

医疗器械

爱美客 (300896.SZ)

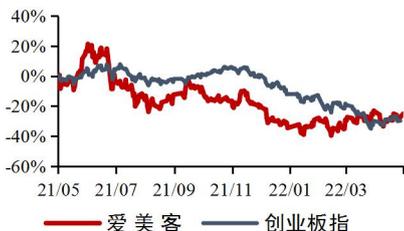
买入-B(上调)

制剂龙头公司扬帆医美赛道，丰富产品矩阵稳固业绩增长

2022年6月7日

公司研究/深度分析

公司近一年市场表现



市场数据：2022年6月6日

收盘价 (元):	530.56
总股本 (亿股):	2.16
流通股本 (亿股):	0.88
流通市值 (亿元):	469.58

基础数据：2022年3月31日

每股净资产 (元):	24.52
每股资本公积 (元):	15.76
每股未分配利润 (元):	7.29

分析师:

张晓霖

执业登记编码: S0760521010001

电话: 010-83496309

邮箱: zhangxiaolin@sxzq.com

王冯

执业登记编码: S0760522030003

邮箱: wangfeng@sxzq.com

投资要点:

➢ **国内医美制剂龙头公司，产品矩阵丰富、股权集中。**公司目前已经成为透明质酸钠医美制剂领域市占率第一的国内企业。自2009年来相继推出针对面部、颈部横纹修复的溶液类（逸美、嗨体、冬活泡泡针）、凝胶类（逸美一加一、宝尼达、爱美莱、爱美飞、濡白天使）、埋线（紧恋）和化妆品四大品类产品，形成明显梯队布局，在产品配方、注射部位、适用范围、注射体验等方面均有明显差异性，可以满足多个细分市场医美消费者需求。

➢ **丰富大单品矩阵推动公司业绩持续增长。嗨体：产品处于垄断地位，应用范围不断扩大。**公司独创颈纹修复赛道率先开启市场教育，并且基于强产品力使嗨体在医美消费者中获得极高认可度。目前已经形成“颈纹注射=嗨体”的消费者认知，以C端广泛认可度打入B端机构采购品类。**冬活泡泡针：双抗成分激活抗衰市场。**高纯度L-肌肽及双分子透明质酸，主打抗氧化、抗糖，定位“医学隔离膜”达到褪黄、通透、弹润、紧致的抗衰效果。目前国内水光针市场仅爱美客嗨体、冬活泡泡针、华熙生物御龄双子针、瑞典Q-Med瑞蓝唯缇、双美胶原蛋白类水光针肤柔美拥有III类器械证书，属于稀缺合规注射类针剂产品。**濡白天使：再生材料引领医美消费新需求。**再生医美品类目前表现出更高经济效益，占领中高端填充市场；同时规避传统填充材料移位、透光等现象出现，吸引追求自然塑形效果的医美消费者。参考海外市场童颜针占非手术类轻医美比重，到2030年我国童颜针产品规模有望达30亿元。

➢ **在研产品储备丰富。肉毒毒素产品III期临床试验中。**减重产品助力公司进军大健康领域。公司于2018年9月获得韩国Huons（橙毒）在国内为期十年的独家代理权，2021年6月公告拟合计使用8.86亿元的超募资金，增资并收购Huons Bio25.4%股权。肉毒毒素产品已于2020年4月获批III期临床，预计2023年注册上市，2024-2025年开始商业化。**产品扩展至生物药品，从医美行业发展至大健康。**公司在研的基因重组蛋白药物为重组人胰高血糖素样肽类似物，主要用于糖尿病和肥胖症治疗，该产品的研发意味公司业务从单一医美行业扩张至大健康领域。

➢ **公司主要竞争优势。自主研发能力抢滩医美产品蓝海市场：**公司已获批的5款透明质酸产品、1款聚左旋乳酸、1款PPDO面部埋植线产品均为自主研发获得。7款产品均已取得III类医疗器械注册证，其中嗨体是国内唯一获批上市的颈纹修复产品。**直销+经销方式扩大市占率：**直销模式下公司可以更多的参与到产业链中端医美机构产品推广和终端销售；经销模式主要覆盖公司销售团队无法直接覆盖的医疗机构，可以有效应对目前医美机构加速洗牌



的现状以扩大市占率。

盈利预测、估值分析和投资建议：公司目前产品线和战略方面有三个特征：1) 提高现有产品线市场渗透率；2) 开拓新的再生针剂产品市场；3) 从资本方面布局未来肉毒素业务，以保证业绩持续高增长。A 股医美标的，公司现有产品均有国家药监局认证、在研产品储备丰富、大单品一经面市销量亮眼，研发+营销为业绩增长保驾护航。因此我们预计公司 2022-2024 年分别实现营业收入 22.22 亿元、32.36 亿元、45.43 亿元，实现归母净利润 14.38 亿元、20.73 亿元、29.01 亿元，EPS 分别为 6.65\9.58\13.41 元，对应 6 月 6 日收盘价 530.56 元/股，PE 分别为 79.78\55.38\39.56 倍，上调给予“买入-B”评级。

风险提示：行业受政策监管影响风险；消费需求不及预期风险。

财务数据与估值：

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	709	1,448	2,222	3,236	4,543
YoY(%)	27.2	104.1	53.4	45.7	40.4
净利润(百万元)	440	958	1,438	2,073	2,901
YoY(%)	43.9	117.8	50.2	44.1	39.9
毛利率(%)	91.8	93.7	93.6	93.6	93.7
EPS(摊薄/元)	2.03	4.43	6.65	9.58	13.41
ROE(%)	9.6	19.0	22.2	24.3	25.3
P/E(倍)	238.6	109.6	79.7	55.3	39.5
P/B(倍)	23.1	20.9	16.2	12.3	9.2
净利率(%)	62.0	66.2	64.7	64.1	63.9

数据来源：聚源数据，山西证券研究所

目录

1. 国内医美制剂龙头公司，产品矩阵丰富、股权集中.....	6
2. 丰富大单品矩阵推动公司业绩持续增长.....	8
2.1 嗨体：产品处于垄断地位，应用范围不断扩大.....	8
2.1.1 嗨体颈纹除皱针另辟轻医美市场增长空间.....	8
2.1.2 夸活泡泡针：双抗成分激活抗衰市场.....	13
2.2 濡白天使：再生材料引领医美消费新需求.....	16
2.3 在研产品储备丰富.....	20
2.3.1 肉毒毒素产品Ⅲ期临床试验中.....	21
2.3.2 减重产品助力公司进军大健康领域.....	22
3. 公司主要竞争优势分析.....	23
3.1 自主研发能力抢滩医美产品蓝海市场.....	23
3.2 直销+经销方式扩大市占率.....	23
4. 公司财务分析.....	24
5. 盈利预测及投资建议.....	27
5.1 盈利预测.....	27
5.2 投资建议.....	28
6. 风险提示.....	29

图表目录

图 1： 爱美客推出新品进程.....	6
图 2： 爱美客产品线及注射、植入层次.....	6
图 3： 爱美客股权结构图.....	8
图 4： 溶液类注射产品营收占比与嗨体销量.....	9



图 5: 嗨体营收及增速.....	9
图 6: 颈纹分级标准.....	10
图 7: 嗨体真皮层细胞赋活疗法原理.....	10
图 8: 不同规格嗨体适用部位.....	12
图 9: 熊猫针填充效果.....	12
图 10: 医美抗衰项目目标消费者年龄比例.....	13
图 11: 糖化反应导致肌肤衰老.....	13
图 12: 本活泡泡针“医学隔离膜”定位.....	15
图 13: 胶原蛋白糖基化导致皮肤衰老效果图.....	15
图 14: 童颜针改善皱纹和凹陷原理.....	16
图 15: 童颜针适用注射部位.....	17
图 16: 聚左旋乳酸材料诊疗量占比.....	17
图 17: 濡白天使可实现短期即刻填充、长期刺激胶原再生.....	19
图 18: 全球非手术医美项目细分领域占比.....	21
图 19: 中国肉毒毒素注射数量（单位：百万支）.....	21
图 20: 爱美客专利申请情况.....	23
图 21: 爱美客研发投入.....	23
图 22: 爱美客营收情况.....	24
图 23: 爱美客收入构成情况（单位：亿元）.....	24
图 24: 爱美客毛利率、净利率情况.....	25
图 25: 爱美客归母净利润情况.....	25
图 26: 爱美客资产负债率.....	25
图 27: 爱美客现金流情况.....	25

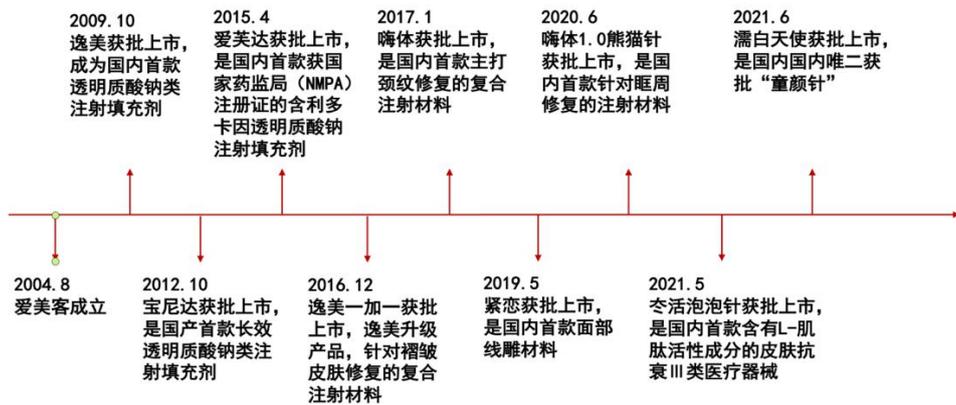


图 28: 三家医美公司营收对比 (单位: 亿元)	26
图 29: 三家医美公司净利润对比 (单位: 亿元)	26
图 30: 爱美客期间费用率情况.....	27
图 31: 三家医美公司销售费用率对比.....	27
表 1: 爱美客产品矩阵.....	7
表 2: 官方引导医美行业健康发展.....	9
表 3: 嗨体系列产品.....	11
表 4: 嗨体市场空间测算.....	13
表 5: 国内水光针市场产品情况.....	14
表 6: 2025 年抗衰项目、交活泡泡针市场规模测算.....	15
表 7: 再生材料对比.....	16
表 8: 童颜针与其他热门面部填充产品对比.....	18
表 9: 获 NMPA 三类器械注册证三款再生产品对比.....	18
表 10: 濡白天使市场空间测算.....	20
表 11: 公司储备项目.....	21
表 12: 目前国内获 NMPA 认证肉毒产品与爱美客代理 Huons 对比.....	22
表 13: 爱美客 2022-2025 收入拆分.....	27
表 14: 可比公司估值.....	28

