

爱美客 VS 华东医药：寻找下一个艾尔建

——优质龙头对比系列之一

2022年7月3日

分析师 马莉

联系人 汤秀洁

王长龙

周明蕊

证书编号 S1230520070002

邮箱 tangxiujie@stocke.com.cn

wangchanglong@stocke.com.cn

zhoumingrui@stocke.com.cn

□对标艾尔建，医美龙头构建核心壁垒：前期产品为王，以稀缺性突围；后期竞争加剧，产品端-从大单品走向明星矩阵，渠道端-深入绑定双向赋能。

- **前期壁垒高筑+稀缺性凸显，细分赛道格局佳，对渠道议价力强，大单品模式。**如艾尔建-保妥适-肉毒、爱美客-嗨体-颈纹、华东医药-少女针-再生。
- **后期竞品出现，新品抢占份额并易引发价格战，需从大单品走向明星产品矩阵，提升不可替代力。**艾尔建从保妥适走向保妥适+乔雅登+酷塑+丰胸。
- **后期竞品增多，对渠道议价力难免弱化，需提高对渠道和医生的服务力，深入绑定双向赋能。**艾尔建-艾尔建学院-赋能医生培训，即通过医生资质认证打造品牌影响力，又培训技术保障注射效果；同时通过对核心机构的直营服务，增强医生互动，利于精准定位产品功能和判断未来产品研发方向。

□华东医药产品依靠收购和代理，覆盖玻尿酸+再生+减肥+光电；爱美客自研孵化为主，聚焦面部/颈部精细化注射市场

- **布局途径：起步不同，但预计未来均会通过收并购补充管线。**爱美客前期聚焦自研孵化，仅肉毒素采用代理+参股模式。华东医药以收并购+参股+战略合作布局多项轻医美，其中王牌产品少女针、冷冻溶脂等均通过收购相关公司100%股权实现。此前市场认为自研应较收购给予更高估值，我们认为应合理看待收购，如满足以下条件，则应给予估值溢价：1) 控股收购且该收购标的后续具备持续研发创新能力，或虽未控股但通过参股等方式保障代理权稳定性；2) 与现有业务形成协同（协同并不意味着渠道一致，而更应该关注内在营销理念等协同性），或虽协同性不强，但已经为切入该领域做好渠道建设、组织架构、人员招募的充足准备。
- **产品矩阵：短期来看，爱美客当前已上市产品数量占优，华东医药布局更广且侧重高端线。**如华东在开拓再生产品少女针基础上，率先切入光电仪器，且明年有望获批利拉鲁肽-减肥适应症；爱美客目前还未入局光电仪器类，但其在医美注射类产品已率先实现“5款注射用透明质酸钠系列+1款面部埋植线+1款童颜针”的布局。**长期来看，二者均有望实现大单品→丰富完整的产品矩阵的转化。**1) 华东医药将受益于外延并购策略的丰富经验，快速实现全领域产品布局，Sinclair海外成熟的BD团队将持续赋能华东通过收购扩大医美版图。2) 爱美客预计H股上市后，资本扩充+海外渠道打开，扩充部分空白的产品管线。
- **渠道建设：直营和经销各有所长。**爱美客产品梯队丰富，通常以直营树立口碑、再借助经销放量，目前直销占比6成+经销4成，销售团队、机构覆盖度领先；华东医药侧重高端产品线，适合直营布局强化渠道服务能力，因此组建直营医美团队，同时与医药业务实现营销经验的内在协同。

1、市场竞争加剧的风险。报告所提及公司均为国内医美领域的创新型领先企业，在国内市场具有一定的先发优势。近年来医疗美容市场的需求快速增长，主导产品行业平均毛利率水平较高，吸引多家企业通过自主研发或者兼并收购的方式进入国内市场，行业竞争将逐渐加剧，具体表现为研发注册、工艺技术、产品质量、产品价格、市场营销和服务、优秀人才等多方面的竞争，公司将面临市场竞争加剧的风险。

2、业务资质和产品注册批件无法按时办理续期风险。业务开展需取得药监部门的批准，需取得医疗器械生产许可证、医疗器械经营许可证等业务资质，生产相关产品也需取得相关产品的注册批件。如出现因自身原因导致业务资质或产品注册批件无法按期办理续期或相关业务资质或产品注册批件过期仍违规开展业务或生产的情况，将对对公司的持续经营会造成不利影响。

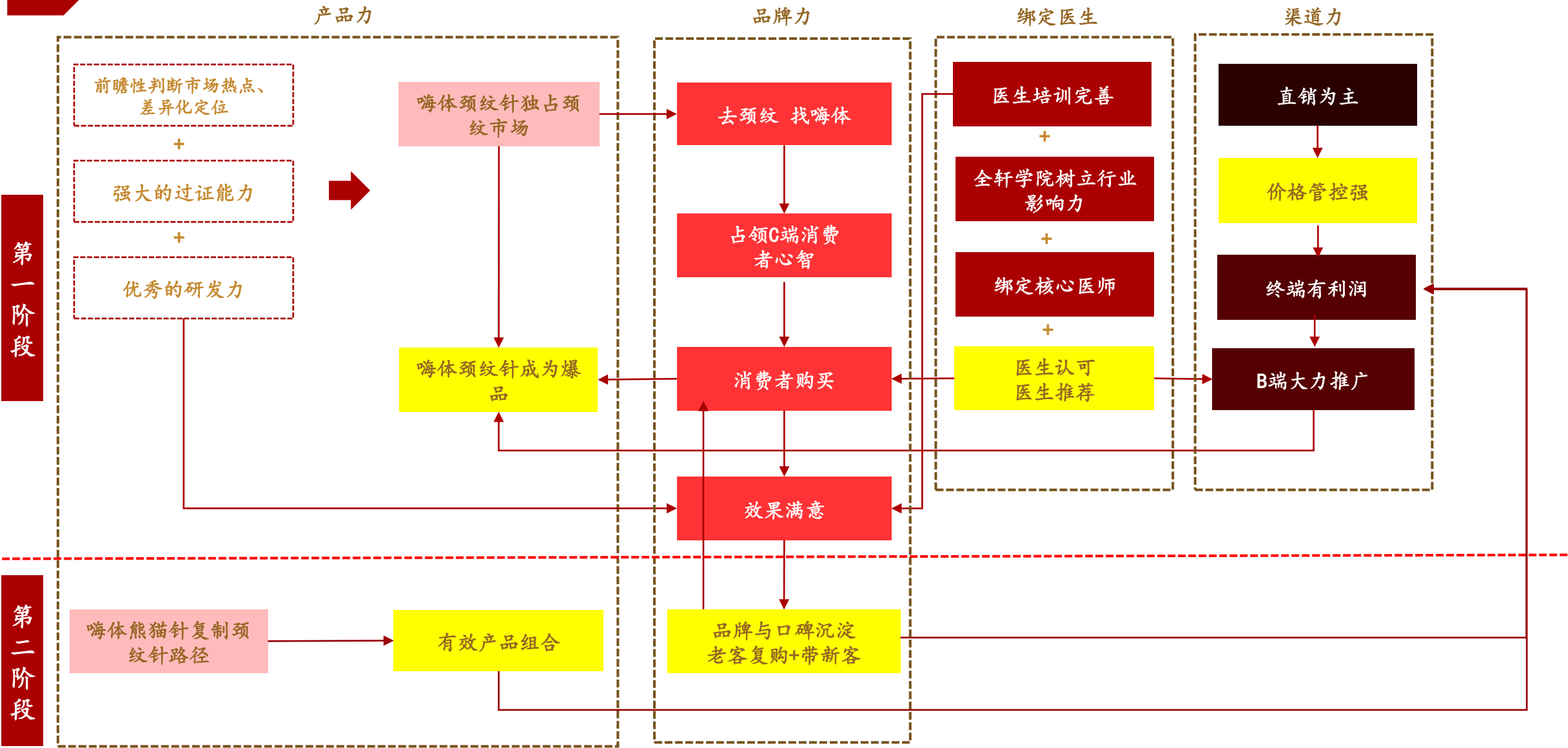
3、医药行业政策及市场风险。当前我国医药卫生领域改革不断深化，各项政策密集出台，国家集中采购政策、仿制药一致性评价、两票制、新药审批政策、控制医院药占比指标及医院二次议价、紧密型医联体等政策都将对药品的研发、生产和流通等环节产生重大影响。同时随着医保控费和支付方式改革的落实，以及仿制药集中采购政策的进一步推行，将促使部分药品面临价格进一步下调的风险。

4、公司综合毛利率下降的风险。随着下游行业发展前景向好，市场容量进一步扩大，将吸引更多企业进入，行业竞争也随之加剧，综合毛利率水平存在下降的风险。

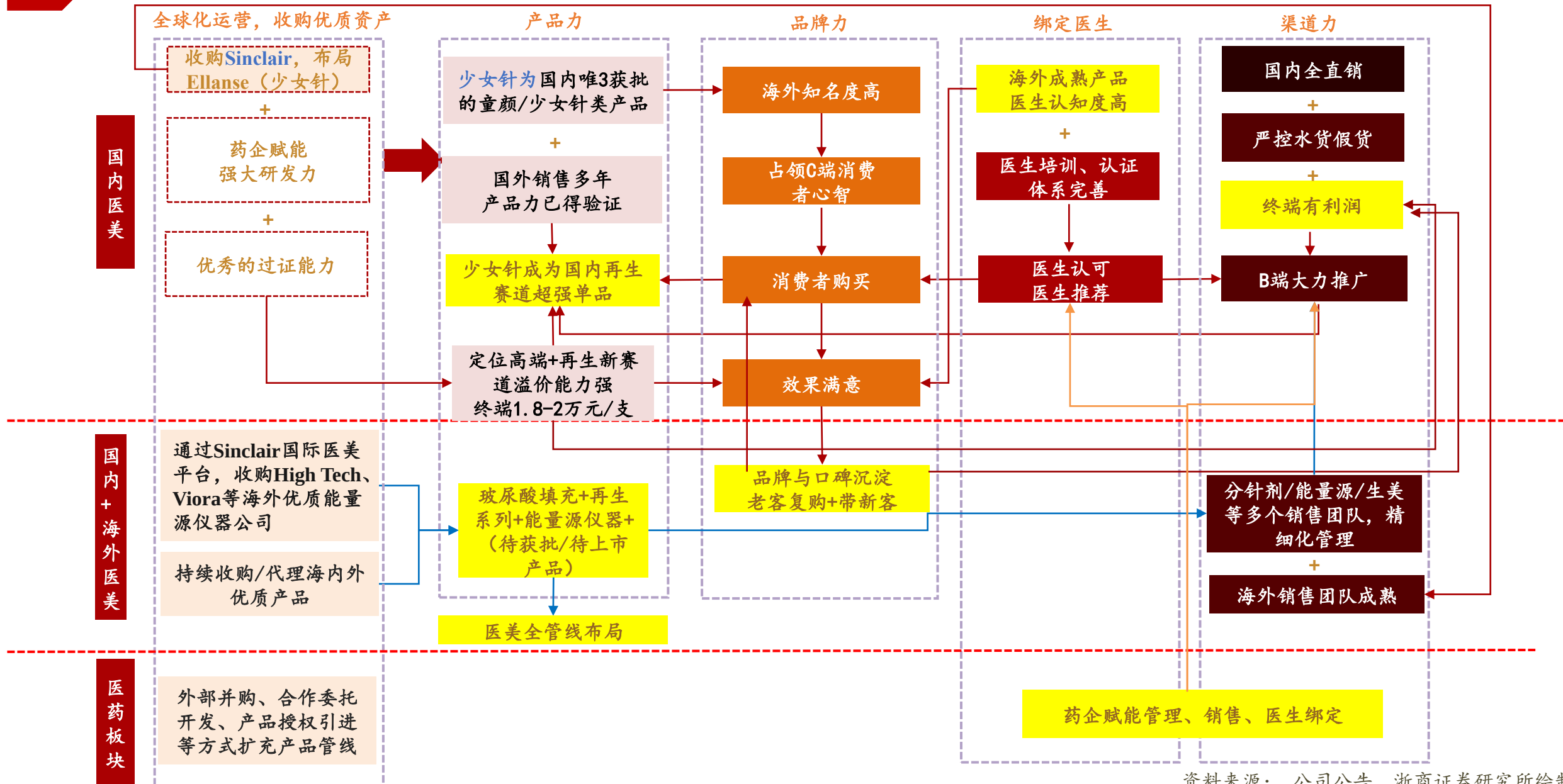
5、下游客户和行业风险。公司下游客户众多，不能完全排除部分经销商在销售、推广公司产品和部分医疗机构及其执业医师在使用公司产品过程中可能存在不符合公司合规经营管理体系或相关法律法规的行为，这可能会影响公司的品牌形象。此外，部分媒体会出现公司所在行业下游客户的负面报道，不论上述报道是否属实或者经过确证，均可能影响消费信心，包括公司在内的行业上游厂家会因此受到不利影响。

6、其他风险：例如产能扩张风险、产品结构相对单一风险、税收优惠变化风险等。

一张图看爱美客



一张图看华东医药



目录

1

行业：高成长+低渗透黄金赛道，天花板高+火爆度持续

2

历史复盘：自研孵化VS外延并购，差异点为持续性和熟悉度

3

产品对比：聚焦注射VS入局光电，短期差异未来均有望布局

4

渠道对比：结合经销VS专注直营，关注点为渠道赋能落脚点

5

对标艾尔建：医美龙头必需条件？如何构建长期核心壁垒？

6

估值：新兴复合赛道，估值体系要结合医药+消费双属性

1、收入驱动 = 收入增长带来规模效应 → 利润水平提升 (e. g. 爱美客)

