

爱美客 (300896)

公司研究/深度报告

挖掘轻医美黄金“赛道”龙头背后的成长逻辑

爱美客公司深度 20210225

深度研究报告/商贸零售行业

2021年02月25日

报告摘要：

● 医美行业前景广阔，上游国产品牌大有可为

医疗美容是足够宽广的“赛道”，我国医疗美容经过多年发展，渗透率虽已有所提高，但与医美发展成熟国家相比仍处较低水平，中长期看至少有5倍增长空间，其中以玻尿酸和肉毒素为主导的轻医美需求提升确定性更强。同时，上游制剂强审批过证壁垒导致供给相对受限，保证了竞争格局足够月明星稀，先行者优势更加明显。此外，国产品牌的高性价比与国内医美行业的主要消费群体90、00后收入匹配度更高，未来随着国产品牌在品类和产品品质上的提高，竞争力和市占率有望持续提高。

● 产品矩阵丰富+大单品嗨体+强渠道，业绩增长确定性强

产品多年来持续迭代力强劲，并且大单品嗨体正处于快速放量期，在售产品潜能仍有释放空间。公司平均1-2年推出一款新产品，有效平滑了因单品生命周期导致的波动，目前公司有共有四大品类产品、六大三类器械单品，产品矩阵丰富，其中，嗨体作为专门性独家热门产品，预计2025年出场市场规模可达39亿元。公司渠道端通过直销方式赋能核心客户，经销方式拓宽市场，并且公司筹办了可汇聚业内优秀的医生资源的教学平台“全轩学院”，增强了公司与下游的对接能力的同时提高行业影响力，为公司的可持续发展提供动能支持。

● 强研发+产品差异化布局，为高毛利保驾护航

严格管控的入场券，加上早期技术研发建立的壁垒，使得上游产业集中度较高，对大而分散的下游机构有较强的议价能力，高毛利率是玻尿酸产品的行业共性，相关企业均享有高达约90%的毛利率，其中爱美客因业务更加聚焦，差异化的产品定位毛利率更胜一筹。此外，嗨体作为国内唯一经药监局批准的针对颈纹适应症的三类医疗器械本身价格偏低，单价仍有向上的空间和条件。

● 童颜针、肉毒素等重磅储备接力，强成长力有望持续

新品种+新产能+大空间，奠定长期成长基础。爱美客作为医美龙头并没有止步于过往技术，而是积极尝试新项目的拓展，目前公司的储备项目主要包括童颜针（预计将成为国内首款获批产品，将于2021年下半年上市）、肉毒素、溶脂针、麻醉乳膏等，功效主要集中在面部除皱、减肥和舒缓痛感等方面，可满足逐步提高的医疗美容多样化需求，未来随着新产品上市，公司可对医美项目进行更全面的覆盖，抢占更多市场份额，为公司长期成长续航。

● 投资建议

公司产品的迭代有序品质稳定，并且产品潜能可得到充分释放，充分证明了公司管理层的前瞻性和组织架构的有效性，我们认为，公司有能力和保证在有效成长的同时应对商业环境中的各种不确定性，可长期分享医美行业增长的红利，看好公司长期发展前景。预计公司21/22/23年实现归母净利润6.69、9.42和12.50亿元，对应PE分别为166.3X、

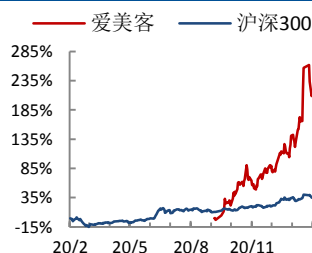
推荐 维持评级

当前价格：926

交易数据 2021-02-24

近12个月最高/最低(元)	1232.03
总股本(百万股)	120.20
流通股本(百万股)	26.01
流通股比例(%)	22%
总市值(亿元)	1113.05
流通市值(亿元)	273.45

该股与沪深300走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：顾慕闽

执业证：S0100519080001
 电话：021-60876718
 邮箱：guximin@mszq.com

相关研究

【民生商社交运】爱美客 2020 年年报点评：嗨体放量带动全年业绩高增，多产布局前景广阔

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	709	1,145	1,620	2,175
增长率 (%)	27.2%	61.4%	41.5%	34.3%
归属母公司股东净利润 (百万元)	440	669	942	1,250
增长率 (%)	43.9%	52.2%	40.7%	32.7%
每股收益 (元)	3.66	5.57	7.83	10.40
PE (现价)	253.0	166.3	118.2	89.1
PB	24.6	21.4	18.1	15.1

资料来源：公司公告，民生证券研究院

目录

1 公司概况：一流人才打造的医美龙头标杆.....	4
2 挖掘轻医美黄金“赛道”龙头背后的成长逻辑.....	6
2.1 聚焦高增长：源于产品有序迭代+嗨体快速放量+强渠道.....	6
2.1.1 产品：矩阵丰富+渐进式迭代，有效平滑单品波动.....	6
2.1.2 嗨体：专门性大单品，独享颈部注射细分市场.....	9
2.1.3 渠道：直销赋能核心客户，经销拓宽市场.....	10
2.2 聚焦高毛利：源于强壁垒+产品差异化定位.....	11
2.2.1 壁垒：强研发投入+多稀缺牌照，打造深护城河.....	12
2.2.2 差异化：多首发+独家产品，议价能力凸显.....	12
2.3 聚焦高成长：源于童颜针+肉毒素等重磅接力，管线扩张可期.....	13
3 管中窥豹：从玻尿酸出发看轻医美的发展趋势.....	16
3.1 什么奠定了我国医美行业进入高速成长阶段？.....	16
4 他山之石：探讨艾尔健的成长路径.....	18
5 投资建议.....	20
6 风险提示.....	21

插图目录..... 23

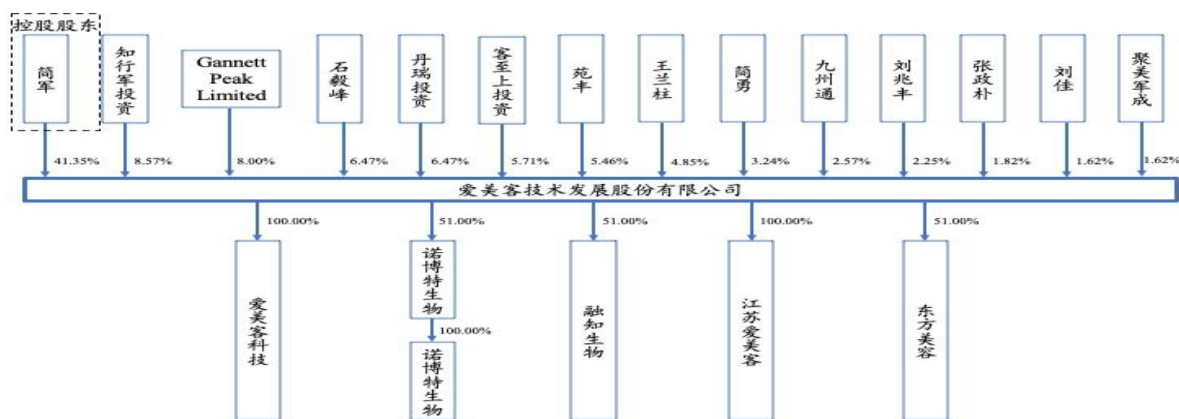
表格目录..... 23

1 公司概况：一流人才打造的医美龙头标杆

爱美客是一家成立于 2004 年 8 月专业从事生物医用材料研发、生产和销售的国家级高新技术企业，是国内首家取得药监局批准用于面部软组织修复的注射透明质酸钠医疗器械产品证书的公司，依托生物可降解新材料北京市工程实验室等研发平台，公司积极参与医药科技研发工作，并不断推出新产品上市，目前已成为透明质酸钠医美制剂领域市占率第一的国内企业。

实际控制人简军女士亲自挂帅，股权激励凝心聚力。经穿透计算后爱美客股东数为 13 名，股权相对集中，其中公司实际控制人简军女士直接持有公司 41.35% 的股份，并通过丹瑞投资、客至上投资以及知行军投资间接持有公司 9.40% 的股份，合计持有 50.75%。知行军投资、客至上投资为员工持股平台，公司核心技术管理员工通过以上两个平台间接持有爱美客 10.71% 的股份。