1. 国内医美制剂龙头公司，产品矩阵丰富、股权集中

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

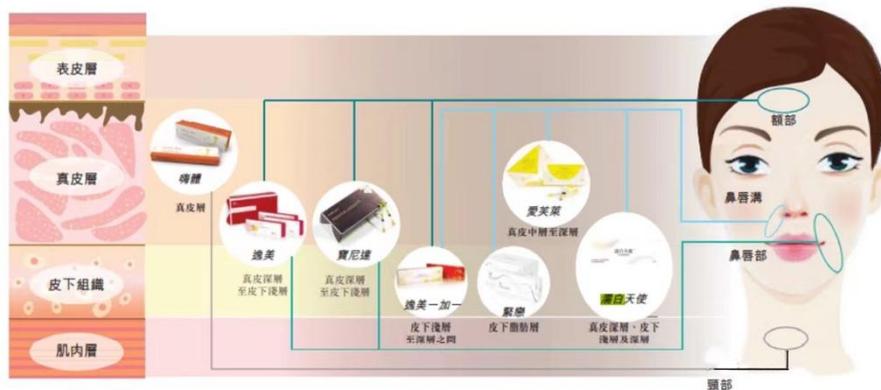
图 1：爱美客推出新品进程



资料来源：公司公告，山西证券研究所

平均 1-2 年推出一款新品，保证单品生命周期有效接力。公司作为国内医疗美容针剂龙头企业，近年来随着医美行业整体发展以及自身新品研发能力强劲，已经从玻尿酸针剂单一品类有序多点发展。自 2009 年以来公司相继推出针对面部、颈部横纹修复的溶液类（逸美、嗨体、态活泡泡针）、凝胶类（逸美一加一、宝尼达、爱芙莱、爱美飞、濡白天使）、埋线（紧恋）和化妆品四大品类产品，形成明显梯队布局，在产品配方、注射部位、适用范围、注射体验等方面均有明显差异性，可以满足多个细分市场医美消费者需求。

图 2：爱美客产品线及注射、植入层次



资料来源：招股说明书，山西证券研究所

多款医美产品全市场首发，抢占蓝海先机。从推出新品时间间隔和研发周期来看，我们认为公司至少在每一款新品上市之前就开始对后续产品进行研发布局和监管报批。例如，在逸美上市之前公司已经对宝尼达进行布局；在宝尼达上市前，开始立项研制爱芙莱；在深耕玻尿酸行业多年推出多个大单品、行业竞争逐渐激烈前，进军面部埋植线赛道。公司具有较强远期布局能力、市场前瞻性以及强大科研力量支撑。

表 1：爱美客产品矩阵

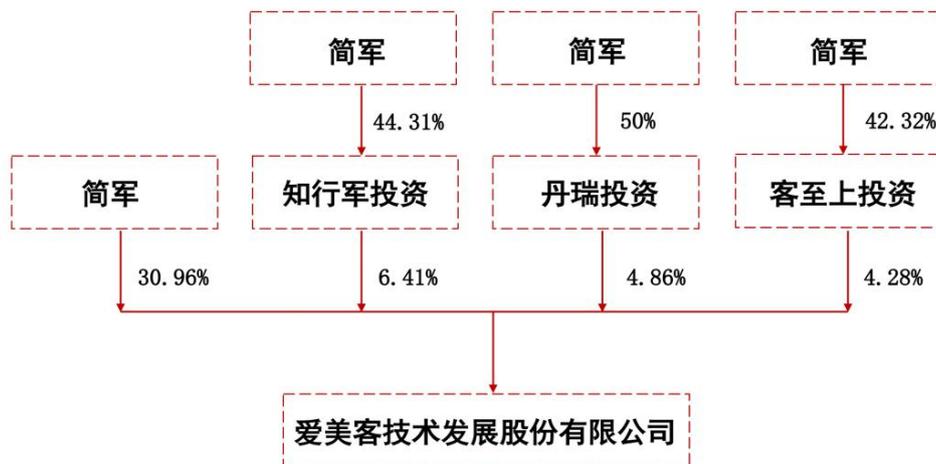
品牌	适应症	注射、植入层次	维持时间	技术特点	认证类别	NMPA 认证时间	注册证有效期
逸美/逸美一加一	纠正额部纹路和中重度唇鼻部皱纹	皮肤真皮深层至皮下浅层	6-12 个月 /1-2 年	采用专利交联技术，将 HA 和 HPMC 进行复合，形成具有高支撑力和高实效性的复合透明质酸填充剂	III 类器械	2009.10/2016.12	2022.9/2026.2
宝尼达	纠正中重度额部皱纹和中重度鼻唇部皱纹	皮肤真皮深层至皮下浅层	3-5 年	复合玻尿酸，可以被人体吸收代谢	III 类器械	2012.10	2026.3
爱芙莱/爱美飞	中、重度鼻唇沟	皮肤真皮中层至深层	6-10 个月	微生物发酵法提取玻尿酸，与人体自身玻尿酸成分无差异，能够被身体组织吸收、分解	III 类器械	2015.4	2024.12
嗨体	颈部中重度皱纹	皮肤真皮层	6-12 个月	达到营养皮肤、刺激皮下胶原增生、紧肤效果	III 类器械	2016.12	2026.3
濡白天使	中、重度鼻唇沟皱纹	真皮深层、皮下浅层及深层	2 年	通过 SDAM 专利技术，将为求均匀混悬在交联玻尿酸内，塑形时间可达 2 年	III 类器械	2021.6	2026.6
紧恋	中、重度鼻唇沟皱纹	皮下脂肪层	6-8 个月	完全可降解：在体内 180-220 天可完全被吸收，对周围细胞组织无影响，可重复埋线	III 类器械	2019.5	2024.5

资料来源：公司公告，山西证券研究所

公司股权相对集中，股权激励凝心聚力。截至 2022Q1，公司董事长简军直接持股 30.96%，并通过宁波知行军投资管理合伙企业、丹瑞投资管理合伙企业、客至上投资管理合伙企业间接持股 7.08%，合计持股 38.04%。知行军投资、客至上投资为员工持股平台，公司高级管理人员、销售骨干人员、核心技术人员和部分入职年限较长员工通过以上两个平台间接持有爱美客 10.69%股份，两个员工持股平台共计有 31 名合伙人。公司总经理石毅峰持股 4.85%、境外投资人 Gannett Peak Limited 持股 4.63%，前五大股东合计持股 51.7%。

管理团队聚集资深专业人才。董事长简军拥有十多年国际贸易管理经验，是国内首批接触医美行业的创业者；总经理石毅峰 1998-2010 年担任华旗资讯预核算负责人、楚星融智公司合伙人，有 12 年大型企业管理经验；生产总监尹永磊具备药物制剂背景，曾就职于中新药业、诺华等知名药企。企业其他核心技术人员均在专业领域取得过成就。公司管理团队经验丰富，具有市场敏锐度和前瞻洞察力，目前已经从单一玻尿酸品类持续拓展产品矩阵。

图 3：爱美客股权结构图



资料来源：公司公告，山西证券研究所

2. 丰富大单品矩阵推动公司业绩持续增长

2.1 嗨体：产品处于垄断地位，应用范围不断扩大

2.1.1 嗨体颈纹除皱针另辟轻医美市场增长空间

公司旗下拳头产品嗨体具有创新性技术壁垒和较强不可替代性，目前在市场上无直接竞争产品和在研申报产品。嗨体于 2016 年末获 NMPA 批文，2017 年 1 月上市，是国内首款也是目前全球市场唯一一款商业化用于修复颈纹的皮质填充剂。嗨体 1.5 主打颈纹填充修复、嗨体 2.5 作为颈纹针伴侣在填充完毕后作为水光针在颈部注射。经过两年左右的新品市场培育期，疗效逐渐受到医美消费者认可。2018 年迎来快速放量，此后延续高增长态势。

图 4：溶液类注射产品营收占比与嗨体销量

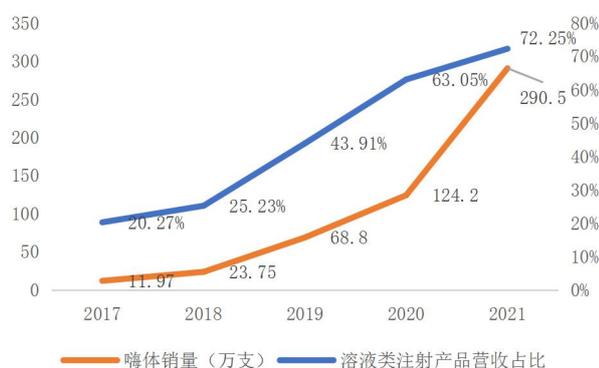


图 5：嗨体营收及增速



资料来源：公司财报，山西证券研究所

资料来源：公司财报，山西证券研究所

注：公司 2020 年后不再单独披露嗨体销量，根据出厂价 360 元/支与嗨体营收倒推销量

国家药监局新规为嗨体树立更为深厚进入壁垒，水光针逐渐走向合规。2020 年初国家药监局规定，在玻尿酸中添加活性或药物成分的产品需作为药品审批。2021 年新版《医疗器械分类目录》正式明确整形用注射填充物，如注射用透明质酸钠凝胶、胶原蛋白植入剂属于 III 类医疗器械。为取得国家药监局 III 类医疗器械注册证，企业通常需要进行严格而漫长的产品注册检验和临床实验，投入 3-5 年的时间成本以及千万起步的资金投入逐渐成为获得 III 类医疗器械准入门槛。相较于 III 类医疗器械，“妆字号”、I 类、II 类器械的生产标准、检验检测要求、备案程序相对简单。

表 2：官方引导医美行业健康发展

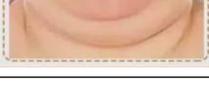
时间	发布单位	政策名称	主要内容
2020.4	卫健委、中央网信办等 8 部门	《关于进一步加强医疗美容综合监管执法的通知》	加强行政执法与刑事司法衔接，严厉打击非法医疗美容。严格规范医疗美容机构设置审批和校验管理。严查违法违规网站。严厉打击生产销售假药、劣药、非法行医等犯罪活动。
2021.5	卫健委、中央网信办等 8 部门	《打击非法医疗美容服务专项整治工作方案》	严厉打击非法开展医疗美容相关活动行为。严格规范医疗美容服务行为。严厉打击非法制售药品医疗器械行为。
2021.11	市场监督管理总局	《医疗美容广告执法指南》	医疗美容广告属于医疗广告，广告主必须依法取得医疗机构执业许可证才能发布或者委托发布医疗美容广告。
2022.3	国家药监局	《医疗器械委托生产质量协议编制指南》	要求提高医疗器械生产环节质量。对分类目录作出修订，将“整形植入物”详细拆分为整形填充材料、整形用注射填充物以及乳房填充物三种器械。
2022.3	国家药监局	《关于调整医疗器械分类目录部分内容的公告》	对 27 种医疗器械涉及分类目录内容进行动态调整。包含部分医疗美容用产品，明确规定射频治疗仪、射频皮肤治疗仪、面部埋植线、面部提拉线、面部锥体提拉线；注射用透明质酸钠溶液用于注射到真皮层均按照 III 类医疗器械监管。