- 收入 = 单品 A 收入 (销量A × 价格 A) + 单品 B 收入 (销量 B * 价格B) + (+待上市/在研管线预期)
- 收入的核心影响因素：所在细分赛道 + 公司研发力/过证力/渠道力
- 爱美客：17/21年收入2.2/14.5亿，毛利率86%/94%，净利率34%/65%。

2、核心跟踪指标——单品数据

- | | | |
|----------------------------|---|------------------------------|
| • 单品销量变化 | → | 月度跟踪，动态调整单品收入预期 |
| • 单品终端价/供货价变化 | → | 判断市场竞争格局是否有重大变化，判断产品竞争力 |
| • 新品获批、上市进展 | → | 最重要催化；对公司的研发力、过证能力提出综合要求 |
| • 各单品的渠道覆盖率/合作医生数量变化 | → | 判断单品渗透情况/发展阶段；对公司的渠道力、产品力要求高 |
| • 产品布局变动（自研/收购/股权投资/代理etc） | → | 判断产品组合未来发展空间 |

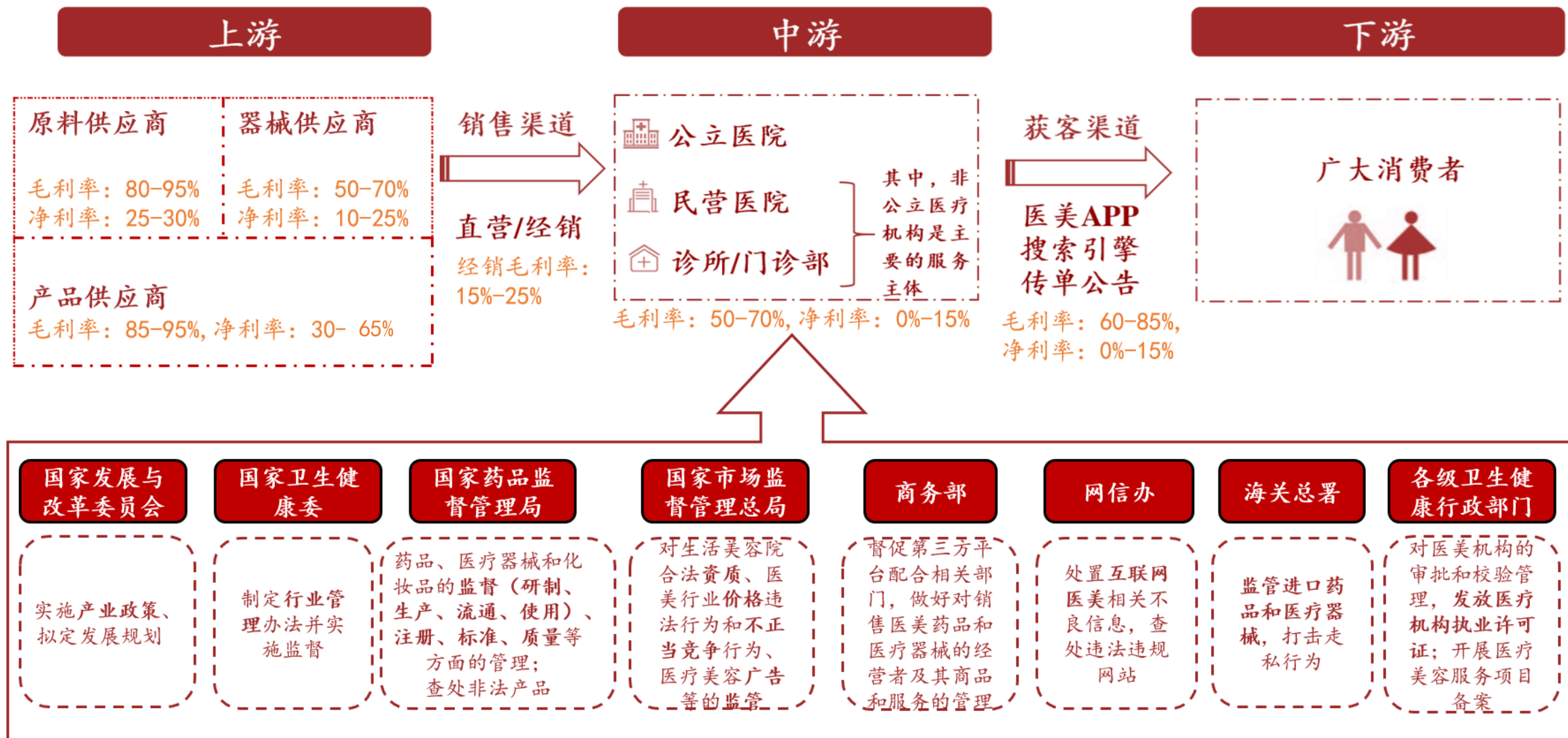
3、投资逻辑——短期看单品销售情况、中长期看稀缺性单品储备、产品矩阵市场空间&市占率

- 短期：具稀缺性单品+业绩兑现能力强的龙头
- 中长期：具优秀产品矩阵的公司（稀缺性单品 + 高天花板 + 高壁垒 + 多元化）。要求公司具有前瞻性定位高潜力细分赛道+强研发力+强过证力+强渠道力”的组合拳。

4、盈利预测及估值方法

- 预测：月度各单品销量/收入渠道数据草根调研、供货价变动入手跟踪业绩；
- 估值：行业仍处高速发展的黄金期，用PEG/PE

1.2 产业链：上游盈利能力突出，下游集中度提升



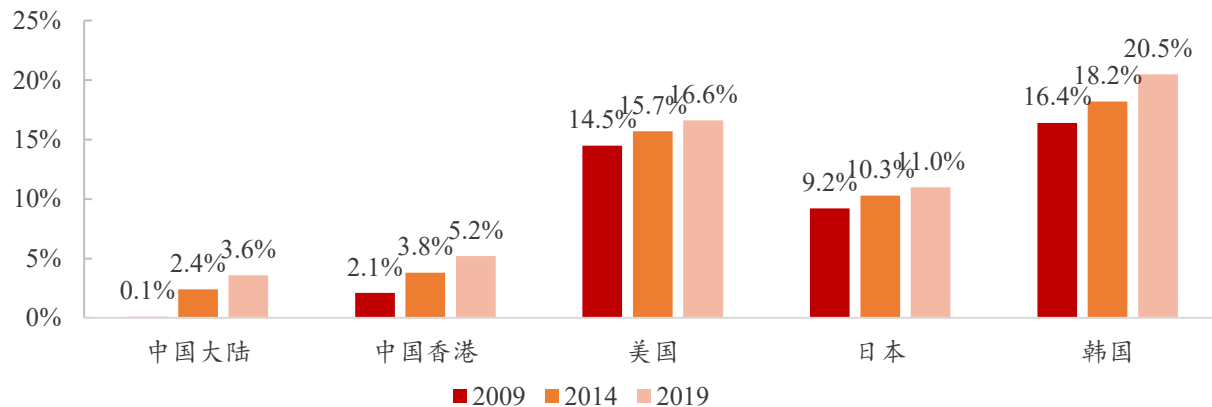
1.3 为什么选择医美行业？——高成长性+低渗透率，医美行业万亿想象空间

□ 医美行业：中国医美市场渗透率低+成长性强。

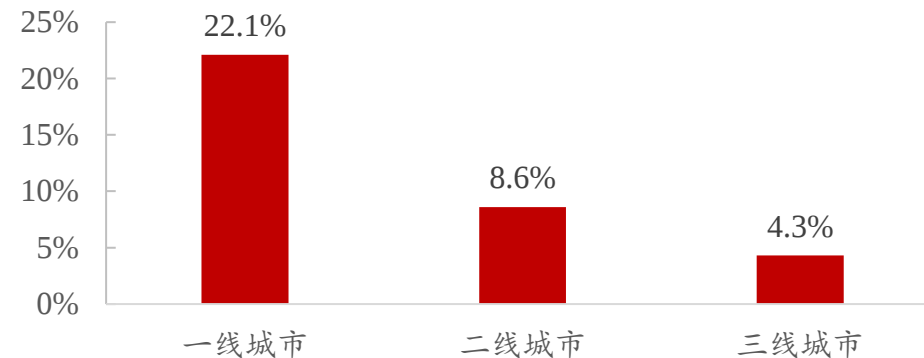
- ✓ 高成长性，复合增速20%：据Frost & Sullivan，15-20年行业CAGR 19%（2020年受疫情影响，增速放缓），未来5年将维持20%左右的复合增速。新氧大数据预计22年医美客户将超2000万人（19年仅1120万人）。
- ✓ 渗透率个位数，对标国外市场存翻倍空间：19年中国医美项目渗透率仅3.6%，不足日本的1/3，美国的1/4，韩国的1/5。二三线城市渗透空间极大。
- ✓ 20年合规医美市场规模超1500亿，预计24年超3000亿，实际医美市场远超预测值：Frost & Sullivan预测2020年中国正规医美市场规模约为1549亿，预计整体规模于2024年破3000亿大关；对市场规模的预测是基于正规医美机构，实际的医美市场规模将远超预测值（据艾瑞咨询，合法医美机构数量占比14%）。

□ 医美项目：高复购高粘性+可挖掘细分赛道广泛+生命周期长。较口腔、眼科赛道，医美需求可覆盖“从头到脚”+“从小到大”。

图：中国医美渗透率多倍提升空间



图：20年中国按城市等级划分的医疗美容渗透率



1.3 行业β是否可持续？——消费升级+轻医美驱动+年轻化，火爆度持续

趋势：1) 客单价高、低频的整形手术→门槛低，风险小的微创、无创医美项目；2) 日常高频护肤→日常高频护肤+中频医美。

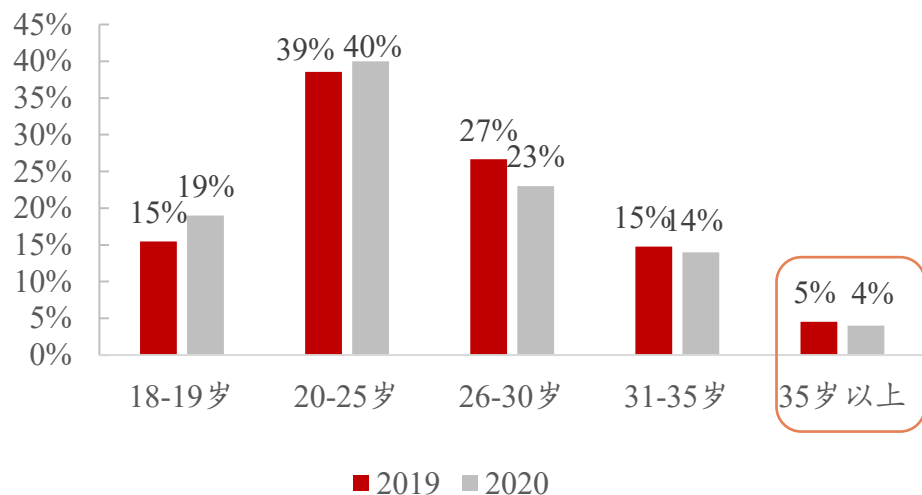
驱动因素：消费升级+年轻化+轻医美产品技术迭代。

1) 中高消费群体为主：消费升级赛道，面向中高消费群体，消费力相对有保障。

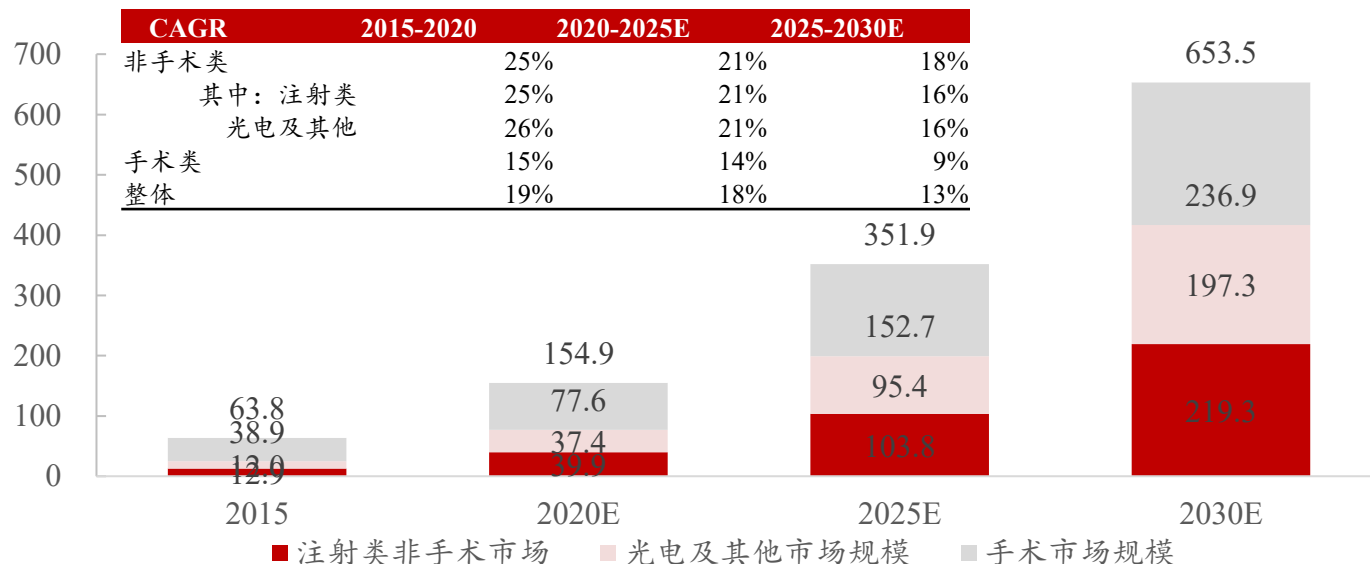
2) 35岁以下消费者为主：新氧显示其35岁及以下医美消费者占比高达96%，年轻人消费习惯已初步养成，需求具可持续性。

