

证券研究报告—动态报告/公司快评

商业贸易

零售

爱美客 (300896)

重大事件快评

买入

(维持评级)

2021年06月28日

童颜针获批助力丰富产品管线，分享再生材料市场发展机遇

证券分析师：张峻豪

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517070001

联系人：柳旭

13246725957

liuxu1@guosen.com.cn

事项：

国家药监局官网消息显示，21年6月24日，爱美客获得医疗器械批准证明文件（准产），涉及的产品为含左旋乳酸-乙二醇共聚物微球的交联透明质酸钠凝胶（俗称“童颜针”），并有望即将进入上市销售阶段。

国信零售观点：对于爱美客童颜针产品的获批，我们认为这一方面进一步丰富了公司的产品管线，在医美市场竞争日趋激烈背景下，强化了综合竞争力；另一方面童颜针具有刺激自体胶原蛋白再生作用，属于再生材料类医美注射品，该市场当前合规产品供给较少，根据我们测算成熟状态下终端市场规模有望超130亿元，其中爱美客童颜针在自身较强的产品力基础上，凭借优异的渠道布局能力和品牌认知度，有望充分享受再生材料市场成长红利。

总体上，公司作为国内轻医美注射类产品龙头企业，已在渠道、研发、品牌层面树立了极强的壁垒。中长期公司瞄准前景广阔的医美各细分赛道，积极开拓新产品线，包括积极关注和引进海外前沿技术以打造医美产品矩阵，凭借强大的营销和渠道能力，有望持续巩固龙头地位并充分享受行业合规监管强化下加速健康成长的红利。考虑爱美客童颜针产品的具体上市发行时间、产品定价等尚未确定，我们暂维持预测公司21-23年归母净利润分别为7.22/10.73/15.09亿元，对应EPS分别为3.34/4.96/6.97元/股，对应PE分别为226/152/108倍，维持“买入”评级。

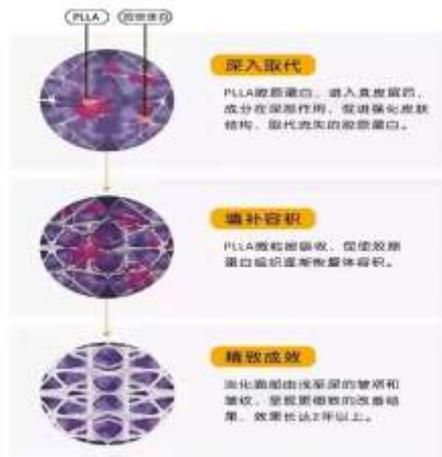
评论：

■ 爱美客童颜针产品获批，分享再生材料市场发展机遇

从产品特性来看，爱美客童颜针产品的主要成分预计为聚左旋乳酸（PLLA）微球+透明质酸钠，拥有即刻填充+刺激自体胶原蛋白再生作用，总体上属于医美再生材料领域：医疗美容发展至今，使用材料包括生物惰性材料（如植入假体）、生物活性材料（如透明质酸）以及再生材料等，其中医美再生材料目前主流被使用的包括聚乙烯醇（PVA）微球、PLLA微球和聚己内酯微球（PCL）微球。含该类材料成分的产品注射进入人体皮肤后，能够起到刺激人体组织再生的作用，诱导成细胞纤维积极再生胶原蛋白和弹性纤维等，改善面部松弛、皱纹等问题，达到抗衰老的目的，相关较为市场熟知的产品包括“童颜针”、“少女针”等。

以PLLA材料为例，该材料在数十年的发展和应用中被证实具有较好的生物相容性和生物可降解性，在体内可以自行代谢为二氧化碳和水，被注射至皮肤深层，可刺激肌肤胶原蛋白增生，取代流失的体积，同时可建立骨架支撑。全球第一款获批的PLLA医美注射剂为法国赛诺菲旗下的塑然雅（Sculptra），1999年在欧洲获批用于皮肤填充剂，目前在中国内地暂未获批。