资料来源：卫健委、国务院等政府官网，山西证券研究所

目前医美市场上流通的针剂类正品率较低，大量水货、假货等非法针剂抢占市场。根据艾瑞咨询发布的《2020年中国医疗美容行业洞察白皮书》，2020年中国注射针剂的医美用户中，34%的用户接受过水光针注射，但目前市面上流通的针剂正品率只有约1/3，1支正品针剂背后通常可能伴随着至少2支非法针剂的流通。水光针不合规主要集中在：1) 机构将I类、II类器械当作III类器械填充注射；2) 将妆字号产品当作III类器械注射；3) 将注册过期、适用症不相关III类器械超范围注射。截至目前并无嗨体系列同类产品排队审批中。假设现在有研发成熟竞品落地启动审批流程，参照有关部门审核时间，最快需要4-6年后可以获批上市销售。嗨体至少可以独占5年颈纹填充市场红利。

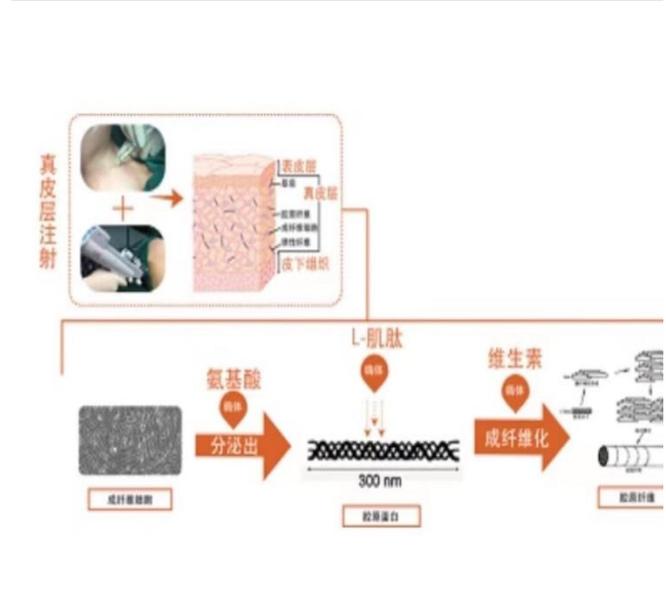
颈纹市场供需不平衡为嗨体入场提供良机。颈部老化一般由紫外线、空气污染、环境干燥、常做低头族所引起的颈部皮肤水油失衡、肌肉及组织受到挤压、真皮层胶原纤维断裂导致。通常表现为颈部皮肤松弛、萎缩、弹性降低，严重者出现颈部横纹。症状可出现在各个年龄段。近年来随着消费升级和认知提升，医美消费者对美的追求更加细化。2021年颈纹搜索指数较2014年增长3倍有余，“天鹅颈”逐渐成为热门轻医美项目。

图6：颈纹分级标准

0级	肌肤细腻平滑	
1级	无可见的皱纹，只见连续的皮肤纹线	
2级-轻度	皱褶浅，但可见	
3级-中度	颈纹清晰可见	
4级-严重	非常长且深的皱折折纹显著	
5级-非常严重	极深且长得皱纹且有垂坠状褶皱	

资料来源：新氧，山西证券研究所

图7：嗨体真皮层细胞赋活疗法原理



资料来源：有来医生，山西证券研究所

独创颈纹市场，树立C端品牌。在几乎所有玻尿酸玩家将发展重点聚焦于“脸部开刀”，公司独创颈纹修复赛道率先开启市场教育，并且基于强产品力使嗨体在医美消费者中获得极高认可度。目前已经形成“颈纹注射=嗨体”的消费者认知，以C端广泛认可度打入B端机构采购品类。同时在祛除皱纹市场中，鱼尾纹、法令纹、抬头纹、木偶纹等面部皱纹已经形成了通过注射肉毒素、玻尿酸等产品祛除，也可以通过粉底液、

遮瑕等化妆手法遮盖。但是颈纹较面部皱纹在社交距离下更加直接暴露年龄，嗨体的面市唤醒消费者祛颈纹需求。

修复颈纹，why 嗨体？ 在嗨体面市前，市场上关于颈纹修复治疗手段主要包括光电（用于改善皮肤松弛，但对颈部横纹效果不明显）、外科手术（风险高、恢复期慢、体验较差）、肉毒毒素（用于减轻颈部肌肉束状带、但对颈部横纹祛除效果差）和玻尿酸注射（会留痕）等，每种方式均有不同局限性。嗨体主要成分包括非交联透明质酸、多种氨基酸、L-肌肽和维生素，能够有效激活自体细胞、刺激和诱导胶原蛋白合成和重建，起到紧致、修复颈纹效果。同时，嗨体非交联玻尿酸成分可以改善交联玻尿酸偶联剂在颈部肌肤细薄的部位容易造成实性结节、不易吸收的痛点，逐渐成为多数医生和消费者首选。

表 3：嗨体系列产品

名称	规格	注射层次	浓度	适用部位	作用	侧重点	维持时间	价格
嗨体 1.0 (熊猫针)	1.0ml	皮肤真皮 深层	黏稠度较大、支撑性很强	眼部	抚平泪沟、淡化黑眼圈、增加眼周皮肤弹性、补水提亮	主要针对眼周抗衰，解决黑眼圈、泪沟等眼周衰老问题	单次注射效果可维持 3 个月左右，两次连续注射效果维持 10 个月左右	3000 元左右/支
嗨体 1.5	1.5ml	皮肤真皮 深层	中度、玻尿酸分子较大	颈部、眼部、	抚平颈纹、提拉精致、增强弹性	主要针对颈部填充，使凹陷的部位或者皱纹很深的部位变得饱满、平整、光滑，解决皮肤凹凸不平的问题。常作用于太阳穴填充、颈部皱纹填充、法令纹填充等。	单次注射效果可维持 5-13 个月左右	1500 元左右/支
嗨体 2.5	2.5ml	皮肤真皮 浅层	较低、玻尿酸分子较小	面部、颈部、手部等	缩小毛孔、提亮肤色、细腻肤质、淡化细纹	主要针对颈部紧致提升，为真皮层补充营养成分，改善衰老皮肤松弛问题、促使胶原蛋白合成，使肌肤变得细嫩、光滑、紧致、有弹性。常作用于注射面部松弛部位。	单次注射效果可维持 4 周左右，连续注射 6 次效果可维持 6-8 个月左右	700 元左右/支，通常与嗨体 1.5 配合使用
夸活泡泡针	2.5ml	皮肤真皮层，浅透皮注射	同时具有大分子 HA（支撑）、小分子 HA（补水）	面部	达到褪黄、通透、弹润、紧致的抗衰效果	专注于“抗衰”。其中 L-肌肽成分起到抗氧化、抗糖化作用，可以减少糖基化终末产物—AGEs（在老化过程中发挥重要作用的异变蛋白质），还有助于减少导致皱纹和减少皮肤弹性的交联胶原。	单次注射效果可维持 3-4 周左右，4 次为一疗程、间隔 3 周注射	4500 元左右/支

资料来源：公司官网，山西证券研究所

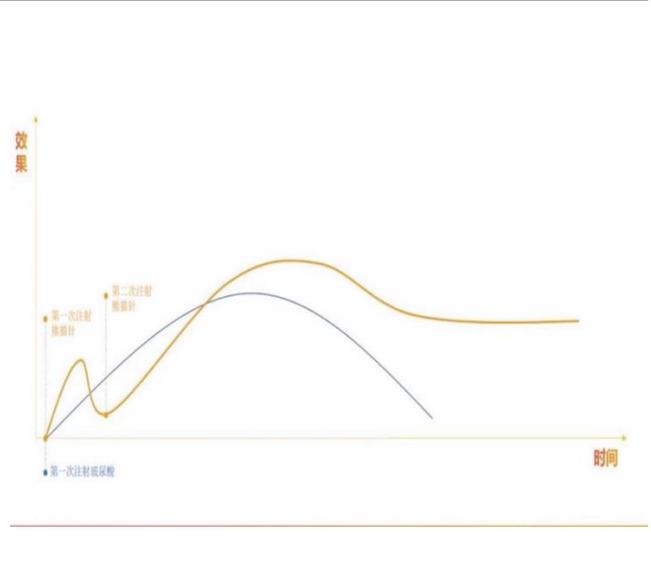
嗨体矩阵适用范围不断扩大，新品开启第二增长曲线。2020年6月，公司发布“嗨体熊猫针”，熊猫针的推出使嗨体应用范围从颈部扩大至眼周。此前国内医美市场仅有台湾双美胶原蛋白主打眶周修复，并无为眶周专设的产品。而医美消费者对于眶周修复需求规模占面部修复较大比例，目前渗透率较低，预计在目标客户中将有更高转化率。熊猫针在2021年销售额增速亮眼，销售金额已经接近嗨体颈纹针一半，有望成为市场中第二个以产品为标签的医美大单品。截至2021年，嗨体矩阵产品成为公司第一大收入来源，占整体收入比重约七成。

图 8：不同规格嗨体适用部位



资料来源：美佳医美，山西证券研究所

图 9：熊猫针填充效果



资料来源：新氧，山西证券研究所

嗨体产品矩阵天花板较高。嗨体是典型的非手术类轻医美项目，相比手术类项目，非手术类项目具备单次价格低、风险小、创伤小、复购率高的特点，在医美消费市场接受度更高。同时作为玻尿酸项目，高频次、高复购率保障相当的用户粘性。Frost&Sullivan 数据，2016-2020 年国内医美玻尿酸终端产品 CAGR 达到 24%，2020 年市场规模达到 57.7 亿元，预计在未来 5 年仍以较高增速继续增长。对于行业本身，玻尿酸的高成长性奠定嗨体在未来还能保持高增长。分适应症来看，嗨体主要用于解决颈纹，嗨体熊猫针聚焦眶周赛道。2020 年颈纹市场规模为 4.44 亿元，预计 2025 年嗨体颈纹市场规模将达到 35.08 亿元，5 年 CAGR 在 32% 左右。而眶周市场目前合规产品稀缺，熊猫针先入卡位优势抢占蓝海市场。