3) 轻医美火爆：以玻尿酸、肉毒素等注射产品，以及热玛吉、光子嫩肤等仪器为代表。轻医美效果明显+价格门槛低+风险小，消费者由“功能性护肤品→医美”的心理与财务过渡顺利。根据Frost & Sullivan，轻医美市场规模过去5年复合增速达25%（手术类为15%），占比由39%提升至50%，预计2030年规模占比将提升至64%。

图：新氧2019-2020年医美消费者年龄分布



图：中国医美终端市场规模（亿元）



资料来源：Frost&Sullivan、新氧、浙商证券研究所

1.4

掘金细分赛道——玻尿酸、肉毒素、再生系列、胶原蛋白、仪器

		上游				
		玻尿酸注射	肉毒素注射	再生注射	胶原蛋白注射	光电仪器
市场规模 (亿元， 入院价)	2015	24	15	-		1.6亿美元（2016）
	2020	49	49	1.7（2021E）		3.3亿美元（2021E）
	2025E	157	138	16		-
	15-20 cagr	20%	34%	-		15.5%（16-21E）
	20-25 cagr	26%	24%	76%		-
竞争格局	中国市场竞争格局	红海 约50款产品，十余家公司	蓝海 4款产品，4家公司	蓝海 3款产品，3个公司	蓝海 4款产品，4个公司	细分赛道分散竞争 百余款产品 十余个公司
	核心玩家市占率 (中国)	国际龙头艾尔建20.5%； 国内龙头爱美客14.3%	国际龙头艾尔建+国内龙头衡 力占据8-9成（艾尔建>衡力）	当前华东医药少女针> 爱美客濡白天使>长春 圣博玛艾维岚	台湾双美占据主要市场 份额	无最新准确数据 各赛道分散竞争
	上市公司布局	爱美客、华东医药、华熙 生物、昊海生科、（四环 医药）	四环医药、（爱美客）、 （复锐医疗科技*）	爱美客、华东医药、 （四环医药）	锦波生物	复锐医疗科技、昊海生 科、新氧、华东医药*、 四环医药*
	国际/本土	本土品牌占据中低端市场； 国际品牌占据高端市场	1款本土品牌；3个国际品牌	3款获批产品均为本土公 司自研/代理/收购	本土品牌为主	国际品牌主揽，国内品 牌占据较中低端市场
	未来新入场玩家	少	预计3-4个新玩家于23-24年入 场	较少	较少	少
技术壁垒		中	高	较高	较高	较高
行业痛点		产品同质化、竞争激烈	获证难	医生培训要求高	生物提取法产能受限； 重组法支撑性较弱	商业模式无“复购”逻 辑
发展趋势		定位差异化/高端化、品牌 国产化、竞争分散化	竞争加剧	发展初期高增速+高端 定位	生物提取法 → 重组法	在祛斑/嫩肤/紧致/塑形 等细分赛道竞争

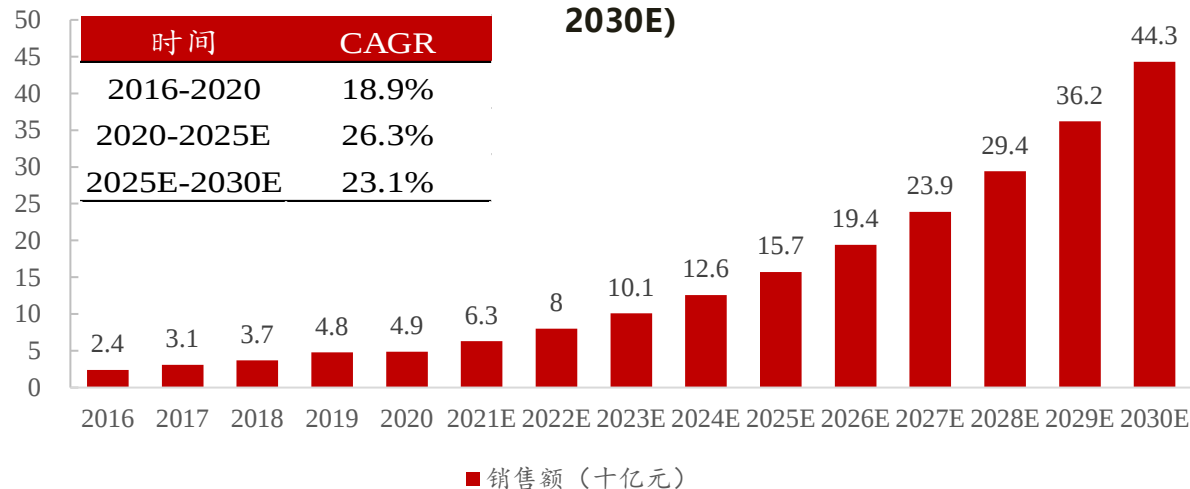
注：括号内为尚未贡献收入产品，*为代理产品；仅列示NMPA获批产品；再生注射市场规模仅统计聚左旋乳酸相关产品

资料来源：Frost&Sullivan、Medical Insight、浙商证券研究所

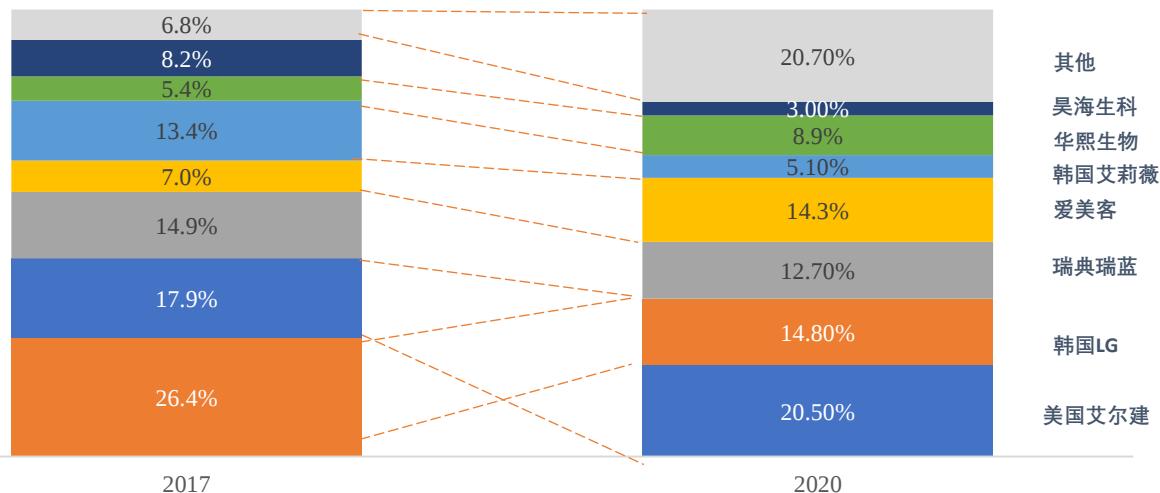
1.5.1 玻尿酸注射：红海市场，关注国货崛起+高端化趋势

中国基于透明质酸的皮肤填充剂市场规模（入院价，十亿元）（2016-

2030E)



透明质酸注射填充剂竞争格局变化：2017-2020年
(按入院价统计销售金额占比)

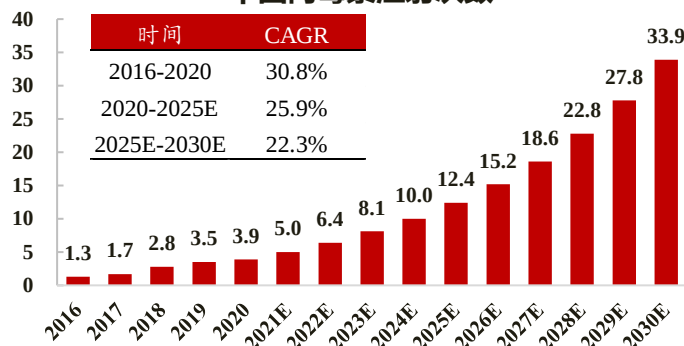


- **最成熟，竞争最激烈的红海市场。**据沙利文，20年中国合规医美玻尿酸注射入院价市场规模49亿元，15-20年CAGR达19%，预计未来5年保持26%+的高复合增速。
- **趋势1：国货崛起，销售额占比持续提升。**20年爱美客/华熙生物市占率14.3%/8.9%，较17年提升7.3pp/3.5pp，行业排名4/6。其中，爱美客按销量计已为龙一。其他品牌（以本土品牌为主）销售额占比提升13.9pp。
- **趋势2：高端化趋势显著。**1) 17-20年，玻尿酸注射龙头易主定位高端的艾尔建乔雅登。韩国LG旗下伊婉（1-2k元/支）→艾尔建乔雅登，（通常7k+/支）。2) 新产品中高端化。如爱美客嗨体熊猫针、冬活泡泡针；华熙生物御龄双子针、润致娃娃针等，均较基础玻尿酸终端价+1k-2k元。
- **趋势3：挖掘细分部位需求。**乔雅登新品质颜定位唇部注射、爱美客嗨体熊猫针定位框周注射。
- **趋势4：瞄准高潜力水光针赛道。**水光针定位皮肤补水“刚需”赛道，天花板高+合规产品少，器械III批文水光产品的公司有望加速跑出（e.g 爱美客嗨体系列、冬活泡泡针）

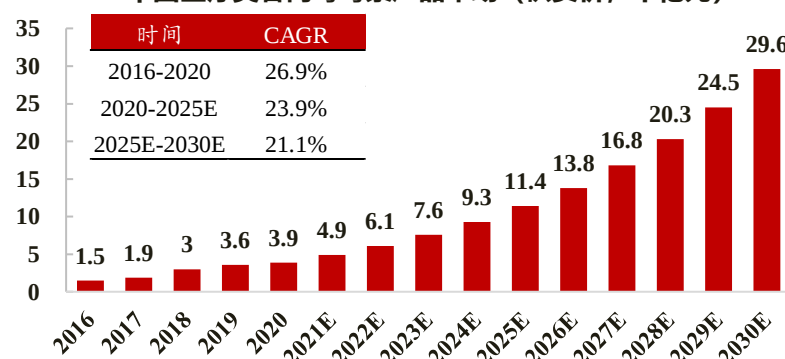
1.5.2 肉毒素注射：拿证壁垒最高+成长确定性强的蓝海市场，关注新入局者

- ❑ 机构引流工具，高成长确定性：单次注射价较低+易实现产品组合而升单+天然复购率高（4-6个月后复购），医美机构用肉毒素引流拓客趋势明显，成长逻辑明确。20年国内肉毒素市场规模为39亿元，16-20年CAGR高达27%，预计未来10年市场规模翻7.5x至296亿元。
- ❑ 拿证壁垒最高的细分赛道，蓝海市场仅4大玩家：肉毒素属毒麻类药品，获证壁垒极高，拿证周期通常在5年以上，19年及此前仅美国保妥适（艾尔建）+中国衡力（兰州生物）两大玩家。20年乐提葆（四环医药代理）和吉适（高德美）获批，打破双寡头竞争格局。
- ❑ 23年底开始预计将有3-4款新品获批上市，具差异化竞争优势的产品优势显著。

中国肉毒素注射次数

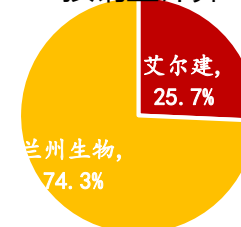


中国医疗美容肉毒素产品市场（供货价，十亿元）

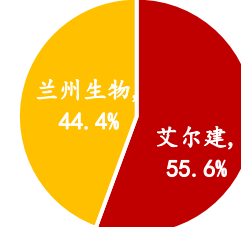


2019年中国医美肉毒素市场竞争格局

按销量计算



按金额计算



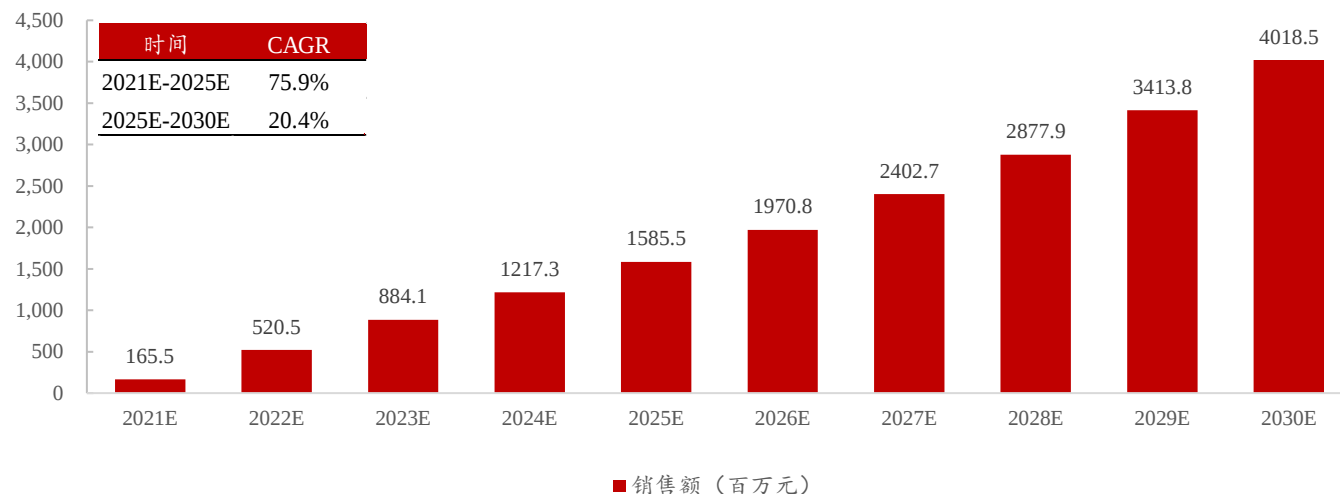
中国医美注射用肉毒素产品梳理							
国家	公司	公司中文名	品牌中文名	昵称	定位&特点	国内合作代理商	中国预计获批时间
中国	兰州生物	兰州生物	衡力	-	性价比高，弥散度大，适合大范围部位注射	-	2012年过批
美国	Allergan	艾尔建	保妥适	-	定位高端，弥散度最低，适合小范围精细化注射，产品、品牌成熟，医生熟悉度高	-	2009年过批
英国	Ipsen	益普生	吉适	-	定位高端，弥散度中等，见效快，价格仅次于保妥适	-	2020年6月过批
韩国	Hugel	-	乐提葆	白毒	定位轻奢、年轻群体，价格带位于吉适和衡力之间，弥散度较小	四环医药	2020年10月过批
韩国	Medytox	韩国太平洋制药	美得妥	粉毒		华熙生物	韩国撤证，项目暂缓
韩国	DaewoongPharma	大熊制药	-	绿毒	定位高性价比产品	-	已提交上市申请，预计23年左右上市
韩国	Huons	汇恩斯	-	橙毒		爱美客	三期临床进行中，24年有望上市
德国	Merz	德国莫氏制药	西马	-	定位高端	精鼎医药	三期临床试验已完成，23年左右上市
美国	Revance	RT002			定位长效肉毒素（维持6个月+），较高端	复锐医疗科技	预计23-24年获批上市