图 1: PLLA 材料作用原理示意图



资料来源: 许昌第二人民医院皮肤激光外科、国信证券经济研究整理

图 2: 爱美客旗下童颜针产品获医疗器械批准证明文件



资料来源: 国家药监局、国信证券经济研究所整理

市场规模方面, 医美再生材料产品目前多为水货, 合规产品供给较少, 市场总体规模较难统计。我们在《医美产业深度投资框架暨中期策略: 颜值新经济, 美丽无止境》中已有所提及, 对标国际成熟医美市场看, 据 ISAPS 统计数据, 2019 年美国/日本/全球轻医美疗程数中, 再生材料 (PLLA+微晶瓷) 疗程数占比的平均值为 1.58%, 其中日本市场占比仅 0.03%, 预计受产品供给相对较少影响, 美国占比为 2.47%。参考 Frost & Sullivan 及艾瑞咨询等统计数据, 假定 2025 年中国非手术类医美市场规模可达到 1732 亿元, 按照平均 5895 元/疗程 (参考美国医美市场), 则对应疗程数 2938.08 万次, 我们预计中国再生材料项目合规产品供给较为丰富, 市场教育充分下渗透率较高, 假定在 5% 左右, 则对应疗程数 146.90 万次, 平均单价 9200 元/疗程 (参考美国市场渗透率及产品定价), 对应终端市场规模约为 135.15 亿元左右。

图 3: 中国注射医美再生材料市场规模预测 (终端消费)

预测项目	2025E
中国非手术类医美终端规模 (亿元)	1732
平均疗程单价 (元)	5895
对应疗程数 (次)	29,380,831
——再生材料疗程数渗透率 (%)	5.00%
——再生材料疗程数 (次)	1,469,042
再生材料平均疗程单价 (元)	9200
再生材料终端市场规模 (亿元)	135.15

资料来源: Frost & Sullivan、ISAPS、ASPS、JSAPS、国信证券经济研究所整理预测

图 4: 中国注射医美再生材料市场规模预测的敏感性分析

对应终端市场规模 (亿元)	注射类医美再生材料平均疗程单价 (元)	注射类医美再生材料平均疗程单价 (元)				
		10120	9660	9200	8740	8280
5.50%	163.53	156.10	148.67	141.23	133.80	
5.25%	156.10	149.00	141.91	134.81	127.72	
5.00%	148.67	141.91	135.15	128.39	121.64	
4.75%	141.23	134.81	128.39	121.97	115.55	
4.50%	133.80	127.72	121.64	115.55	109.47	

资料来源: Frost & Sullivan、ISAPS、ASPS、JSAPS、国信证券经济研究所整理预测

从竞争格局看, 除爱美客旗下童颜针产品外, 21 年以来亦有两款医美再生材料产品获批, 分别为华东医药旗下的 Ellans é @伊妍仕™ (俗称“少女针”)、长春圣博玛旗下的聚乳酸面部填充剂 (俗称“童颜针”), 两款产品均在 21 年 4 月获批。其中少女针核心成分由 30% 的聚己内酯微球 (PCL) 和 70% 的羧甲基纤维素 (CMC) 制成, 具有“填充+修复”双重功效, 维持时间一般可达到 12 个月以上; 而爱美客童颜针产品以透明质酸钠+PLLA 为主要成分, 亦同时具备即可填充+刺激胶原蛋白再生作用, 因此具有一定差异化竞争优势。

表 1：市面上主要再生材料注射类医美产品（其中多为产品暂未取得 NMPA 认证）

进口/国产	产品	生产厂商	主要成分	国内资质
进口	Ellans 6 @伊妍仕™	AQTIS Medical B.V. (华东医药全资孙公司)	30%PCL+70%CMC	三类医疗器械注册证
	Sculptra	欧洲高德美	PLLA	-
	得美颜	美国 Anteco	PLLA、甘醇酸 (Glycolic Acid)	-
	加纳菲	韩国 GANA	PLLA	-
	百洛娜	韩国 (株) G-MED	PCL	-
国产	AestheFill 爱塑美	韩国 Regen	PLA	-
	聚乳酸面部填充剂 (暂未公布商品名)	长春圣博玛	PLLA	三类医疗器械注册证
	含左旋乳酸-乙二醇共聚物微球的交联透明质酸钠凝胶 (暂未公布商品名)	爱美客	透明质酸钠+PLLA	三类医疗器械注册证
	瑞博	杭盖桐生物	PLLA	-
	欧倍颜	-	PLLA	-
	仙诺德	-	PLLA	-

资料来源：新氧、肉毒毒素 btxa、国信证券经济研究所整理

■ 投资建议：加速打造产品矩阵，充分受益行业红利，维持“买入”

总体来看，公司作为国内轻医美注射类产品龙头企业，已在渠道、研发、品牌层面树立了极强的壁垒。中长期公司瞄准前景广阔的医美各细分赛道，积极开拓新产品线，包括积极关注和引进海外前沿技术以打造医美产品矩阵，凭借强大的营销和渠道能力，有望持续巩固龙头地位并充分享受行业合规监管强化下加速健康成长的红利。考虑爱美客童颜针产品的具体发行时间、产品定价等尚未确定，我们维持预测公司 21-23 年归母净利润分别为 7.22/10.73/15.09 亿元，对应 EPS 分别为 3.34/4.96/6.97 元/股，对应 PE 分别为 226/152/108 倍，维持“买入”评级。

■ 风险提示：

产品市场推广不达预期；疫情反复影响消费需求；研发进展不达预期

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	3456	3986	4843	5699	营业收入	709	1192	1896	2774
应收款项	33	49	93	137	营业成本	56	90	142	204
存货净额	27	60	57	122	营业税金及附加	4	10	15	22
其他流动资产	18	30	47	69	销售费用	74	165	300	460
流动资产合计	4376	4966	5882	6868	管理费用	44	194	322	486
固定资产	143	182	227	308	财务费用	(14)	(93)	(110)	(132)
无形资产及其他	10	10	10	9	投资收益	15	8	10	10
投资性房地产	70	70	70	70	资产减值及公允价值变动	2	0	5	5
长期股权投资	34	36	38	48	其他收入	(61)	0	0	0
资产总计	4633	5263	6227	7303	营业利润	503	835	1242	1748
短期借款及交易性金融负债	0	5	5	5	营业外净收支	(0)	1	1	1
应付款项	5	17	29	42	利润总额	503	836	1243	1749
其他流动负债	85	88	190	57	所得税费用	69	125	187	262
流动负债合计	89	110	223	105	少数股东损益	(6)	(11)	(16)	(22)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	440	722	1073	1509
其他长期负债	12	17	22	27					
长期负债合计	12	17	22	27	现金流量表 (百万元)				
负债合计	101	128	246	132	净利润	440	722	1073	1509
少数股东权益	(3)	(12)	(24)	(41)	资产减值准备	0	0	0	0
股东权益	4534	5147	6005	7212	折旧摊销	11	16	20	24
负债和股东权益总计	4633	5263	6227	7303	公允价值变动损失	(2)	0	(5)	(5)
					财务费用	(14)	(93)	(110)	(132)
					营运资本变动	(51)	(38)	59	(244)
					其它	(7)	(9)	(13)	(17)
					经营活动现金流	392	690	1134	1267
					资本开支	(5)	(55)	(60)	(100)
					其它投资现金流	(842)	0	0	0
					投资活动现金流	(880)	(57)	(62)	(110)
					权益性融资	3473	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	0	(108)	(215)	(302)
					其它融资现金流	(35)	5	0	0
					融资活动现金流	3438	(103)	(215)	(302)
					现金净变动	2950	530	857	855
					货币资金的期初余额	506	3456	3986	4843
					货币资金的期末余额	3456	3986	4843	5699
					企业自由现金流	415	547	968	1041
					权益自由现金流	380	631	1062	1153

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告

- 《爱美客-300896-重大事件快评：拟收购 Huons Bio25.4%股权，强化肉毒合作并增强国际化布局能力》 —— 2021-06-25
- 《爱美客-300896-2021 年一季报点评：Q1 利润增长略超预期，嗨体系列有望持续爆发》 —— 2021-04-27
- 《爱美客-300896-2020 年年报点评：Q4 利润加速高增长，嗨体产品有望持续爆发》 —— 2021-02-09
- 《爱美客-300896-2020 年三季报点评：利润表现超预期，医美龙头价值凸显》 —— 2020-10-28
- 《N 爱美客-300896-医美龙头壁垒深厚，享“美丽经济”确定性红利》 —— 2020-09-27

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行

为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032