

推荐 (维持)

聚焦美丽，崭露头角

风险评级：中风险

爱美客 (300896) 深度报告

2021年3月23日

投资要点：

魏红梅

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

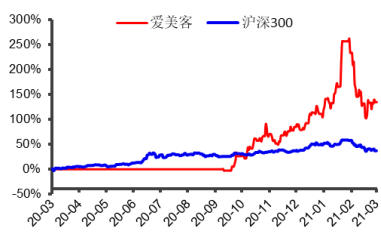
电话：0769-22119410

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

### 主要数据 2021年3月22日

收盘价(元)	438.80
总市值(亿元)	949.39
总股本(亿股)	2.16
流通股本(亿股)	0.47
ROE(TTM)	9.70%
12月最高价(元)	681.27
12月最低价(元)	171.97

### 股价走势



资料来源：Wind，东莞证券研究所

### 相关报告

- **公司营收和归母净利润双双快速增长。**2014年-2019年，公司营收从0.75亿元上升至7.09亿元，CAGR为45.38%；公司归母净利润从0.28亿元上升至4.40亿元，CAGR为57.86%。近年来，公司营收同比增速呈现波动上升趋势，2020年营收增速虽然有所减缓，但仍实现同比增长27.18%。整体来看，公司经营能力稳定，抗风险能力较强。
- **中国医美市场规模高速增长，轻医美发展势头更猛。**根据Frost & Sullivan，2015年-2019年，我国医美市场规模从637亿元上升至1436亿元，CAGR为22.53%。其中，轻医美市场规模CAGR为24.59%，而传统医美市场规模CAGR为21.16%。Frost & Sullivan预测数据显示，2024年我国轻医美市场规模将增加到1443亿元，占医美市场比重将上升至45.31%。
- **公司产品布局差异化，享行业红利。**医美产品兼具医疗和消费属性，公司抓住消费者的消费升级心理，陆续推出五款透明质酸钠系列注射产品，满足多个细分市场的消费需求。2020年，公司玻尿酸产品收入在营收中贡献超过98%，玻尿酸产品毛利占公司整体毛利的比重超过99%，成功为公司的先发优势奠定基础。
- **嗨体爆款持续火热。**公司嗨体产品于2017年上半年正式推向市场，是国家药品监督管理局（NMPA）批准的唯一一款改善颈部皱纹的III类医疗器械。2019年公司嗨体收入已经达到2.43亿元，是2017年的7倍。2020年，公司全年业绩主要增长来自于以嗨体为核心产品的溶液类注射针剂，其收入占营收比重已高达63.07%，同比上升19.2个百分点。
- **公司注重研发创新，在研管线丰富。**目前公司共有8个主要在研项目。其中，用于皮肤填充的童颜针和手术防粘连产品已经进入注册申报阶段（童颜针有望于2021年H1拿证），用于祛除动态皱纹的肉毒针和用于慢性体重管理的利拉鲁肽注射液已处于临床阶段，用于局部溶脂的脱氧胆酸注射液已提交临床申报。另外有两个比较新的产品，分别是东方美客的埋植线产品和以技术转让形式引进的局部外用麻醉乳膏产品。
- **投资建议：**预计公司2021、2022年每股收益分别为3.00元和4.48元，对应估值分别为147倍和98倍。公司专注于医美产品，系国内玻尿酸注射针剂龙头。公司医美产品管线丰富，享受医美行业红利，积极开发新型产品，叠加童颜针上市在即，未来将进军体重管理市场，公司未来成长可期。虽然当前估值较高，但基于行业景气度高和公司新产品布局，维持对公司的“推荐”评级。
- **风险提示：**新冠病毒肺炎疫情持续影响风险；市场竞争加剧风险；新产品研发和注册风险；新产品市场接受度不及预期；经营资质续期风险。

## 目 录

1、公司系国内医美行业领跑者.....	4
1.1 公司医美产品线丰富.....	4
1.2 公司核心员工持股以助力发展.....	5
1.3 公司业绩快速增长，盈利能力亮眼.....	6
1.4 公司营销网络覆盖广，全轩学院显责任.....	7
2、轻医美行业高速发展.....	8
2.1 轻医美市场持续扩容，受宠度超过传统整形.....	8
2.2 我国医美渗透率偏低，市场空间潜力巨大.....	9
2.3 轻医美产品确定性高，行业上游占利润高地.....	12
2.4 透明质酸备受青睐，国产替代步伐加快.....	12
3、公司聚焦轻医美，畅游医美蓝海.....	14
3.1 公司聚焦轻医美，产品布局差异化.....	14
3.2 “嗨体”升级明星单品，热潮不退.....	15
3.3 公司创新不停，爆款不断.....	16
3.3.1 研发创新与战略投资双管齐下.....	16
3.3.2 在研项目或成新一代爆款.....	17
3.4 vs 同业上市公司，爱美客盈利能力强，研发力度大.....	22
4、投资建议.....	24
5、风险提示.....	24

## 插图目录

图 1：公司主要产品演变情况.....	4
图 2：公司股权结构图.....	5
图 3：公司营收快速增长.....	6
图 4：公司归母净利润快速增长.....	6
图 5：公司净利率稳步提升.....	7
图 6：公司期间费用率逐步下降.....	7
图 7：公司资产负债率较低.....	7
图 8：公司经营性现金流稳定增加.....	7
图 9：全球医美疗程量日益增长.....	8
图 10：全球医美市场规模稳健增长.....	8
图 11：中国医美市场规模高速增长.....	9
图 12：中国大陆医美市场渗透率较低.....	10
图 13：我国各年龄段医美渗透率情况.....	10
图 14：2018 年各线城市 18-40 岁人群医美渗透率.....	10
图 15：医美市场规模前 10 的均为一线或新一线城市.....	10
图 16：我国人均 GDP 稳步增长.....	11
图 17：我国人均可支配收入持续增加.....	11
图 18：90 后群体为我国医美消费主力军.....	11
图 19：我国医美消费者购买情况.....	11
图 20：非手术之注射类医美项目在中国热度最高.....	12
图 21：2019 年中国医美注射类细分项目疗程量占比.....	12
图 22：中国医美类透明质酸终端产品市场规模日渐增长.....	13
图 23：玻尿酸产品国产替代空间大.....	13

图 24：2018 年国产玻尿酸销量已超四成.....	13
图 25：公司玻尿酸产品收入占比超过 98%.....	14
图 26：公司玻尿酸产品毛利占比超过 99%.....	14
图 27：嗨体收入爆发式增长.....	15
图 28：肉毒毒素用于除皱和瘦脸最受欢迎.....	18
图 29：除皱应用最多的部位是鱼尾纹.....	18
图 30：全球 A 型肉毒毒素市场规模稳定增长.....	19
图 31：中国肉毒毒素市场规模快速增长.....	19
图 32：中国超重和肥胖成人数量稳定增加.....	21
图 33：诺和诺德利拉鲁肽减肥药销量快速增长.....	21
图 34：医美行业主要上市公司营业总收入同比增速情况.....	23
图 35：医美行业主要上市公司研发费用情况.....	23

## 表格目录

表 1：公司主要产品列表.....	4
表 2：国内常见用于去颈纹的医美项目.....	16
表 3：公司主要在研项目情况.....	17
表 4：市面上常见童颜针.....	18
表 5：国内肉毒毒素在研情况.....	20
表 6：市面上常用减肥药.....	21
表 7：医美行业主要上市公司各产品的营收占比及毛利率情况.....	22
表 8：公司盈利预测简表（截至 2021 年 3 月 22 日）.....	25

## 1、公司系国内医美行业领跑者

### 1.1 公司医美产品线丰富

爱美客技术发展股份有限公司是国内生物医用软组织修复材料领域的创新型领先企业。公司坚持“以创新为先导，以提高生活品质、提升生命质量为目标，打造民族品牌”的理念，立足于生物医用材料的研发和转化，致力于重组蛋白和多肽等生物医药的开发。公司自成立以来一直聚焦于医美主业，并围绕“新医美、新经济”探索医疗美容的理论前沿和技术创新，对国内医疗美容行业从产品、技术、服务到生态都进行了战略性布局。

公司专注医美领域，主营透明质酸医美产品。自设立至今，先后推出了六款轻医美产品，在配方组份、适用部位、修复效果有所不同，能够满足多个细分市场的消费需求。其中五款透明质酸医美终端产品可分为溶液类注射产品和凝胶类注射产品，包括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）、注射用修饰透明质酸钠凝胶（爱美莱/爱美飞）、医用透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶（逸美一加一）、医用羟丙基甲基纤维素-透明质酸钠溶液（逸美）和注射用透明质酸钠复合溶液（嗨体）。此外，公司还有一款聚对二氧环己酮面部埋植线产品（紧恋）。皮肤管理业务方面，公司化妆品产品主要包括颈膜、颈霜、眼膜和面膜等，主要定位在伴侣类产品，在注射公司医美产品后配合使用，可促进伤口的愈合，巩固公司注射类产品的使用效果。

图 1：公司主要产品演变情况



资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

备注：透明质酸，通常亦称为玻尿酸。

表 1：公司主要产品列表

产品分类	产品名称（通用名）	产品详情
医美领域 (III类医疗器械)	嗨体 (注射用透明质酸钠复合溶液)	可直接作用于皮肤真皮层，原位补充天然结构透明质酸，激活成纤维细胞，提升皮肤胶原活性，恢复胶原纤维弹性，可针对性抚平颈纹；让皮肤真皮层实现活性营养灌注及深度滋养。
	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)	由骨性支撑材料 PVA 和复合透明质酸钠母液组成。有效成分 PVA 微球在母液载体中均匀分布，通过分次注射，母液慢慢被吸收，PVA 逐渐诱导胶原新生，可恢复组织容量，解决面部衰老和骨性流失问题，使注射部位恢复自然、饱满的状态。