1.5.3 再生系列：新锐赛道定位抗衰，高壁垒+高成长性

□ 再生系列（胶原蛋白刺激类）：定位抗衰黄金赛道，有望成为继玻尿酸和肉毒素的注射轻医美第三巨头。

- ✓ 定位高端、可对标高端玻尿酸填充剂市场：定位高端抗衰赛道+新品上市溢价，当前国内3款产品终端销售价均在10-20k元/支，可对标高端玻尿酸品牌乔雅登（实际销售价格在6-15k/支）。较玻尿酸，再生类产品持续时间更长；可长期刺激胶原蛋白再生，且国内再生产品通常采用“玻尿酸+再生成分”的复合打法，具短期填充+中长期胶原蛋白再生的双重功效。
- ✓ 高壁垒的蓝海市场：拿证高壁垒，当前市场玩家爱美客濡白天使 + 华东医药少女针 + 长春圣博玛艾维岚，竞争格局良好。
- ✓ 市场空间大：再生系列最常见的成分为聚左旋乳酸。据沙利文预测，21-25年中国基于聚左旋乳酸的皮肤填充剂产品市场规模从1.7亿增至15.9亿，CAGR 76%。若对标高端玻尿酸市场，20年定位高端的乔雅登和瑞蓝20年入院价销售额市占率合计达33.2%，则粗略预计再生系列天花板达玻尿酸注射剂的1/3。

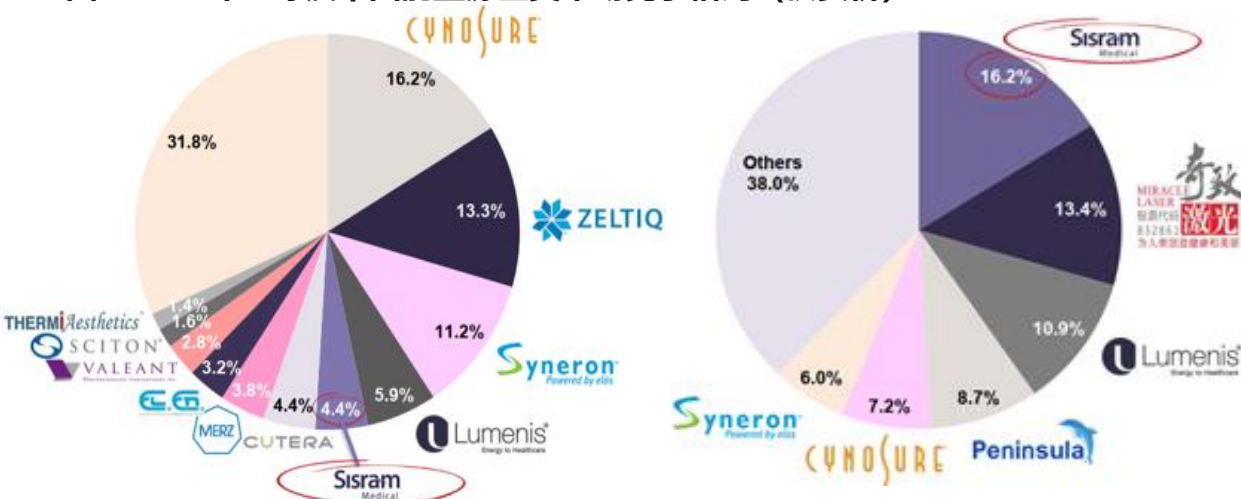
中国基于聚左旋乳酸的皮肤填充剂产品市场（按销售额计）（2021E-2030E）



1.5.4 仪器类：商业模式偏一次性交易，凭借老品迭代+推新品来创增量

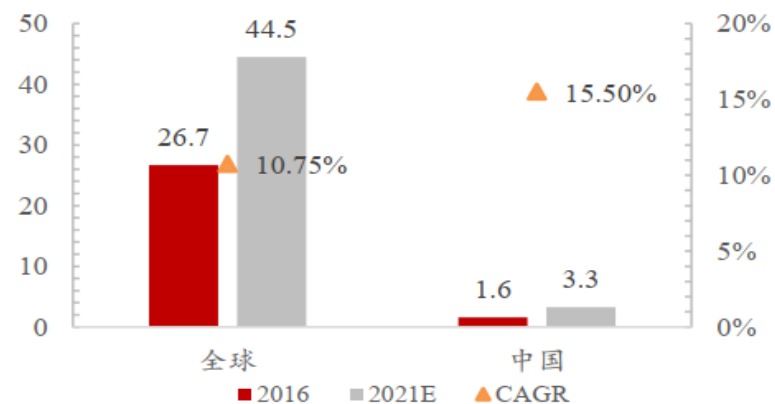
- ❑ **医美仪器终端需求旺盛。**覆盖美白、祛斑、抗衰/减脂塑形、脱毛、私密护理等，终端需求旺盛。据Frost & Sullivan，20年我国轻医美终端市场约773亿元，其中399亿为注射医美，推算光电类及其他项目规模约为374亿，未来5年CAGR达21%。
- ❑ **上游偏“一次性交易”，自然生命周期长，需通过产品迭代+新品推出创增量。**医美终端机构购买仪器后的自然使用周期可长达3-5年+，除增加渠道覆盖率外，对最重要的是不断创造新需求的能力（老品迭代+推出新品），因此对上游的研发、市场教育能力要求较高。
- ❑ **国际品牌深耕数十年+技术及产品口碑成熟，主导海内外市场。**市场主流仪器如热玛吉、M22 /DPL光子嫩肤、皮秒/超皮秒等均为国际品牌。据Medical Insight，16年全球及中国医美仪器市场CR5 51%/56%；其中港股复锐医疗科技旗下核心子公司ALMA为全球/中国光电仪器龙头之一。
- ❑ **趋势：抢占各细分赛道龙头地位+提升直营占比+加强C端市场教育。**

图：2016年全球及中国能量源医美市场竞争格局（供货价）



注：左图为全球市场、右图为中国市场

图：全球能量源医美器械市场规拆分（供货价，亿美元）



资料来源：Medical Insight、复锐医疗科技招股书、浙商证券研究所

目录

1

行业：高成长+低渗透黄金赛道，天花板高+火爆度持续

2

历史复盘：自研孵化VS外延并购，差异点为持续性和熟悉度

3

产品对比：聚焦注射VS入局光电，短期差异未来均有望布局

4

渠道对比：结合经销VS专注直营，关注点为渠道赋能落脚点

5

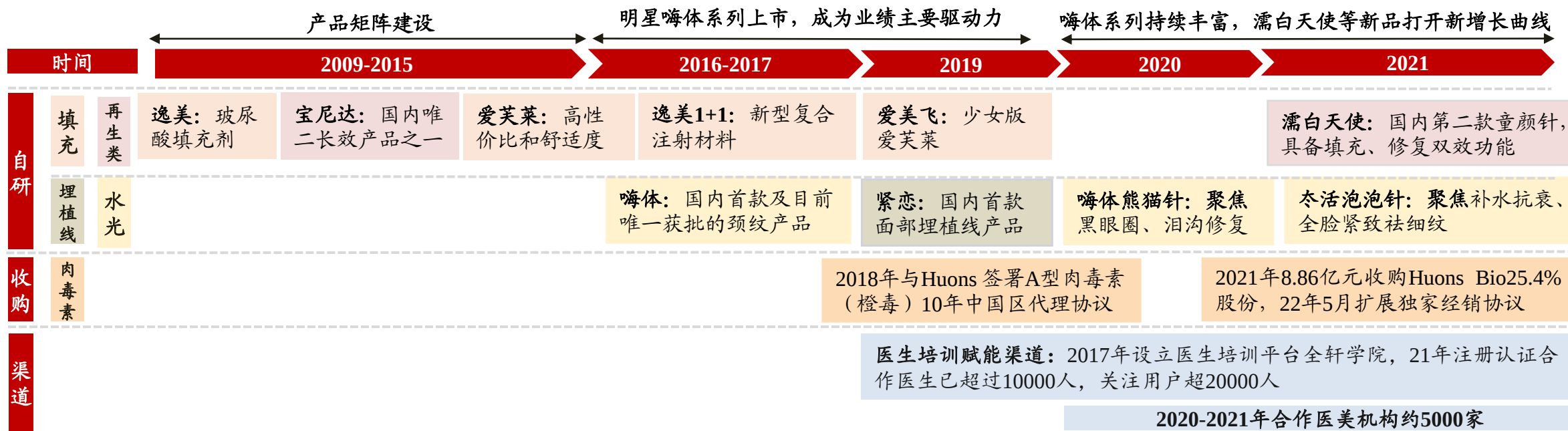
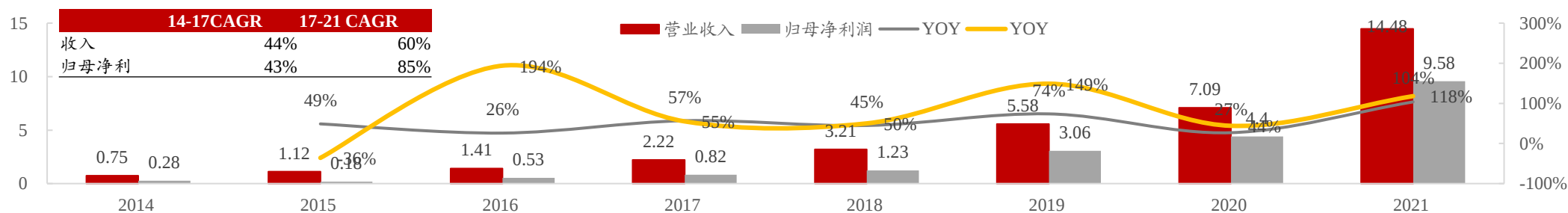
对标艾尔建：医美龙头必需条件？如何构建长期核心壁垒？

6

估值：新兴复合赛道，估值体系要结合医药+消费双属性

2.1 爱美客：2004年至今，自研起家的国内注射医美龙头

国内注射医美龙头，已拥有7款械III产品。04年前身北京英之煌生物科技成立，姚京（爱美客董事长简军之配偶）、程超各出资50%。04年推出逸美、05年推出宝尼达、15年推出爱芙莱、17年推出嗨体、19年推出紧恋、20年推出嗨体熊猫针。公司作为本土首家取得NMPA批准用于面部软组织修复的注射用透明质酸钠医疗器械产品注册证书的国内企业，在注射医美领域成果丰硕，目前已拥有7款获国家药监局批准的 III 类注射用透明质酸钠系列产品，数量为本土企业之首。21年爱美客收入/归母净利分别为14.5/9.6亿元，同增104%/118%，毛利率94%，净利率66%。

