

公司深度

爱美客 (300896.SZ)

美容护理 | 医疗美容

前瞻性布局凸显，医美龙头未来可期

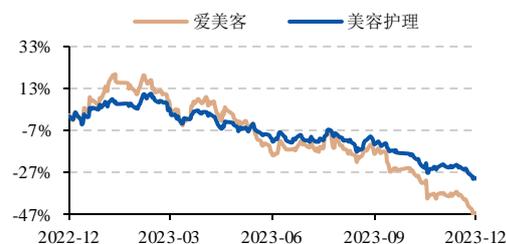
2023年12月11日

评级 **买入**
评级变动 维持

交易数据

当前价格(元)	280.15
52周价格区间(元)	277.68-631.00
总市值(百万)	60613.30
流通市值(百万)	41850.35
总股本(万股)	21636.00
流通股(万股)	14938.60

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
爱美客	-14.29	-34.63	-46.57
美容护理	-6.78	-17.96	-28.75

张曦月 分析师

执业证书编号:S0530522020001
zhangxiyue@hncasing.com

相关报告

1 爱美客 (300896.SZ) 2023 年半年报点评: 业绩持续增长, 新品放量未来可期 2023-09-04

预测指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入(百万元)	1,447.87	1,938.84	2,893.67	4,092.35	5,291.64
归母净利润(百万元)	957.80	1,263.56	1,837.28	2,623.90	3,403.78
每股收益(元)	4.43	5.84	8.49	12.13	15.73
每股净资产(元)	23.25	27.02	30.10	34.51	40.22
P/E	63.49	48.13	33.10	23.18	17.87
P/B	12.09	10.40	9.34	8.14	6.99

资料来源: iFinD, 财信证券

投资要点:

➤ **公司概况: 医美针剂龙头, 未来发展可期。**作为国内领先的医疗美容产品提供商, 爱美客在医疗美容行业中具有明显的先发优势和领先地位。公司目前已成功实现基于透明质酸钠的系列皮肤填充剂、基于聚乳酸的皮肤填充剂以及聚对二氧环己酮面部埋植线的产业化, 并持续发力重组胶原蛋白和多肽等生物医药的开发。截至 2023 年 6 月末, 公司共有 8 款 III 类械, 1 款 II 类械获批。2018-2022 年, 公司营收增长至 19.39 亿元, 复合增速为 56.77%; 归母净利润增长至 12.64 亿元, 复合增长率为 79.08%。

➤ **公司优势: 深厚研发实力叠加前瞻性布局, 持续驱动公司突围。产品端: 1) 公司基本盘稳健。**目前, 公司已形成包括皮肤填充剂、再生针剂, 以及埋植线等在内的丰富产品管线。其中, 以嗨体为代表的溶液类产品近三年来持续为公司贡献了六成以上营收, 2018-2022 年复合增速为 52.48%; 而以濡白天使为代表的凝胶类注射产品经两年培育后开始快速放量。据公司披露, 2023 年上半年公司凝胶类产品同比增长长达 139%。2) **雄厚研发实力、过证优势以及前瞻性布局, 共筑公司护城河。**① **研发优势:**截至 2023 年中报, 公司已累积注册专利 63 项, 其中含发明专利 27 项。此外, 还具备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、悬浮分散两性微球技术等多项核心技术。② **过证优势:**截至 2023 年 6 月底, 公司已成功研发并商业化 7 款获批 III 类械的医疗美容产品, 其中六款产品均为国内同类首创。③ **前瞻性布局: 产品端:**一方面, 公司有多个在研项目, 除进一步拓宽适应症范围, 优化迭代透明质酸产品外, 公司还布局了减重和肉毒素市场。另一方面, 公司进军光电抗衰赛道, 横向扩充抗衰产品管线。公司与韩国 Jeisys 签署了 Density 和 LinearZ 两款医美治疗设备及配套耗材在中国内地(不含港澳台)的经销权。**渠道端:**渠道渗透率提升, 违规机构逐步出清, 叠加高效稳定“直销为主+经销为辅”的销售模式, 共同驱动业绩增长。

➤ **投资建议与盈利预测:**维持公司“买入”评级。2023-2025 年, 预计公司收入分别为 28.94/40.92/52.92 亿元, 同比增长 49.25%/41.42%/29.31%, 对应的 EPS 分别为 8.49/12.13/15.73 元, 当前

股价对应 2023-2025 年的 PE 为 33/23/18 倍。考虑到公司战略清晰，产品力强，且处于快速发展阶段，给公司 24 年 PE 估值为 25-30 倍，目标价为 303.25-363.9 元，维持公司“买入”评级。

- 风险提示:宏观经济波动风险,行业政策变化风险,市场竞争度加剧,产品质量风险,产品研发和注册风险等。

内容目录

1 公司概况：医美针剂龙头，未来发展可期	5
1.1 发展进程：透明质酸为基，产品管线不断拓展	5
1.2 股权结构：股权结构集中，管理层战略规划清晰	6
1.3 组织架构：管理层经验丰富，研发团队实力雄厚	7
1.4 财务分析：业绩增长稳健，高毛利产品放量推升盈利水平	8
2 业务情况：多元化产品矩阵+丰富在研储备，前瞻性布局凸显	9
2.1 溶液类：大单品嗨体，精准定位叠加产品矩阵拓展，增长动能强劲	12
2.2 凝胶类：再生针剂濡白天使快速扩容，成为公司第二增长极	14
3 美容护理行业：市场空间广阔，千亿市场方兴未艾	16
3.1 行业发展空间：成长边界辽阔，轻医美正当时	16
3.2 市场竞争格局：高进入壁垒，铸就中上游厂商高集中度	17
3.3 行业监管：强监管加速行业合规化进程，长期利好合规龙头	19
4 公司看点：深厚的研发实力和前瞻性布局，持续推动突围	20
4.1 产品端：基本盘稳健，叠加丰富在研储备，护城河深且宽	20
4.2 渠道端：双引擎共同驱动业绩增长	21
5 盈利预测和估值	22
5.1 盈利预测	22
5.2 估值分析	23
6 风险提示	24