图1: 股权结构图



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

聚集一流管理人才，资深且专业。就高管及核心研发人员背景而言，董事长简军取得清华大学工商管理学硕士学位，拥有十多年国际贸易管理经验，是国内首批接触医美行业的创业者；总经理石毅峰 1998-2010 年担任华旗资讯预核算管理负责人、楚星融智公司合伙人，有 12 年大型企业管理经验；生产总监伊永磊具备药物制剂背景，曾就职于中新药业、诺华等知名药企。此外，企业其他核心技术员工均在专业领域取得过显著性成就。公司管理团队的管理经验丰富、运营能力卓越、并且拥有前瞻洞察力，能够深入理解市场及行业发展趋势，为公司制定最优化的发展战略，在领导层的带领下，公司的发展实现了突飞猛进的进展，并有望从玻尿酸针剂单一品类有序横向拓展。

表1: 爱美客管理层介绍

姓名	职位	相关从业经历
简军	董事长	清华大学工商管理硕士,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。
石毅峰	董事、总经理	清华大学工商管理硕士;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。
伊永磊	副总经理、生产总监	中国药科大学药物制剂本科学历,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;作为生产转换负责人,参与了“生物可降解新材料北京市工程实验室”的建立和验收,以及“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。
勾丽娜	副总经理、销售总监	中共中央党校经济管理大专学历,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。
赵双泓	财务负责人	北京交通大学会计学专业硕士学位,2006 年至 2011 年,任京东方科技集团股份有限公司会计统计科科长,2011 年至 2015 年任华润医药(上海)有限公司财务总监,2015 年至 2017 年任北京京东方多媒体科技有限公司财务总监,2015 年 12 月至 2018 年 10 月任北京京东方多媒体科技有限公司董事,2016 年 1 月至 2018 年 12 月任北京京东方智慧商务有限公司董事,2016 年 1 月至 2018 年 12 月任京东方智慧物联有限公司(原名为京东方智能科技有限公司)董事,2017 年 1 月至 2018 年 10 月任北京京东方艺云科技有限公司董事,2017 年至 2018 年任西藏天晟泰丰药业有限公司财务部总经理。
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。作为项目负责

人，主导了“注射用透明质酸钠复合溶液”产品的研究开发及注册上市，以及“医用生物补片”等项目的研发。

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。主导了“医用透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶”、“聚对二氧环己酮面部埋植线”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。

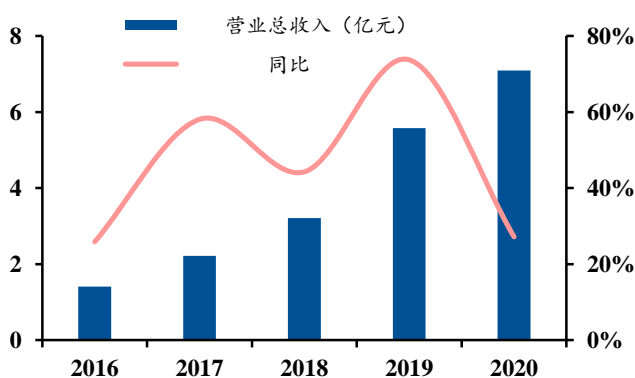
资料来源：招股说明书，民生证券研究院

2 挖掘轻医美黄金“赛道”龙头背后的成长逻辑

2.1 聚焦高增长：源于产品有序迭代+嗨体快速放量+强渠道

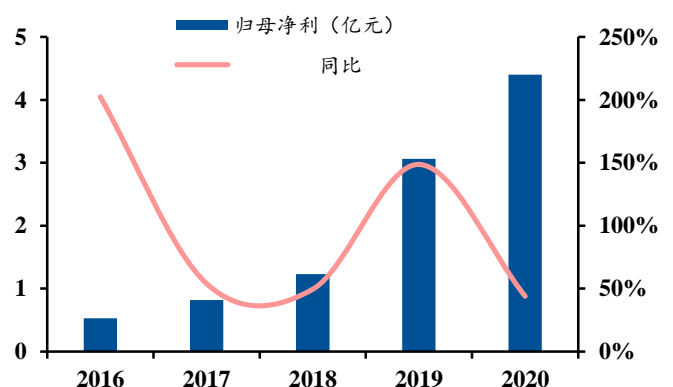
爱美客作为国内医疗美容针剂的龙头企业，近年来随着行业的发展以及新品的上市业绩放量迅速。2016-2020年公司收入复合增速高达49.74%，尽管2020上半年受疫情冲击，公司仍交出了出色的答卷，2020年公司实现收入7.09亿元，同比增长27.18%，归母净利4.40亿元，同比增长43.93%，其中以嗨体为主的溶液类产品更是以高达4.4亿元的销售额，83%的增速独领市场。我们认为，公司的业绩高增一方面源于其主营业务医美行业透明质酸钠（玻尿酸）注射产品的高增长属性，a)玻尿酸作为表皮及真皮天然存在的主要吸收水分、保持湿润基质成分之一，在医美领域应用广泛，除基础的保湿外（水光针，微针等），在隆鼻、丰苹果肌、垫下巴等常规微整形手术中玻尿酸同样是不可或缺的填充物，需求量巨大；b)玻尿酸的可降解和生物相容的特性导致其注射并非一次性消费（短效型至被完全吸收不超过1年，长效型维持时间一般不超过3年），天然能产生较高复购率。另一个更到的原因则是源自公司自身，公司产品多年来持续迭代力强劲，其中大单品嗨体正处于快速放量期，并且公司的运营策略合理可将产品潜能有效释放。

图2: 2016-2020年爱美客营业收入及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图3: 2016-2020年爱美客归母净利及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

2.1.1 产品：矩阵丰富+渐进式迭代，有效平滑单品波动

平均 1-2 年推出一款新产品，保证了单品生命周期的有效接力。自 2009 年以来公司相继推出了针对面部、颈部褶皱皮肤修复的溶液类（逸美、嗨体）、凝胶类（逸美一加一、宝尼达、爱芙莱、爱美飞）、埋线（紧恋）和化妆品四大品类产品，形成了明显的梯队布局，在产品配方、注射部位、注射体验等方面均具有差异性，能够迎合多个细分市场的需求。同时，从新品推出时间间隔和研发周期来看，我们认为公司至少在每一新款产品上市之前就开始对后续产品进行布局，这意味着，公司在逸美上市前就对“宝尼达”进行了布局，在宝尼达上市前，开始立项研制“爱芙莱”，在玻尿酸市场竞争趋于激烈前布局医美行业的其他蓝海市场-线雕，足以证明公司拥有极强的远期布局力和自我进化能力，推动多款医美产品首发，抢占市场先机。公司主要产品如下：

- 1) **逸美及逸美一加一**：逸美通用名为医用羟丙基甲基纤维素-透明质酸钠溶液，获批于 2009 年，是爱美客旗下的首款透明质酸类医美填充剂，**国内首款复合注射材料**，主要用于皮肤真皮深层至皮下浅层之间注射填充，以纠正额部皱纹和中重度鼻唇部皱纹，填充效果长达 6-12 个月，并且可通过透明质酸酶快速降解。逸美一加一（医用透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶）是逸美的升级产品，在原来的基础上加了固液渐变互穿交联技术，填充效果可维持 1-2 年。
- 2) **宝尼达**：宝尼达通用名为医用含聚乙醇凝胶微球的透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶，**是国内首款含 PVA 微球的注射材料**，有效成分会刺激皮肤自身产生新的胶原，对皱纹和凹陷具有**长效填充作用，且不可降解**。
- 3) **爱芙莱、爱美飞**：爱芙莱通用名为注射用修饰透明质酸钠凝胶，**是国内首款含利多卡因的透明质酸钠注射材料**，这种配方可以大大降低注射疼痛感，让注射体验更加舒适，2019 年公司推出了性价比更高的同类型产品爱美飞。
- 4) **嗨体**：嗨体是一种注射用透明质酸钠复合溶液，作为**我国唯一一款应用于颈纹修复的注射材料**于 2016 年获批、2017 年上市，从其立项开始到正式注册上市，历经 6 年多时间。主要原理是通过真皮层细胞赋活疗法，系统性建立皮肤健康微循环，专门针对颈纹进行改善，抚平颈纹。
- 5) **紧恋**：紧恋通用名为聚对二氧环己酮面部埋植线，**是国内首款面部美容埋植线产品**，包括平滑线、螺旋线、短锯齿线三种线型，主要是通过将线材埋植入皮下浅层脂肪，入皮肤后平行成线状或交织成网状，并与周边结缔组织连接，产生张力，使得皮肤软组织有一定的紧致效果，**约 180-220 天可被完全吸收**。