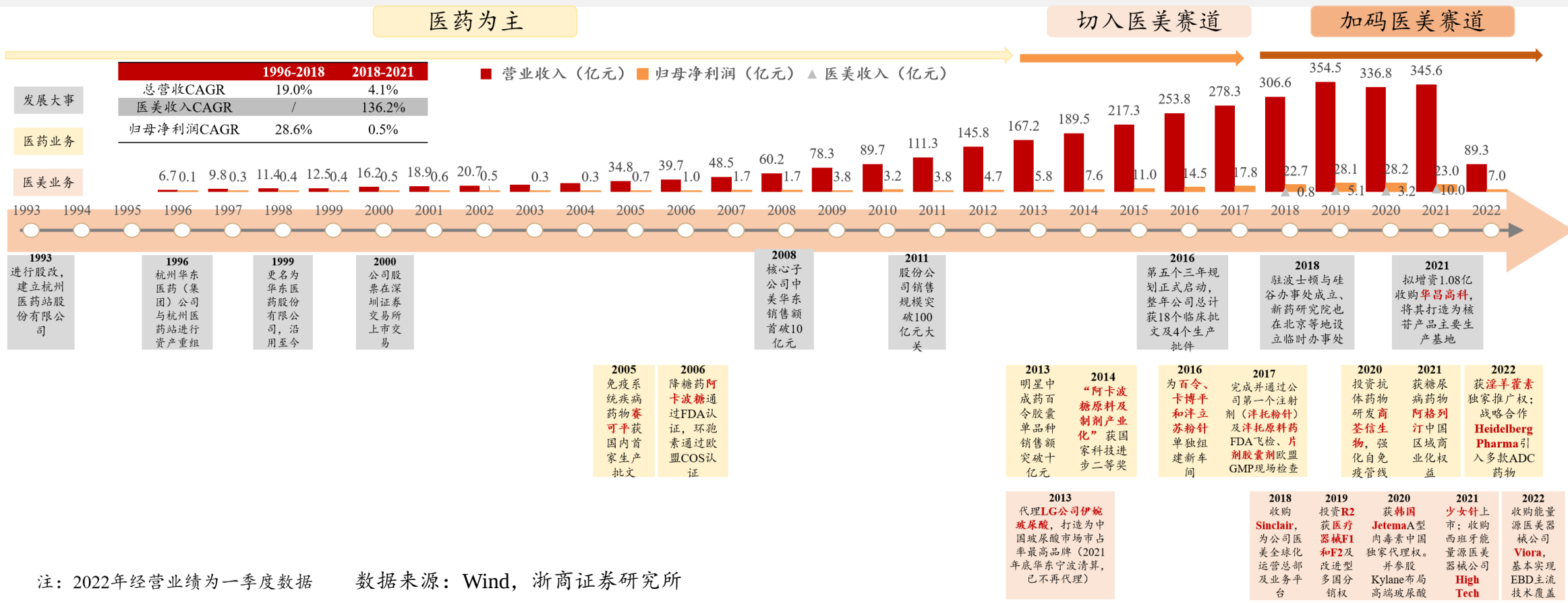


覆盖医药全产业链，以医药工业为主导，积极拓展医药商业和医美产业，已发展成为集医药研发、生产、经销为一体的大型综合性医药公司。

1) 医药工业：21年收入占比30%，毛利率78.8%，利润主要来源。核心子公司中美华东深耕慢性肾病、糖尿病、移植免疫、消化等四大产线，拥有阿波卡糖、百令胶囊等明星产品，21年中美华东收入101亿元，同比下降8.4%，百令胶囊等明星产品降价致短期波动，环比修复趋势。

2) 医药商业：21年收入占比70%（存在分部间抵消），毛利率7.2%，收入主要来源。浙江省龙头，拥有中西药、医疗器械、药材参茸、健康产业四大板块，涵盖医药批发、医药零售、以冷链为特色的第三方物流、医药电商、医院增值服务及特色大健康，产品结构调整和运营效率提升中。

3) 医疗美容：收并购+战略合作布局多项轻医美，积极抢滩高端医美蓝海。以18年收购的英国全资子公司Sinclair作为医美业务的国际化运营平台，21年营收6.7亿元，同增109%；22Q1营收约2.6亿元，同增163%。当前，海外市场防疫限制措施较为宽松，Sinclair全年销售有望持续新高。



注：2022年经营业绩为一季度数据

数据来源：Wind，浙商证券研究所

2.3 自研 VS 收购/参股 VS 代理:

医美布局的3大路径

1. 自研

优势

- 1) 产品熟悉度高
- 2) 利于精准定位
- 3) 易于把控产品生产

难点

- 1) 需提前预判风口，对产品精准定位要求高
- 2) 对研发/过证能力要求高

举例

爱美客-嗨体、濡白天使
华熙生物-润百颜、双子针
昊海生科-海薇、海魅

2. 收购/参股

- 1) 可高效布局
- 2) 若是成熟产品，则已有市场口碑及医生使用经验的积累，产品推广有望加速
- 3) 适合灵活应对日新月异的市场需求

- 1) 需考虑如何和已有产品实现协同
- 2) 需考虑如何在渠道端赋能

爱美客代理Hutox肉毒产品
并参股25.4%股权

华东医药-少女针、埋植线、
冷冻溶脂等医美产品

3. 代理

- 1) 可高效布局
- 2) 可布局肉毒素类产品（属毒麻类药品，管控严格，当前入局通常通过代理/参股）
- 3) 进入壁垒较自研/收购更低：
适合复合型公司新切入医美赛道；
或已布局医美公司新切入其他医美细分赛道

- 1) 通常盈利能力弱于自研/收购
- 2) 存在续约风险，对产品的生产、品质管控能力有限

四环医药代理韩国乐提葆肉毒素
华东医药此前代理韩国玻尿酸伊婉
复锐医疗科技代理瑞士透明质酸溶
液产品

2.4.1 自研 VS 收购：差异点之一在产品熟悉度+推陈出新能力→能否搭建产品矩阵

- 市场部分投资者认为：同类竞品，自研价值>收购价值。通常自研对产品更熟悉，利于精准定位，新品成功率高；此外，自研保障后续推陈出新。
- 我们认为，自研公司存在优势，但同时应从以下角度合理看待收购：
 - 1) 仅收购产品or控股收购相关公司：如控股收购相关公司，并保留原有团队，则产品熟悉度、后续推陈出新能力也较强。
 - 2) 与历史业务是否有协同，能否实现渠道赋能：渠道赋能并不意味着渠道一致，而更应该关注内在协同性。例如华东医药的医药板块主要布局公立医院+药店，覆盖全国2400余家三甲医院（约占全部三甲医院的92%）、覆盖二级及以下医院9000余家、基层医疗机构50000余家；而医美业务95%以上发生在民营医美机构，渠道重叠度不高。但我们认为，销售基因不仅在渠道布局，更在于管理机制、自上而下的执行力和内部文化。
 - 3) 如与历史业务协同性不高，是否对新业务有充足准备。例如华东医药新组建少女针营销团队，其成员很多来自高德美和艾尔建等一流医美公司，具备高端直营产品的丰富经验。

爱美客渠道协同



主要布局玻尿酸类医美注射产品，与约5000家医美机构建立合作关系，渠道体系较成熟



后续拟代理肉毒素，与现有渠道重合，且玻尿酸+肉毒素的组合，构建更完善的产品矩阵

渠道重叠度高，相辅相成

华东医药渠道协同

华东医药的医药业务重点布局公立医院和药店等



三甲医院：2400余家，占全部三甲医院92%



二级及以下医院：16000余家



基层医疗机构：52000余家



零售药店：约26万余家

8-9成医美服务发生在民营医美机构



公立医院



民营医院



诊所/门诊部

其中，非公立医疗机构是主要的服务主体

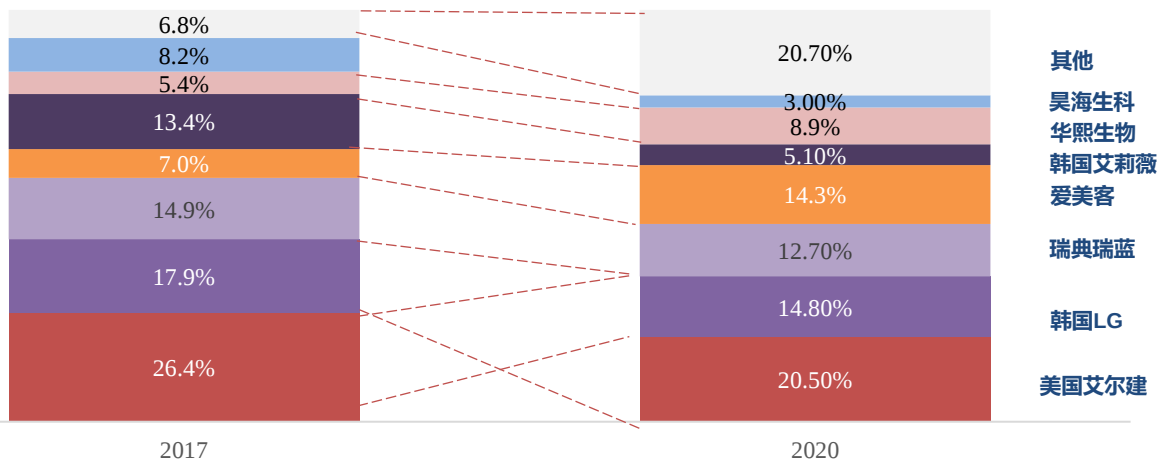
渠道重叠度不高，但在医药营销理念、管理机制、自上而下执行力等方面存在内部协同性

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

2.4.2 自研 VS 收购：差异点之二为产品是否在海外上市→前期是否存在认知基础

- **海外已上市产品前期具认知基础。**1) 医生端：对产品有一定认知度→接受度更高，对产品的用法、特点更为熟悉，医生培训效率更高。2) 消费者：对产品有一定认知度→TOC前期营销推广更为顺畅
- **新兴赛道来看，已在海外具备认知基础的产品优势更为明显。**1) 成熟赛道：TOB和TOC市场教育充分，且海内外大多数知名产品均已引入国内，新推出产品和海外已上市产品相比，差距不明显。如玻尿酸市场，10-15年市场教育尚不充分时，海外品牌乔雅登、瑞蓝、伊婉等占据绝对优势；而当前玻尿酸市场教育成熟，国内已有约40款相关医美注射产品获批，以爱美客为代表的国货自研产品崛起。20年爱美客/华熙生物市占率14.3%/8.9%，较17年提升7.3pp/3.5pp，行业排名4/6。其中，爱美客按销量计已为龙一。2) 新兴赛道：TOB和TOC市场认知度均有限，此时已在海外上市的产品优势较为明显。如再生赛道，21年以前国内无获批产品，21年华东医药旗下少女针（09年海外已上市）、爱美客旗下濡白天使（自研）、长春圣博玛旗下艾维岚（自研）上市。其中，少女针海外上市多年，市场认知度较高→推广销售进度领先。截至22Q1，少女针收入约3亿元，预计天使针收入约1亿元。

图：成熟赛道，国内透明质酸注射填充剂按入院价统计销售金额占比——国货自研vs海外产品差距减小



图：新兴赛道，再生系列新品推广进度——少女针作为海外已上市产品，前期推广优势明显

	少女针（Ellanse）	濡白天使
图例		
上市区域/时间	2009年欧洲上市 2021年8月中国上市	2021年获批 2021年8月中国上市
国内贡献收入	21年/22Q1 1.85/1.57亿	推测21年约6000W+
医生/机构覆盖	截至22Q1签约400家机构， 培训700个医生	截至22Q1 300+医生完成授权

2.4.3 自研 VS 收购：为追求产品时效性和梯队完整性，外延收购通常是必经之路

- ❑ **美国医美龙头艾尔建**：1) 91年900万美元收购Oculinum-明星产品Botox（保妥适）；2) 06年收购医诺美-布局美胸产品、真皮填充剂和肥胖干预产品；3) 07年收购法国Groupe Cornéal-明星产品玻尿酸乔雅登；4) 15年艾尔建被Actavis plc以705亿美元收购；5) 17年艾尔建以24亿美元收购Zeltiq Aesthetics-冷冻溶脂。6) 20年艾伯维以现金和股票交易方式收购艾尔建，股权价值约为630亿美元。
- ❑ **德国医美百年世家Merz 梅尔兹**：1) 10年以2.53亿美元收购BioForm，改名Merz Aesthetics-明星产品Radiesse（微晶瓷，祛皱）；2) 13年收购Anteis-旗下玻尿酸在93个国家地区上市；3) 14年以6亿美元收购Ulthera-明星产品超声刀，当时FDA唯一获批的超音波设备。
- ❑ **加拿大医美龙头Valeant 威朗制药**：1) 11年以4.25亿美元收购Sanofi Dermik皮肤医学部门（美国&加拿大）- 获Sculptra（塑然雅）的全球所有权（塑然雅在14年被雀巢收购北美独家经营权）。2) 12年以26亿美元收购Medicis-明星产品Dysport A型肉毒素。3) 14年以2.5亿美元收购Solta-明星产品热玛吉。
- ❑ **爱美客**：通过增资和收购,持有Huons Bio公司25.4%的股权，旗下肉毒毒素产品Hutox已于19年4月在韩国获批，品牌名为Liztox。目前在中国处于临床试验阶段，预计23年底或24年初有望获批上市，由爱美客负责中国独家经销。
- ❑ **华东医药**：1) 18年以1.69亿英镑（约合14.9亿元）收购英国医美公司Sinclair全部股权-明星产品少女针（Ellanse）、玻尿酸以及面部提拉埋线等；21年少女针国内获批上市。2) 19年入股美国R2，布美冷冻祛斑和美白相关医美器械；3) 20年参股瑞士Kylane（Sinclair公司出资600万欧元，持股Kylane 20%），21H1旗下高端玻尿酸Maili系列在欧洲上市；4) 22年收购Viora，进一步布局光电设备。

图：外延收购是医美布局必经之路

艾尔建		Merz		Valnet		华东医药		爱美客	华熙生物
Oculinum -1991	医诺美-2006	Bioform-2010	Neocutis-2013	Sculptra-2011	Medicis-2012	Sinclair-2018	R2-2019	Huons Bio-2021	Medytox-2015
 保妥适 (肉毒素)	美胸产品、真皮填充剂和肥胖干预产品	 瑞得喜 (微晶瓷)	 芯丝翠 (护肤)	 塑然雅 (童颜针)	 吉适 (肉毒素)	 伊研仕 (少女针)	 酷雪 (仪器)	 橙毒 (肉毒素)	 粉毒 (肉毒素)
Groupe Cornéal-2007	Zeltiq-2017	Anteis-2013	Ulthera-2014	Obagi-2013	Solta-2014	Kylane-2020	HighTech-2021	Revitacare-2017	
 乔雅登 (玻尿酸)	 酷塑 (冷冻溶脂)	 柏丽 (填充)	 超声刀 (仪器)	 Vc精华 (护肤)	 热玛吉 (仪器)	 MaiLi (玻尿酸)	 cooltech (冷冻溶脂)	 丝丽 (动能素)	