图表目录

图 1：公司发展历程	5
图 2：公司股权结构	6
图 3：研发人员情况（人，%）	8
图 4：研发费用投入情况（亿元，%）	8
图 5：公司主营业务收入及同比增速	9
图 6：公司归母净利润及同比增速	9
图 7：公司历年净利率和毛利率情况	9
图 8：公司期间费用率水平	9
图 9：爱美客主要产品情况	10
图 10：公司历年营收占比	10
图 11：公司历年营业收入（百万元）	10
图 12：公司各板块业务营收增速	10
图 13：公司各项业务毛利率水平	10
图 14：爱美客直销、经销渠道销售情况（亿元）	12
图 15：爱美客直销、经销占比情况	12
图 16：以嗨体为代表的溶液类产品营收情况（百万元）	14
图 17：2017-2019 年嗨体营收及占比（万元）	14
图 18：全球透明质酸原料市场规模，2017-2026E，按销量计（吨）	15
图 19：2017 年-2023 年中国医美用户规模（亿元）	17
图 20：2022 年中日巴美韩每千人医美次数（次）	17
图 21：医美线上交易订单量占比	17
图 22：中国医疗美容市场细分占比与增速预测	17

图 23: III 类医疗器械注册审批流程图.....	18
图 24: 医疗美容行业具体分类.....	18
图 25: 医疗美容价值链.....	19
图 26: 研发人员占比情况对比 (%)	20
图 27: 研发费用率情况对比 (%)	20
图 28: 差异化产品定位.....	21
图 29: 历年直销、经销机构数 (家)	22
图 30: 公司各渠道营收情况 (百万元)	22
图 31: 各公司销售费用率占比情况 (%)	22
图 32: 各公司销售费用情况 (亿元)	22
表 1: 2023 年第一期限制性股票激励计划情况.....	7
表 2: 公司核心高管人员概况.....	7
表 3: 公司已获得注册证的医疗器械	11
表 4: 公司在研产品.....	11
表 5: 嗨体产品矩阵.....	12
表 6: 嗨体水光赛道竞品情况 (获批的 III 类医疗器械)	13
表 7: 嗨体眼周赛道竞品情况 (获批的 III 类医疗器械)	13
表 8: 爱美客透明质酸钠凝胶类产品	15
表 9: 再生针剂竞品情况.....	16
表 10: 2021 年以来医美行业政策梳理.....	19
表 11: 同行估值对比分析	23

1 公司概况：医美针剂龙头，未来发展可期

爱美客是国内领先的医疗美容产品提供商,在医疗美容行业中具有明显的先发优势和领先地位。作为国内最早开展医疗美容生物医用材料自主研发与应用的企业,公司目前已成功实现基于透明质酸钠的系列皮肤填充剂、基于聚乳酸的皮肤填充剂,以及聚对二氧环己酮面部埋植线的产业化,并持续发力重组胶原蛋白和多肽等生物医药的开发。公司处于医疗美容价值链中游,上市产品多应用于非手术类医疗美容。截至 2021 年,公司在基于透明质酸钠的皮肤填充剂市场,按销售额计算,国内市场份额达到 21.3%,在国内制造商中连续三年排名第一。

1.1 发展进程：透明质酸为基，产品管线不断拓展

作为首家获批取得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,爱美客已拥有五款获国家药监局批准的 III 类注射用透明质酸钠系列产品。此外,公司还拥有三款其他类型的 III 类医疗器械产品。截至 2023 年中报,爱美客已成为国内获得国家药监局认证用于非手术医疗美容 III 类医疗器械证书数量最多的企业。目前,公司已建立了多种生物医用材料的产品技术转化平台,产品临床应用涵盖医疗美容、代谢疾病治疗等领域。截至 2023 年 6 月底,公司已累积注册专利 63 项(含发明专利 27 项)。此外,公司拥有的多项核心技术均直接应用于已上市的产品及在研产品,形成了针对竞争对手的长期技术壁垒。

图 1：公司发展历程



资料来源：爱美客官网，财信证券

公司基于透明质酸，逐步打造差异化产品矩阵：

第一阶段(2004 年—2008 年)公司初创：公司的前身北京英之煌生物科技有限公司,该公司于 2004 年 6 月由姚京和程超以货币方式共同出资设立,注册资本为 150 万元。2005 年 12 月,公司更名为爱美客有限。

第二阶段(2009 年—2019 年)多款透明质酸产品获批：2009 年 10 月,公司首款 III 类械透明质酸产品“逸美”获批,也是国内首款透明质酸钠类注射填充剂。标志着爱美客成为首家取得相关产品医疗器械注册证的国内企业,打破了外国品牌的垄断局面。此后,公司多款 III 类医疗器械产品陆续获批。如国内首款含 PVA 微球的透明质酸钠注射填充剂

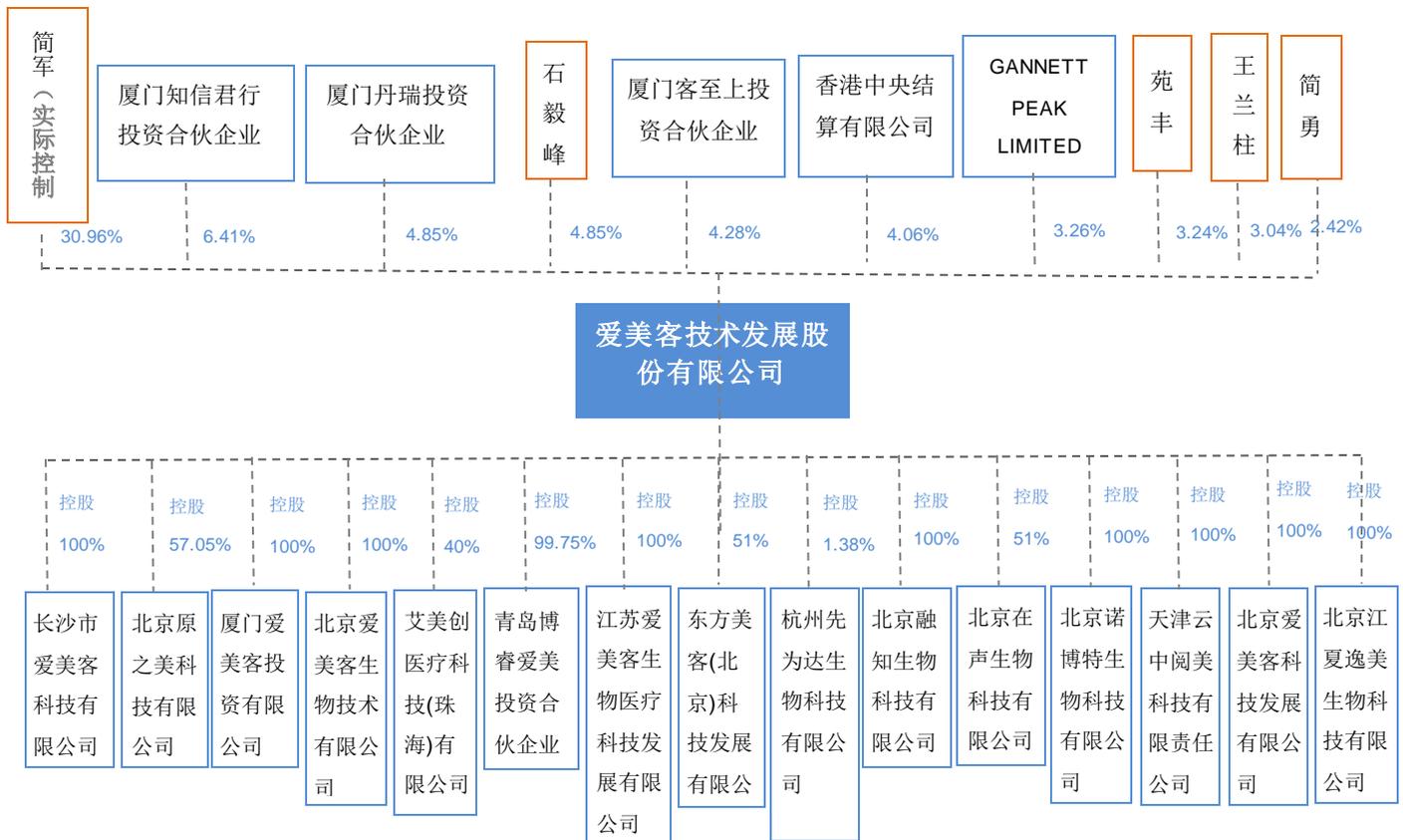
(宝尼达, 2012 年)、国内首款含利多卡因的透明质酸钠注射材料(爱芙莱、爱美飞, 2015 年)、国内首款用于修复颈纹的复合注射材料(嗨体, 2016 年)、新型针对褶皱皮肤修复的复合材料(逸美一加一, 2016 年), 以及国内首款面部埋植线产品(紧恋, 2019 年)等。