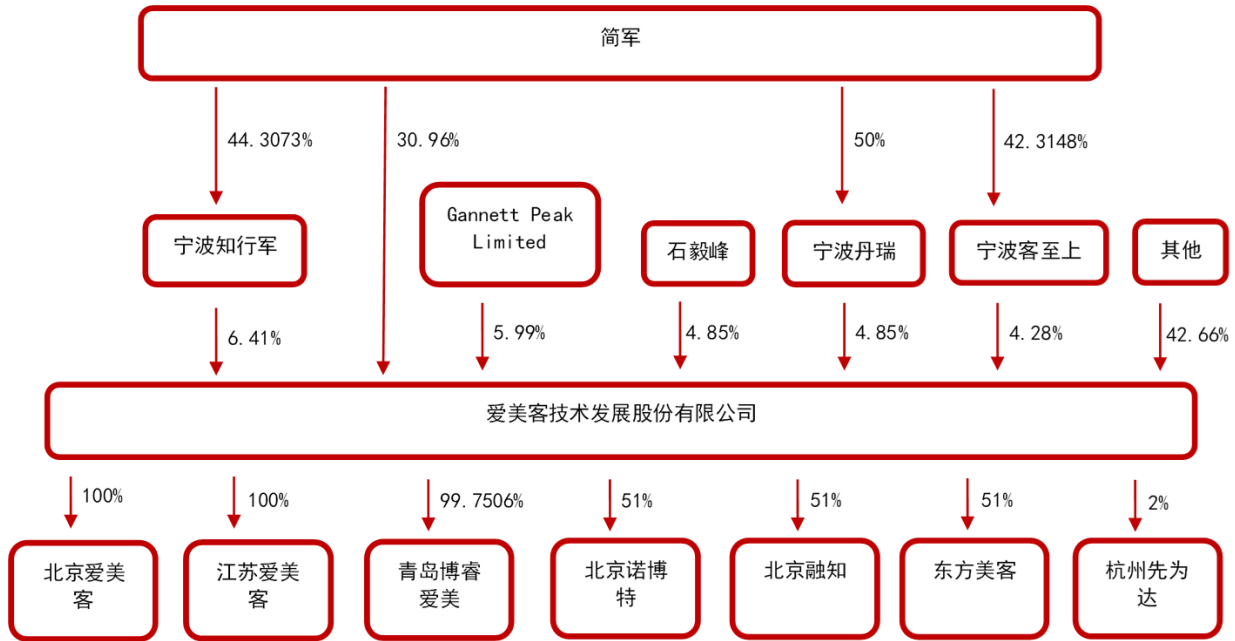
	爱芙莱/爱美飞 (注射用修饰透明质酸钠凝胶)	爱芙莱采用“舒缓技术”，产品特别加入舒缓减痛配方 Lidocaine，减少注射痛楚，使注射时舒适感增加，提升注射体验，享受美丽。 爱美飞功效类似爱芙莱，针对年轻群体，主打性价比。
	逸美 (医用羟丙基甲基纤维素-透明质酸钠溶液)	逸美通过专利交联技术，将透明质酸和纤维素进行复合，形成不同型号的复合透明质酸注射产品，注射到皮下后起到塑形、填充和补水作用，可被降解代谢，维持效果长达 1-2 年。
	逸美一加一 (医用透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶)	使用“仿皮肤组织结构”技术，在交联的透明质酸钠中穿入线性结构的羟丙基甲基纤维素分子，将单个的交联透明质酸钠凝胶颗粒相连，使凝胶具有吸水性低，内聚性强，粘滞性高，回弹性好，表面具平滑质感，塑形效果优异，触感自然，大幅降低术后肿胀。
	紧恋 (聚对二氧环己酮面部埋植线)	高分子聚合材料，植入于皮下脂肪层。主要作用于浅层脂肪的支撑效果，促进胶原蛋白再生，提升皮肤弹性和紧致度，从而改善皮肤皱纹及皮肤状态。
皮肤管理	嗨体御肌轻龄抚纹修护颈膜	含肌肽，有效淡化颈部细纹，呵护颈部肌肤。添加马齿苋提取物、积雪草提取物，舒缓修护 添加透明质酸钠，长时间保湿。
	嗨体盈润修护颈膜	含乳酸杆菌/大豆提取物发酵产物滤液、神经酰胺 3、纤连蛋白、透明质酸钠、芍药提取物、忍冬花提取物、滨海当归提取物、芸香苷、泛醇、根皮素、精氨酸；可舒缓修护、补水保湿、提亮肤色。
	嗨体舒缓复颜眼膜	富含多肽类成分，协同合作深入肌肤，改善眼周肌肤细纹，温和呵护眼周肌肤，提升眼部光彩。
	嗨体美肌透明质酸补水修护面膜	含透明质酸、六肽-1、寡肽-1、苹果果实细胞培养物提取物、聚谷氨酸钠、掌状海带提取物、仙人掌提取物、生物类黄酮；有修护、保湿、焕颜功效。
	嗨体御肌紧致抚纹颈霜	含淡化颈纹三大成分：嗨体复合成分+焕颜肽+千日菊提取物。
	嗨体润养修复冷敷贴	含马齿苋提取物、积雪草提取物，可修护损伤，舒缓褪红；含神经酰胺 3，改善皮肤外观，强韧肌底；含透明质酸钠，密集补水。

资料来源：公司官网、招股说明书，东莞证券研究所

## 1.2 公司核心员工持股以助力发展

**公司核心员工持股，助力后续发展。**公司第一大股东为简军，同时系公司实际控制人，直接持股 30.96%，间接持股 7.08%。值得注意的是，公司第二大股东宁波知行军投资管理合伙企业（有限合伙）和第六大股东宁波客至上投资管理合伙企业（有限合伙）为员工持股平台，两者分别持有 6.41%和 4.28%的公司股份，每股价格为 9.95 元。宁波知行军和宁波客至上的有限合伙人均为爱美客的高级管理人员、销售骨干人员、技术骨干人员和部分入职年限较长的员工。公司通过建立员工持股平台，实现核心员工与公司之间利益捆绑，有助于留住绩效高、能力强的核心人才，有利于提高公司经营业绩，为公司可持续发展助力续航。

图 2：公司股权结构图

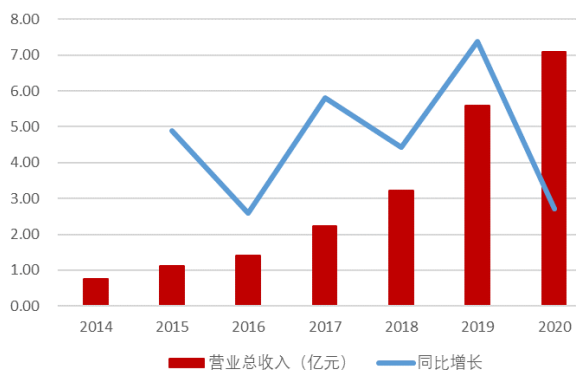


资料来源: Wind, 东莞证券研究所

### 1.3 公司业绩快速增长, 盈利能力亮眼

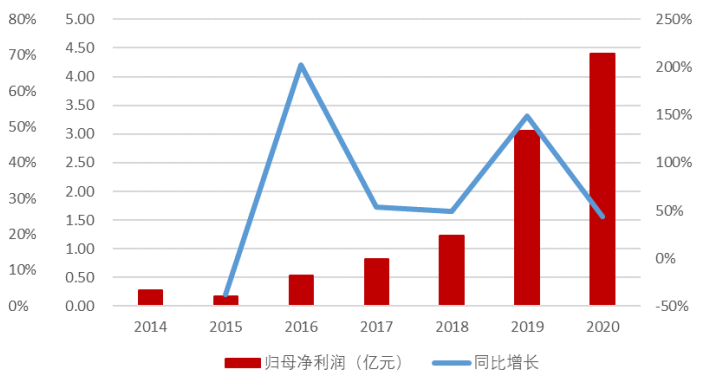
公司营业收入和归母净利润双双快速增长。2020年, 尽管整体经济环境受疫情影响, 但公司仍实现业绩较快增长。2014年-2019年, 公司营收从0.75亿元上升至7.09亿元, CAGR为45.38%; 公司归母净利润从0.28亿元上升至4.40亿元, CAGR为57.86%。2014年-2019年, 公司营收同比增速呈现波动上升趋势, 2020年营收同比增长27.18%, 增速有所减缓。2019年, 公司达到73.74%的营收增速和148.68%的归母净利润增速, 主要系当年增值税从16%降低到3%, 嗨体等产品的不含税价格大幅增长, 同时嗨体作为国内唯一一款颈部皱纹修复产品, 2019年销量大涨, 接近2018年的3倍。整体来看, 公司经营能力稳定, 抗风险能力较强。

图 3: 公司营收快速增长



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

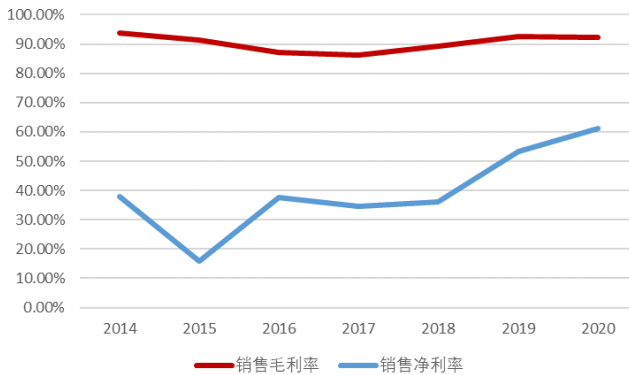
图 4: 公司归母净利润快速增长



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

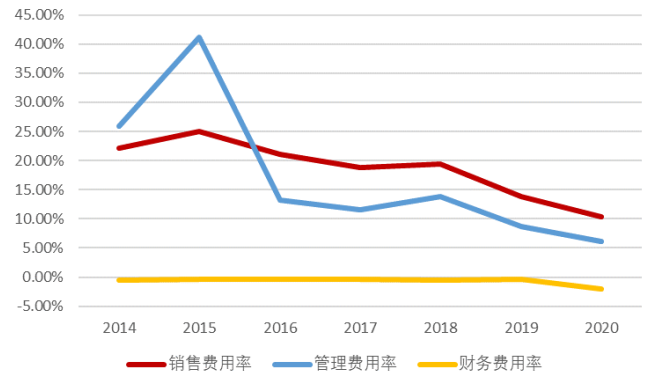
公司盈利能力表现亮眼，三费水平控制得当。近年来，公司毛利率基本维持在 90%以上，2020 年公司销售毛利率为 92.17%。2020 年，公司销售净利率跃升至 61.10%，同比增加 7.67 个百分点。公司近年来净利率呈现上升趋势，主要原因系公司整体毛利率水平稳定，而产品从推广期逐步迈向成熟期，销售费用率和管理费用率下降，同时财务费用率控制妥当。

图 5：公司净利率稳步提升



资料来源：Wind，东莞证券研究所

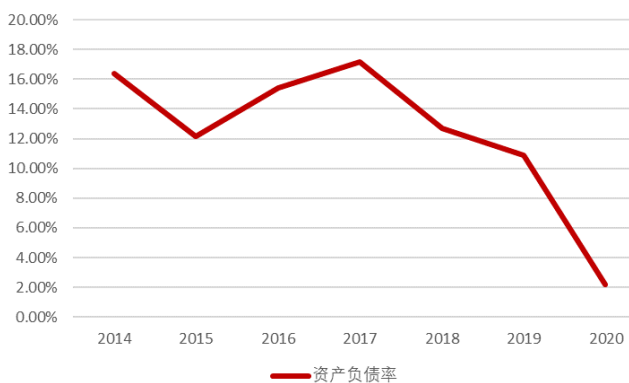
图 6：公司期间费用率逐步下降



资料来源：Wind，东莞证券研究所

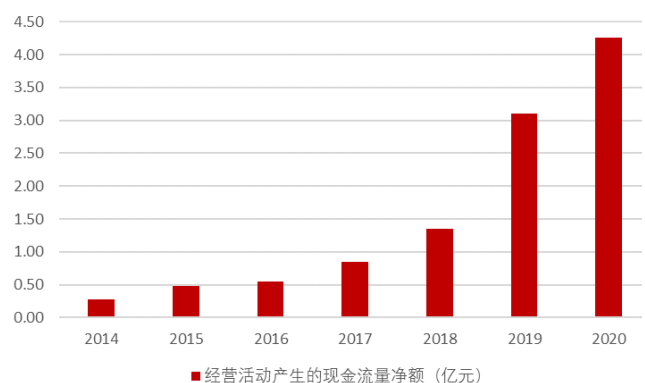
公司资金充足，助力后续产能扩张。一方面，公司资产负债率从 2017 年开始呈下降趋势，2019 年达到 10.88%，反映公司偿债能力强，经营较为稳健。2020 年公司在创业板成功上市，获得大量自由现金流，资产负债率降至 2.19%。另一方面，公司产品整体销售情况良好，产品主要为技术壁垒较高的 III 类医疗器械，因此公司对其客户有较强的议价能力，客户回款及时。公司经营性现金流逐年增加，数额与净利润相当，展现出公司较强的经营能力和扩张能力。