数据来源：各公司官网、公司公告、浙商证券研究所

2.5 爱美客 VS 华东医药：从收购团队和净利润视角，收购能力是否可持续？

- ❑ **爱美客：现金充裕，若港股上市，将进一步扩充资本+打开海外并购渠道。** 1) 现金：截至22Q1，账面现金32.9亿元，现金充裕。2) 海外收购：21年7月拟上市港股，若成功上市，有利于打开提升收并购资金实力。3) ROE：14-19年基本保持在30%+，20/21年为10%/19%。
- ❑ **华东医药：现金充裕，已有Sinclair作为海外优质资产并购平台。** 1) 现金：截至22Q1，账面现金32.8亿元，现金充裕。2) 海外收购：18年华东收购海外知名医美公司Sinclair，并通过Sinclair收购/投资多项海外优质医美资产（如西班牙High Tech、瑞士Kylane、美国Viora等）。3) ROE：14-19年基本保持在20%+，20/21年为19%/14%。

爱美客

单位（亿元）	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
营业收入	0.75	1.12	1.41	2.22	3.21	5.58	7.09	14.48
YOY		49%	26%	58%	44%	74%	27%	104%
净利润	0.28	0.18	0.53	0.77	1.16	2.98	4.33	9.57
净利率	37.8%	15.8%	37.7%	34.5%	36.2%	53.4%	61.1%	66.1%
归母净利润	0.28	0.18	0.53	0.82	1.23	3.06	4.4	9.58
YOY		-38%	202%	54%	49%	149%	44%	118%
ROE(%)	32	12	20	25	31	46	10	19

华东医药

单位（亿元）	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
营业收入	189.47	217.27	253.8	278.32	306.63	354.46	336.83	345.63
YOY	13%	15%	17%	10%	10%	16%	-5%	3%
净利润	9.43	11.52	15.35	18.88	23.95	29.25	29.1	23.39
净利率	5.0%	5.3%	6.0%	6.8%	7.8%	8.3%	8.6%	6.8%
归母净利润	7.57	10.97	14.47	17.8	22.67	28.13	28.2	23.02
YOY	32%	45%	32%	23%	27%	24%	0.2%	-18%
ROE(%)	33	37	20	21	23	23	19	14

目录

1

行业：高成长+低渗透黄金赛道，天花板高+火爆度持续

2

历史复盘：自研孵化VS外延并购，差异点为持续性和熟悉度

3

产品对比：聚焦注射VS入局光电，短期差异未来均有望布局

4

渠道对比：结合经销VS专注直营，关注点为渠道赋能落脚点

5

对标艾尔建：医美龙头必需条件？如何构建长期核心壁垒？

6

估值：新兴复合赛道，估值体系要结合医药+消费双属性

- ❑ **龙头公司发展方向为大单品稳定输出+创新新品放量+打造有效产品组合。**当大单品进入成熟期，维持高增速需靠产品迭代及丰富的新品储备。此外，面对愈加激烈的市场竞争，拥有全面医美解决方案的公司将更易抢占用户心智，并通过有效产品组合保持较高盈利水准。
- ❑ **短期来看，爱美客当前已上市产品数量占优，华东医药布局更广。**如华东在加速开拓再生产品少女针基础上，率先切入光电仪器，且明年有望获批利拉鲁肽-减肥适应症；爱美客目前还未入局光电仪器类，但其在医美注射类产品已率先实现“5款注射用透明质酸钠系列+1款面部埋植线+1款童颜针”的布局。
- ❑ **长期来看，二者均有望实现大单品→丰富完整的产品矩阵的转化。**1) 华东医药将受益于外延并购策略的丰富经验，快速实现全领域产品布局，Sinclair海外成熟的BD团队将持续赋能华东通过收购扩大医美版图。2) 爱美客预计H股上市后，资本扩充+海外渠道打开，扩充部分空白的产品管线。

		已有产品矩阵		在研/待上市产品	
		爱美客	华东医药	爱美客	华东医药
械III	玻尿酸/壳聚糖填充类	爱美飞/爱芙莱 (2015) 逸美 (2010) /逸美一加一 (2017)	—	—	Perfectha 系列(待上市) -Sinclair, 100% MaiLi (国外21, 国内24E) & 合作两款研发产品 (研发阶段) -Kylane, 20% 3款KiOmedine填充剂 (研发阶段) -全球美国以外的独家许可
	水光针/动能素	嗨体 (2016) 嗨体熊猫针 (2020) 泰活泡泡针 (2021)	—	—	皮肤动能素 (研发阶段) -全球美国以外的独家许可
	胶原蛋白刺激类/再生系列	濡白天使 (2021) 宝尼达 (2013)	少女针 (21) Sinclair,100%	医用含聚乙烯醇凝胶微球修饰透明质酸钠凝胶[治疗下巴后缩] (注册申报)	Lanluma (国外2021, 国内待定) -Sinclair, 100%
药品	肉毒素			Hutox (2024E) -Huons Co.授权专利	Toxin (24E) -Jetema签署协议获得在中国的独家代理权，但代理权终止
	肥胖症产品			利拉鲁肽注射液 (2025E)	利拉鲁肽注射液 (22E) -与杭州九源签技术转让合同
	溶脂针			去氧胆酸药物[下巴溶脂] (研发阶段)	
械III	埋线	紧恋小线 (2019)		第二代埋线产品 (2024E-2026E)	Silhouette (国内24E) -Sinclair, 100%
械III、械II	光电仪器 (医美)	—	—	—	F1[冷冻祛斑](国外21H2,国内24E) -R2, 27.49% F2[全身美白](国外24E, 国内待定) -R2, 27.49% 激光脱毛 (国外待定, 国内待定) -High Tech, 100% 冷冻溶脂 (部分国外上市, 国内待定) -High Tech, 100%
	光电仪器 (生美)	—	—	—	Préime DermaFacial[皮肤管理平台](国外2022H2E,国内2023E)-High Tech, 100% F0[冷冻祛斑](国外2018, 国内2022) -R2, 27.49%

注：标蓝为自研，标黑为代理/并购；橙色字体为收购/投资公司及持有股份。华东医药激光脱毛包括（Primelase、Primelase Pro、ElySION）冷冻溶脂包括（Cooltech、Crystile、Define2.0等6个系列）

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

□ 现有产品矩阵优势：稀缺性大单品强势 + 注射填充产品丰富 + 下游具备较大利润空间。

1) 稀缺性大单品强势：嗨体颈纹针（颈纹填充唯一产品，收入占比约45%）、嗨体熊猫针（眼周市场稀缺产品，收入占比约25%）、濡白天使针（童颜针/少女针赛道唯三产品，收入占比约10%-15%）。

2) 围绕注射填充类产品深度布局，获批产品多，协同性高。作为国内注射医美领域龙头，爱美客拥有7款NMPA批准的III类医疗器械医美产品——“5款注射用透明质酸钠系列+1款面部埋植线+1款童颜针”，成长与盈利逻辑清晰。继嗨体系列后，童颜针、肉毒素、纤体产品等均精准踩位市场热点。每款产品均有明确的市场定位，产品应用重复度低，部分产品独占市场。

□ 判断今年增速较快的产品：嗨体熊猫针、濡白天使、水活泡泡针、宝尼达。

产品	中国上市时间	入院价	终端价（元/针）	主要功效
		（单位为元/支）		
逸美	2009	700-900	2000~4000	国内首款制造并商业化的基于透明质酸的皮肤填充剂，额部皱纹和中重度鼻唇沟纹
宝尼达	2012	2400-3000	12800-16800	长效塑形（5-10年）+PVA微球刺激产生新胶原
爱芙莱	2015	300-310	1000~3000	国内首款含利多卡因（麻药）玻尿酸产品，注射痛感低
嗨体颈纹针1.5ml	2016	350-400	1500-2500	国内首款及目前唯一获批的颈纹改善产品
嗨体熊猫针1.0ml	2020	700-800	2500-4500	布局眼周市场蓝海，针对黑眼圈、泪沟填充效果良好，且较竞品双美更具性价比
逸美一加一	2017	1200-1300	4500~6000	适合面部填充塑性、中重度额纹、鼻唇沟纹
爱美飞	2019	250-300	400-1000	含利多卡因的玻尿酸产品，高性价比，定位初次尝试玻尿酸的人群
水活泡泡针	2021	400-600	1800-3000	水光针，抗糖抗氧促活
濡白天使	2021	3000-3200	12800	国内首款预灌装式童颜针，具“填充+修复”双重功效，鼻部/眉骨注射效果良好。

❑ 以英国全资子公司Sinclair作为公司医美业务的国际化运营平台，具备全球化、高质量BD能力，医美管线布局完善。1) 2013年成功取得韩国玻尿酸伊婉品牌独家代理权公司（代理权终止）；2) 2018年收购英国医美公司Sinclair100%股权，布局长效微球、玻尿酸以及面部提拉埋线等产品；3) 2019年入股美国R2且目前持有27.49%股权，布局医美领域冷冻祛斑和美白相关医疗器械；4) 2020年参股瑞士医美公司KylaneLaboratoires公司20%的股权，并获得其MaiLi系列新型含利多卡因透明质酸填充物(玻尿酸)产品的全球独家许可；5) 2021年收购西班牙能量源型医美器械公司HighTech，布局冻溶脂及激光脱毛等系列产品；6) 2022年收购Viora公司100%股权，进一步布局光电设备；7) 2022年子公司Sinclair获得能量源设备(EBD)Préime DermaFacial于除德国、英国外的全球分销权。

产品类型	玻尿酸	胶原蛋白刺激	面部埋置线	肥胖症产品	医疗器械				
产品名称	MaiLi	Ellanse	Silhouette	利拉鲁肽注射液	F1冷冻祛斑	F2全身美白	冷冻溶脂	激光脱毛	皮肤身材管理
入局方式	参股瑞士Kylane，获该产品全球独家许可	收购Sinclair100%股权，子公司	收购Sinclair100%股权，子公司	与杭州九源签技术转让合同	参股美国R2亚太独家分销权		收购西班牙HighTech 100%股权		Sinclair获EMA旗下能量源设备Préime DermaFacial除德、美以外地区分销权 Sinclair收购能量源型医美器械公司Viora 100%股权
产品特点	含利多卡因高端系列	“填充+修复”双重功效	3D椎体悬挂，PLLA线材	调节血糖，降低饥饿感	未上市，待定 研发中，待定		局部低温减脂	破坏毛囊脱毛效果佳	皮肤再生、皮肤光滑度和皮肤紧致的即时性治疗 聚焦于抗衰老、身体及面部塑形等领域
竞争格局	渐激烈	较好	较好	较好	较好		冷冻溶脂较好 激光脱毛较激烈		较激烈 较好
项目进展	临床阶段	已上市	临床阶段	完成III期临床	待定	研发阶段	国外已上市	国外已上市	国外22H2E 22E
国内上市时间	2024E	2021年8月	2023E	2022E	待定	待定	待定	待定	2023E 2022E

目录

1

行业：高成长+低渗透黄金赛道，天花板高+火爆度持续

2

历史复盘：自研孵化VS外延并购，差异点为持续性和熟悉度

3

产品对比：聚焦注射VS入局光电，短期差异未来均有望布局

4

渠道对比：结合经销VS专注直营，关注点为渠道赋能落脚点

5

对标艾尔建：医美龙头必需条件？如何构建长期核心壁垒？

6

估值：新兴复合赛道，估值体系要结合医药+消费双属性

4.1 渠道对比：结合经销VS专注直营，关注点为渠道赋能落脚点



持续关注建立渠道壁垒核心因素：医生绑定情况+渠道赋能能力

资料来源：公司公告、新氧APP、公司微信公众号、浙商证券研究所

□ **覆盖机构：**21年已覆盖全国31个省、市、自治区的超4400家医疗机构，其中约4000家通过直销渠道覆盖。

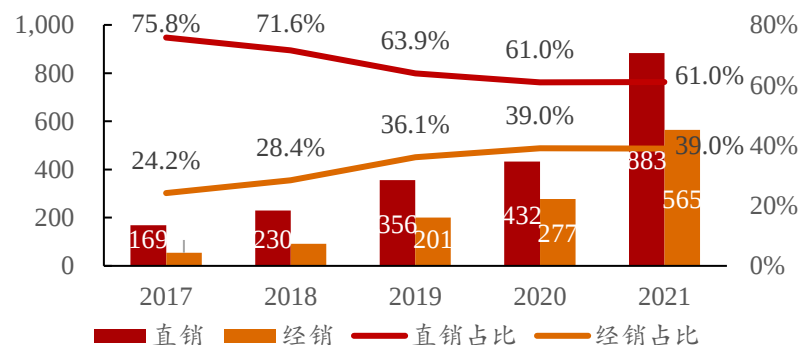
□ **渠道构成：**61%直销+39%经销，王牌产品先直销树口碑→再经销放量，随规模扩大+渠道覆盖率提升+产品矩阵丰富，经销占比有所提升。发展初期以直销为主，17-18年直销占比达70%+，截至21年直销渠道覆盖4000家医美机构，大部分核心机构基本覆盖。后经销占比逐年提升，截至21年部署185名经销商覆盖中国29个省、市、自治区，经销收入占比较17年提升15pcts。

□ **产品渠道情况：**1) 嗨体颈纹针：王牌产品，主流医美医院基本全覆盖；2) 濡白天使：处新品推广期，仅直销。

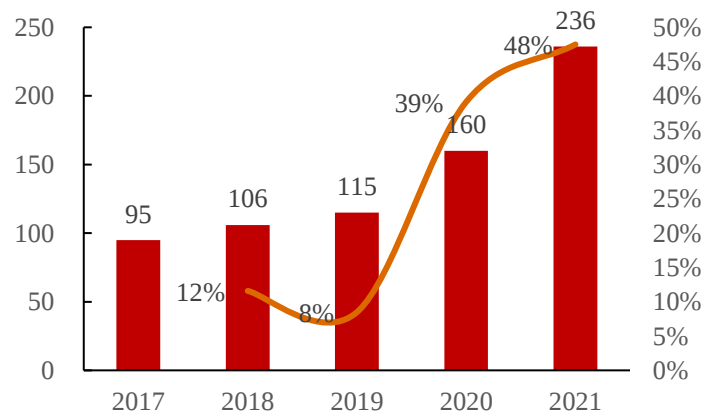
□ **销售团队：**21年公司销售团队236人，平均每位销售需负责15家以上医美机构；人均直销收入贡献347万元；预计22年销售团队将持续扩张。