第三阶段(2020 年至今)透明质酸系列产品实现产业化, 在研产品管线不断丰富。2020 年 9 月 28 日, 公司在深交所创业板上市。2021 年 6 月, 基于聚左旋乳酸的皮肤填充剂-濡白天使获批上市, 也是国产及世界首款含左旋乳酸-乙二醇共聚物微球的皮肤填充剂。截至 2023 年 6 月底, 公司已拥有医疗器械注册证 9 个, 包括 8 个 III 类械和 1 个 II 类械, 并实现基于透明质酸钠的系列皮肤填充剂、基于聚乳酸的皮肤填充剂以及聚对二氧环己酮面部埋植线的产业化。在研产品方面, 注射用 A 型肉毒素已完成 III 期临床试验, 利拉鲁肽注射液等多款产品也均处于临床试验与临床前研究阶段, 整体进展顺利。

1.2 股权结构: 股权结构集中, 管理层战略规划清晰

公司股权结构集中, 实际控制人简军合计持股比例为 38.04%。截至 2023 年 9 月 30 日, 公司的前三大股东分别为简军 (30.96%)、厦门知信君行投资合伙企业 (6.41%)、厦门丹瑞投资合伙企业 (4.85%) 和石毅峰 (4.85%)。其中, 简军女士为公司第一大股东、控股股东、实际控制人, 直接或间接合计持有公司的股份比例为 38.04%, 而其他股东持股比例均小于 5%。股权结构集中, 利于推进公司长期发展战略。

图 2: 公司股权结构



资料来源: iFind, 财信证券

股权激励充分，深度绑定核心员工。前十大股东中厦门知信君行投资（原为知行军投资）和厦门客至上投资均为爱美客的员工持股平台，分别持有公司 6.41% 和 4.28% 的股份。两家公司的有限合伙人和公司有限合伙人均为爱美客的高级管理人员、销售骨干人员、技术骨干人员，以及部分入职年限较长的员工等。今年 3 月，公司推出了 2023 年第一期限制性股票激励计划，拟以定向增发方式向 141 名管理及核心技术（业务）人员授予 41.732 万股股份。首次授予的数量为 33.39 万股，授予价格为 282.99 元/股。股权与核心员工利益深度绑定，有利于提高公司整体业绩，实现公司与全体股东利益最大化。

表 1：2023 年第一期限制性股票激励计划情况

内容	2023	2024	2025
激励工具	第二类限制性股票		
授予价格	282.99 元/股		
业绩考核要求 (公司需满足下列两个条件之一)	以 2022 年为基数： 1、2023 年营收增速 \geq 45%； 2、2023 年净利润增速 \geq 40%。	以 2022 年为基数： 1、2024 年营收增速 \geq 103%； 2、2024 年净利润增速 \geq 89%。	以 2022 年为基数： 1、2025 年营收增速 \geq 174%； 2、2025 年净利润增速 \geq 146%。
授予股份占比	19.29%		
授予人员	高管 6 人，占比 4.26%； 中层管理人员及核心技术（业务）人员 135 人，占比 95.74%；		

资料来源：爱美客：关于向 2023 年第一期限制性股票激励计划激励对象首次授予限制性股票的公告，财信证券

1.3 组织架构：管理层经验丰富，研发团队实力雄厚

核心管理团队稳固且经验丰富。公司董事兼董事长简军女士，清华大学工商管理学硕士，自 2004 年进入医美行业以来，从业经验超 19 年，2016 年担任公司董事长至今；公司董事兼总经理石毅峰，清华大学工商管理硕士，销售、企业管理经验超二十年，2016 年担任公司总经理至今。此外。公司其他高级管理人员均较早加入爱美客，熟悉公司经营情况，具备丰富的相关从业经验。

表 2：公司核心高管人员概况

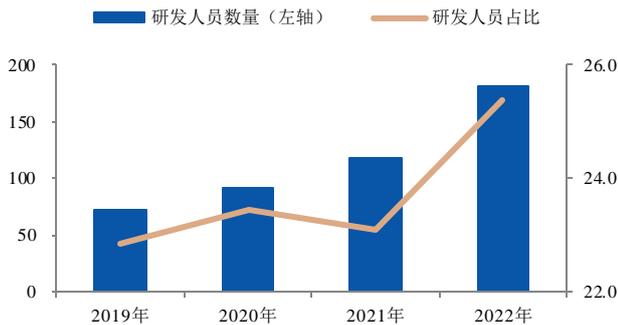
姓名	职务	工作履历
简军	董事兼董事长	清华大学工商管理硕士 1985 年至 2004 年，分别于中国粮油食品进出口总公司、美国 BestrendInt'l Inc、巴拿马 AbatecedoraTextilS 工作 2004 年至 2016 年，分别任爱美客生物科技有限公司董事、副总经理、董事长 2016 年至今担任爱美客技术发展股份有限公司董事长
石毅峰	董事兼总经理	清华大学工商管理硕士 1998 年至 2010 年，分别任职于华旗资讯、楚星融智咨询 2010 年至 2016 年，先后任北京爱美客生物科技有限公司销售副总经理、董事、总经理 2016 年至今，任爱美客技术发展股份有限公司董事、总经理
简勇	董事兼董事会秘书	吉林大学经济管理学院本科学历 1990 年至 1997 年，分别于长春市物价管理局、中国惠通集团任职 2016 年至今，担任爱美客技术发展股份有限公司董事和董事会秘书
张仁朝	董事兼财务	首都经济贸易大学工商管理硕士

