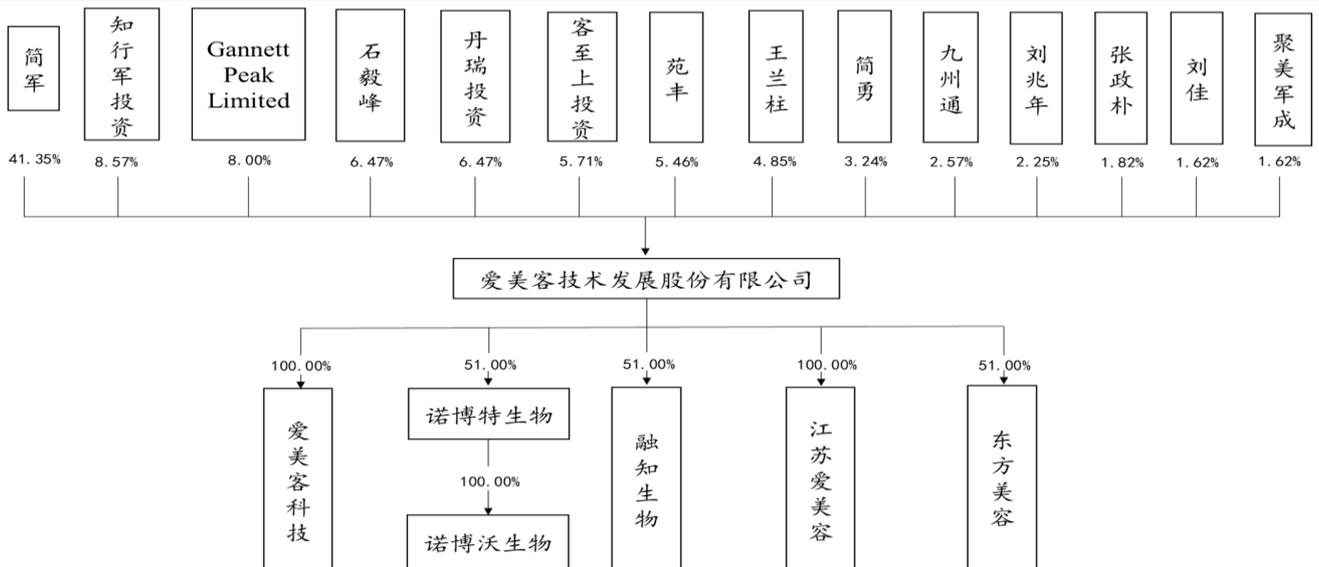


资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.1.2 公司股权结构

爱美客董事长简军女士十余年前留学国外之时，先见性地判断轻医美在国内市场将大有可为。2004 年爱美客前身北京英之煌生物科技有限公司成立，并于 2005 年 12 月更名为爱美客有限。简军女士目前直接持有公司 41.35% 的股份，并通过丹瑞投资、客至上投资及知行军投资间接持有公司 9.40% 的股份，为公司实际控制人。“知行军投资”、“客至上投资”为公司的员工持股平台，合伙人均为公司员工。

图表 4 爱美客股权结构



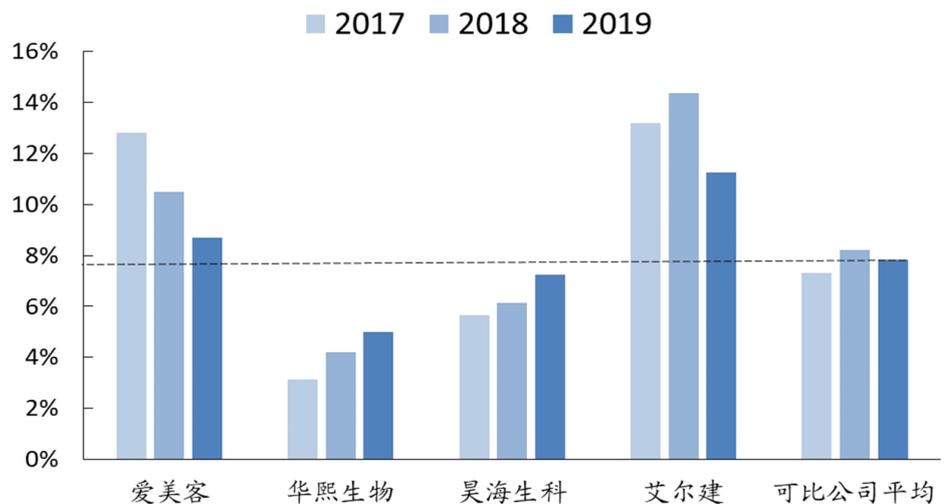
资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.2 研发能力突出，证书持有数行业领先

生物医用材料前期研发技术难度大、研发周期长，产品需要通过较为严苛的审核，获得国家药监局批准方可上市，因此对行业内公司的研发能力提出了较高的要求。同时审批时间长、获批难度大，也意味着新进入者的进入难度较高，为行业筑起了更高的技术壁垒；而拥有先发优势的爱美客，一旦产品通过审批，可在较长时间内保持优势。爱美客目前已拥有六款获国家药监局批准的 III 类注射用透明质酸钠系列产品，为获得国家药监局批准的同类产品最多的企业；并于 2019 年 5 月取得聚对二氧环己酮面部埋植线的 III 类医疗器械注册证书，为首款获得国家药监局批准的面部埋植线产品。

爱美客优秀的研发成果得益于公司较高的研发投入。公司历年研发费用率高于国内可比公司，与美国医疗公司艾尔建的研发费用率水平更为接近，艾尔建旗下产品乔雅登为玻尿酸标杆型产品，由于质量好、效果突出深得消费者喜爱。同时，公司研发人员占比同样处于行业领先水平，2019 年爱美客研发及技术人员共 72 人，占比高达 22.86%，而同期华熙生物/昊海生科研发人员占比为 16.76%/19.66%。爱美客注重研发投入，未来有望持续提升产品质量和使用效果，提升产品竞争力。

图表 5 可比公司研发费用率对比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.3 产品矩阵丰富，在研产品打开新空间

爱美客专注医美，公司目前共有 6 款玻尿酸系列产品在售，产品差异化程度较高，价格带丰富，全面覆盖多样性需求，2016 年末公司取得嗨体的产品注册证，是目前唯一获批的针对颈部皱纹改善的三类医疗器械产品，填补了颈部皱纹修复领域的空白，考虑到牌照获批时间，预计未来 5 年内公司能够独占这一细分赛道。

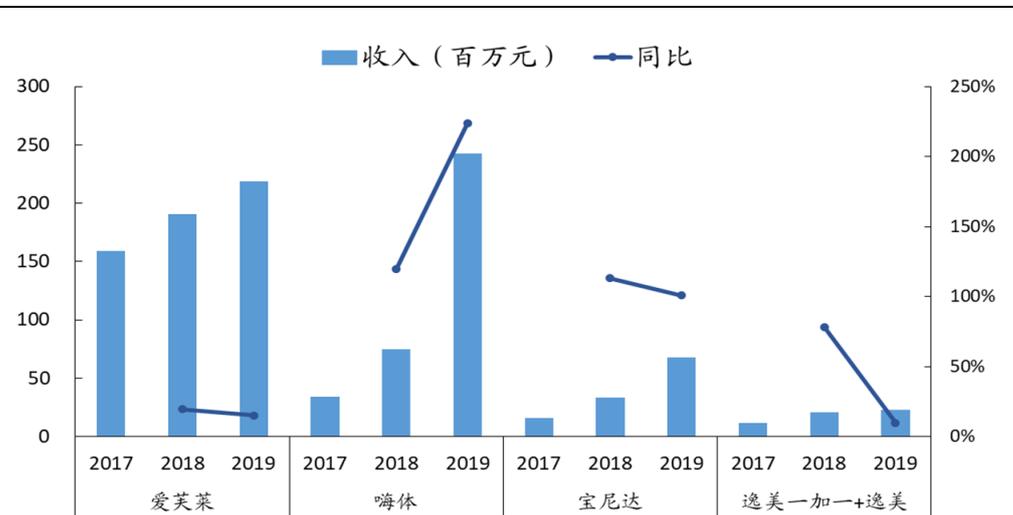
图表 6 爱美客产品矩阵丰富

	上市时间	产品特点	核心技术	持续时间	价格 (元/支)
逸美	2009	国内首款透明质酸钠填充剂	多组分复合仿基质水凝胶技术	3个月	700
宝尼达	2012	定位高端, 国内仅有的两款含长效产品	多组分复合仿基质水凝胶技术、水密型微球悬浮制备技术	1-2年	2550
爱芙莱/爱美飞	2015	国内首款含麻产品, 具有舒缓减痛左右。	固液渐变互穿交联技术	3个月	300
嗨体	2016	国内首款且目前唯一获批的颈纹改善产品	组织液仿生技术	6个月	350
逸美一加一	2016	逸美的升级版, 对标国际领先产品	多组分复合仿基质水凝胶技术、固液渐变互穿交联技术	12个月	1200

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

从产品结构来看, 爱芙莱由于具有较高的性价比, 近年来销售稳定增长, 为公司提供稳定的收入来源, 随着公司其他产品的大幅增长, 爱芙莱营收占比有所下降, 2019年占比 39.27%; 嗨体于 2017 年开始推广, 经过两年的消费者教育, 2019 年收入实现超高增长, 同增 223.58%。目前通过公司与医院合作策划, 嗨体已形成多个针对颈纹的系列化项目, 未来有望持续突出产品特点, 成为公司收入的强力助推剂; 而宝尼达作为主打长效、定位高端的产品, 毛利率超 98%, 近年来持续放量, 2019 年营收占比提升至 12%, 持续提升公司盈利能力。