图 7：公司资产负债率较低



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 8：公司经营性现金流稳定增加



资料来源：Wind，东莞证券研究所

#### 1.4 公司营销网络覆盖广，全轩学院显责任

公司坚持以直销为主、经销为辅的营销模式。在直销模式下，公司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、推广策略和内容制定、客户经营与维护等诸多问题；同时对终端

产品的使用效果形成了较好的掌控能力，有利于产品直接在终端消费者中打造品牌，把握住优质的客户资源。经销模式主要覆盖公司销售团队无法直接覆盖的医疗机构，有利于迅速扩大产品的市场占有率。截至 2020 年末，公司拥有 160 名销售和市场人员，覆盖全国 31 个省、市、自治区，覆盖国内大约 5000 家医美机构。

**公司建立全轩学院，助力医美行业可持续发展。**全轩学院是医生分享平台而非医生教育平台，主要是医生对一线治疗中的经验体会以及一些案例的分享。新型冠状病毒肺炎疫情期间，公司通过医生教育平台“全轩学院”为医美行业医生提供线上网络技术培训。截止 2020 年末，全轩学院提供课程超 3000 课时，注册认证的合作医生累计超过 6000 名。全轩学院通过对医生的技术培训不断引导行业的规范化发展，履行社会责任，为行业的可持续发展提供动力支持。

## 2、轻医美行业高速发展

### 2.1 轻医美市场持续扩容，受宠度超过传统整形

**全球医美疗程数总量增长带动医美市场规模稳定增长。**根据国际美容整形外科学会（ISAPS），2019 年全球医美疗程量共 2498 万例，同比增长 7.38%，2015 年-2019 年 CAGR 为 5.56%。从规模来看，2019 年全球医美市场规模为 1459 亿美元，同比增长 7.5%，2015 年-2019 年 CAGR 为 8.94%。**轻医美方面，轻医美（非手术类医美）在全球范围内的发展势头强于传统医美。**从数量来看，2019 年全球非手术类医美疗程量为 1362 万例，占整体医美疗程量比重为 54.51%。从复合增速来看，2015 年-2019 年，全球医美非手术类疗程量 CAGR 为 6.22%，稳超全球医美手术类疗程量 4.79%的年复合增速。

图 9：全球医美疗程量日益增长

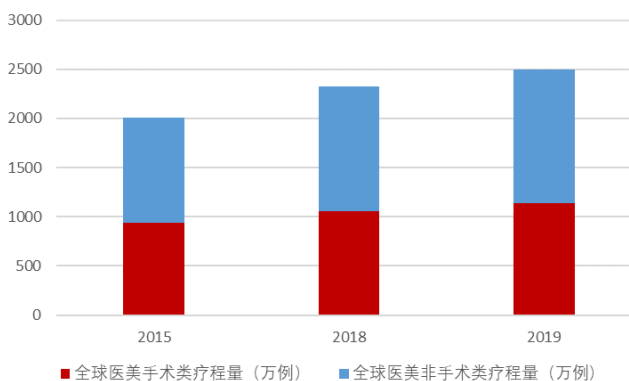
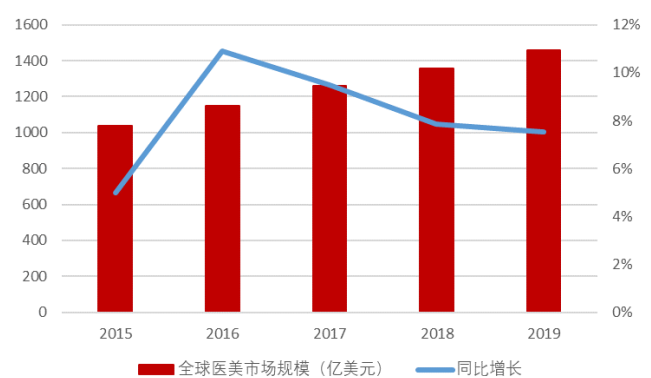


图 10：全球医美市场规模稳健增长



资料来源：ISAPS，东莞证券研究所

资料来源：ISAPS、Frost & Sullivan，东莞证券研究所

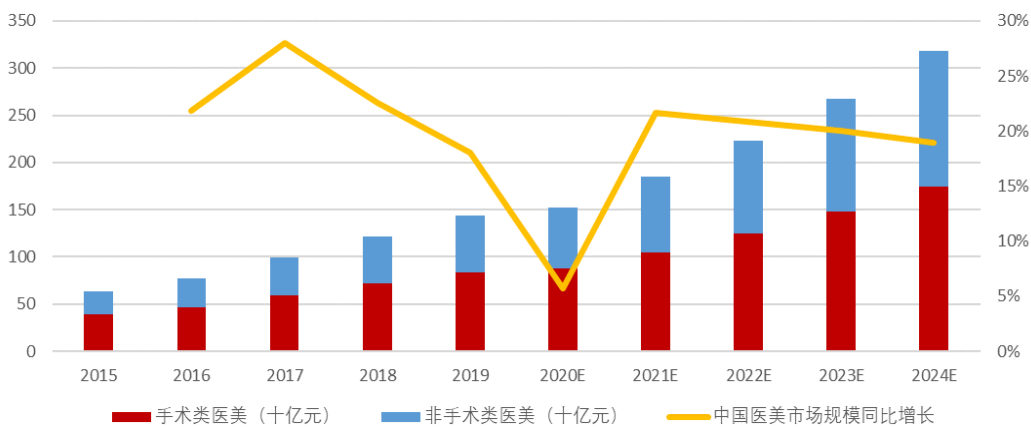
**中国医美市场规模高速增长，近两年增速有所放缓。**根据 Frost & Sullivan，我国医美市场规模近年保持扩张趋势，其中 2017 年之前医美市场规模年增速处于上升阶段，2017 年以后增速有所减缓。该现象的主要原因系 2017 年前民营医美机构数量大幅增加，网红文化催使当代人审美变化，医疗美容需求激增；2018 年开始，市场监管日趋严谨，中小医美机构资质参差不齐，部分经营不善的企业被清洗出场，对整体市场规模造成一定影响。2015 年-2019 年，我国医美市场规模从 637 亿元上升至 1436 亿元，CAGR 为 22.53%。



对比全球 8.94% 的市场规模复合增速，我国医美市场处于爆发式增长阶段。虽然 2020 年受疫情影响，我国医美行业规模增速下滑，但经过未来 3-5 年的行业自身调节，加以持续整治规范，预计正规医美市场可保持健康可持续发展，整体市场将逐步回暖。根据 Frost & Sullivan，预计到 2024 年，我国整体医美市场规模将增加到 3185 亿元，是 2019 年市场规模的 2.22 倍。

**轻医美发展势头更猛，受宠度节节攀升。**根据 Frost & Sullivan，我国轻医美市场规模近几年的年增速持续高于传统医美市场。复合增速方面，2015 年-2019 年，我国轻医美市场规模 CAGR 为 24.59%，而传统医美市场规模 CAGR 为 21.16%，反映出消费者对轻医美的接受度提速更快。从绝对规模来看，2019 年我国轻医美市场规模达到 600 亿元，同比增长 20.00%，占整体市场规模的 41.78%。根据 Frost & Sullivan，预计到 2024 年，我国轻医美市场规模将增加到 1443 亿元，占医美市场比重较 2019 年将增加 3.52 个百分点至 45.31%。在经济稳定发展的大环境下，随着人们从追求芭比脸到追求自然美的求美需求变化，叠加国内网红文化的催化，预计我国轻医美市场规模有望在未来 10 年内反超传统整形行业。

图 11：中国医美市场规模高速增长



资料来源：Frost & Sullivan，东莞证券研究所

## 2.2 我国医美渗透率偏低，市场空间潜力巨大

我国医美市场渗透率低，中年人群体渗透率极低，潜在市场空间可观。2019 年，我国医美市场渗透率为 3.6%，较 2014 年增长 1.2 个百分点。而韩国、美国、日本这前三大医美大国在 2019 年的医美渗透率分别为 20.5%、16.6%、11.0%。对标国际成熟医美市场，我国医美市场渗透率有望提升至 2019 年的 3 倍-5 倍。从具体年龄段来看，我国 20-25 岁人群的医美渗透率稳居首位，达到 7.18%；26-30 岁群体、31-35 岁群体、19 岁及以下群体和 36-40 岁群体的医美渗透率分别为 4.45%、2.75%、1.25% 和 0.51%。值得注意的是，我国 41 岁及以上人群的医美渗透率极低，仅为 0.04%。实际上，由于身体机能衰退、代谢减缓，41-60 岁人群对于抗衰老的需求应该更强，但我国年长人群接受新鲜事物速度较慢，且普遍缺乏医美教育，对医美持有反对和观望态度的人较多。若把该部分人群作为日后医美教育重点发展对象，市场渗透率有望进一步加速。另一方面，随着时间推移，医美消费年龄结构将逐渐改变，对医美接受度较高的人群将逐步演变为 41 岁及以

上群体,同时新进入 19 岁-41 岁阶段的人群对医美持有更客观态度,叠加医美教育深化因素,我国整体医美渗透率将日渐提升。

图 12: 中国大陆医美市场渗透率较低

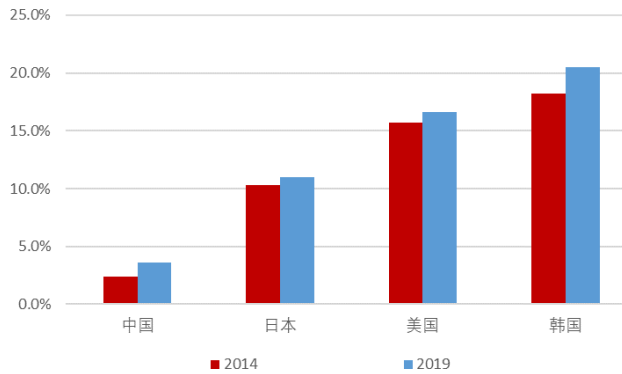
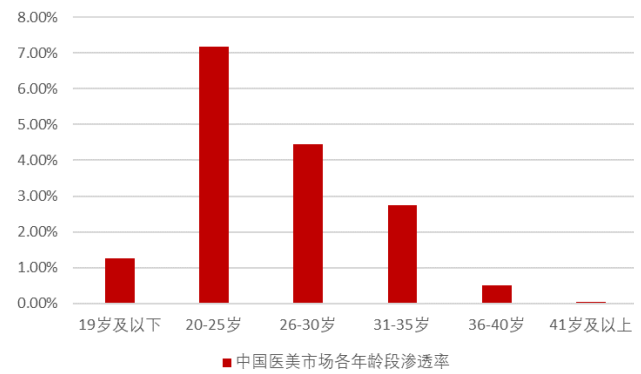