表2: 爱美客产品矩阵

商品名	包装	核心技术	适用范围	注射/植入层次	平均售价	批准上市时间
逸美		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	700 元	2009 年 10 月
宝尼达		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	2547 元	2012 年 10 月
爱芙莱 爱美飞		固液渐变互穿交联技术	鼻唇部	皮肤真皮中层至深层	310 元 292 元	2015 年 4 月 2019 年
嗨体		组织液仿生技术	颈部	皮内真皮层	352 元	2016 年 12 月
逸美一加一		固液渐变互穿交联技术	额部、鼻唇部	皮肤皮下浅层至深层之间	1220 元	2016 年 12 月

紧恋



恒水精准切割技术

鼻唇部

皮下脂肪层

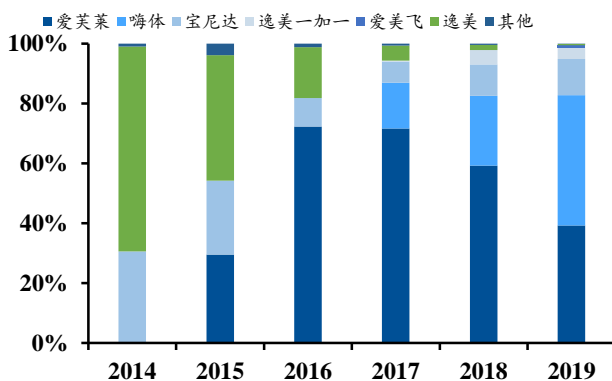
66.03 元

2019 年 5 月

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

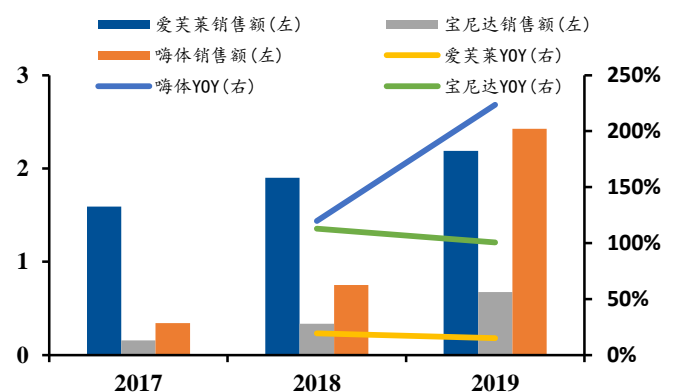
目前，嗨体、宝尼达和爱芙莱贡献公司主要业绩。公司产品收入结构变化主要受产品系列的定位差异和其所处的市场竞争环境等多重因素影响，早期公司业务贡献主要来自于逸美及宝尼达，自 2017 年嗨体颈纹针上市，经过两年的市场培育，其安全性和有效性得到了广泛的认可，迅速进入了增长窗口期，上市四年以来销售额增长近 15 倍，2020 年以嗨体为主品牌的溶液类产品销售收入占营收比例高达 63%。此外，嗨体颈纹针同系列产品“熊猫针”已于 2020 年 6 月上市，是国内市场上首款专门针对泪沟、黑眼圈的注射型产品，在发掘眼周潜在细分市场上拥有颈纹针同样独特的定位，有望成为新爆品，目前公司已经同步推出“眼周年轻化综合方案”，并打造出了与公司其他玻尿酸产品捆绑销售的多个商品化项目，有望进一步刺激营收增长的同时延续其他产品生命力。

图4: 2014-2019 年爱美客收入结构构成



资料来源：wind，民生证券研究院

图5: 主要产品的收入(亿元)和增速



资料来源：wind，民生证券研究院

表3: 公司嗨体和其他玻尿酸产品使用组合

产品使用	功能适应症	商品化名称
嗨体 1.5+嗨体 2.5	祛颈纹	嗨体天鹅美颈针
嗨体 2.5	皮肤屏障修复	嗨体皮脂膜
嗨体熊猫针+紧恋	眶周年轻化	嗨体媚眼精雕
嗨体 1.5+嗨体 2.5	眶周年轻化综合打造	嗨体眶周小熨斗
嗨体 1 熊猫针+嗨体 2.5+m22 眶周	眶周年轻化 (皮肤科)	嗨体光雕电眼
嗨体 2.5+爱芙莱	手部年轻化	纤维玉手

资料来源：公司投资者大会，民生证券研究院

2.1.2 嗨体：专门性大单品，独享颈部注射细分市场

颈纹市场供需不平衡为嗨体入场提供良机。颈部老化一般是由紫外线、空气污染、环境干燥、常做低头族所引起的皮肤水油失衡、肌肉及组织受到挤压，真皮层胶原纤维断裂导致的，通常表现为颈部皮肤松弛、萎缩和弹性降低，严重者出现颈部横纹，可出现于各个年龄阶段。近年来随着消费升级和认知的提升，年轻女性对美的追求更加精细化，“天鹅颈”便是其中最热门项目之一，根据百度指数数据，2020年颈纹的搜索指数已较2014年增长了3倍有余，并且关注度仍在迅速提升。

图6: 对于局部塑性的关注度



资料来源：CBN data,民生证券研究院

图7: 去颈纹的搜索指数



资料来源：百度指数，民生证券研究院

嗨体如何去颈纹？在嗨体出现之前市场上关于颈纹的治疗手段主要包括光电（主要用于改善皮肤松弛，对颈部效果不明显）、外科手术（风险高，恢复慢）、肉毒毒素（主要用于减轻颈肌束状带，对横纹的去除效果差）和玻尿酸注射（留痕）等，局限性均较为明显。嗨体主要成分包括非交联透明质酸、多种氨基酸、L-肌肽和维生素，叠加真皮层细胞赋活疗法（直接注射于点阵注射相结合的方法，突破皮肤壁垒、定位、定层、定量输送营养），能够有效激活自体细胞、刺激和诱导胶原蛋白合成和重建，起到紧致提升颈部肌肤、修复颈纹的效果，同时，嗨体非交联技术改善了玻尿酸去颈纹不易吸收的痛点，成为大部分医生和消费者的首选。

嗨体市场空间有几何？嗨体的差异化专业定位赋予其独特市场价值，目前尚无其他厂商进行类似产品的报批，这意味着作为国内唯一经药监局批准的针对颈纹适应症的三类医疗器械的嗨体可至少五年内独享颈部修复市场。根据沙利文数据，2021年中国透明质酸钠的终端产品市场规模约63.8亿元，估算嗨体在玻尿酸中的渗透率约7%，假设2021-2025年嗨体在玻尿酸注射市场的渗透率分别提升为10%、14%、18%、20%、22%，则预计2025年嗨体的出场市场规模可达到39亿元。

表4: 嗨体市场规模测算

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
透明质酸钠市场规模 (亿元)	47.6	50	63.8	78.98	97.78	121.05	149.87
增速	28.60%	4.50%	27.60%	23.80%	23.80%	23.80%	23.80%
玻尿酸终端出厂价	300	300	300	300	300	300	300
玻尿酸注射人次	1586.67	1666.67	2126.67	2632.81	3259.42	4035.17	4995.53

(万)

嗨体渗透率	4%	7%	10%	14%	18%	20%	22%
嗨体出厂价(元)	352.61	360.23	360.23	360.23	360.23	360.23	360.23
嗨体销售额(亿元)	2.434	4.443	7.661	13.278	19.90	29.072	39.590
增速		83%	72%	73%	59%	45%	36%

资料来源: wind、民生证券研究院

2.1.3 渠道: 直销赋能核心客户, 经销拓宽市场

正确的营销手段对非刚性需求的医疗美容行业同样重要。医美产品是典型的消费者具备决策使用权的产品, 仅仅突破高技术壁垒并不是成功的充分条件, 市场上玻尿酸注射剂的厂商并不少, 但公司总是能够不断推出引领市场的新品, 契合消费者需求, 市场份额持续攀升, 这也与公司所坚持的“直销为主, 经销为辅”的营销模式相关, 目前公司销售网络已经覆盖全国 31 个省、市、自治区。

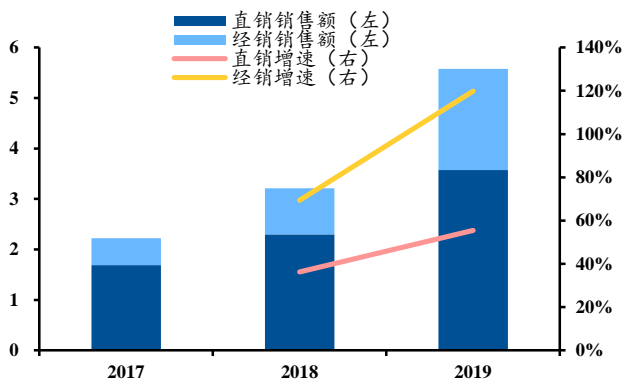
在直销模式下: 公司可以更多地参与到医疗美容机构的产品推广和终端销售, 为下游医疗机构提供从产品到服务的全面解决方案, 解决医疗机构产品定位、推广策略、内容制定、客户经营与维护等诸多问题, 推动品牌的打造; 同时可以实时了解市场的现实需求, 对终端产品的使用效果和客户资源形成较好的掌控能力, 提高公司产品研发敏感度和产品推广速度。

经销模式下: 经销商主要覆盖公司销售团队无法直接覆盖的医疗机构, 该渠道有利于应对目前下游机构加速洗牌的现状和扩大产品的市场占有率。为适应下游市场特点公司在部分地区采用买断式经销的模式进行销售(对经销商的资质、信用、规模等因素进行严格考评后, 将产品销售给经销商, 由经销商对产品进行分销), 公司目前正着力扩大经销规模, 推动产品更为广泛进入各地不同类型的医疗机构。

此外, 2017 年公司筹办了集医美教学、研讨、互助及内容为一体的平台“全轩学院”, 汇聚了业内优秀的医生资源, 增强了公司与下游的对接能力的同时, 提高相关产品推向市场的速度, 为公司、行业的可持续发展提供动力支持。

图8: 公司营各销售类型收入(亿元)占比

图9: 全轩学院



资料来源：wind，民生证券研究院

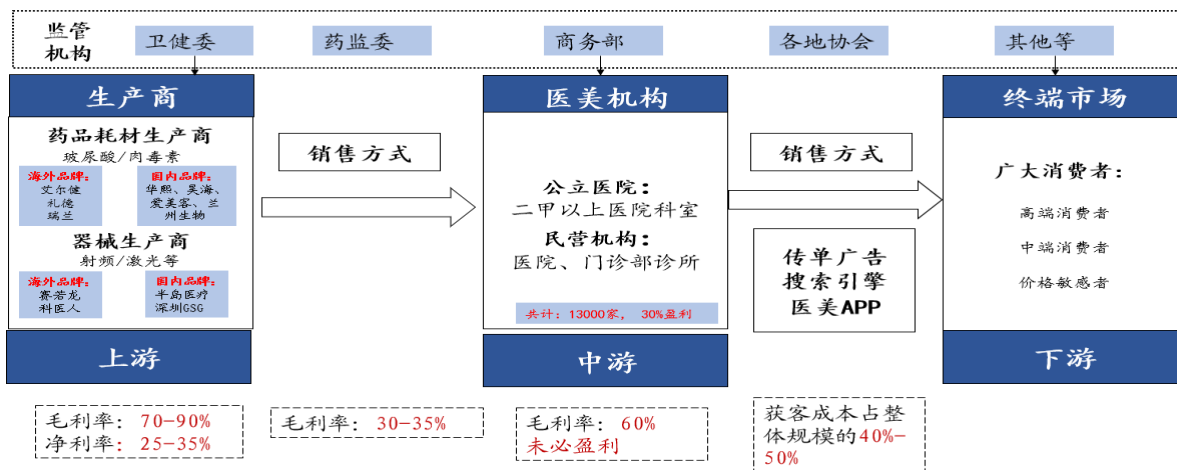


资料来源：微博，民生证券研究院

2.2 聚焦高毛利：源于强壁垒+产品差异化定位

医美产业上游天然占据核心价值环节。医美产业作为一个涵盖多方面的交叉产业，包括医疗科研、器械、美容服务、文化娱乐等产业，具有广阔的市场维度。根据艾瑞咨询数据，在价值分配上，上游原材料仅占成本的 20% 左右，营销和代理商约占 60%，医生和诊所约占 20%，上游厂商因产品多为医疗器械，需经过严格的审批环节，目前获得国家药品监督管理局批准的产品较少，保证了良好的竞争格局，龙头厂商毛利率大约在 70-90% 之间，净利率则在 25-60%。中游的医美机构市场大而分散，医美机构虽有 50-60% 的毛利率，但盈利水平受销售费用影响，行业内盈利机构占比不足 30%。

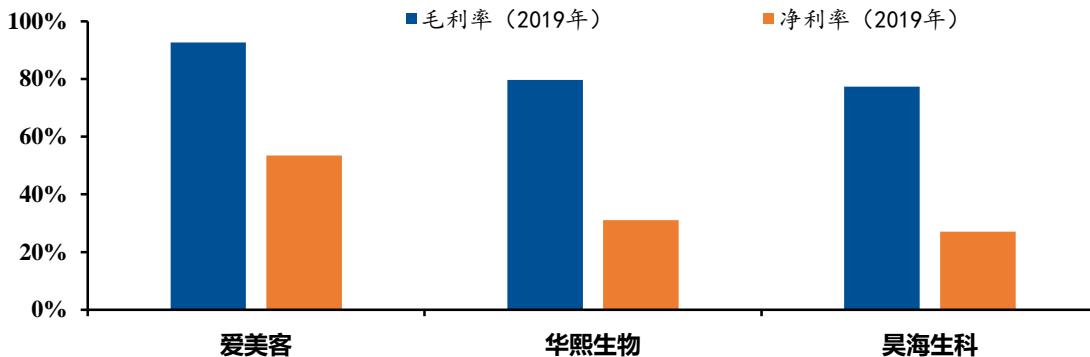
图10: 医美产业链



资料来源：艾瑞咨询、招股说明书，民生证券研究院

严格管控的准入机制，叠加较早投入技术研发建立的时间壁垒，使得上游产业集中度较高，且对下游机构具备较强的议价权力，其中爱美客毛利率更高一筹主要得益于其对技术含量高的玻尿酸针剂终端品的聚焦，而华熙生物和昊海生科受其他业务拖累拉低总体毛利率水平。

图11: 2019年可比公司毛利率

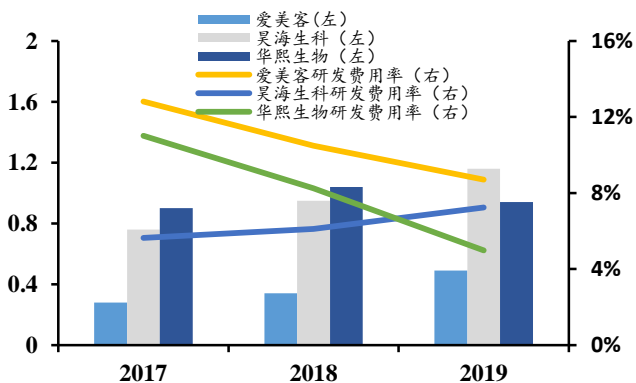


资料来源: 招股说明书, 民生证券研究院

2.2.1 壁垒: 强研发投入+多稀缺牌照, 打造深护城河

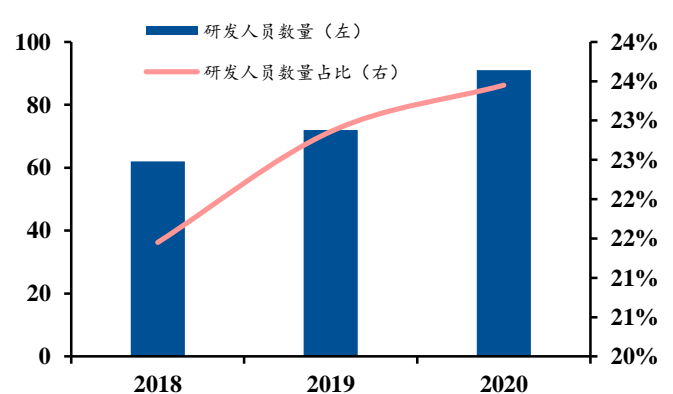
高技术门槛叠加复杂的审批流程, 意味着相关注册和生产资质的获取难度大, 产品一经通过审批, 可在较长时间内保持先发优势, 为行业筑起了天然的高壁垒。医疗美容材料生产企业的成本高在早期投入, 公司主营产品均属于 III 类药械, 需经严格审批才可以获得市场准入, 从前期准备阶段 (立项准备、市场调查、人员启动)、临床前研究阶段 (技术转换、技术论证、药效药理毒理研究、临床试验审批)、临床研究阶段 (I、II、III 期)、注册审批阶段 (注册、审批) 到实际上的时间通常需要 3-6 年, 对质量的控制, 研发的投入和专业性要求较高。爱美客作为拥有透明质酸的终端产品资质最多 (6 张三类医美医疗器械证书) 的头部企业, 公司每年投入大量资金保证各项科研项目的顺利进展, 进而推动产品可持续革新, 2020 年公司研发人员达 91 人, 占员工总人数占比高达 23%, 研发费用投入 0.61 亿元, 同比增长 27%, 目前, 公司拥有专利 41 项, 其中发明专利 23 项, 牢牢占据技术高地, 先发优势明显, 公司高毛利或因此得以继续维持。

图12: 可比公司研发费用 (亿元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图13: 爱美客研发人员(人)及占比

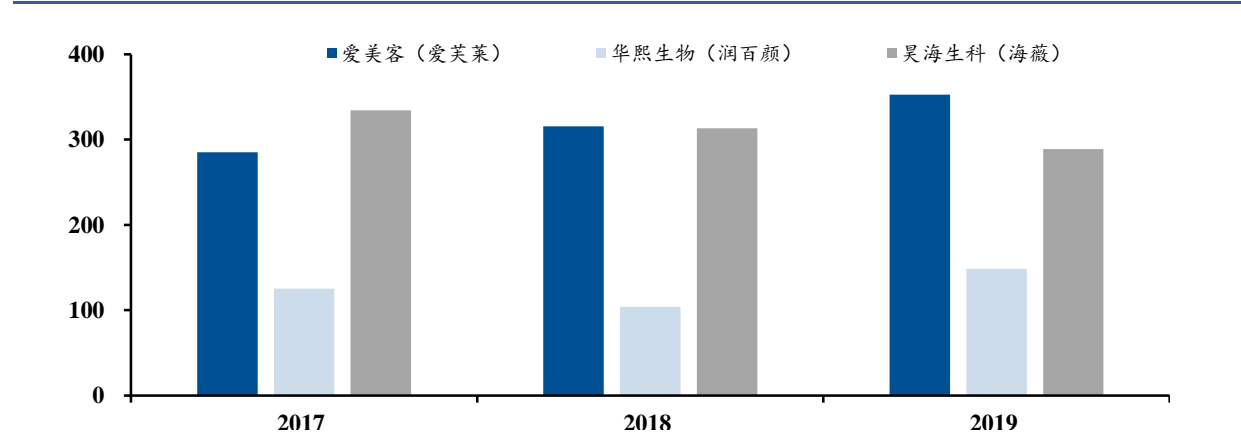


资料来源: wind, 民生证券研究院

2.2.2 差异化: 多首发+独家产品, 议价能力凸显

虽然近年来透明质酸行业一定程度上存在产品同质化所带来的竞争加剧风险，但公司凭借着产品差异化的定位并未参与到正面竞争中，从而保证了高毛利的持续。其中，宝尼达属超长效面部组织填充剂市场稀缺品种，目前国内市场上的长效玻尿酸针剂产品仅有由爱美客研制的宝尼达和由荷兰汉福生物科技有限公司研发的爱贝芙两款产品，出厂价格大约是 2547 元/支，价格保持坚挺，毛利率始终保持在 98% 以上；紧恋作为国内首款面部美容埋植线产品有望进一步挖掘需求空间，并且埋植线“赛道”当前阶段相对玻尿酸填充市场竞争格局更优，目前国内主要用于提拉的线材来源于美国和韩国。嗨体作为国内唯一经药监局批准的针对颈纹适应症的三类医疗器械本身价格偏低，单价仍有较高的上涨空间和条件，事实上嗨体出场价格已从 2017 年的 285 元/支上涨到 2020 年的 360 元/支，涨幅高达 26.31%。

图14: 可比产品价格 (元/支) 对比



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

2.3 聚焦高成长：源于童颜针+肉毒素等重磅接力，管线扩张可期

新品种+新产能+大空间，奠定长期成长基础。爱美客作为医美龙头并没有止步于此，而是积极尝试新项目的拓展，目前公司的储备项目主要包括：含修饰聚左旋乳酸微球的透明质酸钠凝胶、注射用 A 型肉毒毒素、医用生物补片和基因重组蛋白药物，功效主要集中在非填充式面部除皱、减肥和体重管理等方面，可满足逐步提高的医疗美容和瘦身纤体塑形美容多样化的需求，未来随着新产品的上市可降低收入过于依赖玻尿酸系列产品的风险，为公司打开新的成长空间，抢占医美行业更多市场份额。

表5: 爱美客储备项目

产品名称	产品类别	研发阶段	功能及用途	与行业技术水平的比较
医用含修饰聚左旋乳酸微球的透明质酸钠凝胶 (童颜针)	III 类 医疗器械	注册申报	皮肤填充	含有聚乳酸微球的复合填充材料，具有中长期的维持效果
医用聚羧甲基葡萄糖胺聚糖凝胶	III 类 医疗器械	注册申报	手术防粘连产品	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	III 类 医疗器械	注册检验	用于硬脑膜和软脑膜修复	具有良好的机械性能和生物相容性
注射用 A 型肉毒毒素	生物药品	临床	医疗美容中用于去除动态皱	属于已上市同种产品的生物类似药

基因重组蛋白药物 (减肥)	生物药品	临床前研究	用于糖尿病及肥胖症的治疗	利用原核表达技术, 具有成本优势
---------------	------	-------	--------------	------------------

资料来源: wind, 民生证券研究院

1) **童颜针有望获批国内首张 III 类医械证。** 相对传统玻尿酸针剂产品童颜针填充的同时可刺激胶原蛋白再生, 效果更加自然, 公司的童颜针项目目前已经进入到注册申报阶段(上市前最后环节), **预计今年下半年上市**, 上市后有望对市场上存用的 I 类、II 类的医疗器械甚至妆字号产品, 以及未经认证的伪劣产品产生替代, 成为公司的新晋大卖产品, 带动公司业绩快速增长。我们预测市场成熟后, 童颜针的渗透率为 3%, 通过 1-2 年的教育市场有望于 2022-2025 年发力, 预计 2025 年该产品可为公司 5.3 亿元收入。

表6: 国内十大童颜针品牌及其资质

主要产品商品名	产地	国内进展	研发进展
爱美客童颜针	中国	III 类医疗器械注册审核中	-
Reborn 瑞博	中国	II 类医疗器械注册证	-
Sculptra 塑然雅	法国	I 类医疗器械注册证	FDA
EVOPLLA 欧倍颜	中国	I 类医疗器械注册证	无
SianMagic 仙诺德	中国	I 类医疗器械注册证	无
AestheFill 爱塑美	韩国	未通过 NMPA 审核	KFDA (韩国 FDA)
Ganafil 加纳菲	韩国	未通过 NMPA 审核	KFDA (韩国 FDA)
Derma Veil 得美妍	美国	未通过 NMPA 审核	-
Bellezza 百家利	韩国	未通过 NMPA 审核	-
美拉克	韩国	妆字号批文	-
Bellona 贝洛娜	韩国	妆字号批文	-

资料来源: 肉毒毒素 btxa、民生证券研究院

表7: 爱美客童颜针规模测算

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
爱美客销量市占比	90.0%	90.0%	90.0%	90.0%	90.0%
爱美客童颜针销量 (万针)	4	11	28	37	45
出厂单价 (元)	1,000	1,050	1,103	1,158	1,216
同比	-	5%	5%	5%	5%
爱美客童颜针收入 (亿元)	0.44	1.15	2.9	4.29	5.3
同比		161%	152%	48%	24%

资料来源: 沙利文分析、民生证券研究院

2) **携手知名韩国企业 Huons, 剑指肉毒素蓝海市场。** A 型肉毒毒素作为一种剧毒的神经毒素, 2008 年被原国家食药监局列入毒性药品, 认证牌照审批严格, 从主要产品的临床试验研发进展来看, 获证周期可能长达 5 年以上。纵观全球肉毒素市场上市产品主要有 9 款, 目前国内获批上市仅有 4 款产品, 肉毒杆菌毒注射作为我国轻医美的第二大项目, 竞争格局尚好。2018 年爱美客已经与韩国 Huons 公司签订合作协议, Huons 授权爱美客在中国区域内进口、注册和经销其肉毒素产品 Hutox (橙毒), 爱美客将负责产品在中国区域内的临床试验及注册申请。Hutox 是韩国第四款商业肉毒素产品, 在韩国市场品牌名为 Liztox, 虽然目前在国内还没有正式上市流通, 但是在国内医美圈已小有名气, 甚至在医美灰产圈流行正盛, 上市后有望迅速分享肉毒素市场的红利。同时, 目前已有多家国内企业与海外品牌合作研发注射用肉毒素产品, 有望未来 3-5 年陆续登场、接连放量, 推动行业走向新台阶。

表8: 中国市场的已获批肉毒毒素产品

产品名称	企业名称	剂型	分子量	规格	获批时间
BOTOX	Allergan	真空干燥粉末	900kD	50/100U	FDA(1989)、CFDA(1999)
BTXA	兰州生物	冻干粉	300/500/900kD	100U	CFDA(1997)
Dysport	英国 Ipsen	冻干粉	500-900kD	300/500U	CE(1999)、FDA(2009)、CFDA(2020)
Botulax	韩国 Hugel	冻干粉	900kDa	25/50/100/300U	MFDS(2016)、CFDA(2020)

资料来源：国家药监局，民生证券研究院

表9: 中国市场的在研肉毒毒素产品情况

公司	产品	适应症	研发进展	对照	实验状态
兰州所/葛兰素史克	衡力	预防性治疗成年慢性偏头痛	三期	空白	2014.11 启动，招募中
兰州所	衡力	膀胱过度活动症	三期	空白	2016.04 启动，招募中
大熊制药株式会社/北京大熊伟业	A 型肉毒毒素	中、重度皱眉纹	三期	Botox	进行中（尚未招募）
Revance/复星医药	DaxibotulinumtoxinA	中、重度眉间纹	三期	——	进行中（尚未招募）
Huons/爱美客	A 型肉毒毒素	中度至重度皱眉纹	临床试验	——	在审审批中（批准临床）

资料来源：医药魔方、药智网、民生证券研究院

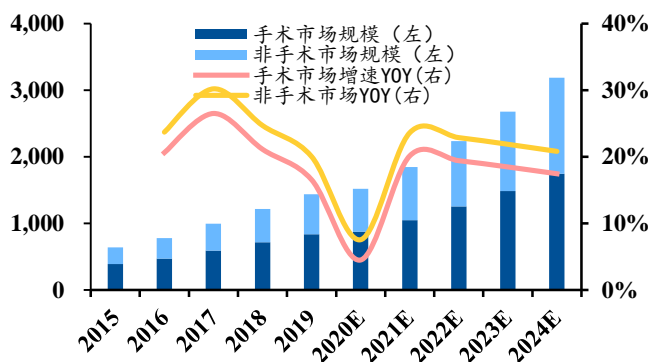
3) 旨在投身瘦身纤体事业：公司在研的基因重组蛋白药物为重组人胰高血糖样肽-(GLP-1)类似物，主要用于糖尿病及肥胖症的治疗。根据《柳叶刀》医学杂志发布的《全球成年人体重调查报告》显示，2016 年我国肥胖人口已位居世界首位（约 8000 万人）；与此同时，随着我国老龄化的加剧，糖尿病患者群体连年增长。但目前尚无在中国取得药品批文的针对肥胖适应症的药物，市场仍处空白。考虑到在肥胖症、糖尿病等患病率快速提升，以及人们的健康意识不断提高，减肥减重需求强烈，所以公司研发产品如果未来成功上市，将有望在轻医美的瘦身纤体上打开局面。爱美客的基因重组蛋白项目研发建设周期为 76 个月，该项目达产后的产能进可为 133.57 万支/年，可实现产值 5.48 亿元。

除了以上重磅产品外，公司与韩国株式会社东方医疗合资成立东方美客（持股 51%）引进韩国专利技术进行埋植线产品研发生产；与山东诚创蓝海医药达成协议，以技术转让方式引进局部外用麻醉乳膏产品，用于医美注射前的局部麻醉。

3 管中窥豹：从玻尿酸出发看轻医美的发展趋势

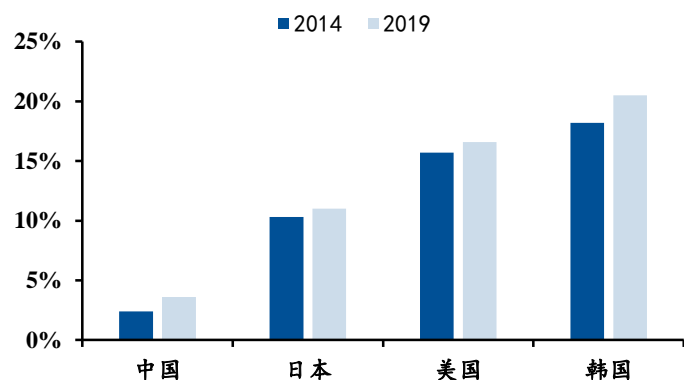
我国医疗美容行业规模扩张迅速，空间广阔。根据沙利文数据，2012-2019年，我国医美行业规模由298亿元增加至1769亿元，复合增速高达28.9%，2017年超过巴西成为仅次于美国的全球医美第二大国，其中，非手术类的“轻医美”相对安全性高、恢复期短、价格低，更受消费者欢迎，叠加保持时间短复购率高的特点，市场规模扩大更为迅速。同时根据艾瑞咨询数据，2019年我国医美行业的渗透率仅为3.6%，远低于韩国的20.5%、美国的16.6%和日本11%的水平，中长期看有5倍左右的增长空间，从消费者画像来看，我国医美消费者主要以18-40岁的一线女性为主，预计随着低线城市收入和认知的提升，医美用户群体有望扩大。

图15: 中国医美市场规模及预测



资料来源：沙利文分析，民生证券研究院

图16: 主要国家的医疗美容渗透率



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

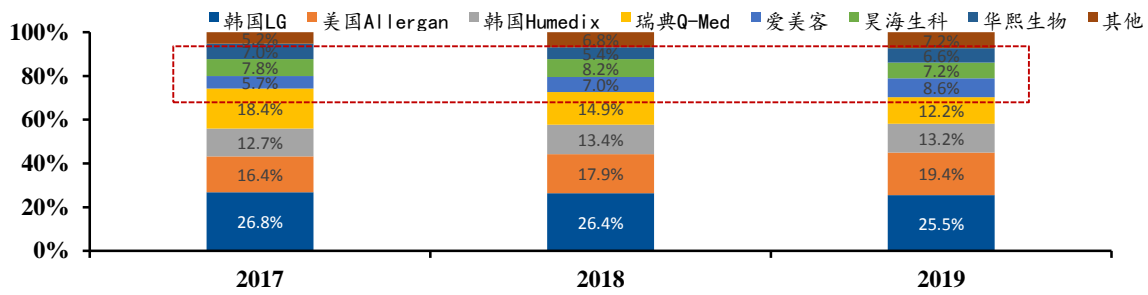
3.1 什么奠定了我国医美行业进入高速成长阶段？

1) 源自人本能对“美”的向往。过去服装饰品、美颜相机、化妆品等可以赋能变“美”的技术均普及迅速，医疗美容作为更直接有效的手段，已经成功度过“谈整色变”阶段。据新氧数据显示，我国2018年有超过60%的大众对医美持有乐观态度，仅有20%的民众对医美持反对态度，“颜值文化”催生大规模医美需求。

2) 消费升级是最根本的驱动力。2018年中国人均最终消费支出为3148.19美元，五年GAGR达8.3%，与韩国2014年5.40倍差距缩小至4.3倍，同时，我国和韩国在文化娱乐、审美等方面相似度高，随着我国居民生活水平的提高，医美渗透率差距亦有望缩小。

3) 供给端能力完善，中国制造优势凸显，国产替代进行时。a)不断提升的技术水平有望缓解医疗美容安全性、性价比、体验感、持久性等方面的制约，有望成为医美渗透率提高的加速器;b)我国医美制剂的进口依存度常年处于高位，但近年来随着国产品牌品质的提升和高性价比的优势，叠加数字化运营可对市场需求进行更及时的匹配，该局面趋缓。以玻尿酸针剂领域最为明显，2016-2018年，国产玻尿酸品牌市占率逐年提升，我们认为随着技术的进步，除玻尿酸外，肉毒素、光电类等细分领域国产品牌均有望“出圈”。

图17: 我国玻尿酸市场各品牌销售占比



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

4 他山之石：探讨艾尔健的成长路径

医美行业到底能否诞生大公司？靠什么做到？国内市场的天花板有多高？我们认为医美行业仍是个极具魅力的蓝海市场，但是反估算爱美客。鉴于国内这几家可比公司产品结构、商业模式各异，为更清晰评估这个行业的天花板、单品类的体量空间，我们希望借鉴美国成熟企业艾尔建医美的发展路径来反观。

艾尔建前身于 1948 年在洛杉矶成立，1970 年扩展为全球性公司，2015 年被 Actavis 收购，Actavis 自此改名为艾尔建(Allergan plc)。2020 年 5 月艾伯维 (Abbvie) 以 630 亿美元收购艾尔建的计划完成，艾尔建更名为艾尔建美学(AllerganAesthetics)，纵观艾尔建的反战历程，发现其扩张的几个关键的节点都是通过并购实现的。艾尔建涉足医美行业始于 2006 年收购医诺美公司，当时医诺美的美胸产品、真皮填充剂和肥胖干预产品拓展了艾尔建的市场地位，成为当时在医疗美容产品线方面位列世界第一名；2007 年，艾尔建公司继续收购 Groupe Cornéal 实验室，稳固了乔雅登和其它新一代透明质酸真皮填充剂的全球市场地位。随后又收购了 EndoArt SA 公司，这个公司主要开发用于治疗过度肥胖的遥感测量可调式胃束带装置——EASYBAND 遥控可调式胃束带系统。

图18: 艾尔建公司通过收购延展产品线



资料来源：艾尔建官网，民生证券研究院

产品矩阵庞大，医美业务收入比例稳步增长。自 2009 年进入中国，经过 11 年的发展，中国已经成为艾尔建美学仅次于美国的第二大市场，其中 2012-2016 年，艾尔建在中国市场的年收入复合增长率高达 45%。2019 年艾尔建实现收入 1122 亿人民币，其中医疗美容业务收入 336.72 亿元人民币。可见行业的天花板足够高，参考艾尔建公司还有很大提升空间。

图19: 艾尔建中国产品矩阵列表

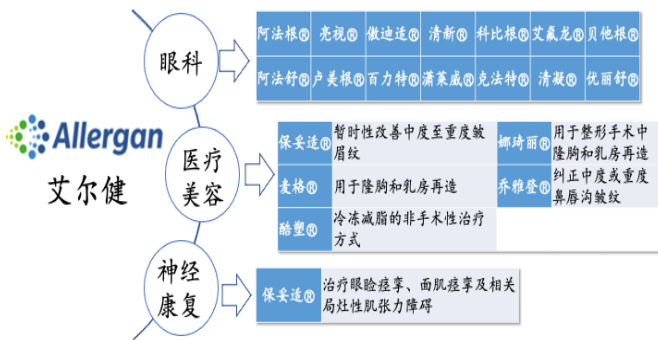
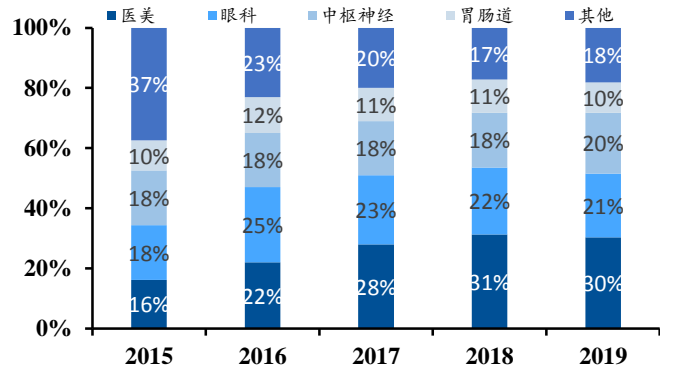


图20: 艾尔建收入结构



资料来源: 艾尔建官网, 民生证券研究院

资料来源: wind, 民生证券研究院

表10: 艾尔建医美项目收入 (百万美元) 及增速

商品名	通用名	领域	2019 销售额	2018 销售额	增长率
Botox® Cosmetics	肉毒杆菌毒素	美容	991.3	907.3	9.26%
Juvederm® Collection	玻尿酸	美容	587.5	548.2	7.17%
Kybella®	脱氧胆酸	美容	27.4	31.8	-13.84%
Breast Implants	乳房硅胶	美容	254.4	263	-3.27%
Alloderm®	人异体真皮无细胞基质	美容	395.9	407.3	-2.80%
Other Regenerative Medicine	其他再生医疗	美容	109.4	116.6	-6.17%
Coolsculpting® Consumables	冷冻溶脂	美容	185.3	235.3	-21.25%
Coolsculpting® Systems & Add On Applicators	冷冻溶脂	美容	62.8	126.3	-50.28%

资料来源: wind, 民生证券研究院

艾尔建如何进行消费者教育和品牌建设? 建立医疗美容事业部、塑形事业部、医学教学部、消费者市场及数字化营销部赋能 B 端机构与 C 端消费者, 对其开展医学教育、市场推广、销售管理、医院运营管理、业务发展等一系列工作; 通过建立艾尔建学院、成都创新中心、艾尔建线上学院平台, 为专业医疗人士提供专业技术指导和消费者知识普及; 与中国整形美容协会合作树立行业标准, 引导正确的求美观念, 推动医美行业规范化发展, 助力公司艾尔建口碑和美誉。以上措施爱美客均有不同程度上的实践, 鉴于此公司品牌影响力有望再扩大。

5 盈利预测与投资建议

我们对公司主要产品做如下假设：

1) “嗨体”是国内目前唯一获得国家药监局批准的专门用于颈部皱纹修复产品，市场需求旺盛，产品处于快速上升阶段。假设 2021-2023 年销量分别增长 50%/50%/50%；出厂价分别为 370.8/381.9/380 元/支；毛利率保持在 93%。