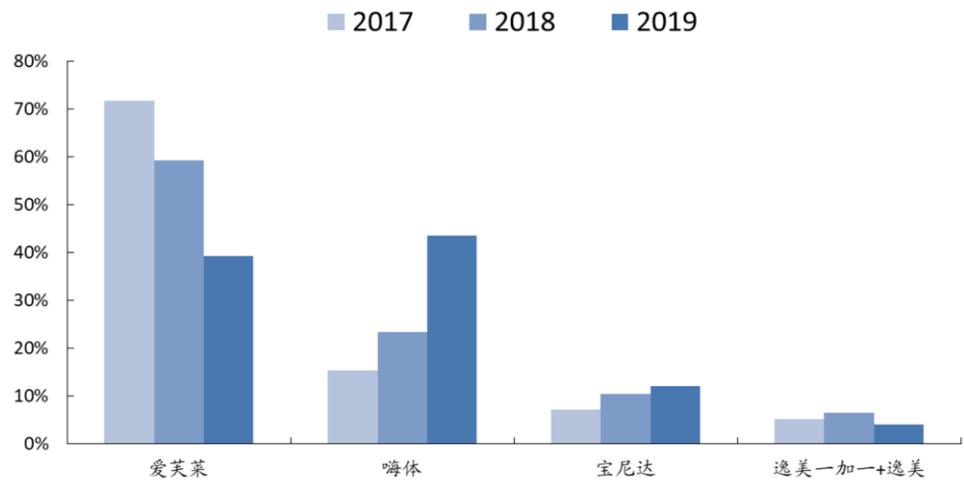
图表 7 公司各产品收入及同比



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

注: 2018 年公司推出逸美一加一作为逸美的升级产品, 对逸美有一定替代作用, 因此将两者收入合并分析。

图表 8 公司各产品收入占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

注：2018 年公司推出逸美一加一作为逸美的升级产品，对逸美有一定替代作用，因此将两者收入合并分析。

在现有产品的基础上，公司持续在医美领域发力，目前已有肉毒、童颜针等多款在研产品，未来有望为公司打开新的成长空间。

- **童颜针**：公司童颜针产品预计将于 2020 年末取得产品注册证书，童颜针含有的聚左旋乳酸微球作用于体内，能够刺激自体胶原蛋白再生，从而改善脸部皱纹、松弛下垂等问题，更适合全脸使用，童颜针注射两年后可完全降解，新生胶原在体内可持续 2 年以上的效果。童颜针获批后将成为国内首款注射用童颜针产品，为公司带来新的增长点，筑起更高的护城河。
- **肉毒**：在肉毒素领域爱美客选择采取引进模式，2018 年爱美客与韩国 Huons 公司签订 A 型肉毒毒素产品在中国的合作协议，Huons 授权爱美客在中国区域内进口、注册和经销其生产的肉毒产品，爱美客负责完成该产品在中国的临床试验及注册申请。肉毒注入体内后可以松弛肌肉，从而达到去皱、瘦脸的作用。根据 IMS 统计数据，肉毒毒素在国内市场高速增长，2011-2015 年中国正规渠道肉毒毒素市场规模年均复合增速达 27.32%，而目前国内批准上市肉毒毒素产品仅有兰州生物制品研究所生产的“衡力”和美国艾尔建生产的“保妥适” (Botox)，未来在肉毒领域爱美客将有广阔的市场空间。
- **基因重组蛋白**：该产品为 GLP-1 类似物，主要用于糖尿病及肥胖症的治疗，能够满足减肥瘦身的需要。公司上市募集资金中预计共投资 4.6 亿元分别用于该产品生产基地建设和产品研发。2020 年 11 月 13 日，公司该项目已获批进入临床试验阶段，研发流程更进一步，根据 2016 年《柳叶刀》发布的《全球成年人体重调查报告》，中国肥胖人口约 8960 万，位居世界首位，该产品若能够成功获批上市，将为公司带来更大的想象空间。

图表 9 爱美客在研项目

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（童颜针）	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	临床试验阶段

资料来源：公司公告，华安证券研究所

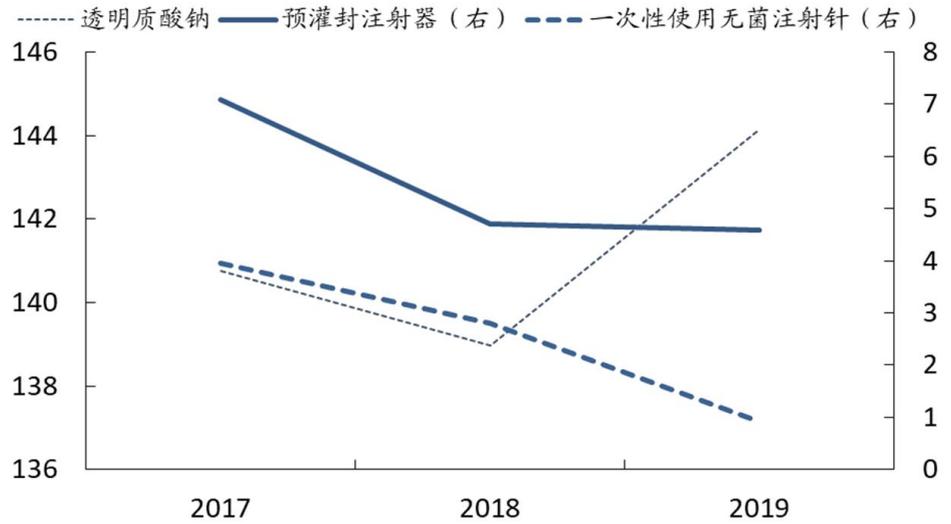
注：医疗器械研发注册流程一般包括实验室研究、动物实验、注册检验、临床试验和注册申报等环节；生物药品研发注册流程一般包括设计开发、临床前研究、临床申报、临床试验、产品注册等环节。

1.4 规模效应形成，逐渐降低产品成本

爱美客毛利率维持超高水平，一方面得益于玻尿酸产品市场售价仍然较高，另一方面得益于公司产品成本能够维持较低水平，而后续随着产能提升和销售扩大，规模效应进一步加强，成本优势有望进一步加深。

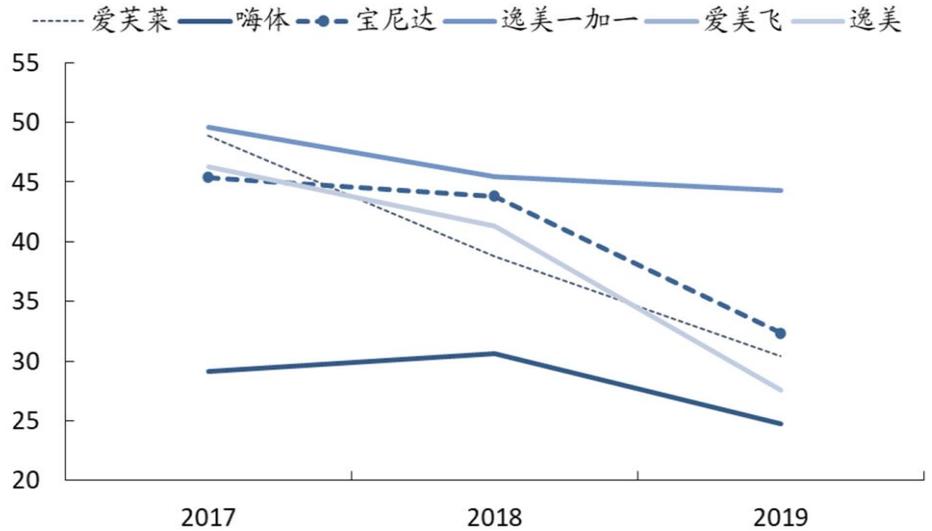
公司销量不断扩大，规模效应逐渐形成，采购成本及产品单价下行。公司产品产量近年来快速提升，2019年同增76.39%，达167.91万支。随着公司产量增加，原材料采购量逐渐加大，公司与供应商的议价能力提升；同时供应商选择增多，公司得以引入价格更低的新供应商，其中无菌注射针2019年由代理商采购改为直接采购模式，单价下降尤为明显。此外，除原材料成本下降外，由于产量大幅增加，单位产品分摊的制造费用和人工成本亦同时下降，产品的单位成本呈下降趋势，规模效应不断推动公司成本下行。

图表 10 爱美客原材料采购平均单价 (元)



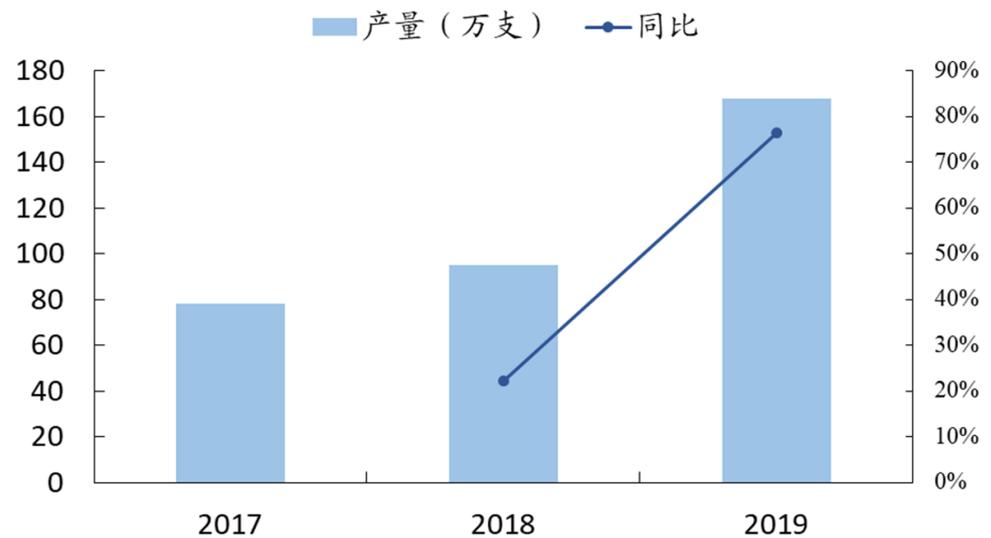
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 11 爱美客产品单位成本逐年降低 (元/支)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 12 爱美客产量快速提升带来规模效应