图 13: 我国各年龄段医美渗透率情况



资料来源: 前瞻产业研究院, 东莞证券研究所

资料来源: 前瞻产业研究院, 东莞证券研究所

**医美消费在一线城市火热, 低线城市未来或成一片蓝海。**根据新氧大数据, 18-40 岁为主要医美消费群体, 2018 年一线城市 18-40 岁人群的医美渗透率为 21.16%, 遥遥领先。新一线城市作为未来城市发展的大梁, 18-40 岁人群医美渗透率为 8.73%。而二线城市 18-40 岁人群医美渗透率仅 4.22%, 三四线城市更是少见医美者身影。2020 年, 我国医美市场规模前十的城市均为一线或新一线城市, 主要分布在东部和中部地区, 其中北京连续 4 年蝉联冠军。该现象主要是由经济发展程度和消费者受教育程度决定的, 低线城市的医美教育欠缺, 同时经济相对落后, 较难吸引合规医美机构建立, 也较推动医美这一项消费升级。根据国家统计局, 我国全国居民人均 GDP 在 2019 年达到 70,892 元, 2020 年受疫情影响下人均 GDP 仍达到 72,447 元, 实现人均 GDP 连续两年突破 1 万美元。人均可支配收入方面, 2020 年全国居民人均可支配收入达到 32,189 元, 较 2010 年实际增长 100.8%。同时, 城乡区域发展差距继续缩小, 2020 年城乡居民人均可支配收入之比由上年的 2.64 降至 2.56。随着时间沉淀, 低线城市经济发展加快追赶一线城市的脚步, 经济基础日渐扎实将为医美消费在低线城市下沉提供坚实基础。

图 14: 2018 年各线城市 18-40 岁人群医美渗透率

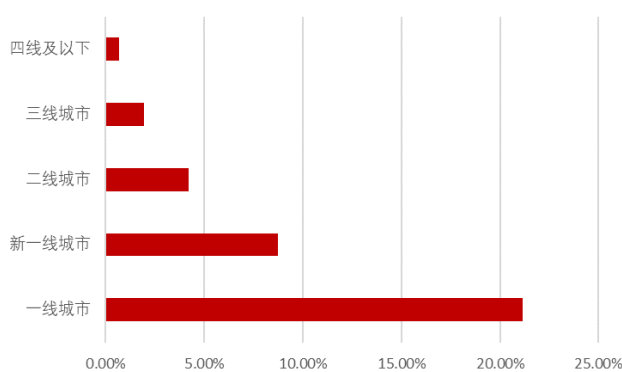


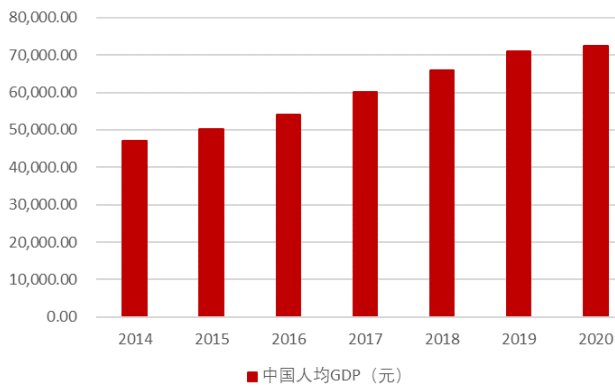
图 15: 医美市场规模前 10 的均为一线或新一线城市



资料来源: 新氧大数据, 东莞证券研究所

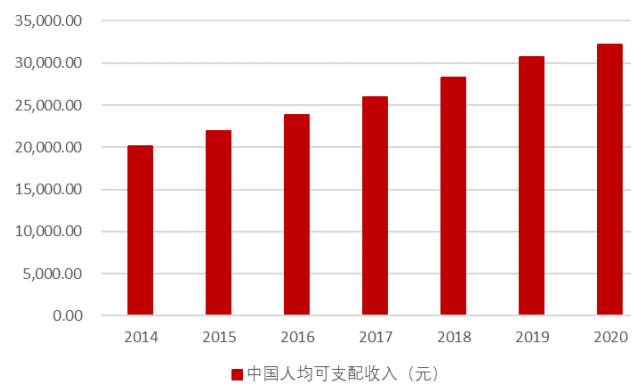
资料来源: 更美《2020 医美行业白皮书》, 东莞证券研究所

图 16: 我国人均 GDP 稳步增长



资料来源: 国家统计局, 东莞证券研究所

图 17: 我国人均可支配收入持续增加

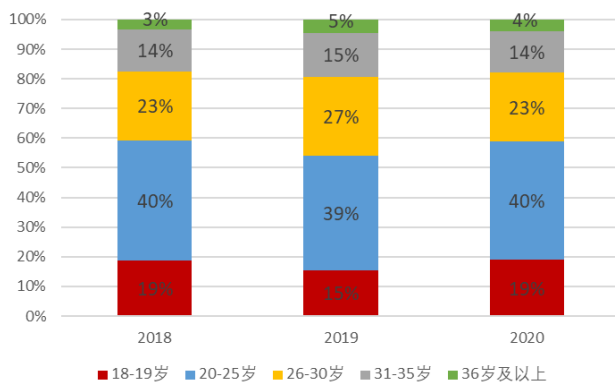


资料来源: 国家统计局, 东莞证券研究所

目前青年群体为我国医美消费主力军, 随时间推移将逐渐实现价量齐升。近年来, 90 后和 00 后群体为主要医美消费群体, 医美人数占比之和维持在 80%以上。2020 年, 医美消费者中, 20 岁-25 岁、26 岁-30 岁和 18 岁-19 岁群体的占比分别为 40%、23%和 19%。这反映了在互联网时代, 网红文化持续发酵, 年轻群体的求美观念更强烈, 行动更积极, 助力医美行业更上一层楼。从消费水平来看, 德勤发布的《中国医美市场趋势洞察报告》显示, 医美消费水平是随着消费者年龄增长而提高, 并且 35-40 岁人群的平均消费客单价最高; 20-25 岁医美人群虽然占比最高, 但相对消费力度较弱。长远来看, 随着时间推移, 目前医美消费主力军将逐渐迈进医美消费力较强的阶段, 使得医美人均消费金额逐步提升。在医美渗透率逐渐提高的大趋势下, 医美行业未来有望稳步进入价量齐升的阶段。

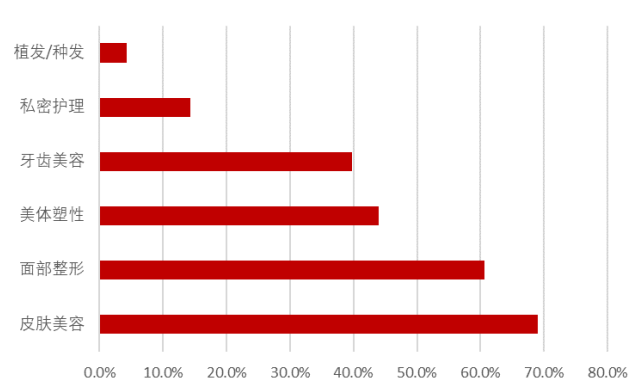
皮肤美容最受求美者欢迎, 复购率高助力市场扩容。根据艾瑞咨询《2020 年中国医疗美容行业洞察白皮书》, 约 69.0%的医美消费者都购买过皮肤美容项目, 其中美白亮肤和抗皱抗初老是最受欢迎的美肤型轻医美项目。从客户粘性来看, 轻医美项目有重复消费的特点, 特别是出于当代人追求美丽青春的本质需求, 大多数客户体验过恢复年轻的感觉后都会对轻医美产品进行复购。根据新氧调查数据, 新氧用户通常每 3-6 个月在线上复购一次, 2017 年的人均复购率已达到 92%。客户粘性保持高水平, 可持续为医美市场注入活力。

图 18: 90 后群体为我国医美消费主力军



资料来源: 新氧大数据, 东莞证券研究所

图 19: 我国医美消费者购买情况



资料来源: 艾瑞咨询, 东莞证券研究所

### 2.3 轻医美产品确定性高，行业上游占利润高地

**轻医美终端产品生产商占据利润高地。**医疗美容产业链中，行业上游为医疗美容耗材的生产商和器械设备的制造商，行业中游为医疗美容机构，包括公立医院的整形外科、皮肤科和非公立医疗美容机构，下游为广大终端消费者。公司为医疗美容行业上游的耗材生产商。由于行业上游的生产价值最高，轻医美终端产品在整条产业链中的确定性最高。医美行业上游的技术壁垒、资金壁垒和牌照壁垒较高，企业要研发和生产医美产品，必须具备完善的生产设备、充足的研发支持和先进的工艺技术。因此，医美行业上游集中度高，企业议价能力强，终端产品毛利率普遍超过 90%。相反，中游企业利润率参差不齐。中游企业多为民营医美机构，2018 年民营机构收入占整体医美行业规模的 81.5%。医美机构的进入门槛较低，行业分散且竞争激烈，大型/连锁企业较少，中小企业利润被销售费用侵蚀。以专治颈纹的玻尿酸产品嗨体为例，嗨体 2019 年平均出厂价约为 352.16 元，毛利率高达 92.99%。零售价来看，新氧平台上 1.5ml 嗨体的售价在 780 元-2680 元之间，是出厂价的 2.2 倍-7.6 倍。除去平台利润抽成，价差区间较大的主要原因系医美机构资质不尽相同、获客能力差异较大、整形外科医生资历参差不齐。虽然医美产业链中游的整体利润空间庞大，但单个企业利润率不及上游企业。

### 2.4 透明质酸备受青睐，国产替代步伐加快

**注射类项目在国内大受欢迎，透明质酸最受青睐。**轻医美项目中，大多数国家消费者更倾向于选择注射类项目，该现象在中国尤为明显。2019 年，中国医美注射类疗程量占非手术类疗程总量的比重高达 84.72%，远高于美国和日本的占比（69.27%和 51.03%）。在注射类细分项目中，我国消费者更青睐透明质酸。透明质酸通常也被成为玻尿酸，2019 年玻尿酸占医美整体注射项目比重高达高达 66.59%。

图 20：非手术之注射类医美项目在中国热度最高

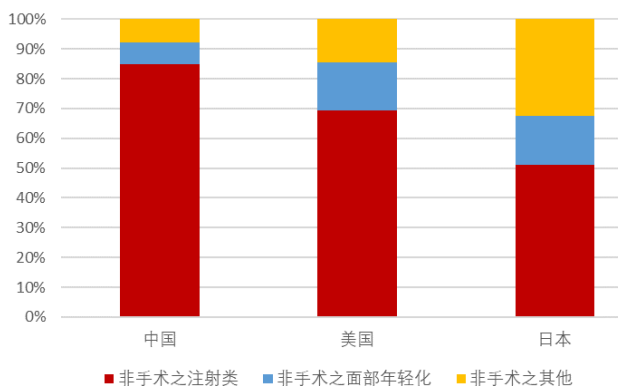
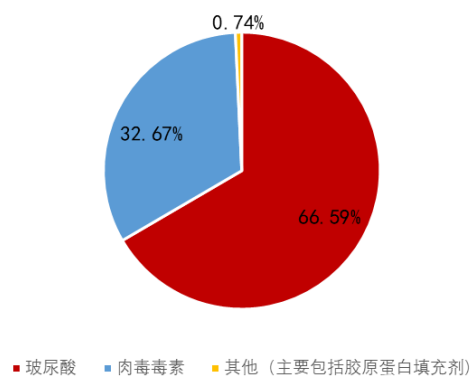