根据过往 III 类器械医用产品从临床试验到最后获得 NMPA 批文通常需要 4-6 年时间，嗨体先发优势和市场稀缺性明显。我们假设轻医美市场中透明质酸产品以 2020 年 7.65% 市场份额、此后每年增长 1.5%，选择爱美客针剂产品用户渗透率自 2021 年后每年增长 1%，预计 2022-2025 年嗨体实现营收 15.19 亿元、20.78 亿元、26.95 亿元、35.08 亿元，同比增长 44.81%、36.82%、29.71%、30.19%，年均复合增长率 32.18%。

表 4：嗨体市场空间测算

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
总人口（亿人）	14	14	14	14	14	14	14
18-45 岁适龄女性人数（亿人） 占比约 14%	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96
其中：医美用户渗透率	7.40%	7.65%	9.15%	10.65%	12.15%	13.65%	15.15%
医美用户人数（万人）	1450.40	1499.40	1793.40	2087.40	2381.40	2675.40	2969.40
其中：轻医美用户渗透率	42%	44%	45%	45%	46%	46%	47%
轻医美用户人数（万人）	609.17	659.74	807.03	939.33	1095.44	1230.68	1395.62
人均消费（元/年）	9000	5173	7294	7732	8041	8282	8531
轻医美市场规模（亿元）	548.25	341.28	588.64	726.25	880.83	1019.26	1190.53
其中：透明质酸产品占比	8.7%	10.7%	13.7%	15.2%	16.2%	17.2%	18.2%
透明质酸市场规模（亿元）	47.70	36.52	80.64	110.39	142.69	175.31	216.68
其中：爱美客渗透率	11.7%	14.3%	18.0%	19.0%	20.0%	21.0%	22.0%
爱美客透明质酸产品收入（亿元）	5.58	5.22	14.52	20.97	28.54	36.82	47.67
其中：嗨体系列渗透率	43.50%	63.07%	72.24%	72.40%	72.80%	73.20%	73.60%
嗨体系列收入（亿元）	2.43	4.48	10.49	15.19	20.78	26.95	35.08
YOY		84.55%	134.07%	44.81%	36.82%	29.71%	30.19%

资料来源：公司公告、Frost&Sullivan、wind，山西证券研究所

注：目标客户人群 18-45 岁女性占比参照第七次全国人口统计；人均消费参照 2019 年 9000 元，2020 年受疫情影响下滑，2021 年之后每年增长 3%-6%；爱美客市场渗透率参照 2021 年报 18%，此后年增长率 1%。

2.1.2 枣活泡泡针：双抗成分激活抗衰市场

医学抗衰已经成为大众消费群体日常自我提升的方式。《都市女性颜值“纹”题消费者洞察报告》显示，都市女性抗衰意识从 20 岁开始萌芽，约 73.5%受访人群在 20 岁-29 岁这一年龄段开始产生抗老压力，其中干纹、细纹、皱纹等“纹”题是最受关注的抗衰重点。

图 10：医美抗衰项目目标消费者年龄比例

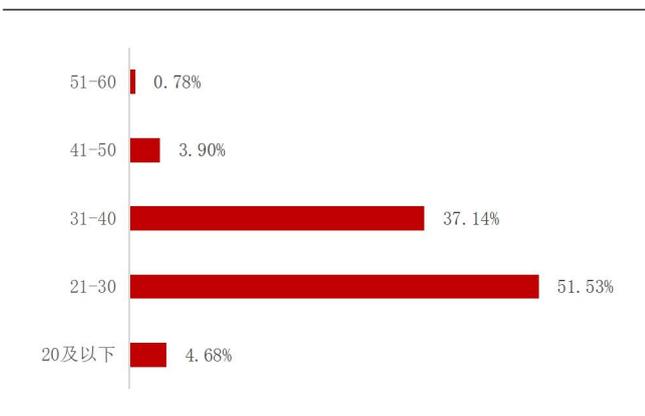
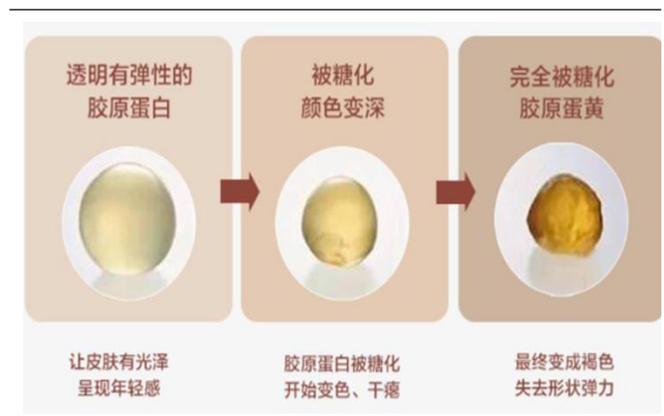


图 11：糖化反应导致肌肤衰老



资料来源：艾尔建美学，山西证券研究所

资料来源：当代医院，山西证券研究所

“双抗”概念领跑水光针市场。2021年5月，公司继续推出嗨体升级产品—夸活泡泡针，主要成分为双分子透明质酸和活性肽，是首款含有L-肌肽活性成分的皮肤抗衰III类医疗器械。夸活泡泡针是由嗨体分裂出的水光针产品，也是首次将“双抗”概念应用在逸美领域。目前国内水光针市场仅爱美客嗨体、夸活泡泡针、华熙生物御龄双子针、瑞典Q-Med瑞蓝唯缇、双美胶原蛋白类水光针肤柔美拥有III类器械证书。

表5：国内水光针市场产品情况

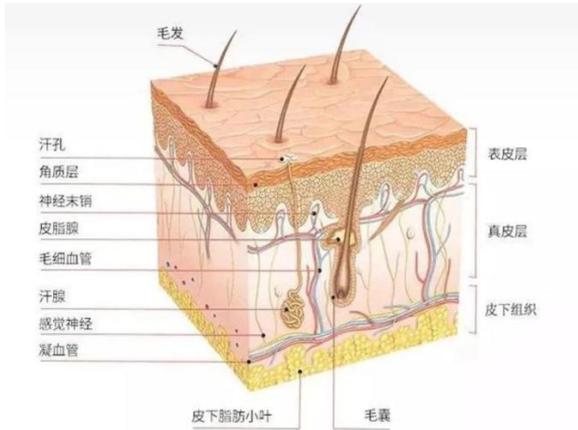
分类	主要产品	产地	生产商	产品类别	认证时间	适用范围	产品功效	价格
纯HA制剂	润百颜水光	中国	华熙生物	II类器械	2012	面部真皮组织浅层到中层注射以纠正额部皱纹	补水、紧致、平纹、适合熬夜肌肤	480-3000元/ml
	润致御龄双子针	中国	华熙生物	III类器械	2020	面部真皮组织浅层到中层注射以纠正静态额部皱纹	祛除静态纹	4000元左右/支
	欣菲聆水光	中国	协和医疗	III类器械	2015	面部全脸填充	面部立体、填充、祛皱	880-2800元/ml
	瑞蓝唯缇	瑞典	Q-Med	III类器械	2010	手背部真皮层，以改善手部皮肤外观	恢复皮肤水润度、弹性、光泽感、细腻程度	4000-5000元/支
以HA为载体、富含多种营养素的制剂	菲洛嘉水光	法国	菲洛嘉	进口妆字号	2019	注射方式达到面部深层补水	面部补水、抗衰、淡化细纹	2000-4000元/支
	丝丽动能素	法国	华熙生物旗下法国REVITACARE公司	进口妆字号	2021	面部、手部、肩部注射	抗衰老、抗氧化	1000-5000元/支
	嗨体	中国	爱美客	III类器械	2016	皮内真皮层注射填充，以纠正颈部中重度皱纹	祛除颈纹	700-3000元/支
	夸活泡泡针	中国	爱美客	III类器械	2021	皮内真皮层注射填充，以纠正颈部中重度皱纹	褪黄、通透、弹润、紧致的抗衰效果	4500元/支
以某一其他成分为主的制剂	肤柔美	中国	双美生物	III类器械	2019	中胚层美塑疗法、水光补水	祛黑、营养、填充	4000-6000元/支
	丽珠兰	韩国	韩国PRP	-	-	脸部、锁骨、手背等注射	再生修复、抗衰、补水保湿	3000-4000元/支
协同多	英诺小棕瓶	西班牙	INNOAESTHETICS	进口妆字号	2016	真皮浅层、真	美白淡斑、抑	1000-3000元/支

个成分的配方制剂						表皮交界处	制黑色素沉淀	
	瑞恩诗皓白聚能素	瑞典	瑞典 RENSHE 国内远想生物	进口妆字号	2018	面部以及身体部位	添加多重级美白成分，对皮肤进行持久性美白	5000-6000 元/支

资料来源：新氧、国家药监局官网，山西证券研究所

冬活泡泡针核心成分为高纯度 L-肌肽及双分子透明质酸，搭配全新 3 排 34G 注射针头，主打抗氧化、抗糖“双抗”的水光针剂，定位“医学隔离膜”（通过浅透皮注射技术，将活动抗氧抗糖成分靶向导入真皮-基底膜-表皮结构），实现养治一体的全医疗美容项目体系，达到褪黄、通透、弹润、紧致的抗衰效果。

图 12：冬活泡泡针“医学隔离膜”定位



资料来源：公司产品发布会，山西证券研究所

图 13：胶原蛋白糖基化导致皮肤衰老效果图



资料来源：有来医生，山西证券研究所

医美抗衰市场方兴未艾，逐渐进入放量增长阶段，未来想象空间可观。截至 2021 年，我国医疗美容用户规模突破 1500 万人，参考新氧数据研究院调研样本，医美抗衰用户约占医美总用户规模 64%，目前国内医美抗衰市场用户数量约 960 万人。另据对各类医美抗衰项目用户规模与消费客单价综合测算，2021 年我国医美抗衰市场规模约 755 亿元。

表 6：2025 年抗衰项目、冬活泡泡针市场规模测算

医美抗衰用户总人数	约 960 万人		
医美抗衰项目类别	光电类	注射类	手术类
主要项目	光子嫩肤、热玛吉、Fotona 4D、热拉提、超声刀等	冬活泡泡针等针剂类	面部拉皮提升、眼周祛眼袋、提眉等
各类用户比例	90%	83%	17%
用户人数（万人）	864	796.8	163.2
客单价	2500 元左右	3500 元左右	16000 元左右
各类别抗衰项目市场规模（亿元）	216	279	261
医美抗衰市场规模（亿元）	755		