□ **绑定医师：**合作医生均为明星医生或家资深医生，每家机构基本有1-2位医生能拿到授权。截至22Q1，公司已完成300人的医师培训。

图：2017-2021爱美客各渠道收入（单位：百万元）



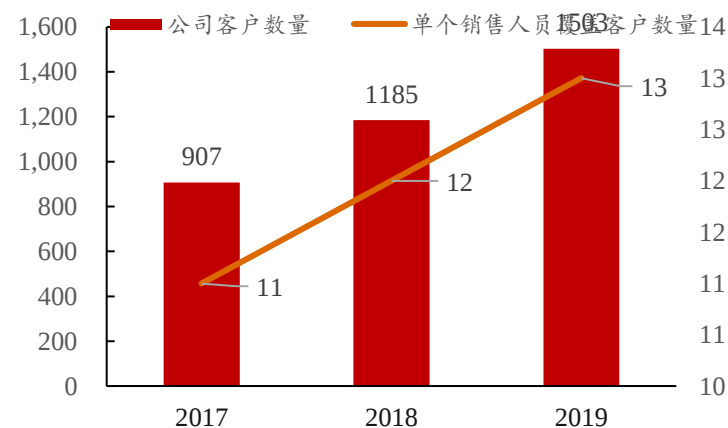
图：2017-2021年公司销售人员快速扩张



图：直销与经销在产品上进行区隔



图：公司客户数量及单个销售人员覆盖客户数量情况



□ 医药与医美业务渠道端有望实现内在协同。医美方面，公司在国内高效组建直营医美团队，按针剂/能量源分类。1) 国内医美团队：多来自艾尔建、高德美等海外医美公司，分为针剂类和能量源类。其中少女针（针剂方向）21年团队人数约100人，预计22年增至150-200人。能量源方向，22年团队人数约20-30人，目前主要负责酷雪；未来Reaction也将融入到自营销团队。2) 海外医美团队：Cocoon 首席执行官 Miguel Pardos负责EBD部门，并接任Sinclair首席执行官。公司收购High Tech和Viora能量源公司后，也对其销售人员及渠道进行整合；医药方面，公司院线销售基因强大，多渠道+专业化。营销模式结合综合性医院、基层医疗机构、零售及第三终端、互联网，团队人数达6000人。我们认为，华东医药的医药销售团队和医美销售团队具有一定的内在协同性，也有望赋能医美业务。

图：华东医药按业务板块搭建直营销团队

业务板块	团队方向	产品/子公司	销售团队人数
国内医美	针剂/医美	少女针-Sinclair	预计22年150-200人
	生美	酷雪F0 – R2	预计22年达20-30人
	能量源仪器	Reaction - Viora	
海外医美	能量源仪器	Cooltech等- High Tech	
		Reaction 等- Viora	
国内医药	药学服务 市场拓展	医药工业	21年达6000人

多来自艾尔建、高德美等海外医美公司

1) Cocoon 首席执行官 Miguel Pardos负责EBD部门，并接任Sinclair首席执行官 2) 收购前：欧洲、拉丁美洲、香港和美国拥有直接的商业运营，管理一个由 60 多家分销商组成的网络3) 整合后：在现有Sinclair直营地区法国、墨西哥也开设直营团队

Viora收购前：美国直营，全球分销网络覆盖60个国家地区

多渠道+专业化：营销模式结合综合性医院、基层医疗机构、零售及第三终端、互联网

目录

1

行业：高成长+低渗透黄金赛道，天花板高+火爆度持续

2

历史复盘：自研孵化VS外延并购，差异点为持续性和熟悉度

3

产品对比：聚焦注射VS入局光电，短期差异未来均有望布局

4

渠道对比：结合经销VS专注直营，关注点为渠道赋能落脚点

5

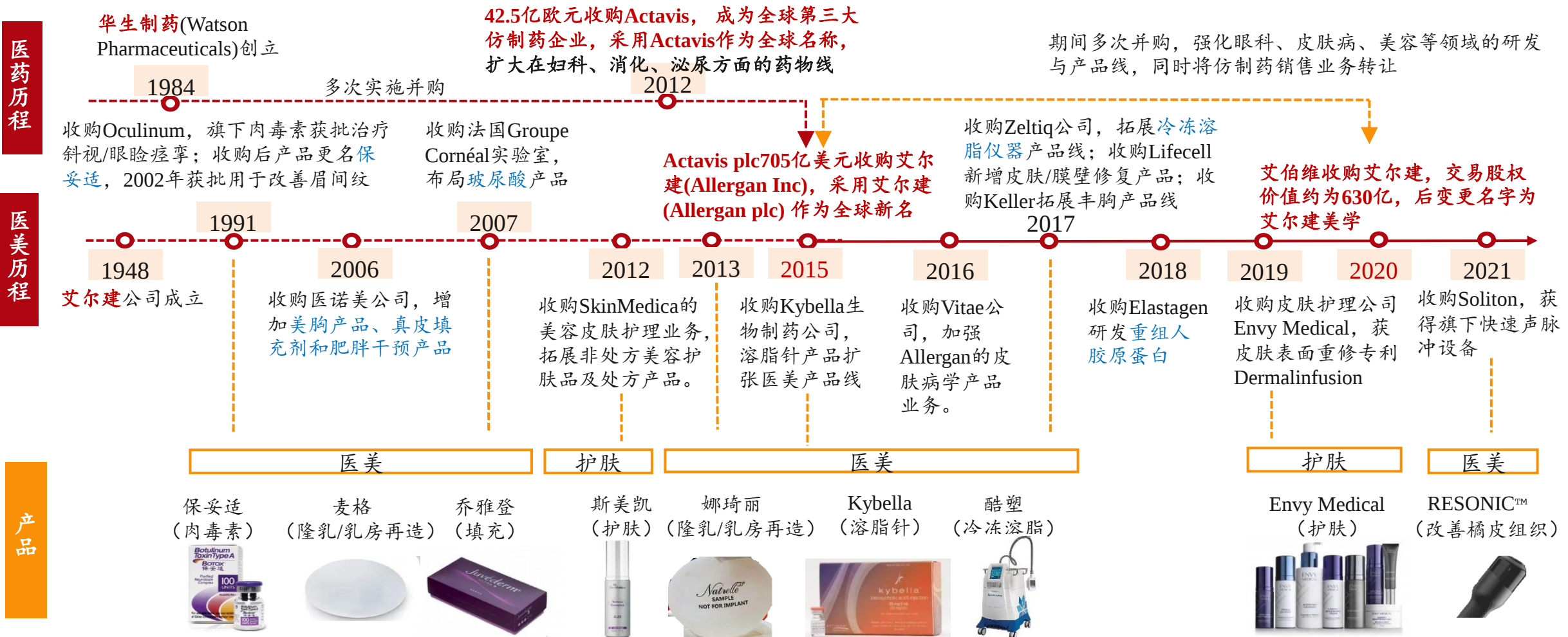
对标艾尔建：医美龙头必需条件？如何构建长期核心壁垒？

6

估值：新兴复合赛道，估值体系要结合医药+消费双属性

5.1 艾尔建历史复盘：药企出身，收购+自研成长为全球医美龙头

■ 艾尔建：药企背景，收购+自研并行的全球医美龙头。艾尔建为全球制药企业，产品涉及领域包括眼科护理、医疗美容、消化内科、中枢神经系统等方面，通过收购+自研双轮驱动，成长为全球医美龙头。旗下保妥适肉毒素&乔雅登玻尿酸市占率均为全球第一。19年艾尔建收入体量约160亿美元，其中医美收入43亿美元，占比26%。20年艾尔建被艾伯维收购，21年艾伯维披露其医美收入52.3亿美元（玻尿酸/肉毒素15/22亿美元）。



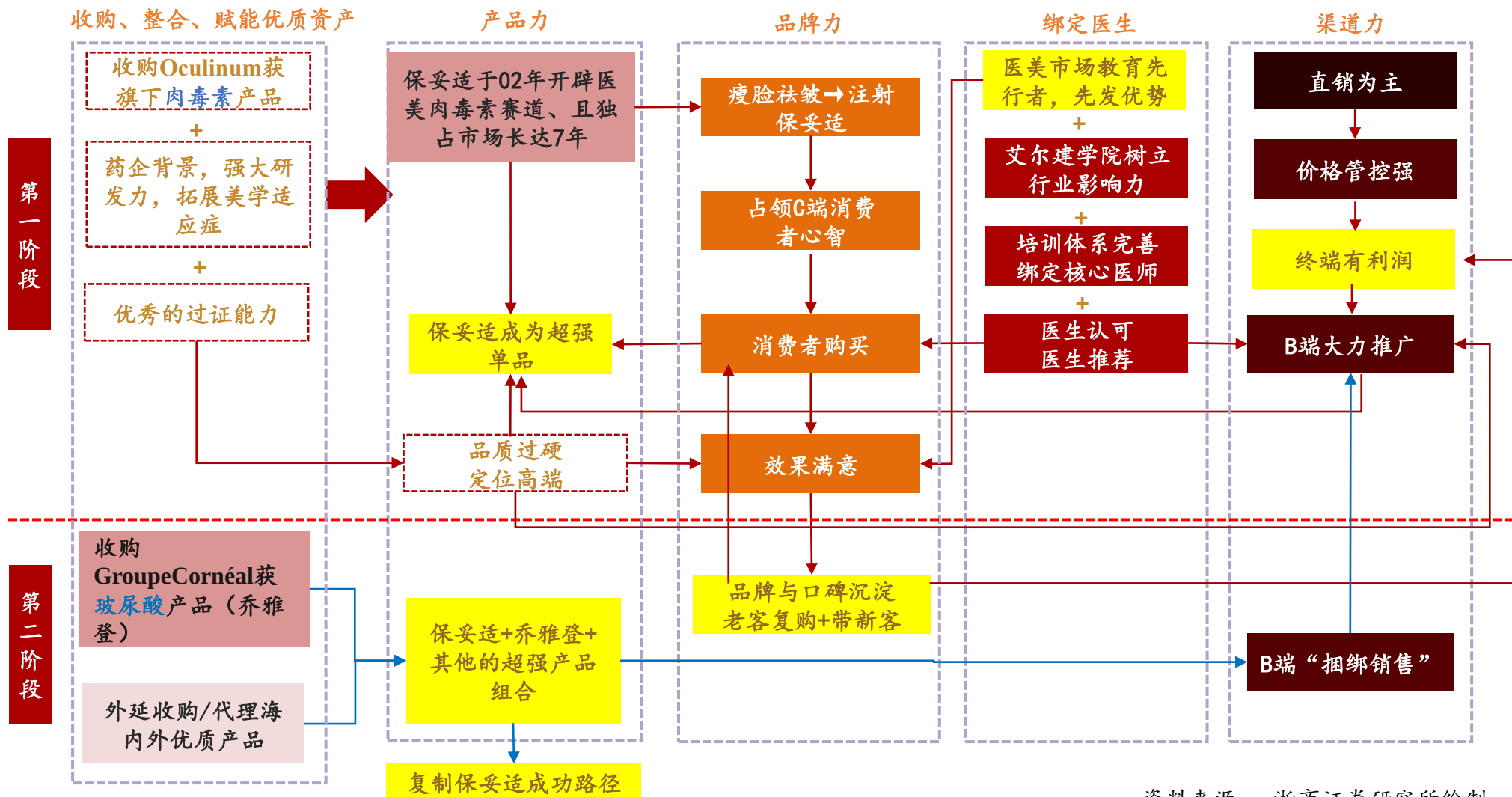
资料来源： 各公司官网、网络公开资料、浙商证券研究所

□ 艾尔建全球医美龙头成长之路：明星单品肉毒素→明星产品矩阵肉毒素+玻尿酸→先发优势树立行业地位，深度绑定渠道+医师培训领先+持续收购+自研赋能，完善产品矩阵。

1) 第一阶段：明星大单品保妥适开辟医美肉毒赛道，为公司成为全球龙头打下坚实基础。保妥适市占率常居全球TOP1，据《中国医疗美容》，其市占率曾高达86%。

2) 第二阶段：第二大明星系列乔雅登上市，形成肉毒素+玻尿酸的超强产品组合。乔雅登玻尿酸：1) 定位高端（上市初期均在1万元以上/支），机构利润丰厚；2) 采用独有HYLACROSS™技术，产品力强；3) 基于保妥适现有渠道，“捆绑销售”，迅速上量。4) 产品丰富，定位不同适应症。乔雅登玻尿酸市占率常居全球前3。

3) 第三阶段：全球医美龙头，持续收购优质资产。



表：艾尔建收入拆分（亿美元）

		2017	2018	2019	2021	19-21 CAGR	2022Q1
收入		159.4	157.9	160.9			
YOY			-1%	2%			
毛利率		86.4%	86.1%	84.5%			
其他收入（仿制药、创新药）		121	115	118			
医美收入	美国	24.5	27.7	27.7	33.5	10%	
	其他地区	13.7	15.3	14.8	18.8	13%	
	合计	38.2	43.1	42.5	52.3	11%	13.7
医美收入占比		24%	27%	26%	-		-
1) 保妥适（医美用）	美国	8.1	9.1	9.9	14.2	20%	
	其他地区	5.6	6.4	6.7	8.1	10%	
	合计	13.7	15.5	16.6	22.3	16%	6.4
	/医美收入	36%	36%	39%	43%		47%
2) 乔雅登	美国	5.0	5.5	5.9	6.6	6%	
	其他地区	5.4	6.1	6.6	8.8	16%	
	合计	10.4	11.6	12.4	15.4	11%	4.1
	/医美收入	27%	27%	29%	29%	10%	30%
3) 冷冻溶脂 （仪器平台+耗材）	美国	2.6	3.6	2.5			
	其他地区	0.7	1.1	1.2			
	合计	3.3	4.7	3.7			
	/医美收入	9%	11%	9%			
4) 溶脂针	美国	0.5	0.3	0.3			
	其他地区	0.1	0.1	0.0			
	合计	0.6	0.4	0.3			
5) 其他(胸部假体&人造 真皮等)	美国	8.3	9.3	9.2			
	其他地区	1.9	1.6	0.3			
	合计	10	11	9			

