



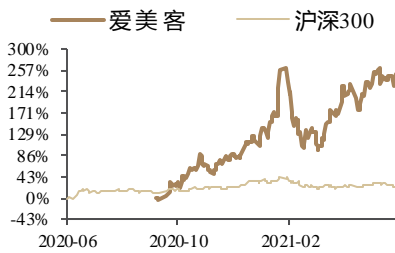
买入 (首次)

所属行业: 商贸零售
当前价格(元): 659.00
合理价格(元): 718.00

证券分析师

郑澄怀
资格编号: S0120521050001
邮箱: dengch@tebon.com.cn

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	4.77	24.86	49.15
相对涨幅(%)	6.12	24.55	47.25

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

1. 《医美行业深度: 颜值经济乘风起, 医美产业相辉映》, 2021.5.21

爱美客: 乘风破浪颜值经济, 头角峥嵘医美产业

投资要点

- 高景气医美行业强势崛起, 龙头国货空间前景可观。** 医美行业作为近年来我国消费升级颜值经济发展的重要阵地, 扩容积极增速喜人。相较国外医美发达地成熟业态, 市场教育与消费者渗透率在线上教育和产品更迭推进下有待大幅提升。以玻尿酸和肉毒毒素为主要产品的高频低单价项目, 为未来轻医美增长的主要阵地, 符合审美趋势与抗衰年轻化大背景。纵观全产业链, 医美产业中游药械产品端格局优越集中度较高, 以爱美客为代表的国产龙头占先发优势迅速抢夺市场。国产龙头药械在合规政策强监管红利下乘轻医美之风, 渗透高粘性年轻消费者, 逐步实现部分国产替代, 随市场扩容下沉趋势走进二线城市, 未来增长空间可观。
- 细分赛道突出重围, 轻医美玻尿酸差异多元化竞争。** ①明星系列“嗨体”: 2016年“嗨体”上市定位填补颈纹修复空白领域, 销量显著增长近四年销售额攀升逾十倍, 形成细分赛道独占局面。2020年疫情承压下以嗨体为主要占比的溶液类针剂收入达 4.47 亿元, 同比增加 82.85%。嗨体系列凭借痛点需求前瞻洞察和差异化定位, 频出新品发力多部位填充和皮肤市场: 2020年嗨体系列熊猫针推出再度抢占热点细分赛道, 有望再创嗨体神话。立足双抗成分 L-肌肽, 2021再推冻干活泡针敏锐洞察超三十亿皮肤水光市场空间。②多元玻尿酸矩阵产品迭代更新: 爱美客自 2009 年以来以 2-3 年频率更新玻尿酸系列, 兼具长效、短效、无痛含麻多品类定位注射产品, 图谱丰富满足多元化市场需求。
- 竞争力何在: 产品+牌照+营销筑高龙头壁垒。** ①产品前瞻洞察: 爱美客立足科研, 研发团队高达 91 人, 研发投入占比 8.71% 相比同行业较为突出。公司通过自研+合作代理+外延投资方式, 于玻尿酸+线材+肉毒毒素+童颜针+塑形瘦身多方面布局管线, 多增长曲线支撑未来业绩空间。玻尿酸常规系列满足持续需求打造护城河+细分化产品满足弹性需求突破增长瓶颈, 双策略产品定位进退自如。公司精准捕捉医美用户隐性痛点, 用细分产品定位培育市场创造需求, 靶向解决眼部周问题, 差异化路线打造拳头产品脱颖而出。未来产品布局中公司凭借全球视野和超前洞察力聚焦跟踪两个核心增长点: 医美“刚需”肉毒毒素和身体塑形转移趋势。肉毒毒素产品在医美中的高粘性、高确定性效果及不可替代性决定了此赛道的优质与高门槛; ②牌照壁垒: 公司埋头拿证壁垒高筑。我国 NMPA 监管严格流程严谨, III 类药械临床上市耗时长平均约 3 年及以上。目前公司已获六张 III 类医疗器械注册证处行业前列。医美新入局者难以在药械端短时间过证入市, 爱美客先发牌照优势在医美黄金腾飞时期继续为公司创造红利。③营销: 直销为主直达服务机构终端, 经销为辅打开下沉局面。狼性积极销售模式赋予公司更敏锐市场洞察能力, 把握最新终端消费需求动态而反馈启发研发端。ToC 产品认知占领心智为机构引流推广, ToB 全轩学院树品牌重品质打造行业生态, 医生机构环节通过培训交流提升产品终端品质与形象。
- 着眼长足可持续发展: 上市系列生命力十足, 储备项目驱动强劲。** ①上市系列需求持续粘性高: 玻尿酸系列兼顾多重需求, 真皮层水光+系列填充+长效骨性产品+线材支撑未来空间。嗨体系列强势占领颈部眼周填充项目, 终端影响力可观自带流量为其他产品赋能; 新品冻干活泡针和紧恋线材分别作为水光和线材赛道稀缺合规类药械产品。多样性+领先性+合规性赋予爱美客在药械端超群优势。②在研储备管线前景向好: 抗衰老为医美不变主题, 我国抗衰群体呈现增量年轻群体+存量熟龄群体共同支撑局面。公司自研童颜针处注册申报阶段有望今年上市先发再生注射市场, 代理引进韩国 Hutox 肉毒毒素已进入临床阶段有望丰富四足鼎立的肉毒赛道。再生填充产品+除皱瘦脸产品帮助公司扩展抗衰版图, 童颜针深挖增量



需求，肉毒毒素作为轻医美最优赛道满足客户高频高粘性需求，预计将进一步推高未来 5 年业绩。瘦身塑形为医美成熟地区需求转移方向全球关注度持续升高，临床获批项目 GLP-1 降糖减重药物或将成为国内领先慢性体重管理药物，符合健康瘦身审美趋势。去氧胆酸注射剂项目立足软组织代谢精雕，需求暗潮涌动地下市场水货猖獗，目前国内尚无过批溶脂针产品，打开行业无创塑形想象空间。

- 投资建议：** 预计公司现有业务 2021/2022/2023/2024/2025 年将实现营业收入 13.56 亿元、19.75 亿元、27.07 亿元、35.92 亿元及 44.69 亿元，对应归母净利润分别为 8.02 亿元、11.93 亿元、16.32 亿元、20.84 亿元及 26.37 亿元公司产品实力及影响力处于行业前沿水平，产图谱丰富呈系列化分布，紧跟国际潮流前瞻性布局立足公司业务长足发展。公司在研管线丰富，有突破性产品童颜针及肉毒毒素布局有望未来三年内过批上市，为公司后续长足发展注入强劲增长动力。公司在医美药械领域处于头部领先地位，产品及产能有待继续扩容，未来拓展潜力空间可期，因此给予公司 2022 年预计 PE130x，对应目标价 718 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：** 医美产品竞争加剧风险；新品开发不及预期风险；医疗事故风险；医美技术替代风险等。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	216.36	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
流通 A 股(百万股):	49.38	营业收入(百万元)	558	709	1,356	1,975	2,707
52 周内股价区间(元):	182.61-681.27	(+/-)YOY(%)	73.7%	27.2%	91.1%	45.7%	37.1%
总市值(百万元):	142,581.24	净利润(百万元)	306	440	802	1,193	1,632
总资产(百万元):	4,416.45	(+/-)YOY(%)	148.7%	43.9%	82.5%	48.7%	36.8%
每股净资产(元):	19.80	全面摊薄 EPS(元)	1.41	2.03	3.71	5.52	7.54
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	92.6%	92.2%	82.0%	82.9%	83.4%
		净资产收益率(%)	46.4%	9.7%	16.0%	19.2%	20.8%

资料来源: 公司年报 (2019-2020), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 爱美客：国产龙头医美药械研发生产商.....	7
1.1. 企业历程：入局较早持续创新迭代研发玻尿酸注射针剂.....	7
1.2. 经营状况：高增长高毛利高研发投入.....	9
1.3. 公司治理：激励体制共享成长红利，管理层治理经验丰富国际化.....	10
2. 医美行业表现亮眼，国产品牌业绩不俗.....	12
2.1. 医美市场增速喜人持续扩容，轻医美站上风口引领潮流.....	12
2.2. 肉毒毒素&玻尿酸注射剂平分秋色满足不同需求.....	14
2.2.1. 肉毒毒素：“不老神器”风靡全球.....	15
2.2.2. 玻尿酸：填充塑形+水光保护特享亚洲消费者偏爱.....	17
2.3. 合规化进程利好国产药械设备龙头.....	18
2.4. 国产品牌性价比路线对接年轻下沉需求.....	21
3. 产品+牌照+营销优势筑高品牌护城河.....	23
3.1. 注射起家产品线壮大，前瞻性布局.....	23
3.1.1. 差异化定位突出重围，双策略并行可进可守.....	23
3.1.2. 产品管线储备充足，厚积薄发长足发展.....	25
3.2. 过证较早享受牌照资质红利.....	26
3.3. 营销模式优越：直营紧握优质资源,培训推进市场教育.....	27
3.3.1. 直销为主经销为辅精确覆盖客户把握市场需求动态.....	27
3.3.2. 全轩学院赋能医师打造交流学习平台.....	27
4. 多维度预见未来增长.....	29
4.1. 上市多业务线产品需求稳定生命力强大.....	29
4.2. 未来增量管线蓝海前景十足空间广阔.....	31
4.2.1. 抗衰童颜：受众广大，未来消费空间可观.....	31
4.2.2. 瘦身塑形：捕捉医美发达市场的诉求转移趋势.....	35
5. 盈利预测.....	37
6. 投资建议.....	40
7. 风险提示.....	40

图表目录

图 1: 爱美客系列医美产品近年更新	7
图 2: 嗨体注射剂富含多种营养复合修复颈纹	8
图 3: 2017-2019 年嗨体产品出厂价&销售占比齐上升 (单位: 元)	8
图 4: 爱美客收入增长亮眼 (单位: 万元)	9
图 5: 2019-2020 年爱美客医疗器械类产品平均毛利水平优秀高于同行	9
图 6: 爱美客研发投入占比处同行业前列.....	10
图 7: 爱美客研发团队持续壮大 (单位: 人次)	10
图 8: 爱美客科技发展股份有限公司股权结构	10
图 9: 2015-2022E 年我国医美行业市场规模(单位: 亿元).....	12
图 10: 医美项目分类概览	13
图 11: 中国医疗美容服务市场外科&非外科类收入占比	13
图 12: 2019 年中国医美总疗程消费结构分析.....	13
图 13: 2020 年中国医美用户项目购买情况	14
图 14: 2019 年消费者皮肤管理需求声量和医美提及率.....	14
图 15: 中国 2019 年轻医美注射类内部分布及增速	15
图 16: 肉毒毒素工作原理为通过肌肉放松而去皱.....	15
图 17: 2013-2022E 全球肉毒毒素市场规模 (单位: 亿美元)	16
图 18: 2013-2022E 中国肉毒毒素市场规模 (单位: 亿元)	16
图 19: 玻尿酸产品分类概况.....	18
图 20: 我国针剂市场 2/3 处于水下灰色地带.....	19
图 21: 2019 我国机构设备仪器情况	19
图 22: 2018 年美莱 90 后、80 后 70 后平均消费 (单位: 元)	21
图 23: 全国医美用户城市层级分布变化	21
图 24: 国产和进口玻尿酸价格区间分布图 (单位: 元)	21
图 25: 2017-2019 年嗨体销售收入占比大幅上升.....	23
图 26: 微博#嗨体去颈纹#话题阅读次数高于#颈纹#话题	23
图 27: 爱美客品牌两类策略.....	25
图 28: 我国临床试验及审批注册流程.....	26
图 29: 爱美客 III 类药械牌照优势明显.....	27
图 30: 2019 年爱美客销售以直销模式为主	27
图 31: 2019 年直销模式中非公立机构占比 99%.....	27
图 32: 全轩学院多专家共同交流学习.....	28

图 33: 嗨体品牌构建流量运营矩阵.....	29
图 34: 太活泡泡针打造活性双抗体系.....	29
图 35: 2018 年至 2020 年水光针订单量及排名上升.....	30
图 36: 首款 PPDO “紧恋” 产品图.....	30
图 37: 线雕产品与玻尿酸产品复合搭配抗衰紧致更佳.....	30
图 38: 2020 年医美用户年龄段占比.....	31
图 39: 中日美三国医美总疗程占比.....	31
图 40: 全球抗衰老服务市场逾千亿规模 (单位: 十亿美元).....	32
图 41: 约 73.5% 的 20-30 岁群体开始关注抗衰老.....	32
图 42: Hutox 纯度水平高.....	33
图 43: 2018 年 Humedix 玻尿酸销售额列全国第三.....	33
图 44: 童颜针塑然雅作用原理.....	34
图 45: 童颜针塑然雅效果图.....	34
图 46: 2018-2030E 中国塑形行业市场规模将破千亿 (单位: 亿元).....	35
图 47: 2018-2020 中国消费者头面部及身体医美支出比例.....	36
图 48: 2018 年中国 & 美国塑型市场每千人渗透人次.....	36
图 49: 艾尔建 Kybella 去氧胆酸注射效果预期良好.....	36
表 1: 爱美客产品系列完整系列化迭代.....	8
表 2: 公司高层背景优秀经验丰富.....	11
表 3: 爱美客募投项目产品管线概况.....	11
表 4: 肉毒毒素在全球非手术类注射项目中占比第一.....	16
表 5: 中国目前获批四类肉毒毒素.....	17
表 6: 计划登陆大陆市场的肉毒毒素产品进展.....	17
表 7: 国内拥有医疗器械证书的主要玻尿酸注射剂公司情况.....	18
表 8: 我国近年来出台的部分医美监管政策.....	19
表 9: 《打击非法医疗美容服务专项整治工作方案》信息汇总.....	20
表 10: 嗨体系列三类产品差异化定位.....	24
表 11: 艾尔建乔雅登 (Juvéderm) 系列化产品打造.....	24
表 12: 爱美客在研产品丰富.....	25
表 13: 主要抗衰项目分类整理.....	32
表 14: 全球 PLLA 童颜针于非手术疗程占比逐年提升.....	34
表 15: 四类填充针剂差异化竞争.....	35

表 16: 爱美客太活泡泡针市场规模预测	37
表 17: 爱美客童颜针市场规模预测	38
表 18: 爱美客 2020-2025E 收入测算	38
表 19: 2021 年 6 月 18 日爱美客及可比公司估值	40

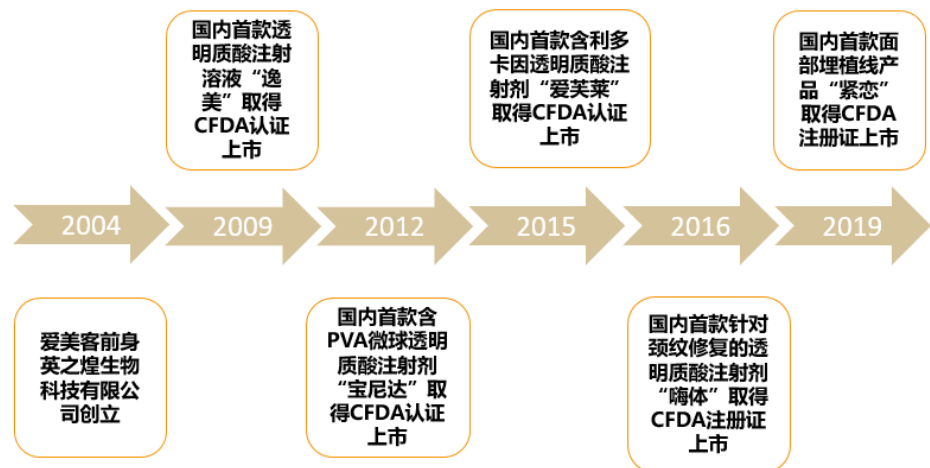
1. 爱美客：国产龙头医美药械研发生产商

1.1. 企业历程：入局较早持续创新迭代研发玻尿酸注射针剂

爱美客有限股份公司前身是北京英之煌生物科技有限公司，于 2004 年由简军女士归国后创立。2005 年 12 月北京英之煌生物科技有限公司改名为北京爱美客生物科技有限公司。2016 年 5 月经临时股东会决议一致同意变更爱美客有限为爱美客股份有限公司。公司立足于生物医用材料的研发和转化，致力于转重组蛋白和多肽的生物医药开发，作为国内生物医用软组织修复材料领域的创新型领先企业，已成功实现了注射类透明质酸钠系列产品及聚对二氧环己酮面部埋植线的产业化，并建立了多类生物医药材料的产品技术转化平台，产品临床应用涵盖医疗美容、外科修复以及代谢疾病治疗等领域。截止 2020 年度，公司拥有 41 篇专利，其中发明 23 篇。

爱美客作为国产医美透明质酸系列产品领域的先行者和领导者，在行业内拥有最丰富的 III 类医疗器械产品系列。2008 年我国第一款透明质酸注射剂来自瑞典的瑞蓝获 CFDA 批准上市。2009 年爱美客推出国产首款国产透明质酸钠溶液针剂（逸美）取得 CFDA 注册证，填补本土企业此领域空白。随后公司陆续平均 1-2 年推出系列透明质酸针剂产品迭代更新，并丰富产品线至长效微球玻尿酸及面部埋植线产品。截止目前公司已推出六款透明质酸预灌封针剂产品（逸美、宝尼达、爱芙莱、爱美飞、嗨体及逸美一加一）及一款含面部埋植线产品（紧恋）。








图 1：爱美客系列医美产品近年更新



资料来源：爱美客招股说明书，德邦研究所

产品图谱完整，多元系列化设计矩阵初步成型。公司在产品设计开发中关注市场多种需求，长效短效平价高端产品齐发力，捕捉市场需求针对消费者痛点推出更多细分注射产品，及含利多卡因麻药提升终端客户体验舒适度，奠定了爱美客系列医美终端产品在国产透明质酸领域的行业标杆地位。

表 1: 爱美客产品系列完整系列化迭代

商品名	产品通用名	产品类型	批准上市时间	备注	图示
逸美	医用羟丙基甲基纤维素透明质酸钠溶液	三类医疗器械	2009 年 10 月	国内首款透明质酸钠类注射填充剂	
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	三类医疗器械	2012 年 10 月	国内首款含 PVA 微球的透明质酸钠注射填充剂	
爱芙莱 爱美飞	注射用修饰透明质酸钠凝胶	三类医疗器械	2012 年 10 月	国内首款含利多卡因的透明质酸钠注射材料	
嗨体	注射用透明质酸钠复合溶液	三类医疗器械	2016 年 12 月	国内首款用于修复颈纹的复合注射材料	
逸美一加一	医用透明质酸钠羟丙基甲基纤维素凝胶	三类医疗器械	2016 年 12 月	新型针对褶皱皮肤修复的复合注射材料	
紧恋	聚对二氧环己酮面部埋植线	三类医疗器械	2019 年 5 月	国内首款面部埋植线产品	
太活水光针	注射用透明质酸钠复合溶液	三类医疗器械	2021 年 5 月	L 肌肽 双分子玻尿酸皮肤保护剂	

资料来源: 爱美客招股说明书, 公司公告, 太活泡泡针公众号, 德邦研究所

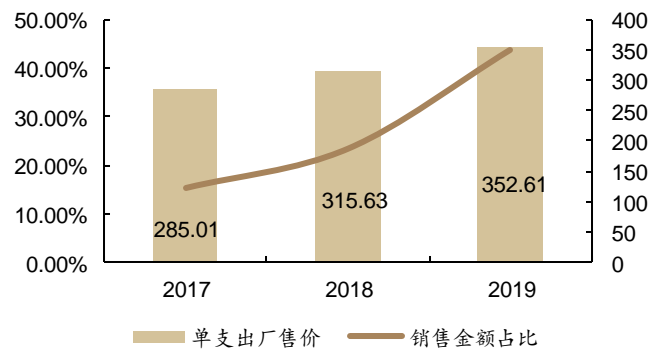
嗨体颈纹产品打开市场局面, 心智占领量价齐升。2016 年公司推出嗨体注射用透明质酸钠溶液, 嗨体作为国内首款应用于颈纹修复场景的注射材料, 捕捉深层精准需求, 深挖细分运用场景, 通过差异化定位打造在市场中“创造”具有充分的先发优势。截止 2020 年底, 嗨体仍是市面上唯一专门针对颈纹软组织填充修复的注射材料。经过前期的渠道铺开和市场教育, 嗨体市场知名度不俗获得下游机构与终端消费者的广泛认可, 几乎在消费市场端形成了“颈纹注射=嗨体”的独占局面。2020 年度在疫情反复的大环境下, 以嗨体为核心产品的溶液类注射剂仍逆势坚挺实现营收 4.47 亿元, 同比增长 82.85%, 市场渗透率进一步提升。同时嗨体产品的市场稀缺性与品牌力赋予了爱美客较强的议价能力, 近年来嗨体单支出厂平均售价已从 2017 年的 285.01 元上涨至 2019 年的 352.61 元, 年均复合增长率达 11.22%。

图 2: 嗨体注射剂富含多种营养复合修复颈纹



资料来源: 新氧 App, 德邦研究所

图 3: 2017-2019 年嗨体产品出厂价&销售占比齐上升 (单位: 元)

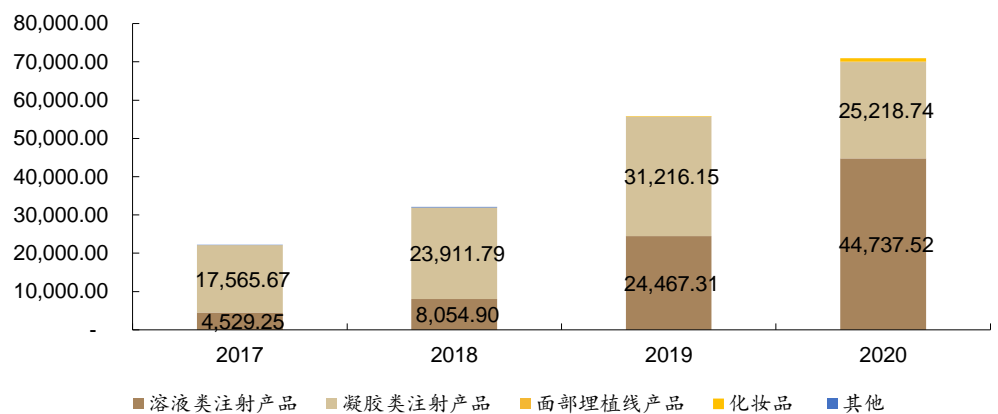


资料来源: 爱美客招股说明书, 德邦研究所

1.2. 经营状况：高增长高毛利高研发投入

营收增长迅猛，未来驱动乐观。爱美客作为国内医疗美容针剂的龙头企业，凭借其科技及牌照资质壁垒迅速抢占市场份额实现迅速放量。2015年至2020年，公司营业收入复合增长率高达44.64%。2020年疫情承压情况下公司实现营业收入7.09亿元，同比增长27.18%；归母净利润4.40亿元，同比增长43.93%。2020年以嗨体为主的溶液类注射产品营收迅猛提升，占比增长至六成，同比上升82.85%，2021年太活泡泡针新品上市为溶液类产品收入注入新鲜增长动力；凝胶类注射产品营收业绩表现平稳，占总营收比例略微下降；面部埋植线产品和化妆品产品初入市场占比为个位数，增速亮眼分别实现2068.44%和890.47%。2021年一季度公司营收同比增长227.52%，归母净利润同比增长296.50%。在医美赛道20%左右年复合增长和渗透率有待提升的大背景下，我们认为公司原有产品将凭借过硬产品力+品牌力进一步提高市占率，新品上市打开更多细分领域增长点，2021年收入实现乐观抬升。

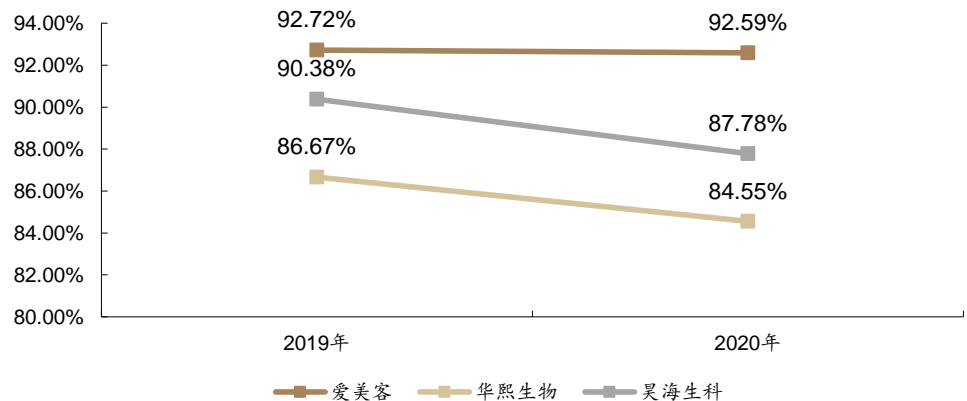
图4：爱美客收入增长亮眼（单位：万元）



资料来源：爱美客招股说明书，Wind，德邦研究所

毛利率超九成，处于行业领先水平。2020年度爱美客作为纯医美公司，旗下医疗器械类产品毛利率为92.59%，处于同行可比公司中领先水平。展望同行业可比公司，2020年度昊海生科医疗美容与创面护理产品毛利率为87.78%，华熙生物医疗终端产品毛利率为84.55%，贝泰妮2020年上半年医疗器械类产品毛利率为89.55%。医美药械端企业生产成本偏低，同时行业较为集中壁垒较高，消费医疗属性不受集采医保政策影响自主定价能力高，对下游服务机构具有较强的议价能力，盈利水平优秀。

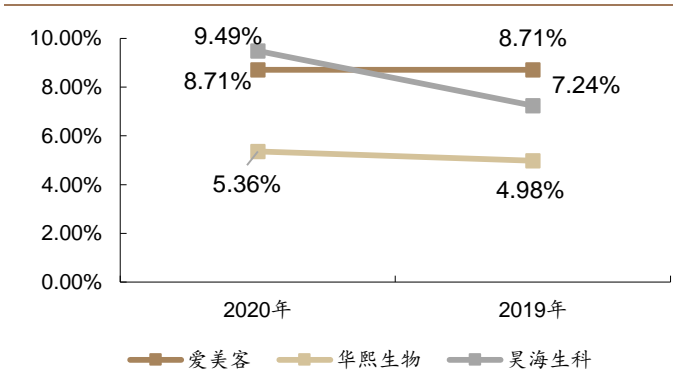
图5：2019-2020年爱美客医疗器械类产品平均毛利水平优秀高于同行



资料来源：Wind，德邦研究所

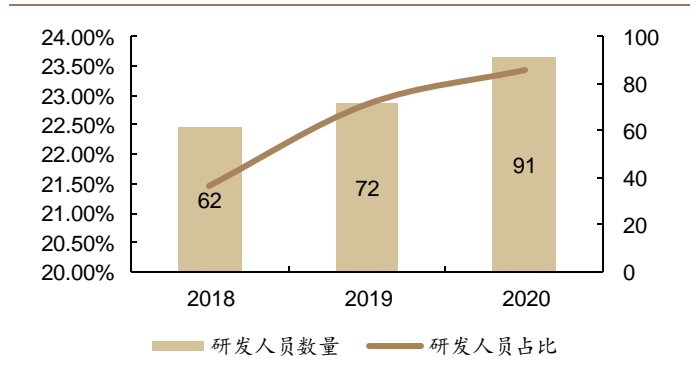
高研发投入筑高技术壁垒。医美药械产品技术要求偏高且审批程序较为复杂，科研顺利进展对产品开发上市有重大意义。公司作为拥有众多资质及专利技术的头部医美企业，在生物医用材料和生物医药研发方向不断开拓，保持高比例研发投入，支持在研项目经过层层严格审批环节过证入市。2020年，公司继续加速推进医美方向产品的研发工作，建立了组织工程支架和修复型填充剂的研发技术平台。爱美客研发团队从2018年62人已搭建扩充至2020年91人，同时研发人员数量占比处于逐步上升态势，由21.45%上浮至23.45%。公司研发投入金额高，由2018年3367.78万元增至2020年6180.40万元，研发投入涨幅为83.52%。横向比较同行业，其研发投入占营业收入比例高于行业平均水平。公司从十余年前埋头科研获得本土第一张玻尿酸注射剂注册证至今，持续投入科研不断推新迭代产品，目前已拥有六张III类药械注册证，在赛道中保持着高壁垒和高竞争力。

图 6：爱美客研发投入占比处同行业前列



资料来源：Wind，德邦研究所

图 7：爱美客研发团队持续壮大（单位：人次）

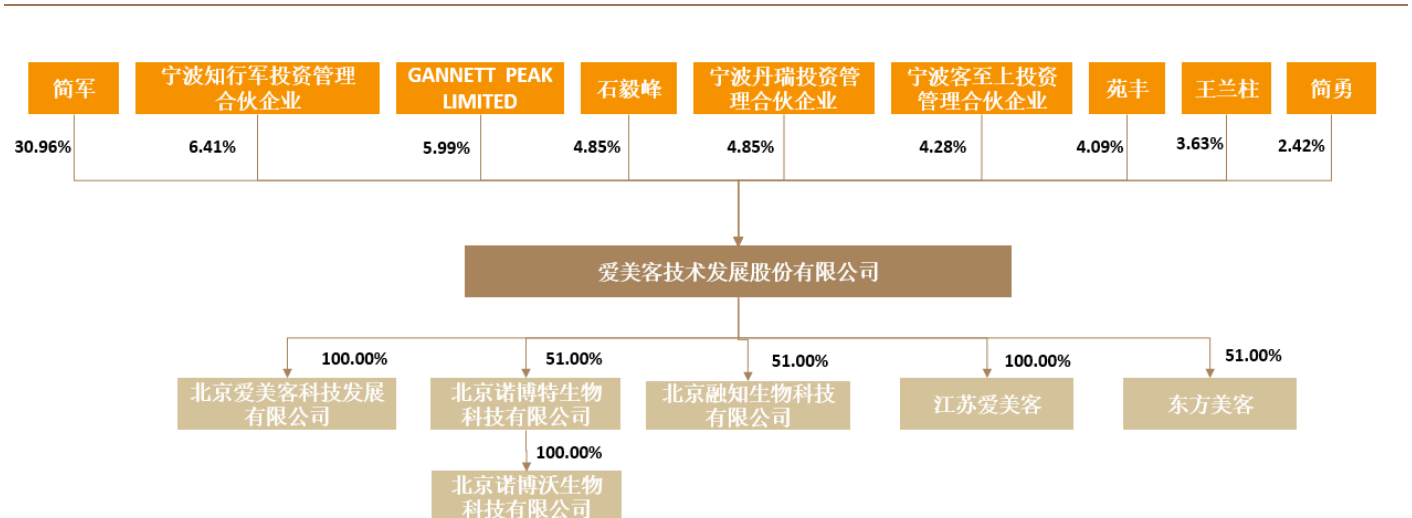


资料来源：Wind，德邦研究所

1.3. 公司治理：激励体制共享成长红利，管理层治理经验丰富国际化

公司高管持股比例较高，董事长及实际控制人简军女士为第一大股东直接持股 30.96%，并通过丹瑞投资、客至上投资及知行军投资持股 7.08%，合计持股 38.04%。知行军投资、客至上投资为公司员工持股平台，公司核心管理及技术人员通过这两个平台间接持有爱美客 10.69%的股份，有助于公司提升管理层稳定性及绑定核心员工利益共享成长红利。

图 8：爱美客科技发展股份有限公司股权结构



资料来源：公司公告，德邦研究所

管理人才一流，行业经验丰富具有国际化视野。公司高管持股阵容强大配置齐全，技术、销售、财务及战略骨干人员配备齐全。公司董事长简军硕士毕业于高校清华大学工商管理专业，具有国际化视野和前瞻性行业格局，曾先后在中国粮油食品进出口总公司、美国 Bestrend Int'l Inc. 及巴拿马 Abatecedora Textil S.A. 公司工作，多年海外贸易工作及生活经历帮助其发掘中国医美市场潜在机遇与空间。公司其余管理层均在其专攻领域有显著成就，立足深耕专业的基础上同时管理经验充足运营能力超群。总经理及董事石毅峰毕业于清华大学工商管理硕士项目，先后在北京华旗资讯及北京楚星融智咨询担任高管。副总经理、生产总监尹永磊药物制剂科班出身毕业于中国药科大学，随后在天津中新药业任职。研发部经理陈雄伟，北京师范大学生物学化学与分子生物学硕士，具有医疗器械中级工程师资格。在优秀管理层的带领下，公司产品研发基础扎实且具有国际化前瞻视野，公司战略规划全面长远，执行落地能力强，未来发展可期。

表 2：公司高层背景优秀经验丰富

姓名	出生年	职位	学历背景从业经历
简军	1963	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，2020年2月至今担任东方美容董事。现管理公司发展战略和新产品研发。
石毅峰	1974	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。2010年加入爱美客，现负责集团整体运营和团队管理。
尹永磊	1982	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
勾丽娜	1982	副总经理、销售总监	中共中央党校经济管理大专毕业，曾任职华旗资讯，2010年加入爱美客，2016年6月至今，任公司副总经理和销售总监。
陈雄伟	1987	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。2013年加入爱美客，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。

资料来源：爱美客公司公告，Wind，德邦研究所

战略眼光募投管线丰富助力打开新局面。爱美客于2020年IPO上市后，计划将募投资金用于：①植入医疗器械生产线二期建设项目，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，③基因重组蛋白研发生产基地建设项目，④注射用A型肉毒毒素研发项目，⑤注射用基因重组蛋白药物研发项目及⑥去氧胆酸药物研发项目等。已明确的六类管线有望帮助爱美客后续多方面拓展医美产品版图，通过医疗器械耗材、新锐减肥产品及医美“刚需”肉毒毒素为公司未来中长期发展注入强劲增长动力。

表 3：爱美客募投项目产品管线概况

募投项目	募投资金	项目必要性	截止 2020 年末投资进度
植入医疗器械生产线二期建设项目	1.91 亿元	把握医美市场机遇及扩大生产规模的需要； 改进生产条件和提高生产稳定性的需要；	3.73%
医用材料和医疗器械创新转化研发中心及新品研发建设项目	1.30 亿元	改善研发设施与环境，为研发活动的开展提供必要硬件环境； 掌握基础性原材料的制备工艺，完成必要技术工艺储备；围绕褶皱皮肤修复应用，根据市场需求开发新的功能性产品；选择具有良好市场前景的应用方向，积极开展创新研发以丰富公司的产品；	10.10%
基因重组蛋白研发生产基地建设项目	1.6 亿元	顺应市场需求； 补充扩展产品线，提升公司盈利能力；	0.19%
注射用 A 型肉毒毒素研发项目	1.20 亿元	把握市场对肉毒毒素持久的需求； 补充和扩展现有产品线，提升公司盈利能力的需要；	10.09%
注射用基因重组蛋白药物研发项目	3.04 亿元	中国肥胖人口数量大，补充扩展研发储备	1.50%
去氧胆酸药物研发项目	2.0 亿元	推动国内医疗美容技术的创新；补充扩展研发储备	-

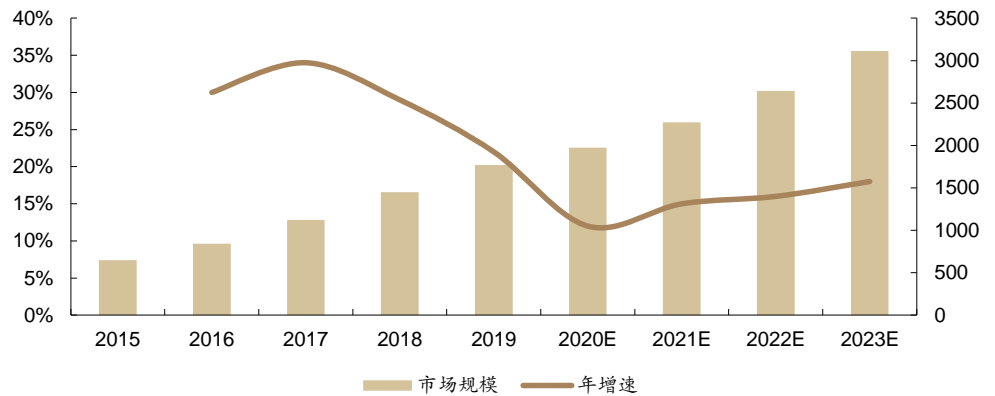
资料来源：公司公告，德邦研究所

2. 医美行业表现亮眼，国产品牌业绩不俗

2.1. 医美市场增速喜人持续扩容，轻医美站上风口引领潮流

医美市场高速增长全面扩容。全球医美市场起步于近代医学的发展，在 20 世纪迈入快速发展阶段。上世纪中国整体经济一定程度的落后和对外开放水平限制，国内的医美行业一直处于较边缘地带。随着近年来经济发展国民收入水平提高、医美技术的革新优化、韩流欧美风的带动以及人们审美提升对医美更加开放的态度，根据德勤分析与研究数据，中国医美行业在 2015-2019 年之间维持了 29% 的高速增长，显著高于世界平均增速 8%。2020 年中国医美市场规模预计 1975 亿元，由于全年持续受到新冠疫情的反复影响，医美消费需求受到一定程度的抑制，导致行业增速同比有所放缓；但相信后期会逐步回暖乃至出现报复性消费反弹，预计行业增速于 2023 年将上升至 18%。

图 9：2015-2022E 年我国医美行业市场规模(单位：亿元)



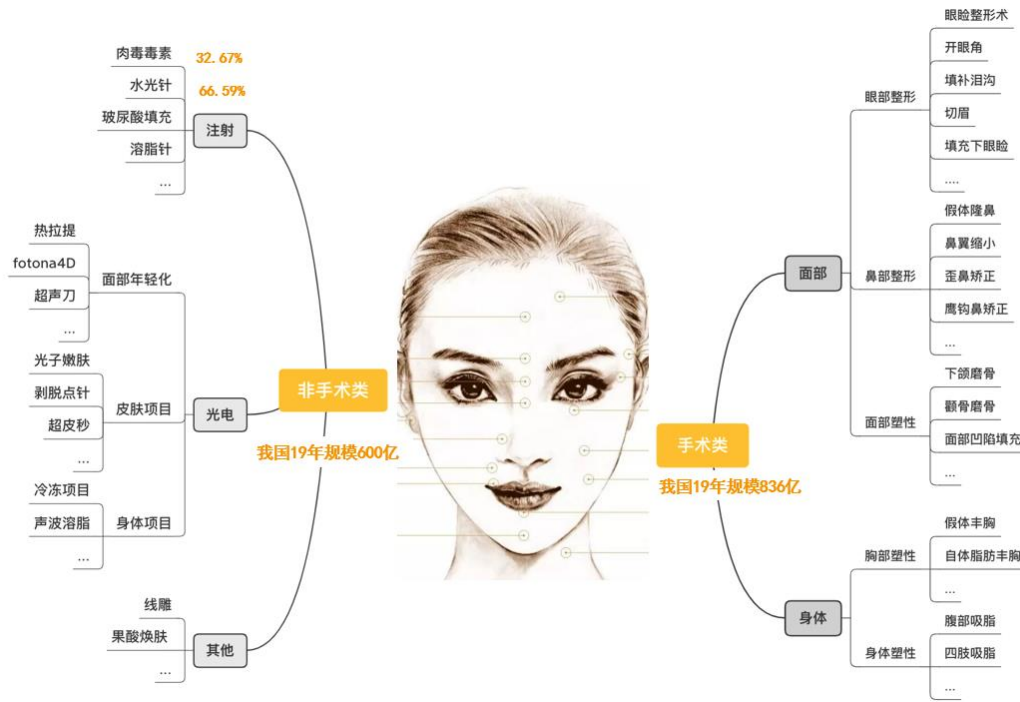
资料来源：Frost&Sullivan，德勤，德邦研究所

医疗美容根据是否需要手术，分为手术类和非手术类医疗美容，均由经注册的专业医师及医疗专家进行：

1) **手术类医疗美容服务(外科诊疗)**：是指通过手术对胸、鼻、眼皮及其他身体部位进行侵入性的改变，旨在从根本上改变外观。

2) **非手术类医疗美容服务**：又称为微整形轻医美(非外科诊疗)，主要包括注射疗法和光电疗法。注射疗法指通过注射肉毒杆菌、透明质酸钠、胶原蛋白等材料达到消除面部皱纹、凹陷的目的。光电疗法使用激光射频等收紧深层皮肤、去除色素和重塑肌肤表层等。

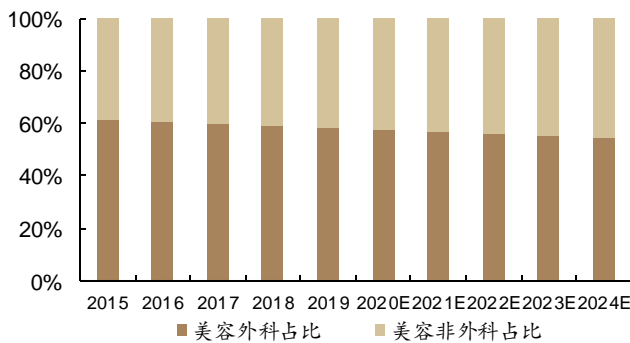
图 10：医美项目分类概览



资料来源：Frost&Sullivan，新氧 App，德邦研究所

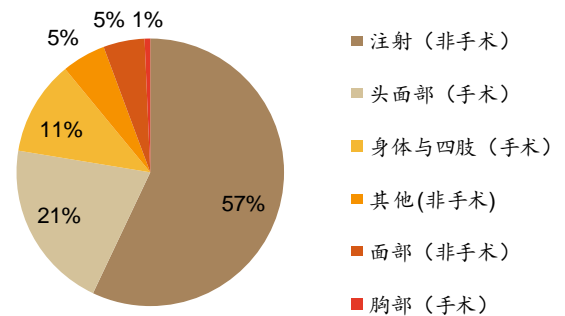
低风险高频次轻医美走向行业风口。轻医美又称“午餐医美”，相较于手术类整形手术，拥有风险低、恢复时间短且价位适中的特点，较好得契合了中国消费者需求和消费心理而风靡市场。根据 Frost&Sullivan 数据，2015 年-2019 年中国美容非外科诊疗收入规模持续提升体量实现翻倍，市场占比 39.09% 上升至 41.78%。2019 年-2024 年中国美容非外科诊疗收入年复合增长率达 19.2%，高于美容外科诊疗收入的 15.8%。平均而言，美容外科诊疗单次消费额高于美容非外科类诊疗。2019 年我国非手术注射疗程数比重过半达 57.04%，头面部手术和身体四肢手术分别占比 20.55% 和 11.44%。

图 11：中国医疗美容服务市场外科&非外科类收入占比



资料来源：Frost&Sullivan，德邦研究所

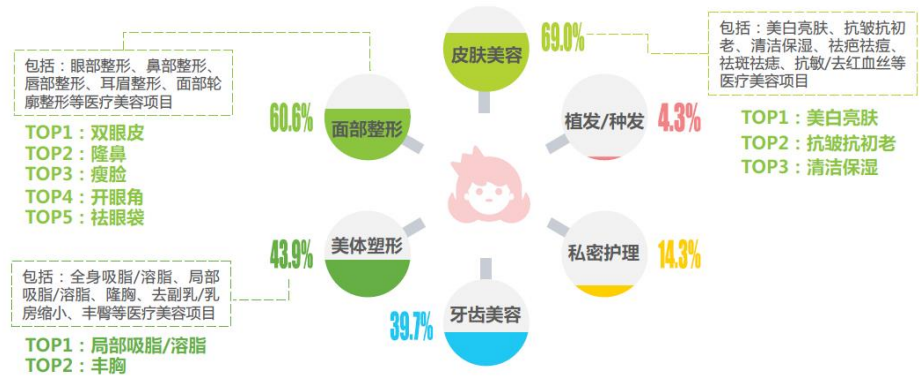
图 12：2019 年中国医美总疗程消费结构分析



资料来源：前瞻经济学人，德邦研究所

皮肤美容和面部整形为主要医美消费项目。根据艾瑞咨询，2020 年中国医美用户购买情况第一大消费方向即皮肤美容(美白亮肤、抗皱抗初老、清洁保湿等)，约 69% 的医美用户购买过此类项目。第二大消费方向为面部整形(眼部整形、隆鼻、瘦脸等)。第一大方向皮肤美容需求中，几乎都是由非手术类的轻医美光电注射类项目满足求美者诉求，例如水光针、光子嫩肤及超皮秒。此类项目单次效果改善甚微或不持久，一般以多次为一个疗程，同时多种项目相互配合发挥 1+1>2 的复合效果。

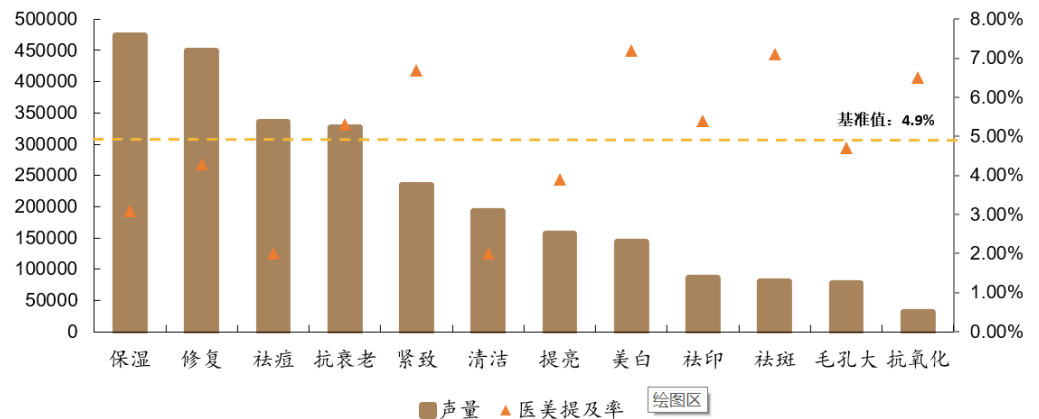
图 13：2020 年中国医美用户项目购买情况



资料来源：艾瑞咨询，德邦研究所

在皮肤管理需求中，以保湿需求和修复需求最为突出。据 Miaozen Social Listening Panel Pool 两百余万条数据分析，消费者皮肤管理需求中保湿和修复需求声量名列第一和第二，而这两类需求的医美提及率低于整体基准值 4.9%，表明保湿和修复两大需求的医美关联度有待提升，相应的医美项目有待市场培育和挖掘。以水光针等为例的水光产品可将玻尿酸等营养物质直接注射至真皮层，良好切中此类需求，有望更佳满足皮肤管理领域中更深层次保湿修复需求。同时在皮肤管理需求中，紧致、美白和祛斑三项需求医美提及率远高于基准值，求美消费者在此类需求中将会对医美改善手段更作要求。

图 14：2019 年消费者皮肤管理需求声量和医美提及率

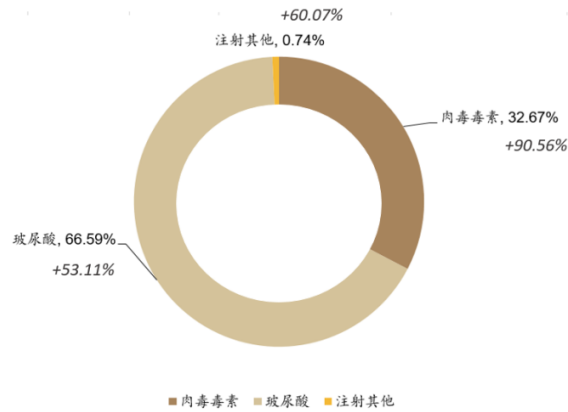


资料来源：Miaozen Social Listening Panel Pool，德邦研究所

2.2. 肉毒毒素&玻尿酸注射剂平分秋色满足不同需求

在轻医美注射类项目中，我国玻尿酸和肉毒毒素为主流注射项目，合计占比超过 99%。根据《2019 医美行业白皮书》新氧大数据显示，玻尿酸注射剂和肉毒毒素注射剂分别占中国注射医美规模的 66.59%和 32.67%，分别同比增加 53.11%和 90.56%，肉毒素增速尤为显著。

图 15：中国 2019 年轻医美注射类内部分布及增速

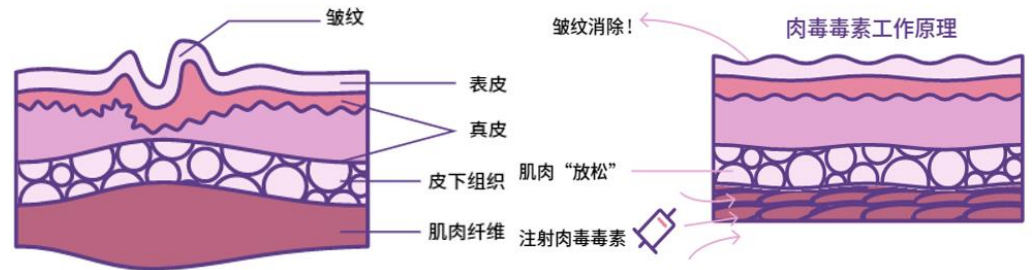


资料来源：《2019 医美行业白皮书》，德邦研究所

2.2.1. 肉毒毒素：“不老神器”风靡全球

肉毒毒素作为医美的一大热门单品，是由肉毒杆菌产生的一种神经毒素，可以阻断神经与肌肉的神经冲动，麻痹过于发达的肌肉使之收缩。全球第一大肉毒毒素品牌 Botox 保妥适在 1989 年获得美国食品医药厅 (FDA) 的认可，用作眼科斜视治疗剂，治疗脸部痉挛、肌肉僵直等疾病。2002 年，美国食品药品监督管理局批准 Botox 保妥适美容产品用于治疗眉间纹，注射肉毒毒素阻断神经与肌肉间的神经信号传递，从而使脸部过度收缩的肌肉松弛，进而使动态性皱纹消失。Allergan 艾尔建即将保妥适肉毒毒素的适应症范围扩大到美学领域。同时 Botox 放松肌肉的功能也可以针对咀嚼肌、颈阔肌、颞肌、颊肌、嘴角肌、斜方肌、腓肠肌进行轮廓肌重新塑造，达到瘦脸、瘦肩、瘦小腿乃至紧致下颌线的效果。

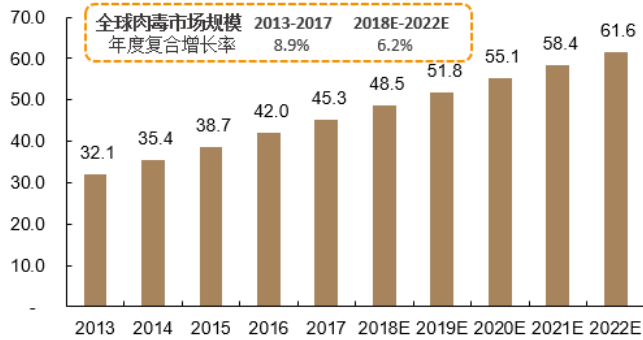
图 16：肉毒毒素工作原理为通过肌肉放松而去皱



资料来源：艾尔建美学，《时尚健康》，德邦研究所

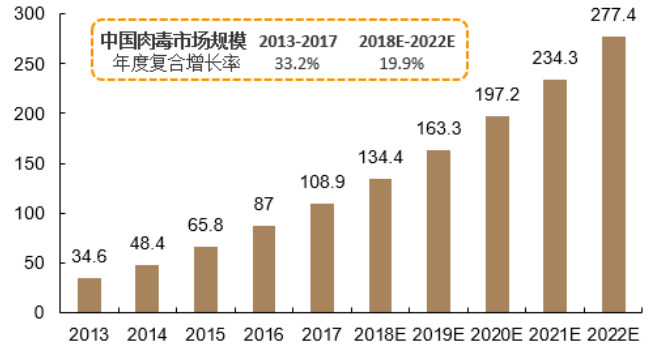
肉毒毒素在全球范围内运用广泛扩容积极，多机构涌入丰富赛道产品。2013 年-2017 年全球和我国市场年均复合增长率为 8.9%和 33.2%。2017 年肉毒毒素全球和我国市场规模分别达到 45.3 亿美元和 108.9 亿元人民币。由于科研、资质及成本准入门槛较高，数年来国际上艾尔建保妥适在全球肉毒毒素市场上仍拥有主导话语权。但随着欧洲 (Merz、Ipsen 公司) 及韩国 (Hugel、Huons 及大雄等公司) 多个肉毒毒素后起之秀涌入多维度抢占市场空间，打破了保妥适的垄断局面。

图 17: 2013-2022E 全球肉毒毒素市场规模 (单位: 亿美元)



资料来源: Frost&Sullivan, 德邦研究所

图 18: 2013-2022E 中国肉毒毒素市场规模 (单位: 亿元)



资料来源: Frost&Sullivan, 德邦研究所

不可替代性&高粘性特点: 本土肉毒毒素认知和需求大有提升空间。在市场众多项目和产品中, 肉毒毒素凭借其不可替代性与高粘性特点成为轻医美机构中的“刚需产品”。根据 ISAPS 数据统计, 2019 年肉毒毒素在全球非手术疗程中位列第一占比达 46.05%。在目前研发运用领域中, 肉毒毒素是唯一安全有效可逆而达成放松萎缩肌肉和去除静态纹目的的底层技术, 技术层面具有效果高确定性和不可替代性。同时肉毒毒素的代谢周期在 3-6 个月, 其效果高确定性和安全代谢性赋予肉毒毒素产品高客户粘性; 相比于其他一些项目有操作次数上限、技术可替代性及审美变迁可能, 我们认为肉毒毒素是未来轻医美注射剂中最具确定性和用户粘性的优质细分赛道。相较于海外医美客户对肉毒毒素去皱需求的充分认知与认可, 我国肉毒毒素的市场认知偏向于瘦脸瘦腿而去皱空间尚未完全发掘教育, 同时目前医美消费者总体年龄段较年轻去皱抗衰需求较轻, 相信未来随医美存量客户年纪增长+熟龄段客户拓展我国市场对肉毒毒素的认知与需求大有提升空间。





表 4: 肉毒毒素在全球非手术类注射项目中占比第一

注射项目	代表产品	2015	2018	2019
肉毒毒素	Botox、兰州衡力、乐提葆等	43.25%	48.17%	46.05%
玻尿酸 HA	乔雅登、嗨体、瑞蓝等	26.78%	29.46%	31.69%
微晶瓷 CaHA	瑞得喜	1.62%	1.02%	1.56%
左聚旋乳酸 PLLA	塑然雅	0.001%	0.57%	0.66%

资料来源: ISAPS, 德邦研究所

我国竞争愈演愈烈, 从双寡头格局转向“四足鼎力”。2020 年 5 月之前, 我国 NMPA (国家药品监督管理局) 批准的注射用 A 型肉毒毒素只有两款, 分别为中国“兰州衡力”和美国艾尔建“保妥适”。兰州衡力由我国兰州生物制品研究所生产, 1993 年在中国获批用作新药, 2012 年才被批准用于整形美容, 在全国 29 个省份指定了 77 家经销商; 保妥适 Botox 由美国艾尔建公司生产, 2009 年被 CFDA 批准用于美容, 国药控股分销中心有限公司是其总经销, 目前在全国 30 个省份指定了 56 家二级经销商。2020 年 6 月和 10 月法国 Ipsen 旗下英国肉毒吉适 (Dysport) 和韩国 Hugel 公司乐提葆 (Letybo) 纷纷上市, 国内 A 型肉毒注射剂市场即将形成“四足鼎立”的格局。在 2020 年之前的十年, 国内 A 型肉毒注射剂市场一直处于低端-高端双寡头格局, 新品牌入局供需关系即将改变, 定位高性价比的乐提葆一定程度上会冲击国产兰州衡力的低端垄断, 填补中端市场空白加剧市场化竞争。

表 5: 中国目前获批四类肉毒毒素

	保妥适 Botox	衡力	吉适 Dysport	乐提葆 Letybo
产品包装				
生产公司	美国艾尔建	中国兰州生物制品研究所	法国 Ipsen	韩国 Hugel
入市时间	1989	1993	1991	2010
国内获批时间	2009	1993	2020	2020
弥散度	小	大	中	中
分子量	900Kda	300/500/900Kda	500/900Kda	900Kda
赋能剂	人血白蛋白	猪明胶	人血白蛋白	人血白蛋白
见效时间	一周左右	一周左右	1-2 天	一至两周
终端价格	高 2500-5000 元/100 单位	中端 800-2000 元/100 单位	偏高 2000-4000 元/100 单位 (单位计量与其他产品不同)	偏高 2000-3000 元/100 单位

资料来源: 新氧 App, 四环医药, 德邦研究所

纵观医美大国韩国, 肉毒市场呈现国产进口多品牌百花齐放局面。我国医美药械/药企仍在积极布局轻医美中高增高确定性的肉毒毒素赛道。预计未来五年, 将有至少六家医美/医药企业有望引进海外肉毒毒素品牌, 市场格局将继续有待丰富。

表 6: 计划登陆大陆市场的肉毒毒素产品进展

品牌	生产公司	代理企业	研究审批阶段
Xeomin	德国 Merz	精鼎医药	临床试验已完成
Hutox 橙毒	韩国 Huons	爱美客	临床试验阶段
The Toxin	韩国 Jetema	华东医药	达成协议
Nabota 绿毒	韩国大熊制药 Daewoong	大熊制药伟业	临床试验阶段
Rentox 红毒	韩国 Pharma Research Bio	LG 化学	达成协议
RT002	美国 Revance	复星医药	临床试验阶段

资料来源: Wind, NMPA, 德邦研究所

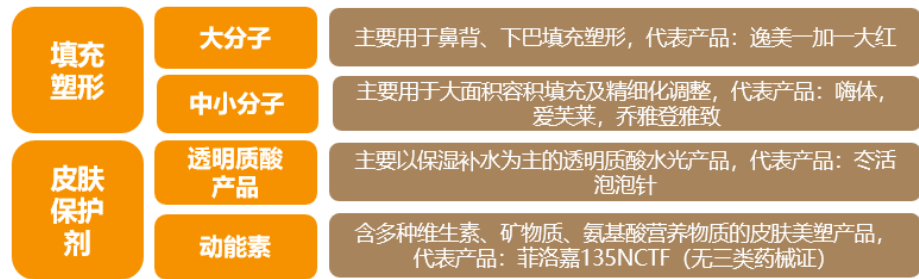
2.2.2. 玻尿酸: 填充塑形+水光保护特享亚洲消费者偏爱

玻尿酸用途广泛场景延伸, 水光塑形渗透轻医美。玻尿酸注射剂作为中国轻医美市场占比第一的种类, 在我国已成功抢占消费者心智成为微整入门的推荐选择。医美终端玻尿酸的运用场景正在逐步广泛化, 由塑形填充延伸至皮肤水光保护剂。玻尿酸又名透明质酸 (HA, Hyaluronic Acid), 具有良好的保水性、润滑性、黏弹性、生物降解性及生物相容性等理化性能和生物功能, 广泛用于医美终端产品。

- ① 塑形填充类玻尿酸注射剂主要被运用于面部下巴、鼻部、额头及嘴唇等, 通过注射将玻尿酸材料注入皮下, 通过增加皮下组织的容积来支撑凹陷或不饱满的部位, 达到充盈塑形的效果。填充塑形类玻尿酸注射剂根据交联度、分子大小、流变性与硬度等分为不同类别型号填充剂, 目前市面上进口国产品牌及系列多样丰富, 消费者主要根据其消费水平区间和施术部位而选择适合的针剂产品。
- ② 皮肤水光保护剂主要被运用于皮肤真皮层, 通过负压科技“水光枪”仪器及手针将玻尿酸、VC、矿物质等物质直接注射至皮肤中胚层, 达到补水嫩肤美白的作用。皮肤保护剂中又以成分划分为水光针剂和动能素。水光针剂成分较为简单, 主要成分为透明质酸。动能素相较于基础水光针, 成分更为丰富, 含有多种矿物质、氨基酸、维他命、核

酸等元素，为皮肤注入更多营养成分，促进皮肤新陈代谢自我修复。

图 19：玻尿酸产品分类概况



资料来源：新氧 App，德邦研究所

玻尿酸赛道拥挤同质化程度偏高，差异化竞争大势所趋。玻尿酸注射剂主要分为填充塑形和皮肤水光保护剂两类。玻尿酸注射剂作为医美中端产品必争之地，多家药械商皆有布局，截止目前约有 17 家公司的玻尿酸注射剂已获得 NMPA 三类药械注册证。除了艾尔建乔雅登系列独占高端段几乎无竞品可言，其他品牌玻尿酸产品同质化现象较高。我国国产的玻尿酸大多位于中低端带且品牌力相对较弱，较难形成独特的营销记忆点。而爱美客嗨体及熊猫针洞察消费者隐性痛点，分别精准定位颈纹和眼周黑细分市场，填补差异化空白领域，从而打造“项目=产品”独占局面。

表 7：国内拥有医疗器械证书的主要玻尿酸注射剂公司情况

序号	公司名称	国家/地区	主要产品的商品名	首款产品取得国内医疗器械注册证书时间
1	Q-Med AB	瑞典	瑞蓝 II、瑞兰唯瑛	2008.12
2	爱美客	中国	逸美、宝尼达、爱芙莱、嗨体、夸活针	2009.10
3	华熙生物科技股份有限公司	中国	润致、润百颜	2012.07
4	LG Life Sciences, Ltd.	韩国	伊婉	2013.07
5	上海其胜生物制剂有限公司	中国	海薇、姣兰	2013.09
6	北京蒙博润生物科技有限公司	中国	舒颜	2014.02
7	科研生物科技股份有限公司	中国台湾	法思丽	2014.04
8	Humedix Co., Ltd	韩国	艾莉薇	2015.01
9	Allergan	美国	乔雅登雅致、极致、丰颜	2015.05
10	杭州协合医疗用品有限公司	中国	欣菲聆	2015.07
11	和康生物科技股份有限公司	中国台湾	肤美登	2016.04
12	CROMA GmbH	奥地利	Princess Volume	2017.05
13	山东凯乐普生物工程有限公司	中国	玻菲	2017.07
14	常州药物研究所有限公司	中国	碧萃诗	2018.03
15	大熊制药	韩国	婕尔	2019.03
16	菲洛嘉	法国	Art Filler	2019.11
17	吉诺斯	韩国	蒙娜丽莎	2019.12

资料来源：新氧 App，爱美客招股书，德邦研究所

2.3. 合规化进程利好国产药械设备龙头

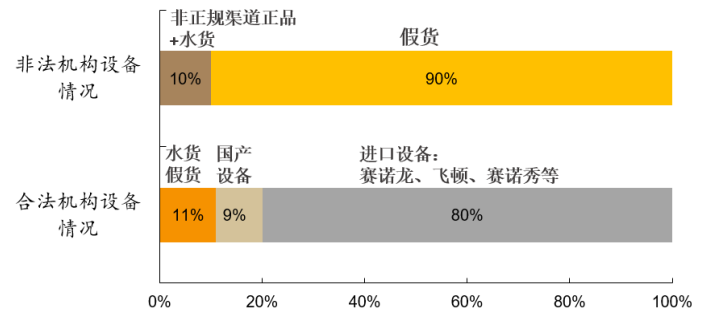
水下药械市场暗潮汹涌。据经济学家报道，医美整形的快速流行导致中国市场药械端假货及无证商品泛滥，预测市场中整体约有三分之二的针剂为无证的水货或假货。在仪器设备端，单台设备尤其进口设备普遍价格不菲，热门项目热玛吉、酷塑等仪器可高达近百万元，大多小型机构和非法违规机构难以负担初始设备费用而选择非正规水货产品及假货。根据艾瑞咨询统计，在合法机构中约 11% 的设备仪器为水货假货，而在非法机构中约 90% 设备为假货，其余 10% 为非正规渠道货+水货。

图 20: 我国针剂市场 2/3 处于水下灰色地带



资料来源: 经济学人, 德邦研究所

图 21: 2019 我国机构设备仪器情况



资料来源: 艾瑞咨询, 德邦研究所

政策监管趋严与指导规范并行, 医美行业加速洗牌。从 2002 年起国家陆续发布医疗美容服务管理办法、机构标准和分级管理目录, 出台了医美机构评价标准及细则, 并对医美器械药品进行更加严格的管控。2020 年, 卫健委下发了《关于进一步加强医疗美容综合监管执法工作的通知》, 进一步严格整治医疗美容行业打击非法违规黑医美机构。同时中国整形美容协会称会联合行业力量累计培训 5 万人次意向专科医师。2021 年 1 月 26 日, 教育部回应“医美专业进大学”建议, 称大力支持美容医学学科建设和人才培养工作, 根据《学位授予和人才培养学科目录设置与管理办法》, 有条件的学位授予单位可根据自身发展和社会需求在临床医学等以及学科下自主设置美容医学相关二级学科。2021 年 3 月两会期间全国政协委员肖苒提出: 建议取消医美咨询师, 规范医务助理服务。委员肖苒在其《关于加强医疗美容从业人员管理的提案》中指出, 很多医美机构设有医美咨询师, 大多数都在扮演“市场销售”的角色, 无医学背景的咨询师经常避谈医疗风险夸大项目效果而误导消费者, 从而引发医美乱象纠纷。国家出台的一系列政策都在不断引导行业各个环节向规范化和健康化发展, 驱动良性发展, 减少行业负面新闻, 保障医美市场秩序稳定。

表 8: 我国近年来出台的部分医美监管政策

《医疗机构诊疗科目名录》	1994	卫生部	首次将“医疗美容科”正式列为医疗机构的一级诊疗科目
《医疗机构基本标准》	1994	卫生部	规定了美容医院、医疗美容门诊部、医疗美容诊所及综合性医院医疗美容可是等医疗美容机构的基本标准, 同时另外规定了整形医院、门诊部、诊所及科室的基本标准
《医疗美容服务管理办法》	2002	卫生部	首次规范了医疗美容行业, 规定了医疗美容机构必须取得《医疗机构执业许可证》, 医疗美容医师必须具有执业医师资格
《美容医疗机构、医疗美容科室基本标准(试行)》	2002	卫生部	规范美容医疗机构、医疗美容科基本标准
医疗美容机构基本标准(修订意见稿)	2008	卫生部	针对《美容医疗机构、医疗美容科基本标准(试行)》(2002 年)进行了修订, 规定了医疗美容机构的床位、面积、人员配置等方便的标准
医疗美容项目分级管理目录	2009	卫生部	依据手术难度和复杂程度以及可能出现额度医疗意外和风险大小, 将美容外科项目分为四级, 针对医疗美容项目进行分级管理
《商务部关于“十二五”期间促进美容美发业规划发展的指导意见》	2011	卫生部	将美容美发业纳入“十二五”服务业发展的总体规划, 促进美容美发产业化发展
关于进一步加强医疗美容管理工作的通知	2012	卫生部	重申对医疗机构、美容项目、从业人员、广告宣传、信息化五个方面的管理要求
《国务院关于促进健康服务业发展的若干意见》	2013	国务院	对盈利性医疗机构建设减半征收有关行政事业性收费, 纠正各地自行出台的歧视性价格政策, 探索建立医药价格形成新体制
《医疗美容机构评价标准》	2014	中国整形美容协会	在全国 7 省、直辖市共 17 家民营医疗美容机构开展《医疗美容机构评价标准》评价试点工作并计划与年内对全国民营医疗美容机构做出评价认证
《医疗美容机构评价标准实施细则》	2015	中国整形美容协会	下发正式版《医疗美容机构评价标准实施细则》, 作为 2016 年医疗美容机构现场评价和相关培训的依据
《打击非法医疗美容服务专项整治工作方案》	2021	八部委	提升医美机构依法执业意识, 强化服务安全与质量, 防范医疗纠纷与安全风险, 严厉打击非法医美活动和水货假货的生理

资料来源：清科研究中心，Wind，德邦研究所

2021 八部委联合打击非法医美整治方案，多角度聚焦医美灰色地带。今年 6 月 10 日国家卫生健康委携手中央网信办、公安部、海关总署、市场监管总局、国家邮政局、国家药监局及国家中医药局出台《打击非法医疗美容服务专项整治工作方案》，并定于 2021 年 6 月-12 月在全国范围内开展打击非法医疗美容服务专项整治工作，以维护消费者合法权益保障群众身体健康与生命安全。此次政策主要打击医美服务从业及药械生产中的非法违规行为，对无证无牌照的机构、医生和药械都进行相应管制，打击生美越界经营和医生机构超范围操作，加强医美服务端合法合规经营管理；并在服务产品宣传方面规范机构行为，不得虚假宣传和以次充好，进而维护行业秩序与消费者合法权益，促进医美行业健康长远发展。

表 9：《打击非法医疗美容服务专项整治工作方案》信息汇总

工作任务	目标	任务细则
严厉打击非法开展医疗美容相关活动的行为	提高美容医疗机构依法执业意识，严厉打击非法医疗美容活动	医疗美容活动涉及人民群众身体健康和生命安全，必须依法取得医疗机构执业许可证才能开展执业活动。任何单位和个人，不具备法定条件，不得开展医疗美容服务，不得违法采购、使用医疗美容类药品和医疗器械，不得发布医疗广告或变相发布广告。 重点加强生活美容服务机构监管，查处生活美容服务机构及其他机构和个人未取得相应资质开展医疗美容服务，以及医师到非医疗机构开展医疗美容服务的行为。重视投诉举报线索，鼓励有奖举报，严肃查处利用宾馆酒店、会所、居民楼违法开展医疗美容行为。
严格规范医疗美容服务行为	强化医疗服务质量和安全管理，防范医疗纠纷和安全风险	美容医疗机构对本机构依法执业承担主体责任，其法定代表人或主要负责人是第一责任人。医疗机构应当建立并落实依法执业自查工作制度，加强投诉管理，排查执业风险，消除安全隐患。机构要加强医疗美容项目管理，认真落实医疗美容核心制度，规范医疗技术临床应用管理。 严禁机构聘用非卫生人员、超范围开展诊疗活动，严禁“以次充好”，使用不符合国家规定的药品、医疗器械和消毒器械；严禁发布虚假医疗广告及服务资讯类信息；严禁违规分解手术项目；严禁价格欺诈，以及不按规定项目名称和标准收费。
严厉打击非法制售药品医疗器械行为	严格规范医疗美容服务相关药品和医疗器械生产、流通和使用监管，严厉打击生产、经营和使用不符合国家规定的药品、器械等行为	加强我国境内上市的药品和第二、三类医疗器械产品注册管理，未取得注册批准的产品不得上市；未依法取得药品、医疗器械生产、经营合法资质的，严禁从事药品、医疗器械生产、经营活动。 药品和医疗器械生产经营企业要按照《药品管理法》、《医疗器械监督管理条例》等法律法规要求加强管理，依法生产、守法经营。 美容医疗机构应当向有生产经营资质的企业购买药品、医疗器械，落实进货查验制度，按照适应证依法合理使用医疗器械，严格医疗用毒性药品和麻醉药品使用。
严肃查处违法广告和互联网信息	依法规范医疗美容服务信息和医疗广告行为，严厉打击虚假医疗美容类广告、信息及不正当竞争	医疗美容广告属于医疗广告，非医疗机构不得发布医疗广告。美容医疗机构发布医疗广告，严格按照《广告法》和《医疗广告管理办法》规定，依法取得《医疗广告审查证明》并按规定发布医疗广告；未经依法审查取得批准，严禁发布医疗广告，或以新闻形式、医疗资讯服务专题(栏)、健康科普等形式变相发布医疗广告、虚假信息。

资料来源：卫健委，德邦研究所

2021 八部委文件与 2017 年七部委打击非法医美专项行动有什么更新？

① 水货整治势在必行：在此次参与的八部委中，国家邮政局为以往七部委监管打击活动基础上的新参与者。邮政局的参与有助于在供应链维度打击非法走私药械水货，督促寄递企业严格落实实名收寄、收寄验视、过机安检“三项制度”，配合海关等相关部门加大对药品、医疗器械类物品查验力度，严防相关禁寄物品流入寄递渠道。

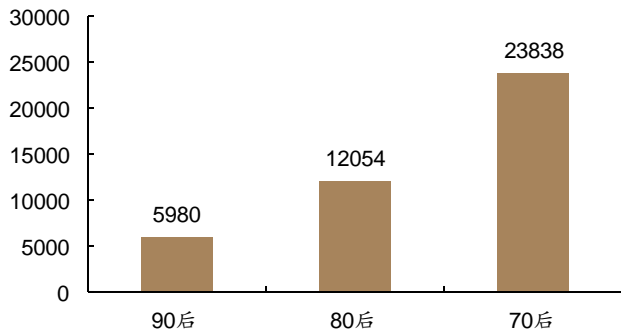
② 严格规范医美服务行为：2017 年打击非法医美专项行动中，主要围绕以下四个方向展开：1) 严厉打击无证行医，规范医疗美容服务行为；2) 严厉打击非法制售药品医疗器械；3) 严肃整治违规医疗美容培训；4) 严肃查处违法广告和互联网信息。在 2017 年的规范医疗美容服务行为中，尚未涉及对医疗服务质量和安全的管理以防范医疗纠纷及安全风险。在新增内容中政策更倾向于引导医美服务回归医疗本质，注重医学安全性。将法定代表人或主要负责人作为第一责任人，以提升机构端对医美安全及服务质量的重视。同时避免消费层面的项目及价格误导，严禁违规分解手术项目与价格欺诈。

强监管呈常态，形似打击实为保护。根据态度美学和美呗医美统计，仅2017-2018年国家七部委进行了大量的非法打击整治行动。检查非法医美逾十万家，非法售制药品医疗器械的商家仅四万家，并处理了大量违规医疗美容培训、违规医美广告和互联网信息。视情况轻重，相关机构对案件进行了不同程度的行政、司法处罚。可见行业灰色地带广泛存在，但国家整治决心和力度从未松懈。各种严厉监管行为形似打击医美行业，实则在清理铲除非法违规机构医生，改变行业负面混乱的水下市场现状，匡正行业风气保护消费者和各方正规机构，推进行业长期有机可持续发展。**针对中游药械商：强监管有望帮助其取代非法渠道水货、贴牌货假货的药械地下市场，促使正规药械扩容抢占更多市场份额，国产优质中端产品有望承接市场需求转移。**

2.4. 国产品牌性价比路线对接年轻下沉需求

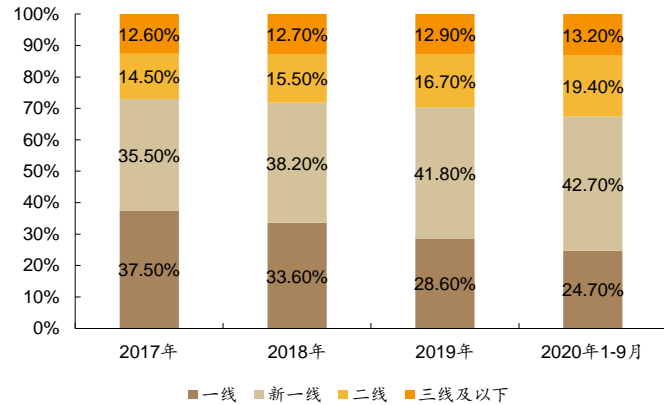
年轻群体需求旺盛囊中羞涩。年轻群体在医美消费者中占比较高，根据《2020年更美APP医美行业白皮书》，90后和00后消费者占比之和高达74%，70后和80后占比分别为3%和23%。90后及00后从小成长于高速发展开放的市场经济社会，相比上一代拥有更强的消费意愿，消费选择上偏好较审美及个性化等精神需求。90后00后对于医疗美容具有更开放的接受心态和消费倾向，但同时此群体仍处于求学或经济刚刚独立阶段，收入水平较为有限，整体消费实力不及80后70后群体。据美莱2018年整形大数据，90后、80后及70后微整人均消费分别为5980元、12054元及23848元。**下沉市场逐渐发现国货空间有待打开。**回顾从2017年到2020年1-9月各层级城市消费占比结构变化，一线城市占比从37.5%萎缩至24.7%，而新一线、二线和三线及以下层级城市的占比均出现一定幅度的提升。目前医美下沉市场的消费者教育和服务供应都处于较为欠缺阶段，且总体而言中线低线城市人均可支配收入远低于一线城市，**优质高性价比国货产品将有助于医美机构走进下沉市场对接广大平价求美需求。**

图 22：2018 年美莱 90 后、80 后 70 后平均消费（单位：元）



资料来源：美莱 2018 整形大数据，德邦研究所

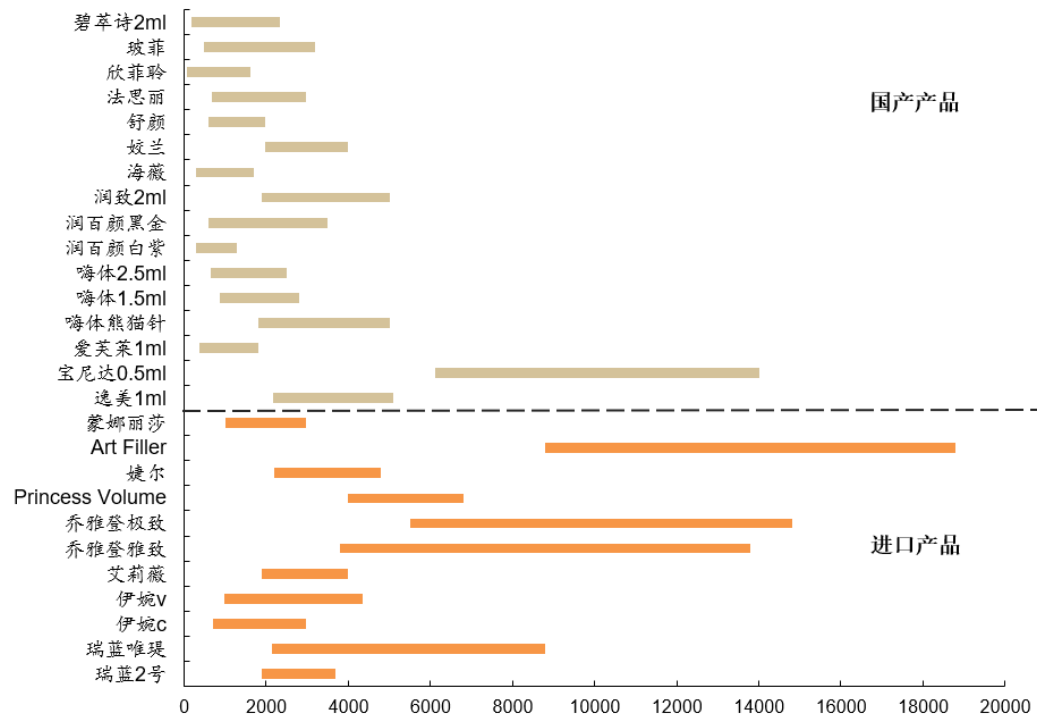
图 23：全国医美用户城市层级分布变化



资料来源：Fastdata，德邦研究所

国货之光高性价比路线打开替代空间。进口医美产品由于关税、营销费用及品牌溢价等显性隐性费用平均产品价格高于国货产品。以广受消费者青睐的轻医美玻尿酸注射剂为例，新氧 APP 平台上一支国产玻尿酸市场终端价集中于 800 元-4000 元区间，而一支进口玻尿酸产品除获客型玻尿酸外终端价格主要位于 3000 元-10000 元不等。玻尿酸注射剂作为可代谢分解自我吸收的填充材料，维持时间在 3 个月至一年半之间，消费复购率极高而导致此项目的长期消费总价偏高。通过了我国药监局严格审批认证的进口国产产品都有着很高的质量标准保证。**国货产品技术、施术经验及品牌形象近年来都在逐渐进步完善，有望在年轻群体和下沉市场中继续突破实现放量增长。**

图 24：国产和进口玻尿酸价格区间分布图（单位：元）



资料来源：新氧 App，德邦研究所

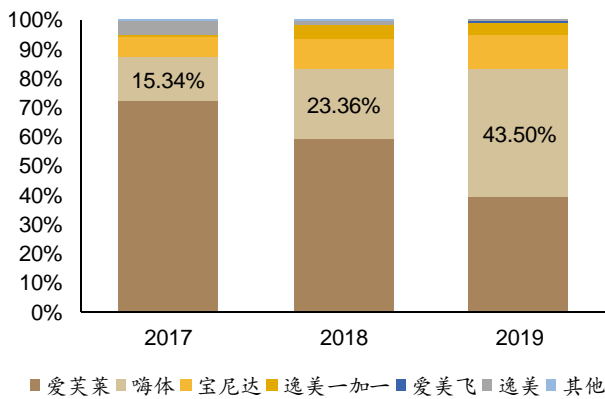
3. 产品+牌照+营销优势筑高品牌护城河

3.1. 注射起家产品线壮大，前瞻性布局

3.1.1. 差异化定位突出重围，双策略并行可进可守

大单品嗨体驱动营收增速，独家效应绑定品牌与功效。嗨体作为药监局唯一批准的颈部皱纹注射产品，其核心技术获国家发明专利。嗨体的主要成分除透明质酸钠外还包含 L-肌肽、维生素 B2 和多种氨基酸，通过超微渗透技术直接作用于真皮层，定位、定层及定量输送营养，提升纤维细胞胶原蛋白合成能力，还原颈部皮肤弹性和光滑度，帮助颈纹修复和肌肤紧致提拉。在嗨体产品推出之前，国内尚未有玻尿酸注射剂聚焦颈部纹路松弛等问题。嗨体业务线推出于 2016 年，经过两年的渠道铺开市场教育，于 2018 年开始实现显著增长。2017 年至 2019 年，嗨体的销售收入从 0.34 亿元增长至 2.42 亿元，实现 7 倍增长；2020 年度以嗨体为主的溶液类注射针剂逆势扩容，收入同比上升 82.85%。在线上社交媒体中，话题#嗨体去颈纹#的阅读次数已超过话题#颈纹#。目前独享颈纹填充修复注射空间，深度绑定品牌与颈部项目，在市场中形成近乎“颈纹=嗨体”局面。

图 25：2017-2019 年嗨体销售收入占比大幅上升



资料来源：爱美客招股说明书，德邦研究所

图 26：微博#嗨体去颈纹#话题阅读次数高于#颈纹#话题



资料来源：微博，德邦研究所

嗨体系列产品丰富，周期治疗复购率高。嗨体产品分为 1.5ml、2.5ml 及 1.0ml “熊猫针”三种型号，功效差异化定位满足多元需求，三类细分产品可相互搭配使用发挥复合效果。1.5ml 与 2.5ml 的嗨体产品同期较早推出，主要针对于颈纹皱纹及衰老进行针对性修复填充。1.5ml 的嗨体产品初期定位于颈部细纹填充，对细纹进行填充平复，同时通过逐渐修复断裂的胶原纤维实现抚平细纹的作用。2.5ml 的产品针对皮肤紧致提升，采取点阵微滴注射将产品平铺于颈部皮肤，给真皮层补入营养成分，恢复紧致弹性。2020 年 6 月公司推出嗨体 1.0ml 产品“熊猫针”，采用细胞赋活疗法突破皮肤壁垒，“填充+养肤”双管齐下，是嗨体三款产品中粘滞性和充盈效果最好，最适宜组织容量补充的产品。由于嗨体系列产品均为非交联透明质酸产品，一次治疗改善效果时长维持在三个月至六个月左右，医生机构均建议消费者周期性治疗，通常以三次为单位的疗程治疗综合改善面颈部状况。

表 10：嗨体系列三类产品差异化定位

产品	支撑性和粘滞性	作用	形态
嗨体 1.0ml	0 交联 粘滞性较强	组织填充泪沟 黑眼圈改善 胶原结构紧致眼周	
嗨体 1.5ml	粘滞性中等	填充颈部凹陷 平复颈部细纹 为胶原纤维的形成提供时间	
嗨体 2.5ml	强力锁住 500 倍水分	水光注射改善肤质 改善肌肤衰老松弛 面部肌肤紧致提升	

资料来源：直白一美，德邦研究所

玻尿酸矩阵逐渐成熟，系列化打造更迭升级。公司作为国内首家取得国家药监局（NMPA）批准用于面部软组织修复的注射用透明质酸钠医疗器械产品注册证书的企业，设立至今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。公司产品设计研发为满足多个细分领域的不同消费体验需求，六款产品在配方组份、注射部位、注射体验等方面有所不同各有对症。我们对标全球公认的高端品质艾尔建乔雅登玻尿酸体系，爱美客的玻尿酸系列设计具有前瞻性格局，多维立体的产品打造差异化渗透医美消费群体。乔雅登系列以技术为基础，将所有产品分为 **HYLACROSS** 和 **VYCROSS** 系列线产品，并按照分子大小及保持时间长短对产品进行阶梯式设计。乔雅登的系列产品定位可分为常规产品和细分化产品，常规化产品包括极致、雅致和丰颜等；细分化产品包括：欧美热门项目唇部开发针对性产品 Ultra smile，针对真皮层补水保湿需求推出高端水光 Volite。

表 11：艾尔建乔雅登（Juvéderm）系列化产品打造

产品名	生产技术	适应症	产品包装	产品图	中国上市时间
乔雅登雅致 Juvéderm ULTRA®	HYLACROSS	用于注射到面部真皮组织的中层到深层部位，以纠正中度鼻唇沟皱纹。	2*0.8ml 每盒		2015 年 5 月
乔雅登极致 Juvéderm ULTRA PLUS®	HYLACROSS	用于注射到面部真皮组织的中层到深层部位，以纠正中度鼻唇沟皱纹。	2*0.8ml 每盒		2015 年 5 月
Juvéderm Ultra smile	HYLACROSS	细分化产品： 为双唇设计，使它更自然饱满滋润，可以重新改变双唇形状，恢复他们的新鲜度，并改善轮廓。	2*0.55ml 每盒		N/A
乔雅登丰颜 Juvéderm VOLUMA	VYCROSS	用于面颊部深层（皮下和/或骨膜上）注射，以重塑面部容积	2*1ml 每盒		2019 年 12 月
乔雅登缙颜 Juvéderm VOLIFT	VYCROSS	用于面部真皮组织注射，以纠正中重度鼻唇沟皱纹。利多卡因存在目的是为减少治疗过程中的疼痛。	2*1ml 每盒		2020 年 9 月
Juvéderm VOLBELLA	VYCROSS	中国大陆首个应用于丰唇及矫正口周皱纹的透明质酸钠产品	2*1ml 每盒		2021 年 4 月
Juvéderm Volite	VYCROSS	细分化产品： 真皮层长效水光	2*1ml 每盒		N/A

资料来源：乔雅登公司官网，新氧 App，德邦研究所

爱美客双品牌策略：常规系列（稳健策略）+细分化系列（弹性策略）满足市场稳健需求和弹性需求。爱美客公司的玻尿酸注射剂产品布局亦尊崇双品牌策略：①常规化系列满足市场稳健持续需求保障稳定销量和业绩收入，打造公司护城河。常规化产品包括爱芙莱、逸美一加一、紧恋、爱芙莱金装。②细分化系列定位捕捉市场弹性需求，以差异化定位打造产品竞争力，专攻细分领域和部位，成为公司业绩增长瓶颈的突破保障，作为竞争利器帮助产品从众多玻尿酸产品中脱颖而出。细分化产品包括嗨体系列、嗨体熊猫针和宝尼达。

图 27：爱美客品牌两类策略



资料来源：美沃斯论坛爱美客公开会议资料整理，德邦研究所

3.1.2. 产品管线储备充足，厚积薄发长足发展

储备产品丰富，冻龄抗衰瘦身领域齐发力。公司组合布局多元，产品线从生物医用材料向生物医药领域扩展，大量研发投入推动公司长足发展。公司在生物高分子、生物蛋白和组织工程技术领域大量投入，通过技术、材料与产品配方的创新在研产品走在国内市场前沿，并呈现出梯队化的布局。目前公司在研产品主要攻克两个方向：**抗衰冻龄和瘦身塑形**。截止 2020 年底，用于皮肤填充的童颜针医用含修饰聚左旋乳酸微球的透明质酸钠凝胶项目（童颜针）进入到注册申报阶段；用于去除动态皱纹的注射用 A 型肉毒毒素（Hutox）正处于临床阶段；用于慢性体重管理的利拉鲁肽注射液正处于临床阶段；用于局部软组织代谢的去氧胆酸注射液正处于开发小试及动物安全性评价研究阶段。

表 12：爱美客在研产品丰富

项目名称	产品类别	阶段	功效	国内外市场对标产品
医用含修饰聚左旋乳酸微球的透明质酸钠凝胶	III 类医疗器械	注册申报阶段	软组织填充刺激胶原蛋白再生	塑然雅 Sculptra
A 型肉毒毒素	生物药品	临床试验阶段	放松肌肉以去除动态皱纹、瘦脸瘦腿	艾尔建保妥适、兰州衡力
基因重组蛋白药物 GLP-1 利拉鲁肽注射液	生物药品	临床试验阶段	糖尿病及肥胖症的治疗	诺和诺德 Saxenda
去氧胆酸药物	生物药品	-	软组织代谢	艾尔建 Kybella
医用聚羧甲基葡糖胺聚糖凝胶	III 类医疗器械	注册申报阶段	手术防粘连	术亿宁
医用生物补片	III 类医疗器械	注册检验阶段	硬脑膜及软组织修复	佰仁思

资料来源：爱美客招股说明书，爱美客年报，NMPA，德邦研究所

自研平台发力+代理引进+外延投资模式加速产品布局产业整合。

- ① 公司自研平台紧盯国内外研最新研究成果，密切关注国际医用软组织修复材料及生物医药的发展动态，建立了生物可降解新材料北京市工程实验室，搭建生物医用材料产品转化平台，通过创新研发不断推出满足市场需求的产品。

- ② **代理引进外延投资迅速壮大产品队伍。**公司于 2018 年 9 月同韩国 Huons Co.,Ltd 公司签订 A 型肉毒毒素产品合作协议,根据协议约定 Huons 授权爱美客在中国区域内进口、注册和经销其生产的 A 型肉毒毒素产品,爱美客将负责该产品在中国区域内的临床试验及注册申请,公司将在中国开展该产品的临床试验并在获批后获得独家代理权销售该产品。经国际经验表明肉毒毒素产品自研时间普遍较长,爱美客通过代理引进方式 (license-in) 和韩国知名品牌 Huons 旗下 Hutox (橙毒) 合作,较大程度上缩短研发时间,有望近期内参与国内仅有四款上市产品的肉毒毒素市场。
- ③ **外延投资抢占优质资源。**2020 年公司与韩国 DongBang Medical co.,Ltd (株式会社东方医疗) 合资成立东方美客 (北京) 科技发展有限公司,其中爱美客持有该公司 51% 股份。合资公司通过引进韩国专利技术,进行埋植线产品的进一步研发和生产。同时爱美客投资取得杭州先为达生物科技有限公司 2% 股份,以完善未来 GLP-1 生物药肥胖症治疗方向的业务布局和长期竞争能力。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丰富医美产品管线布局。同时,2020 年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),认缴出资占比 99.75%,针对医疗医药等单一项目进行投资,丰富医美全产业链布局。

3.2. 过证较早享受牌照资质红利

药械临床实验注册审批过程耗时长。我国医美药械属于国家三类医药药械,总体实验及过批流程耗时较长过程较复杂。全过程主要分为四个阶段:前期准备阶段、临床前研究阶段、临床研究阶段及注册审批阶段。临床研发及审批不确定性大,时间以年为单位普遍偏长,需要公司投入大量的人力物力及财力,为行业参与者筑起较高壁垒。市场新进入者若想迎头赶上则仍需要较长时间起码两至三年乃至更长的试验审批阶段。行业先行者爱美客将在未来两年内仍将继续享受其牌照资质优势带来的红利。

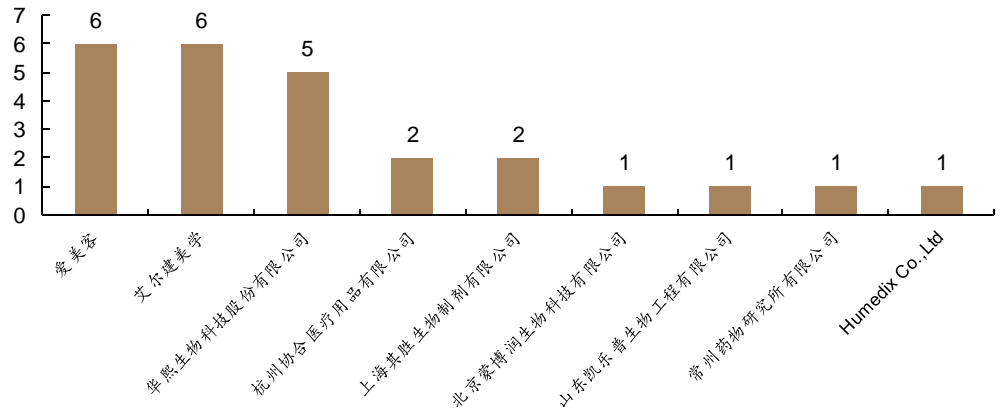
图 28: 我国临床试验及审批注册流程



资料来源: NMPA, 丁香医生, 德邦研究所

爱美客较早入局,牌照资质处于行业领先水平。从 2009 年“逸美”取得第一张国产透明质酸溶液医疗药械注射证至今,公司共拥有六张 III 类医疗器械的注册证,仅有全球医美龙头艾尔建美学与其旗鼓相当。此数据验证了公司踏实科研埋头拿证的决心和实践。爱美客过证能力强且资质牌照丰富,在监管趋严的政策红利下有望继续挤压水货假货灰色市场,持续提升在医美药械端的市占率和销售额。

图 29：爱美客 III 类药械牌照优势明显



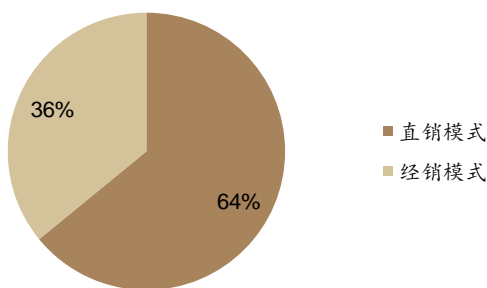
资料来源：NMPA，德邦研究所

3.3. 营销模式优越：直营紧握优质资源，培训推进市场教育

3.3.1. 直销为主经销为辅精确覆盖客户把握市场需求动态

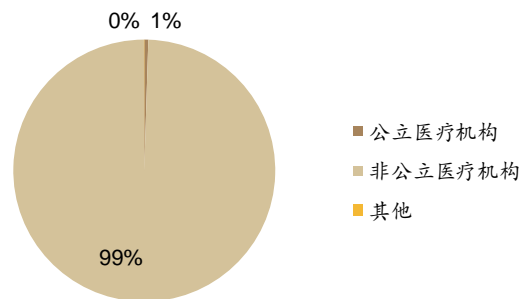
“直销为主、经销为辅”的销售模式，既牢牢把握住优质的客户资源，又进一步拓宽了市场渠道，形成了高效稳定的销售网络。2019 年公司直销收入占比 64.08%，处于主导地位；同时直销收入中非公立医疗机构占比高达 99.46%。公司将营销能力视为重要的核心竞争力之一，已经建立了一支执行力强、高度专业的销售团队。截至 2020 年末，公司拥有 160 名销售和市场人员，覆盖全国 31 个省、市、自治区大约 5000 家机构的销售网络。最终客户涵盖大量大型连锁非公立医疗机构和中国医学科学院整形外科医院、中日友好医院等三甲公立医院。公司销售部由业内具有丰富营销经验的精英团队组成，营销团队的成员大多有医疗美容行业专业背景，有丰富的行业销售经验。同时，公司定期组织销售人员培训，帮助营销人员掌握产品的功能和特性、了解行业发展趋势和政策动向。销售团队富有狼性文化，高弹性的市场化激励体制帮助员工提升销售积极性。

图 30：2019 年爱美客销售以直销模式为主



资料来源：爱美客招股说明书，德邦研究所

图 31：2019 年直销模式中非公立机构占比 99%



资料来源：爱美客招股说明书，德邦研究所

3.3.2. 全轩学院赋能医师打造交流学习平台

学院平台关注医生成长帮助注射医美交流学习。全轩学院是针对业内中坚力量的医生群体而开办，是集教学、研讨、互助及内容发布为一体的学习平台。2017 年 10 月，爱美客公司举办全轩学院启动仪式，邀请众多医美专家、学术大咖及行业代表参加会议探讨注射美容技术及产品发展趋势等课堂。近年来线上、线下等多种形式，建立起“全轩学院”品牌下的医生交流平台，帮助医生很好的使用公司的产品，给消费者带去更好的临床效果和体验。新型冠状病毒肺炎病毒疫情期间，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。截至 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。公司通过全轩学院平台可提高机构、执业医师和最终消费者对产品的认知与满意度，可以进一步提升公司现有产品的市场占有率，又可帮助行业拉动学术交流风气引导行业的规范化发展，为行业的可持续发展提供动力支持。

图 32：全轩学院多专家共同交流学习



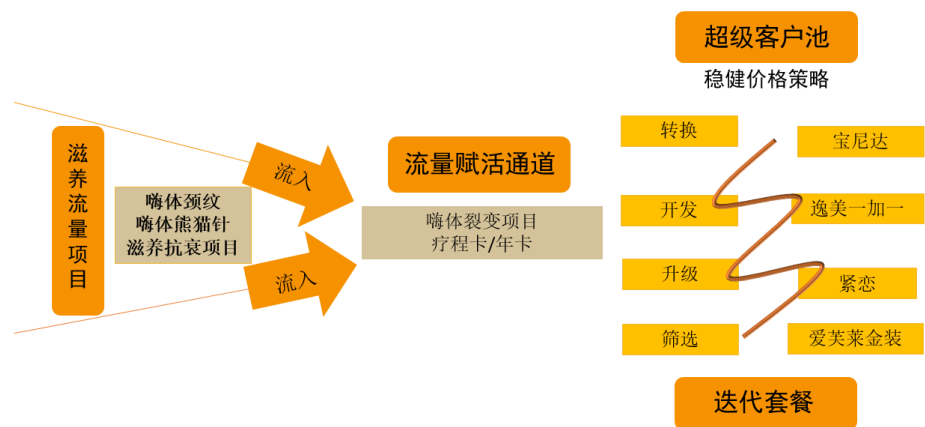
资料来源：当代整形，德邦研究所

4. 多维度预见未来增长

4.1. 上市多业务线产品需求稳定生命力强大

- ① **嗨体系列包揽颈部拓展眼周年轻化项目，机构运用空间多元。**目前嗨体系列已推出 1.5ml、2.5ml 及 1.0ml 熊猫针三款产品，分别针对颈纹填充、颈部紧致水光及眼周年轻化。嗨体系列凭借细分化局部化的颈部、眼部定位迅速抢占消费者心智，形成“产品=项目”几乎独占局面。嗨体产品在实践运用中，有高度裂变打造几十余种 SKU 的可能，亦是多次治疗复购消费的项目，同时可作为机构引流工具和其他产品相结合，赋能品牌其他产品。

图 33：嗨体品牌构建流量运营矩阵



资料来源：爱美客公开会议资料整理，德邦研究所

- ② **新品上市冬活泡泡针瞄准皮肤美学市场。**冬活泡泡针定位双抗双分子打造肌肤医学隔离膜产品，通过 L 肌肽、复合氨基酸等营养物质帮助肌肤抗氧化抗糖化，双分子非交联透明质酸解决皮肤缺水问题，增强细胞活性。

图 34：冬活泡泡针打造活性双抗体系

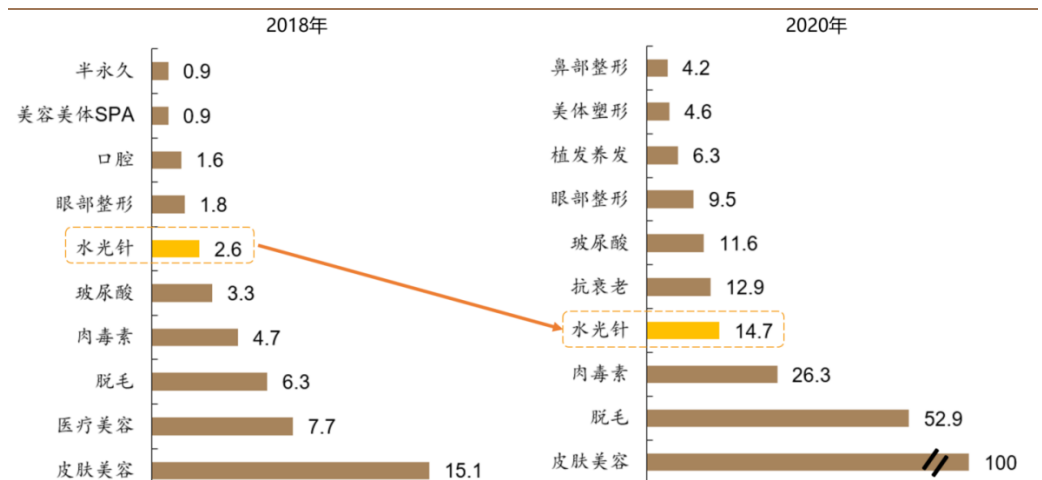


资料来源：冬活泡泡针 AI 发布会，德邦研究所

市场水光针订单量大幅提升。据德勤x美团 App 统计，以 2020 年皮肤管理订单量为 100 基数，2020 年水光针订单量相比 2018 年上升了 465%。需求端爆发式增长而供给侧品类较少，水光产品中可破皮使用的 III 类医疗器械截止目前只有四个产品：嗨体、冬活泡泡针、华熙生物润致娃娃针和瑞蓝唯缇。市场上存在着大量水光针剂为超范围使用的 I 类药械乃至妆字号产品。在政策趋严下，未来正规有证的药械产品将有望较大程度挤压水

下灰色市场。

图 35：2018 年至 2020 年水光针订单量及排名上升



资料来源：德勤，美团 App，德邦研究所
注：订单量以 2020 年“皮肤美容”订单量 100 为基准

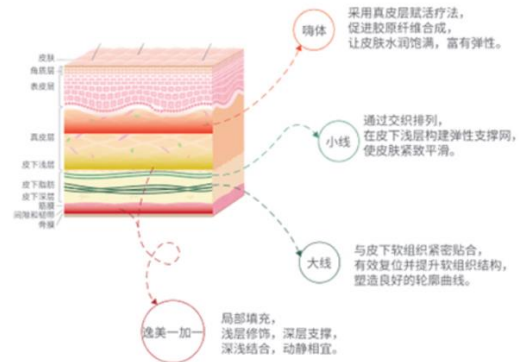
- ③ **玻尿酸系列填充产品需求稳定。**爱美客旗下已推出的玻尿酸产品系列中产品多样，锚准市场不同需求及群体。长效 PVA 微球玻尿酸宝尼达定位高端填充抗衰需求，爱芙莱添加利多卡因无痛注射提升用户舒适度，逸美一加一升级迭代“大红”“小金”双产品推出打造不同塑形效果。我国玻尿酸赛道竞品偏多，但根据新氧白皮书我国玻尿酸注射超轻医美注射剂中的六成，且在全球注射类项目中占比保持在 39%左右 (ISAPS)，需求稳定持续。
- ④ **国内首款线雕产品获批拓宽公司业务边界。**埋线提升是将可吸收线，植入到皮下脂肪的浅层及深层，对皮肤进行提拉，达到年轻化的方法，微创术后即刻效果明显。2019年5月，爱美客“紧恋”聚对二氧环己酮产品 (PPDO) 上市，具有优异的生物相容性、可吸收性和可降解性，成为国产首个 PPDO 线雕产品。紧恋产品包括平滑线、螺旋线、锯齿线三种线型，三种线性分别满足用户皮肤紧致、表情区紧致、精细部位凹陷填充和皮肤提升的用户需求，可与其他手术、非手术年轻化手段联合应用，例如与嗨体注射复合搭配解决凹陷下垂等状况，分层解决结构性衰老问题，有效恢复皮肤青春紧致状态。公司立足于更长远广阔的医美抗衰需求打造多元产品管线，支撑提升“线雕”产品是公司从玻尿酸针剂类产品拓展至综合类医美药械正式迈出的第一步。线雕项目从国外传入中国市场近年来具有大量需求，而目前大量进口水货产品广泛存在，随着监管趋严紧恋产品国产替代空间较大。

图 36：首款 PPDO “紧恋”产品图



资料来源：新氧百科，德邦研究所

图 37：线雕产品与玻尿酸产品复合搭配抗衰紧致更佳



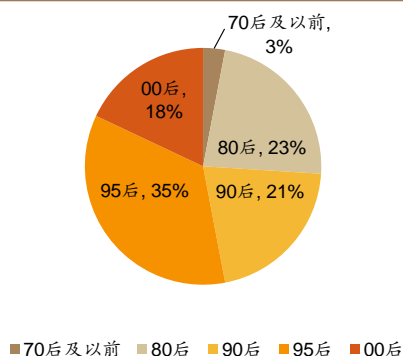
资料来源：美佳网，德邦研究所

4.2. 未来增量管线蓝海前景十足空间广阔

4.2.1. 抗衰童颜：受众广大，未来消费空间可观

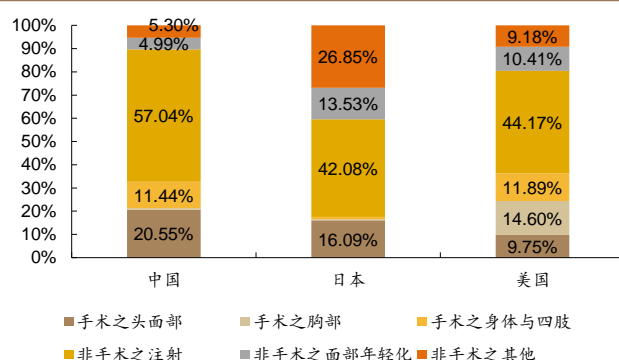
“医美刚需”抗衰诉求持续覆盖群体渐广，我国抗衰市场渗透有待提升。冻龄抗衰老作为求美人群不变的需求，在医美行业中一直处于高度受关注状态。抗衰老群体在社会结构变化和医美美容产业发展中逐渐壮大。在我国人口结构老龄化大趋势下，熟龄人群占比将有待继续提升。同时在医美市场教育和社交线上媒体等传播下，抗衰老意识逐渐年轻化，抗衰人群从过去中年弥补式抗衰延伸至90后预防式“抗初老”。根据《2020年更美APP医美白皮书》，80后及以前消费人群占比达26%，超四分之一的医美消费者已步入四十岁阶段，有强劲的年轻化抗衰诉求和消费实力。90后消费者目前占比过半达56%，而在十年之后，Z世代90后将全部迈入三十岁“熟龄初老”阶段。90后成长于高速发展的商业社会，有较强的消费意愿和开放悦己的消费态度，接触医美概念较早，并乐于在各渠道资源中学习分享医美信息，将成为抗衰老市场的坚定支撑力量。相较于医美产业更为发达的日本和美国，我国目前非手术类面部年轻化项目疗程占比仅为4.99%相对偏低。随着时间推移消费者诉求将有所转移，并在未来市场教育下对医美概念的理解会更为理智和全面，非手术类面部年轻化项目渗透提升。

图 38：2020 年医美用户年龄段占比



资料来源：《2020年更美APP医美白皮书》，德邦研究所

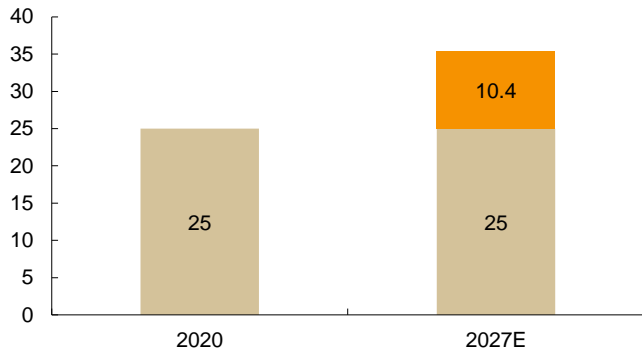
图 39：中日美三国医美总疗程占比



资料来源：ISAPS，新氧大数据，德邦研究所

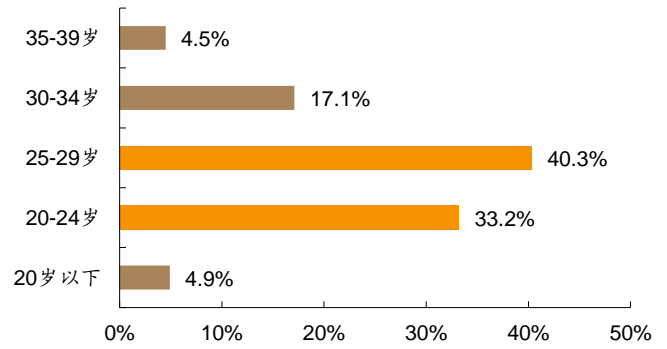
全球抗衰市场已破千亿，“存储青春”概念呈年轻化趋势。对抗衰老一直是全球美业共同的话题，在医疗美容求美方向中，我国消费者需求和认知正在从以往的“改头换面”转向“储存青春”抗老维养。根据 Research&Markets 研究，全球抗衰老服务市场于2020年已破千亿元人民币，而预计将以CAGR5.1%的增速于2027年达到354亿美金。抗衰老话题在我国社交媒体备受热议，成为年轻人最为关注的话题之一。从各大平台出现的#话题#，我们可以发现年轻90后群体对抗衰的讨论积极性非常高，并延伸出“抗初老”、“童颜”等保养概念。微博平台#90后破产式抗老#阅读量高达1400万，短视频平台抖音#90后的初老危机#话题内容高达5358.5w次播放。在东方审美偏向饱满年轻少女感的大背景下，如今抗衰已不仅是熟龄中年群体的焦虑，年轻人的抗衰意识也非常成熟。根据艾尔建消费者洞察研究报告的样本调研，都市女性抗衰意识已然从20岁开始萌芽，20-29岁年龄段群体中约有73.5%表示已开始对衰老感到压力。20+群体主要希望通过抗衰手段锁住颜值青春巅峰，30+与40+群体则期望通过趁早保养而达到冻龄有方未来便会更从容，年轻化的抗衰老需求强力支撑。

图 40: 全球抗衰老服务市场逾千亿规模 (单位: 十亿美元)



资料来源: Research&Markets, 德邦研究所

图 41: 约 73.5% 的 20-30 岁群体开始关注抗衰老



资料来源: 艾尔建, 《时尚健康》, 德邦研究所

抗衰老综合年轻化方案中, 需从面部浅中深三层综合打造, 其手段主要以轻医美微创注射类项目和光电仪器类项目为主, 手术类项目为辅。拉皮、吸脂、假体填充等手术在抗衰老中多服务于要求较高或问题突出的少数消费者。注射类项目主要分为肉毒毒素去皱和活性材料填充 (物理填充和刺激胶原) 两个大方向: 肉毒毒素通过麻痹萎缩肌肉而发挥去皱瘦脸瘦身功效, 物理填充通过注射胶原或玻尿酸达到补充组织容积塑形填充的效果, 刺激胶原生产的注射剂通过注入微球颗粒刺激胶原增长。非侵入式仪器项目通过声光电乃至冷冻技术对皮肤、脂肪乃至 SMAS 筋膜层进行作用, 达到提亮肤色、祛斑、再生等效果。

表 13: 主要抗衰老项目分类整理

技术类型	技术原理	针对层次	代表技术和项目	效果	代表企业
注射类					
肉毒毒素	A 型肉毒毒素	肌肉层	保妥适、兰州衡力	麻痹肌肉而减少皱纹 维持 6 个月左右	艾尔建、兰州生物制药
皮肤保护剂	玻尿酸及活性营养物质	真皮层	瑞蓝唯瑛、 本活泡泡针	皮肤保湿及新陈代谢滋养赋活 无交联剂维持 2 个月左右	爱美客、高德美
物理填充	交联玻尿酸	中层组织、深层骨膜	乔雅登、伊婉、嗨体	不同交联水平维持 3-18 个月	艾尔建、LG、爱美客
	胶原蛋白	真皮层	肤丽美	自然且无丁达尔现象, 维持时间偏短 3-4 个月	台湾双美
可刺激胶原生成	CaHA	中层组织 深层骨膜	瑞得喜	免疫肿胀反应几率高, 维持 12-18 个月	Merz
	聚酯微球类	中层组织 深层骨膜	PLLA	维持时间长但缺乏即时效果, 维持 2 年左右	Sculptra 童颜针
			PCL	即时效果+长期效果, 不同型号可维持 1-4 年	Ellanse 少女针 (华东医药)
光电仪器类					
激光	LED	浅层皮肤	红蓝光	祛痘嫩肤修复抗炎	技术含量低多厂家生产
	脉冲光	浅层皮肤	光子嫩肤、IPL、DPL	作用范围广、辐射扩散度大	Lumenis、飞顿 Alma
	激光	浅层皮肤	超皮秒、蜂巢皮秒 白瓷娃娃	精准、辐射扩散度低、实现肤质改善	赛诺秀、赛诺龙 飞顿 Alma
	激光	中层组织	Fotona4D	轮廓提升淡化纹路	欧洲之星
射频	单极射频	浅层皮肤	热玛吉 Thermage	收紧且刺激胶原蛋白再生	Solta Medical
	聚焦射频	浅层皮肤 中层组织	热拉提 Thermolift	紧致提拉略微溶脂	飞顿 Alma
声波	超声刀	中层组织 (SMAS 筋膜层)	Ultherapy	高度聚焦深层穿透、可作用于 SMAS 筋膜层收紧	Merz
冷冻	冷冻脂肪	身体脂肪	酷塑 Coolsculpting	冷冻脂肪新陈代谢排出	艾尔建
手术类					
线雕	-	中层组织为主, 依年龄与需求而定	紧恋、意大利悦升线	面部多维网状提拉复位、 韧带收紧固定	爱美客
拉皮	-	中层组织 (SMAS 筋膜层)	-	颞部发际内小切口剥离将松弛面部 提升、选调及固定	-

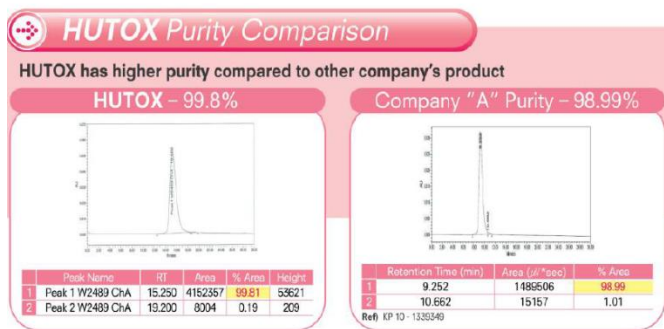
资料来源: 新氧 App, 德勤咨询, 德邦研究所

冻龄年轻化：爱美客布局线雕肉毒童颜项目精准发力抗衰需求

1) **A型肉毒进入临床阶段，蓝海市场抢占市场空间。**截至2021年5月，我国仅四款A型肉毒毒素通过NMPA审批进入水上合规市场，分别是国产兰州衡力和进口保妥适、吉适和乐提葆。兰州衡力和保妥适进入市场已十年之久，抢占消费者心智形成了高端-低端两极双寡头格局。吉适和乐提葆于2020年先后过批，市场份额目前占比偏低。参考医美大国韩国肉毒毒素国产进口各个品牌百花齐放的市场竞争格局，我国肉毒市场在迅速且持续扩容的同时亦有被多品牌瓜分的高度可能。我们相信爱美客代理引进的韩国A型肉毒Hutox若过证顺利会为公司注入强劲增长动力，成为公司新的“现金奶牛”。

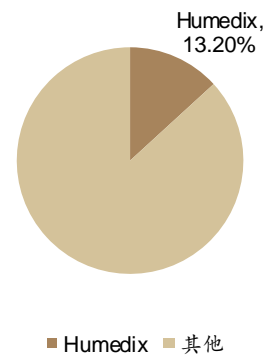
爱美客同韩国Huons公司合作代理引进知名品牌“橙毒”Hutox，目前已进入临床阶段，有望近年内上市。Hutox又名Liztox，作为韩国第四款商业肉毒毒素产品，根据四环医药年报资料，2019年4月Liztox在韩国本土取得注册证上市当年便取得0.4亿人民币销售额。Huons作为进军中国医美产业的韩国公司已颇有经验，公司To B影响力初见雏形，有助于未来帮助Hutox产品突出重围进行推广认知。Huons旗下子公司Humedix已有两大产品进驻中国并取得优异成绩。①其中高端玻尿酸品牌艾莉薇Elravie在2015年获得CFDA的上市批准，凭借其2018年其销售额排名第三仅次于LG伊婉和艾尔建乔雅登，占市场份额13.2%（Frost&Sullivan数据）。②旗下德玛莎水光注射仪作为中国市场知名水光注射仪在机构端和消费者端已颇有声望。

图 42：Hutox 纯度水平高



资料来源：Huons，德邦研究所

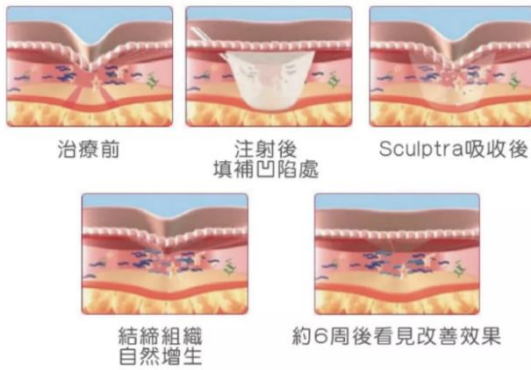
图 43：2018 年 Humedix 玻尿酸销售额列全国第三



资料来源：Frost&Sullivan，德邦研究所

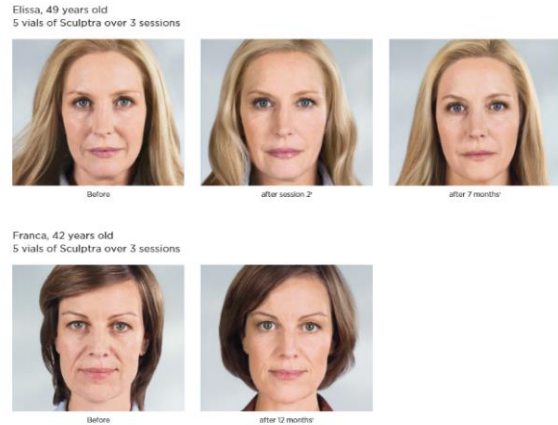
2) **童颜针蓄势已久即将登陆填补市场空白。**公司在研童颜针产品即医用含聚左旋乳酸微球透明质酸钠凝胶注射剂已完成临床试验，目前进入注册申报阶段获批在即。该产品主要成分聚左旋乳酸微球（Poly L-lacticacid/ PLLA）作为一种微粒注射型粉末，具有刺激胶原蛋白再生分泌的作用。童颜针注射后 PLLA 成为具有即时填充效果，数天后逐渐分解同时刺激胶原蛋白自我增生，约六周后治疗效果开始明显。童颜针填充效果较普通玻尿酸更为持久，PLLA 刺激效果可使真皮层组织变厚而改善凹陷皱纹持续赋活肌肤，改善因脸部皮下组织流失而引起的凹陷和下垂等现象，使肌肤恢复饱满紧致的青春状态。

图 44: 童颜针塑然雅作用原理



资料来源: Shanglift Dermatology, 德邦研究所

图 45: 童颜针塑然雅效果图



资料来源: 塑然雅 Sculptra 官网, 德邦研究所

童颜针全球渗透逐年提升。根据 ISAPS 全球统计数据,在非手术类轻医美疗程中,2019 肉毒毒素注射占比近半位列第一,玻尿酸占比排名第二达 31.69%,CaHA 微晶瓷和 PLLA 童颜针位列其后。PLLA 童颜针海外产品主要以 Sculptra 塑然雅为代表,其 1999 年于欧洲上市,2006 年 FDA 获批用于改善 HIV 患者的面部脂肪萎缩症,并于 2009 年获批用于治疗嘴部褶皱。Sculptra Aesthetics 作为 Sculptra 的美容适应症方向产品,2010 年 FDA 批准其用于注射浅至深层鼻唇沟及其他面部皱纹。2014 年塑然雅被雀巢集团收购并交由高德美公司(瑞蓝玻尿酸、吉适肉毒毒素母公司)负责。从 ISAPS 的历年数据中看出,PLLA 童颜针类产品在全球范围内接受程度逐渐提高,其非手术疗程占比呈逐渐上升趋势。

表 14: 全球 PLLA 童颜针于非手术疗程占比逐年提升

	2015	2018	2019
肉毒毒素	43.25%	48.17%	46.05%
玻尿酸	26.78%	29.46%	31.69%
微晶瓷	1.62%	1.02%	1.56%
PLLA (童颜针)	0.001%	0.57%	0.66%

资料来源: ISAPS, 德邦研究所

填充塑形进入再生 2.0 时代。爱美客着眼长效塑形紧致领域,于 2012 年推出长效玻尿酸产品宝尼达后,目前正在经历“童颜针”的注册申报阶段,对标欧洲明星产品 Sculptra 塑然雅。同时华东医药近期引进的 Ellanse“少女针”已获批上市。药械龙头纷纷瞄准东亚“童颜少女感”追求,市场助推填充剂进入 2.0 持久再生时代。相比于玻尿酸注射剂产品(3-18 个月)和胶原蛋白注射剂产品(3-5 个月)的代谢周期,童颜针产品更加长效,效果持久可以达两年左右。PLLA 注入皮内组织将逐渐显现再生紧致组织增厚效果,自然得改善凹陷部位。童颜针产品在人体体内代谢周期为两年左右,相比于惰性填充材料更安全可吸收。童颜针的概念和产品在欧美市场出现已久,以欧洲品牌 Sculptra 塑然雅为代表的童颜针产品已在抗衰老领域已拥有一定的影响力。自 1999 年面世以来,Sculptra 塑然雅已销往全球多国,超 15 万人次接受过治疗。中国香港中国台湾市场 Sculptra 童颜针及类似产品少女针已广受明星网红和普通求美者欢迎。目前该市场仅有长春圣博玛童颜针于 2021 年 4 月过批,市场仍处于较为空白待开发状态。我们认为公司凭借过硬的产品营销能力、直销经销渠道和 B 端 C 端品牌力,爱美客童颜针有望成为该细分空间第一款重磅现象级产品,挤压非正规水下市场,抬高公司业绩空间。

表 15: 四类填充剂差异化竞争

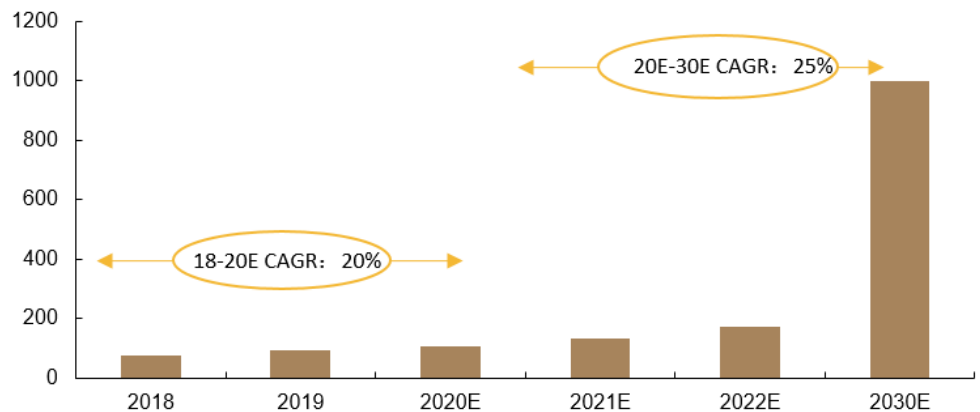
	玻尿酸注射剂	“少女针”	“童颜针”	微晶瓷
代表产品	乔雅登	Ellanse	Sculptra	Radiesse
基础材料	玻尿酸 (HA)	PCL+CMC	PLLA	CaHA
刺激再生能力	-	较强	强	-
材料硬度	分子大小不同硬度不同	中等	中等	硬
主要功效	填充塑形	即时填充、饱满再生胶原蛋白、改善肤质、提升紧致	饱满再生胶原蛋白、改善肤质、提升紧致	轮廓塑形骨性填充
施打部位	根据分子不同可注射于额部、鼻背、脸颊、下巴、卧蚕及唇部等	苹果肌、太阳穴、额头及法令纹改善等	额头、太阳穴、眼周、苹果肌、老化纹路及身体部位等	鼻背、下巴、法令纹等
效果呈现	即时填充	即时填充+逐渐显现	逐渐显现	即时填充
术后管理	无	无	后续需按摩施打部位	无
NMPA 过批情况	多产品过批	华东医药旗下 Ellanse 过批	仅一款长春圣博玛爱美客产品注册申报中	无
持续时间	分子大小 3-18 个月不等	型号不同 1-4 年	2 年左右	一年半左右

资料来源: 新氧百科, Ellanse 官网, Sculptra 官网, 德邦研究所

4.2.2. 瘦身塑形: 捕捉医美发达市场的诉求转移趋势

主流健康趋势下减肥纤体需求旺盛。基于我国人口基数众多和社会经济迅速发展,我国肥胖问题逐渐突出肥胖人口数量巨大。根据 Euromonitor 数据,中国成人肥胖率从 2002 年的 3% 增至 2018 年的 7%。“以瘦为美”主流思想背景下随着综合审美观念提升,德勤预测中国塑形市场的市场规模于 2020 年预计达到约 105 亿,未来增速将高于医美整体市场。

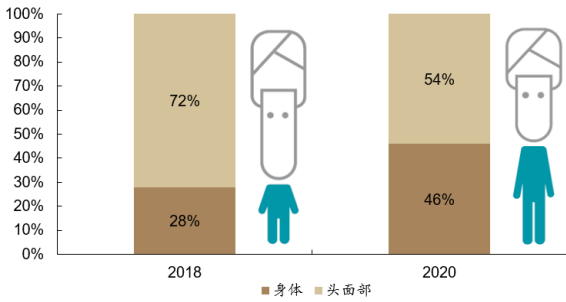
图 46: 2018-2030E 中国塑形行业市场规模将破千亿元 (单位: 亿元)



资料来源: 德勤, 德邦研究所

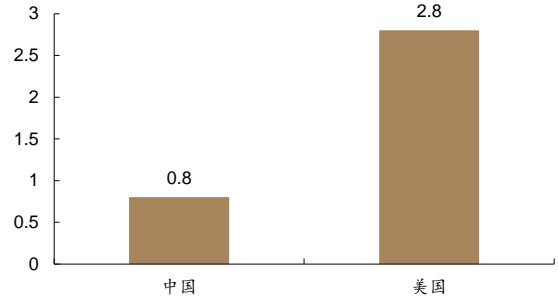
2016 年《柳叶刀》医学杂志发布的《全球成年人体重调查报告》指出中国肥胖人口约 8960 万人居世界首位。医美塑形瘦身市场近年来随着市场教育深入而受到更多关注,我国医美消费者头面部及身体医美支出比例逐渐转移。身体医美支出占比从 2018 年的 28% 上升至 2020 年 46%。2019 年,相对发达成熟的美国塑形市场渗透率为每千人 2.8 次,而中国渗透率仅为 0.8 次。相比于医美更发达的美国,我国身体塑形市场渗透率偏低增长空间巨大。我国医美消费方向或将跟随发达市场的脚步进行一定程度转移,身体塑形市场有待进一步开发。

图 47: 2018-2020 中国消费者头面部及身体医美支出比例



资料来源: 德勤, 德邦研究所

图 48: 2018 年中国&美国塑型市场每千人渗透人次



资料来源: 德勤, 德邦研究所

聚焦塑形精雕: 爱美客布局长远无创瘦身管线

1) GLP-1 降糖减肥药物直击肥胖现象。糖尿病作为肥胖超重引起的第一大疾病类型, 在我国目前形势严峻。重组人胰高血糖素样肽-1 (GLP-1) 类似物, 主要用于糖尿病及肥胖症的治疗。由 Novo Nordisk (诺和诺德) 研发的利拉鲁肽 (Liraglutide) 于 2010 年首次批准用于 2 型糖尿病的治疗, 于 2014 年被 FDA 批准拓展用于肥胖适应症。近年来利拉鲁肽 (商品名 Saxenda) 和司格美鲁肽等八款 GLP-1 类似物获 NMPA 批准角逐中国大陆市场, 但只适用于降糖作用和保护心血管范围的治疗。在境外医疗机构及医疗美容机构, GLP-1 类似物可以满足肥胖患者减肥瘦身的需要等已得到广泛应用。公司募投项目“基因重组蛋白研发生产基地建设项目”产品即 GLP-1 类似物, 主要用于糖尿病及肥胖症的治疗, 该项目达产后的产能为 113.57 万支/年。中国肥胖人群数量巨大, 且目前尚无在中国大陆取得药品批文而针对于肥胖适应症的 GLP-1 药物, 未来投产后适用空间可期。

2) 去氧胆酸局部瘦身注射聚焦塑形精雕。去氧胆酸注射液为局部软组织代谢产品, 商品名又称作“溶脂针”, 有助于解决局部脂肪堆积的问题, 改善外形利于美观。目前国内局部塑形项目仅有侵入式手术吸脂项目和非侵入式设备塑形项目 (冷冻溶脂、超声溶脂等)。侵入式手术吸脂项目创伤较大术后恢复期长, 非侵入式设备塑形项目单次效果甚微且价位偏高。去氧胆酸注射液可针对局部部位进行精确溶脂, 推动局部软组织代谢, 为求美者进行微雕塑形。

目前此成分在境外亦有顶级医美药械公司涉足布局, 例如艾尔建于 2015 年推出以去氧胆酸 (Deoxycholic acid) 为主要成分的软组织代谢注射剂 Kybella, 适用于颌下脂肪中度至严重凸起或丰满颌下脂肪外观的改善, 即双下巴改善。目前国内并无过批软组织代谢溶脂功效的注射剂, 水下溶脂针市场猖獗真假难辨, 给医美市场带来较多负面新闻。公司募投的去氧胆酸项目洞察市场庞大需求, 瞄准“以瘦为美”、“追求紧致”的精雕塑形市场, 有助于公司攻入下一个空白领域打造市场爆品, 丰富综合产品线。

图 49: 艾尔建 Kybella 去氧胆酸注射效果预期良好



资料来源: Kybella 官网, 德邦研究所

5. 盈利预测

公司产品实力及影响力处于行业前沿水平，产图谱丰富呈系列化分布，紧跟国际潮流前瞻性布局立足公司业务长足发展。综合以上特点，我们预计公司现有业务 2021/2022/2023/2024/2025 年将实现营业收入 13.56 亿元、19.75 亿元、27.07 亿元、35.92 亿元及 44.69 亿元，对应归母净利润分别为 8.02 亿元、11.93 亿元、16.32 亿元、20.84 亿元及 26.37 亿元。主要业务线未来发展做如下假设：

1) 嗨体产品在溶液类注射剂业务线中仍将占主导地位，由于该产品在颈纹市场具有独占优势并将运用拓展至多部位精细化修复，预计未来五年将保持高速增长，我们预计营业收入将实现+65.00%/+40.00%/+28.00%/+20.00%/14.00%的增长。2020 年嗨体系列新推新品熊猫针打开眼年轻化空间，市场反响良好，我们将此细分品种于 2021 年拆分出来并预计 2022E-2025E 实现+45.00%/+30.00%/+25.00%/+25.00%增长。

2) 逸美产品推出较早，公司已推出加强版的逸美一加一有部分替代作用，我们预计逸美营业收入将实现-20.00%/-20.00%/-15.00%/-5.00%/-5.00%的下滑，而进阶版本逸美一加一入市不久，我们预计营业收入未来五年实现 25.00%/+15.00%/+10.00%/+10.00%/+10.00%的良好增长。

3) 爱芙莱产品作为 2015 年推出的首款含利多卡因麻药设计的玻尿酸注射剂，产品舒适度性价比兼具受市场欢迎，我们预计营业收入将保持稳健增速实现+25.00%/+10.00%/+6.00%/+6.00%/+6.00%的增长。

4) 宝尼达产品作为国内高端长效含 PVA 微球的玻尿酸注射剂，随着市场教育和消费意愿提升有良好增长空间，但预计未来三年内上市的童颜针、少女针产品会有一定替代性，我们预计未来五年营业收入呈+75.00%/+20.00%/+15.00%/+15.00%/+15.00%的增长。

5) 爱美飞产品 2019 年进入市场，目前仍处于推广教育阶段，预计未来五年营业收入呈+20.00%/+10.00%/+8.00%/+8.00%/+6.00%增长。

6) 太活泡泡针于 2021 年 5 月上市，作为为数不多拥有三类药械注册的水光针剂未来铺货进度乐观，且水光产品作为轻医美高接受度高粘性项目，未来合规市场空间乐观。根据医美渗透率和水光市场预计 2021E-2025E 收入分别为 0.25 亿元、0.98 亿元、1.90 亿元、3.08 亿元和 4.37 亿元。

表 16：爱美客太活泡泡针市场规模预测

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
人口总数(亿人)	14.11	14.14	14.17	14.19	14.21	14.22
yoy	0.20%	0.20%	0.15%	0.15%	0.10%	0.10%
医美群体(万人)	5080	5497	5949	6434	6766	7111
渗透率	3.60%	3.89%	4.20%	4.53%	4.76%	5.00%
yoy	8%	8%	8%	5%	5%	5%
面部注射市场人群(万人)	2897	3198	3530	4009	4427	4885
面部注射渗透率	57.04%	58.18%	59.34%	62.31%	65.43%	68.70%
面部水光注射人群(万人)	579	736	893	1095	1306	1528
面部水光注射渗透率	20%	23%	25%	27%	30%	31%
yoy		15%	10%	8%	8%	6%
次均消费(元)	200	210	221	232	238	262
消费频次/年	2	2	2	2.5	3	3
面部水光针市场规模(万元)	231,792.31	308,942.61	393,868.67	634,071.91	934,566.68	1,202,600.89
太活泡泡针市占率	0	0.80%	2.50%	3.00%	3.30%	3.63%
太活泡泡针市场规模(万元)	-	2,471.54	9,846.72	19,022.16	30,840.70	43,654.41

资料来源: Frost&Sullivan, Wind, 德邦研究所

7) 未来有望上市产品中童颜针具有较高确定性, 目前已处于注册申报阶段, 有望 2021 年上市 2022 年实现放量。水凝童颜针产品定位高端胶原蛋白再生填充, 预计客单价偏高及客龄偏成熟。我们根据医美渗透率及面部注射率预计未来 2021E-2025E 收入分别为 0.11 亿元、1.08 亿元、3.13 亿元、4.44 亿元及 5.58 亿元。

表 17: 爱美客童颜针市场规模预测

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
人口总数 (亿人)	14.11	14.14	14.17	14.19	14.21	14.22
yoy	0.20%	0.20%	0.15%	0.15%	0.10%	0.10%
医美群体(万人)	5080	5497	5949	6434	6766	7111
渗透率	3.60%	3.89%	4.20%	4.53%	4.76%	5.00%
yoy	8%	8%	8%	5%	5%	5%
30 岁以上医美群体 (万人)	981	1168	1453	1886	2182	2476
30 岁以上医美群体占比	19.31%	21.24%	24.43%	29.31%	32.24%	34.82%
yoy	6%	10%	15%	20%	10%	8%
30 岁以上面部注射市场人群 (万人)	559	679	862	1175	1427	1701
面部注射渗透率	57.04%	58.18%	59.34%	62.31%	65.43%	68.70%
面部童颜针注射人群 (万人)	0.00	4.08	19.66	42.87	67.69	92.78
面部童颜针注射渗透率		0.60%	2.28%	3.65%	4.74%	5.45%
yoy			280%	60%	30%	15%
次均消费 (元)		1800	1836	1873	1910	1948
消费频次/年		0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
面部童颜针市场规模 (亿元)		3,668.34	18,048.56	40,142.84	64,650.79	90,387.48
爱美客童颜针市占率		30%	60%	78%	69%	62%
爱美客童颜针市场规模 (万元)		1,100.50	10,829.14	31,311.41	44,376.30	55,837.77

资料来源: Frost&Sullivan, Wind, 德邦研究所

8) 其他类产品包含新入市的面部埋植线“紧恋”和化妆品将成为公司新的业绩增长点, 预计未来五年营业收入呈+150%/+50%/+50%/+50%/+50%增长。

9) 爱美客代理引进韩国肉毒毒素 Hutox 已进入临床试验阶段, 预计于 2024 年左右有望落地上市。我们根据第三方肉毒毒素市场规模&CAGR 及肉毒毒素产品适应群体需求体量测算出爱美客两个远期规模空间平均值, 预计 2024E-2025E 营业收入达 2.05 亿元和 4.06 亿元。

表 18: 爱美客 2020-2025E 收入测算

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
溶液类	44,737.51	98,288.24	145,042.84	192,684.12	241,302.51	289,296.14
嗨体 (万元)	44,629.51	73,638.69	103,094.17	131,960.54	158,352.64	180,522.01
yoy	83.97%	65.00%	40.00%	28.00%	20.00%	14.00%
单价	360.00	378.00	389.34	408.81	416.98	429.49
毛利率	92.85%	93.50%	93.50%	94.00%	94.00%	94.00%
销量 (万支)	123.97	194.81	264.79	322.79	379.76	420.31
熊猫针		22,091.61	32,032.83	41,642.68	52,053.35	65,066.69
yoy			45.00%	30.00%	25.00%	25.00%
单价		700.00	774.90	790.40	806.21	822.33
毛利率		95.00%	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%
销量(万支)		31.56	41.34	52.69	64.57	79.12
逸美 (万元)	108.00	86.40	69.12	58.75	55.81	53.02
yoy	-48.08%	-20.00%	-20.00%	-15.00%	-5.00%	-5.00%

单价	700.00	714.00	728.28	735.56	735.56	735.56
毛利率	94.92%	94.92%	94.92%	95.39%	95.39%	95.59%
销量 (万支)	0.15	0.12	0.09	0.08	0.08	0.07
本活泡泡针 (万元)		2,471.54	9,846.72	19,022.16	30,840.70	43,654.41
yoy			298.40%	93.18%	62.13%	41.55%
毛利率		93.00%	93.00%	93.50%	94.44%	94.44%
凝胶类产品	25,218.74	33,730.06	38,007.79	41,281.00	44,892.10	48,843.07
爱美莱 (万元)	17,653.12	22,066.40	24,273.04	25,729.42	27,273.18	28,909.58
yoy	-19.39%	25.00%	10.00%	6.00%	6.00%	6.00%
单价	310.50	310.00	325.50	335.27	352.03	362.59
毛利率	90.16%	93.00%	93.00%	93.00%	93.00%	93.00%
销量 (万支)	56.85	71.18	74.57	76.74	77.47	79.73
宝尼达 (万元)	4,539.37	7,943.90	9,532.68	10,962.59	12,606.97	14,498.02
yoy	-32.75%	75.00%	20.00%	15.00%	15.00%	15.00%
单价	2,547.49	2,802.24	2,886.31	2,944.03	2,973.47	3,003.21
毛利率	98.93%	98.90%	98.80%	98.80%	98.80%	98.80%
销量 (万支)	1.78	2.83	3.30	3.72	4.24	4.83
逸美一加一 (万元)	1,765.31	2,206.64	2,537.64	2,791.40	3,070.54	3,377.59
yoy	-15.07%	25.00%	15.00%	10.00%	10.00%	10.00%
单价	1,220.87	1,245.29	1,270.19	1,295.60	1,321.51	1,347.94
毛利率	96.22%	96.22%	96.22%	96.50%	96.50%	96.50%
销量 (万支)	1.45	1.77	2.00	2.15	2.32	2.51
爱美飞 (万元)	1,260.94	1,513.12	1,664.44	1,797.59	1,941.40	2,057.88
yoy	158.41%	20.00%	10.00%	8.00%	8.00%	6.00%
单价	301.53	307.56	313.71	316.85	320.02	323.22
毛利率	92.27%	93.19%	94.12%	94.12%	94.12%	94.12%
销量 (万支)	4.18	4.92	5.31	5.67	6.07	6.37
其他 (万元)	972.75	2,431.88	3,647.81	5,471.72	8,207.58	12,311.37
yoy	1003.89%	150.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%
毛利率	91.00%	91.91%	92.37%	92.83%	94.69%	94.69%
童颜针 (万元)		1,100.50	10,829.14	31,311.41	44,376.30	55,837.77
yoy			884.02%	189.14%	41.73%	25.83%
毛利率		93.00%	93.00%	93.47%	94.40%	95.34%
肉毒毒素 (万元)					20,460.52	40,580.42
yoy						98.34%
毛利率					75.00%	75.00%
营业收入	70,929.00	135,550.68	197,527.58	270,748.25	359,239.00	446,868.76
yoy	27.18%	91.11%	45.72%	37.07%	32.68%	24.39%
净利润	43,974.88	80,244.18	119,329.70	163,213.35	208,358.62	263,652.57
yoy	47.58%	82.48%	48.71%	36.78%	27.66%	26.54%
净利率	62.00%	59.20%	60.41%	60.28%	58.00%	59.00%

资料来源: Wind, 德邦研究所

6. 投资建议

我们预计公司现有业务2021/2022/2023/2024/2025年将实现营业收入13.56亿元、19.75亿元、27.07亿元、35.92亿元及44.69亿元，对应归母净利润分别为8.02亿元、11.93亿元、16.32亿元、20.84亿元及26.37亿元。公司产品实力及影响力处于行业前沿水平，产图谱丰富呈系列化分布，紧跟国际潮流前瞻性布局立足公司业务长足发展。公司在研管线丰富，有突破性产品童颜针及肉毒毒素布局有望未来三年内过批上市，为公司后续长足发展注入强劲增长动力。公司在医美药械领域处于头部领先地位，产品及产能有待继续扩容，未来拓展潜力空间可期，因此给予公司2022年预计PE130x，对应目标价718元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 19：2021 年 6 月 18 日爱美客及可比公司估值

股票代码	公司简称	收盘价 (单位：元)	EPS			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
300896	爱美客	659.00	3.71	5.52	7.54	177.68	119.49	87.36
688363	华熙生物	245.30	1.69	2.29	2.95	145.15	107.12	83.15
688366	昊海生科	164.30	2.50	3.31	4.28	65.72	49.64	38.39
000963	华东医药	43.10	1.72	1.99	2.37	25.06	21.66	18.19

资料来源：Wind，德邦研究所

注：除爱美客以外，其余公司均来自 wind 一致预期

7. 风险提示

- 1) 医美产品竞争加剧风险：**预计医美市场未来多种类新产品入市，且多家药企切入医美药械产品赛道加剧竞争；
- 2) 新品开发不及预期风险：**我国药械药品审批严格流程复杂耗时偏长，在研产品试验和获批都存在一定的不可预测因素导致产品研发入市失败；
- 3) 医疗事故风险：**我国医美行业总体处于供不应求状态，终端服务机构合法合规化程度较低，有医疗事故导致公司声誉间接受损风险；
- 4) 医美技术替代风险：**医美产业日新月异，未来可能出现更新技术替代目前以玻尿酸为主的软组织填充技术。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	2.03	3.71	5.52	7.54
每股净资产	20.95	23.16	28.68	36.22
每股经营现金流	1.97	3.84	5.60	7.62
每股股利	0.00	1.95	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	322.28	177.68	119.49	87.36
P/B	31.26	28.45	22.98	18.19
P/S	111.68	105.19	72.18	52.66
EV/EBITDA	156.07	148.06	98.83	71.66
股息率%	0.0%	0.3%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	92.2%	94.0%	93.9%	94.2%
净利润率	62.0%	59.2%	60.4%	60.3%
净资产收益率	9.7%	16.0%	19.2%	20.8%
资产回报率	9.5%	15.6%	18.7%	20.3%
投资回报率	9.0%	15.9%	19.1%	20.7%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	27.2%	91.1%	45.7%	37.1%
EBIT 增长率	38.9%	96.3%	48.8%	36.9%
净利润增长率	43.9%	82.5%	48.7%	36.8%
偿债能力指标				
资产负债率	2.2%	2.9%	2.6%	2.5%
流动比率	49.1	35.1	38.4	40.3
速动比率	48.7	34.7	38.0	39.9
现金比率	38.7	28.2	32.2	35.0
经营效率指标				
应收帐款周转天数	15.3	11.8	9.2	9.1
存货周转天数	176.2	173.8	139.2	122.3
总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.3
固定资产周转率	5.0	7.1	7.8	9.4

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	440	65	65	65
少数股东损益	-6	0	0	0
非现金支出	12	12	15	13
非经营收益	-16	0	0	0
营运资金变动	-4	17	3	5
经营活动现金流	426	831	1,212	1,649
资产	-32	-63	-83	-50
投资	-899	0	0	0
其他	15	0	0	0
投资活动现金流	-916	-63	-83	-50
债权募资	0	0	0	0
股权募资	3,473	96	0	0
其他	-33	-421	0	0
融资活动现金流	3,441	-325	0	0
现金净流量	2,950	444	1,129	1,600

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 6 月 18 日
 资料来源：公司年报 (2019-2020)，德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	709	1,356	1,975	2,707
营业成本	56	82	120	158
毛利率%	92.2%	94.0%	93.9%	94.2%
营业税金及附加	4	14	14	20
营业税金率%	0.5%	1.0%	0.7%	0.8%
营业费用	74	136	188	244
营业费用率%	10.4%	10.0%	9.5%	9.0%
管理费用	44	81	109	171
管理费用率%	6.1%	6.0%	5.5%	6.3%
研发费用	62	118	168	230
研发费用率%	8.7%	8.7%	8.5%	8.5%
EBIT	471	925	1,376	1,885
财务费用	-14	-2	-3	-2
财务费用率%	-2.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-0	0	0	0
投资收益	15	0	0	0
营业利润	503	931	1,384	1,893
营业外收支	-0	0	0	0
利润总额	503	931	1,384	1,893
EBITDA	482	14	13	13
所得税	69	128	191	261
有效所得税率%	13.8%	13.8%	13.8%	13.8%
少数股东损益	-6	0	0	0
归属母公司所有者净利润	440	802	1,193	1,632

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	3,456	3,900	5,029	6,628
应收账款及应收票据	30	44	50	67
存货	27	39	46	53
其它流动资产	863	869	871	875
流动资产合计	4,376	4,852	5,995	7,623
长期股权投资	34	34	34	34
固定资产	143	190	254	288
在建工程	0	0	0	0
无形资产	10	14	18	21
非流动资产合计	257	308	376	413
资产总计	4,633	5,159	6,370	8,036
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	5	24	17	20
预收账款	0	15	14	12
其它流动负债	85	100	125	157
流动负债合计	89	138	156	189
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	12	12	12	12
非流动负债合计	12	12	12	12
负债总计	101	151	168	202
实收资本	120	216	216	216
普通股股东权益	4,534	5,011	6,205	7,837
少数股东权益	-3	-3	-3	-3
负债和所有者权益合计	4,633	5,159	6,370	8,036

信息披露

分析师与研究助理简介

郑澄怀，德邦证券研究所商贸零售&社会服务首席分析师，伦敦政治经济学院金融学，杜伦大学计算机学双硕士，曾任安信证券商社团队高级分析师。2020年新财富商社第六名&最具潜力奖核心成员，第二届新浪金麒麟新锐分析师第一名核心成员。2021年加入德邦证券研究所。擅长消费产业趋势分析及公司和行业的深度基本面研究，核心覆盖：酒店、免税、人力资源、餐饮、旅游、医美、化妆品、茶饮、零售等多个板块。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。