其中：冬活泡泡针市场渗透率	约 1%
冬活泡泡针市场规模（亿元）	2.79

资料来源：新氧《2021 中国医美抗衰消费趋势报告》，山西证券研究所测算

公司新品研发一直遵循分层抗衰的原则，目前拥有完整的皮肤科四级项目体系。一级项目冬活泡泡针功能定位医学隔离膜；二级项目畅销水光功能定位嫩肤，主线产品为爱芙莱；三级产品天鹅美颈针功能定位复弹，主线产品为嗨体系列；四级项目逆龄时光肌定位紧肤，主线产品为紧恋埋植线。

2.2 濡白天使：再生材料引领医美消费新需求

医美市场需求逐渐更新迭代。胶原蛋白和弹性蛋白是人体皮肤真皮层和一些皮下组织的重要组成部分，是年轻皮肤保持紧绷光滑的基础。目前医美市场上应用较广的玻尿酸、胶原蛋白只具有物理填充作用，新一代皮下填充剂如聚左旋乳酸（Sculptra）具有生物刺激作用，注射后可以刺激人体产生新的胶原蛋白和其他结缔组织。

2021 年始，国内再生针剂市场放量增长。2021 年以前，国内合规再生类注射医美市场处于空白，市面上少女针、婴儿针等均未获得 NMPA 认证。2021 年 4 月长春圣博玛的艾维岚、由华东医药代理为“少女针”获批；2021 年 6 月，国内唯二获批“童颜针”一濡白天使上市。注射医美市场逐渐由“填充时代”过度至“再生时代”。

图 14：童颜针改善皱纹和凹陷原理



资料来源：平安好医生，山西证券研究所

再生材料是指通过注射等方式，刺激人体自身组织再生，起到结构重塑和容积填充的作用，达到抗衰老的目的。童颜针、少女针本质上属于再生医美注射领域，大致可分为骨性材料、PLLA 和胶原蛋白三类。

表 7：再生材料对比

	骨性材料	PLLA 聚左旋乳酸	胶原蛋白
作用原理	通常在骨膜外层注射，利用骨性延伸的	为童颜针主要成分，通过持续刺激胶原蛋	是一种生物高分子，动物结缔组织

	作用机理，更适合修复轮廓和塑形	白生成，实现自然填充的效果。	中重要组成部分，占人体蛋白质总量 25%-30%。
主要材料	PMMA 微球、PVA 微球、PCL 微球等	PLLA	胶原蛋白
注射周期	少女针 1 次定形；宝尼达和爱贝芙需要 2 次，每次间隔 4-8 周左右。	童颜针注射周期较长，需要 2-4 次，每次间隔 3-8 周左右	因人体本身存在胶原蛋白，注射填充后效果更加自然，注射后与原肤色相比不违和，但因代谢较快、需要间歇性补打。
注射部位	以面部注射为主	童颜针适用范围较广，可用于大面积注射，包括全脸注射、丰胸和丰臀，同时也可应用于细致部位注射，如泪沟、颈纹等	面部注射、修复瘢痕
起效和维持时间	即时起效	传统童颜针需要 1 个月起效时间（爱美客濡白天使因含有玻尿酸、可即时起效）	根据自身代谢情况补打，通常注射后 1-3 天见效
代表产品	爱贝芙、宝尼达、少女针	Sculptra 为国外最成熟童颜针产品，目前尚未获得 NMPA III 类器械注册证。国内合规持证产品仅有长春圣博玛艾维岚、爱美客濡白天使。其中濡白天使除了核心成分 PLLA 外，还包括交联透明质酸钠、盐酸利多卡因、磷酸盐缓冲体系等，可被看作传统童颜针进阶版。	目前国内市场合规持证产品较少，仅有台湾双美旗下肤柔美与肤丽美，以及长春博泰旗下弗缦（原肤美达）。

资料来源：公司官网、新氧、国家药监局官网，山西证券研究所

再生类注射针剂市场空间广阔。ISAPS 数据显示，2019 年全球 PLLA 诊疗量 9 万多例，其中美国 2.71 万例、巴西 2 万例，两国合计占全球份额 53%；意大利约 0.4 万例、墨西哥约 0.3 万例，CR4 合计占比约为 60.8%。在各国注射类医美项目中，PLLA 诊疗量占比较低。2019 年全球范围内聚左旋乳酸（童颜针主要成分）疗程占当年玻尿酸疗程比重 2%，目前市场绝对占有率较低，未来增速可观。预计到 2025 年，聚左旋乳酸注射产品的出厂规模有望达到 7 亿美元。

图 15：童颜针适用注射部位

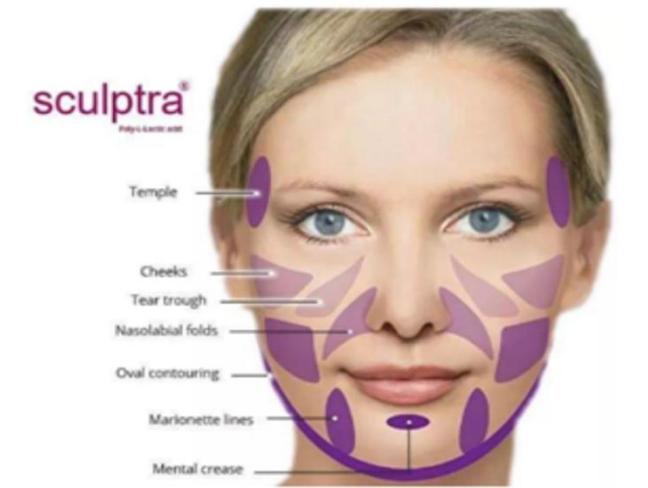


图 16：聚左旋乳酸材料诊疗量占比



资料来源：新氧，山西证券研究所

资料来源：ISAPS，山西证券研究所

童颜针核心成分为聚左旋乳酸（PLLA），可生物降解吸收、强度高、可塑性强、易加工成型，被广泛应用于外科手术缝合线、牙科、眼科、人造皮肤、人造血管、生物可吸收支架等医药学领域以及医疗美容领域的面部和其他特定部位如臀部、胸部和组织填充。注射童颜针后，核心成分 PLLA 在皮肤组织内被水解酶分解，刺激产生新生胶原，从而起到支撑、美白等效果，使皮肤具有弹性和光泽，达到年轻化目的。

表 8：童颜针与其他热门面部填充产品对比

名称	童颜针	玻尿酸	胶原蛋白	少女针	自体脂肪
材料	聚左旋乳酸（PLLA）	透明质酸	胶原蛋白	聚己内酯微球（PCL） 甲基纤维素（CMC）	脂肪
原理	分解出左旋乳酸刺激胶原蛋白再生	物理填充凹陷部分	物理填充凹陷部分	异物炎症刺激胶原带白再生	物理填充凹陷部分
功效	抗衰、嫩肤	抗衰、塑形	抗衰	抗衰、嫩肤	抗衰
治疗时间（全脸）	30-40mins	30-40mins	30-40mins	30-40mins	2 小时左右
即刻效果	一般	明显	明显	明显	明显但肿胀
长期效果	明显	代谢完毕无效果	代谢完毕无效果	明显	明显
维持时间	24 个月左右	1 年左右	半年左右	12 个月左右	持久（脂肪一旦存活填充效果持久）
恢复期	短	短	短	短	长

资料来源：国家药监局，山西证券研究所

与传统童颜针相比，爱美客濡白天使复配成分更具优势。主要区别在于 1) 注射方式简单，传统童颜针是冻干粉形态、需要复溶，技术还未完善的情况下可能需要三个小时或更长时间，与长春圣博玛快速复溶 10-15 分钟相比，濡白天使在注射时操作简便、可以直接注射；以及不同医生操作时，复溶比例、复溶时间不同最后产生的注射效果也不同。2) 有即刻填充效果，复配的交联玻尿酸成分在后期聚左旋乳酸起效前有承上启下作用，填充效果更即时、更自然，少量盐酸利多卡因也会使消费者注射体验相对更舒适。

表 9：获 NMPA III 类器械注册证三款再生产品对比

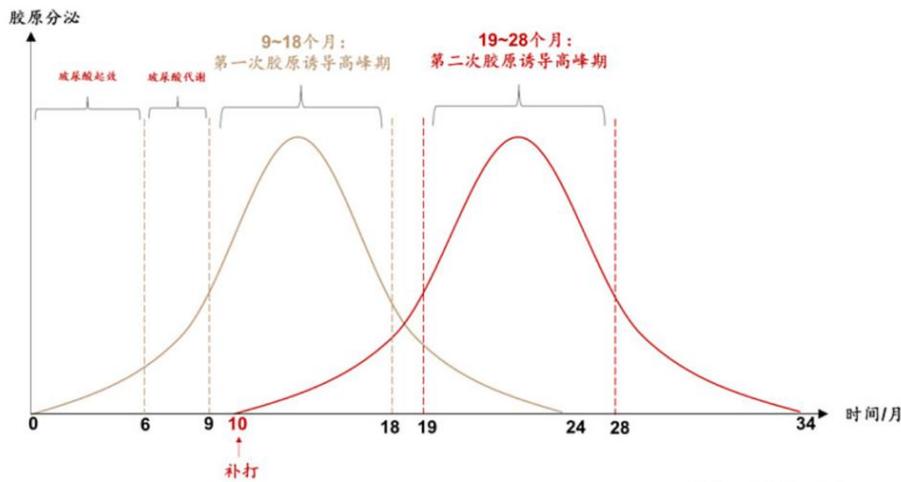
	艾维岚	伊妍仕	濡白天使
名称	童颜针	少女针	童颜针
代理公司	长春圣博玛	华东医药	爱美客
产品类别	III 类器械	III 类器械	III 类器械
获批时间	2021.4	2021.4	2021.6
主要成分	聚左旋乳酸（PLLA）冻干粉，使用前需预混合	含有 PCL 微球和水溶性凝胶载体 CMC 复合填充剂；无需复配	聚左旋乳酸（PLLA）、交联透明质酸、盐酸利多卡因，注射体验更舒适；无需复配
适用范围	注射真皮深层，纠正中重度鼻唇沟皱纹	注射皮下层，纠正中重度鼻唇沟皱纹	注射真皮深层、皮下浅层、深层，纠正中重度鼻唇沟皱纹