□ 19年艾尔建收入体量约160亿美元，其中医美收入43亿美元，占比26%。20年艾尔建被艾伯维收购，21年艾伯维披露其医美收入52.3亿美元，其中美国本土收入占比约65%、其他区域35%。

1) 保妥适：第一大单品，全球市占率超60%。19/21年收入16.6/22.3亿美元，2年复合增速16%。其中，美国/国际增速为20%/10%。21年国际收入占比36%。

2) 乔雅登玻尿酸：第二大单品，19/21年收入12.4/15.4亿美元，2年复合增速11%。其中，美国/国际增速为6%/16%。21年国际收入占比57%。

3) 酷塑冷冻溶脂：17年艾尔建收购ZELTIQ冷冻溶脂，定位身体塑形。19年收入3.7亿美元。

4) 溶脂针：去氧胆酸注射液，贝克脂Belkyra\Kybella针对双下巴溶脂，19年收入约3100万美元。

□ 医美具中高端消费属性+下游需求旺盛，疫后恢复情况良好，22Q1艾伯维医美收入同增21%。

艾伯维披露22Q1医美业务营收13.7亿美元（+21%），其中明星产品增速领先，保妥适与乔雅登可分别贡献收入6.4亿美元（+34%）/4.1亿美元（+28%）。

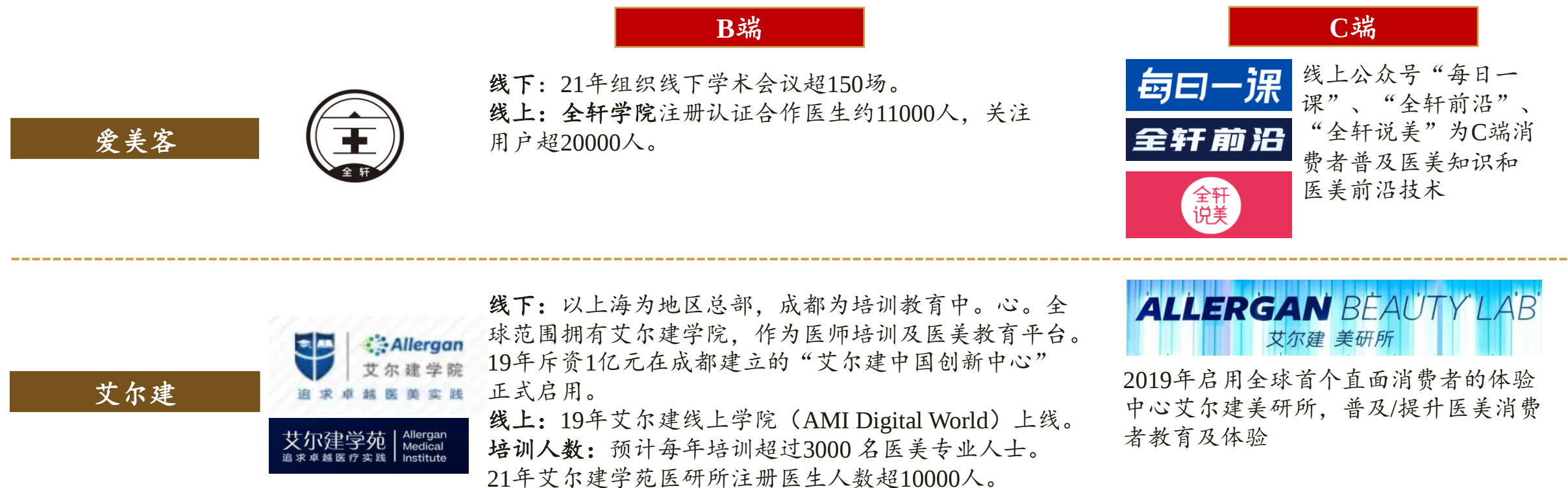
□ 艾尔建医美板块主要涵盖肉毒素、透明质酸填充剂、美胸产品、身体塑性和功能性护肤产品等领域。

类别	产品	示例	简介	国内（国外）上市时间	适应症	维持时长	终端定价
肉毒素	保妥适		全球第一款肉毒素产品，全球市占率第一	2009（1989）	改善65岁及65岁以下成人因皱眉肌和/或降眉间肌活动引起的中度至重度皱眉纹以及成人中度至重度的眼角侧皱纹（鱼尾纹）	6个月左右	4k-6k
	极致			2015(2010)	核心功能是“ <u>填充沟壑</u> ”，针对颞部、下颌等部位填充塑形	12个月左右	6k-1.2w/支
	雅致			2015(2010)	核心功能是“ <u>抚平皱纹</u> ”，针对法令纹、嘴角纹、鱼尾纹、鼻背纹等中重度皱纹	12个月左右	5k-8k/支
玻尿酸填充	丰颜(含麻)		高端玻尿酸系列，全球市占率第一	2019(2013)	核心功能是“ <u>骨性支撑</u> ”，针对苹果肌、面颊、颧骨、下巴等面部容积重塑及轮廓细节改善	24个月左右	1w-1.6w/支
	缇颜(含麻)			2020	核心功能是“ <u>动态填充</u> ”，针对鼻唇沟、口周等部位修饰	18个月左右	8k-1.4w/支
	质颜(含麻)			2021(2016)	核心功能是“ <u>唇部注射</u> ”，针对矫正唇部不对称、轮廓畸形和容积缺损等结构缺陷	12个月左右	1w-1.8w/支
耗材和设备	酷塑（无创冷冻减脂仪器）		冷冻溶脂	2020(2010)	适用于能够满足负压吸引且脂肪厚度大于1厘米的腹部和侧腰部脂肪层的减少，，FDA已获批9个部位	每个疗程间隔个月，一般1-3次治疗	4k-7k/4个点
	娜琦丽（硅凝胶填充乳房假体）		全球高端乳房假体品牌	2013(2006)	1.用于整形外科手术中隆胸和乳房再造2.适合瘦弱但有胸部基础的求美者	10年-20年以上	7w-10w/对
溶脂针	Belkyra/Kybella去氧胆酸注射液		世界唯一FDA获批溶脂针产品	2015年FDA获批，至今未获NMPA认证	针对双下巴溶脂	10年左右	4k-7k
日化产品	Skin Medica功效型护肤品牌		美系药妆三巨头	1999成立	以释放皮肤从内部愈合的潜力，减缓衰老过程为目标进行产品开发。	—	300-1000不等

5.4 艾尔建（中国）：医美的黄埔军校，打造医美正循环

- **艾尔建（中国）：中国轻医美市场教育领头人。**自09年进入中国市场，为中国医美市场教育的引领者。艾尔建学院是中国首个提供医美医生专业培训的教育基地，向咨询师、医师、运营者提供包括注射实操、圆桌会议、全国性论坛、网络直播、在线课程等多样化培训。预计每年为中国医美产业培训超过3000名医疗美容专业人士。21年艾尔建学苑医研所注册医生人数超10000人。
- **爱美客全轩学院注重医生培训，建立教学及学术影响力，巩固公司在医美领域的领先地位。**公司加码营销网络建设、学术推广与技术培训的深化协同，通过“全轩学院”为医生提供线上培训，深度参与机构运营。21年组织线下学术会议超150场，截至港股招股书最后实际可行日期，全轩学院注册认证合作医生约11000人，关注用户超20000人。

图：爱美客与艾尔建B端及C端培训情况对比



目录

1

行业：高成长+低渗透黄金赛道，天花板高+火爆度持续

2

历史复盘：自研孵化VS外延并购，差异点为持续性和熟悉度

3

产品对比：聚焦注射VS入局光电，短期差异未来均有望布局

4

渠道对比：结合经销VS专注直营，关注点为渠道赋能落脚点

5

对标艾尔建：医美龙头必需条件？如何构建长期核心壁垒？

6

估值：新兴复合赛道，估值体系要结合医药+消费双属性

5.1 估值：新兴赛道高速发展期，通常在PEG基础上叠加未来产品管线估值

□ 上游产品供应商估值体系：主要取决于确定性和成长性

1) 业绩增速：行业仍处于高速发展的黄金期，由于新兴赛道缺少“估值锚”，若对标其他医药及消费品行业，医药龙头、化妆品龙头及茅台22年平均PEG分别为1.5、1.6和2.1倍。

2) 综合指标：1.5-2.5X PEG，中枢取决于多项综合标准，包括：行业监管政策变动、细分赛道竞争壁垒及格局、公司组织架构高效性、盈利波动性等，越稳定高效的公司，PEG水平越高。例如赛道龙头爱美客，凭借大单品突围，不断完善、升级产品矩阵，渠道优势明显，存在估值溢价。

□ 终端医美医院估值体系：主要取决于成长性

1) 业绩增速：估值参考上游，由于下游盈利能力、行业格局、竞争壁垒较上游弱势，给予一定折价；区域龙头由于高速扩张，业绩存在一定拖累，相应可采取PS估值体系，扩张期收入体量及增速同样具有参考意义；同时，针对细分赛道，PEG同样适用，关注未来3年复合增速。

2) 综合指标：估值折价，取决于多项综合标准，包括：行业监管政策变动、公司精细化运营管理、单店模型可复制性、未来扩张计划等。

股票代码	上市公司	市值 (亿元)	归母净利（亿元）				归母净利YOY				PE				PEG
			2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	2022E
医美															
300896.SZ	爱美客	1266	9.6	15.3	22.2	30.2	118%	60%	45%	36%	121	83	57	42	1.4
000963.SZ	华东医药	757	23.0	28.4	37.3	45.4	-18%	24%	31%	21%	31	27	20	17	1.1
化妆品															
300957.SZ	贝泰妮	944	8.6	12.1	16.4	21.1	59%	40%	35%	29%	94	78	58	45	1.9
603605.SH	珀莱雅	450	5.8	7.5	9.7	12.1	21%	30%	29%	25%	73	60	46	37	2.0
688363.SH	华熙生物	678	7.8	11.1	15.4	19.8	21%	42%	39%	29%	95	61	44	34	1.5
600315.SH	上海家化	94	3.6	6.3	7.1	8.1	-43%	75%	12%	15%	37	15	13	12	0.2
	平均值	255	6.5	7.7	10.7	12.4	51%	19%	39%	15%	42	33	24	21	1.8
医药龙头															
603259.SH	药明康德	3017	51.0	83.1	99.9	127.5	72%	63%	20%	28%	69	36	30	24	0.6
300595.SZ	欧普康视	475	5.5	7.2	9.5	12.3	28%	31%	32%	29%	88	66	50	38	2.1
688050.SH	爱博医疗	226	1.7	2.5	3.5	4.8	77%	44%	41%	37%	129	92	65	47	2.1
	平均值										95	65	48	36	1.6
消费龙头															
600519.SH	贵州茅台	25256	524.6	624.0	729.8	847.7	12%	19%	17%	16%	49	40	35	30	2.1

估值数据对应2022年6月27日收盘价。

数据来源：Wind，浙商证券研究所

1、市场竞争加剧的风险。报告所提及公司均为国内医美领域的创新型领先企业，在国内市场具有一定的先发优势。近年来医疗美容市场的需求快速增长，主导产品行业平均毛利率水平较高，吸引多家企业通过自主研发或者兼并收购的方式进入国内市场，行业竞争将逐渐加剧，具体表现为研发注册、工艺技术、产品质量、产品价格、市场营销和服务、优秀人才等多方面的竞争，公司将面临市场竞争加剧的风险。

2、业务资质和产品注册批件无法按时办理续期风险。业务开展需取得药监部门的批准，需取得医疗器械生产许可证、医疗器械经营许可证等业务资质，生产相关产品也需取得相关产品的注册批件。如出现因自身原因导致业务资质或产品注册批件无法按期办理续期或相关业务资质或产品注册批件过期仍违规开展业务或生产的情况，将对对公司的持续经营会造成不利影响。

3、医药行业政策及市场风险。当前我国医药卫生领域改革不断深化，各项政策密集出台，国家集中采购政策、仿制药一致性评价、两票制、新药审批政策、控制医院药占比指标及医院二次议价、紧密型医联体等政策都将对药品的研发、生产和流通等环节产生重大影响。同时随着医保控费和支付方式改革的落实，以及仿制药集中采购政策的进一步推行，将促使部分药品面临价格进一步下调的风险。

4、公司综合毛利率下降的风险。随着下游行业发展前景向好，市场容量进一步扩大，将吸引更多企业进入，行业竞争也随之加剧，综合毛利率水平存在下降的风险。

5、下游客户和行业风险。公司下游客户众多，不能完全排除部分经销商在销售、推广公司产品和部分医疗机构及其执业医师在使用公司产品过程中可能存在不符合公司合规经营管理体系或相关法律法规的行为，这可能会影响公司的品牌形象。此外，部分媒体会出现公司所在行业下游客户的负面报道，不论上述报道是否属实或者经过确证，均可能影响消费信心，包括公司在内的行业上游厂家会因此受到不利影响。

6、其他风险：例如产能扩张风险、产品结构相对单一风险、税收优惠变化风险等。

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>