资料来源：公司公告，华安证券研究所

展望未来，公司拟使用 1.91 亿元募集资金建设医疗器械生产线二期项目，主要用于生产爱芙莱、嗨体、逸美以及宝尼达，预计将于 2022 年投产使用。建成后，各产品产能将达到 360.7 万支，公司生产能力将大幅提高，进一步提升公司规模效应。

1.5 积极建设营销网络，消费者教育树立品牌力

消费者教育作为国内玻尿酸品牌的短板，一定程度上牵制国产品牌放量提价。爱美客目前已逐步探索消费者教育路径和营销网络的建设，未来有望不断加强品牌建设。公司目前已成立“全轩学院”，通过内容输出来逐步进行医生教育，通过持续赋能医生和推动消费者教育，追求持续发展。

此外，公司拟使用 1.5 亿元募集资金在北京、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，加强公司对执业医师的培训服务能力，满足公司快速发展需要。**营销网络的建设将有望推动公司的消费者教育，为品牌推广产生积极作用，品牌力的树立将一定程度上加强公司产品议价能力，维持公司高盈利能力。**

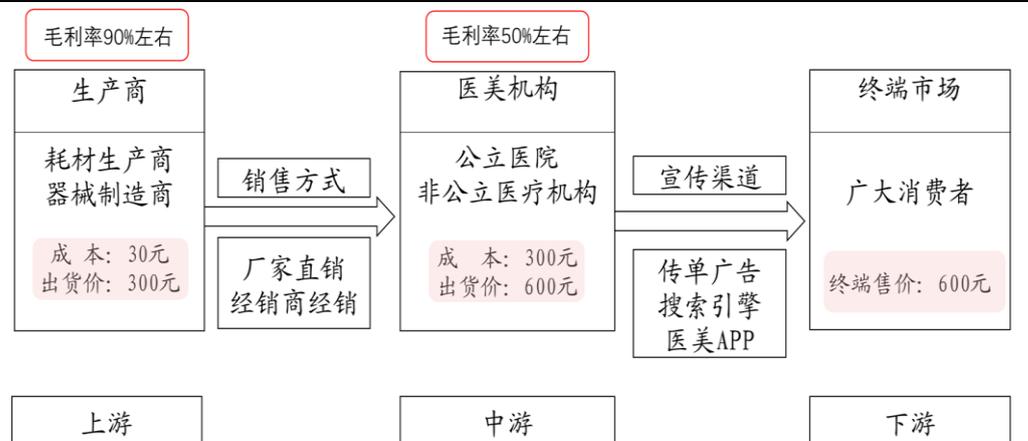
2 行业分析：医美行业前景广阔，国产品牌大有可为

2.1 产业链：上游产品生产商享有更大部分利润

医美产业链的上游为医美产品生产商，中游为以非公立医院为主的医疗机构，下游为终端消费者。生产商通过直销为主的方式向医美机构销售产品，这一过程主要取决于医疗机构的采购决策，而主要影响因素是产品的合规性、安全性、修复效果、品牌、价格以及与生产商的商业合作关系。

从产业利润角度来看，医美行业产品终端售价往往远高于出厂价，行业具有超高利润率。其中医美产品生产商凭借较高的产品技术壁垒和品牌壁垒，毛利率能够达到 90%，而费用支出亦相对可控，净利率能够达到 40%-50% 的水平；医美机构毛利率一般在 50% 左右，而医美机构在医生薪酬、营销环节及后续服务方面需要更多投入，期间费用率相对更高。以爱美客的玻尿酸产品爱芙莱为例，2019 年爱芙莱单位成本为 30.41 元，平均售价为 310.83 元，新氧 app 上注射一支爱芙莱的价格为 500-700 元左右。

图表 13 医美行业产业链



资料来源：公司公告，新氧，华安证券研究所整理

医美行业的高利润一定程度上受益于行业特色。与传统医疗行业相比，医美行业具有更强的消费属性，且定价上更具自主权，因此当行业仍相对高端和产品供应相对稀缺时，生产商和销售机构能够制定较高的销售价格。

图表 14 医美行业与传统医疗行业对比

	医美行业	传统医疗行业
就诊需求	以自身需求、营销引导触发，具有较高的自主性和选择性，体现出较强的消费属性。	以自身疾病触发，具有较强的刚需性和必要性。
定价方式	市场自主定价，机构对于定价具有较大的自主权，根据当地市场经济状况、医疗美容市场竞争情况、医疗服务水平及成本等定价。	主要采取物价部门核定、集中采购等方式。
销售模式	主要取决于非公立医疗机构的采购决策，医生对使用何种产品的决策权较低。主要影响因素是产品的合规性、安全性、修复效果、品牌、价格以及与生产厂商的商业合作关系。	受国家医保政策、医院决策流程以及医生判断等因素影响较多。
营销活动	拓客成本较高，留住稳定优质的终端消费者是重要需求。通过广告投放、搜索引擎竞价、医美APP 社区分享等营销方式获取优质客源。	通常依靠技术和声誉获得客源，营销活动相对较少。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

具体来看，为何上游生产商能享有更多利润？

(1) 与医疗机构相比，上游生产商具有更高的技术壁垒和进入门槛。玻尿酸产品属于Ⅲ类医疗器械，医疗器械研发注册流程一般包括实验室研究、动物实验、注册检验、临床试验和注册申报等环节，周期较长，不确定性较高，而Ⅲ类医疗器械为最高级别的医疗器械，其审批条件也最为严苛。目前，仅有 17 家公司取得中国境内透明质酸钠注射液的医疗器械注册证书，其中共 7 家为中国内地公司。较高的进入门槛意味着目前上游竞争较为缓和，同时对于下游具有较高的议价能力。

图表 15 取得中国境内透明质酸钠注射液的医疗器械证书公司

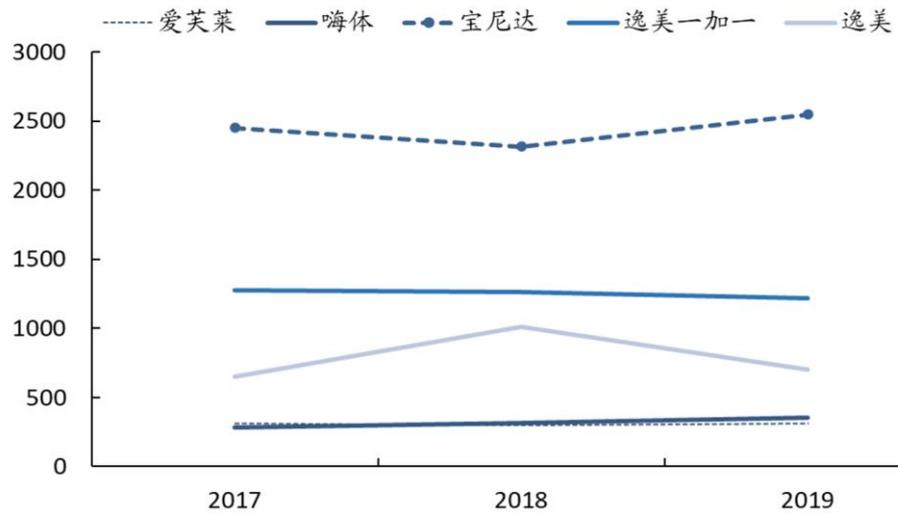
公司名称	国家/地区	主要产品的商品名	首款产品获得国内医疗器械注册证书时间
Q-Med AB	瑞典	瑞蓝 II	2008.12
爱美客	中国	逸美、宝尼达、爱芙莱、嗨体、逸美一加一	2009.10
华熙生物	中国	润百颜、润致	2012.07
LG Life Sciences, Ltd	韩国	伊婉	2013.07
上海其胜生物制剂有限公司 (昊海子公司)	中国	海薇、姣兰	2013.09
北京蒙博润生物科技有限公司	中国	舒颜	2014.02
科妍生物科技股份有限公司	中国台湾	法思丽	2014.04
Humedix Co., Ltd.	韩国	艾莉薇	2015.01
Allergan	美国	乔雅登	2015.05
杭州协合医疗用品有限公司	中国	欣菲聆	2015.07
和康生物科技股份有限公司	中国台湾	肤美登	2016.04
CROMA GmbH	奥地利	Princess Volume	2017.05
山东凯乐普生物工程有限公司	中国	玻菲	2017.07
常州药物研究所有限公司	中国	碧萃诗	2018.03
大熊制药	韩国	婕尔	2019.03
菲洛嘉	法国	Art Filler	2019.11
吉诺斯	韩国	蒙娜丽莎	2019.12