起效时间	无即刻填充效果	作为复合微球填充剂、凝胶形态产品，兼具童颜针和玻尿酸优势，粘滞性更强、塑形力更好，具有即刻填充效果，注射后 1 年内维持效果恒定	
产品规格	340mg 冻干粉可溶成 5ml	1ml	0.75ml
价格	18800 元/支	18800 元/支	12800 元/支
疗程时间	单个疗程需要注射 2-3 次，每次间隔 1 个月左右	根据注射部位凹陷程度初次注射需 2-5 支不等，补打间隔不少于 9 个月	短期立体塑形、远期刺激胶原再生。突出即刻填充效果
单疗程维持时间	30 个月左右	12 个月左右	24 个月左右
渠道销售特点	研发能力行业内认可度较高，计划通过全国总代理-区域性代理进行快速布局	新建团队进行销售，目前在重点机构进行合作和前期推广	渠道销售较为成熟，直营为主、代理商为辅，渠道把控能力较强；与大型连锁机构广泛合作，市场覆盖率高
产品共性	1) 可刺激皮肤内成纤维细胞活力，激发自身胶原再生、增加皮肤紧密度、填补凹陷部位；2) 维持时间优于普通玻尿酸，三款产品平均维持时间可达 1-2 年；3) 所含成分可完全被人体降解，最终代谢为二氧化碳和水排出体外。		

资料来源：公司官网、国家药监局、北京丽都整形医院，山西证券研究所

濡白天使注射后 0-6 个月，交联透明质酸钠发挥玻尿酸作用，可以起到即刻填充的效果；注射后 6-9 个月，聚左旋乳酸诱导胶原分泌进入高峰期，胶原蛋白开始再生；注射后 9-18 个月，新生胶原蛋白逐渐增多，进入乳酸诱导胶原分泌高峰期；注射后 10-12 个月，即第一针胶原诱导高峰期阶段，即将进入第二次胶原诱导，如果补打第二针，在第 19 个月进入第二次胶原诱导高峰期，注射持续饱满效果。

图 17：濡白天使可实现短期即刻填充、长期刺激胶原再生



资料来源：医学术术前术后，山西证券研究所

我们假设医美监管趋严环境下，合规针剂渗透率逐年提高；其中选择童颜针用户占比 2022-2025 年分别为 9.2%、17.7%、24.9%、26.9%；濡白天使渗透率 2022-2025 年分别为 46%、48%、50%、52%，预计 2022-2025 年濡白天使可实现营收 3.04 亿元、6.8 亿元、11.24 亿元、14.21 亿元，同比增长 352.98%、124.04%、65.45%、26.3%，年均复合增长率 67.2%。

表 10：濡白天使市场空间测算

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
总人口（亿人）	14	14	14	14	14	14	14
18-45 岁适龄女性人数（亿人） 占比约 14%	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96
医美用户渗透率	7.40%	7.55%	7.70%	7.85%	8.01%	8.17%	8.33%
医美用户人数（万人）	1450.40	1479.41	1509.00	1539.18	1569.96	1601.36	1633.39
其中：轻医美用户渗透率	42%	44%	45%	47%	48%	50%	52%
轻医美用户人数（万人）	609.17	650.94	679.05	723.41	753.58	800.68	849.36
其中：注射类医美用户占比	78%	80%	81%	82%	83%	84%	85%
注射类医美市场规模（万人）	475.15	520.75	550.03	593.20	625.47	672.57	721.96
其中：合规针剂用户渗透率	33%	33%	34%	38%	40%	42%	44%
合规针剂市场规模（万人）	156.80	171.85	187.01	225.42	250.19	282.48	317.66
其中：童颜针用户占比	2.2%	2.4%	2.8%	9.2%	17.7%	24.9%	26.9%
童颜针用户市场规模（万人）	3.45	4.12	5.24	20.63	44.28	70.34	85.42
其中：濡白天使渗透率			40%	46%	48%	50%	52%
濡白天使用户规模（万人）			2.09	9.49	21.26	35.17	44.42
濡白天使出厂价（元）			3200	3200	3200	3200	3200
濡白天使收入（亿元）			0.67	3.04	6.80	11.24	14.21
YOY				352.98%	124.04%	65.45%	26.30%

资料来源：公司公告、Frost&Sullivan、ISAPS，山西证券研究所

在医美市场细分领域中，具有先发技术优势、创新优势的合规产品，通常享有更高市场溢价。再生医美品类目前表现出更高经济效益，占领中高端填充市场；同时规避传统填充材料移位、透光等现象出现，吸引追求自然塑形效果的医美消费者。从体量来看，童颜针体量较小，但其规模增速较快。2019 年童颜针诊疗量仅占全球注射类针剂的 2.2%。ISAPS 数据，2015 年全球童颜针注射案例约为 6.4 万例，2020 年增长至 12.1 万例，年均复合增长率达 13.55%，超过玻尿酸 7.18%和肉毒素 6.07%。参考海外市场童颜针占非手术类轻医美比重，到 2030 年我国童颜针产品规模有望达 30 亿元。

综合来看，从嗨体颈纹针、到眶周修复熊猫针、再到具有双抗概念的夸活泡泡针、以及具有再生功能的童颜针，公司不断抢占医美细分领域空白市场。在解决消费者痛点问题的同时引领医美消费者需求，维持 1.5-2 年诞生现象级产品的推新速度。

2.3 在研产品储备丰富

新产品储备丰富，研发敏锐度聚焦成长空间。公司作为国内医美制剂市占率第一龙头，持续依靠丰富项目储备和完善研发力量支撑开拓新市场。目前公司储备项目主要包括：注射用 A 型肉毒毒素、医用生物补片和基因重组蛋白药物，功效主要集中在非填充式面部除皱、减肥和体重管理等方面，可满足消费者提

高医美效果和纤体塑形美容多样化的需求。未来随着新产品上市，可以完善公司产品矩阵、优化收入结构。

表 11：公司储备项目

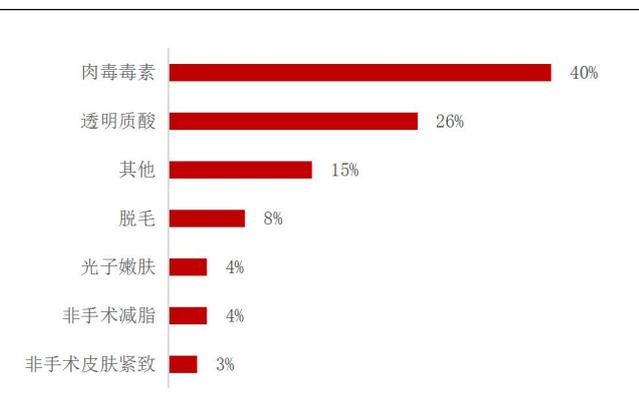
产品名称	项目目的	项目进展	预计对公司未来发展影响
第二代理植线	丰富产品种类，满足医生临床应用需求	注册检验阶段	丰富公司面部埋植线产品类型，满足多元化市场需求
医用透明质酸-羟丙基甲基纤维素凝胶	增加新填充部位适应症	临床试验阶段	巩固公司在皮肤填充剂市场地位
医用含聚乙烯醇凝胶微球的修饰透明质酸钠凝胶	增加颈部填充适应症	临床试验阶段	巩固公司在皮肤填充剂市场地位
注射用透明质酸酶	透明质酸酶在眼科手术、药物扩散、关节炎方面有应用	临床前在研阶段	增加公司产品管线，完善透明质类相关产品体系
注射用 A 型肉毒毒素	加强产品协同效应	临床试验阶段	已上市同种产品的生物类似药，丰富公司产品类型
利多卡因丁卡因乳膏	成人浅层皮肤手术前对完整皮肤局部麻醉，提高客户体验	获得临床批件	优化公司现有产品结构
利拉鲁肽注射液	将利拉鲁肽本地化、市场化	I 期临床试验	利用原核表达技术，具有成本优势
去氧胆酸注射液	开拓公司减肥产品市场	临床前在研阶段	增加公司产品管线

资料来源：公司公告，山西证券研究所

2.3.1 肉毒毒素产品III期临床试验中

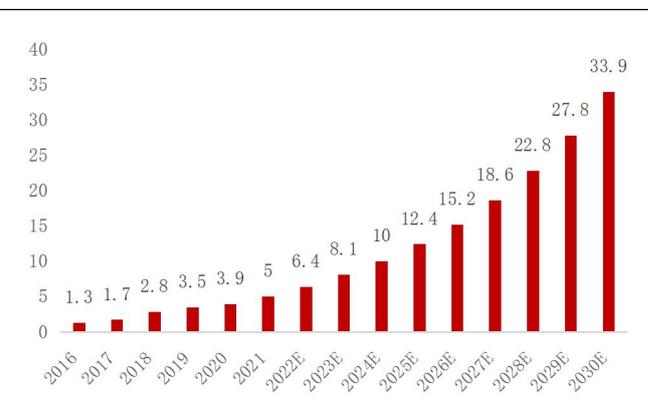
国内肉毒素行业市场规模以 CAGR20% 快速增长。2017 年中国肉毒毒素市场规模约 100 亿元，2017-2022CAGR 保持 20% 增速，预计 2022 年市场规模有望达到 277 亿元。其中正规渠道肉毒素市场规模约为总规模 1/5。随着监管日趋严格、新产品获批上市，国内肉毒毒素行业市场规模将加速扩容，需求端和消费频次逐渐市场，终端领域应用广泛将回馈合规产品市场规模。

图 18：全球非手术医美项目细分领域占比



资料来源：iResearch，山西证券研究所

图 19：中国肉毒毒素注射数量（单位：百万支）



资料来源：iResearch，山西证券研究所

A 型肉毒毒素作为剧毒的神经毒素，认证牌照审批严格，从主要产品临床试验研发进展来看，获证周

期可能长达5年以上。目前全球肉毒素市场主要产品9款，国内市场只有4款拿到NMPA正式批文的肉毒素产品，市场中70%产品为国外水货。肉毒杆菌注射作为我国轻医美第二大项目，行业仍属于蓝海市场、竞争格局良好、增量空间广阔、产品销售确定性强。公司于2018年9月获得Huons（橙毒）在国内为期十年的独家代理权，2021年6月公告拟合计使用8.86亿元的超募资金，增资并收购Huons Bio25.4%股权。肉毒素产品已于2020年4月获批III期临床，预计2023年注册上市，2024-2025年开始商业化。

表 12：目前国内获 NMPA 认证肉毒产品与爱美客代理 Huons 对比

	衡力	保妥适	吉适	乐提薄	橙毒
原产国	中国	美国	英国	韩国	韩国
生产公司	兰州生物制品研究所	Allergan	Lpsen	Hugel	Huons
国内合作企业	-	国药控股为国内总经销商	博福-普益生（天津）制药有限公司	四环医药独家代理	爱美客
国内获批时间	2012	2009	2020	2020	-
产品定位	中低端	高端	中高端	中高端	中高端
分子量	300-900KD	900KD	300/500/900KD	900KD	900KD
赋性剂蛋白质	医用明胶	人血白蛋白	人血白蛋白	人血白蛋白	人血白蛋白
弥散度	1cm (++++)	0.5cm (+++)	(+++)	(++)	-
生产工艺	冻干干燥	真空干燥	冻干干燥	冻干干燥	冷冻干燥
维持时间	4-6个月	4-6个月	4-6个月	4-6个月	4-6个月
产品特点	国产产品，价格低、性价比高	高纯度、高精度、高价格、高认可度	抗药性低	高纯度、低致敏度、高价格、高性价比	见效快、维持状态好
价格	800-1500元/100unit	3000-5000元/unit	3000-4000元/unit	1800-2600元/unit	-