图 21：2019 年中国医美注射类细分项目疗程量占比

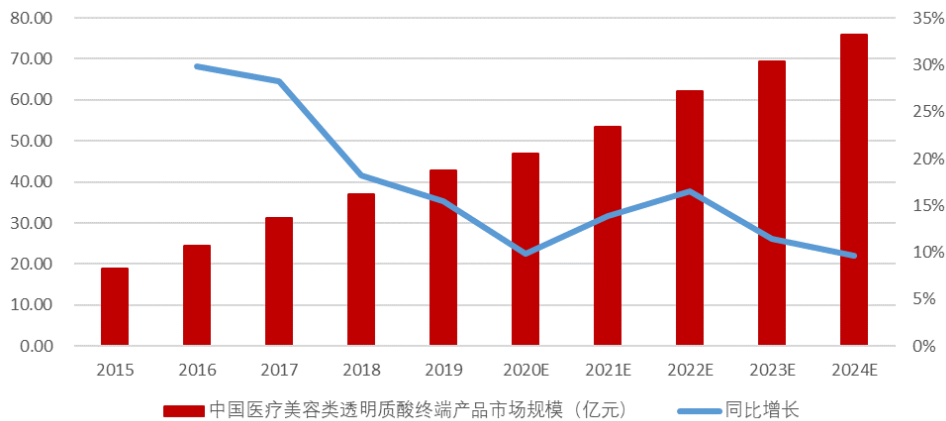


资料来源：ISAPS、新氧大数据，东莞证券研究所

资料来源：新氧大数据，东莞证券研究所

**我国医美类透明质酸终端产品规模持续增长。**2015 年-2019 年，我国医美类玻尿酸终端产品市场规模从 18.8 亿元上升至 42.7 亿元，CAGR 为 22.76%。从增长速度来看，我国医美类玻尿酸终端产品市场规模同比增速近年来呈下滑趋势，Frost & Sullivan 预计其规模增速在未来 5 年内会围绕 15%的水平上下波动，逐渐稳定。

图 22：中国医美类透明质酸终端产品市场规模日渐增长



资料来源：公司年报，东莞证券研究所

备注：透明质酸原料可分为食品级、化妆品级、医药级。

医药级透明质酸原料可用于医疗美容类、骨科治疗类、眼科治疗类以及其他医药级透明质酸终端产品。

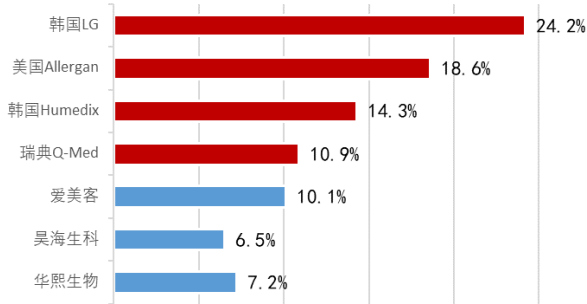
**国内玻尿酸医美终端产品格局较稳定，国产替代进程加快。**目前国内市场上进口玻尿酸产品的主流供应商有 4 家，分别为韩国 LG、美国 Allergan、韩国 Humedix 和瑞典 Q-Med，国产玻尿酸产品供应商有 3 家，包括爱美客、昊海生科和华熙生物。销售额方面，进口产品连续多年包揽前四名，其中韩国 LG 公司蝉联第一。2019 年，韩国 LG 公司玻尿酸产品市场份额（按销售额）为 24.4%，前四名外资企业市场份额约 68%，进口产品占据主导地位。而爱美客的玻尿酸产品于 2018 年和 2019 年市场份额分别为 8.6% 和 10.1%，占领国产品牌销售额首位。销售量方面，2018 年，国产玻尿酸销量已超四成，国产品牌逐渐崛起。根据 Frost & Sullivan，截至 2019 年，爱美客玻尿酸类注射产品，公司市场份额（按销售量）已经达到 26.5%。公司市场份额近年来快速提高的主要原因系嗨体产品作为国内唯一一款专门去颈纹的玻尿酸产品，从推广期进入成熟期，销量大涨。

**国产产品与进口产品差距有望逐渐缩小。**由销售额和销售量比较得到的市场份额之间存在较大差异，反映出玻尿酸国货虽然在销量上逐渐赶超洋货，但是高端产品线发展不够完善，因此整体国产品牌市场规模不及进口产品。一方面，国产玻尿酸和进口玻尿酸的效果维持时间不同，这是因为一些国外的进口玻尿酸所添加的交联剂成分多，交联剂让玻尿酸连接更加紧密，因此在体内维持时间更久。另一方面，瑞典 Q-Med 的瑞蓝玻尿酸和美国 Allergan 的乔雅登玻尿酸在使用后发生迟发型超敏反应的概率极低，虽然国内研发实力不断增强，国产玻尿酸已经有质的飞跃，部分产品在质量上甚至已经超过韩国，但在降低过敏率方面与上述两种进口产品仍有差距。随着国产玻尿酸类注射产品的交联方法和生产工艺不断革新，使国产产品在浓度、交联度、颗粒大小、硬度、凝聚性等方面与进口产品的差距逐渐缩小，玻尿酸国产替代进程将日渐深化。

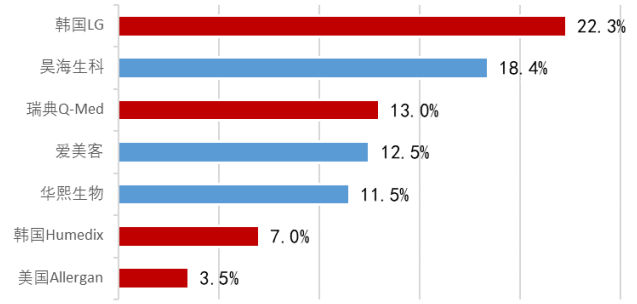
图 23：玻尿酸产品国产替代空间大

图 24：2018 年国产玻尿酸销量已超四成

2019年中国医美HA产品销售额排名



2018年中国医美HA产品销售量排名



资料来源: Frost & Sullivan, 东莞证券研究所

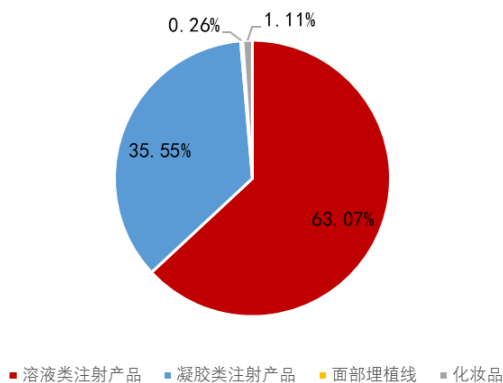
资料来源: Frost & Sullivan, 东莞证券研究所

### 3、公司聚焦轻医美，畅游医美蓝海

#### 3.1 公司聚焦轻医美，产品布局差异化

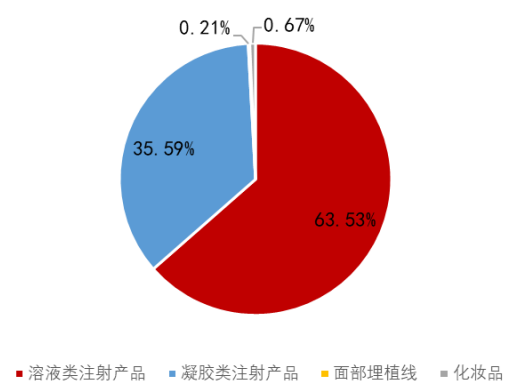
公司专注玻尿酸产品，占先发优势，享行业红利。2020年，公司玻尿酸产品收入在营收中贡献超过98%，玻尿酸产品毛利占公司整体毛利的比重超过99%。由于公司前期专注玻尿酸产品研发，才取得迄今为止医美行业中的4个“首款”产品，可见公司战略布局具有前瞻性。2009年，公司推出国内首款透明质酸钠类注射填充剂（逸美），利用先发优势填补国内市场空白，凭借研发硬实力打造自主品牌，配合营销手段提升公司知名度。紧接着，公司逐渐推出创新型产品，包括国内首款含PVA微球的透明质酸钠注射填充剂（宝尼达）、国内首款含利多卡因的透明质酸钠注射材料（爱芙莱）、国内首款临床用于颈纹修复的复合注射材料（嗨体），以及国内首款面部埋植线产品（紧恋）。多个“首款”产品逐渐巩固公司在医美行业中的领先地位，同时辐射品牌效应，带动公司产品销售活跃度。其次，国产自主品牌的崛起亦带动国内医美行业的快速发展，公司作为行业领跑者畅享行业红利。

图 25：公司玻尿酸产品收入占比超过 98%



资料来源: 公司年报, 东莞证券研究所

图 26：公司玻尿酸产品毛利占比超过 99%



资料来源: 公司年报, 东莞证券研究所

公司产品布局差异化，满足多个细分市场的消费需求。公司是国产医美透明质酸系列产品领域的领导者，在行业内拥有最丰富的III类医疗器械产品。医美产品兼具医疗和消费

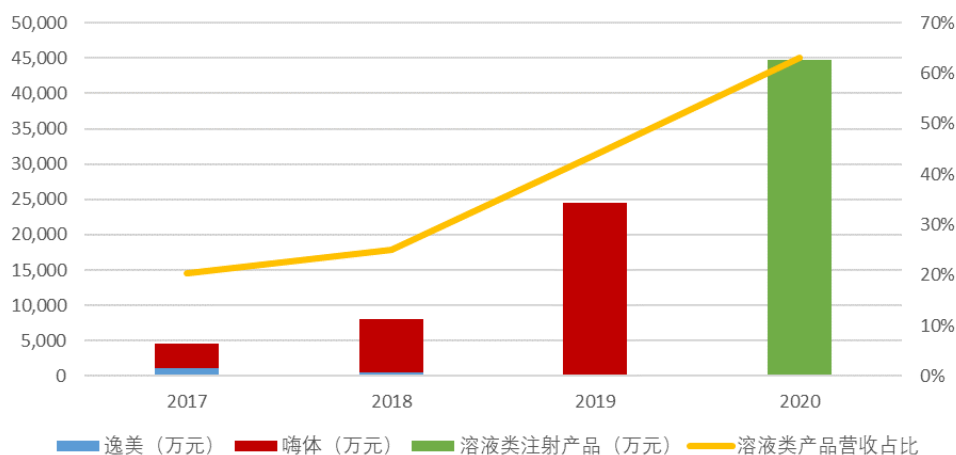
属性，公司抓住消费者的消费升级心理，陆续推出五款透明质酸钠系列注射产品（填充类玻尿酸）。该系列产品以透明质酸钠为主要基材，加入羟丙基甲基纤维素、PVA 凝胶微球、肌肽等高分子复合材料和氨基酸、维生素等多种营养物质，发挥了各材料间的协同互补作用，在配方组分、适用部位、技术运用、注射或植入层次及修复效果上均有所不同。“嗨体”专攻去颈纹治疗，垄断国内颈纹针细分市场；“宝尼达”是长效玻尿酸，服务高端客户；“爱芙莱/爱美飞”含利多卡因，可以减缓疼痛，提升客户体验感。另一角度来看，产品差异化布局可以在一定程度上分散市场竞争加剧风险，当市面上同质玻尿酸产品增加时，同系列的其他产品可以为公司留住一定市场份额，降低减价压力。

### 3.2 “嗨体”升级明星单品，热潮不退

**嗨体爆款持续火热。**公司嗨体产品于 2017 年上半年正式推向市场，当年收入为 0.34 亿元。经过 2-3 年的市场培育期，嗨体产品逐渐放量，2019 年公司嗨体收入已经达到 2.43 亿元，是 2017 年的 7 倍。公司溶液类注射针剂产品包括逸美和嗨体，2019 年嗨体收入占溶液类产品的比重已超过 99%。2020 年，公司全年业绩主要增长来自于以嗨体为核心产品的溶液类注射针剂，其收入占营收比重已高达 63.07%，同比上升 19.2 个百分点。