资料来源：公司公告，华安证券研究所

(2) 下游医疗机构格局分散，议价能力相对较低。由于目前我国对于医疗机构的合规和评级尚未完善，虽根据统计年鉴，我国 2018 年整形外科和医美医院有 451 家；但事实上，根据天眼查，2018 年全国共有 11000+ 医美机构（医院、门诊部、诊所类）；第三方医美平台入驻机构约 3000 多家（除美容外，还包括部分口腔、眼科、体检等），在监管尚未完善的情况下，医美机构的进入门槛相对较低，竞争更为激烈，因此对上游的议价权相对较低。

(3) 玻尿酸供应仍是卖方市场，上游价格维持稳定。近年来随着新氧等医美线上平台的推广，医美行业逐渐摘下其神秘的面纱，玻尿酸终端销售价格也越来越具性价比，但同时，上游供应商仍然处于卖方市场，产品出厂价格尚未受到大的影响。以爱美客为例，公司玻尿酸产品近年来售价维持稳定，且部分子品牌呈小幅上升趋势。

图表 16 爱美客产品价格售价维持稳定 (元)

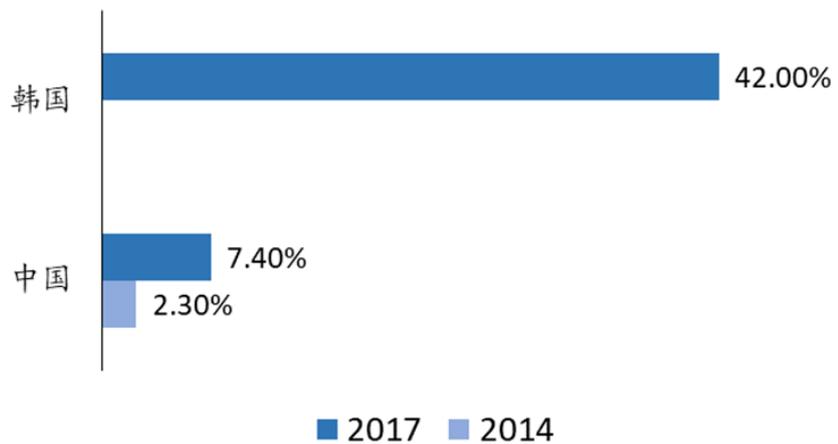


资料来源：公司公告，华安证券研究所

2.2 行业增长驱动与增长空间

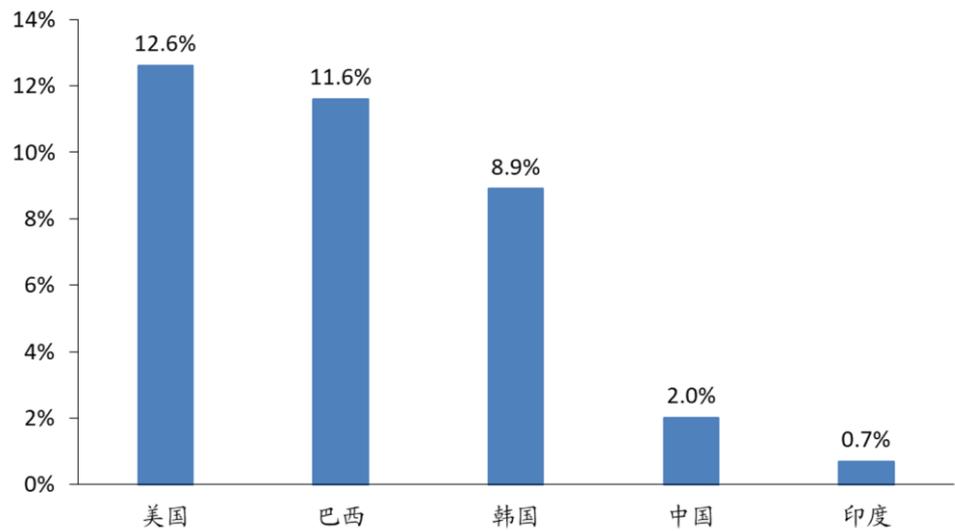
我国医美行业经过多年发展，渗透率虽已有所提高，但与医美发展成熟的国家相比，仍有巨大提升空间，随着居民人均可支配收入的增长、社会对医美接受程度的提高以及医美用户群体不断拓宽，在可预见的未来，医美行业将保持快速发展的势头，市场前景广阔。

图表 17 中韩 18-40 岁女性医美渗透率



资料来源：新氧大数据，华安证券研究所

图表 18 我国医美渗透率与医美成熟国家相比仍有 5 倍空间

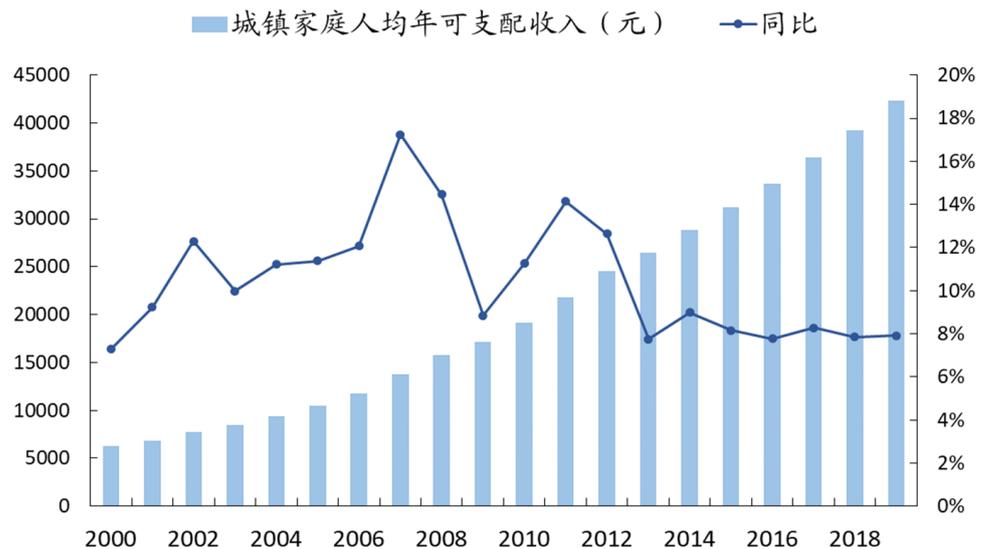


资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

(1) 人均可支配收入

人均可支配收入的提升将为医美行业发展提供强劲动力。根据国家统计局，我国城镇家庭人均可支配收入从 2010 年的 19,109 元增长至 2019 年的 42,359 元，年均复合增长率达 9.25%。当基本温饱得以满足之后，人们将有更多精力和能力来关注情感方面的需求，医美帮助人们变得更美，帮助人们在社交中获得更多尊重，提升自我满足感。随着居民消费能力提升，人们对美的追逐越发热忱，医美行业未来将有广阔的需求空间。

图表 19 城镇家庭人均年可支配收入及同比



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

(2) 医美接受度提高

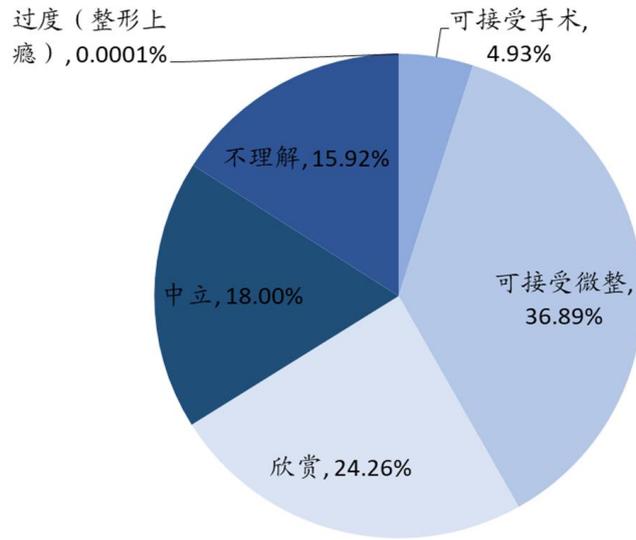
在内容营销平台和明星效应的加持下，人们对医美的认知度和认可度逐渐提升，同时行业内公司持续地进行研发投入和技术创新，使得医美产品本身的质量和用户体验不断提升，医美服务逐渐被越来越多的消费者所接受，社会接受程度逐渐提高。根据新氧调查，中国目前超 60%人对医美持正面态度。

图表 20 “医美”成为小红书等社区热门话题



资料来源：小红书，华安证券研究所

图表 21 中国社会超 60%人对医美持正面态度

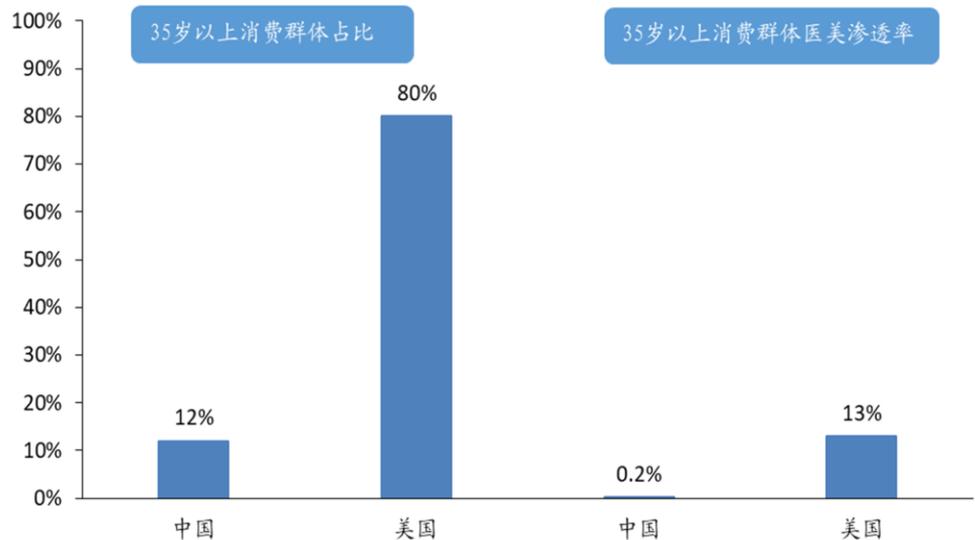


资料来源：新氧调查，华安证券研究所

(3) 目标群体年龄段拓宽，男性潜力巨大

我国医美消费者目前主要以 30 岁以下年轻女性为主，新氧大数据显示，2019 年我国医美消费者平均年龄为 24.45 岁，20-30 岁年龄段占比达 65.21%。与美国相比，我国 35 岁以上消费群体需求几乎处于冰冻状态，远未释放。此外，近年来男性医美用户明显增多，未来的增长潜力也不容小觑，目前在植发、口腔等个别医美项目上男性比率甚至已经超过女性。未来，随着目标群体年龄段拓宽，男性用户需求不断被挖掘，医美市场空间将进一步上升。