资料来源：国家药监局，山西证券研究所

2.3.2 减重产品助力公司进军大健康领域

产品扩展至生物药品，从医美行业发展至大健康。公司在研的基因重组蛋白药物为重组人胰高血糖素样肽类似物，主要用于糖尿病和肥胖症治疗，该产品的研发意味公司业务从单一医美行业扩张至大健康领域。《柳叶刀》医学杂志发布的《全球成年人体重调查报告》显示，2016年我国肥胖人口已位居全球首位（约8000万人），同时我国老龄化加剧、糖尿病患者人数连年增长。但目前尚无在国内取得药品批文的针对肥胖适应症的药物，市场处于空白。考虑到肥胖症、糖尿病等患病率快速提升，以及人们健康意识不断提高，减肥减重需求强烈。如果公司研发产品在未来成功获得批文上市，将有望在轻医美瘦身纤体赛道打开市场。公司基因重组蛋白项目研发建设周期为76个月，该项目达产后可实现约133万支/年，实现产值5亿元。

3. 公司主要竞争优势分析

3.1 自主研发能力抢滩医美产品蓝海市场

公司自主研发能力较强。目前爱美客已获批的产品包括 5 款透明质酸产品、1 款聚左旋乳酸、1 款 PPDO 面部埋植线产品均为自主研发获得。7 款产品均已取得 III 类医疗器械注册证，其中嗨体是国内唯一获批上市的颈纹修复产品。2016-2021 年，公司研发费用由 0.13 亿元增长至 1.02 亿元，CAGR 达 50.98%，研发费用率均保持在 8% 以上。

图 20：爱美客专利申请情况



资料来源：公司财报，山西证券研究所

图 21：爱美客研发投入



资料来源：公司财报，山西证券研究所

公司从 2009 年起对技术进行专利保护，近年来技术发明方面保持一定稳定性。截至 2021 年，公司已累积注册专利 45 项，其中发明专利 25 件拥有固液渐变互穿交联技术、组织液仿生技术、水密型微球悬浮制备技术、悬浮分散两亲性微球技术等多项核心技术。所有专利中授权专利达 38 件占比 84%，专利质量有一定保证。获得国家药监局医疗器械牌照是公司产品独有的护城河，研发能力助力护城河加宽加深。

3.2 直销+经销方式扩大市占率

正确的营销方式对可选消费领域医美行业尤为重要。医美产品是典型的消费者具备全部决策使用权的产品，仅凭借突破高技术壁垒难以在竞争日益激烈的上游原材料供应端和中游医美机构销售端抢得先机。在市场上玻尿酸等注射剂厂商日益增加的背景下，公司可以持续推陈出新、引领医美风尚、契合消费者需求、增加商场份额，与坚持多年的“直销为主、经销为辅”的营销模式相关。2021 年，爱美客来自于直销、经销两种渠道的收入分别为 8.83 亿元、5.65 亿元，同比增长 104.24%、103.95%，占比 61.01%、38.99%。目前公司销售网络已经覆盖全国 31 个省、市、自治区。

直销模式下，公司可以更多的参与到产业链中端医美机构产品推广和终端销售，为下游医美消费者提供从产品到服务的全方位解决方案；帮助医疗机构确定产品定位、推广策略、客户维护等多方面问题，推动品牌美誉度良性循环；同时可以最直接的了解到终端产品使用效果和客户满意度，提高公司产品研发敏感度和推广速度。

经销模式下，经销商主要覆盖公司销售团队无法直接覆盖的医疗机构，可以有效应对目前医美机构加速洗牌的现状以扩大市占率。为适应下游市场特点，公司在部分地区采取买断式经销模式进行销售（对经销商自制、信用、规模等因素进行考评后，将产品销售给经销商，由经销商再对产品进行分销）。目前公司正着力扩大经销规模，推动产品更广泛打入各地不同类型医疗机构。

此外，2017年公司筹办集一枚教学、研讨、互助、内容为一体的“全轩学院”。平台内聚集优质医生资源，增加公司与医疗机构对接能力的公司，提高新品推向市场的速度。

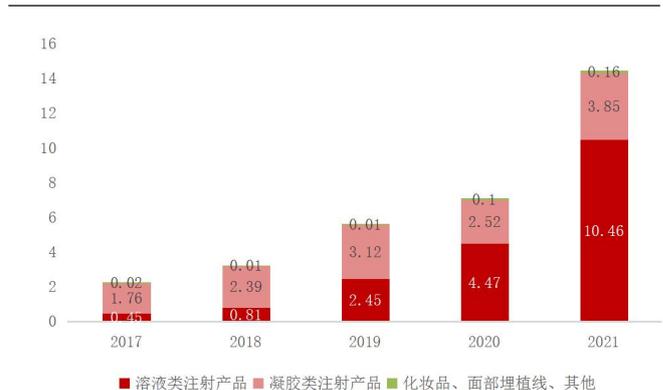
4. 公司财务分析

在医美行业发展黄金期，爱美客维持业绩高增长趋势。2021年实现营收14.47亿元（+104.13%），归母净利润9.57亿元（+117.81%），营收、业绩均实现翻倍增长；近五年营收、业绩复合增长率分别为59.78%、88.37%。公司医美业务可以细分为溶液类注射产品、凝胶类注射产品和面部埋植线，2021年收入占比分别为72.3%、26.6%、0.4%。溶液类注射产品包括嗨体、逸美、夸活泡泡针，其中夸活泡泡针为2021年5月20日新上市的水光针，逸美作为公司初代玻尿酸产品正逐步推出市场，公司持续推陈出新保持产品矩阵具有市场吸引力。溶液类注射产品收入占总营收比重由2017年20%左右上升至2021年72.25%，嗨体实现营收10.46亿元（+102.44%）占公司约七成左右收入，自2016年上市以来销售收入增长近十倍，成为支撑公司营收大品类。凝胶类注射产品包括宝尼达、爱芙莱、爱美飞、逸美一加一、濡白天使，新品濡白天使有望成为下一个快速放量爆款产品。面部埋植线包含线雕产品紧恋。

图 22：爱美客营收情况



图 23：爱美客收入构成情况（单位：亿元）



资料来源：公司财报，山西证券研究所

资料来源：公司财报，山西证券研究所

研发和销售确保公司业务增长确定性。公司业绩高增背后不仅是医美行业正处于快速扩张期、下游市场规模快速增长，更得益于医疗研发带来的高盈利能力。2021年，公司实现毛利率93.7%（+1.89pct），连续三年毛利率在90%以上；近三年净利率由53%提升至66.12%，研发费用增加的同时整体费用率持续下降，盈利能力显著提升。医美制剂主要市场玻尿酸赛道属于III类植入性医疗器械，与药品、医疗器械逻辑相似，毛利率超过90%并非异常现象，研发和销售是这类产品的重要驱动力，也是公司成本的重要部分。2020年公司ROE下降，主要系上市募集大量资金、净资产大幅上升所致。

图 24：爱美客毛利率、净利率情况



图 25：爱美客归母净利润情况



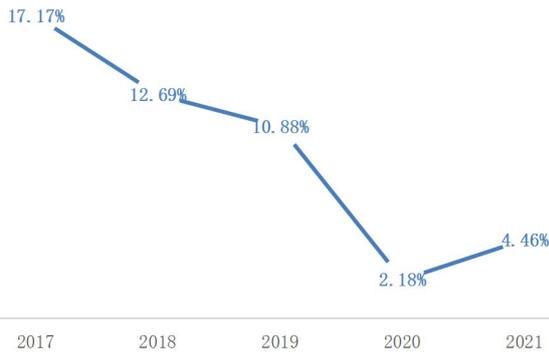
资料来源：公司财报，山西证券研究所

资料来源：公司财报，山西证券研究所

公司资本结构健康。公司对大部分客户采用款到发货、少部分赊账客户次月结清的结算方式，使公司营收账款余额较小、账龄较好。2017-2020年间资产负债率持续下降，由17.17%下降至10.88%，2020年募投资金到账后，资产负债率直接下降至2.18%。2020年末公司营收账款余额不足3000万，占营收比例仅4%，账龄主要为3个月内，营收账款周转天数仅11天，公司对下游客户有较强议价能力。现金流方面，公司近三年收现比、净现比在1上下，盈利质量较好、销售回款能力较强、且用于生产经营投入的成本费用率占比较低、财务压力较小，经营活动现金流量净额持续提升。

图 26：爱美客资产负债率

图 27：爱美客现金流情况



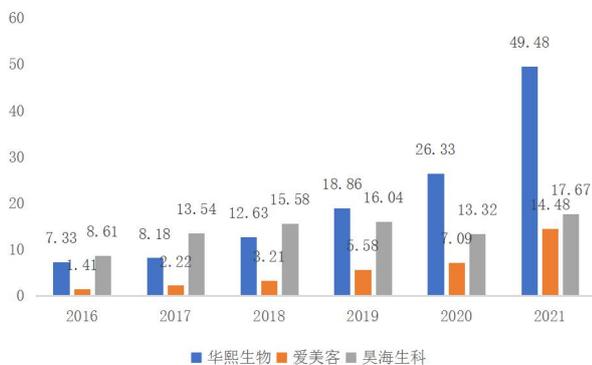
资料来源：公司财报，山西证券研究所



资料来源：公司财报，山西证券研究所

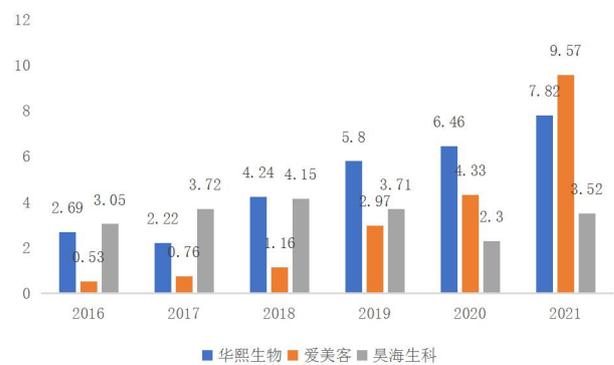
同业比较，华熙生物、爱美客、昊海生科均以医美产品为主营业务。其中华熙生物收入体量远超另外两家，近年来不断扩张业务版图，扩宽玻尿酸应用范围，近五年收入复合增长率 47%，净利润复合增长率 24%，收入端增度远超利润端。爱美客与昊海生科收入体量相近，盈利能力差异明显。爱美客近五年营收 CAGR59%、净利润 CAGR78%，利润端表现突出，持续推出爆款单品策略见效；相比之下昊海生科收入端、利润端年均复合增速分别为 15%、3%。