**稀缺性成就嗨体王者地位。**公司的嗨体产品销量大幅增长，一方面得益于公司精锐的营销团队和完善的营销网络，另一方面还是靠产品的硬实力。目前国内颈纹治疗市场上，有局部注射、光电和线雕术等手段，而嗨体是国家药品监督管理局（NMPA）批准的唯一一款改善颈部皱纹的 III 类医疗器械。就局部注射方法而言，颈纹填充都是在真皮层，注射层次相对较浅，如果采用普通玻尿酸填充，容易在颈纹位置形成明显的两道棱，很不美观。而局部注射嗨体，能够通过刺激胶原蛋白增生和填充，有效改善颈纹和肤质。光电手段方面，激光、射频更适合轻度颈纹，且需要多次治疗；对比之下，嗨体祛颈纹的效果立竿见影，舒适感更高。而对于顽固性的颈部横纹，医生通常会建议做综合治疗，即采用局部注射和光电等手段联合治疗，取得更好更持久的疗效。因此，在颈纹治疗市场上，嗨体的研发成功使得国内祛除颈纹市场更加成熟，直击医美消费者需求，产品推出后大受欢迎。同时，目前国内市场无同类竞品和同类在研产品，公司于未来 2-3 年内将在颈纹治疗细分市场独占鳌头。

图 27：嗨体收入爆发式增长



资料来源：公司年报，东莞证券研究所

备注：2020 年公司仅公布溶液类注射针剂收入之和

表 2：国内常见用于去颈纹的医美项目

常见项目	注射层次	原理	特点
嗨体	真皮层	嗨体的主要成分是氨基酸、肌肽、维生素，基础成分为透明质酸，所有成分均为皮肤组织合成胶原蛋白的必须物质。常常作用于真皮层，可以抚平细纹，收紧皮肤、让皮肤水润有弹性、恢复皮肤健康状态。	效果立竿见影，缺点是注射后局部有轻微出血点或淤青，一般可在数小时至数天内恢复。 可联合肉毒毒素注射，发挥协同作用。
射频	真皮层	通过热能作用于真皮组织及皮下组织，在达到一定温度后，真皮胶原纤维会发生即刻收缩和变性，并继发持续的胶原新生和重塑，同时增强组织新陈代谢，使真皮层的厚度和密度增加，达到除皱目的。比如热玛吉，热拉提、深蓝射频等。	以热玛吉为例，其疗效较显著，维持时效较长，但疼痛感强。
点阵激光	真皮层	使用仪器发出激光能量，对皮肤照射，使皮肤组织重多余水分汽化，去除皮肤表层老化的角质层，修复真皮内的胶原纤维。	效果较好，但存在术后色素沉着风险。
埋线	真皮层	利用含胶原蛋白的 PDO/PPDO 线材，植入皮肤深层，通过持续刺激胶原再生，促进新陈代谢，更新老化肌肤，促进真皮层的胶原蛋白和成纤维细胞的生长，达到紧致颈部皮肤，淡化纹理的效果。	效果较好，但可能引起局部的疼痛和肿胀，一般 2 天后可消除。 羊肠线过敏者不适用。
微针	中胚层	采用超微渗透技术，将定量的营养物质及活性成分精准输送到颈部皮肤中胚层，刺激皮肤新陈代谢，促进胶原蛋白增生。	未作用于皮肤真皮层，效果与其他方式相比有较大差距

资料来源：丁香医生、柠檬爱美、美呗，东莞证券研究所

### 3.3 公司创新不停，爆款不断

#### 3.3.1 研发创新与战略投资双管齐下

公司注重研发和对外投资。2020 年，公司研发费用为 6180.40 万元，研发投入占营业收入 8.71%，研发投入金额同比增长 27.26%，专利申请 4 篇，获得授权 4 篇。截至 2020 年末，公司累积拥有 41 篇专利，其中发明 23 篇；拥有组织仿生液、仿生脱细胞组织制备和多功能止血材料制备等 8 项核心技术。同时，公司为进一步提升产品线的长期竞争能力，于 2020 年通过投资等方式加大对外合作力度：①公司与韩国 DongBang 合资成立东方美客，进行埋植线产品的研发和生产；②公司通过投资取得杭州先为达生物科技有限公司 2% 股份，丰富和完善公司在生物药肥胖症治疗方向的业务布局，以期未来在 GLP-1 的市场竞争中获得优势；③公司与山东诚创蓝海医药科技有限公司达成协议，以技术转让方式引进局部外用麻醉乳膏产品；④公司与宁波仰华企业管理咨询合伙企业（有限合伙）共同投资设立有限合伙制私募基金青岛博睿爱美投资合伙企业（有限合伙），投资布局产业链。



公司在研管线丰富，保障持续的创新能力和产品输出能力。2020年，公司继续加速推进医美方向产品的研发工作，建立了组织工程支架和修复型填充剂的研发技术平台。目前公司共有8个主要在研项目。其中，用于皮肤填充的童颜针和手术防粘连产品已经进入注册申报阶段（其中童颜针有望于2021年H1拿证），用于祛除动态皱纹的肉毒针和用于慢性体重管理的利拉鲁肽注射液已处于临床阶段，用于局部溶脂的脱氧胆酸注射液已提交临床申报。另外有两个比较新的产品，分别是东方美客的埋植线产品和以技术转让形式引进的局部外用麻醉乳膏产品。

**表 3：公司主要在研项目情况**

产品名称	产品类别	自主/合作研发	研发阶段	详情
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	自主研发	注册申报	用于皮肤填充。含有聚乳酸微球的复合填充材料，具有中长期的维持效果。
医用聚羧甲基葡糖胺聚糖凝胶	III类医疗器械	自主研发	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	自主研发	注册检验	用于硬脑膜和软组织修复。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（肉毒针）	生物药品	与韩国 Huons 合作	临床阶段	医疗美容中用于去除动态皱纹等。属于已上市同种产品的生物类似药。
利拉鲁肽注射液	生物药品	自主研发（子公司）	临床阶段	基因重组蛋白药物，用于慢性体重管理。适用于初始体重指数（BMI）为30kg/m <sup>2</sup> 及以上（肥胖）或BMI为27kg/m <sup>2</sup> 及以上（超重）并伴有至少一种与体重相关的并发症（如高血压、II型糖尿病活高血脂症）的成人患者。
脱氧胆酸注射液	生物药品	自主研发（子公司）	临床申报	局部溶脂药。脱氧胆酸是存在于胆汁中的一种游离胆汁酸，具有较强的表面活性，能破坏和溶解细胞膜，使小范围局部皮下脂肪溶解减少。去氧胆酸可用于治疗和改善成人中度至重度颌下脂肪的凸起或丰满（双下巴）。
第二代理植线产品	III类医疗器械	与韩国 DongBang 合资设立东方美客	完成实验室阶段开发	进一步扩大公司对面部埋植线的研究和临床应用。
利多卡因丁卡因乳膏	化学药品	与山东诚创合作	临床前研究	用于缓解在打针或激光治疗的过程中出现的疼痛，提高患者临床体验感。

资料来源：公司年报、招股说明书、公司公告，东莞证券研究所

### 3.3.2 在研项目或成新一代爆款

#### （1）童颜针，能否一夜回春？

国内未有获批 NMPA 认证的童颜针产品。童颜针的主要成分是聚左旋乳酸（PLLA）。不同于玻尿酸和胶原蛋白填充剂，童颜针不是单纯的物理填充，而是通过刺激宿主的免疫反应，吸引皮下大量的巨噬细胞和其他免疫细胞，这些细胞可以产生趋化因子和细胞因子，导致成纤维细胞的增值及其肌成纤维细胞的分化，合成大量的胶原蛋白，从而恢复皮下

容量，弥补胶原的流失。童颜针能直接刺激胶原蛋白的产生，治疗一个月后可以初步看到效果，3-6个月皮肤修复后效果会更加显著。目前国外有3种童颜针，分别为Sculptra（塑然雅/舒颜萃），Derma Veil（得美妍）和Aesthe Fill（爱塑美）。虽然升级版童颜针和新一代4D速溶童颜针在技术和安全方面有所升级，但在中国仍未通过NMPA认证。而国内所谓的童颜针大多是I类医疗器械，例如市面上推广较多、比较具有代表性的瑞博、欧倍颜和仙诺德童颜针。这类产品并未达到国家要求的可用于注射的III类医疗器械的标准，但是某些诊所还是会使用来填充。

**童颜针上市在即，或成新一代爆款。**与市场同类产品相比，公司童颜针具有一定创新性，采取预先配置方式而非保持冻干粉状，简化操作流程，同时在童颜针配方中添加玻尿酸，以期达到更好的填充美肤效果。公司稳步推进童颜针产品进度，目前处于补充材料阶段，有望在2021年上市，成为国内首款获得III类医疗器械认证的童颜针。近年来，随着医美在国内蓬勃发展，童颜针在国内市场知名度也越来越高。加上花大价钱为保童颜的明星愈发增加，给国内医美消费者带来较大影响，远赴港台甚至国外注射童颜针的求美者越来越多。同时，童颜针因为稀缺性导致价格较高，新氧平台上香港美容机构的童颜针售价约在5999元-8800元之间。公司童颜针上市后，将填补国内市场空白，借此收获大批医美客户，进一步提高品牌知名度，增加市场份额，加快国产替代进程。

表 4：市面上常见童颜针

产品名称	原产地	是否通过 NMPA 认证	维持时间	特点
Sculptra (塑然雅/舒颜萃)	法国	否	2 年以上	第 1 代童颜针，可促进胶原蛋白再生。需要提前 48 小时配制，注射层次过浅容易出现结节。经美国 FDA 认证。
Derma Veil (得美妍)	美国	否	2 年以上	升级版童颜针（速溶童颜针），法国专家研制。除传统作用，它因含有甘醇酸，注射后还可提亮肤色。经美国 FDA 认证。
Aesthe Fill (爱塑美)	韩国	否	2.7 年以上	4D 速溶童颜针，由法国，日韩两国联合研制。属于双旋聚乳酸，胶原增加的会更好。

资料来源：新氧，东莞证券研究所

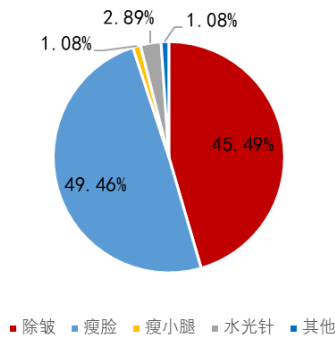
## （2）肉毒针，除皱瘦脸两不误

**肉毒针风靡全球，国内最受欢迎的是除皱和瘦脸。**肉毒针主要用于祛除皱纹和放松肌肉，主要原理是阻断神经与肌肉的神经冲动，让过度收缩的肌肉松弛，麻痹过于发达的肌肉，让肌肉纤维变细，慢慢缩小原本肥厚的肌肉。肉毒针在医美消费上应用广泛，常用于祛皱、瘦脸、瘦腿、瘦肩，此外还有提升下颌缘、提眉、止汗和脂溢性脱发等小众项目。根据肉毒毒素白皮书，我国肉毒毒素使用最多的适应症是瘦脸和除皱，2017年占比分别为49.46%和45.49%。就除皱而言，肉毒毒素应用最多的治疗部位是鱼尾纹，占比高达68.60%，皱眉纹和额纹次之，占比分别为15.88%和14.44%。肉毒毒素注射操作简单，无须动刀，副作用小，见效迅速，凭借其治疗效果的稳定性和安全性逐步得到认可。