负责人	2002年至2021年，分别于国美电器、摩拜单车和乐友国际任职
尹永磊	2021年11月至今，任爱美客技术发展股份有限公司财务负责人 副总经理 中国药科大学药物制剂本科学历 2005年7月至2007年8月，分别于中新药业、诺华制药任职
勾丽娜	2007年9月至今历任爱美客检验员、生产部经理、生产总监、公司副总经理 副总经理 中共中央党校经济管理大专学历 2003年3月至2009年12月，任职于华旗资讯科技有限公司 2010年至2016年6月，任爱美客科技大区经理、销售总监 2016年6月至今，任爱美客股份副总经理和销售总监

资料来源：公司2022年年度报告，财信证券

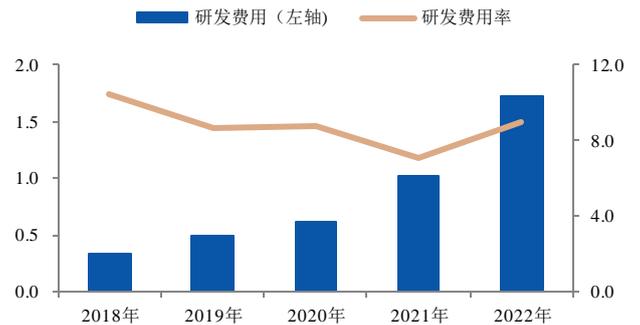
高素质研发团队，拥有多项核心技术。1) 研发团队方面，截至2023年6月底，公司研发人员占公司总人数三成左右。其中，约半数的研发人员持有硕士及以上学历，专业背景更是涵盖生物工程生物工程、高分子化学与物理、制药工程、临床医学等多个专业领域，且均具有多年医疗美容相关领域的工作经验。2) 核心技术方面，截至2023年6月底，公司已累计注册专利63项，其中发明专利27项，更是拥有固液渐变互穿交联技术、组织液仿生技术、水密型微球悬浮制备技术、悬浮分散两亲性微球技术等多项核心技术。

图 3：研发人员情况（人，%）



资料来源：iFind，财信证券

图 4：研发费用投入情况（亿元，%）



资料来源：iFind，财信证券

1.4 财务分析：业绩增长稳健，高毛利产品放量推升盈利水平

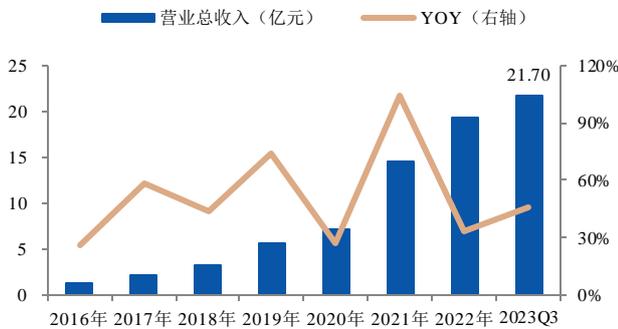
公司营业收入和净利润持续双增，业绩增长势头强劲。2017-2022年，公司营业收入从2.22亿元增加到19.39亿元，复合增速为54.19%，业绩增长动能强劲；公司归母净利润由0.82亿元增长至12.64亿元，复合增速为72.73%。2023年单Q3，公司实现营收7.11亿元/+17.58%；归母净利润4.55亿元/13.27%。受益于外部环境影响消退、消费场景逐步修复，以及前期受到抑制消费需求逐步释放等因素影响，公司业绩或保持持续增长。

从具体业务来看，**溶液类和凝胶类注射产品贡献公司超九成营业收入，2017-2022年复合增速为54.19%**。在2017年至2022年期间，1) **溶液类注射产品**：营业收入从0.45亿元增长至12.93亿元，年复合增速为95.48%，营收占比由2017年的20.36%提升至66.68%；2) **凝胶类注射产品**：营业收入由2017年的1.76亿元增长至6.38亿元，年复合增速为29.43%，营收占比由2017年的78.95%下滑至32.91%；3) **面部埋植线**：营业收入由2019年的0.0009亿元增长至2022年的0.05亿元，年复合增速为298.48%，为所有

业务中增速第一。营收占比由 2019 年的 0.02% 增长至 0.28%；4) 化妆品：营业收入由 2017 年的 0.02 亿元提升至 0.03 亿元，年复合增速为 10.81%，营收占比由 2017 年的 0.69% 下滑至 0.13%。截至 2023 年中报，公司溶液类注射产品和凝胶类注射产品的营收占比分别为 59.92% 和 38.81%。另外，凝胶类注射产品的营收增速高于溶液类注射产品，溶液类和凝胶类注射产品营收增速分别为 35.9% 和 139%。

毛利率方面，高毛利产品放量拉升公司整体毛利率。销售毛利率由 2017 年的 86.15% 提升至 2022 年的 94.85%。截至 2023 年 Q3 季度，公司销售毛利率更是提升至 95.3%，同比增长约 0.7 个百分点。净利率方面，得益于规模效应、产品结构优化以及成本管控，公司净利率呈上行趋势。净利率由 2017 年 34.49% 上行至 2022 年 65.38%。此外，2017 年至 2022 年，公司期间费用也由 42.88% 下滑至 21.46%。其中，2022 年销售费用率、管理费用率和研发费用率较 2017 年分别下滑 10.44pct、5.08pct 和 3.88pct。