图 28：三家医美公司营收对比（单位：亿元）



资料来源：公司财报，山西证券研究所

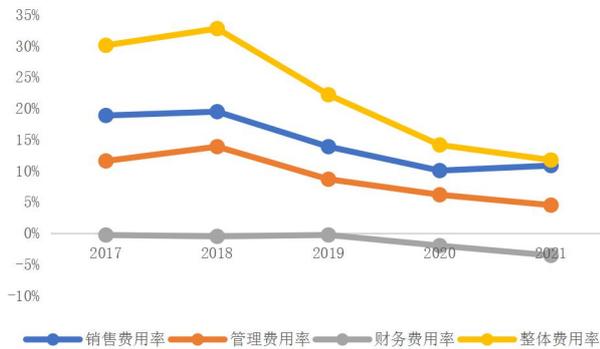
图 29：三家医美公司净利润对比（单位：亿元）



资料来源：公司财报，山西证券研究所

爱美客销售费用较同业处于较低位置。以玻尿酸产品为主营业务的昊海生科销售费用率基本稳定在 33%-35%。主要系公司依托医用透明质酸起家，此后一直专注医用产品领域，在眼科骨科防粘连材料等细分市场扩张。昊海生科下游公立医院销售渠道占据较高比例，销售费用率常年在 30%左右也主要系医药公司拓展销售渠道所致。

图 30：爱美客期间费用率情况



资料来源：公司财报，山西证券研究所

图 31：三家医美公司销售费用率对比



资料来源：公司财报，山西证券研究所

相比同行业公司，爱美客专注医美领域，已经发展为国内注射轻医美龙头。公司作为医美耗材供应商处在行业产业链上游，目前玩家较少、先发优势竞争格局良好；处在产业链中下游的医美机构众多，议价能力较弱。同时发展 toB+toC 业务，产品使用权最终主要掌握在医美机构和医生手中，销售费用主要用于渠道服务人员。产品定价给医美机构留下利润空间，以及通过培训和服务的方式完成市场教育，传统广告渠道投入较少，销售费用率呈现反向下降。2021 年公司实现毛利率 93%、净利率 66%、销售费用率 11%。

5. 盈利预测及投资建议

5.1 盈利预测

我们结合表 4 对嗨体收入预测、表 10 对濡白天使收入预测，预计 2022-2025 年公司实现营业收入 22.22 亿元、32.36 亿元、45.43 亿元、58.15 亿元，同比增长 53.44%、45.66%、40.39%、27.97%，年均复合增速 37.8%。医美赛道仍处于高速增长期，公司费用端把控良好，在研产品储备丰富、新品上线进展确定性较强。我们预计公司有望维持 93%左右毛利率，预计 2022-2025 年实现归母净利润 14.38 亿元、20.73 亿元、29.01 亿元、37 亿元，同比增长 50.1%、44.15%、39.94%、27.54%，年均复合增速 37.9%。

表 13：爱美客 2022-2025 收入拆分

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
嗨体系列收入（亿元）	2.43	4.48	10.49	15.19	20.78	26.95	35.08
YOY		84.55%	134.07%	44.81%	36.82%	29.71%	30.19%
濡白天使收入（亿元）			0.67	3.04	6.80	11.24	14.21
YOY				356.72%	123.50%	65.34%	26.45%
肉毒素收入（亿元）						1.50	1.95
YOY							30%

其他产品条线收入(亿元)	3.15	2.61	3.33	4.00	4.80	5.75	6.91
YOY		-17.14%	27.59%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
公司总收入(亿元)	5.58	7.09	14.48	22.22	32.36	45.43	58.15
YOY		27.12%	104.26%	53.44%	45.66%	40.39%	27.97%

资料来源: wind, 山西证券研究所

5.2 投资建议

医美行业需求端持续扩容，供给端产品更加多元化。射频、埋植线、水光针均属于目前轻医美市场热门项目，发展空间广阔。相比医美发达国家市场渗透率在 10%以上，2021 年我国医美市场渗透率仅有 3.6%；2014-2020 年，我国医美市场规模由 480 亿元增长至 1795 亿元，年均复合增长率达 25%，公司近五年营收、业绩复合增长率分别为 59.78%、88.37%领先行业，行业高增速确定性强，发展前景广阔。

政策端对于医美机构和医美产品监管不断加强。近期频繁发布规范条例将推动国内医美行业健康发展，合规产品市场将进一步扩容。纵观医疗美容行业监管政策，从早期针对具体产品的监管和规范，到后期全局性调控政策落地，再到近期相关细则条款、行业标准相继出台，行业监管明显进入系统化、常态化阶段。合规、高质量发展将成为医疗美容发展趋势。

纵观公司业务线布局，可以看出公司目前产品线和战略方面有三个特征：1) 提高现有产品线市场渗透率，嗨体系列营收占比持续扩大、年销量稳步增长；2) 开拓新的再生针剂产品市场，濡白天使发力再生医美赛道，目前市场相对玻尿酸行业竞争格局尚未形成、在市场教育中获得先入优势带来产品溢价；3) 从资本方面布局未来肉毒素业务，以保证业绩持续高增长。公司作为 A 股医美标的，旗下现有产品均有国家药监局认证、在研产品储备丰富、大单品一经面市销量亮眼，研发+营销为业绩增长保驾护航。

我们选取同为医美属性公司华熙生物、昊海生科作为可比公司。相比可比公司，爱美客旗下产品医美属性更强、大单品推陈出新速度更快。因此我们预计公司 2022-2024 年分别实现营业收入 22.22 亿元、32.36 亿元、45.43 亿元，实现归母净利润 14.38 亿元、20.73 亿元、29.01 亿元，EPS 分别为 6.65\9.58\13.41 元，对应 6 月 6 日收盘价 530.56 元/股，PE 分别为 79.78\55.38\39.56 倍，上调给予“买入-B”评级。

表 14: 可比公司估值

证券代码	证券简称	收盘价	EPS (元)			PE			评级
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
688363.SH	华熙生物	143.11	2.32	3.02	4.29	61.68	47.38	33.35	增持
688366.SH	昊海生科*	92.50	3.01	3.66	4.37	30.73	25.27	21.16	-
平均						46.21	36.33	27.26	
300896.SZ	爱美客	530.56	6.65	9.58	13.41	79.78	55.38	39.56	买入

资料来源: wind, 山西证券研究所 (注: 股价为 2022 年 6 月 6 日收盘价, 标*为 wind 一致预期)

6. 风险提示

行业受政策监管影响风险；

医疗事故影响风险；

消费需求不及预期风险；

新品研发不及预期风险；

市场竞争加剧风险。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	4376	3803	4045	4926	6612
现金	3456	3264	3463	4247	5854
应收票据及应收账款	30	72	84	144	177
预付账款	6	15	17	29	36
存货	27	35	61	79	115
其他流动资产	857	418	418	427	430
非流动资产	257	1462	2663	3877	5111
长期投资	34	1001	1966	2931	3896
固定资产	143	143	361	606	870
无形资产	10	12	12	12	13
其他非流动资产	70	306	324	327	332
资产总计	4633	5265	6708	8803	11722
流动负债	90	179	183	206	226
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	5	9	12	18	23
其他流动负债	85	170	171	188	202
非流动负债	12	57	58	58	58
长期借款	0	0	1	1	1
其他非流动负债	12	57	57	57	57
负债合计	101	235	241	264	284
少数股东权益	-3	0	-1	-2	-3
股本	120	216	216	216	216
资本公积	3545	3411	3411	3411	3411
留存收益	869	1406	2844	4916	7815
归属母公司股东权益	4534	5029	6468	8541	11442
负债和股东权益	4633	5265	6708	8803	11722

现金流量表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	426	943	1257	1818	2608
净利润	433	957	1438	2072	2900
折旧摊销	11	12	12	23	35
财务费用	-14	-52	-145	-180	-242
投资损失	-15	-18	-10	-13	-14
营运资金变动	-4	2	-30	-75	-59
其他经营现金流	14	42	-7	-9	-11
投资活动现金流	-916	-648	-1197	-1215	-1244
筹资活动现金流	3441	-487	139	180	242
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.03	4.43	6.65	9.58	13.41
每股经营现金流(最新摊薄)	1.97	4.36	5.81	8.40	12.05
每股净资产(最新摊薄)	20.95	23.25	29.89	39.47	52.88

利润表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	709	1448	2222	3236	4543
营业成本	58	91	142	207	286
营业税金及附加	4	7	20	20	28
营业费用	71	156	196	285	400
管理费用	44	65	89	129	182
研发费用	62	102	156	227	318
财务费用	-14	-52	-145	-180	-242
资产减值损失	-0	-0	44	65	91
公允价值变动收益	2	27	7	9	11
投资净收益	15	18	10	13	14
营业利润	503	1127	1738	2505	3506
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	5	1	2	2
利润总额	503	1122	1737	2504	3504
所得税	69	165	300	432	604
税后利润	433	957	1438	2072	2900
少数股东损益	-6	-0	-1	-1	-1
归属母公司净利润	440	958	1438	2073	2901
EBITDA	410	1036	1649	2411	3388

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	27.2	104.1	53.4	45.7	40.4
营业利润(%)	43.6	124.1	54.3	44.1	39.9
归属于母公司净利润(%)	43.9	117.8	50.2	44.1	39.9
获利能力					
毛利率(%)	91.8	93.7	93.6	93.6	93.7
净利率(%)	62.0	66.2	64.7	64.1	63.9
ROE(%)	9.6	19.0	22.2	24.3	25.3
ROIC(%)	7.6	17.2	20.8	23.0	24.1
偿债能力					
资产负债率(%)	2.2	4.5	3.6	3.0	2.4
流动比率	48.8	21.3	22.1	23.9	29.3
速动比率	48.3	20.8	21.5	23.2	28.5
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	31.8	28.3	28.3	28.3	28.3
应付账款周转率	9.7	13.9	13.9	13.9	13.9
估值比率					
P/E	238.6	109.6	79.7	55.3	39.5
P/B	23.1	20.9	16.2	12.3	9.2
EV/EBITDA	245.4	97.9	61.4	41.6	29.1

数据来源：聚源数据、山西证券研究所

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一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,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴
世纪金融广场 3 号楼 802 室

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业
园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话: 010-83496336