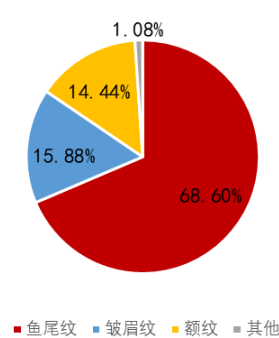
图 28：肉毒毒素用于除皱和瘦脸最受欢迎

图 29：除皱应用最多的部位是鱼尾纹

美容领域医生使用肉毒毒素针对的主要适应症分布



美容领域医生肉毒毒素最常见治疗部位



资料来源：肉毒毒素白皮书，东莞证券研究所

资料来源：肉毒毒素白皮书，东莞证券研究所

我国肉毒毒素市场规模增长较快。2016年-2018年，全球A型肉毒毒素市场规模从37.6亿美元上升至55亿美元，CAGR为20.9%；同期，中国肉毒毒素正规市场规模从22.4亿元上升至39.2亿元，CAGR为32.3%，较全球水平高11.3个百分点。根据艾瑞咨询，我国医美市场上黑针剂猖獗，流通针剂中约2/3都为水货和假货，以此推算，肉毒针实际消耗量约为正规针剂的3倍。

图 30：全球 A 型肉毒毒素市场规模稳定增长

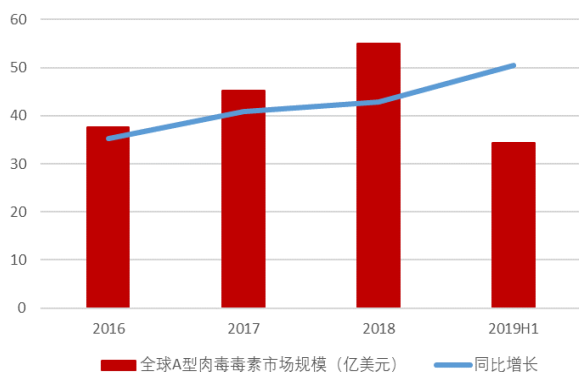
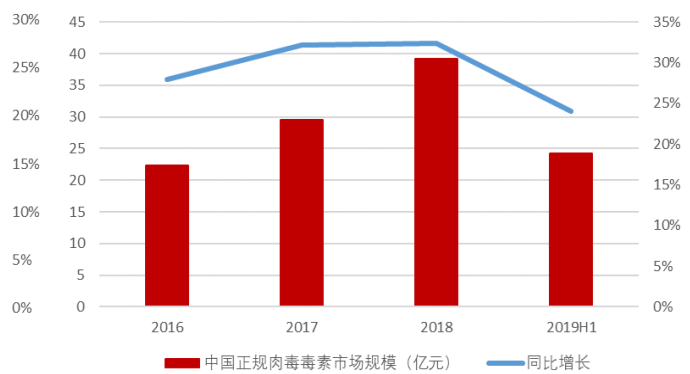


图 31：中国肉毒毒素市场规模快速增长



资料来源：立木信息咨询，东莞证券研究所

资料来源：立木信息咨询，东莞证券研究所

备注：A型和B型肉毒杆菌素可用于医疗美容和临床治疗，其中A型肉毒毒素效果更好且使用更广泛，B型主要用于对A型肉毒毒素产生抗体的患者。

我国肉毒毒素市场竞争格局将持续变革。目前国内通过NMPA认证的肉毒针有4种，包括中国生物兰州所的衡力、美国Allergan的Botox（保妥适）、英国的Dysport（吉适）和韩国的Letybo（乐提葆）。其中衡力和Botox上市超过20年，在肉毒针细分市场一度维持双雄称霸的格局。Dysport和Letybo在2020年前后上市，前者在欧洲销量第一，在韩国市占率第四；后者在韩国市占率位居首位，超过40%。这两个知名品牌的加入，将使得中国肉毒毒素市场格局将出现新的变化。而衡力与进口产品相比，具有明显价格优势，预计受影响更小。另一方面，目前有多家企业正在进行肉毒毒素临床研究，大多采取代理或合作方式引进肉毒针。华熙生物与Medytox的合资公司的肉毒毒素产品已提交上市申请，处于审批的最后阶段。2020年6月，Medytox被查实通过材料造假获得流通许可，被韩国相关部门吊销旗下3款肉毒毒素产品（Medytoxin、Medytoxin 50U、Medytoxin 100U）的批准文号，但对国内市场审批暂无影响。北京大熊伟业进度最快，已进入临床III期。爱美客也已处于临床阶段，有望及时进入市场瓜分蛋糕。

表 5：国内肉毒毒素在研情况

产品	企业	在研进度
注射用 A 型肉毒毒素	北京大熊伟业医药科技/大熊制药	临床 III 期
注射用 A 型肉毒毒素	爱美客 & Huons	临床试验
长效肉毒毒素	复星医药 & Revance	申报临床
注射用 A 型肉毒毒素	华东医药 & Jetema	申报临床
注射用 A 型肉毒毒素	华熙生物 & Medytox	上市申请 *注：合作方因伪造实验材料，被韩国吊销其 A 型肉毒毒素生产许可，但未对中国市场造成直接影响。

资料来源：药智数据、NMPA，东莞证券研究所

**爱美客与 Huons 合作具备独特优势。**其一，Huons 公司本身历史悠久，成立超过 50 年，从生产牙科局部麻药的制药公司开始，到实现多个医药细分领域的大健康产业布局，主营药品、医疗器械、美容护肤等产品的研究、生产和销售。其二，Huons 公司对进军中国医美市场经验较丰富。在与爱美客合作前，Huons 公司曾与林特医药合作，由其担任得玛莎水光注射仪和艾莉薇玻尿酸的中国区代理。第三，就 Huons 的肉毒毒素产品而言，Hutox “橙毒”是韩国第四款商业肉毒毒素产品（在韩国名为 Liztox）。虽然橙毒目前在国内仍处于临床试验阶段，但其名气在国内医美消费圈里不亚于衡力和保妥适，并且流行于医美灰产圈。

### （3）利拉鲁肽，体重管理新宠

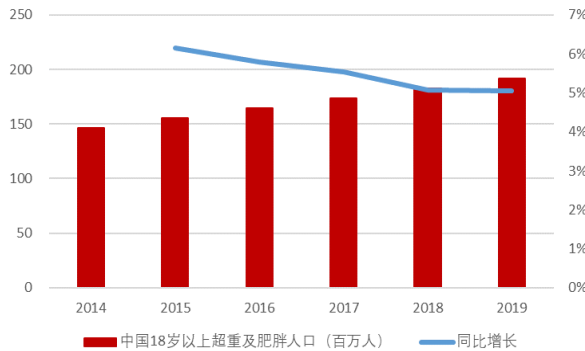
**我国超重及肥胖人群发展态势日益严峻。**根据柳叶刀数据，我国成年男性和女性肥胖人口在 2014 年超过美国，跃居世界第一。2014 年-2019 年，我国超重和肥胖人数稳定增长，18 岁以上的超重及肥胖人口数量从 1.46 亿人上升至 1.92 亿人，CAGR 为 5.52%。儿童肥胖方面，根据《中国儿童肥胖报告》，我国 2017 年 7-18 岁城市男性和女性超重与肥胖检出率分别为 28.2%和 16.4%，农村为 20.3%和 12.8%。

**利拉鲁肽为减肥药新宠。**美国 FDA 先后批准了 5 款减肥药，分别为奥利司他、芬特明/托吡酯、氯卡色林、安非他酮/纳曲酮，以及利拉鲁肽；而目前较常用且通过国内批准的只有副作用较小的奥利司他。随着全球减肥药市场发展，作为美国批准的第五款减肥药利拉鲁肽风靡国外，国内尝试通过注射利拉鲁肽进行减肥的消费者络绎不绝。利拉鲁肽是一种人胰高糖素样肽-1（GLP-1）类似物，用于治疗糖尿病。2011 年，诺和诺德的利拉鲁肽降糖药物（诺和力）在中国获批上市，属于处方药物。由于这种药物同时会抑制食欲、延缓胃排空、让人产生饱腹感，诺和诺德顺势研发利拉鲁肽作用于肥胖症的新适应症，2014 年经美国 FDA 批准后推出 Saxenda 减肥针。相比于奥利司他，利拉鲁肽（GLP-1 类药物）的减重效果更明显。虽然价格较高，利拉鲁肽在上市后仍大受欢迎，2019 年利拉鲁肽减肥药市场规模达到 9.02 亿美元，是 2015 年的 12 倍，2015 年-2019 年 CAGR 为 87.49%。

**利拉鲁肽减肥药竞争格局较好。**根据 Wind 医药库，目前有超过 10 家企业在研利拉鲁肽，其中大多用于治疗 II 型糖尿病，只有寥寥几家在研究其用于成人肥胖或超重的适应症。其中江苏万邦生化和杭州九源的利拉鲁肽减重项目已处于临床 III 期，爱美客的利拉鲁肽

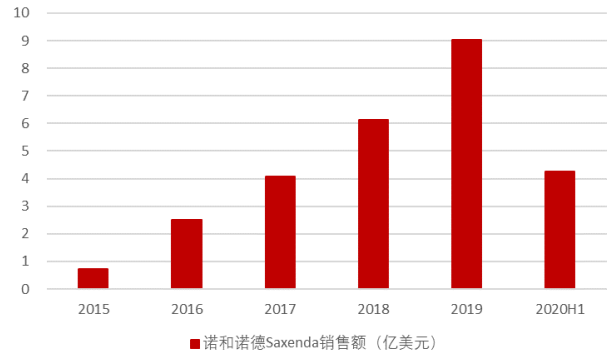
项目已进入临床阶段，以治疗 II 型糖尿病适应症为过渡，后期将继续开展肥胖症适应症的临床项目，有望及时进入市场分得一杯羹。

图 32：中国超重和肥胖成人数量稳定增加



资料来源：华经产业研究院，东莞证券研究所

图 33：诺和诺德利拉鲁肽减肥药销量快速增长



资料来源：华经产业研究院，东莞证券研究所

表 6：市面上常用减肥药

名称	作用	不良反应/禁忌
奥利司他	减肥效果明显，可改善肥胖青少年的内皮功能和 LDL-胆固醇，通过改善内皮功能改善心血管危险因素，改善超重或肥胖的初发 2 型糖尿病患者的胰岛素抵抗水平，同时减少体脂量，进一步降低患者的血糖水平，可以降低舌部原位肿瘤的增殖和转移。	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 一般有胃肠道症状，症状较轻，与药物阻断脂肪吸收有关。</li> <li>◆ 怀孕或母乳喂养者禁用。</li> </ul>
氯卡色林	可作为辅助改变生活方式以长期控制体重和代谢健康的作用，诱导高血糖症的缓解以及微血管并发症的风险。	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 有潜在的心脏瓣膜副作用，同时还存在一些不良反应，如上呼吸道感染、头痛、头晕和恶心等，另外需注意潜在的成瘾风险。</li> <li>◆ 患有严重肾功能不全或严重肝功能不全或孕妇不应使用。</li> </ul>
盐酸芬特明/托吡酯	服用芬特明的人报告饥饿感降低的可能性更大，以此来降低摄入量减轻体重，可显著降低糖尿病发生率，有效降低体重和肥胖者患心血管疾病的风险。	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 常见副作用主要有口干、便秘、失眠、心悸、头晕、味觉障碍、胎儿毒性、心率升高、自杀倾向、急性闭角型青光眼、情感和睡眠障碍、认知损伤和代谢性酸中毒。</li> <li>◆ 心血管疾病是禁忌症。其他禁忌症包括甲状腺功能亢奋，青光眼，躁动，药物滥用史，怀孕、母乳喂养以及单胺氧化酶抑制剂的当前或近期使用。</li> </ul>
纳曲酮/安非他酮组合剂	联合治疗能显著降低脂肪组织，改善葡萄糖和胰岛素水平。	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 恶心、呕吐、口干、便秘、头痛、失眠等，同时也发现该药对胎儿有致畸作用。</li> <li>◆ 高血压，癫痫发作，进食障碍或终末期肾功能不全、怀孕、不与其他含有安非他酮的产品一起使用，也不适用于长期服用阿片类药物或急性鸦片停药的患者。</li> </ul>
利拉鲁肽	能显著减轻体重，具有降低重大心血管（MACE）风险的优势，可作为降糖药抑制血糖，减少晚期瘦型非酒精性脂肪性肝炎的损伤。	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 恶心、腹泻、便秘、呕吐、低血糖、食欲下降。</li> </ul>