图 5：公司主营业务收入及同比增速



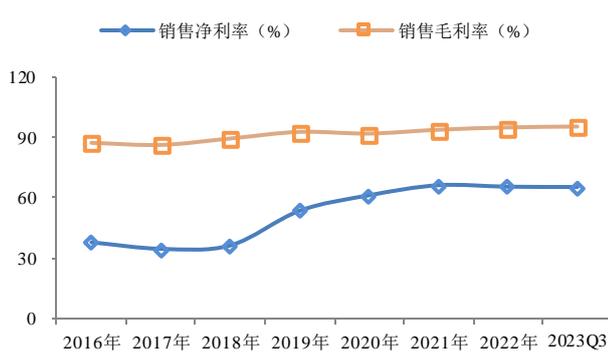
资料来源：iFind，财信证券

图 6：公司归母净利润及同比增速



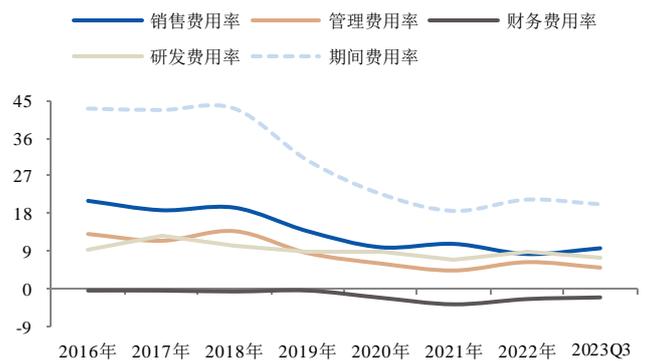
资料来源：iFind，财信证券

图 7：公司历年净利率和毛利率情况



资料来源：iFind，财信证券

图 8：公司期间费用率水平



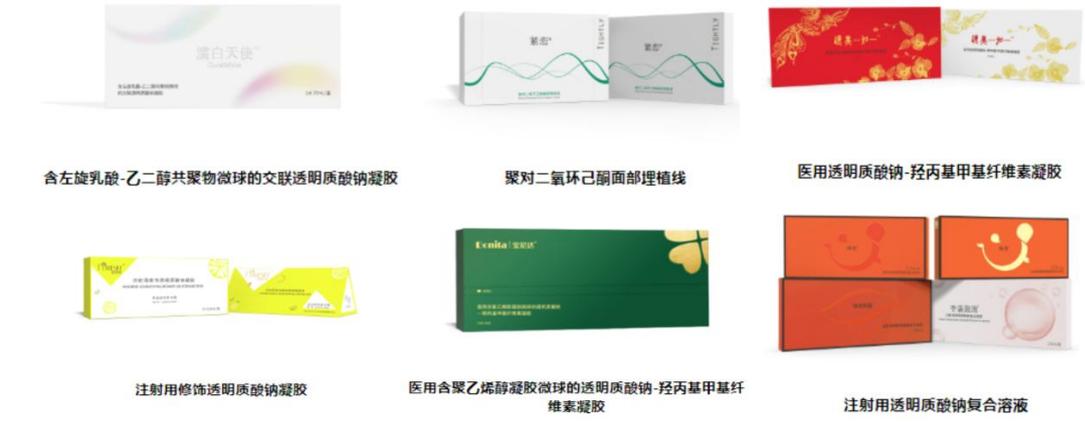
资料来源：iFind，财信证券

2 业务情况：多元化产品矩阵+丰富在研储备，前瞻性布局凸显

核心大单品持续放量，在研产品储备丰富。目前，公司已形成全方位的以上市产品及在研产品组合。截至 2023 年中报，公司共有八款获得国家药监局批准的 III 类械和一款 II 类械。其中有五款是基于透明质酸钠的系列皮肤填充剂、一款是基于聚左旋乳酸的皮肤填充剂、一款 PPDO 面部埋植线产品、一款适用于组织修复与愈合的产品，以及

一款用于手术切口、体外浅表创伤和擦伤创面止血愈合的产品。

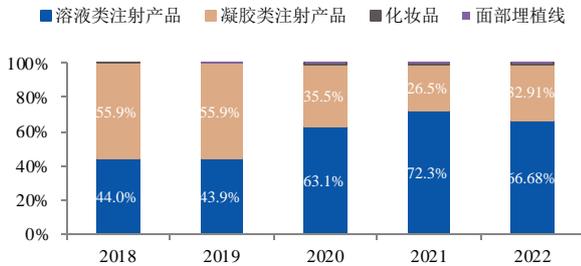
图 9：爱美客主要产品情况



资料来源：公司官网，财信证券

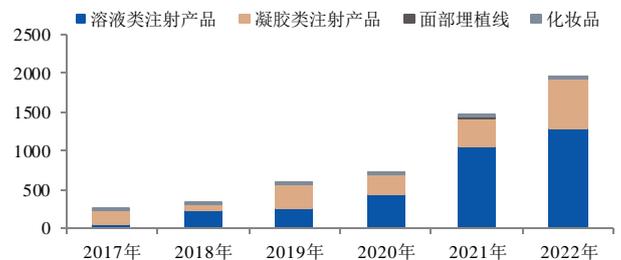
从收入结构来看，嗨体系列溶液类产品占据主导地位，濡白天使等凝胶类产品占比逐步提升。在 2020 年至 2022 年期间，嗨体系列溶液类产品营收占公司总营收六成以上，凝胶系列产品占公司总营收三成左右，而截至 2023 年中报，凝胶类产品营收占比接近四成。据公司 2023 年中报披露，受行业需求持续恢复影响，公司溶液类与凝胶类注射产品均实现同比增长。其中，嗨体等溶液类注射产品 2023 年上半年实现营业收入 8.74 亿元，同比增长 35.9%，营收占比为 59.9%，毛利率为 95.10% (+1.03pct)；凝胶类注射产品营收为 5.66 亿元，同比增长 139%，营收占比为 38.79%，毛利率为 97.38% (+1.33pct)。