2) “爱芙莱”未来保持平稳增长，出厂价有所提高；假设 2020-2022 年销量分别增长 15%/14%/9%；出厂价分为 300/300/290 元/支。

3) “宝尼达”为长效复合玻尿酸填充剂，市场竞争格局良好，预计 21-23 年收入增速分别为 21%、20%、10%。

表11: 主要产品收入预测

单位：百万元	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
溶液类							
合计	45.29	80.55	244.67	439.50	767.18	1328.58	1991.5
嗨体	34.1	75.0	242.6	438.0	766.1	1327.8	1990.5
YOY		1.2	2.2	0.8	0.7	0.7	0.5
毛利率	89.78%	90.30%	92.99%	92.99%	93.00%	93.00%	93.00%
平均售价 (元/支)	285.01	315.63	352.61	360.0	370.8	381.9	380.0
销售量 (万只)	12	24	69	110.1	165.1	247.7	371.5
逸美	11.2	5.6	2.1	1.5	1.1	0.8	1.0
YOY		-0.5	-0.6	-0.3	-0.3	-0.3	0.3
毛利率	92.87%	95.91%	96.07%	96.07%	94.00%	93.50%	93.50%
平均售价 (元/支)	649.43	1009.85	700.41	630.4	567.3	510.6	510.6
销售量 (万只)	2	1	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
凝胶类产品							
合计	175.66	239.12	312.16	268.46	314.50	369.02	397.66
宝尼达	15.8	33.6	67.5	69.5	84.1	101.0	111.1
YOY		113%	101%	3%	21%	20%	10%
毛利率	98.15%	98.11%	98.73%	98.73%	98.73%	98.73%	98.73%
平均售价 (元/支)	2451.31	2316.32	2547.49	2547.5	2547.5	2547.5	2547.5
销售量 (万只)	0.6	1.5	2.6	2.7	3.3	4.0	4.4
逸美 1+1	0.5	15.3	20.8	16.3	20.0	25.9	28.5
YOY		2884%	36%	-21%	22%	30%	10%
平均售价 (元/支)	1277.78	1264.68	1220.87	1200	1220.87	1220.87	1220.87
销售量 (万只)	0.0	1.2	1.7	1.4	1.6	2.1	2.3
爱芙莱	159.3	190.2	219.0	179.7	206.6	237.6	252.6
YOY		19%	15%	-18%	15%	15%	6%
毛利率	84.24%	87.09%	90.22%	90.00%	90.00%	90.00%	88.00%
平均售价 (元/支)	310.41	300.52	310.83	300.0	300.0	300.0	290.0
销售量 (万只)	51	63	70	59.9	68.9	79.2	87.1
爱美飞			4.9	2.9	3.8	4.5	5.4
YOY				-40%	30%	19%	20%

毛利率	91.39%	91.39%	91.39%	91.39%	91.39%
平均售价 (元/支)	292.75	292.75	292.75	290	290
销售量 (万只)	2	1.0	1.3	1.6	1.9

资料来源: wind, 民生证券研究院

估值方法一(相对 PE 法): 基于公司核心业务板块的分析, 2019-2021 年公司 EPS 分别为 3.39、3.66、5.57 元, 以 2022 年 2 月 24 日收盘价计算, 得到对应 PE 为 273X, 253X, 166X, 可比公司平均 TTMPE 为 163.28 倍。

爱美客与可比公司估值比较

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS			PE			TTMPE
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
300890.SZ	爱美客	926.00	3.39	3.66	5.57	273.16	253.01	166.25	253.11
688363.SH	华熙生物	169.48	1.22	1.30	1.74	138.92	130.37	97.40	134.04
688366.SH	昊海生科	134.65	2.08	1.45	2.43	64.74	92.86	55.41	102.68
平均		410.04	2.23	2.14	3.25	158.94	158.75	106.35	163.28

资料来源: Wind、民生证券研究院

估值方法二 (PEG 法): 根据对公司各项目的盈利预测, 可得出 2021-2022 年公司业绩高速增长, 未来两年 PEG>1, 目前估值处于较高水平, 但我们认为, 医美行业尤其是以玻尿酸和肉毒素为主导的轻医美的快速发展, 并且公司作为医美针剂龙头公司业绩增长确定性和快速成长能力俱佳。维持“推荐”评级。

6 风险提示

行业竞争加剧, 医疗事故突发, 新品孵化不及预期

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	709	1,145	1,620	2,175
营业成本	56	82	110	164
营业税金及附加	4	9	11	15
销售费用	74	124	174	239
管理费用	44	74	109	145
研发费用	62	102	155	198
EBIT	471	753	1,062	1,414
财务费用	(14)	0	0	0
资产减值损失	(0)	0	0	0
投资收益	15	10	11	11
营业利润	503	765	1,075	1,427
营业外收支	(0)	0	0	0
利润总额	503	765	1,075	1,427
所得税	69	115	157	209
净利润	433	650	918	1,219
归属于母公司净利润	440	669	942	1,250
EBITDA	482	763	1,073	1,425

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	3456	4121	5055	6266
应收账款及票据	30	40	58	79
预付款项	6	9	12	18
存货	27	47	51	95
其他流动资产	12	12	12	12
流动资产合计	4376	5052	6012	7298
长期股权投资	34	44	55	66
固定资产	143	149	152	154
无形资产	10	10	10	10
非流动资产合计	257	279	280	280
资产合计	4633	5331	6292	7578
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	5	17	17	26
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	89	137	181	248
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	12	12	12	12
非流动负债合计	12	12	12	12
负债合计	101	149	193	260
股本	120	120	120	120
少数股东权益	(3)	(22)	(46)	(77)
股东权益合计	4531	5181	6099	7318
负债和股东权益合计	4633	5331	6292	7578

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	27.2%	61.4%	41.5%	34.3%
EBIT 增长率	38.9%	59.8%	41.1%	33.1%
净利润增长率	43.9%	52.2%	40.7%	32.7%
盈利能力				
毛利率	92.2%	92.8%	93.2%	92.5%
净利率	62.0%	58.5%	58.1%	57.5%
总资产收益率 ROA	9.5%	12.6%	15.0%	16.5%
净资产收益率 ROE	9.7%	12.9%	15.3%	16.9%
偿债能力				
流动比率	49.1	36.8	33.2	29.5
速动比率	48.8	36.5	32.9	29.1
现金比率	48.2	36.2	32.6	28.7
资产负债率	0.0	0.0	0.0	0.0
经营效率				
应收账款周转天数	11.3	0.0	0.0	0.0
存货周转天数	162.4	160.9	161.1	161.2
总资产周转率	0.3	0.2	0.3	0.3
每股指标 (元)				
每股收益	3.7	5.6	7.8	10.4
每股净资产	37.7	43.3	51.1	61.5
每股经营现金流	3.5	5.5	7.8	10.1
每股股利	3.5	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	253.0	166.3	118.2	89.1
PB	24.6	21.4	18.1	15.1
EV/EBITDA	198.2	123.8	86.5	64.7
股息收益率	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	433	650	918	1,219
折旧和摊销	11	10	11	11
营运资金变动	(4)	13	17	(8)
经营活动现金流	425	663	935	1,210
资本开支	32	(2)	1	(0)
投资	(899)	0	0	0
投资活动现金流	(916)	2	(1)	0
股权募资	3,473	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	3,441	0	0	0
现金净流量	2,949	666	934	1,210

插图目录

图 1:	股权结构图.....	4
图 2:	2016-2020 年爱美客营业收入及增速.....	6
图 3:	2016-2020 年爱美客归母净利及增速.....	6
图 4:	2014-2019 年爱美客收入结构构成.....	8
图 5:	主要产品的收入(亿元)和增速.....	8
图 6:	对于局部塑性的关注度.....	9
图 7:	去颈纹的搜索指数.....	9
图 8:	公司营各销售类型收入 (亿元) 占比.....	10
图 9:	全轩学院.....	10
图 10:	医美产业链.....	11
图 11:	2019 年可比公司毛利率.....	12
图 12:	可比公司研发费用 (亿元)	12
图 13:	爱美客研发人员(人)及占比.....	12
图 14:	可比产品价格 (元/支) 对比.....	13
图 15:	中国医美市场规模及预测.....	16
图 16:	主要国家的医疗美容渗透率.....	16
图 17:	我国玻尿酸市场各品牌销售占比.....	17
图 18:	艾尔建公司通过收购延展产品线.....	18
图 19:	艾尔建中国产品矩阵列表.....	19
图 20:	艾尔建收入结构.....	19

表格目录

表 1:	爱美客管理层介绍.....	5
表 2:	爱美客产品矩阵.....	7
表 3:	公司嗨体和其他玻尿酸产品使用组合.....	8
表 4:	嗨体市场规模测算.....	9
表 5:	爱美客储备项目.....	13
表 6:	国内十大童颜针品牌及其资质.....	14
表 7:	爱美客童颜针规模测算.....	14
表 8:	中国市场的已获批肉毒毒素产品.....	15
表 9:	中国市场的在研肉毒毒素产品情况.....	15
表 10:	艾尔建医美项目收入 (百万美元) 及增速.....	19
表 11:	主要产品收入预测.....	20

分析师简介

顾熹阔，民生证券社会服务业及交通运输业首席分析师，同济大学金融硕士，曾分别于海通证券从事社会服务业研究，航空公司从事股权投资工作。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以其他方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。