图表 22 我国 35 岁以上医美消费群体需求量远未释放

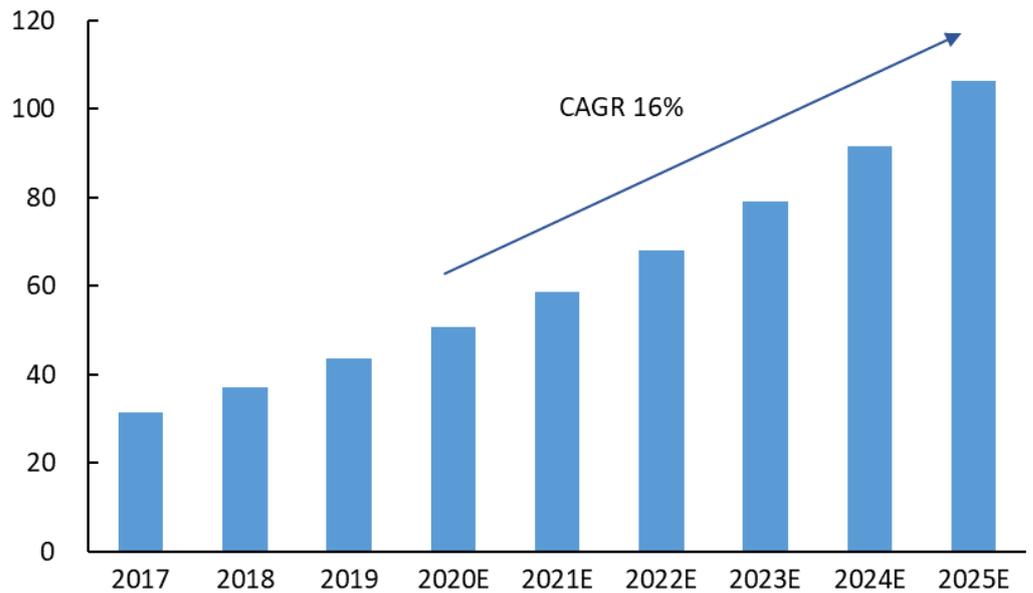


资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

(4) 市场空间分析

根据弗若斯特沙利文报告，2018 年我国医美透明质酸终端产品市场规模达到 37 亿元，2014-2018 年复合增长率为 32.3%，其中 2018 年爱美客市占率为 8.6%，同时弗若斯特沙利文分析预测，中国医美透明质酸终端产品市场规模将在 2021 年超过 50.0 亿元人民币，本土品牌占比将达到约 30%。在弗若斯特沙利文数据基础上，我们预计行业市场规模将趋于相对稳定增长，自 2020-2025 年行业年复合增速 16%，国产品牌占比逐步提升。

图表 23 医美透明质酸终端产品市场规模 (亿元)



资料来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所

2.3 看好玻尿酸国产品牌

(1) 注射类项目占医美行业主导地位

医美服务可进一步区分为手术类和非手术类，非手术类又称微整形，主要包括注射疗法和激光疗法。相比于手术类医美，非手术类具有安全性高、康复时间短、价格大众化等特点，并随着微整形技术进步和产品多样化的提升，受到越来越多消费者的青睐，已迎来黄金发展期。

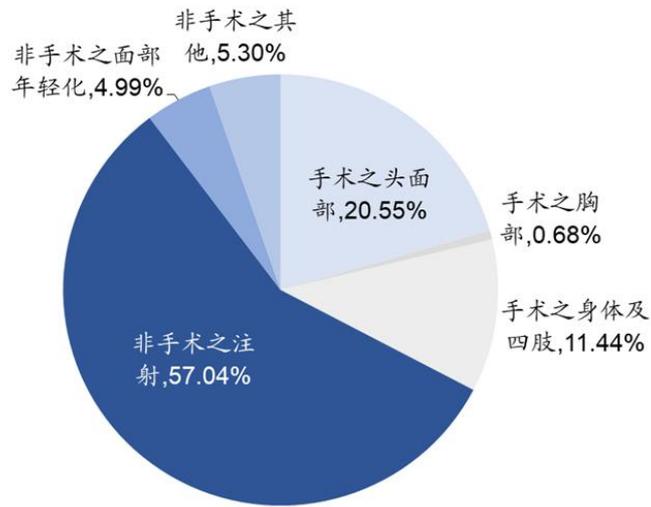
图表 24 手术类与非手术类的区别

	手术类	非手术类
使用器材	手术刀	注射填充材料、激光等
执行次数	一次	多次
康复时间	根据手术难度，以周数计	根据服务难度，以小时计
面临风险	较高	较低

资料来源：公司公告，华安证券研究所

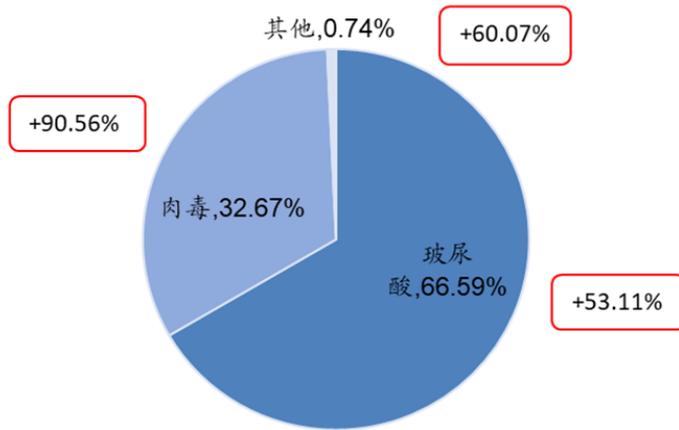
2019 年，根据新氧大数据，我国医美总疗程中非手术类占 67.33%，其中注射类作为医美入门项目占比 57.04%，占据我国医美行业主导地位。而细分注射类医美，玻尿酸占比超 60%，并于 2019 年实现 53.11% 的高增长。

图表 25 2019 年中国医美总疗程分布



资料来源：新氧，ISAPS，华安证券研究所

图表 26 2019 年中国注射类医美分布及增速



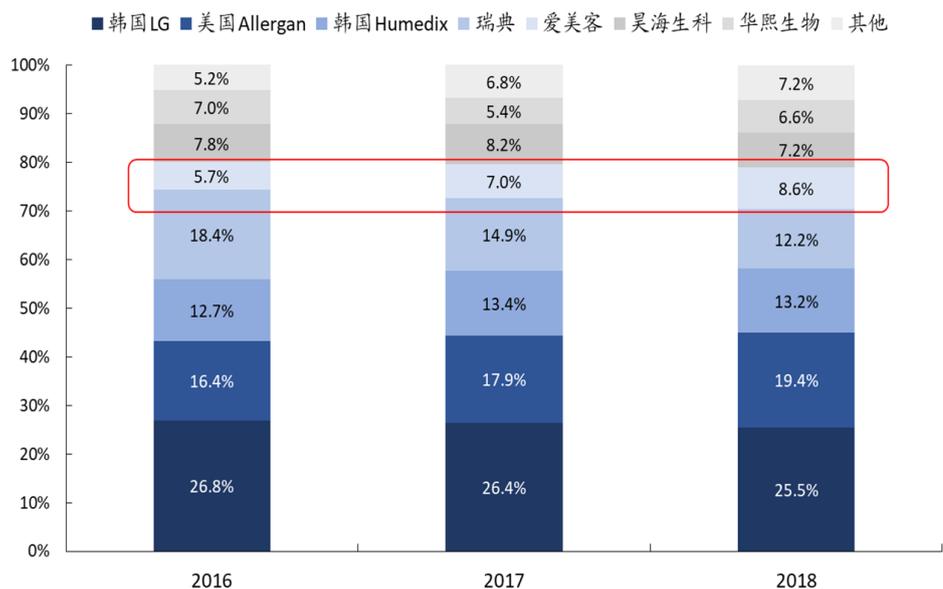
资料来源：新氧，ISAPS，华安证券研究所

(2) 国内玻尿酸市场竞争格局：行业“国产替代化”进行时

目前我国玻尿酸市场，共有 17 家公司在国内取得医疗器械证书，具有产品销售资质。由于玻尿酸生产行业技术、资质和资金壁垒较高，行业竞争主要集中在少数具备技术优势且已经形成规模的企业之间展开，市场集中度相对较高。

从市场份额看，进口品牌仍占据主导地位，市占率较高的本土公司包括爱美客、昊海生科和华熙生物，根据弗若斯特沙利文，2018 年上述三家公司合计销额占比为 23.4%。但随着本土产品品类增多、质量逐步提高、以及技术不断创新，国产品牌竞争力将不断提升。2014-2018 年，中国医美注射产品市场国产品牌销售收入年复合增长率为 32.2%，高于同期进口品牌的 18.7%。

图表 27 中国玻尿酸产品市场各品牌销额占比



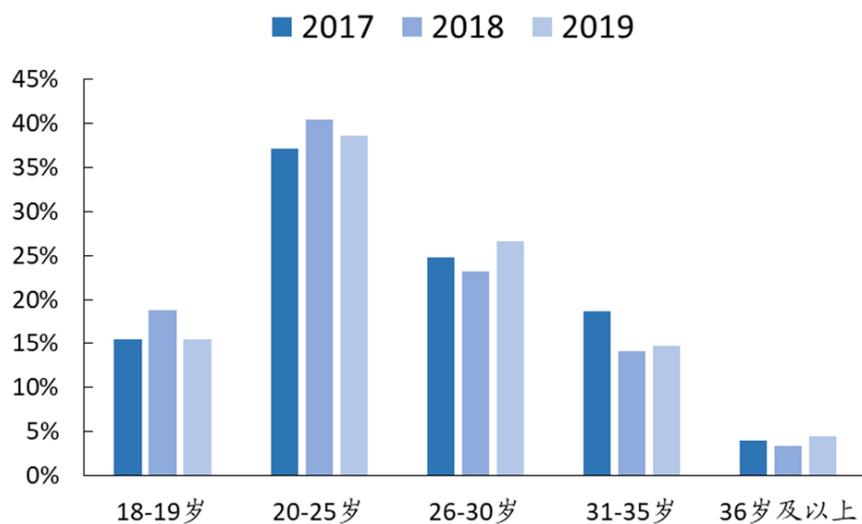
资料来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所

那么国内玻尿酸品牌如何与进口品牌竞争?

我们认为玻尿酸作为医美入门级产品,国产品牌与进口品牌相比具有更高的性价比,随着医美用户逐渐往90后、00后集中,二线城市用户崛起,国产品牌与国内玻尿酸主要用户群体匹配度更高,未来将持续提升竞争力和市占率。

- **90后成中国医美消费主力军。**我国医美消费群体年龄分布高度集中于20-30岁,新氧大数据显示,2019年我国医美消费者平均年龄为24.45岁,20-30岁年龄段占比达65.21%。90后群体整体消费水平与70、80后相比相对较低,医美方面年均消费也相对更低,根据艾瑞咨询,2018年90后医美年均消费为1000-2000元,而80后为5000-6000元。因此,90后可能更倾向于选择性价比更高的国产品牌产品。

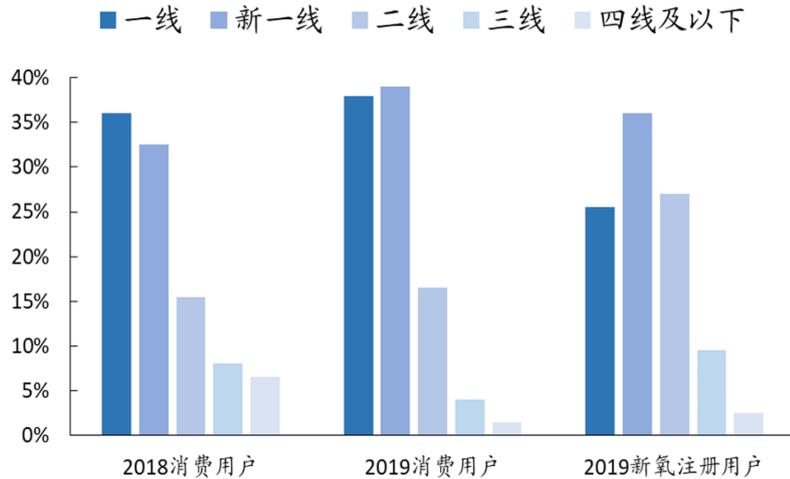
图表 28 中国医美消费者年龄分布



资料来源:新氧大数据,华安证券研究所

- **非一线城市需求崛起。**中国医美市场从高线到低线城市呈现慢渗透进程,2019年新一线城市医美消费用户占比首次超过一线城市,二线城市占比也逐渐提升,为国产品牌产品提供了更为广阔的市场。

图表 29 中国医美消费者地区分布



资料来源：新氧大数据，华安证券研究所

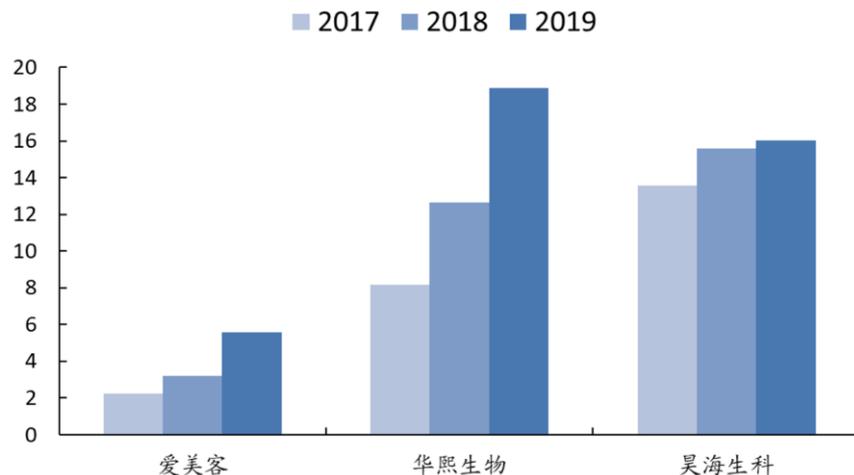
- **新氧等医美 APP 的盛行使医美不再高不可攀。**随着新氧等医美 APP 的流行，医美市场变得更加透明，消费者有了更多的选择，同时医美 APP 也不断推出促销体验活动来进一步拓宽客户源，医美消费门槛逐渐降低，更低的价位的国产品牌也逐渐成为越来越多医美 APP 用户的选择。

据弗若斯特沙利文预测，中国玻尿酸终端产品市场规模将在 2021 年超过 50 亿元，本土品牌占比将达到约 30%，未来增长可期。

3 财务分析

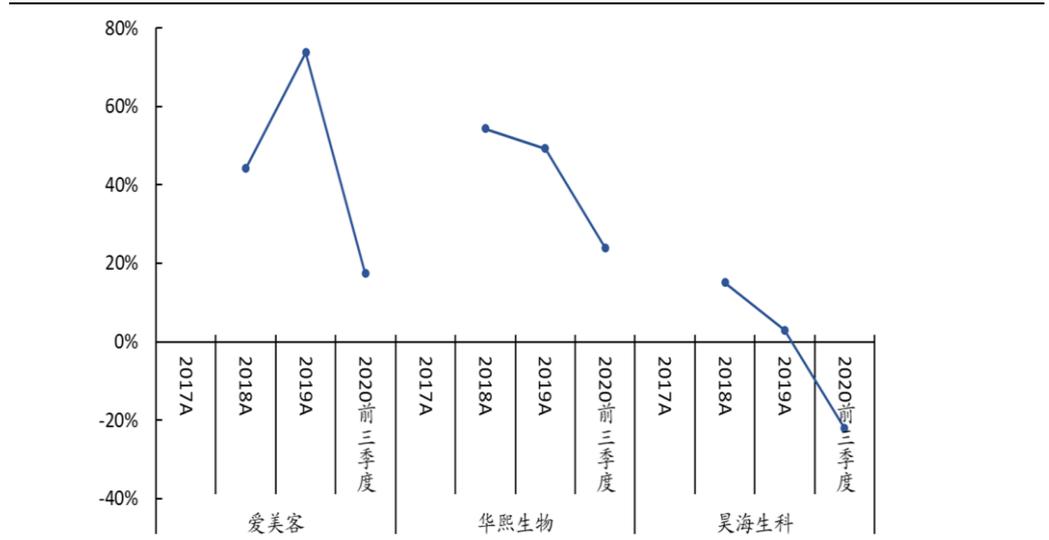
爱美客专注于玻尿酸成品生产，从收入规模上看不如华熙生物和昊海生科，但受益于玻尿酸供应业务毛利率较高，公司盈利能力领先。公司上市后将有望进一步丰富产品线，提高公司营收规模。

图表 30 可比公司营收规模 (亿元)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

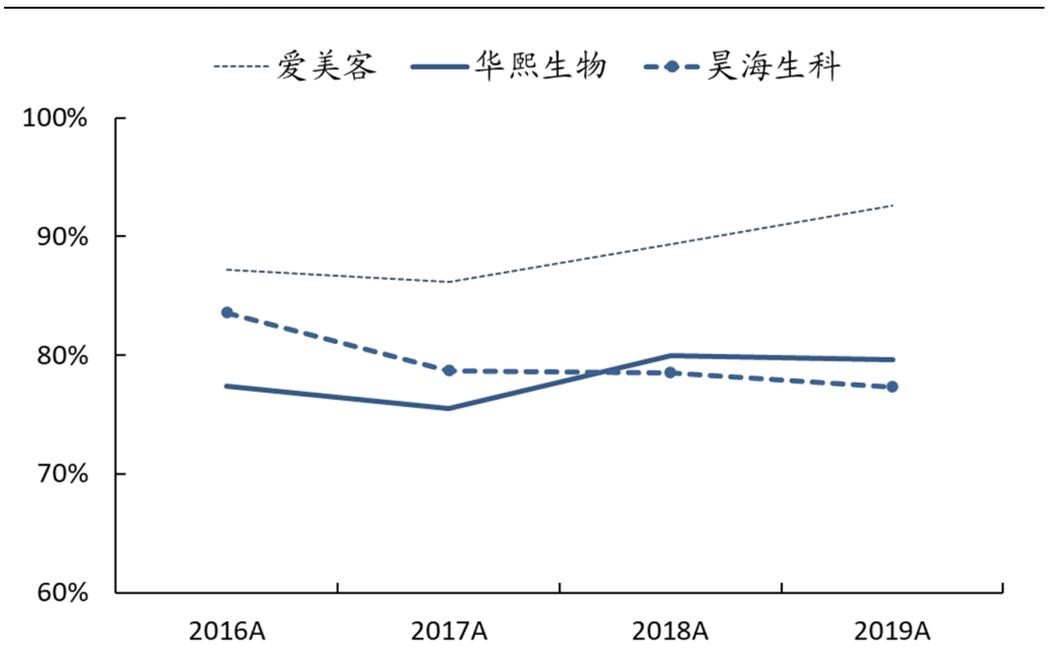
图表 31 可比公司营收同比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

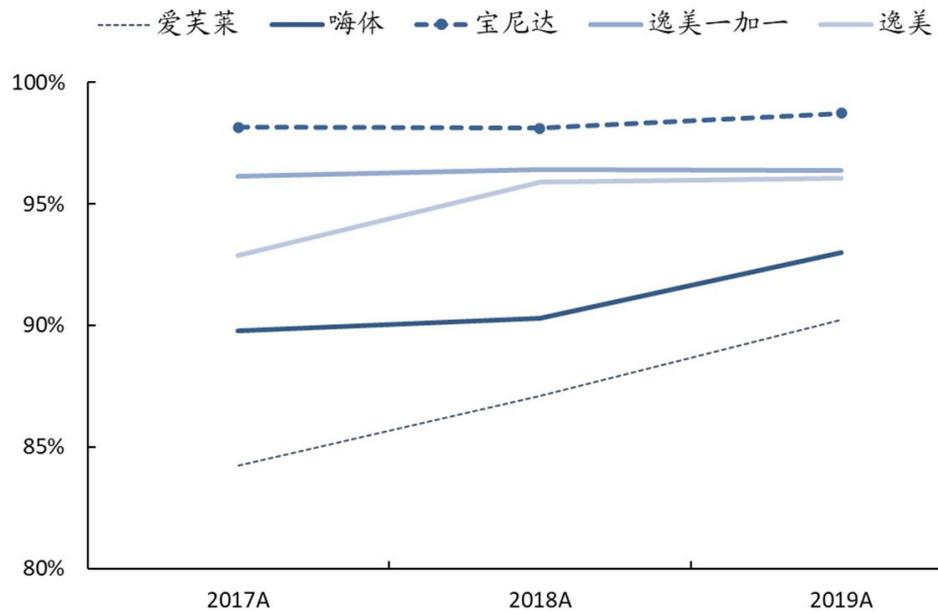
公司毛利率持续提升，盈利能力领先。爱美客所在的玻尿酸上游赛道供应有限，产品具有较强的市场需求支撑，且公司产品在各个细分市场具有先发优势，能够持续获得高溢价。2016 年以来公司毛利率持续提升，2019 年毛利率达 92.63%。**一方面，毛利率提升受益于产品结构改善**，营收占比较高的爱芙莱毛利率有所提升，且嗨体、宝尼达等毛利率较高的产品占比逐渐提升。**另一方面**，2019 年由于公司主营产品变更为按增值税简易征税，由 16% 税率调整为 3% 征税率，不含税价格上升，同时规模效应逐步形成带动公司单位成本下降，提升毛利率水平。

图表 32 可比公司毛利率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

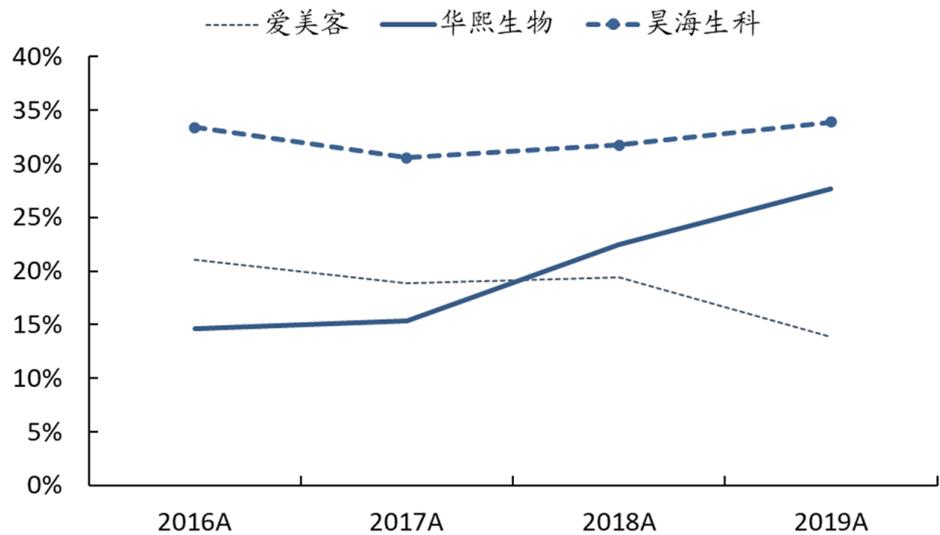
图表 33 爱美客分产品毛利率变化



资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司销售模式以直销为主，通过自身销售团队向医美机构销售产品，因此销售费用率水平较低，且随着公司收入规模增加，规模效应使得销售费用率持续降低，2019 年公司销售费用率仅为 13.84%。

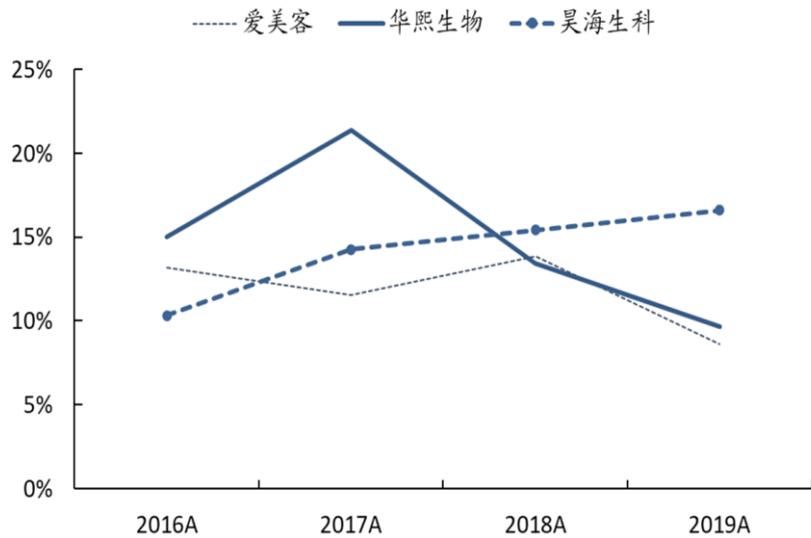
图表 34 可比公司销售费用率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司管理费率稳中有降，2019 年由于公司营收增速较高，管理费用率降至 8.62%。

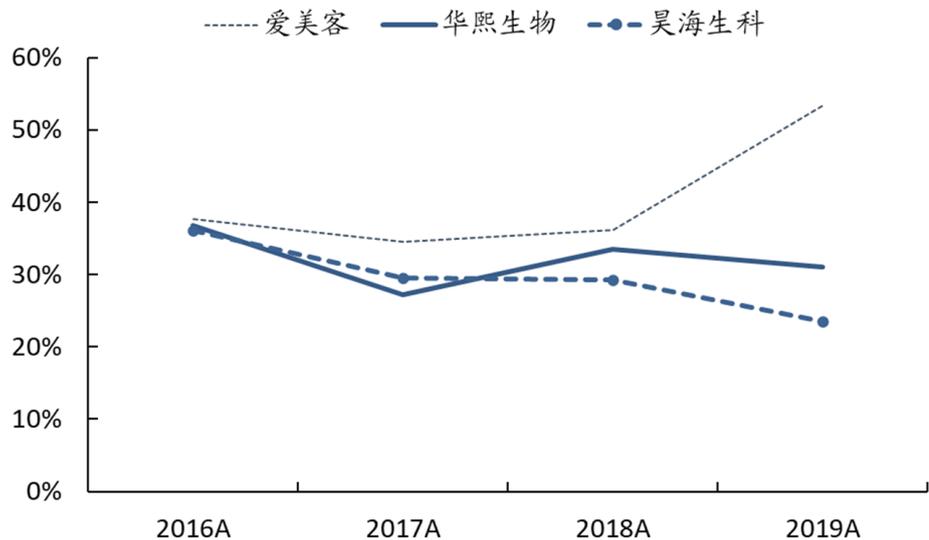
图表 35 可比公司管理费用率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司具有较强的盈利能力，净利率水平领先。2019 年公司净利率大幅提升至 53.43%，规模效应显现，体现公司优秀的成本与费用管理能力。

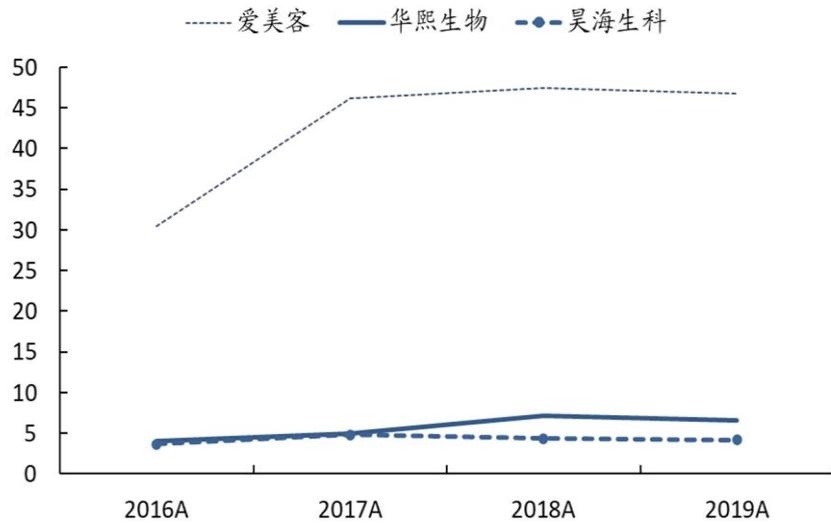
图表 36 可比公司净利率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

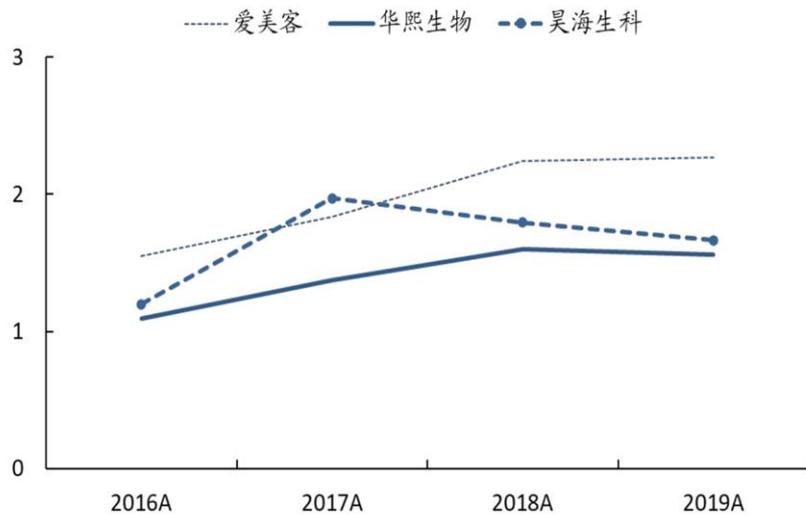
营运能力方面，公司应收账款周转率远高于行业平均，存货周转率呈小幅上升趋势。公司销售结算方式以款到发货为主，应收账款平均余额较低，体现公司对于下游较强的议价能力；公司存货周转能力高于行业可比公司，具有较强营运能力。

图表 37 可比公司应收账款周转率 (次)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 38 可比公司存货周转率 (次)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

4 投资建议

爱美客专注于医美领域，在颜值经济下，医美终端需求快速释放，市场空间巨大。公司凭借较高的研发能力和拿证能力筑起技术壁垒，丰富的产品矩阵助力公司不断实现营收高增，逐渐形成规模效应，推动采购成本下行；同时，消费者教育作为国内玻尿酸品牌的短板，一定程度上牵制国产品牌放量提价。爱美客目前已逐步探索消费者教育路径和营销网络的建设，未来有望不断加强品牌建设，在乘着行业红利的同时，更将凭借自身引擎实现业绩稳定发展。

我们对爱美客旗下产品收入进行了详细拆分：

- **嗨体**作为颈纹赛道目前唯一获批的三类医疗器械产品，未来有望维持高增，为公司贡献主要收入来源，且毛利率有小幅上升空间；
- **爱芙莱**所在价位段竞争产品相对较多，预计未来收入增速将有所放缓；
- **宝尼达**作为定位高端的长效玻尿酸，产品溢价率高，毛利率有望维持在98%以上。
- **逸美 1+1**作为逸美的升级产品，对逸美有一定替代作用，逸美的收入将逐渐往逸美 1+1 倾斜。

图表 39 公司分产品收入拆分

产品	指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
嗨体	收入 (百万元)	75	243	419	724	1118	1597
	yoy	120%	224%	73%	73%	55%	43%
	收入占比	23%	43%	59%	68%	75%	79%
	毛利率	90%	93%	92%	93%	93%	93%
爱芙莱	收入 (百万元)	190	219	190	222	234	243
	yoy	19%	15%	-13%	17%	6%	4%
	占比	59%	39%	27%	21%	16%	12%
	毛利率	87%	90%	89%	90%	89%	89%
宝尼达	收入 (百万元)	34	68	61	77	93	109
	yoy	113%	101%	-10%	26%	21%	16%
	占比	10%	12%	9%	7%	6%	5%
	毛利率	98%	98.73%	98.76%	98.75%	98.74%	98.72%
逸美	收入 (百万元)	5.6	2.1	0.6	0.3	0.2	0.1
	yoy	-50%	-63%	-72%	-50%	-40%	-30%
	占比	2%	0%	0%	0%	0%	0%
	毛利率	96%	96%	97%	97%	97%	97%
逸美1+1	收入 (百万元)	15	21	20	27	35	44
	yoy	2884%	36%	-6%	36%	31%	26%
	占比	5%	4%	3%	3%	2%	2%
	毛利率	96%	96%	96%	96%	96%	96%
爱美飞	收入 (百万元)		5	4	4	4	4
	yoy			-15%	-5%	-5%	-5%
	占比		0.9%	0.6%	0.4%	0.2%	0.2%
	毛利率		91%	90%	90%	90%	90%

资料来源：华安证券研究所测算

我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 7.04、10.65、15.00 亿元，同比分别 +26.3%、+51.3%、+40.8%，归母净利润分别为 4.28、6.33、9.18 亿元，同比分别 +39.9%、+48.0%、+45.1%，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别 206.64x、139.60x、96.21x，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：

竞争加剧导致价格下行风险，在研产品未能如期获批风险，产品安全性风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020	2021	2022	会计年度	2019	2020	2021	2022
流动资产	565	724	988	1443	营业收入	558	704	1065	1500
现金	506	650	889	1309	营业成本	41	61	83	115
应收账款	15	18	28	39	营业税金及附加	4	4	7	10
其他应收款	2	4	5	8	销售费用	77	77	133	187
预付账款	5	7	9	12	管理费用	48	42	83	116
存货	23	31	42	59	财务费用	-2	-6	-8	-11
其他流动资产	14	14	14	14	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	179	480	924	1515	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	7	14	16	22
固定资产	151	246	384	568	营业利润	350	486	705	995
无形资产	11	16	22	29	营业外收入	1	30	59	109
其他非流动资产	18	218	518	918	营业外支出	0	10	17	23
资产总计	744	1203	1911	2957	利润总额	351	506	746	1081
流动负债	67	86	122	174	所得税	53	85	124	177
短期借款	0	0	0	0	净利润	298	421	623	903
应付账款	7	20	23	34	少数股东损益	-8	-7	-10	-15
其他流动负债	60	66	99	140	归属母公司净利润	306	428	633	918
非流动负债	14	14	14	14	EBITDA	349	475	691	969
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	2.54	3.56	5.26	7.64
其他非流动负债	14	14	14	14					
负债合计	81	100	135	188					
少数股东权益	4	-3	-14	-29					
股本	90	90	90	90					
资本公积	140	140	140	140					
留存收益	429	877	1560	2568					
归属母公司股东权益	659	1107	1790	2798					
负债和股东权益	744	1203	1911	2957					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020	2021	2022
经营活动现金流	310	403	590	829
净利润	306	428	633	918
折旧摊销	10	12	14	15
财务费用	0	0	0	0
投资损失	-7	-14	-16	-22
营运资金变动	7	4	11	18
其他经营现金流	293	397	571	799
投资活动现金流	-26	-259	-351	-408
资本支出	-33	-273	-367	-430
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	7	14	16	22
筹资活动现金流	-44	0	0	0
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-44	0	0	0
现金净增加额	240	144	239	420

主要财务比率				
会计年度	2019	2020	2021	2022
成长能力				
营业收入	73.7%	26.3%	51.3%	40.8%
营业利润	144.5%	38.8%	45.1%	41.1%
归属于母公司净利润	148.7%	39.9%	48.0%	45.1%
获利能力				
毛利率 (%)	92.6%	91.3%	92.2%	92.3%
净利率 (%)	54.8%	60.7%	59.4%	61.2%
ROE (%)	46.4%	38.6%	35.4%	32.8%
ROIC (%)	43.5%	34.9%	31.8%	28.8%
偿债能力				
资产负债率 (%)	10.9%	8.3%	7.1%	6.3%
净负债比率 (%)	12.2%	9.0%	7.6%	6.8%
流动比率	8.40	8.43	8.12	8.29
速动比率	7.98	7.99	7.70	7.88
营运能力				
总资产周转率	0.75	0.59	0.56	0.51
应收账款周转率	37.84	38.50	37.70	37.99
应付账款周转率	5.53	3.11	3.64	3.45
每股指标 (元)				
每股收益	2.54	3.56	5.26	7.64
每股经营现金流	2.58	3.35	4.91	6.89
每股净资产	5.48	9.21	14.89	23.28
估值比率				
P/E	0.00	206.64	139.60	96.21
P/B	0.00	79.82	49.37	31.58
EV/EBITDA	-1.45	137.98	94.51	66.90

资料来源:公司公告,华安证券研究所

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。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。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 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；
- 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。市场基准指数为沪深 300 指数。