图 10：公司历年营收占比



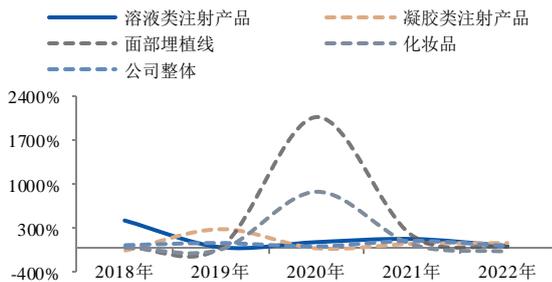
资料来源：iFind，财信证券

图 11：公司历年营业收入（百万元）



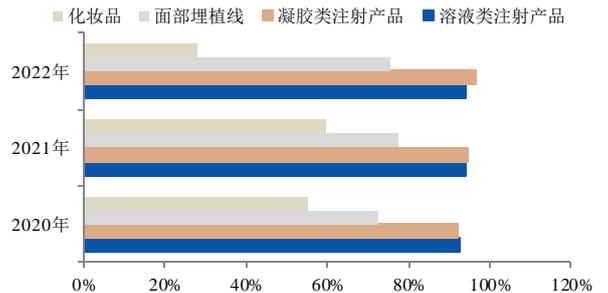
资料来源：iFind，财信证券

图 12：公司各板块业务营收增速



资料来源：iFind，财信证券

图 13：公司各项业务毛利率水平



资料来源：iFind，财信证券

表 3：公司已获得注册证的医疗器械

类别	通用名	产品名称	上市时间	注册分类	适用范围	用途
溶液类	逸美	医用羟丙基甲基纤维素-透明质酸钠溶液	2009 年	III	真皮深层至皮下浅层之间	纠正额部皱纹和中重度鼻唇部皱纹
	嗨体	注射用透明质酸钠复合溶液	2016 年	III	真皮层	纠正颈部中重度皱纹
凝胶类	宝尼达	医用含聚乙烯醇凝胶微球的透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶	2012 年	III	真皮深层及皮下浅层之间	纠正中重度额部皱纹和中重度鼻唇部皱纹
	爱芙莱	注射用修饰透明质酸钠凝胶	2015 年	III	真皮中层至深层	纠正中、重度鼻唇沟
	逸美一加一	医用透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶	2016 年	III	皮下浅层至深层之间	纠正中重度额部皱纹和中重度鼻唇沟皱纹
	濡白天使	含左旋乳酸-乙二醇共聚物微球的交联透明质酸钠凝胶	2021 年	III	真皮深层、皮下浅层及深层	纠正中重度鼻唇沟皱纹
埋植线	紧恋	聚对二氧环己酮面部埋植线	2019 年	III	皮下脂肪层	纠正中、重度鼻唇沟皱纹
其他	-	生物蛋白海绵	-	III	-	适用于新鲜创面、溃疡、褥疮等组织修复与愈合
	-	止血愈合敷料	-	II	-	本产品用于手术切口、体外浅表创伤和擦伤创面的止血及愈合

资料来源：爱美客招股书，公司 2023 年半年报，财信证券

表 4：公司在研产品

类别	产品名称	上市时间/进度	项目目的
埋植线	第二代理植线	临床试验阶段	丰富产品种类，满足医生临床应用的需要
皮肤填充剂	医用透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶	临床试验阶段	增加新填充部位的适应症
	医用含聚乙烯醇凝胶微球的修饰透明质酸钠凝胶	注册申报阶段	增加面部填充适应症
肉毒类	注射用 A 型肉毒毒素	已完成 III 期临床试验	加强产品协同效应
麻醉类	利多卡因丁卡因乳膏	III 期临床试验阶段	应用于成人浅层皮肤手术前对完整皮肤的局部麻醉，提高客户消费体验
减重类	利拉鲁肽注射液	完成 I 期临床试验	以先进的生物蛋白重组、分离纯化、新药制剂技术为平台，将利拉鲁肽本地化和市场化
	司美格鲁肽注射液	临床前在研阶段	利拉鲁肽的升级产品，延长代谢周期，降低使用频率。

去氧胆酸注射液

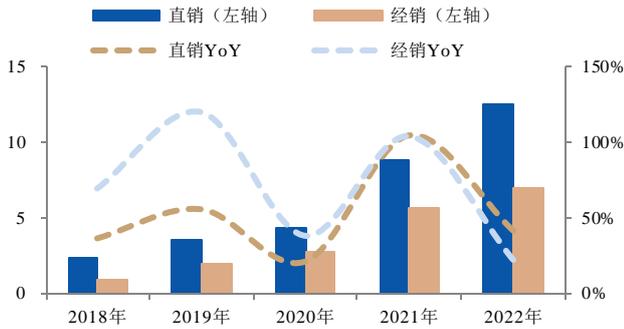
临床前在研阶段

开拓公司减肥产品市场

资料来源：公司2023年半年报，财信证券

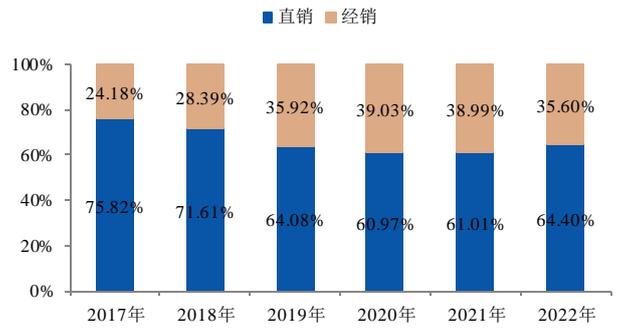
从渠道结构来看，“直销为主+经销为辅”的高效销售模式，助力产品快速拓展。相较于医美产品 B2B2C 的销售模式，爱美客以直销模式为主，在 2020 年才开始逐步拓展经销渠道。近三年公司直销、经销收入占比稳定在 6:4 左右，高效的营销模式助力公司产品销售持续增长。

图 14：爱美客直销、经销渠道销售情况（亿元）



资料来源：爱美客招股说明书，公司2023年中报，财信证券

图 15：爱美客直销、经销占比情况



资料来源：爱美客招股说明书，公司2023年中报，财信证券

具体来看，1) 直销渠道：由公司销售人员覆盖规模较大的客户，因此具备较强的市场洞察力和较高的掌控力。截至 2023 年中报，公司销售和市场人员超过 408 名，覆盖了全国 31 个省市、自治区。此外，公司还搭建了医疗美容学习交流平台—全轩学苑，以线上、线下结合的方式持续进行医疗美容课程培训、学术分享与推广，促进医生之间的交流，提高医生审美、诊疗等各方面知识与技能。公司将医生培训和授权制度相结合，深度绑定医生，持续赋能终端驱动产品推广；2) 经销渠道：由公司严格选择的经销商覆盖公司销售团队无法直接覆盖的医疗机构，有利于帮助公司快速打开市场，提升市占。

目前，在现行销售模式下，公司销售团队规模逐步扩大，与下游医疗美容机构合作的深度和广度也不断提升。据公司 2022 年年度报告披露，公司直销渠道销售规模为 12.49 亿元，同比增长 41.35%，销售占比为 64.4% (+3.39pct)；经销渠道销售规模为 6.9 亿元，同比增长 22.27%，销售占比为 35.6% (-3.39pct)。

2.1 溶液类：大单品嗨体，精准定位叠加产品矩阵拓展，增长动能强劲

精准卡位颈纹和眼周修复赛道，填补差异化市场空缺。2016 年 12 月，公司注射用透明质酸钠复合溶液（嗨体）获批，成为国内目前唯一一款经国家药监局批准的针对颈部皱纹改善的三类医疗器械产品，填补了颈部皱纹修复领域的空白。目前市场上还暂未出现获批或者在研产品。

表 5：嗨体产品矩阵

产品名称	上市时间	作用周期	适用部位	适用范围
嗨体 1.5	2016.12	3-4 个月左右	颈部	抚平颈纹，增强弹性，改善皮肤状态
嗨体 2.5	2016.12	9 个月左右	颈纹、面部	紧致提升、抗衰祛皱、恢复弹性、提亮肤色、细腻肤质

嗨体熊猫	2020.06	3-4个月左右	眼部四周	恢复光滑、紧致、富有弹性
太活泡泡	2021.05	1个月左右	面部	皮肤褪黄、弹润、通透，紧致

资料来源：爱美客官网，新氧，财信证券

除稀缺性以外，嗨体还具备安全性、技术性优势。1) 安全性：公司嗨体产品是国内目前唯一一款获得国家药监局批准用于颈部皱纹的获国家发明专利授权（专利号为：2014103797595）的注射用透明质酸钠复合溶液修复产品，该产品核心技术获国家发明专利。2) 技术性：一方面，嗨体成分除透明质酸钠以外，还包含多种氨基酸、维生素 B2 和 L-肌肽等成分。其中，L-肌肽是一种天然抗氧化剂、三种氨基酸均为合成胶原蛋白的原料、维生素 B2 能够提升组织内辅酶活性，促进配合胶原蛋白成熟。三种成分相互配合，在提亮肤色、细腻肤质的同时还能促进胶原蛋白再生，起到淡化细纹，紧致提升的作用。另一方面，相较于传统交联型玻尿酸，嗨体为非交联小分子透明质酸钠复配氨基酸成分，在注射填充中，不易造成扩散、结节等不良反应。此外，也不会存在像普通玻尿酸一样因局部吸水造成肿胀或者出现丁达尔效应，因此逐步成为市场主流产品。

表 6：嗨体水光赛道竞品情况（获批的 III 类医疗器械）

公司	产品	主要成分	维持时间	功效
爱美客	嗨体 2.5	透明质酸钠、L-肌肽、多种氨基酸、维生素 B2 等	9 个月	紧致提升、抗衰除皱、恢复弹性、提亮肤色
	太活泡泡	双分子天然结构透明质酸钠、L-肌肽、多种氨基酸、维生素 B2 等	1 个月左右	褪黄、通透、弹润、紧致
华熙生物	润致娃娃针	透明质酸钠、盐酸利多卡因、氯化钠	1-3 个月左右	美白、补水、改善细纹
Q-Med 瑞蓝	瑞蓝唯提	透明质酸钠、氯化钠、磷酸二氢钾	15 个月	补水、抗衰
双美	肤柔美	交联 I 型猪胶原蛋白	3 个月左右	提亮肤色，纠正动态皱纹
锦波生物	薇旖美	重组胶原蛋白	3 个月左右	淡斑祛印、收缩毛孔、保湿补水、充盈润肤

资料来源：国家药监局，新氧，财信证券

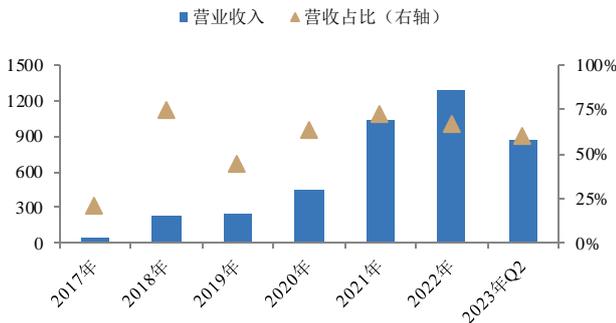
表 7：嗨体眼周赛道竞品情况（获批的 III 类医疗器械）

公司	产品	主要成分	维持时间	功效
爱美客	嗨体 1.0（熊猫针）	透明质酸钠、L-肌肽、多种氨基酸、维生素 B2 等	3-4 个月左右	淡化黑眼圈、紧致皮肤
锦波生物	薇旖美	重组 III 型人源化胶原蛋白	1-3 个月	纠正动态皱纹
美国艾尔建	乔雅登雅致	单项凝胶玻尿酸	1 年左右	
博泰	弗缦	交联 I 型、III 型牛胶原蛋白	3-6 个月左右	中、重度皱纹
双美	肤丽美	交联 I 型猪胶原蛋白	9 个月左右	改善黑眼圈、纠正重力性皱纹
	肤柔美	交联 I 型猪胶原蛋白	3 个月左右	提亮肤色，纠正动态皱纹

资料来源：国家药监局，新氧，财信证券

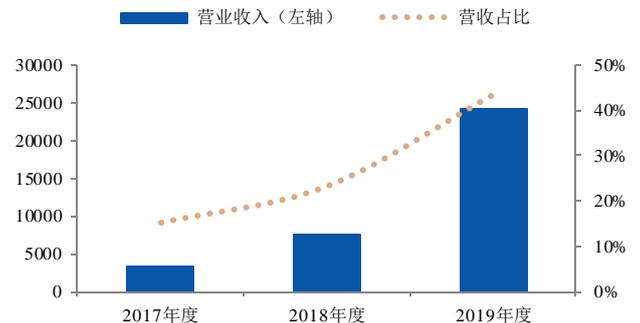
嗨体产品矩阵不断拓展，驱动业绩持续增长。嗨体自获批上市以后，经过近 2 年的市场培育，其安全性和有效性得到了下游医疗机构以及终端消费者的认可，2019 年终端消费需求放量增长。公司后续通过灵活调整嗨体的规格和含量，形成了不同的嗨体产品，适用范围也单纯的从面部扩展眼部和面部。2020 年 6 月和 2021 年 5 月公司还分别推出了嗨体 1.0（熊猫针）和冻活泡泡针。嗨体熊猫针定位眼周市场，主要用于淡化黑眼圈和泪沟填充，具备恢复光滑、紧致的作用。冻活泡泡针则是在嗨体 2.5 的基础上新增了双分子透明质酸，在抗氧化抗糖的同时提升了补水效果。截至 2023 中报，嗨体系列溶液类注射产品在公司总营收占比高达 59.94%，实现营收 8.74 亿元/+35.9%。