		<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 磺酰脲类药物利拉鲁肽不适宜与其他胰岛素促分泌剂禁忌使用。胰岛素受损患者、肾脏受损、体虚者不宜使用。</li> </ul>
--	--	---

资料来源：新氧，东莞证券研究所

### 3.4 vs 同业上市公司，爱美客盈利能力强，研发力度大

选取同行业的主要上市公司对比，分别包括爱美客、昊海生科、华熙生物、华东医药。其中爱美客专注于医美填充类产品，同时推出埋植线产品；华熙生物业务覆盖透明质酸原料及相关终端产品的完整产业链，其中医美产品主要为注射用玻尿酸；昊海生科产品覆盖眼科、医美、骨科、防粘连及止血四大领域；华东医药业务覆盖范围较广，涉足医药商业、医药工业和医美行业。四家公司的共同业务是医美产品的研发、生产和销售。

**爱美客医美业务毛利率数据更胜一筹。**不同于华熙生物、昊海生科和华东医药，爱美客始于医美，专于医美，精于医美。医美产品普遍毛利率较高，而爱美客专注于医美业务，受益于行业特点，爱美客的毛利率长期保持高位。近年来，爱美客整体毛利率呈现上升趋势，2019年-2020年，爱美客的销售毛利率均超过92%。为增加可比性，此处仅将其余三家公司含有医美业务的业务板块的毛利率与爱美客的毛利率作比较（华熙生物的医疗终端产品业务、昊海生科的整形美容与创面护理产品、华东医药的国际医美业务）。2019年，华熙生物的医疗终端产品收入占其主营业务收入比重为25.94%，业务毛利率为86.67%；昊海生科的整形美容与创面护理业务占其营收比重为18.75%，业务毛利为90.38%；华东医药的国际医美业务收入占营收比重仅1.44%，业务毛利率为72.41%。综合来看，爱美客的医美业务毛利率排名第一，而华东医药的医美业务毛利率较低，主要原因是华东医药通过代理引进国外产品或收购外资公司拓展医美业务线，产品毛利率不及自主研发的产品。

表 7：医美行业主要上市公司各产品的营收占比及毛利率情况

主营产品/业务	主营业务收入（亿元）	占比	毛利率
<b>爱美客</b>			
溶液类注射产品	4.47	63.07%	92.85%
凝胶类注射产品	2.52	35.55%	92.27%
面部埋植线	0.02	0.26%	73.12%
化妆品	0.08	1.11%	55.24%
<b>华熙生物</b>			
原料产品	7.61	40.37%	76.12%
医疗终端产品	4.89	25.94%	86.67%
功能性护肤品	6.34	33.66%	78.54%
其他主营	0.0045	0.02%	36.17%
<b>昊海生科</b>			
眼科产品	7.13	44.49%	68.44%
整形美容与创面护理产品	3.00	18.75%	90.38%
骨科产品	3.59	22.43%	85.50%

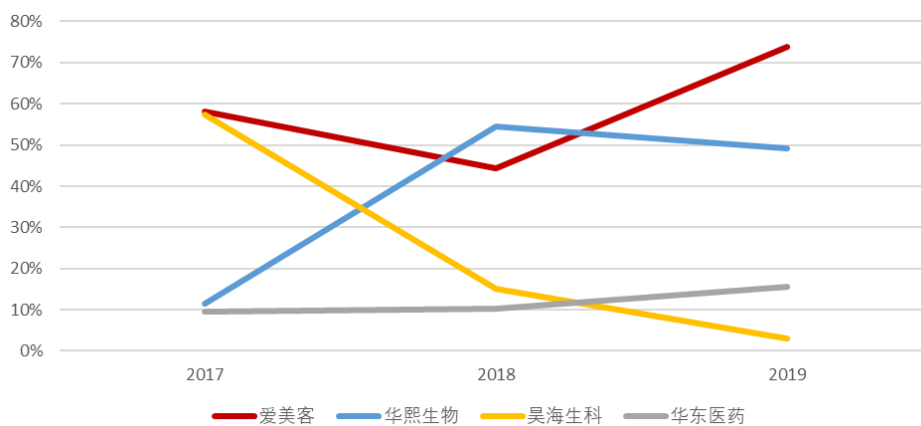
防粘连及止血产品	1.90	11.84%	77.90%
其他	0.40	2.49%	
<b>华东医药</b>			
商业收入	250.98	70.81%	7.69%
制造业	108.65	30.65%	83.41%
国际医美业务	5.09	1.44%	72.41%
分部间抵销	-10.26	-2.90%	

资料来源：Wind，东莞证券研究所

备注：爱美客数据为 2020 年数据，其余三家公司数据为 2019 年数据。

营收方面，爱美客营业总收入的增长速度更亮眼。2017 年-2019 年，爱美客的营业总收入增速较高且较稳定，2019 年同比增速高达 73.74%，重回行业第一，较 2018 年增长 29.46 个百分点。华熙生物虽然近两年营收同比增速较快，但 2019 年有所回落，约为 49.28%。相比之下，近年昊海生科和华东医药的营收增速比较缓慢，昊海生科的营收增速波动较大，而华东医药的营收增速较为稳定。从复合增长率来看，2017 年-2019 年，爱美客、华熙生物、昊海生科和华东医药的营业总收入 CAGR 分别为 49.83%、37.01%、23.04%和 11.78%，可见爱美客的营收增速遥遥领先行业其他公司。

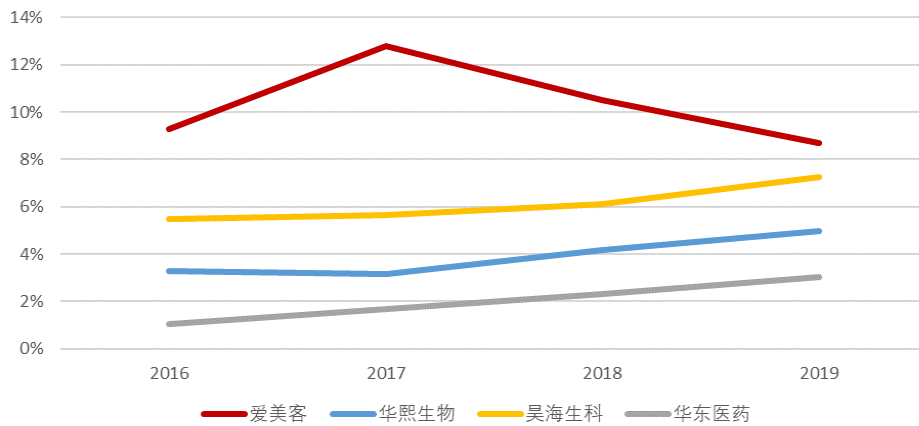
图 34：医美行业主要上市公司营业总收入同比增速情况



资料来源：Wind，东莞证券研究所

爱美客研发费用率领先其他公司。2019 年-2020 年，爱美客的研发费用率保持 8.71%；其 2016 年-2019 年的研发费用率均值为 10.32%，位居行业领先水平。2019 年，昊海生科、华熙生物和华东医药的研发费用率分别为 7.24%、4.98%和 3.03%，三家可比公司的研发费用率均不及爱美客。其中华东医药的研发投入主要是在医药工业方面，2019 年其医药新药研发投入占医药制造业营业收入的比重超过 12%；但公司对医美业务的研发投入占比较小。综合来看，爱美客对医美业务研发投入的重视程度超越其他三家公司。

图 35：医美行业主要上市公司研发费用情况



资料来源：Wind，东莞证券研究所

备注：华熙生物、华东医药采取研发支出部分费用化方式。

## 4、投资建议

预计公司 2021、2022 年每股收益分别为 3.00 元和 4.48 元，对应估值分别为 147 倍和 98 倍。公司专注于医美产品，系国内玻尿酸注射剂龙头。公司医美产品管线丰富，享受医美行业红利，积极开发新型产品，叠加童颜针上市在即，未来将进军体重管理市场，公司未来成长可期。虽然当前估值较高，但基于行业景气度高和公司新产品布局，我们维持对公司的“推荐”评级。

## 5、风险提示

**（1）新型冠状病毒肺炎疫情持续影响的风险。**公司的主要客户为医疗机构，2021 年新型冠状病毒肺炎疫情状况，有可能带来对下游医疗机构的影响。

**（2）市场竞争加剧风险。**医美行业需求增长较快，主导产品平均毛利率较高，可能会吸引多家企业通过自主研发或者兼并收购的方式进入市场。

**（3）新产品研发和注册风险。**上述公司不排除未来新产品在研发和注册过程中可能会受到不可预测因素影响，导致其未能通过或未能如期通过国家药监局的审批，从而面临因新产品注册失败或新产品上市后无法适应市场需求变化而损失前期研发投入的风险。

**（4）新产品市场接受度不及预期。**如果公司新产品市场定位未能适应市场需求，或者市场推广策略不妥当，导致新产品市场推广效果预期，将对公司盈利能力产生不利影响。

**（5）经营资质续期风险。**医美行业监管严格，公司需取得医疗器械生产许可证、医疗器械经营许可证等业务资质，生产相关产品也需取得相关产品的注册批件。若公司及子公司未能如期取得相关经营资质和/或产品注册批件，将影响相关产品的生产或经营。



表 8：公司盈利预测简表（截至 2021 年 3 月 22 日）

科目（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	709	1148	1,722	2438
营业总成本	224	416	621	874
营业成本	56	90	137	194
营业税金及附加	4	6	9	13
销售费用	74	139	207	293
管理费用	44	85	124	171
财务费用	-14	-4	-5	-7
研发费用	62	100	150	212
公允价值变动净收益	2	0	0	0
资产减值损失	(0)	0	0	0
营业利润	503	744	1113	1576
加：营业外收入	0	0	0	0
减：营业外支出	0	0	0	0
利润总额	503	744	1113	1576
减：所得税	69	103	153	217
净利润	433	642	960	1359
减：少数股东损益	(6)	(6)	(10)	(14)
归母公司所有者的净利润	440	648	970	1373
摊薄每股收益(元)	2.03	3.00	4.48	6.35
PE（倍）	216	147	98	69

资料来源：Wind，东莞证券研究所

**东莞证券研究报告评级体系：**

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

**分析师承诺：**

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn