

爱美客 (300896.SZ)

大医美时代的颜值领头羊

公司评级	买入
当前价格	623.00 元
合理价值	767.9 元
报告日期	2021-08-11

核心观点:

- 专注于医美软组织修复材料研发，产品差异化程度最高。公司自 2004 年成立起即专注于医美软组织修复材料的研产销，至今已在医美行业深耕 17 年之久。于 2016 年获批的产品“嗨体”上市后快速放量，是当前公司业绩的重要支撑。目前公司已经拥有 6 款差异化复合材料注射产品及一款面部埋植线产品，各产品在配方组分、适用部位、注射/植入层次及修复效果上均有所不同，可满足多个细分市场的消费需求。
- 公司在产品差异化基础上进一步推进组合差异化，兼顾研发及销售双壁垒巩固。非手术医美产品品类逐步丰富化，差异化产品布局及良好的医生患者教育是上游产品生产厂商构筑竞争壁垒的核心要素。公司注射针剂目前已覆盖眶周、全面部、颈部、手部年轻化，额头、鼻背、下颌骨局部塑形等细分领域，布局完整度比肩艾尔建、高德美等国际领先企业。基于现有的差异化产品品类，公司进一步推出多个商品化组合销售方案，延长现有产品生命周期，并带动新产品放量。
- 嗨体颈纹针仍处于持续放量期，熊猫针、濡白天使针进一步支撑业绩高速增长。(1) 嗨体颈纹针：2020 年嗨体颈纹针渗透率尚低，仍有较大提升空间，未来 2-3 年嗨体颈纹针将继续处于快速放量期。(2) 嗨体熊猫针：作为定位精准、同时性价比较高的眶周修复产品有望紧跟嗨体颈纹针脚步，2021 年起进入快速放量期。(3) 濡白天使针：作为新品尚需要医生教育及推广时间，2022 年进入放量期。
- 盈利预测及投资建议：预计 21-23 年业绩分别为 4.05/ 6.26/8.84 元/股，对应 PE153.87x/99.55x/70.49x，2021 年 PEG 为 2.43。从公司核心业务属性、行业地位以及成长性考虑，我们使用 PEG (21 年，其中 G 取值未来三年业绩复合增速) 估值方法，给予公司 21 年 3.0 倍的 PEG 估值，对应合理价值 767.9 元/股，给予“买入”评级。
- 风险提示。竞争格局恶化的风险；监管政策风险；疫情反复风险。

盈利预测:

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	558	709	1,405	2,161	3,042
增长率 (%)	73.7%	27.2%	98.1%	53.8%	40.8%
EBITDA (百万元)	349	482	980	1,510	2,127
归母净利润 (百万元)	306	440	876	1,354	1,912
增长率 (%)	148.7%	43.9%	99.2%	54.6%	41.2%
EPS (元/股)	3.39	3.66	4.05	6.26	8.84
市盈率 (P/E)	-	179.04	153.87	99.55	70.49
ROE (%)	46.4%	9.7%	17.2%	21.0%	22.9%
EV/EBITDA	-	156.07	135.06	88.49	63.58

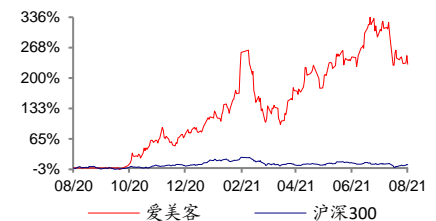
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	216.36/0.00
总市值/流通市值 (百万元)	134792/0
一年内最高/最低 (元)	1232.03/330.24
30 日日均成交量/成交额 (百万)	3/2103
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	14.63/-8.55

相对市场表现



分析师:

罗佳荣



SAC 执证号: S0260516090004

SFC CE No. BOR756



021-38003671



luojiarong@gf.com.cn

分析师:

漆经纬



SAC 执证号: S0260520070003



021-38003667



qijingwei@gf.com.cn

请注意，漆经纬并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

联系人:

李桢桐

liyatong@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

投资聚焦	5
一、爱美客：专注于医美软组织修复材料研发的科技驱动型公司	6
（一）发展历程：专注医美软组织修复材料研发，产品丰富度领先同业	6
（二）品牌力逐步强化，盈利能力持续提升	8
（三）股权结构稳定集中，高管团队行业经验丰富	9
二、行业发展趋势及核心竞争要素分析	11
（一）非手术类医美项目逐步丰富化，市场规模持续增长	11
（二）行业规范化后市场前景广阔，长期利好头部企业发展	16
（三）竞争策略：差异化产品布局和医生教育是构筑竞争壁垒的核心要素	19
三、爱美客核心竞争优势分析	25
（一）八项核心技术支撑差异化产品研发	25
（二）注射针剂布局比肩艾尔建、高德美等国际领先企业	26
（三）持续坚持直销模式把控终端产品使用效果，全轩学院开启医生教育新时代 ..	29
四、爱美客未来发展趋势分析	30
（一）中短期：嗨体、天使针、宝尼达起量	30
（二）中期：下一阶段重磅产品：濡白天使及肉毒毒素，3-5年增长引擎	39
（三）长期：产品组合逐步丰富，围绕美丽场景持续布局	44
五、盈利预测和投资建议	50
六、风险提示	53
（一）产品上市后面临较大竞争风险，导致业绩不达预期	53
（二）研发进展及商业化不达预期风险	53
（三）机构端监管收紧，影响上游产品端放量	53

图表索引

图 1: 爱美客核心产品	5
图 2: 爱美客发展历程	6
图 3: 爱美客 2014-2020 年营业收入及增速	7
图 4: 爱美客 2014-2020H1 收入结构	7
图 5: 爱美客 2014-2020 年毛利及增速	7
图 6: 爱美客 2014-2020 年归母净利润及增速	7
图 7: 2019 年爱美客透明质酸钠产品市占率国产第一	8
图 8: 2014-2021 年 Q1 爱美客直销经销占比	8
图 9: 2018 年华熙生物及昊海生科直销经销占比	8
图 10: 爱美客 2014-2020 年毛利率及净利率	9
图 11: 爱美客 2014-2020 年销售、管理及财务费用率	9
图 12: 公司股权结构稳定集中	9
图 13: 2019 年主要国家医美市场渗透率（每千人治疗量）	11
图 14: 2020 年按年龄划分的消费者渗透率概况	12
图 15: 2020 年中国按城市等级划分的医疗美容渗透率	12
图 16: 2016 至 2030E 中国医疗美容市场规模（按服务收入计）	12
图 17: 2016 至 2030E 中国医疗美容治疗次数	13
图 18: 中国合规市场各类注射针剂占比（金额）	14
图 19: 美国合规市场各类注射针剂占比（金额）	14
图 20: 中国医美透明质酸钠市场规模（十亿元）	15
图 21: 中国医美肉毒毒素市场规模（十亿元）	15
图 22: 2019 年中国医美机构概况	16
图 23: 中国医疗美容服务市场规模（十亿元人民币）按监管及非监管市场拆分	18
图 24: 注射针剂假货及水货占比情况	19
图 25: 面部皮肤结构	19
图 26: 动态皱纹适宜使用肉毒毒素改善，静态皱纹适宜使用填充剂改善	20
图 27: 艾尔建 MD Codes 囊括了几乎所有面部注射位点	23
图 28: 艾尔建 MD Codes 应用实例：多型号产品组合化精细化注射方案—组合中任意产品难以替换	24
图 29: 爱美客研发费用率	25
图 30: 三家医美上市公司研发费用率的对比	25
图 31: 爱美客注射针剂覆盖的皮肤注射层次及面部注射部位	27
图 32: 爱美客注射针剂布局完整度比肩国际一线医美企业	27
图 33: 嗨体注射治疗后颈纹明显改善	30
图 34: 嗨体 1.5/2.5/熊猫针产品对比	33
图 35: 宝尼达主要成分及作用原理	34
图 36: 宝尼达推荐注射部位及禁忌注射部位	35
图 37: 宝尼达销售收入（万元）及增速	36
图 38: 逸美一加一产品型号及作用	37

图 39: 逸美一加一销售收入 (万元) 及增速	37
图 40: 逸美销售收入 (万元) 及增速	38
图 41: 爱芙莱销售收入 (万元) 及增速	38
图 42: 美国市场三款微球类产品疗程量 (万)	40
图 43: 美国市场三款微球类产品疗程量 (万)	40
图 44: 左: 正常的神经递质释放; 右: 肉毒毒素作用后的神经递质释放	41
图 45: GACG 的数据调查结果 (左: 上面部; 中: 中面部; 右: 下面部)	42
图 46: 2016-2030 年中国肉毒毒素注射次数	42
图 47: 2016-2030 年中国体重管理产品市场规模 (按出厂价计)	45
图 48: GLP-1 作用机理	46
图 49: Saxenda 上市后销售额 (亿美元)	46
图 50: 中国溶脂针产品市场预期规模及增速	49
表 1: 公司高管及专家委员会成员	10
表 2: 中国成为全世界第二大医疗美容市场	11
表 3: 截止 2021 年 8 月 8 日获 NPMA 批准的 III 类医疗器械注册证的医美注射针剂产品 (肉毒毒素为生物制品)	14
表 4: 2017-2021 年医美市场相关规范法案	17
表 5: 微球类补充型面部注射产品概览	21
表 6: 组合化、精细化的产品使用方案可能达到更好的治疗效果	22
表 7: 爱美客已上市医美产品概览	25
表 8: 爱美客在研产品研发上市进展	26
表 9: 爱美客医美全产品布局与一线医美企业对比	28
表 10: 爱美客产品组合化销售方案	28
表 11: 逸美一加一大金+小红精细化面部综合注射方案	29
表 12: 嗨体治疗颈纹相关论文	31
表 13: 嗨体量价拆分及收入预测	31
表 14: 嗨体眼周问题解决方案	32
表 15: 嗨体眼周问题解决方案	33
表 16: 嗨体熊猫针量价拆分及收入预测	34
表 17: 宝尼达量价拆分及收入预测	36
表 18: 爱美客与韩国 Houns 合作引进的橙毒有望成为国内第五款上市的肉毒毒素	43
表 19: 肉毒毒素指标比较	43
表 20: 索马鲁肽口服剂型 4 个 III 期临床试验全部达到重点	47
表 21: 利拉鲁肽注射剂市场规模测算	47
表 22: 利拉鲁肽注射剂市场空间测算	48
表 23: 利拉鲁肽注射剂市场规模测算	48
表 24: 国内已上市埋植线产品	49
表 25: 爱美客营收拆分 (单位: 百万元)	50
表 26: 公司 2021 年预测净利润相对嗨体收入及毛利率的敏感性分析	51
表 27: 爱美客可比公司 PE 估值情况可比 (市值统计截止 2021.08.10 收盘)	52

投资聚焦

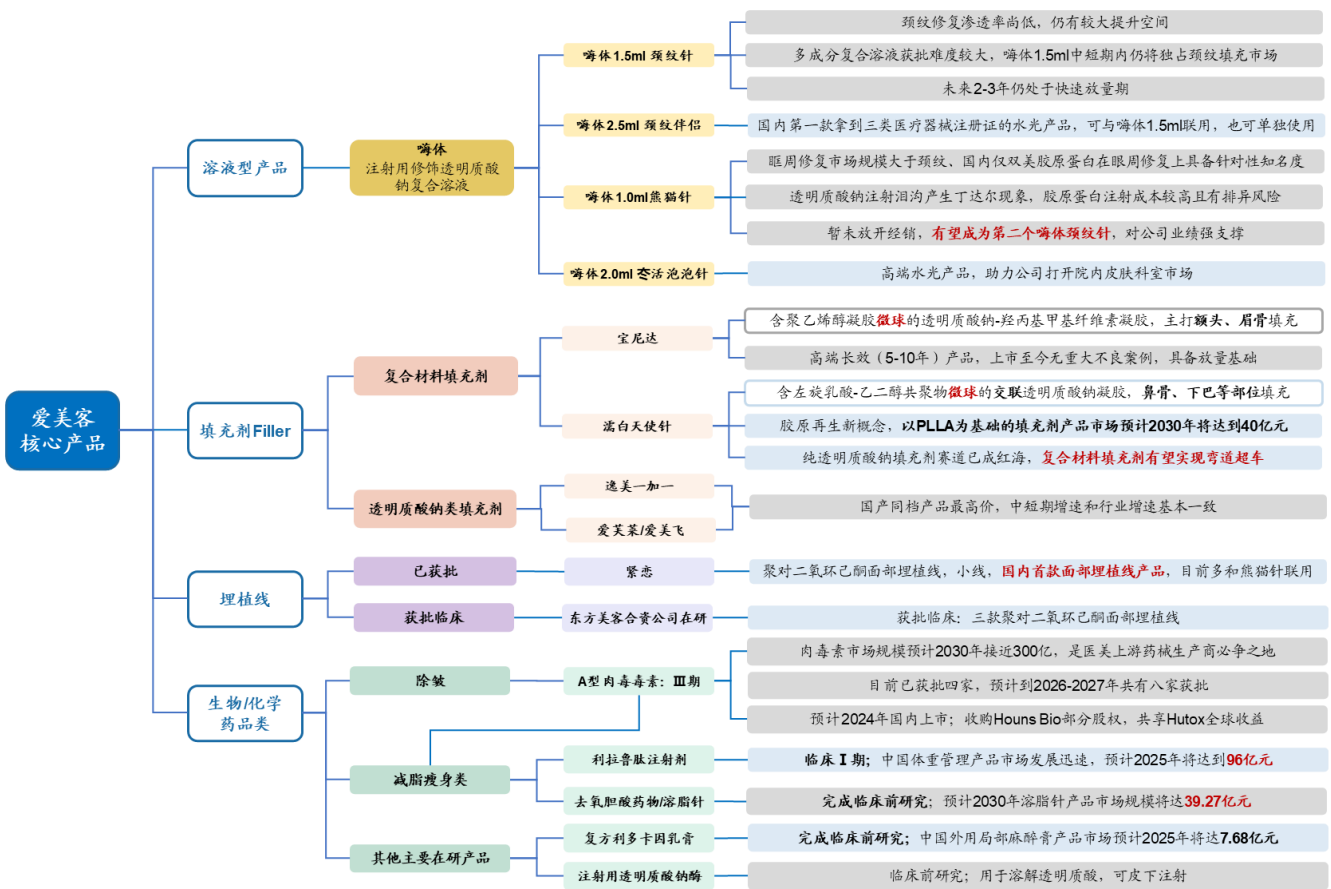
公司核心产品嗨体颈纹针、嗨体熊猫针以及重磅新品濡白天使针未来三年的放量情况是投资公司的核心关注点。

嗨体颈纹针：包含两个型号，嗨体 1.5ml 为颈纹填充针，嗨体 2.5 为颈纹填充后皮肤营养补剂。2020 年嗨体颈纹针渗透率尚低，仍有较大提升空间我们认为未来 2-3 年嗨体颈纹针将继续处于快速放量期。市场主要担心嗨体颈纹适应症未来可能出现竞品，而嗨体为六种成分组成的复合溶液，于 2017 年作为 III 类医疗器械获批，多成分复合溶液产品临床方案设计及临床试验难度较高，未来 2-3 年内出现同适应症竞品的可能性较低。

嗨体熊猫针：同一注册证下的嗨体熊猫针于 2020 年 7 月获批，主打眶周修复。鉴于眶周修复市场大于颈纹市场，且竞争格局良好（此前市场上仅双美胶原蛋白主打眶周修复），我们认为熊猫针有望成为第二个嗨体颈纹针。

濡白天使针：由交联透明质酸钠、左旋乳酸-乙二醇共聚物微球、盐酸利多卡因及磷酸盐组成，主打胶原再生型填充，2021 年 6 月获批，下半年主要进行医生教育及推广工作，预计明年开始放量。

图 1：爱美客核心产品



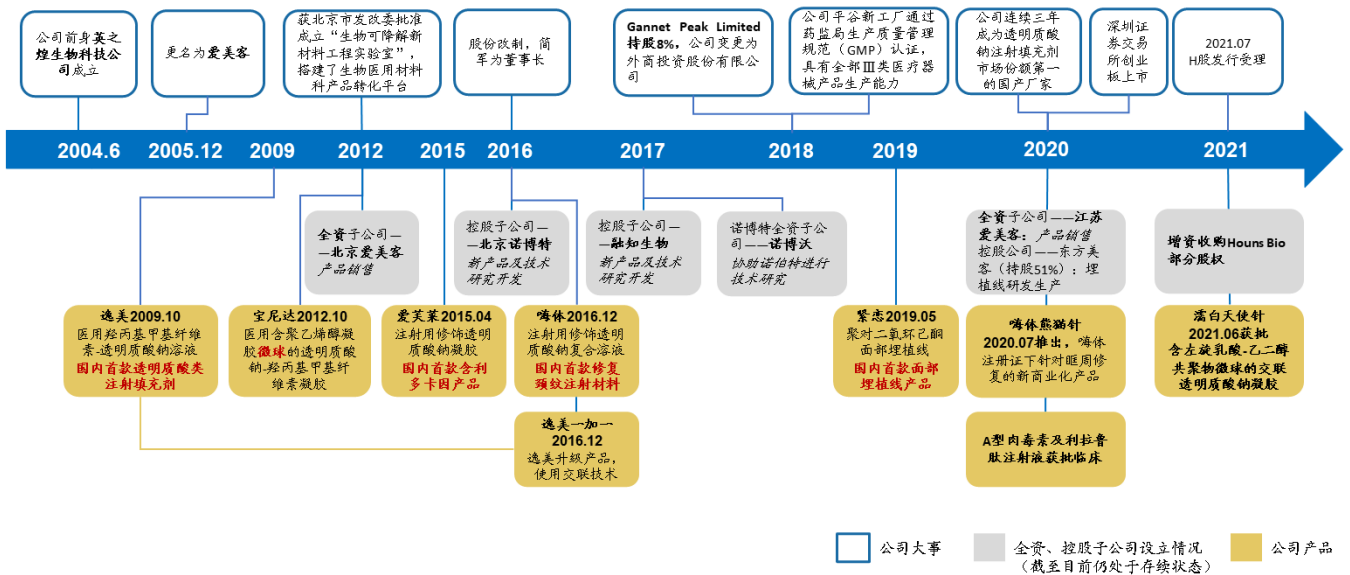
数据来源：公司官网、爱美客招股说明书、爱美客 H 股招股说明书，广发证券发展研究中心

一、爱美客：专注于医美软组织修复材料研发的科技驱动型公司

(一) 发展历程：专注医美软组织修复材料研发，产品丰富度领先同业

爱美客自 2004 年成立起即专注于医美软组织修复材料的研发、生产及销售，至今已在医美行业深耕 17 年之久，并于 2009 年推出国内首个取得 NMPA 批准的 III 类医疗器械证书的透明质酸钠注射产品“逸美”，于 2016 年获批的产品“嗨体”上市后快速放量，是当前公司业绩的重要支撑。目前爱美客已经拥有 6 款差异化复合材料注射产品及一款面部埋植线产品，各产品在配方组分、适用部位、技术运用、注射/植入层次及修复效果上均有所不同，能够满足多个细分市场的消费需求。

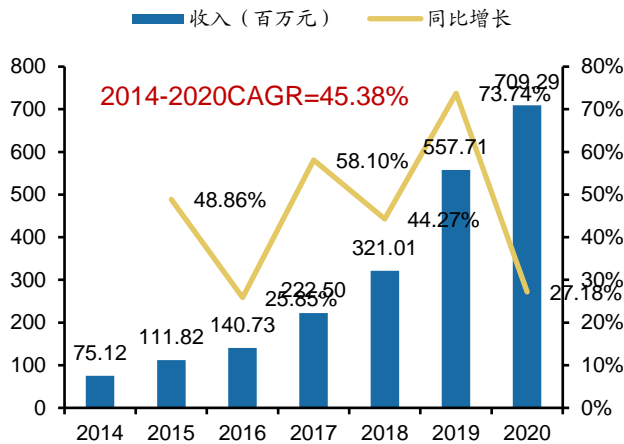
图 2：爱美客发展历程



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

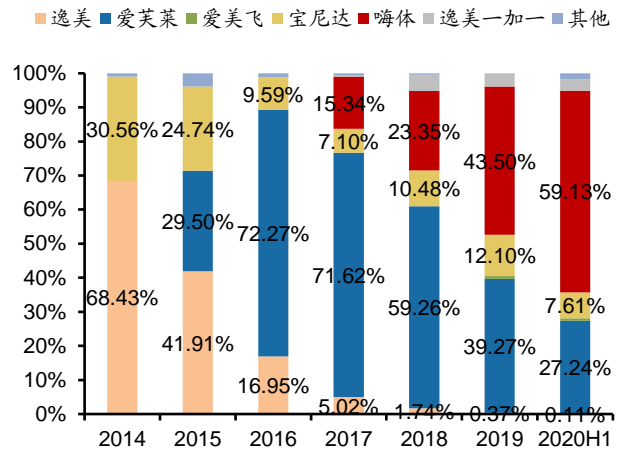
新产品上市节奏稳定，业绩持续强劲增长。自 2009 年推出国内首款透明质酸钠注射产品逸美以来，公司平均每 2-3 年即可推出新款产品，积累了较为丰富的临床方案设计经验和注册经验。新产品稳定上市拉动公司业绩持续增长，2014 年-2020 年公司营业收入自 7500 万元增长至 7.09 亿元，业绩年复合增速达 45.38%。从收入结构来看，嗨体、爱芙莱、宝尼达为公司营收占比前三的产品，2020H1 年收入占比分别为 59.13%、27.24% 和 7.61%。

图 3: 爱美客 2014-2020 年营业收入及增速



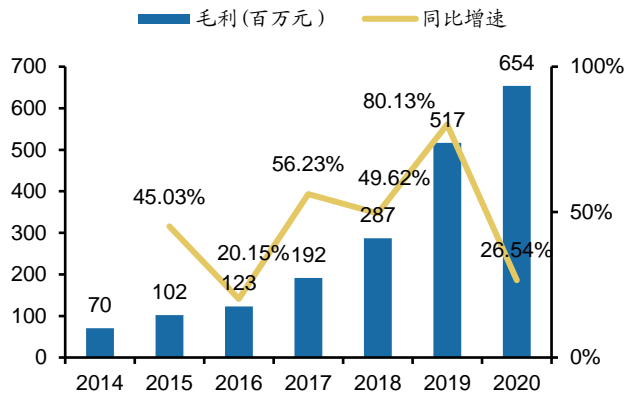
数据来源: 爱美客招股说明书、爱美客年报, 广发证券发展研究中心

图 4: 爱美客 2014-2020H1 收入结构



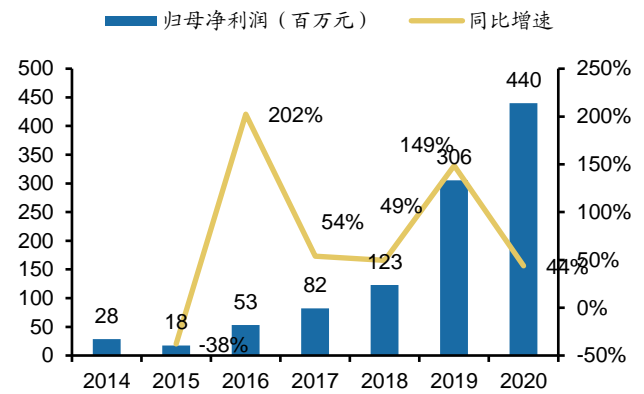
数据来源: 爱美客招股说明书, 广发证券发展研究中心

图 5: 爱美客 2014-2020 年毛利及增速



数据来源: 爱美客招股说明书、爱美客年报, 广发证券发展研究中心

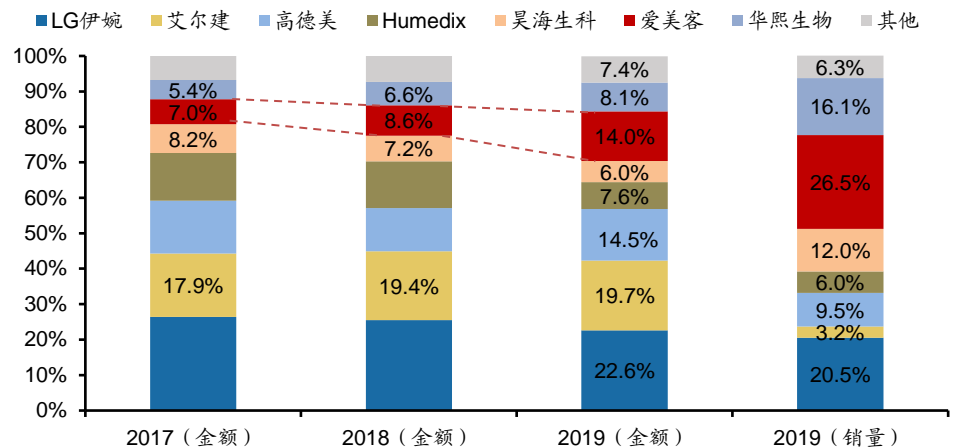
图 6: 爱美客 2014-2020 年归母净利润及增速



数据来源: 爱美客招股说明书、爱美客年报, 广发证券发展研究中心

截至 2019 年末, 公司透明质酸钠注射产品市占率国产第一。嗨体作为国内唯一一款针对颈纹修复的透明质酸钠注射产品, 2017 年开始快速放量, 叠加宝尼达经过几年的市场培育也开始逐步进入放量期, 公司在透明质酸钠注射剂产品的市场份额不断上升。根据公司招股说明书披露数据, 截至 2019 年, 公司透明质酸钠注射产品按金额 (入院价) 计算的市场份额已达到 14.0%, 排位第四, 在国产企业中排位第一; 按使用量计算的市场份额达到 26.5%, 在所有国内外企业中排位第一, 发展势头强劲。

图 7: 2019 年爱美客透明质酸钠产品市占率国产第一



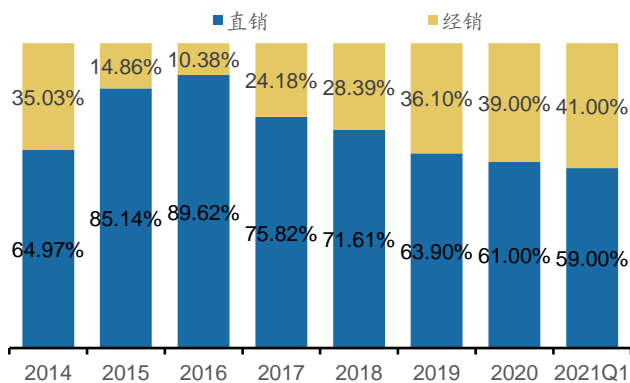
数据来源: 爱美客招股说明书、爱美客投资者交流会, 广发证券发展研究中心

(二) 品牌力逐步强化, 盈利能力持续提升

公司坚持“直销为主, 经销为辅”的销售模式, 直销团队与一线公立医院及大型医美服务机构共建产品的使用及销售方案, 直销占比高于同业。经过多年沉淀, 公司对终端产品的使用效果形成了较好的掌控能力, 助力公司在目前依旧“乱象丛生”的医美行业中建立了优质口碑和良好的品牌形象。

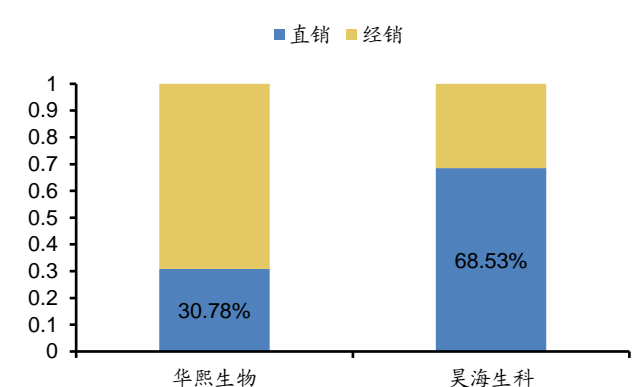
据公司招股书披露数据, 2017 至 2021 年第一季度经销占比从 24.18% 上升至 41%, 增长 16.82pct, 主要原因是嗨体、爱芙莱这两款产品的终端医生的教育基本完成、市场认知度逐步打开, 公司开始通过经销渠道覆盖长尾机构。截至 2021 年第一季度, 公司直销团队共覆盖 2000 家专业医疗美容服务机构, 直销+经销渠道共覆盖机构超过 4000 家, 占全国合规医疗美容服务机构 (13000 家) 的 30% 以上, 目前仍在不断拓展中。

图 8: 2014-2021 年 Q1 爱美客直销经销占比



数据来源: 爱美客招股说明书, 年报及一季报, 广发证券发展研究中心

图 9: 2018 年华熙生物及昊海生科直销经销占比



数据来源: 爱美客招股说明书, 广发证券发展研究中心

2018 年开始嗨体快速放量, 公司销管费用率逐步走低, 净利润增速明显高于收入增速, 盈利能力持续提升。

图 10: 爱美客 2014-2020 年毛利率及净利率

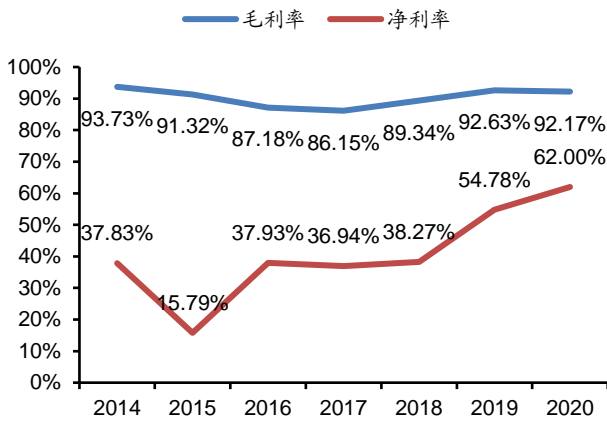
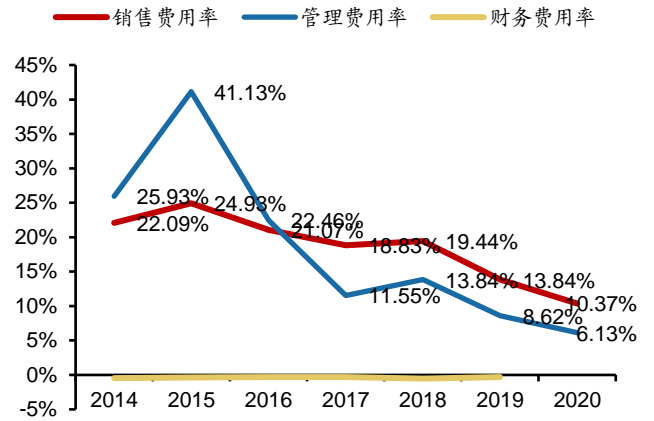


图 11: 爱美客 2014-2020 年销售、管理及财务费用率



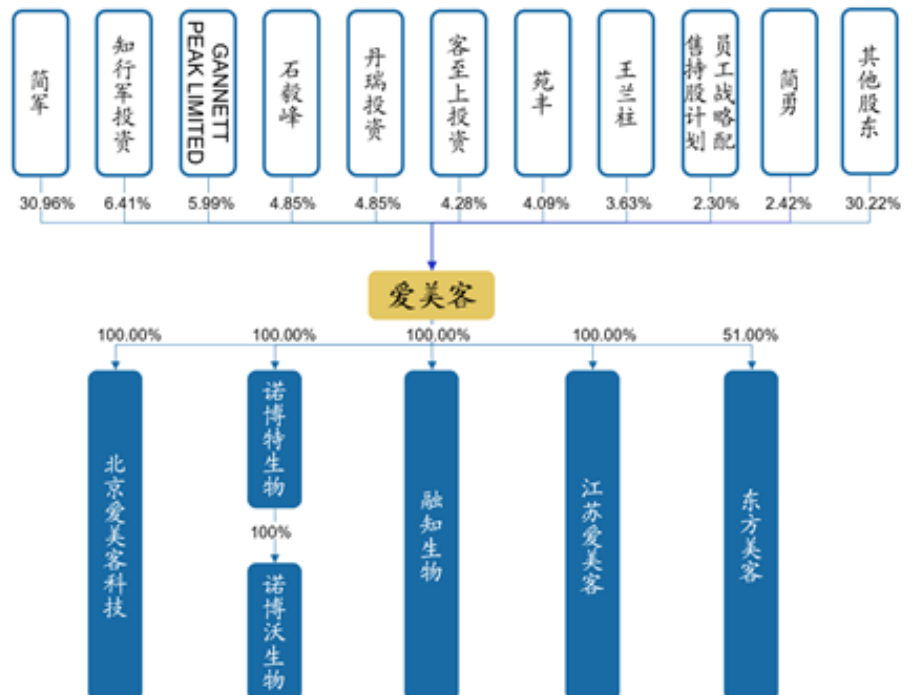
数据来源: 爱美客招股说明书、爱美客年报, 广发证券发展研究中心

数据来源: 爱美客招股说明书, 广发证券发展研究中心

(三) 股权结构稳定集中, 高管团队行业经验丰富

简军女士为公司第一大股东、实际控制人, 合计持有公司股份的比例为 38%。公司董事长简军女士为清华大学工商管理硕士, 1990-2004 年曾先后在美国及巴拿马工作, 对国外医美行业的发展历程有着较为深刻的认知和理解, 2005 年时任爱美客有限副总经理, 已持续深入公司经营管理长达 15 年。股权结构的稳定集中能够保证公司未来继续坚持“直销为主+品牌力打造”的稀缺性发展模式。

图 12: 公司股权结构稳定集中



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

公司高管团队及专家委员会均拥有丰富的行业相关经验，保证了对公司的产品研发、销售策略及发展战略的精准把控。

表 1: 公司高管及专家委员会成员

高管姓名		职位	发展背景
简军	董事长	清华大学工商管理硕士	2004 年创立爱美客，拥有超过 15 年的行业经验，具有国际化视野和产业的前瞻 现管理公司发展战略和产品的研发
石毅峰	CEO	清华大学工商管理硕士	多年大型企业管理经验，组织管理、产品营销经验丰富 现负责集团的整体运营和团队管理
简勇	执行董事、董事会秘书、联席公司秘书	吉林大学经济管理学院经济学学士	1999 年 4 月起担任海南新境界网络科技有限公司董事长 1995 年 11 月-1998 年 3 月担任海南达讯贸易有限公司副总监，1998 年 3 月-2016 年 12 月担任董事长 现负责集团法律合规与企业管治
王兰柱	非执行董事	对外经济贸易大学国际贸易学士、蒙纳士商学院高级管理人员工商管理硕士、中国传媒大学广告学博士	2015 年 7 月起担任北京迈瑞科教育科技有限公司董事，1996 年 7 月-2015 年 6 月担任央视索福瑞媒介研究公司总经理 现负责集团整体战略规划、企业管治及业务方向
勾丽娜	副总经理	2010 年起担任公司大区经理，销售总监，公司副总经理	多年产业销售经验 现负责销售管理
尹永磊	副总经理	中国药科大学药物制剂本科	2007 年起担任公司生产部经理、生产总监、公司副总经理、超过 13 年医疗器械生产经验
陈维伟	研发经理	北京师范大学，生物化学与分子生物学硕士	多年医疗器械开发经验，现负责公司产品研发
专家委员会成员		背景	
奚廷斐		中国药品生物制品检定所医疗器械质量监督检验中心主任、博士生导师，兼任北京大学生物医用材料与组织工程研究中心主任	
顾其胜		上海其胜生物材料技术研究所所长，美国生物材料学会委员	
张政朴		曾任南开大学高分子化学研究所博士生导师	

数据来源：爱美客 H 股招股说明书，广发证券发展研究中心

二、行业发展趋势及核心竞争要素分析

(一) 非手术类医美项目逐步丰富化，市场规模持续增长

1. 中国已成为全球第二大医疗美容市场，渗透率尚低，发展空间大

医美是指运用药物、手术、医疗器械以及其他具有创伤性或者不可逆性的医学技术方法对人的容貌和人体各部位形态进行的修复与再塑的美容方式。近年来我国医疗美容服务市场发展迅速，根据国际美容整形外科披露数据显示，截至 2018 年，我国已经成为全世界第二大医疗美容市场，规模仅次于美国。

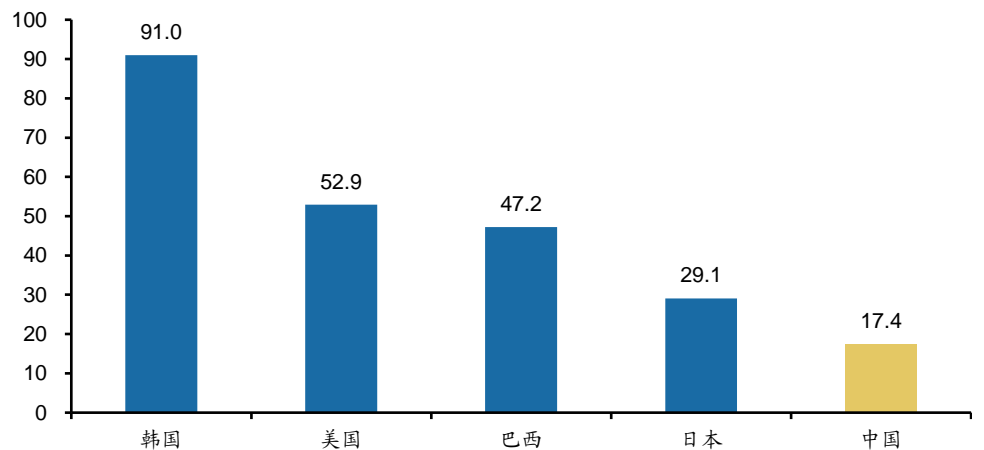
表 2: 中国成为全世界第二大医疗美容市场

国家	医疗美容市场规模排名	医疗美容市场规模(百万美元)	2018-2023E 医美市场年复合增长率(%)
美国	1	31376	3.7
中国	2	18379	24.2
巴西	3	14654	5.3
韩国	4	7466	7.0
俄罗斯	5	4923	8.3
意大利	6	4137	3.1
日本	7	4021	2.7
土耳其	8	3229	7.9

数据来源：爱美客投资者交流会，广发证券发展研究中心

相比于世界主要国家，我国医美市场渗透率仍较低，根据爱美客招股说明书，2019 年我国每千人的医疗美容服务治疗量仅为 17.4 次，约为韩国的 1/5，美国和巴西的 1/3。随着中国医疗美容市场规模的不断扩大和消费者接受相关教育的不断深入，我国医美市场的渗透率有较大提升空间。

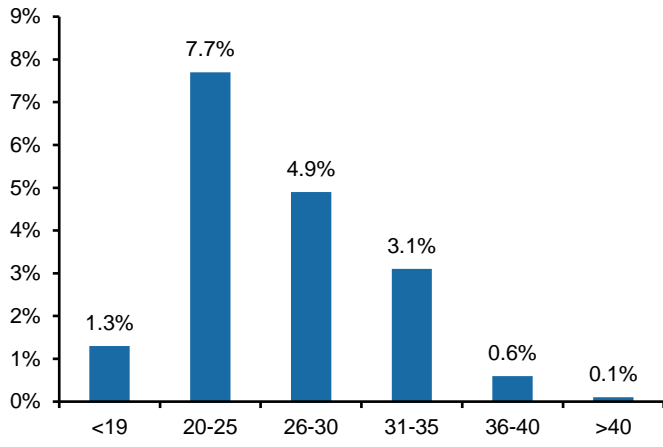
图 13: 2019 年主要国家医美市场渗透率(每千人治疗量)



数据来源：爱美客 H 股招股说明书，广发证券发展研究中心

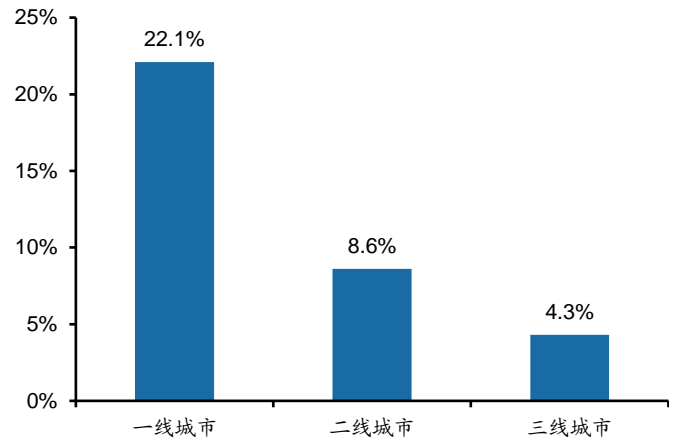
国民收入水平提高和消费观念的变化将有力推动医美市场长期发展。据爱美客港股招股说明书数据，中国医疗美容服务用户用户群体在一二线城市的渗透率较高，一线城市渗透率达到 22.1%；按年龄段来看，20-30 岁年龄段渗透率最高。90 后的医美用户群体开始逐步占据市场主力，医美消费群体呈现年轻化趋势。90 后群体经历了收入规模和观念更新的双重改变，对医美服务的接受度更高，当其年龄增长，对医美的需求将进一步提高。

图 14: 2020 年按年龄划分的消费者渗透率概况



数据来源：爱美客 H 股招股说明书，广发证券发展研究中心

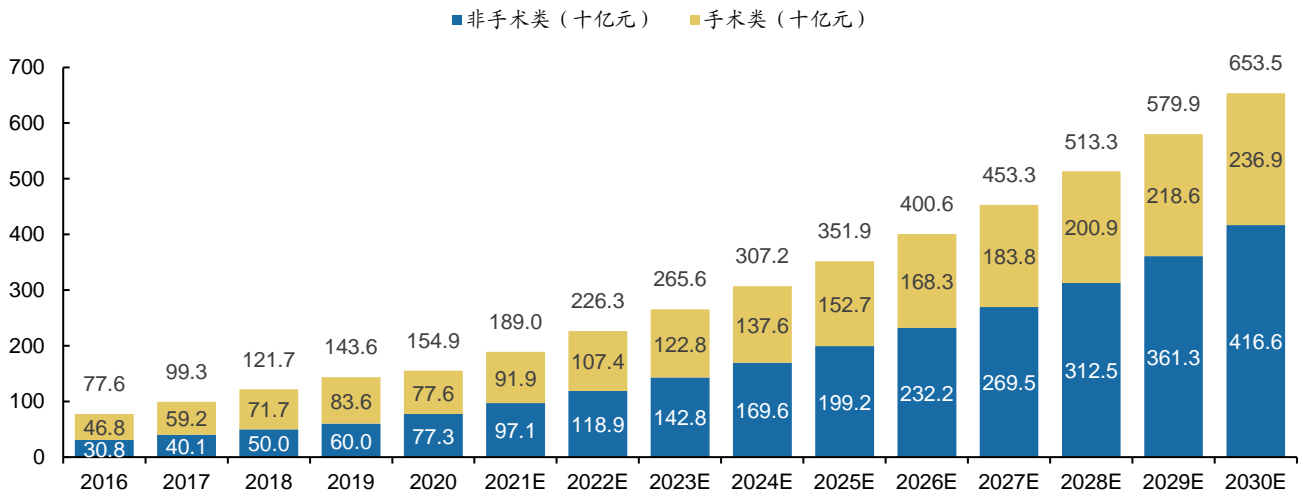
图 15: 2020 年中国按城市等级划分的医疗美容渗透率



数据来源：爱美客 H 股招股说明书，广发证券发展研究中心

同时，随着我国经济的发展，国民可支配收入不断提高，为医美消费提供物质基础。未来，我国的医美消费欲望将随着收入水平、消费观念、人口结构的变化而不断增长。据爱美客 H 股招股说明书数据，2020 年中国医疗美容市场规模达到 1549 亿元，并将于 2030 年达到 6525 亿元。

图 16: 2016 至 2030E 中国医疗美容市场规模（按服务收入计）



数据来源：爱美客 H 股招股说明书，广发证券发展研究中心

注：中国医疗美容市场的预计扩张乃基于两项主要假设：

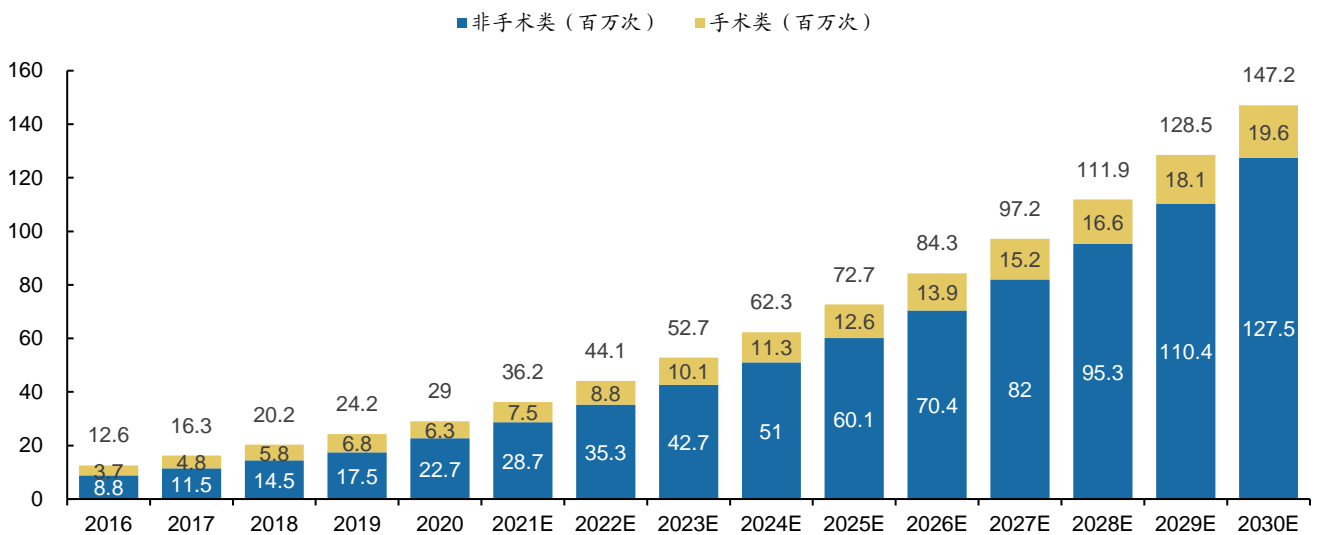
- (1)在需求侧，人均可支配收入及医疗美容消费者数量的增加与中国医疗美容市场的增长相一致；
- (2)在供给侧，商业化医疗美容产品数量增加推动中国医疗美容市场的增长。

2.非手术类医美项目普及程度较高、消费者复购意愿强，2021-2025 年治疗次数复合增速达 21.5%

按照创伤性不同，医美项目首先可以分为手术类项目和非手术类项目，后者主要采用无创或微创技术，具有创伤小、预后快、安全性高等特点，消费者的接受程度更高。出于远期安全性考虑，当前非外科医美手术项目大多使用可吸收/可降解的生物材料，如透明质酸钠注射剂、可降解埋植线等，可以维持较好的短期/中短期效果，但维持时间有限，在经济条件允许的情况下，大部分求美者倾向于持续购买疗程，因此此类产品复购率较高，需求具有重复性、长期可持续性的特征。

据爱美客 H 股招股说明书数据，2020 年我国医美治疗次数约 23 百万次，其中非手术类医美项目治疗次数约为 22.7 百万次，占比 98.7%。预计到 2025 年我国非手术类医美项目诊疗次数将超过 70 百万次，2021-2025 年 CAGR 条约为 21.5%。

图 17：2016 至 2030E 中国医疗美容治疗次数



数据来源：爱美客 H 股招股说明书，广发证券发展研究中心

3.非手术类医美产品品类将逐步丰富，助推市场扩容

截至 2020 年 11 月，获 NMPA 批准在国内市场上市的医美注射剂品类共有四类：透明质酸钠注射剂、胶原蛋白注射剂、肉毒毒素、微球类产品。相较于美国等医美行业发展较为成熟的国家，我国获批的医美注射剂种类仍然较少。

图 18: 中国合规市场各类注射针剂占比 (金额)

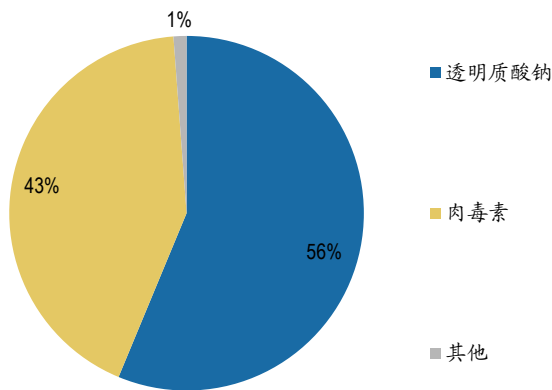
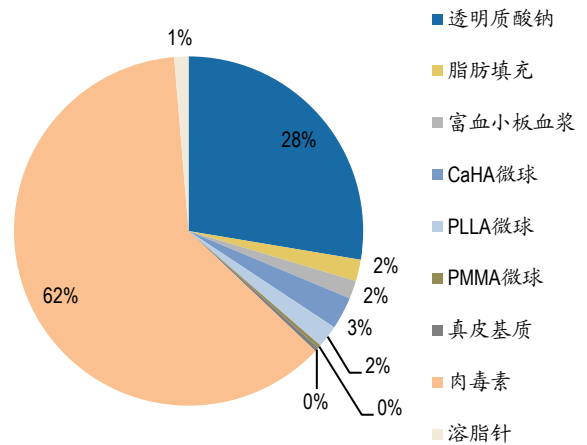


图 19: 美国合规市场各类注射针剂占比 (金额)



数据来源: 爱美客 H 股招股说明书, NMPA, 广发证券发展研究中心

数据来源: ASPS, 广发证券发展研究中心

已获批医美注射针剂中, 透明质酸钠类批文最多, 市场份额最高。国内市场获 III 类医疗器械注册证的医美注射针剂产品中, 透明质酸钠注射针剂品类最为丰富, 共有 24 个进口产品及 21 个国产产品获批; 肉毒素类产品截至目前共有四款注射针剂获批, 在 2020 年之前仅有美国艾尔建的保妥适和兰州生物制品研究所的衡力获批, 产品差异化和价格梯度丰富度不足; 胶原蛋白类注射剂目前 2 款进口产品获批、1 款国产产品获批; 含微球类产品共有 4 款获批——宝尼达 (爱美客)、爱贝芙 (荷兰汉福)、伊妍仕 (华东医药、Sinclair)、艾维岚 (长春圣博玛) 以及濡白天使针 (爱美客), 是区别于透明质酸钠填充剂的补充型填充产品。

表 3: 截止 2021 年 8 月 8 日获 NPMA 批准的 III 类医疗器械注册证的医美注射针剂产品 (肉毒素为生物制品)

针剂品类	获批厂家	批文数量	商品名	
透明质酸钠注射剂	进口	艾尔建 Allergan	7	乔雅登系列
		Q-Med AB	6	瑞蓝系列
		LG	4	伊婉系列
		CROMA GmbH	1	公主系列
		和康生物	1	Formaderm
		吉诺斯 Genoss	1	蒙娜丽莎 Monalisa
		大熊	1	达娜依 DANAE
		Humedix	2	艾莉薇 Elravie
		菲洛嘉 FILORGA	1	菲洛嘉 FILORGA
		爱美客	6	逸美、逸美一加一、爱芙莱、嗨体、濡白天使针等
		华熙生物	6	润百颜、润致等 (含水光针产品)
		昊海生科	3	姣兰、海薇等
	国产	杭州协和	2	-
	凯乐普	1	-	
	北京蒙博润	1	-	
	瑞莱思	1	-	

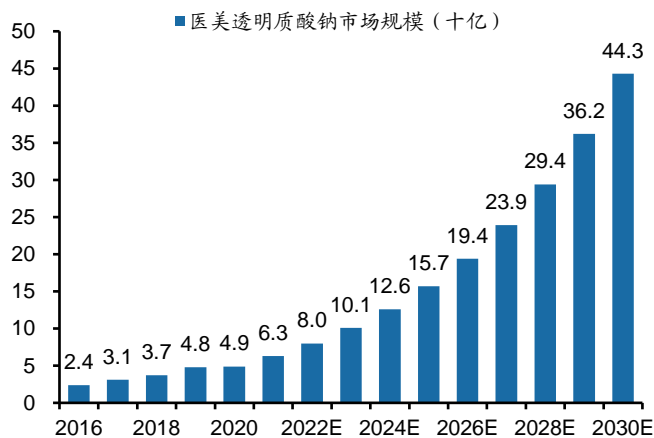
		常州药物研究所	1	-
含胶原蛋白注射剂	进口	台湾双美生物科技	1	双美胶原蛋白
		荷兰汉福	1	爱贝芙 Artecoll
	国产	锦波生物	1	薇旎美
肉毒毒素注射剂	进口	艾尔建 Allergan	1	保妥适 Botox
		益普生 Ipsen/高德美 Galderma	1	吉适 Dysport
		Hugel (四环代理)	1	乐提薄 Letybo
	国产	兰州生物制品研究所	1	衡力
含微球注射剂	进口	荷兰汉福	1	爱贝芙 Artecoll
		AQTIS Medical B.V. (华东医药)	1	伊妍仕
	国产	爱美客	2	宝尼达 Bonita、濡白天使针
		长春圣博玛	1	童颜针

数据来源：NMPA，广发证券发展研究中心

注释：宝尼达含 80%复合透明质酸钠成分及 20%PVA 微球成分，同时归类在透明质酸钠注射剂和含微球注射剂两个分类中；
爱贝芙含 80%胶原蛋白溶液及 20%PMMA 微球成分，同时归类在胶原蛋白注射剂和含微球注射剂两个分类中

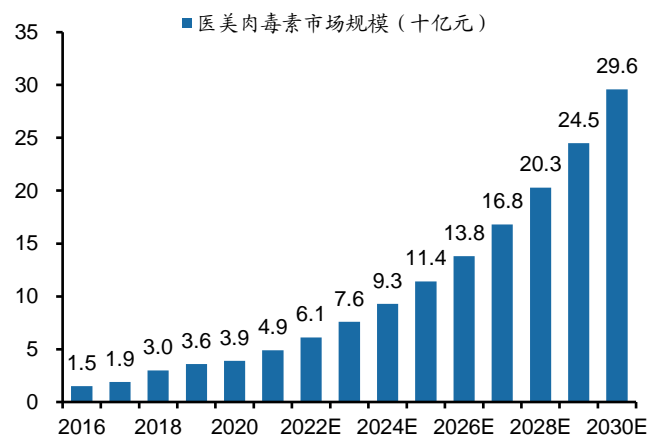
根据爱美客 H 股招股书引用的弗若斯特沙利文统计数据，2020 年中国医疗美容透明质酸产品市场规模（基于出厂价）达到 49 亿元人民币，2020-2030 年复合增长率约为 24.6%，预计在 2030 年达到 443 亿人民币。2020 年中国医美肉毒毒素产品市场规模(基于出厂价)达到 39 亿元人民币,2020-2030 年复合增速约为 22.5%，预计在 2030 年达到近 300 亿人民币。其他种类的注射针剂产品由于未在国内获批或获批种类较少，尚未形成销售规模。

图 20：中国医美透明质酸钠市场规模（十亿元）



数据来源：爱美客 H 股招股说明书，广发证券发展研究中心

图 21：中国医美肉毒毒素市场规模（十亿元）



数据来源：爱美客 H 股招股说明书，广发证券发展研究中心

我们认为，国内市场的注射针剂等非手术类医美产品品类将逐步增加，叠加高端品类占比提高带来的客单价提升，非手术医美市场规模将持续提升。来源主要有以下几个方面：（1）已进入中国市场的外资企业不断丰富型号：艾尔建、高德美等公司的注射类产品已在中国上市多年，目前国内外产品组合的丰富度仍有差距，未来仅

在国外上市的产品可能逐步进入中国市场；(2) 新的外资企业进入中国市场；(3) 国产企业持续研发，丰富自身产品组合；(4) 国产企业通过并购或合资方式从海外引进新型产品。

(二) 行业规范化后市场前景广阔，长期利好头部企业发展

目前我国医美市场存在监管不足、操作不规范、安全程度低的问题：

(1) 从发展历程来看，2013-2017 年，大量机构涌现，且受网红文化影响，消费者需求爆发。2018 年为行业放缓的转折点，大量中小机构面临盈利难等问题，市场呈现供需不匹配状态。

(2) 从需求侧看，消费者难以识别合法机构、医生及医美产品，一部分潜在消费者仍对事故频发的医美持观望状态；

合法合规开展医美项目的机构仅占行业 12%。根据弗若斯特沙利文统计数据，2019 年我国医疗美容行业合规机构数量在 13000 家以上，而全国有超过 80000 家店铺非法开展医疗美容项目。

图 22：2019 年中国医美机构概况



数据来源：艾瑞咨询《2020 年中国医疗美容行业洞察白皮书》，广发证券发展研究中心

(3) 从供给端看，民营医疗美容机构因医疗、运营人才缺失导致获客难、客情难维系等问题。

为此，卫健委等国家机构陆续颁布相关政策对医美行业进行整顿规范：2017 年开始，国家开始加大对医疗美容服务机构的规范及监管力度，非法医疗美容活动打击行动已逐步常态化。针对医疗美容行业存在的乱象问题，2017-2018 年，原国家卫生计生委等 7 部门联合部署开展了为期 1 年的严厉打击非法医疗美容专项行动。

2017年，卫健委等7部门联合发布《关于开展严厉打击非法医疗美容专项行动的通知》。2018年，卫健委发布《医疗美容服务管理办法（修订案）》、《医疗机构管理条例实施细则（修订案）》，详细规定了美容医疗机构设置、登记条件；执业人员资格及执业规则；监督管理细则等，并对对医疗机构管理的具体执行细则作出规定。2020年，卫健委等八部委（新增教育厅）联合发布《关于进一步加强医疗美容综合监管执法工作的通知》，进一步对美容医疗服务行为进行严格规范。

2021年6月10日，国家卫生健康委、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、国家中医药局联合印发《打击非法医疗美容服务专项整治工作方案》，于6月到12月联合开展打击非法医疗美容服务专项整治工作。鉴于目前国内医美市场存在部分来自境外的非法产品，我们认为在政策引导下，经过自我调整与监管规范本次方案的出台将进一步促使下游医美机构尽可能使用合规产品，长期利好国内合规经营的上游药械生产商扩大市占率。未来3-5年一个规范安全有序的医美市场将浮现，合规医美服务及终端产品的市场规模也将快速增长。

表 4：2017-2021年医美市场相关规范法案

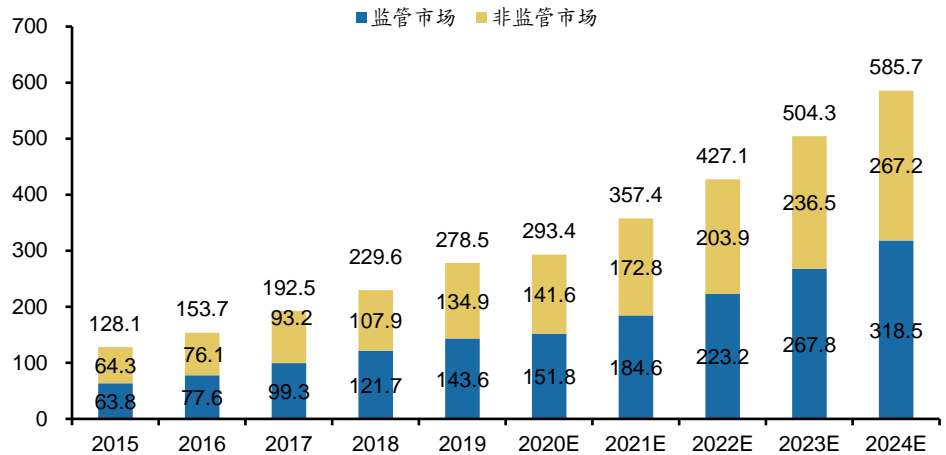
公告时间	执行主体	法案名称	相关内容
2021.06	八部委	《打击非法医疗美容服务专项整治工作方案》	要求严厉打击非法开展医疗美容相关活动的行为；严格规范医疗美容服务行为；严厉打击非法制售药品医疗器械行为；严肃查处违法广告和互联网信息等。
2020.04	八部委	《关于进一步加强医疗美容综合监管执法工作的通知》	要求规范医疗美容服务、规范药品器械生产经营使用、规范医美广告发布；要求各地各部门要强化部门联动，健全部门间信息沟通机制，创新监管手段，严格监督执法，加强行政执法与刑事司法衔接，严厉打击非法医疗美容。
2019.11	卫健委	《2019年医疗美容违法违规典型案例》（非法案）	公布十项医疗美容违法违规典型案例，包括违规出借《医疗机构执业许可证》、机构无证经营、无证行医、诊疗活动超出等级范围等案件类型。
2018.08	卫健委	《医疗美容服务管理办法（修订案）》	医美服务领域总的纲领性指导方针，详细规定了美容医疗机构设置、登记条件；执业人员资格及执业规则；监督管理细则等。
2018.08	卫健委	《医疗机构管理条例实施细则（修订案）》	对医疗机构管理的具体执行细则作出规定。
2017.05	七部委	《关于开展严厉打击非法医疗美容专项行动的通知》	各有关部门相互配合，覆盖注射用透明质酸钠、胶原蛋白、肉毒毒素等药品、医疗器械生产经营使用，医疗美容培训，广告推广全链条，以查处案件为抓手，发现一起查处一起，露头就打，绝不手软，严厉惩治违法犯罪活动，查处一批大案要案，曝光一批违法企业单位，惩处一批不法分子，坚决有效遏制医疗美容市场乱象。建立严重违法犯罪者“黑名单”，并纳入社会信用体系，实施联合惩戒。同时坚持破立结合、打建并举，逐步完善相关法律法规、政策措施，健全长效机制，加强管理，促进医疗美容产业规范健康发展，切实维护消费者合法权益。
2017.03	卫健委	《国家卫生计生委关于加强医疗美容主诊医师管理有关问题的通知》	要求对医疗美容主诊医师的专业实行备案管理，且将备案信息及时录入国家卫生计生委医师管理信息系统，并向社会公开，供群众查询，接受社会监督，同时开展医疗美容主诊医师定期考核工作。

数据来源：卫健委、广发证券发展研究中心

根据弗若斯特沙利文统计数据，2019年，监管下合规的医疗美容服务市场规模将为1436亿，占比51.6%，2015-2019年复合年增长率为22.5%。未来随着中国监管部门不断规范医疗美容服务行业，将会有更多的消费者选择规范的医疗美容机构。

2020-2024 年监管下合规的医疗美容服务市场规模将保持快速增长趋势，预计从 1518 亿元增长至 3185 亿元，年复合增长率为 20.4%。非监管下的医疗美容服务市场规模的年复合增长率为 17.2%。相比之下，监管合规的医美市场将呈现更为强势的增长势头。

图 23: 中国医疗美容服务市场规模（十亿元人民币）按监管及非监管市场拆分

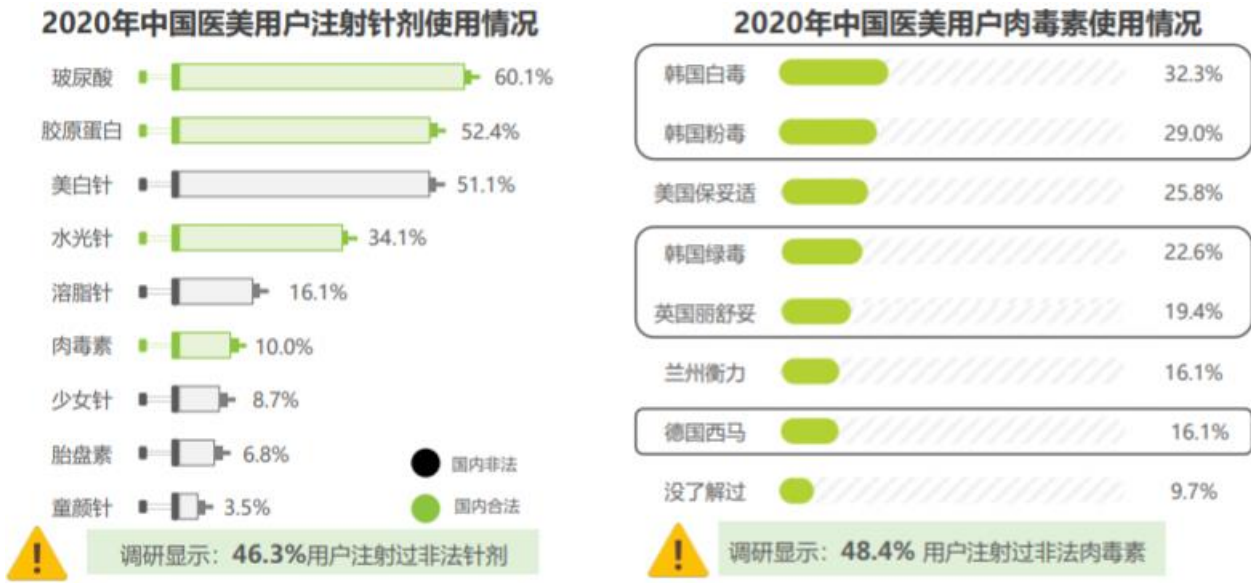


数据来源：爱美客投资者交流会，广发证券发展研究中心

当前市场上仍然存在大量不合规的医美终端产品。以注射针剂为例，由于针剂产品易携带、流动性高，是非法流通的重灾区，根据艾瑞咨询调研数据显示，46.3%的用户注射过非法针剂。从具体种类上来看，美白针、溶脂针、少女针（2021 年国内获批）、胎盘素及童颜针等注射量较大的针剂品类 2021 年前无任何厂家获批，均为假货及水货（通过非法渠道走私入境）；已有产品获批的肉毒毒素针剂市场也依然存在大量非法流通的产品，**正规注射针剂的潜在市场空间仍有较大扩容余地。**

严格监管将进一步提升行业集中度，长期利好头部企业。在行业整治和政策压力下，不规范的医美机构和企业将持续承压而出现产能出清，而头部企业由于监管压力小、产品质量高、具有资本和技术积累等优势可安全度过监管期，同时依靠自身的储备、品质、口碑以及广泛的经销网络抢占更多的市场，推动产业集中度提升。

图 24: 注射针剂假货及水货占比情况



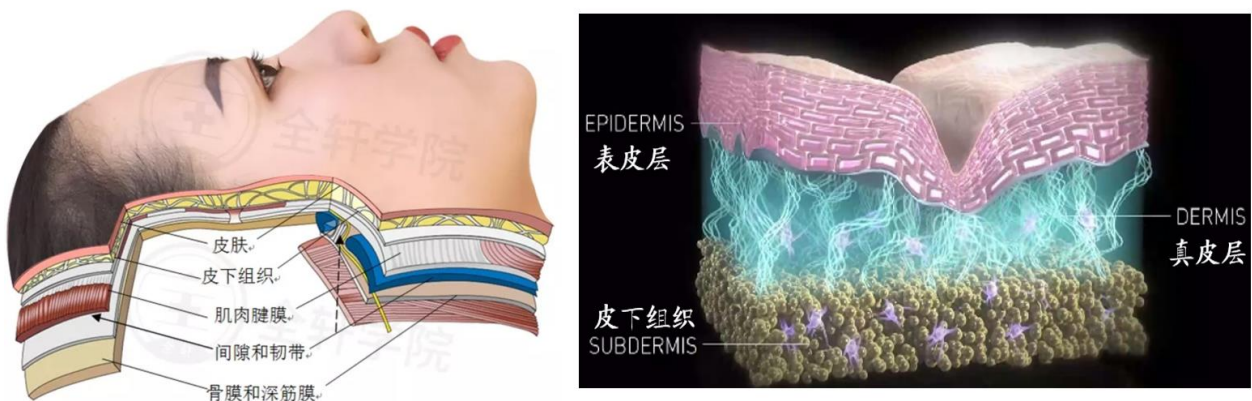
数据来源: 艾瑞咨询《2020年中国医疗美容行业洞察白皮书》, 广发证券发展研究中心

(三) 竞争策略: 差异化产品布局和医生教育是构筑竞争壁垒的核心要素

1. 面部美学问题本身具备差异化性质, 单一产品难以达到最佳求美效果

面部的五层结构分别为皮肤、皮下组织、浅表肌肉腱膜系统 (SMAS)、间隙和支持韧带、骨膜和深筋膜。表皮, 真皮和皮下组织与皮肤的上、中、下层相对应。上层显示皱纹, 老年斑, 鱼尾纹和凹陷等。真皮包含胶原蛋白 (为皮肤提供支撑力) 和弹性蛋白 (让皮肤有弹性), 皮下组织包含脂肪层等结构。不同部位由于皮肤厚薄程度、软组织丰富程度、皮肤的老化程度的老化原因的不同, 适用的解决方案和产品一般也存在差异。

图 25: 面部皮肤结构

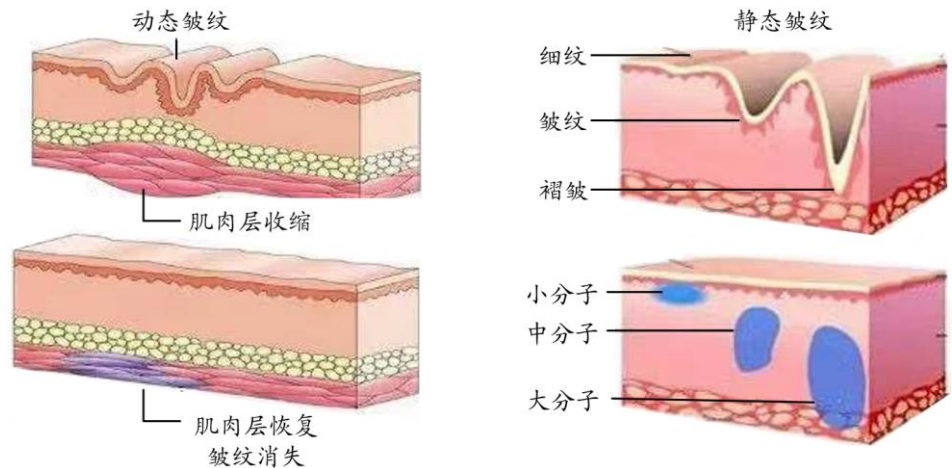


数据来源: 全轩学院官方公众号、Sinclair 官网, 广发证券发展研究中心

非手术类项目针对的求美需求可以大致可分为以下几种类型：

(1) 动态皱纹/动力性皱纹改善：动态皱纹一般由肌肉过度紧张造成，如抬头纹、眉间川字纹、鱼尾纹、鼻根皱纹等表情纹在形成初期均为动态皱纹，在无表情时不可见。这类皱纹一般使用肉毒毒素来阻隔运动神经和表情肌肉之间的信息传导，拦截肌肉收缩的信号、减轻肌肉收缩幅度，从而起到改善皱纹的作用。

图 26：动态皱纹适宜使用肉毒毒素改善，静态皱纹适宜使用填充剂改善



数据来源：华美整形公众号，广发证券发展研究中心

(2) 静态皱纹、面部沟壑改善：静态皱纹，又称真性皱纹，即在静止情况下依然存在的皱纹，成因主要是人体皮肤组织凹陷，一般使用透明质酸钠注射剂填充至皱纹部位皮肤的真皮层处，一方面将褶皱填平，另一方面通过给真皮层补充养分起到改善肤质的效果。

透明质酸钠填充型注射剂（维持时间 6-18 个月）：透明质酸钠注射剂属于真皮填充剂，依靠注射的透明质酸钠凝胶填充皱纹、沟壑，透明质酸钠代谢时间一般在 6-18 个月左右。具体来看，真皮浅层适合注射小分子型透明质酸钠注射剂（填充细纹）；真皮中层适合注射中小/中分子型透明质酸钠注射剂（中深度皱纹）；真皮深层则可以注射大分子型透明质酸钠注射剂（深度沟壑及体积填充）。典型产品包括乔雅登、瑞蓝、伊婉等透明质酸钠注射剂系列，一般均包含不同分子量的产品以覆盖不同深度的注射层次。

微球类补充型注射剂（维持时间 1-2 年及以上）：微球类产品一般包含 20-30% 的微球成分和 70%-80% 的载体溶液或凝胶，填充至真皮中深层，微球成分均匀分布在填充部位，2-3 个月后可以激发人体成纤维细胞及胶原蛋白再生，从而起到充盈和填充作用，相较于透明质酸钠，微球及人体自身产生的胶原蛋白细胞代谢时间更长，从而填充效果的维持时间也显著长于透明质酸钠注射剂。此类产品一般不可用于皮肤菲薄处，因此无法改善浅层细纹，在追求更自然的填充效果、更大的填充体积及更长的维持时间时，微球类补充型注射剂能更好地满足需求。典型产品包括微晶瓷（Radiesse）、塑然雅（Sculptra）、依恋诗（Ellanse）、贝拉菲尔（Bellafill）等产品。

表 5: 微球类补充型面部注射产品概览

商品名		所属公司	获批时间	主要成分(短效成分+长效成分)	短期填充	长期填充	适用场景
Radiesse	微晶瓷/ 晶亮瓷	Merz	FDA:2006	羧甲基纤维素凝胶(CMC) +羟基磷灰石钙微球(CaHA)	有	1年	面部皱纹改善、手部体积填充
Sculptra	塑然雅/ 童颜针	Galderma	FDA:2004	羧甲基纤维素+聚左旋乳酸微球 (PLLA)(产品呈粉末状,需要配 置成溶液后使用)	几乎无	1-2年	面部体积填充,中深度皱纹 改善
Ellanse	依恋诗/ 少女针	Sinclair Pharma (华东医药全 资收购)	CE:2014	羧甲基纤维素凝胶 CMC+ 聚己内酯微型晶球(PCL)	有	1-4年(不同型 号)	面部体积填充,中深度皱纹 改善
Artefill/Bellafill	贝拉菲尔	SUNEVA Medical	FDA:2006	胶原蛋白溶液+ 聚甲基丙烯酸甲酯微球(PMMA)	有	5-10年	骨性填充,面部体积填充, 中重度法令纹改善
Artecoll	爱贝芙	Hafod Bioscience	NMPA:2012	胶原蛋白溶液+ 聚甲基丙烯酸甲酯微球(PMMA)	有	5-10年	骨性填充,鼻背、中重度法 令纹改善
Bonita	宝尼达	爱美客	NMPA:2012	复合透明质酸钠溶液+聚乙烯醇微 球(PVA)	有	5-10年	骨性填充,鼻背、眉骨、额 头、下颌等
艾维岚童颜针		长春圣博玛	NMPA:2021	聚乳酸微球、甘露醇和羧甲基纤维 素组成的冻干粉	几乎无	-	注射至真皮深层,以纠正中 重度鼻唇沟皱纹
濡白天使针		爱美客	NMPA:2021	含左旋乳酸-乙二醇共聚物微球的 交联透明质酸钠凝胶	有	-	适用于真皮深层、皮下浅层 及深层注射填充纠正中、重 度鼻唇沟皱纹

数据来源: FDA、CE、NMPA, 广发证券发展研究中心

(3) 局部塑形、紧致提拉等面部轮廓改善

局部塑形: 鼻背、鼻尖、眉骨、下颌、太阳穴、额头、苹果肌等部位的形态直接影响到求美者的面部轮廓,其中鼻尖对填充材料的塑形要求非常高,一般使用注射类产品难以达到理想效果;鼻背、眉骨、额头、太阳穴对填充材料的塑形要求较高,适宜使用塑形性更佳的单相玻尿酸或微球类产品,鼻背及眉骨对填充材料塑形性的要求相对更高;苹果肌部位参与的面部活动较多,且一般为大体积填充,对填充材料的弹性模量(抗形变能力及弹性)、黏性模量(抗位移能力)及组织相容性要求较高。

紧致提拉: 真皮层的松弛使用注射填充剂补充体积、刺激胶原再生后一般可以得到较大幅度的改善,更深层次部位的松弛,例如脂肪垫移位等,依靠注射针剂难以达到较好的修复效果,目前较常使用的方式有埋植线提拉、光电仪器改善等方式。

(4) 肤质改善: 包括但不限于美白、祛斑、改善色素沉积、祛痘、祛红血丝、改善肤色不均等。

以上仅为对复杂求美需求的举例及概括性描述,可以看出,终端需求的差异化特征决定了上游产品供应商需要具备丰富的差异化产品组合才能够满足多个细分市场的需求。

2. 精细化使用方案叠加良好的医生教育有助于进一步构筑竞争壁垒

医生操作是否正确对医美产品的终端使用效果及安全性有重要影响，良好的医生教育是强化品牌力的重要一环。非手术类产品涉及的人体组织层次包括真皮层（浅、中、深层）、皮下组织、肌肉层、脂肪层、骨膜层等，对解剖学研究不足和对产品特性（包括但不限于流变学特性、弹性模量、黏性模量、注射层次等）不够充分了解的医生在进行治疗时很可能达不到理想的治疗效果。因此上游医美产品生产商在不断丰富产品组合的同时，必须同时做好医生教育才能把控产品治疗效果，建立求美者对品牌的信任度。

艾尔建在销售上始终坚持直销模式，设立严格的终端合作机构的资格认证条件，新品上市后首先进行合作机构的医生培训工作，完成后给予产品使用的授权证书，对产品的终端使用效果能够做到几乎全把控。

组合化、精细化的产品使用方案能够进一步强化竞争壁垒，助推上游医美产品生产角色转变。在单个产品差异化的基础上，还存在产品组合方案的差异化，目前有多项研究证明多层次、不同产品的联合使用相较于单一产品更具备解决复杂面部美学问题的能力。上游产品供应商在已有产品的基础上，通过提供包含不同产品组合的差异化解决方案，一方面能够提升治疗效果，另一方面可以提高医生的产品替换成本，从而增强品牌黏性。

表 6: 组合化、精细化的产品使用方案可能达到更好的治疗效果

论文	发表杂志	发表日期	入组人数	主要研究结论
《多层次不同剂型透明质酸钠溶液注射在面部年轻化治疗中的疗效分析》	《临床皮肤科杂志》，高琳等	2016	118	(1) 注射部位皱纹完全消失或基本消失的平均时间为(3.42+/-3.29)个月 (2) 术后满意率达 98.4%，无面部表情僵硬、局部肿胀、结节坏死等并发症发生。 结论：应用多层次不同剂型医用羟丙基甲基纤维素-透明质酸钠溶液复合式注射治疗面部凹陷及皱纹，维持时间长，表面轮廓更柔和
《PPDO 埋置联合透明质酸和 A 型肉毒毒素注射在面部年轻化中的应用》	《中国美容整形外科杂志》，王钟山等	2018.01	239	(1) PPDO 线联合透明质酸、A 型肉毒毒素注射可使 PPDO 线作用更强，面部年轻化效果更佳 (2) 三者联用可见啥 A 型肉毒毒素、透明质酸单独应用时的应用量，效果更持久 (3) 在可达到想死治疗效果的情况下，减少治疗次数，减轻患者负担，临床体验更佳

数据来源：《临床皮肤科杂志》高琳等，《中国美容整形外科杂志》王钟山等，广发证券发展研究中心

典型案例：艾尔建 Allergan MD Codes 注射法——保障治疗有效性和安全性的同时提高产品替换成本，进一步构筑竞争壁垒，强化品牌力。

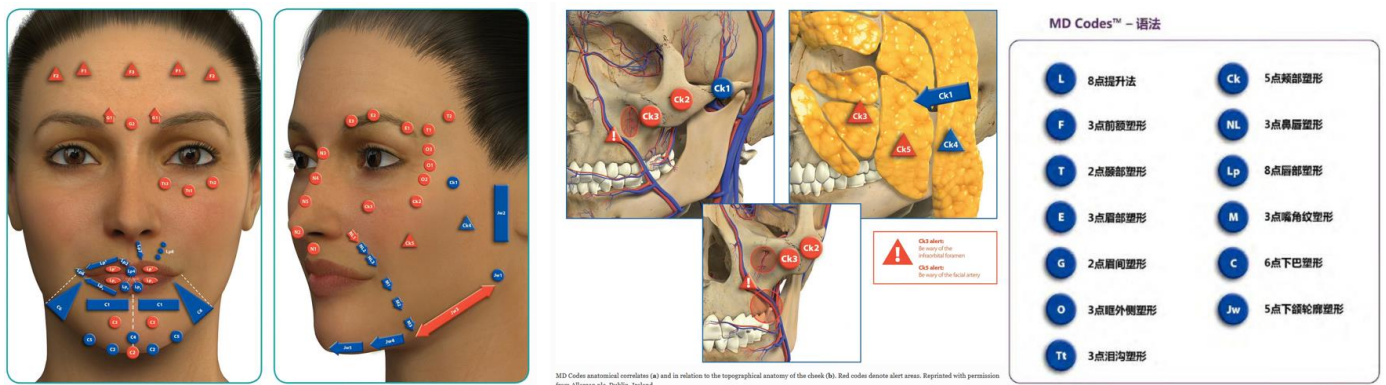
艾尔建与世界美容整形外科（ISAPS）成员、巴西美学与整形重建外科成员 Dr. Mauricio de Maio 合作共同创建了 MD Codes，制定出一套流程化的、可遵循的面部年轻化注射方案制定标准。目前接受过 Dr.Mauricio 培训的医务人员遍布全球 40

多个国家，人数达 15000 人以上，在乔雅登系列在全球范围内的销售和推广中起到重要作用。

MD Codes 主要流程如下所示：

Step1: 给出分部位分层次精细化面部注射位点。MD Codes 对包括前额、颞部、眉部、眉间、眶外侧、泪沟、颊部、鼻唇、唇部、嘴角纹、下巴、下颌轮廓在内的全面部不同部位以及不同的注射层次均给出了精细化的注射位点，并标注高风险区域及禁止注射区域，确保产品能够准确注射在安全层次。

图 27: 艾尔建 MD Codes 囊括了几乎所有面部注射位点



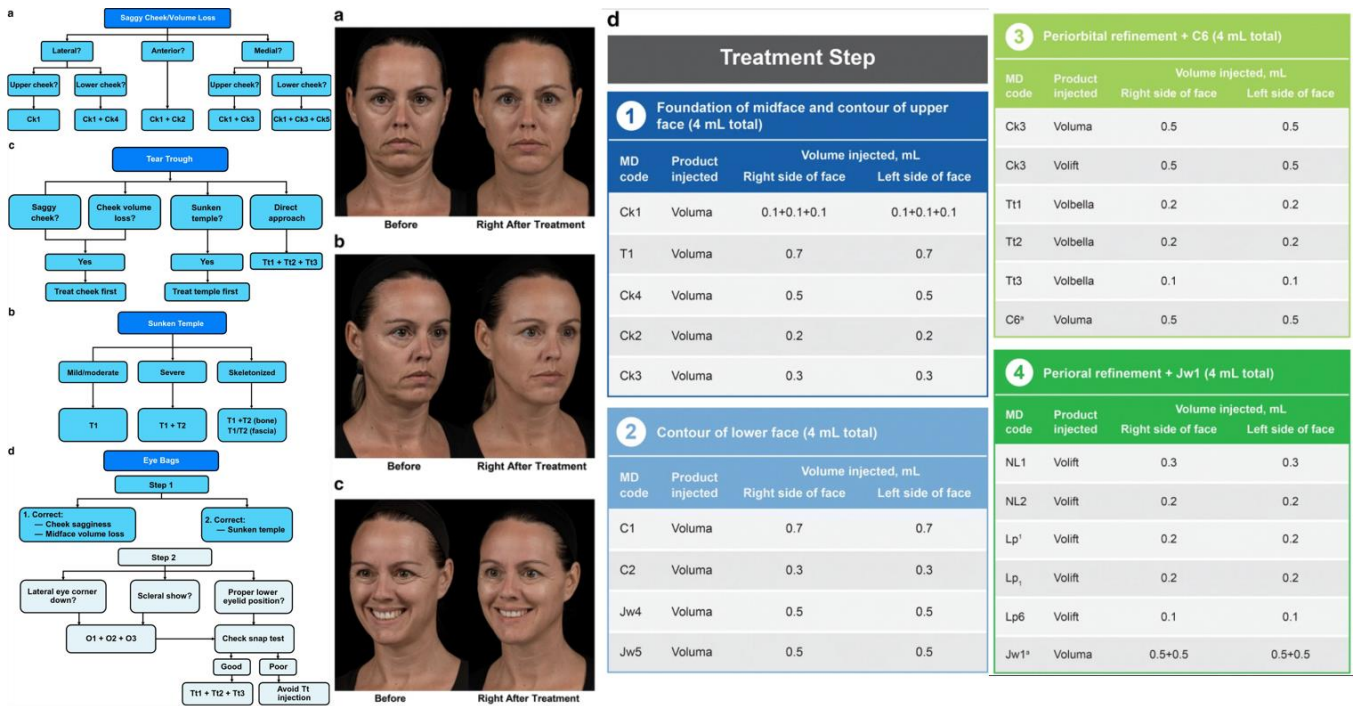
数据来源：艾尔建 MD Codes、广发证券发展研究中心

Step2: 基于精确的注射位点划分，对求美者的诉求进行二叉树式精确诊断以确定注射位点，并辅以不同的注射设备建议及注射方式建议，注射方式一般包括扇形注射、少量团注、线状注射等；注射设备则指不同型号的针头。

Step3: 确定不同注射位点使用的产品型号和精确用量，同一个部位的注射方案可能包含两种及以上的产品型号，在保证最佳注射效果的同时，提升产品的不可替代性，组合方案能够解决的问题种类越多，产品被替换的成本相应越高。以图 27 中的面部年轻化注射方案为例，MD Codes 提供的解决方案包括十个以上的注射位点和三种型号的乔雅登透明质酸钠注射剂 (Voluma、Vobella、Volift)，一方面可以降低医生注射失误的概率；另一方面，方案的高复杂度也使得医生很难在注射过程中将其中一款或两款产品替换为同类竞品。

可以看出，艾尔建 MD Codes 注射法是基于公司大量的注射试验后形成的一套安全有效且易于推广的注射方案，流程清晰的方案制定模式有助于医生快速学习，尽可能地减少注射失误。同时，一旦医生形成方案使用习惯，即会形成较高的产品替换成本，从而提高对公司全产品组合的依赖度。

图 28: 艾尔建 MD Codes 应用实例: 多型号产品组合化精细化注射方案—组合中任意产品难以替换



数据来源: 艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

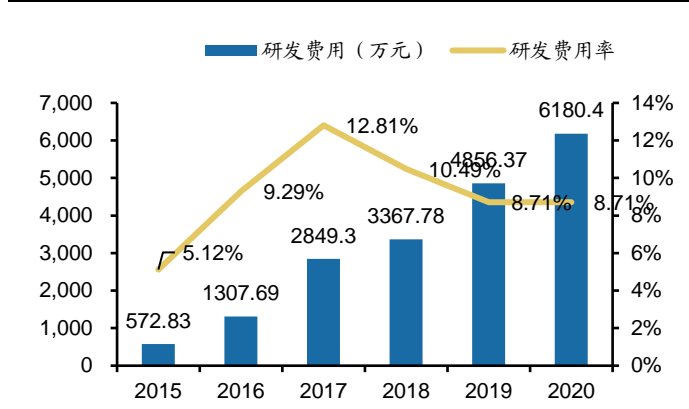
注: 左图: 二叉树法(先部位后具体情况)决定注射位点; 右图: 不同位点注射精确剂量的不同型号产品。

三、爱美客核心竞争优势分析

(一) 八项核心技术支撑差异化产品研发

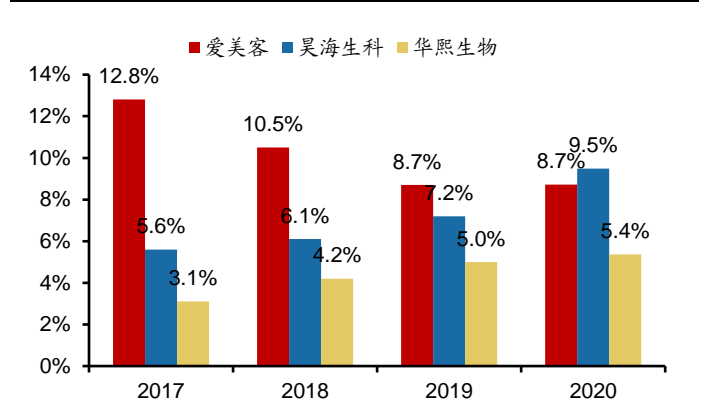
公司自成立以来即坚持自主研发、创新驱动的发展路线，截至2020年12月31日，公司公司拥有41项专利，其中发明专利23项，并作为牵头单位参与了国家科学技术部规划国家“十三五”重点研发计划“新型颌面软硬组织修复材料研发项目”。截至2020年底，公司共有研发及技术人员91人，占员工总数23.45%。2020年公司研发费用达6180万元，占销售收入比重为8.71%，研发费用率在同业中处于较高水平。

图29: 爱美客研发费用率



数据来源: 公司招股书、年报, 广发证券发展研究中心

图30: 三家医美上市公司研发费用率的对比



数据来源: 公司招股书、年报, 广发证券发展研究中心

公司拥有囊括多组分符合仿基质水凝胶技术、固液渐变互穿交联技术、水密型微球悬浮制备技术、组织液仿生技术、恒水精准切割技术、仿生脱细胞组织植骨和多功能止血材料制备等8项核心技术在内的生物医用材料产品转化平台，可以支撑公司完成多种差异化产品。其中水密性微球技术、恒水精准切割技术为公司独家技术，支撑公司研发出国产第一款含微球注射填充剂宝尼达、濡白天使针及国内第一款医美用埋植线“紧恋”。

表 7: 爱美客已上市医美产品概览

商品名称	主要成分	主要技术	注射/植入层次	效果及定位差异
逸美	非交联透明质酸钠和羟丙基甲基纤维素;	多组分符合仿基质水凝胶技术	皮肤真皮深层至皮下浅层	-
宝尼达	非交联透明质酸钠、羟丙基甲基纤维素和PVA微球	多组分符合仿基质水凝胶技术; 水密型微球悬浮制备技术	皮肤真皮深层至皮下浅层	长效+骨性填充; 国内仅有的两款含微球长效填充产品之一
爱芙莱	交联透明质酸钠、利多卡因	固液渐变互穿交联技术	皮肤真皮中层至深层	含利多卡因(麻药)玻尿酸产品, 注射痛感低; 性价比高, 适合入门体验
嗨体	以透明质酸钠溶液作为载体, 添加丙氨酸、	组织液仿生技术	皮内真皮层	国内首款及目前唯一获批的颈部皱纹改善产品;

甘氨酸、脯氨酸、L-肌肽和维生素 B2 等营养成分

逸美一加一	交联透明质酸钠、羟丙基甲基纤维素	多组分符合仿基质水凝胶技术；固液渐变互穿交联技术	皮肤真皮深层至皮下浅层	中高端系列，交联剂含量低、无交联剂代谢危险；效果可维持 12 个月；
紧恋	聚对二氧环己酮	恒水精准切割技术	皮下脂肪层	国内首款及目前唯一获批的面部埋植线产品；
濡白天使针	含左旋乳酸-乙二醇共聚物微球的交联透明质酸钠凝胶	-	真皮深层及皮下浅层之间注射填充	国内首款既含有 PLLA 又含有透明质酸钠的注射填充产品。

数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

公司医美产品在研管线中包含A型肉毒毒素、面部埋植线以及利拉鲁肽注射剂等，与现有产品在功能上存在差异，同时具备协同作用。此外，公司还逐步涉及外科修复及代谢病治疗等生物材料应用领域，目前多项产品取得研发的阶段性成果，未来公司差异化产品组合不断得到扩充。

表 8: 爱美客在研产品研发上市进展

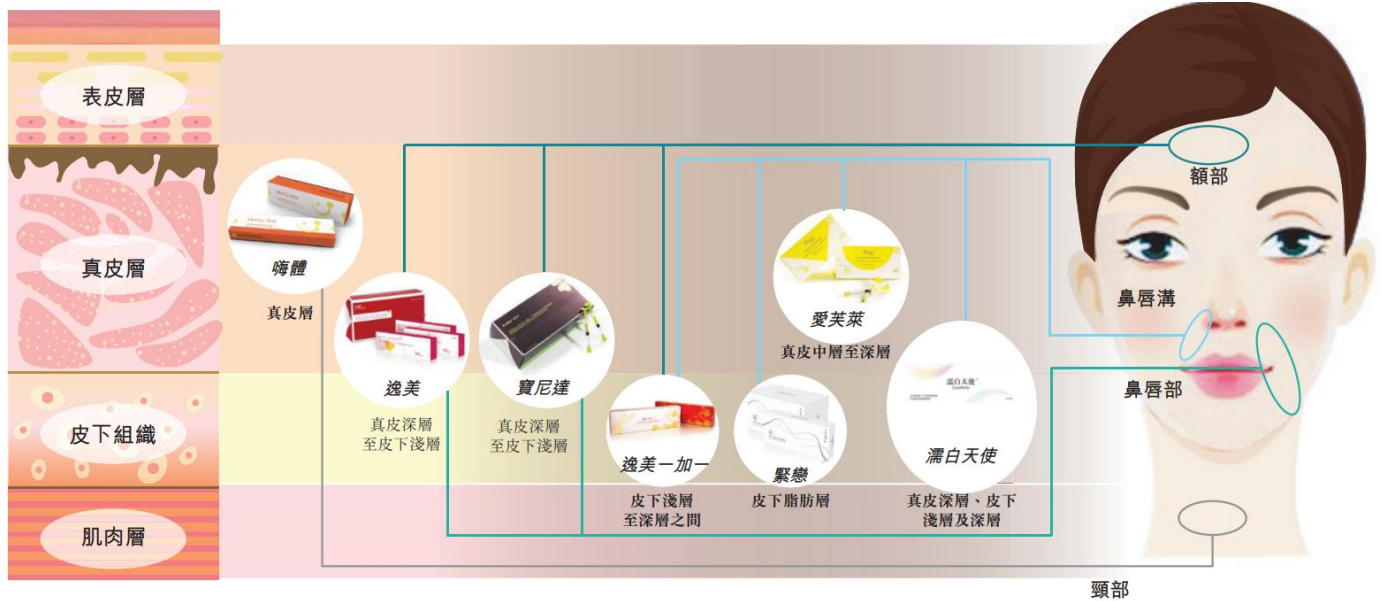
领域	产品	产品类别	作用	研发进展
医美	聚对二氧环己酮面部埋植线	III类医疗器械	软组织提拉	临床前研究阶段
	医用含聚乙烯醇凝胶微球的修饰透明质酸钠凝胶	III类医疗器械	治疗颌后缩	临床阶段
	注射用 A 型肉毒毒素	生物药品	去除动态皱纹	临床 III 期
	利拉鲁肽注射剂	生物药品	慢性体重管理	临床 I 期
	注射用透明质酸酶	生物药品	溶解透明质酸、可皮下注射	临床前研究阶段
	去氧胆酸药物（溶脂针）	化学药品	颌下减脂	完成临床前研究
	利多卡因丁卡因乳膏	化学药品	局部麻醉	完成临床前研究
其他	医用聚羧甲基葡糖胺聚糖凝胶	III类医疗器械	手术防粘连	注册申报阶段
	医用生物补片	III类医疗器械	脑硬膜和软组织修复	注册检验阶段

数据来源：NMPA、爱美客 A 股招股说明书、爱美客 H 股招股说明书，广发证券发展研究中心

（二）注射针剂布局比肩艾尔建、高德美等国际领先企业

从单个产品功能性上来看，公司注射针剂在注射层次上覆盖了真皮浅层到皮下组织深层，在注射部位上覆盖了眶周、全面部、颈部、手部年轻化（肤质改善、皱纹去除、局部紧致提拉等），额头、鼻背、下颌等部位，布局完整度逐步接近艾尔建、高德美等国际领先企业。

图31: 爱美客注射针剂覆盖的皮肤注射层次及面部注射部位



数据来源: 爱美客 H 股招股说明书, 广发证券发展研究中心

图32: 爱美客注射针剂布局完整度比肩国际一线医美企业



数据来源: ISAPS、爱美客、艾尔建、高德美官网, 广发证券发展研究中心

从整个医美产品线的布局来看，公司当前暂未布局仪器类产品 and 手术类产品，但已经形成包含差异化透明质酸钠注射剂、含微球类长效注射剂、A型肉毒毒素、埋植线、体重管理类产品的组合化布局，各产品功能定位均有差异，但同时具备较强的协同性。

表 9: 爱美客医美全产品布局与一线医美企业对比

公司	2019 年 医美业务收入 (百万美元)	非手术类产品						手术类 产品
		注射针剂				埋植线	仪器	
		填充剂 (Filler)		肉毒毒素	瘦身类			
		透明质酸	含微球产品					
艾尔建	1481	乔雅登	无	Botox	溶脂针/酷塑	无	酷塑	乳房假 体
高德美	3069	瑞蓝	Sculptra 童颜针	Gysport	无	无	无	无
Merz	1296	Belotero	Radisse 微晶瓷	Xeomin	无	无	超声刀	无
爱美客	84	嗨体/爱芙莱/ 逸美一加一	宝尼达 濡白天使针	Houns 合作引进	利拉鲁肽注射剂 (获批临床)	紧恋及其他 三款(临床 阶段)	无	无

数据来源: Bloomberg、爱美客招股说明书、艾尔建、高德美、Merz 官网，广发证券发展研究中心

基于现有的差异化产品品类，公司进一步推出多个组合化产品销售方案，进一步构筑品牌壁垒。嗨体及宝尼达单产品在对应的细分市场竞争优势明显，已具备一定品牌效应，公司在此基础上进一步推出多个商品化组合销售方案，将嗨体、宝尼达与其他产品进行联用，一方面可以通过精细化的注射方案满足更多的细分市场需求，另一方面可以同时带动逸美一加一、紧恋等处于市场培育期的产品快速放量、延长已成熟产品的生命周期。

表10: 爱美客产品组合化销售方案

产品使用	功效适应症	商品化名称
单产品解决方案		
嗨体 1.5+嗨体 2.5	去颈纹	嗨体天鹅美颈针
嗨体 2.5	皮肤屏障修复	嗨体皮脂膜
嗨体熊猫针	眶周结构型黑眼圈	嗨体熊猫针
宝尼达	额头形态打造	宝尼达富贵额
多产品组合解决方案		
嗨体熊猫针+紧恋	眶周年轻化	嗨体媚眼精雕
嗨体 1.5+2.5	眶周年轻化综合打造	嗨体眶周小熨斗
嗨体熊猫针+M22+嗨体 2.5	眶周年轻化(皮肤科)	嗨体光雕电眼
宝尼达+逸美一加一+嗨体熊猫针	面部综合注射	宝尼达高级脸
嗨体 2.5+爱芙莱	手部年轻化	嗨体纤纤玉手





数据来源: 爱美客投资者交流会，广发证券发展研究中心

(三)持续坚持直销模式把控终端产品使用效果,全轩学院开启医生教育新时代

公司持续坚持以直销为主的销售模式,注射难度较高的产品仅授权给通过公司培训和考核的执业医师进行注射。公司于2017年成立“全轩学院”以全方位赋能医生,2019年全年参加培训的医生达3000人以上,截至2020年底,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。目前公司在颈纹、面部综合注射、眶周年轻化方案上均给出了精细化、产品组合化的解决方案。

虽然公司目前已形成的精细化解决方案设计与艾尔建尚有一定差距,但已经大步领先国内同业,未来公司品牌力将不断强化,在市场竞争中保持领先地位。

表11:逸美一加一大金+小红精细化面部综合注射方案

法令纹注射			面部提拉注射		
					
进针点位	点 1: 靠近鼻翼的犬齿窝	点 2: 分三段从上往下注射	进针点位	点 1: 凹陷处皮肤	点 2: 钝针鼻唇沟外侧面颊部
注射层次	骨膜上层(深层)	皮下	注射层次	真皮或皮下	皮下筋膜
使用产品	逸美一加一大红	逸美一加一小金	使用产品	逸美一加一大红或小金	逸美一加一小金丰盈为主
注射方法	深层团块状注射	深层扇形	注射方法	皮下扇形	
选择针头	27G 锐针	25G 钝针	选择针头	27G 锐针	25G 钝针
常规用量	单侧 0.5-1.0ml, 单点 1 注射不超过 0.5ml, 单点 2 注射不超过 1.0ml		常规用量	单侧 1.0-2.0ml, 根据凹陷程度而定	
下颌注射			唇部注射		
					
进针点位	点 1: 下颌中线单点或两侧单点	点 2: 口角下垂直线与下颌缘的交叉点左右	进针点位	点 1: 距口角 2mm 唇缘	点 2: 粘膜不超过 3mm 深或水平 点 3: 唇缘外上皮肤 点 4: 口角水平外下
注射层次	骨膜上	皮下	注射层次	真皮层(红白交接处)	粘膜下层(唇红区域内), 深度 3mm 内
使用产品	逸美一加一大红	逸美一加一大红或小金	使用产品	逸美一加一小金	
注射方法	团块状	扇形	注射方法	从上到下线性注射	垂直点状团块或水平扇形 点状团块 皮下扇形
选择针头	27G 锐针	25G 钝针	选择针头	27G 锐针	25G 钝针
常规用量	一般不超过 2.0ml, 根据情况而定		常规用量	上下唇不超过 1.0ml	

数据来源:全轩学院,广发证券发展研究中心

四、爱美客未来发展趋势分析

（一）中短期：嗨体、天使针、宝尼达起量

1. 嗨体：3年以上颈纹针市场独占，熊猫针主打眶周修复有望进一步增厚业绩

（1）嗨体颈纹针（1.5ml及2.5ml）仍处于快速放量期

颈部皮肤菲薄，传统交联透明质酸钠填充剂并不适用。交联透明质酸钠凝胶作为一种组织填充剂在临床上广泛使用，使用浓度在10~23mg/ml，制剂呈凝胶状，具有固体和液体的双重属性，适合用于皮下组织填充，主要原理是通过增加皮下组织体积，修复皮肤凹陷，在补充容积、改善深大皱纹等方面具有明显效果。但颈部皮肤菲薄，产生横纹的纹理细微且位置表浅，使用交联透明质酸钠填充剂进行注射可能会出现凹凸不平、形成结节等现象，影响外观。

嗨体：独辟蹊径，颈纹改善效果已获学术界及终端市场认可。2017年上市的用于改善颈纹的嗨体包括两个型号——嗨体1.5及嗨体2.5，均以透明质酸钠溶液作为载体，添加丙氨酸、甘氨酸、脯氨酸、L-肌肽和维生素B2等营养成分，形成透明质酸钠复合溶液。相较于常见的交联透明质酸钠填充材料，嗨体粘度更小，流动性更好；与非交联透明质酸钠相比，降解时间更长，既能通过增加皮内组织体积修复皱纹，也能通过营养皮肤作用修复皮肤细胞基质结构。由于产品形态为溶液状制剂，注射至皮肤真皮层时，不出现皮下结节，透明质酸钠代谢后，其余营养物质则留在体内起到持续改善颈纹的作用。**丙氨酸、甘氨酸和脯氨酸是胶原蛋白中含量较多的氨基酸，能够有效刺激胶原蛋白增生；L-肌肽是由B-丙氨酸和L-组氨酸组成的一种天然二肽，对胶原纤维具有保护作用。**

图33：嗨体注射治疗后颈纹明显改善



数据来源：中国美容医学，广发证券发展研究中心

根据北京协和医院医学皮肤美容中心的临床试验结果，在15例纳入嗨体治疗颈纹研究的患者中，在经过2次注射后，所有患者颈纹均有改善，其中有80%的患者改善率>50%，86.7%的患者对疗效满意。

表12: 嗨体治疗颈纹相关论文

论文	机构	发表杂志	发表日期	主要研究结论
《注射用透明质酸钠复合溶液填充治疗颈部皱纹疗效分析》	北京协和医院医学皮肤美容中心	《中国美容医学》，房柔好等	2017.08	(1) 所有患者颈纹均有改善，改善度平稳为 2.86+/-0.52;
			入组人数	(2) 80%的患者改善率>50%
			15 例	(3) 86.7%的患者对疗效满意
				结论: 使用注射用复合型透明质酸钠溶液改善颈部皱纹是一种有效、安全的方法
《透明质酸钠复合溶液治疗颈部皱纹的疗效观察》	重庆华美整形美容医院	《中国美容整形外科杂志》，杜航航等	发表日期	(1) 治疗 1 个疗程结束后，有效率达 100%
			2019.05	(2) 随着治疗次数的增加，总有效率逐渐提高
			入组人数	(3) 术后淤青于 1-2 周清退
				结论: 透明质酸钠复合溶液对颈部皱纹疗效较好，不良反应较小

数据来源: 《中国美容医学》房柔好等、《中国美容整形外科杂志》杜航航等，广发证券发展研究中心

嗨体颈纹针量价拆分及销售预测:

关键假设:

量: 嗨体颈纹推荐疗程量为至少三次，用户粘性较强，产品复购率较高。2019年，嗨体销售量接近54万支，由于官方推荐的疗程为前三个月每个月打一次，后根据维持效果每半年到一年补注一次，叠加截至2019年嗨体上市三年，且前两年市场尚处于培育期，目前注射第四针的用户比例应当较少。可以假设首次购买嗨体疗程的用户都会打完三次，即一个疗程，后续两年内，每一年重复打一次，第四年平均每人打0.5次，第五年由于效果稳定或其他原因，不再重复购买。

价: 嗨体1.5ml主打颈纹填充修复，嗨体2.5ml可作为颈纹针伴侣在填充完毕之后作为水光针在颈部使用，单次疗程一般使用1-3支嗨体1.5ml（视颈纹严重程度而定，用量可能向上调整）和一支嗨体2.5ml。从可替代性上看，嗨体1.5ml定位明确，不可替代性更强，因此我们判断其销售占比可能逐步上升，带动嗨体1.5ml+2.5ml两个型号平均单价的提升。

表 13: 嗨体量价拆分及收入预测

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
嗨体 1.5ml+2.5ml 收入 (万元)	7320	20440	39640	73280	107820	149058
Yoy	113.41%	179.23%	93.93%	84.86%	47.13%	38.25%
量 (万只)	24	68	128	226	329	450
价 (元/只)	305	301	310	324	328	331

数据来源: 爱美客招股说明书，广发证券发展研究中心

(2) 嗨体熊猫针 (1.0ml) —— 攻占眶周修复市场，有望成为第二个嗨体颈纹针

泪沟及黑眼圈是中面部衰老的重要特征，非手术治疗案例以透明质酸钠注射治疗和胶原蛋白填充为主，二者均存在一定局限性。泪沟的出现、逐步加深加宽并伴有“黑眼圈”等征象是中面部衰老的重要表现，也是求美者要求改善的重点部位。在非手术治疗案例中，注射填充是目前最常用的方法，但仍存在部分病例在治疗后1个月内或数月后出现注射部位水肿、下睑袋加重、淡蓝色印记或条索状突起的现象。出现此类现象的主要原因在于传统交联透明质酸钠凝胶注射在皮肤较浅层次时，吸水后体积肿胀增大状况较为明显，存在一定局限性。近年来胶原蛋白作为新型医美填充材料，逐渐被应用于填充皱纹和容量缺损等治疗中，但其亦存在注射难度较大、无胶原蛋白溶解酶导致注射不可逆、可能出现排异或过敏反应等缺陷。此外，激光治疗眼周色素沉淀及脂肪填充也是较为常见的眶周修复方式。

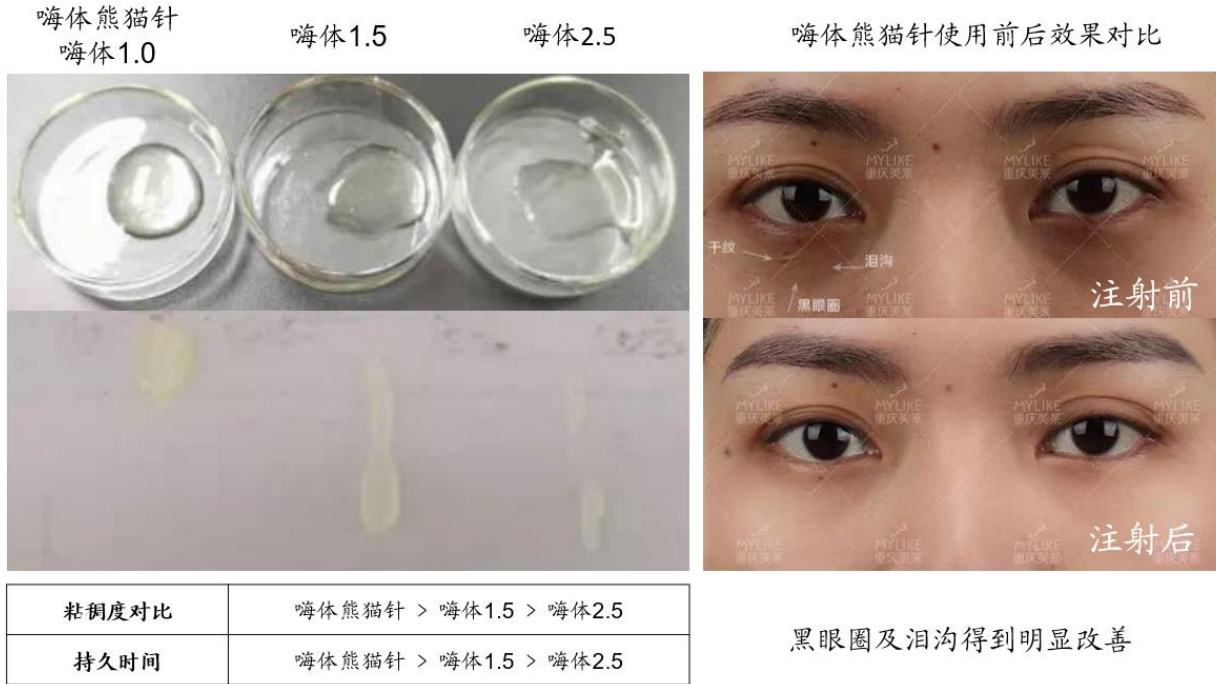
表14: 嗨体眼周问题解决方案

	矫正手段	适应症	文献
黑眼圈	纳米脂肪联合脂肪颗粒	混合型黑眼圈	纳米脂肪联合脂肪颗粒对混合型黑眼圈整形效果分析
	纳米脂肪联合脂肪颗粒	混合型黑眼圈	纳米脂肪联合颗粒脂肪注射治疗下睑混合型黑眼圈的疗效研究
	纳米脂肪	黑眼圈	纳米脂肪改善面颈部浅皱纹及黑眼圈的临床效果
	脂肪移植	黑眼圈	脂肪移植治疗黑眼圈的研究进展
	含5%氨甲环酸的护肤品	色素型及混合型黑眼圈	外用5%氨甲环酸联合激光治疗黑眼圈的疗效及安全性研究
	联合不同激光治疗		
	激光治疗		
激光治疗	色素型及血管型黑眼圈	红宝石 Q694 点阵激光治疗黑眼圈的临床疗效观察	
激光治疗	棕黑色黑眼圈	Q 开关 Nd : YAG 1 064 nm 激光治疗改善黑眼圈的效果	
泪沟	注射用透明质酸钠复合溶液	轻中度凹陷泪沟	注射用透明质酸钠复合溶液填充泪沟的临床疗效观察
	透明质酸（序列式注射法更有效）	第2级泪沟及第3级泪沟	使用序列式注射透明质酸到眼下凹陷来改善泪沟畸形
	自体脂肪颗粒移植	泪沟	自体脂肪颗粒移植在修复泪沟中的应用
	自体脂肪颗粒移植	鼻泪沟凹陷	自体颗粒脂肪填充联合面部提升在鼻泪沟凹陷矫治中的应用
	埋线填充	泪沟凹陷	埋线填充法在矫正泪沟凹陷中的临床应用

数据来源：CNKI、广发证券发展研究中心

2020年7月，公司进一步推出了用于眼部细纹、黑眼圈及泪沟修复的嗨体新型号——“嗨体熊猫针”，对嗨体六种成分的比例进行了调整，使其粘稠度相较于嗨体1.5更高，可以提升充盈效果。相较于传统玻尿酸，其延展性更强，不会出现眼下肿胀的现象，且具有更好的刺激局部胶原形成的能力，使得填充效果更加自然、有效。

图34: 嗨体1.5/2.5/熊猫针产品对比



数据来源: 微整产品库公众号, 美莱整形官方公众号, 广发证券发展研究中心

嗨体熊猫针收入预测: 我们认为2021年起熊猫针将快速放量, 并且有望成为第二个嗨体颈纹针, 对公司业绩起到强支撑作用, 主要原因有以下几点:

(1) 眶周修复作为中面部抗衰的重要部位, 其潜在市场空间应大于颈纹。

(2) 目前国内在眶周问题修复中主要使用的产品有瑞蓝等中小分子透明质酸钠凝胶、双美胶原蛋白及公司2020年推出的新品嗨体熊猫针。除熊猫针外, 其他产品均为在销售策略上直接锁定眶周修复, 熊猫针作为定位精准、同时性价比较高的眶周修复产品有望紧跟嗨体颈纹针脚步, 快速抢占消费者心智。

此外, 公司针对不同类型的眶周问题制定了嗨体及其他产品的精准解决方案, 同时确保安全性及有效性, 使产品具备较好放量基础。

表15: 嗨体眼周问题解决方案

部位问题	适应症	材料选择	单次用量	疗程设计
眶周肤质	眼周皮脂膜修复	嗨体 2.5	1 支	3 周/次 4 次/疗程
眶周细纹	眼周静态皱纹	嗨体 1.5	1 支	1 月/次 3 次/疗程
上睑容量形态	上睑凹陷	嗨体 1.5	1 支	1 月/次 3 次/疗程
	轻度假性泪沟	嗨体 1.5	1 支	1 月/次 3 次/疗程
	中度/中重度泪沟	嗨体熊猫针	2 支	建议 3 月/次 2 次/疗程
下睑容量形态	重度泪沟/眼袋手术后	嗨体熊猫针+嗨体 2.5	熊猫针 1 支 嗨体 2.5 1 支	建议每年一次
	眶脂脂肪撞出(假性眼袋)型泪沟	嗨体 1.5+紧恋小 V 线+嗨体 2.5	小线 10 根 嗨体 1.5 1 支	紧恋: 每次建议埋线时间间隔 6-8 月 嗨体 1.5: 1-2 个月/次, 3 次/疗程(时间)

嗨体 2.5 1 支 隔视客户皮肤松弛情况而定)
嗨体 2.5: 1 月/次, 持续 4 个月, 看情况 3 个月加强一次

数据来源: 爱美客投资者交流会、广发证券发展研究中心

(3) 熊猫针2020年7月上市, 单支价格约为嗨体1.5ml的1.5-2倍, 假设其2020年销售量约8万支。新品上市初期一般需要1-3个月的医生教育及方案设计时间, 熊猫针2020年实际销售时间不足2个季度。此外, 2020年三、四季度疫情仍有持续影响, 对公司新品推广速度有所拖累。据我们对上海某大型连锁机构的草根调研数据, 熊猫针上半年在该机构的销售金额已经接近嗨体颈纹针的一半, 终端需求旺盛。

综上所述, 我们认为2021年熊猫针将快速放量, 预计全年销售将达到40万针, 2022年销售量及2023年分别以70%及50%的增速增长。

表 16: 嗨体熊猫针量价拆分及收入预测

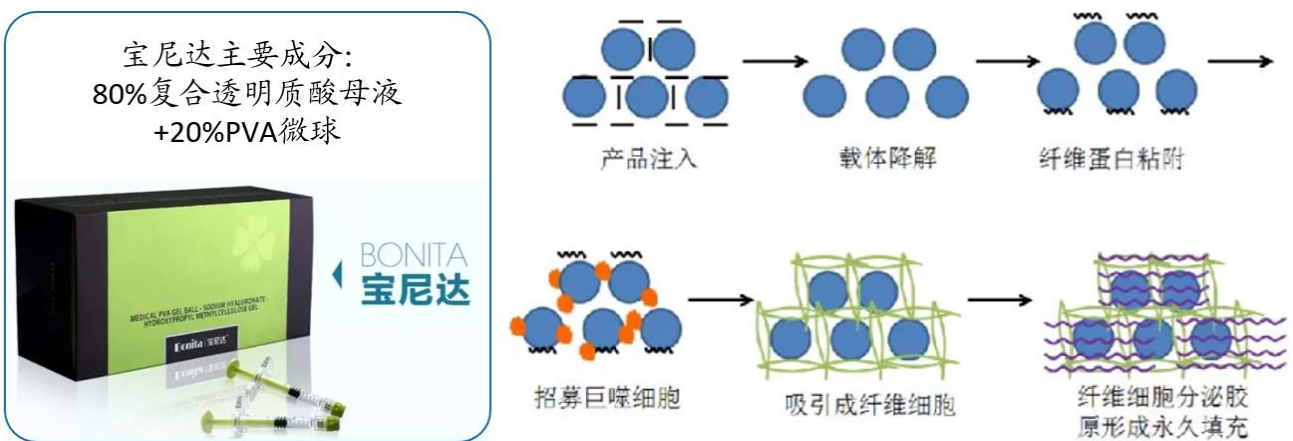
	2020	2021E	2022E	2023E
嗨体 1.0 熊猫针收入 (万元)	5200.0	26000.0	43520.0	65280.0
Yoy		400.00%	67.38%	50.00%
量 (万只)	8.0	40.00	68.00	102.00
价 (元/只)	650	650	640	640

数据来源: 爱美客 2020 年年报, 广发证券发展研究中心

2. 宝尼达: “最好的长效骨性填充材料”, 2021年销售收入超1亿

宝尼达, 全称为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, 其中透明质酸钠的标示浓度为10mg/ml、羟丙基甲基纤维素标示浓度10mg/ml、聚乙烯醇微球 (PVA微球) 标示剂量5mg/ml。与传统的透明质酸钠注射剂不同, 宝尼达中的透明质酸钠成分只起到短效填充作用, 进入人体3-6个月内逐步降解, 起长效填充作用的一方面是PVA软性微球的填补作用; 另一方面, PVA微球能够促进人体自身产生胶原蛋白, 从而达到轮廓立体的骨性延伸及组织胶原蛋白再生的效果。因此, 宝尼达适用于需要骨性塑形部位的填充, 相比于传统透明质酸钠注射剂更具立体感。

图35: 宝尼达主要成分及作用原理



数据来源: 华美整形公众号、广发证券发展研究中心

宝尼达推荐注射部位包含鼻背、额部、眉骨、下颌等需骨性填充的部位，禁止用于注射层次较浅的部位。

宝尼达鼻背塑形注射方案：

(1) 首次注射3-8支

宝尼达的注射层次较深，需要贴合鼻背骨膜进行注射，注射后透明质酸钠将在8周左右被逐步被吸收降解，PVA微球则留在注射部位，刺激骨膜形成新的胶原蛋白，透明质酸钠降解完毕之后，填充效果约为刚注射完毕时的三分之一。

(2) 二次注射1-2支

第二次将宝尼达堆叠在新生长出的成纤维细胞层上进行注射，再经过三个月的时间后，第二次注射的宝尼达中的透明质酸钠再次被代谢，新的胶原蛋白再次生长，填充效果达到第一次刚注射时的三分之二。

(3) 三次注射1-2支

第三次注射过程和第二次相同，最终透明质酸钠代谢之后基本可以达到理想的填充高度。

图36: 宝尼达推荐注射部位及禁忌注射部位



数据来源：微美医品，广发证券发展研究中心

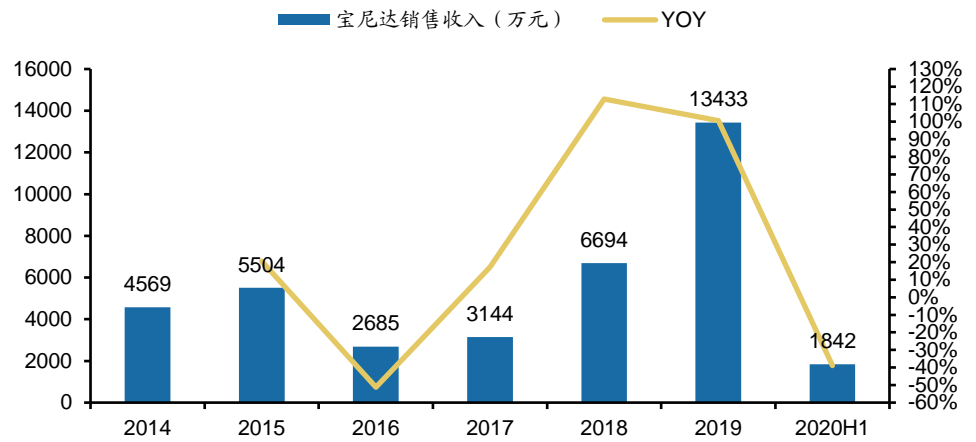
宝尼达2018年放量才开始提速的原因我们认为有以下两个方面：

(1) **授权医生数量有限**：宝尼达的注射难度较高，一旦注射层次、剂量、部位不正确，极有可能出现不良案例，影响产品口碑及公司信誉，因此公司只将产品授权给注射例数在1000例以上、经验及资质较佳的医生，并需要通过公司的产品注射培训之后才可拿到产品的注射许可。医生的教育及培育需要一定时间。

(2) **长效产品安全需时间验证**：宝尼达是国内上市的第二款含微球类面部注射产品，微球本身具有刺激组织胶原蛋白再生的作用，其竞品爱贝芙Artecoll的成分为80%胶原蛋白溶液+20%PMMA微球，这两款产品的标示效果维持时间均在5年以上，爱贝芙所使用的PMMA微球为不可降解成分，在上市之后曾经发生过肉芽肿等远期不良反应，目前国内机构用量较少。因此，作为同类型产品，宝尼达的产品安全需要

一定时间才可以通过市场验证。

图37: 宝尼达销售收入(万元)及增速



数据来源: 爱美客招股说明书, 广发证券发展研究中心

宝尼达量价拆分:

关键假设: 宝尼达上市至今无重大不良反应报道, 作为国内目前唯一一款安全性具有保障的含微球长效注射产品, 我们认为其未来三年将持续放量, 2021年公司将宝尼达价格从12800元/只调整至16800元/只, 因此出厂价也有一定程度提升。宝尼达需三次注射达到理想效果, 平均每人使用5只左右; 宝尼达为5-10年长效产品, 假设每位求美者仅购买一个疗程。

预计2021年-2023年收入将分别达到1.1/1.5/1.9亿元。

表 17: 宝尼达量价拆分及收入预测

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
收入 (万元)	1580.00	3364.00	6750.00	5739.75	10945.77	14776.80	19209.83
Yoy		112.91%	100.65%	-14.97%	90.70%	35.00%	30.00%
量 (万只)	0.64	1.45	2.65	2.25	4.05	5.47	7.11
价 (元/只)	2451.31	2316.32	2547.49	2548.49	2700.00	2700.00	2700.00

数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

3. 逸美一加一: 提供精细化面部综合注射解决方案, 2023年收入有望达5000万元以上

逸美一加一为公司于2016年获批的新型面部注射产品, 全称为医用透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶, 维持时间约12个月。逸美一加一同时使用多组分复合仿生基质水凝胶技术和固液渐变互传交联技术, 使用BDDE作为交联剂, 属于单相产品, 生物相容性、抗变形能力及抗位移能力较佳。逸美一加一共有2个型号, 分别为主打塑形和打底的逸美一加一“大红”和主打“填充+修饰”作用的逸美一加一“小金”。

图38: 逸美一加一产品型号及作用



逸美一加一“大红”——塑形+打底，改善皮肤深层容量缺失

- 1.支撑性强，适用于塑形部位
- 2.在塑形类产品中，是吸水肿胀程度非常轻的产品
- 3.维持时间长，达12个月

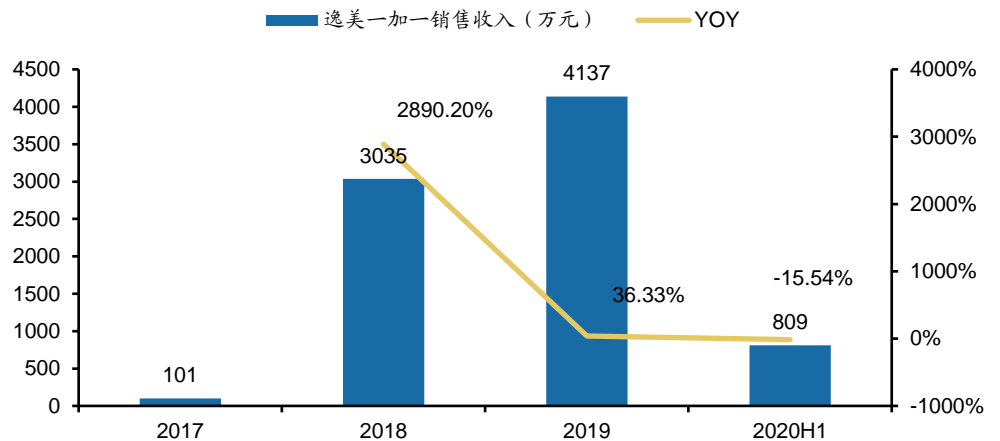
逸美一加一“小金”——填充+修饰，改善皮肤浅层容量缺失

- 1.容易延展和平铺，在浅层注射时便于按揉平铺，使注射效果更均匀自然，无明显界限感
- 2.吸水肿胀程度非常轻的产品

数据来源: 爱美客官网、广发证券发展研究中心

逸美一加一2019年销售收入为2079万元，同比增长36.33%，2020年上半年受疫情影响，销售有所下滑。目前，逸美一加一处于市场推广期中，公司在其基础上打造出多个面部精细化综合注射方案，我们认为随着市场化推广工作的逐步深化和疫情影响的逐步消弭，逸美一加一销售收入未来将保持高于行业平均的增速，预计2022年收入超过5000万元。

图39: 逸美一加一销售收入(万元)及增速



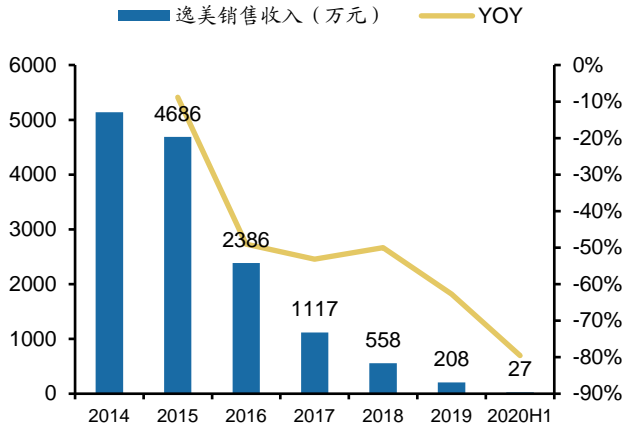
数据来源: 爱美客招股说明书, 广发证券发展研究中心

4. 成熟期产品: 逸美逐步退出市场, 爱芙莱增速稍低于行业整体增速

(1) 逸美为公司初代透明质酸钠注射产品, 2019年销售收入208万元, 同比下降-62.72%, 当前逸美一加一正处于市场开拓期, 预期逸美未来将逐步退出市场。

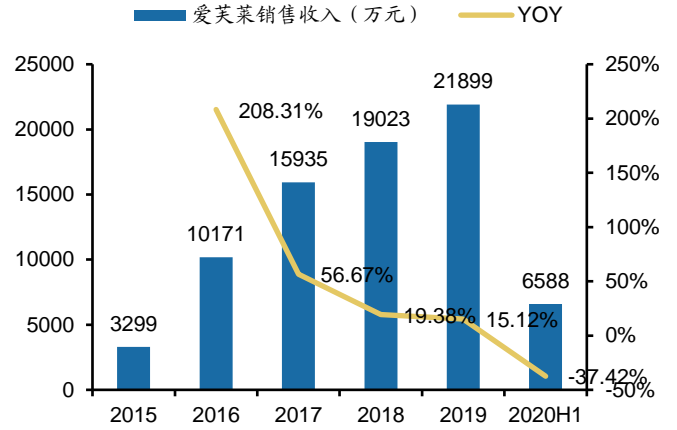
(2) 爱芙莱为公司注射针剂产品组合中的入门级产品，2019年销售收入2.19亿元，术后不良反应弱于市场同价位产品，叠加公司将其定位成手部年轻化组合产品，未来三年将保持低于行业整体的增速增长。

图40: 逸美销售收入(万元)及增速



数据来源: 爱美客招股说明书, 广发证券发展研究中心

图41: 爱芙莱销售收入(万元)及增速



数据来源: 爱美客招股说明书, 广发证券发展研究中心

(二) 中期：下一阶段重磅产品：濡白天使及肉毒毒素，3-5年增长引擎

1. 濡白天使针获批，开启复合材料填充新篇章

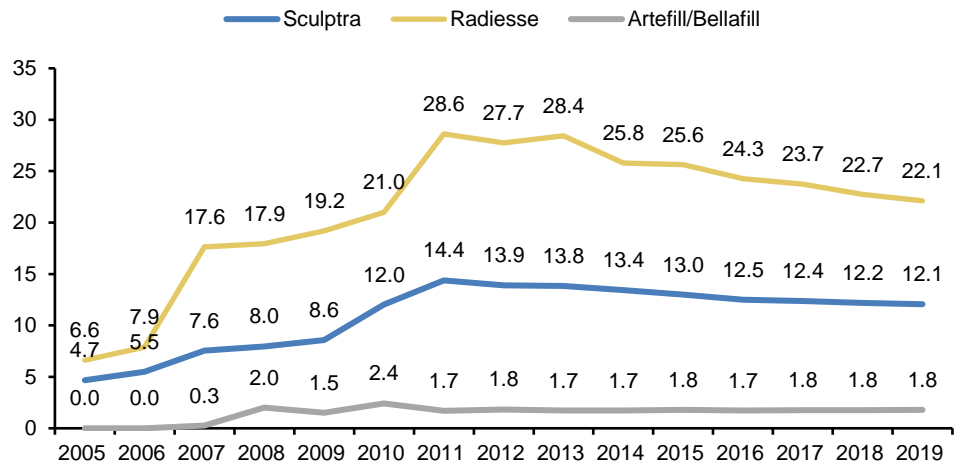
微球类产品一般包含20-30%的微球成分和70%-80%的载体溶液或凝胶，填充至真皮中深层，微球成分均匀分布在填充部位，2-3个月后可以激发人体成纤维细胞及胶原蛋白再生，从而起到充盈和填充作用，相较于透明质酸钠，微球及人体自身产生的胶原蛋白细胞代谢时间更长，从而填充效果的维持时间也显著长于透明质酸钠注射剂。此类产品一般不可用于皮肤菲薄处，因此无法改善浅层细纹，在追求更自然的填充效果、更大的填充体积及更长的维持时间时，微球类补充型注射剂能更好地满足需求。截至2020年底国内仅有两款含微球注射产品上市，一款为荷兰汉福的爱贝芙Artecoll，一款为爱美客的宝尼达，这两款产品在功能上均主打骨性塑形，面部软组织补充类含微球注射剂此前在国内尚无获批产品。2021年，华东医药伊妍仕、圣博玛艾维岚童颜针及公司濡白天使针的相继获批填补了这一细分领域的市场空白。

2021年6月28日，公司含左旋乳酸-乙二醇共聚物微球的交流透明质酸钠凝胶——濡白天使针获批，其主要由交联透明质酸钠、左旋乳酸-乙二醇共聚物微球、盐酸利多卡因、磷酸盐缓冲体系组成。含左旋乳酸-乙二醇共聚物微球的两亲性可使其在透明质酸水凝胶中均匀分布并悬浮。左旋乳酸具有较好的组织相容性，但因其本身的疏水性质，含有左旋乳酸聚合物的皮肤填充剂产品通常选择冻干剂型，并在使用前需在无菌注射用水中再次溶解。濡白天使针通过将左旋乳酸和具有强亲水性的材料乙二醇进行化学结合，形成同时具有亲脂性和亲水性的新型材料，使最终产品呈现凝胶形态，封装在预灌封注射器中。医生在注射前无须再次对产品进行溶解，可直接注射，避免了手动复溶可能带来的污染风险和左旋乳酸的团聚风险，避免远期肉芽肿的发生。

我们判断，濡白天使针中交联透明质酸钠将作为即刻见效的填充成分、而左旋乳酸-乙二醇共聚物微球则可以水解产生乳酸，进一步刺激人体产生新的胶原蛋白，从而成为长效填充成分。当前塑形填充类市场仍主要被交联透明质酸钠类产品占有，国内获批型号众多，竞争较为激烈，而濡白天使针为同时含有胶原蛋白刺激剂及透明质酸钠的复合型填充产品，从功效上来看，其既具备传统透明质酸钠凝胶产品的填充作用，又具备刺激胶原蛋白再生的功效；从终端推广来看，濡白天使针可以避免与传统透明质酸钠凝胶产品直接竞争，从复合材料及复合功效角度实现公司在填充市场的快速破局。

从美国市场经验来看，微球类再生产品生命周期较长。目前FDA批准的微球类成分共三种：(1)羟基磷灰石钙(CaHA)：Radiesse微晶瓷；(2)聚左旋乳酸(PLLA)：Sculptra塑然雅(童颜针)；(3)聚甲基丙烯酸甲酯(PMMA)：Bellafill贝拉菲尔。前两种为人体可降解成分，PMMA为人体不可降解成分。据ASPS的统计数据可以看出，2011-2013年含微球产品达到疗程量的峰值，总计超过40万针，后缓慢下降，2019年美国三款含微球产品的注射针数约为36万针。以美国微球类填充产品为假设基础，Radiesse、Sculptra、Bellafill三款产品基本都在2007年前后上市，约3-4年达到销售峰值，此后十年左右的时间一直维持峰值70-80%的销售量，生命周期较长，且未出现明显下滑。

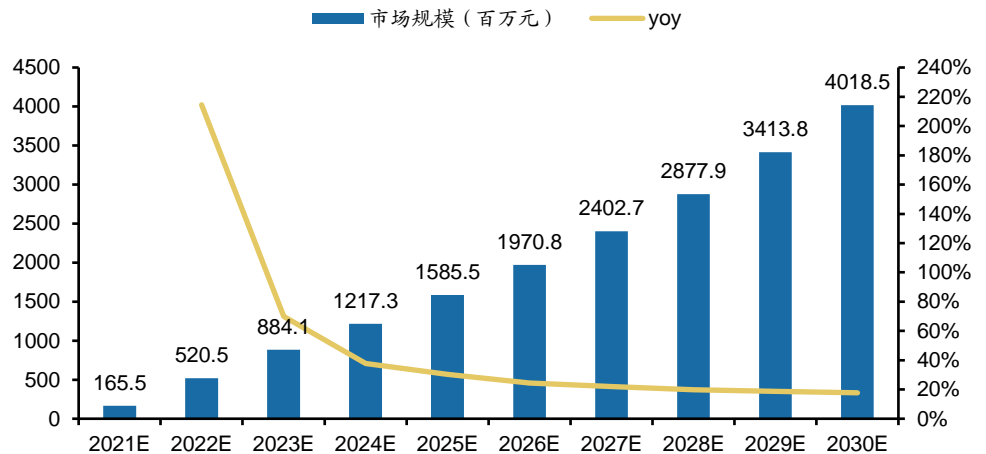
图42: 美国市场三款微球类产品疗程量(万)



数据来源: ASPS, 广发证券发展研究中心

据爱美客港股招股说明书数据,按出厂价计,中国基于聚左旋乳酸的皮肤填充剂市场将由2021年的约1.66亿元增至2025年的15.9亿元,2021-2025年复合增速为75.9%;到2030年这一市场规模预计达到40.2亿元,2025-2030年复合增速为20.4%。

图43: 中国基于聚左旋乳酸的皮肤填充剂市场



数据来源: 爱美客H股招股说明书, 广发证券发展研究中心

我们预计濡白天使针作为新品尚需要1-2个月医生教育及推广时间,实际销售时间在3-4个月左右,大约销售1-2万针,2022年开始放量且可以销售全年。

2. 肉毒毒素: 争夺前五席位, 上市后依托现有渠道及品牌力, 有望快速放量

肉毒毒素 (Botulinum Toxin, 简称BoNT或BTX) 是由革兰氏阳性厌氧菌——肉毒杆菌在繁殖过程中所产生的一种神经毒素蛋白。依其毒性和抗原性不同, 分为A、B、Ca、Cb、D、E、F、G 8个类型, 通常用于美容的是肉毒毒素A (Botulinum Toxin A,

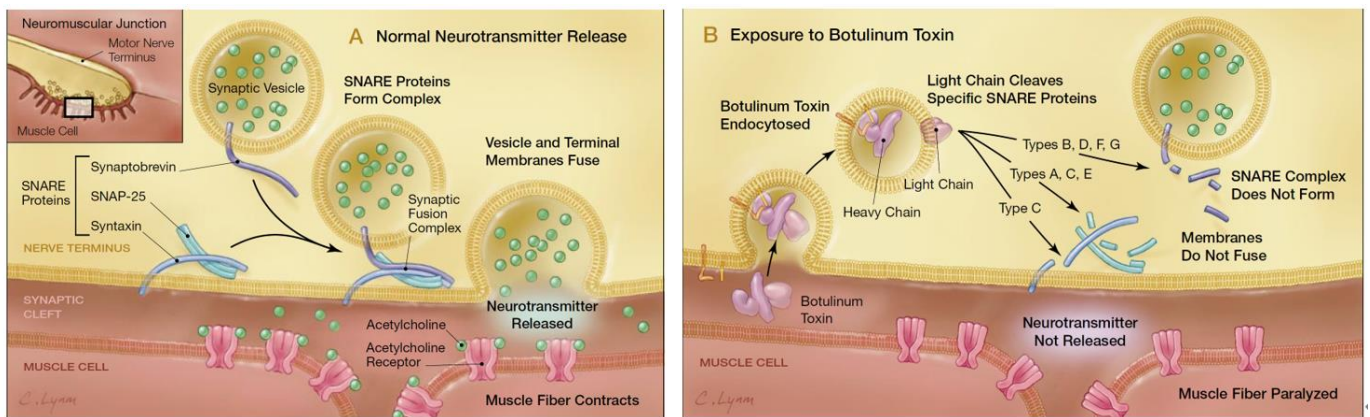
BoNTA)，适应症包括除皱及使肌肉萎缩达到瘦脸/瘦身效果。

(1) 除皱：肉毒毒素阻碍乙酰胆碱的释放从而导致肌肉张力下降，阻断局部神经与肌肉之间的神经冲动，从而使肌肉停止收缩并改善皮肤表面的皱纹，达到消除动态皱纹的目的。

(2) 瘦脸/瘦身：肉毒毒素阻断了神经肌肉接头处的信号传导，使得咬肌、斜方肌、腓肠肌等肌肉不能产生收缩，从而使肥大的肌肉松弛、麻痹，引起废用性萎缩从而达到瘦脸/瘦身的目的。

A型肉毒毒素注射效果通常可持续4-6个月，为获得长期效果需定期注射，但也不宜过于频繁。

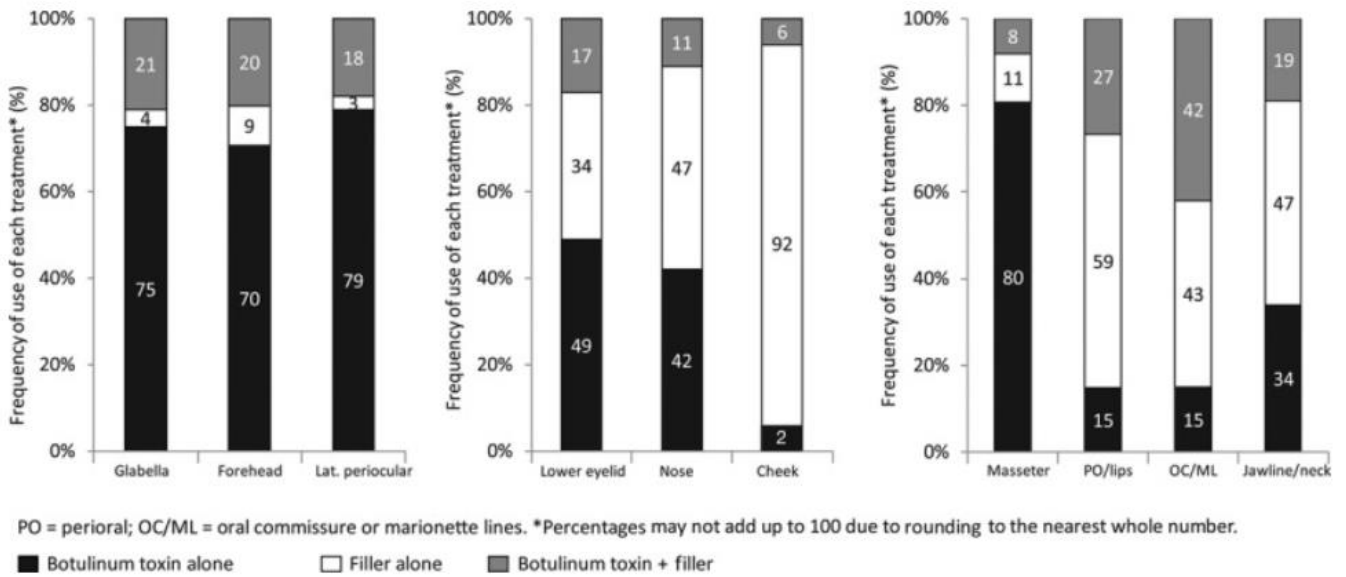
图44: 左: 正常的神经递质释放; 右: 肉毒毒素作用后的神经递质释放



数据来源: Pubmed、广发证券发展研究中心

肉毒毒素和透明质酸钠注射剂或埋植线可联用以达到更好的治疗效果。Global Aesthetic Consensus Group 2016年发布的共识中对肉毒毒素和透明质酸钠注射剂联用的研究进行了综述，2008年一项北美的临床研究证实肉毒毒素及透明质酸钠联用对于解决下面部问题有重要意义；2014年1月17-19日，由来自亚洲、澳大利亚、欧洲、北美、南美洲召集的美学领域核心专家共同制定了最新的关于透明质酸钠填充剂和A型肉毒毒素的美学使用指南，其中明确给出联合治疗建议。根据GACG的一项数据调查结果：(1) 上面部的眉间纹、额头纹、鱼尾纹以肉毒毒素单独使用为主要的治疗方式，疗程占比在70%以上，联用占比在20%左右；(2) 中面部以透明质酸钠填充为主流的治疗手段；(3) 下面部：咬肌主要以肉毒毒素单独注射为主，口周皱纹、木偶纹、下颌线等均有相当比例采用肉毒毒素与透明质酸钠联用的治疗方式。根据《中国美国整形外科杂志》2018年的一项临床研究，A型肉毒毒素注射联合透明质酸、PPDO线联合用于面部年轻化相较于三款产品单独使用效果更佳，在可达到相似治疗效果的情况下可以减少治疗次数、减轻患者负担，临床体验更佳。

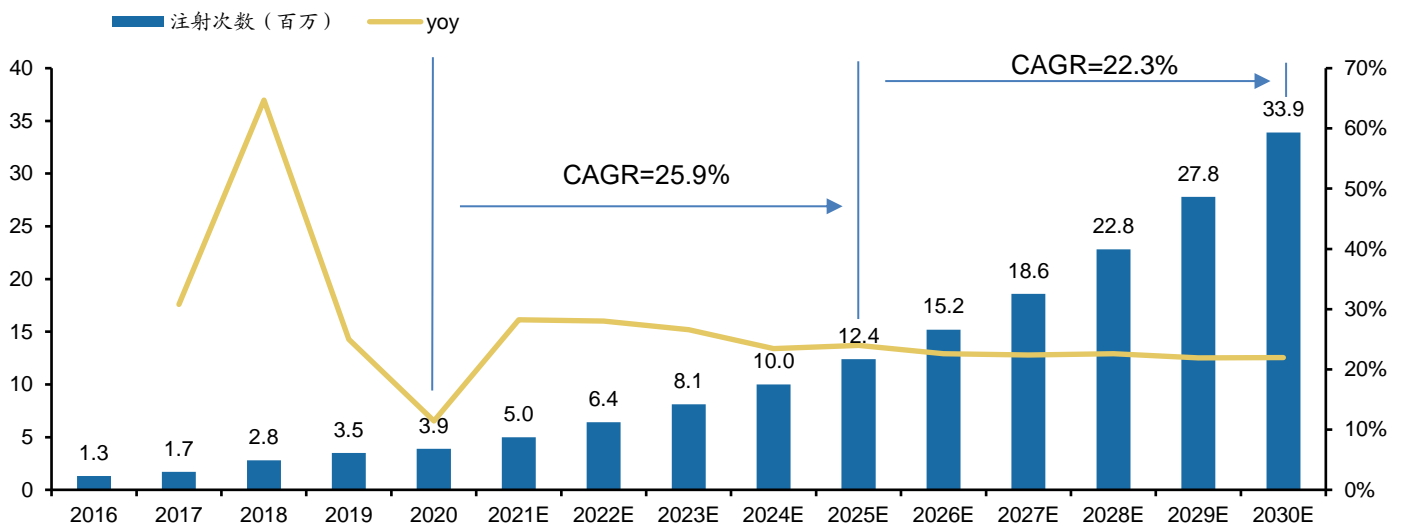
图45: GACG的数据调查结果 (左: 上面部; 中: 中面部; 右: 下面部)



数据来源: Pubmed、广发证券发展研究中心

据爱美客港股招股书数据, 中国肉毒毒素注射次数由2016年的130万次增长至2020年的390万次, 2016-2020年复合增速为30.8%; 预计2025年注射次数将达到1240万次, 2020-2025年复合增速为25.9%; 预计2030年注射次数将达到3390万次, 2025-2030年复合增速为22.3%。2025年内毒毒素按出厂价计算的市场规模将达到114亿元, 到2030年将达到296亿元。

图46: 2016-2030年中国肉毒毒素注射次数



数据来源: Pubmed、广发证券发展研究中心

截至2021年7月31日, 国内已有四款A型肉毒毒素获批, 目前公司和Houns合作引进的Hutox和韩国大熊制药Daewoong的Nabota肉毒毒素均处于临床阶段, **Hutox有望**

成为国内第五款获批的A类肉毒毒素产品。公司肉毒毒素上市后一方面能够对公司产品组合作出有力补充，另一方面可以和公司的现有产品组合形成新的组合差异化解决方案

表 18: 爱美客与韩国Houns合作引进的橙毒有望成为国内第五款上市的肉毒毒素

公司	品牌	原产国	中国获批时间	适应症
已在国内上市				
兰州生物制品研究所	衡力 BTXA	中国	1997 年 1 月	用于眼睑痉挛、面肌痉挛等成人患者及某些斜视特别是急性麻痹斜视、共同性斜视、内分泌肌病引起的斜视及无法手术矫正或手术效果不佳的 12 岁以上的斜视患者。暂时性改善 65 岁及 65 岁以下成人因皱眉肌和降眉间肌活动引起的中度及重度眉间纹。
艾尔建美学 Allergan	保妥适 Botox	美国	2003 年 4 月	治疗 12 岁以上患者的眼睑痉挛、面肌痉挛及相关局灶性肌张力障碍。暂时性改善 65 岁及 65 岁以下成人因皱眉肌和降眉间肌活动引起的中度及重度皱眉纹，暂时性改善成人中度至重度的眼角侧皱纹(鱼尾纹)。
高德美 Ipsen/Galderma	吉适 Dysport	英国	2020 年 6 月	暂时性改善 65 岁及 65 岁以下成人因皱眉肌和降眉间肌活动引起的中度及重度眉间纹。
Hugel 四环医药代理	乐提葆 Letybo	韩国	2020 年 10 月	治疗眼间痉挛、面肌痉挛等成人患者的某些斜视，特别是急性麻痹斜视、共同性斜视、内分泌肌病引起的斜视及无法手术矫正或手术效果不佳的 12 岁以上的斜视患者。暂时性改善 65 岁及 65 岁以下成人因皱眉肌和降眉间肌活动引起的中度及重度眉间纹。
已进入临床试验				
公司	通用名称	开发阶段	适应症	
爱美客	注射用 A 型肉毒毒素	III 期临床	中度和重度眉间纹	
Merz/精鼎医药	注射用 A 型肉毒毒素 (150kd, 不含复合蛋白)	III 期临床	眉间纹	
大熊	注射用 A 型肉毒毒素	III 期临床	暂时改善 20 岁至 65 岁成人因皱眉肌和降眉间肌活动引起的中度至重度眉间纹	
Revance/复星医药	注射用 A 型肉毒毒素	III 期临床	中度至重度眉间纹	

数据来源: 爱美客 H 股招股说明书, 广发证券发展研究中心

表 19: 肉毒毒素指标比较

商品名	国内已上市				国内待上市				
	保妥适 Botox	衡力 BTXA	吉适 Dysport	Letybo	Hutox/Liztox	Nabota	Xeomin	Daxi (未定)	未定
生产商/代理商	Allergan	兰州所	Ipsen/Galderma	Hugel/四环	Houns/爱美客	Daewoong 大熊	Merz	Revance/复星医药	Jetema/华东医药
首次获批	FDA:1989	NMPA:1993	CE:1999	MFDS:2009	MFDS:2019	MFDS:2014	CE:2005	暂未获批	暂未获批
分子量	900	300/500/900	300/500/900	900	900	900	150	150	-

赋形剂	HAS, NaCl	猪明胶, 蔗糖	HAS, 乳糖	HAS, NaCl	HAS, NaCl	HAS NaCl	HAS, 蔗糖	稳定肽 (RTP004)	-
干燥方法	真空干燥	冻干法	冻干法	冻干法	冻干法	冻干法	真空干燥	冻干法	-
规格 (U)	50,100, 200	50,100	125,300, 500	-	100	50,100, 200	-	50	-
维持时间 (月)	4~6	4~6	4~6	3~4	3~6	3~4	3~6	5~6	-
获批适应症个数	29	4	10	4	1	5	4	-	-
上市国家	87	30	75	25	22 (预计)	90 (预计)	20	-	-

数据来源: Pubmed, 广发证券发展研究中心

增资收购Houns BioPharma Co., Ltd部分股权, 未来有望进一步深度协同。公司6月25日发布股权收购公告, 计划对Houns BioPharma Co., Ltd进行增资并收购其部分股权, 本次增资和收购完成后, 公司将合计持有Houns Bio25.4%比例的股份。公司在2018年已经与韩国Huons公司建立合作关系, 负责肉毒素项目在中国的临床试验, 并获得其获批后在中国的独家代理销售权利。从应用场景看, 肉毒素在医美领域和医美以外领域尚有巨大增长空间。通过投资Huons BioPharma Co., Ltd., 公司进一步夯实与Huons间的合作, 降低了未来Hutox在国内上市后由生产厂家带来的一些不确定因素, 减少投资风险。此外, 除国内市场外, Huons Bio同时也积极布局海外业务, 旗下肉毒素Hutox于2019年在韩国获批, 目前已销往多个海外国家和地区。公司作为持股股东一方面可以持续共享其全球收益, 另一方面, Houns强大的海外销售渠道布局有望为公司旗下产品进军全球市场赋能。

(三) 长期: 产品组合逐步丰富, 围绕美丽场景持续布局

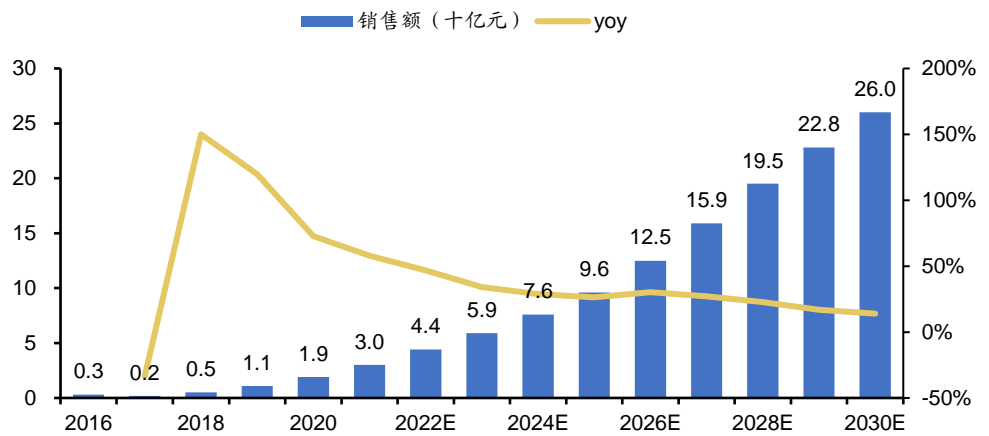
公司已培育出覆盖医疗美容多个细分市场的差异化产品组合, 截至2021年7月31日, 公司拥有七款III类医疗器械产品, 是国内获非手术类医美产品III类医疗器械注册证数量最多的企业。公司现有产品组合已经具备领先国内同业的差异化程度, 在注射剂方面的产品布局已经接近艾尔建、高德美等国际一线医美企业, 产品精细化组合方案也在逐步丰富中。

从公司目前的研发管线来看, 公司未来仍将会把发展重心置于美丽场景之中, 持续开发既具备差异化特质同时又与现有产品组合有协同效应的新产品。据公司港股招股说明书披露数据, 公司通过内部研发及外部合作已将产品组合范围从生物医用材料向生物药品、化学药品领域扩展, 目前有七款主要在研产品, 其中利拉鲁肽注射剂处于临床I期阶段, 东方美客三款聚对二氧环己酮埋植线已进入临床阶段, 去氧胆酸药物(溶脂针)和复方利多卡因乳膏已完成临床前研究。

1. 体重管理前景广阔，利拉鲁肽注射剂2025年市场空间有望超20亿元

根据爱美客港股招股说明书数据，中国体重管理产品市场近年来发展迅速，其按出厂价计算的市场规模由2016年的3亿元增长至2020年的19亿元，年复合增长率为64.6%，且预计将于2025年达到96亿元，2020年-2025年复合增长率为38.2%，于2030年达到人民币260亿元，2025年-2030年复合增长率为22.1%。体重管理市场持续快速增长的驱动因素包括肥胖人口增加、体重管理意识激增及新型体重管理解决方案的出现等。

图47：2016-2030年中国体重管理产品市场规模（按出厂价计）



数据来源：爱美客H股招股书，广发证券发展研究中心

GLP-1（胰高血糖素样肽-1，Glucagon-like peptide-1）是由人胰岛高血糖素基因编码并由肠道L细胞分泌的一种肽类激素，属于肠促胰岛素家族，其分泌受进食活动调节，具有血糖浓度依赖性降糖效应。GLP-1和GIP（葡萄糖依赖性促胰岛素多肽）是两种主要的肠促胰岛素，其中前者在2型糖尿病患者（甚至是糖耐量受损人群）中分泌明显减少，因而成为重要的治疗靶标。GLP-1受体激动剂（GLP-1RA）是一类新型的胰岛素促泌剂，能模拟GLP-1生理作用，延长作用时间。研究表明，该类激动剂降糖效果仅次于胰岛素，具有降糖效果强、低血糖风险低、起到减肥效果和具有心血管获益的优势。GLP-1受体激动剂可通过多种机制作用于多个器官来达到降血糖、减体重、心血管获益、肾脏保护等生物学作用：

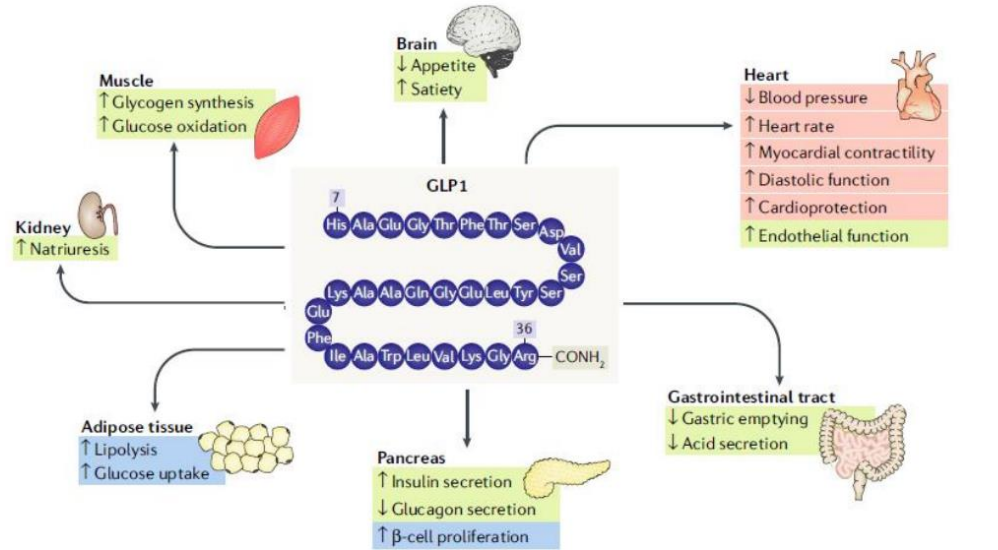
（1）降血糖：GLP-1一方面能刺激胰岛β细胞的增殖和分化并抑制其凋亡，从而增加胰岛β细胞的数量，促进胰岛素分泌并抑制胰高血糖素的分泌，从而降低血糖；另一方面还可以通过降低肝糖合成输出、加强游离脂肪酸和肌肉糖原的合成与葡萄糖的氧化作用，从而降低血糖。

（2）减体重：GLP-1主要通过作用于大脑与胃肠道起到减肥效果，一方面其可降低大脑的进食欲望并使人体的能量消耗加强，另一方面可减缓胃排空增加饱胀感，减少患者进食，从而达到降体重的效果。

（3）心血管受益与肾脏保护：GLP-1可通过降血压、加强心肌收缩与肾脏的钠排泄

等作用机制从而达到轻度降压、保护肾脏的作用，可降低多重心血管危险因素，有效减少心血管事件的发生。

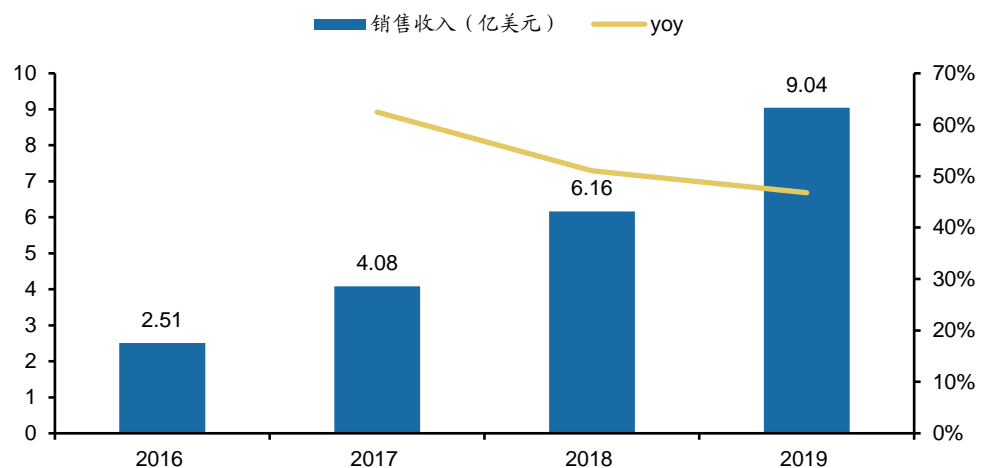
图48: GLP-1作用机理



数据来源: PubMed, 广发证券发展研究中心

降体重方面: 根据EASDA 2018年共识披露, 基于现有临床数据, 已上市GLP-1受体激动剂减重效果排序为索马鲁肽>利拉鲁肽>度拉糖肽>艾塞那肽>利司那肽>阿必鲁肽。在全球范围内, 目前已获批减重适应症的GLP-1类产品仅诺和诺德的利拉鲁肽注射剂(商品名Saxenda)一款。根据利拉鲁肽的3期临床结果, 60%的肥胖症患者(BMI≥30)注射利拉鲁肽以后能使患者的体重平均下降5%, 而三分之一患者体重的平均降幅能达到10%。基于良好的减重效果, 2014年FDA批准了其减肥适应症, 商品名为Saxenda。根据诺和诺德年报披露, Saxenda于2015年5月在美国上市, 同年8月在丹麦上市, 截止2019年底Saxenda已在全球45个国家上市, 19年全球销售额约56.79亿丹麦克朗(约9亿美元)。

图49: Saxenda上市后销售额(亿美元)



数据来源: 诺和诺德, 广发证券发展研究中心

口服剂型方面，目前诺和诺德研发的索马鲁肽口服剂型正处于临床3期阶段，2017年6月23日，诺和诺德公布了一项索马鲁肽II期研究结果，每周1次皮下注射索马鲁肽0.25mg，治疗52周并随访7周后，可使组内基线平均体重为111kg的肥胖患者减重16.2% (-17.8kg)，而运动、饮食联合安慰剂组仅减重2.3%。2018年诺和诺德又启动了名为STEP的全球IIIa期研究项目，招募1950例肥胖患者，试验周期68周。2020年6月13日，诺和诺德宣布索马鲁肽减肥适应症III期临床试验STEP2、STEP3达到终点（5月13日宣布STEP4达到终点，6月4日宣布STEP1达到重点），至此，索马鲁肽减肥适应症的4个III期临床试验全部达到终点。

表 20: 索马鲁肽口服剂型4个III期临床试验全部达到重点

临床试验	入组患者	例数	治疗方案	减重结果
STEP1	肥胖/超重	1961	索马鲁肽 2.4mg VS 安慰剂	体重基线: 105.3kg 索马鲁肽 2.4mg: 减重 14.9% 安慰剂: 减重 2.4%
STEP2	肥胖/超重的2型糖尿病患者	1210	索马鲁肽 2.4mg VS 安慰剂 索马鲁肽 1.0mg	体重基线: 99.8kg 索马鲁肽 2.4mg: 减重 9.6% 索马鲁肽 1.0mg: 减重 7.0% 安慰剂: 减重 3.4%
STEP3	肥胖/超重	611	索马鲁肽 2.4mg 或安慰剂联合强化行为 (IBT)	体重基线: 105.8kg 索马鲁肽 2.4mg+IBT: 减重 16.0% 安慰剂+IBT: 减重 5.7%
STEP4	肥胖/超重	803	20周导入治疗之后, 索马鲁肽 2.4mg VS 安慰剂	导入治疗 20周体重从 107.2kg 降至 96.1kg 索马鲁肽 2.4mg 继续 48周: 减重 7.9% 安慰剂继续 48周: 增重 6.9%

数据来源: Novo Nordisk, 广发证券发展研究中心

目前中国共有8款处于临床试验阶段的含GLP-1的体重管理药物的创新药在研产品和3款处于临床阶段的含GLP-1的体重管理药物的仿制药产品，均是诺和诺德Saxenda的仿制药。

表 21: 针对体重管理适应症的GLP-1药物在研情况

通用名	公司	主要适应症	研发进展
原研药			
贝那鲁肽	仁会生物	超重/肥胖	III期临床试验
Tirzepatide	礼来公司	超重/肥胖	III期临床试验
司美格鲁肽	Novo Nordisk A/S	超重/肥胖	III期临床试验
诺利糖肽	恒瑞医药	肥胖	II期临床试验
IBI362	信达生物	超重/肥胖	II期临床试验
BI 456906	Boehringer Ingelheim、Vetter Development Services USA Inc.	超重/肥胖	II期临床试验
HEC88473	东阳光科技	肥胖	I期临床试验
GMA105	鸿运华宁	超重/肥胖	I期临床试验
仿制药			

利拉鲁肽	杭州九源基因	超重/肥胖	III 期临床试验
利拉鲁肽	江苏万邦	超重/肥胖	III 期临床试验
利拉鲁肽	爱美客	慢性体重管理	I 期临床试验

数据来源：爱美客港股招股说明书，广发证券发展研究中心

利拉鲁肽市场空间测算：

利拉鲁肽注射剂推荐使用疗程为前四周每周单日注射量逐步递增，分别为0.6mg/天、1.2mg/天、1.8mg/天、2.4mg/天，第五周开始剂量稳定在3mg/天，持续12周。

- (1) 假设每位病人每年使用一个疗程，时长16周，总用量为294mg/人/年；
- (2) 以美国利拉鲁肽注射剂的渗透率为基础估计中国渗透率；

表22：利拉鲁肽注射剂市场空间测算

	2016	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
成年人数量（万人）	99000	99000	99000	99000	99000	99000	99000	99000	99000	99000	99000
成年人肥胖率%（BMI>30）	6.2	7.2	7.4	7.6	7.8	8	8.2	8.4	8.6	8.8	9
肥胖成年人数量（万人）	6138	7128	7326	7524	7722	7920	8118	8316	8514	8712	8910
利拉鲁肽注射剂渗透率	假设 2022 年国内有产品上市		0.05%	0.10%	0.16%	0.20%	0.25%	0.28%	0.31%	0.33%	0.35%
使用人数（万人）			3.66	7.52	12.36	15.84	20.30	23.28	26.39	28.75	31.19
年用量 g（每人 16 周，共 294mg）			10769.22	22120.56	36324.29	46569.6	59667.3	68457.31	77596.6	84523.82	91683.9
支数(万支)（按 18mg/支）			59.8	122.9	201.8	258.7	331.5	380.3	431.1	469.6	509.4

数据来源：Ourworld in Data，广发证券发展研究中心

- (3) 香港Saxenda一盒三支，每支18mg，售价为6000港币左右，单支售价约合人民币1689元。中性情景下，假设国产利拉鲁肽注射剂价格为Sexenda的45%，2025年利拉鲁肽市场规模有望超过20亿元。

表23：利拉鲁肽注射剂市场规模测算

		2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
支数（万支）		59.8	122.9	201.8	258.7	331.5	380.3	431.1	469.6	509.4
国产产品价格 /Sexenda	价格（元/支）	市场规模（万元）								
35%	591.2	40401	83031	136336	174778	223961	256931	291251	317262	344151
40%	675.6	45451	93410	153378	196625	251957	289047	327658	356919	387169
45%	760.1	50501	103789	170420	218472	279952	321163	364064	396577	430188
50%	844.5	55551	114168	187462	240319	307947	353280	400470	436235	473207
55%	929.0	60601	124547	204504	262167	335942	385396	436877	475893	516226

数据来源：广发证券发展研究中心

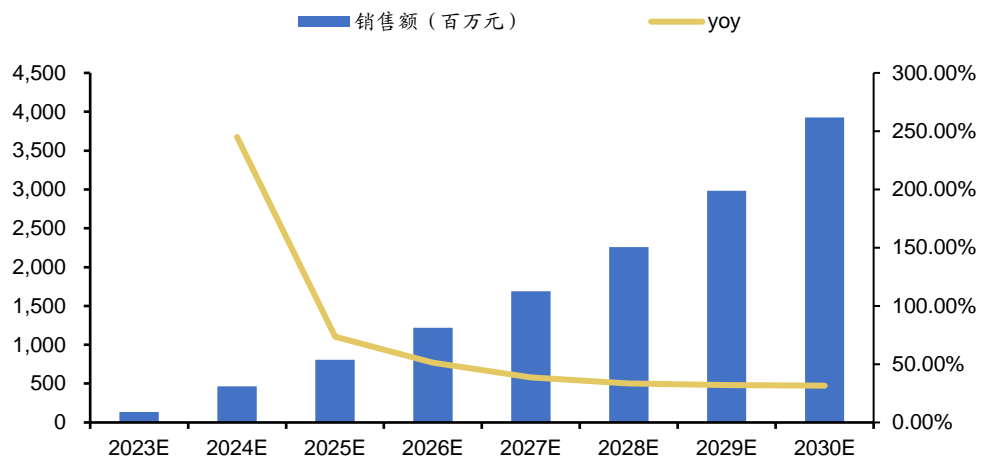
2.溶脂针：有效解决面部和下颌脂肪问题，目前尚无产品获批

目前全球仅有一款已获批上市销售的溶脂针产品，即Allergan旗下Kybella/Belkyra。

溶脂针作为局部减脂（主要是下颌脂肪，即解决双下巴问题）的有效手段，潜在需求较大。当前中国尚无合规产品获批，仅南京诺瑞特旗下的去氧胆酸注射液一款类似产品进入临床阶段，其申请适应症为用于改善成人颌下脂肪堆积造成的中度至重度轮廓隆起或面部过度丰满。

据爱美客港股招股说明书数据，中国溶脂针产品预计将由2023年的1.35亿元（假设2023年国内有合规产品上市）快速增长至2025年的8.05亿元，年复合增速为144.7%，预计到2030年将达到人民币39.27亿元，2025年-2030年的复合增速约为37.3%。

图50：中国溶脂针产品市场预期规模及增速



数据来源：爱美客H股招股说明书，广发证券发展研究中心

3.埋植线市场仍处于起步阶段，预计2030年市场规模可达13亿元

公司“紧恋”于2019年5月获国家药监局批准，是国内首款获批的面部埋植线产品，可植入皮下脂肪层以矫正中、重度鼻唇沟皱纹。除紧恋外，截至2021年7月底，国内还有两款获批的埋植线产品在国内上市。

表24：国内已上市埋植线产品

公司	品牌	原产国	获批时间	适应症	材料
爱美客	紧恋	中国	2019年5月	用于皮下脂肪层植入纠正中、重度鼻唇沟皱纹	PPDO
Hans Biomed Co.	秘特	韩国	2019年6月	植入面部表浅肌肉腱膜系统及其浅层组织以纠正鼻唇沟皱纹	PPDO
浙江微度	菲翎线	中国	2020年6月	用于植入面部表浅肌肉腱膜系统及皮下脂肪层，对松弛下垂组织进行提升	聚丙烯

数据来源：爱美客港股招股说明书，广发证券发展研究中心

目前中国面部埋植线产品市场仍处于起步阶段，已获批产品成份为PPDO及聚丙烯等可吸收材料，未来埋植线产品将在材料和线形上进一步丰富。根据爱美客港股招股说明书数据，面部埋植线按出厂价计算的市场规模预计将由2020年的2.3百万元大幅增加至2025年的1.87亿元，2020年-2025年复合增速为141.0%，预计2030年将进一步扩大至人民币13.1亿元，2025年-2030年复合增速为47.5%。

以紧恋为基础,公司于2020年和韩国东方株式会社在国内成立合资公司东方美容(持股51%)进一步研发新型埋植线产品,目前已有三款相关产品完成临床前研究,上市后将进一步完善公司在埋植线产品方面的丰富度。

五、盈利预测和投资建议

公司自2004年成立以来持续专注于医美产品的研发、生产及销售,至今已在医美行业已深耕16年之久,目前已经成为国产第一大透明质酸钠注射剂生产商,未来也将持续将医美作为核心业务。我们对公司的盈利预测基于以下核心假设:

1.收入预测: 前文已经对公司核心产品进行了详细的量价拆分及收入预测,具体拆分在下表中列出。

2.销售费用率: 20年受疫情影响,销售促进费、差旅交通费、广告宣传费等费用有所下降,21年随疫情影响逐步消除上述费用应有所回升,2022年为童颜针推广期,预计销售费用率进一步上升,我们预计2020/2021/2022年销售费用率分别为9.78%/12.33%/12.89%。

3.管理费用率: 公司2017、2018年剔除上市中介机构费用影响,管理费用率维持在11%-12%之间,2019年上市中介机构费用下降1.83pct,管理费用率下降至8.62%。我们预计随疫情结束,管理费用会有一些回升,但公司近三年收入增速较高,未来三年管理费用率并不会回到2018年之前的水平。我们预计公司2020/2021/2022年的管理费用率分别为6.93%/7.24%/7.29%。

表 25: 爱美客营收拆分(单位:百万元)

	2020	2021E	2022E	2023E
嗨体				
收入	448.40	1,015.30	1,558.40	2,213.78
增长率	119.4%	126.4%	53.5%	42.1%
毛利率(%)	91.68%	93.00%	93.00%	93.00%
宝尼达				
收入	57.40	109.46	147.77	192.10
增长率	-15.0%	90.7%	35.0%	30.0%
毛利率(%)	98.73%	98.73%	98.73%	98.73%
逸美一加一				
收入	17.69	24.74	30.93	38.66
增长率	-14.9%	39.9%	25.0%	25.0%
毛利率(%)	91.39%	91.39%	91.39%	91.39%
爱芙莱				
收入	179.57	215.49	247.81	284.98
增长率	-18.00%	20.00%	15.00%	15.00%
毛利率(%)	90.22%	90.22%	90.22%	90.22%
爱美飞				
收入	3.42	3.85	4.34	4.89
增长率	-30.00%	15.00%	15.00%	15.00%

毛利率(%)	91.39%	91.39%	91.39%	91.39%
逸美				
收入	1.04	0.99	0.94	0.89
增长率	-62.72%	-5.14%	-5.00%	-5.00%
毛利率(%)	96.15%	96.00%	96.00%	96.00%
濡白天使针				
收入		34	169	304
增长率			400%	80%
毛利率(%)		93.00%	93.00%	93.00%
其他				
收入	2.01	1.32	1.98	2.97
增长率	128.05%	50.00%	50.00%	50.00%
毛利率	22.77%	35.00%	35.00%	35.00%
合计				
收入	709.29	1,404.94	2,161.16	3,042.47
增长率	36.53%	98.08%	53.83%	40.78%
毛利率	91.80%	93.02%	93.07%	93.09%

数据来源：爱美客招股说明书，广发证券发展研究中心

表 26：公司2021年预测净利润相对嗨体收入及毛利率的敏感性分析

2021年预测净利润 (百万元)		嗨体收入绝对值(百万元)				
		915.3	965.3	1015.3	1065.3	1115.3
嗨体4 型号综 合毛利 率(%)	91%	787.58	817.76	847.93	878.11	908.29
	92%	800.63	831.31	861.98	892.66	923.34
	93%	813.68	844.86	876.03	907.21	938.39
	94%	826.73	858.41	890.08	921.76	953.44
	95%	839.78	871.96	904.13	936.31	968.49

数据来源：广发证券发展研究中心

注：嗨体收入包含 1.5、2.5、1.0 熊猫针及姣活 4 个型号

综上，预计公司 2021/2022/2023 年收入分别为 14.0/21.6/30.4 亿元，同比增长 98.1%/53.8%/40.8%；归母净利润分别为 8.8/13.5/19.1 亿元，同比增长 99.2%/54.6%/41.2%。21-23 年业绩分别为 4.05 元/股、6.26 元/股、8.84 元/股，对应 PE153.87x/99.55x/70.49x，2021 年 PEG 为 2.43。

上游医美耗材兼备医疗器械的高壁垒属性和消费属性，在当前医保支付端改革的浪潮下，医美产品的消费属性使其成为几乎不受医保政策影响的品类，安全性较高。当前，医美行业正处在发展初期，在契合消费升级的大逻辑的基础之上具备较大的渗透率提升空间、进口替代空间及产品升级空间。医美客户群体具备较强的品牌黏性、消费惯性及长期依赖性，主要消费群体价格敏感性相对较低，终端需求与合规产品供应之间尚不匹配，只要企业能够提供优质的、切合市场需求的产品，基本可以做到快速放量，因此医美产品的盈利能力较强。综上所述，医美行业现阶段是潜在发展空间极大的好赛道，与纯粹的消费类公司相比，医美耗材公司具备更高的行业进入壁垒，相比于传统的医疗器械公司，其产品性质又具备较强的政策免疫性。

可比公司估值:

(1) 当前国产医美耗材生产商中, 华熙生物及昊海生科的透明质酸钠注射剂在国内市场的市占率相对较高, 具备一定可比性。华熙生物成立之初以透明质酸钠原料作为主营业务, 此后业务不断向下游产品端延伸, 在骨科、眼科、医美及终端功能性护肤品领域多方发展; 昊海生科则以应用于骨科、眼科手术场景的生物材料制品起家, 后切入透明质酸钠注射剂领域。华熙生物和昊海生科则分别于 2012 年、2013 年先后推出首款透明质酸钠注射剂产品润百颜及海薇。

(2) 医疗器械细分子行业中, 眼科高值耗材及隐形正畸行业具备和医美行业类似的性质, 即兼具消费属性及医疗器械的高进入壁垒属性, 单价较高的多功能人工晶状体、OK 镜及隐形牙套等产品与医美产品一样具备较强的消费属性和医保政策免疫性, 因此可比。时代天使以隐形正畸业务为主, 其业绩增长与“颜值经济”的发展有密不可分的关系; 欧普康视、爱博医疗、昊海生科均以眼科业务为主, 这三家公司对比, 爱博的高估值有收入利润体量较小的原因; 昊海的估值较低主要是骨科和手术业务的拖累; 欧普康视的估值最具备参考价值, 其是眼科耗材细分赛道中的纯消费类公司。综上, 时代天使及欧普康视的估值最能够代表消费类眼科医疗器械企业的估值水平。

爱美客是国内首家以医美耗材研产销作为主营业务的上市公司, 主要产品均为三类医疗器械, 有较高的产品审批壁垒, 其核心产品正处于放量高峰期, 未来三年也是多个重磅新产品的导入期, 新旧产品的放量将推动公司业绩持续高速增长。从行业上来看, 国内医美行业将逐步走向正规化和规范化, 产品品类逐步丰富, 高单价产品占比将逐步增多, 市场份额正在从不合规市场和常规产品向合规市场和高端特色化产品迁移中。爱美客在经营上一直坚守合规原则, 在研发上不断追求特色化、差异化定位, 产品在高中低端价格带均有分布, 是目前国内市场上最契合行业发展趋势的公司。从公司核心业务属性、行业地位以及成长性考虑, 我们使用 PEG (21 年, 其中 G 取值未来三年业绩复合增速) 估值方法, 给予公司 21 年 3.0 倍的 PEG 估值, 对应合理价值 767.9 元/股, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 27: 爱美客可比公司 PE 估值情况可比 (市值统计截止 2021.08.10 收盘)

公司名称	公司代码	市值 (亿元)	净利润 (百万元)			PE 估值水平		PEG 2021E
			2020	2021E	2022E	2021E	2022E	
华熙生物	688363.SH	1056.14	645.84	816.02	1,111.30	129.43	95.04	4.21
昊海生科	688366.SH	386.81	230.07	447.16	596.18	86.50	64.88	1.71
欧普康视	300595.SZ	794.02	433.32	614.47	830.83	129.22	95.57	3.51
爱博医疗	688050.SH	303.12	96.56	140.57	194.28	215.64	156.02	5.47
时代天使	06699.HK	561.12	149.68	264.42	359.43	212.21	156.11	4.52

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 2021 年 PEG 中业绩增速为 2020 年-2023 年预测归母净利润的复合增速。

六、风险提示

（一）产品上市后面临较大竞争风险，导致业绩不达预期

目前市场上透明质酸钠注射剂品类众多，且不断有新型产品进入市场，公司产品上市后可能面临较大程度的市场竞争，导致业绩不达预期。

（二）研发进展及商业化不达预期风险

医疗器械类产品研发周期较长，叠加医美行业风口转换较快，在研产品未来上市后可能面临淘汰风险。

（三）机构端监管收紧，影响上游产品端放量

医美行业当前尚不规范，行业规范政策可能影响下游医美机构经营，从而影响对上游医美产品端的需求。

资产负债表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	565	4,376	5,013	6,447	9,015
货币资金	506	3,456	2,390	1,206	100
应收及预付	19	36	48	74	104
存货	23	27	47	72	102
其他流动资产	16	857	2,527	5,095	8,709
非流动资产	179	257	257	257	257
长期股权投资	0	34	34	34	34
固定资产	151	143	135	127	120
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	11	10	10	10	9
其他长期资产	18	70	78	86	94
资产总计	744	4,633	5,270	6,704	9,272
流动负债	67	89	188	287	971
短期借款	0	0	0	0	567
应付及预收	17	5	33	51	71
其他流动负债	50	85	155	237	332
非流动负债	14	12	12	12	12
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	14	12	12	12	12
负债合计	81	101	200	300	983
股本	90	120	216	216	216
资本公积	140	3,545	3,545	3,545	3,545
留存收益	429	869	1,324	2,678	4,590
归属母公司股东权益	659	4,534	5,085	6,439	8,351
少数股东权益	4	-3	-15	-35	-62
负债和股东权益	744	4,633	5,270	6,704	9,272

现金流量表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	310	426	919	1,364	1,910
净利润	298	433	863	1,334	1,884
折旧摊销	10	11	11	11	11
营运资金变动	7	-4	63	45	53
其它	-5	-15	-18	-27	-38
投资活动现金流	-26	-916	-1,660	-2,548	-3,583
资本支出	-33	-32	-3	-3	-3
投资变动	0	-899	-1,667	-2,564	-3,610
其他	7	15	9	19	30
筹资活动现金流	-44	3,441	-325	0	567
银行借款	0	0	0	0	567
股权融资	7	3,473	96	0	0
其他	-51	-33	-421	0	0
现金净增加额	240	2,950	-1,066	-1,185	-1,106
期初现金余额	266	506	3,456	2,390	1,206
期末现金余额	506	3,456	2,390	1,206	100

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	73.7%	27.2%	98.1%	53.8%	40.8%
营业利润增长	144.5%	43.6%	99.2%	54.6%	41.2%
归母净利润增长	148.7%	43.9%	99.2%	54.6%	41.2%
获利能力					
毛利率	92.6%	92.2%	93.0%	93.1%	93.1%
净利率	53.4%	61.1%	61.5%	61.7%	61.9%
ROE	46.4%	9.7%	17.2%	21.0%	22.9%
ROIC	43.5%	9.0%	16.5%	20.2%	20.6%
偿债能力					
资产负债率	10.9%	2.2%	3.8%	4.5%	10.6%
净负债比率	12.2%	2.2%	3.9%	4.7%	11.9%
流动比率	8.40	49.05	26.72	22.44	9.29
速动比率	7.98	48.68	26.41	22.13	9.16
营运能力					
总资产周转率	0.75	0.15	0.27	0.32	0.33
应收账款周转率	37.84	23.78	37.84	37.84	37.84
存货周转率	23.94	26.46	29.68	29.87	29.96
每股指标 (元)					
每股收益	3.39	3.66	4.05	6.26	8.84
每股经营现金流	3.44	3.54	4.25	6.30	8.83
每股净资产	7.32	37.72	23.50	29.76	38.60
估值比率					
P/E	-	179.04	153.87	99.55	70.49
P/B	-	17.37	26.51	20.93	16.14
EV/EBITDA	-	156.07	135.06	88.49	63.58

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	558	709	1,405	2,161	3,042
营业成本	41	56	98	150	210
营业税金及附加	4	4	7	11	16
销售费用	77	74	126	190	265
管理费用	48	44	98	149	207
研发费用	49	62	105	162	228
财务费用	-2	-14	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	2	0	0	0
投资净收益	7	15	18	27	38
营业利润	350	503	1,001	1,548	2,186
营业外收支	1	0	0	0	0
利润总额	351	503	1,001	1,548	2,186
所得税	53	69	138	213	301
净利润	298	433	863	1,334	1,884
少数股东损益	-8	-6	-13	-20	-28
归属母公司净利润	306	440	876	1,354	1,912
EBITDA	349	482	980	1,510	2,127
EPS (元)	3.39	3.66	4.05	6.26	8.84

广发医药行业研究小组

- 罗佳荣：首席分析师，上海财经大学管理学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 孙辰阳：资深分析师，北京大学金融信息工程硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 孔令岩：资深分析师，武汉大学金融学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 马步云：资深分析师，清华大学金融学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 漆经纬：资深分析师，美国乔治华盛顿大学硕士，2020年5月进入广发证券发展研究中心。
- 李安飞：资深分析师，中山大学医学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 肖鸿德：研究助理，南加州大学硕士，2020年3月加入广发证券。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部

分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

- (1)广发证券（香港）在过去12个月内与Missfresh Limited (每日优鲜)(MF)公司有投资银行业务关系。
- (2)广发证券（香港）在过去12个月内与每日优鲜(MF)公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。