图 16：以嗨体为代表的溶液类产品营收情况（百万元）



资料来源：iFind，财信证券

图 17：2017-2019 年嗨体营收及占比（万元）



资料来源：爱美客招股说明书，财信证券

2.2 凝胶类：再生针剂濡白天使快速扩容，成为公司第二增长极

以透明质酸为基础，产品矩阵不断完善。自 2009 年公司第一款透明质酸钠产品(逸美)获批以来，公司深耕玻尿酸市场，产品不断优化迭代升级。目前，除逸美和嗨体两款溶液类透明质酸产品以外，公司还拥有宝尼达、逸美一加一、爱芙莱等三款凝胶类玻尿酸产品，包括多部位，涵盖高中低端。从注射部位看，爱芙莱均适用于纠正中重度鼻唇沟；宝尼达适用于纠正中重度额部皱纹和中重度鼻唇部皱纹；逸美一加一适用于纠正中重度额部皱纹和中重度鼻唇沟皱纹。从产品作用周期看，爱芙莱、逸美一加一、宝尼达分别为 6 个月、10-12 个月、8-10 年。整体而言，公司产品差异化定位，相互补充，合力打造竞争优势，有利于提升市场份额。

据弗若斯特沙利文报告显示，我国基于透明质酸皮肤填充剂市场已由 2017 年的 31 亿元增长至 2021 年的 64 亿元，年复合增长率为 19.7%。展望未来，在医疗美容注射治疗不断发展以及基于透明质酸的皮肤填充剂产品品类不断拓展的驱动下，弗若斯特沙利文预计 2026 年该市场规模有望达到 196 亿元，到 2030 年达到 441 亿元，2026-2030 年的年复合增长率，还存在较大发展空间。

从竞争格局看，我国已成为全球最大的透明质酸原料生产销售国，中国透明质酸原料的总销量占全球总销量的 82%。此外，按 2021 年的销售额计算，爱美客已成为中国第二大基于透明质酸的皮肤填充剂供应商，市场份额为 21.3%，也是中国最大的基于透明质酸的皮肤填充及供应商。说明爱美客的品牌力和产品力已经充分得到消费者认可，后续

随着公司产品不断优化升级，我们认为公司玻尿酸产品有望持续放量。

图 18：全球透明质酸原料市场规模，2017-2026E，按销量计（吨）



资料来源：弗若斯特沙利文，财信证券

从竞争格局看，我国已成为全球最大的透明质酸原料生产销售国，中国透明质酸原料的总销量占全球总销量的 82%。此外，按 2021 年的销售额计算，爱美客已成为中国第二大基于透明质酸的皮肤填充剂供应商，市场份额为 21.3%，也是中国最大的基于透明质酸的皮肤填充及供应商。说明爱美客的品牌力和产品力已经充分得到消费者认可，后续随着公司产品不断优化升级，我们认为公司玻尿酸产品有望持续放量。

表 8：爱美客透明质酸钠凝胶类产品

产品	获批时间	特点	功效	作用周期	终端价格（元）
宝尼达	2012.10	含 PVA 微球的注射材料	长效玻尿酸	8-10 年	12800-18000
爱芙莱	2015.04	国内首款含利多卡因的注射材料	提升轮廓感	6 个月	1000-3000
逸美一加一	2016.12	透明质酸与纤维素复合材料	高支撑力	10-12 个月	3000-4000

资料来源：爱美客招股说明书，财信证券

再生针剂濡白天使对标高端玻尿酸，差异化产品力凸显。濡白天使于 2021 年 6 月获批，是我国首款获 III 类医疗器械认证的含左旋乳酸-乙二醇共聚物微球的皮肤填充剂。其主要成分为交联透明质酸钠、左旋乳酸-乙二醇共聚物微球和盐酸利多卡因。其优点主要为：**1) 长效性：**濡白天使中的左旋乳酸微球能够刺激胶原蛋白再生，实现长效自然填充。**2) 安全性：**相较于玻尿酸交联剂无法完全代谢，濡白天使中的 PPLA 微球是一种无毒、无刺激性且具备高可塑性的高分子材料，在进入人体内能被完全代谢。**3) 舒适性：**成分中含有利多卡因可以实现局部麻醉，从而保证无痛注射。**4) 美观性：**①濡白天使成分中左旋乳酸-乙二醇共聚物微球具备亲水和亲脂的双重特性，能极大降低传统聚乳酸产品易过分聚集和组织排斥严重所产生的炎症和肿胀的概率。②濡白天使为乳白色复合凝胶，相比玻尿酸，不透光更显自然。③能够同时补充胶原蛋白和玻尿酸，能有效达到补水塑性，提升紧致的作用。

再生针剂处于扩容期,濡白天使有望持续放量。我国基于聚左旋乳酸的皮肤填充剂产品市场处于起步阶段。公司的濡白天使于 2021 年 8 月推出,经过两年的培育,开始逐步放量。此外,公司还采取了医生认证制度,将培训与认证制度结合,借助高效稳定渠道建设与完善的学习平台制度,助力濡白天使在全国范围内、不同类型机构之间进行快速渗透。2023 年 6 月底,濡白天使已进入超过 600 家医疗美容机构,授权 700 余名医生。根据弗若斯特沙利文数据显示,2025 年我国医美填充针剂市场终端规模约 558 亿元,对应再生针剂终端销售额可达 112 亿,市场空间广阔。市场仅有爱美客、华东医药和长春圣博玛三家参与者,竞争格局良好。

表 9: 再生针剂竞品情况

产品	濡白天使	艾维岚	伊妍仕
公司	爱美客	长春圣博玛	华东医药
主要成分	聚左旋乳酸-乙二醇 PLLA-PEG 交联 HA 盐酸利多卡因	聚左旋乳酸 PLLA 羧甲基纤维素凝胶载体 CMC 甘露醇	聚己内酯微球 PCL 羧甲基纤维素凝胶载体 CMC
获批时间	2021.06	2021.04	2021.04
质地	凝胶	冻干粉	凝胶
维持时间	玻尿酸 12 个月代谢,刺激少部分胶原合成,可维持 2 年	小于 18 个月	12 个月
作用机理	1) 玻尿酸起到即时填充作用; 2) PLLA 微球在进入人体后与其降解形成乳酸可以刺激胶原再生,从而起到长效填充效果;	刺激表面生成胶原蛋白,从而达到皮肤恢复弹力和支撑力	1) CMC 凝胶起到即刻填充效果; 2) PCL 能刺激胶原 1:1 等量再生,从而起支撑作用
优点	能够最大限度的降低肉芽肿及炎症反应;能够完全代谢	皮肤软组织支撑,可以大面积注射	可全脸使用,具备除皱、填充、轮廓塑性等功能;能够完全代谢;
缺点	-	无支撑和塑性效果	存在结节,肉芽肿等风险

资料来源:新氧,国家药监局,爱美客 2023 年中报,财信证券

3 美容护理行业:市场空间广阔,千亿市场方兴未艾

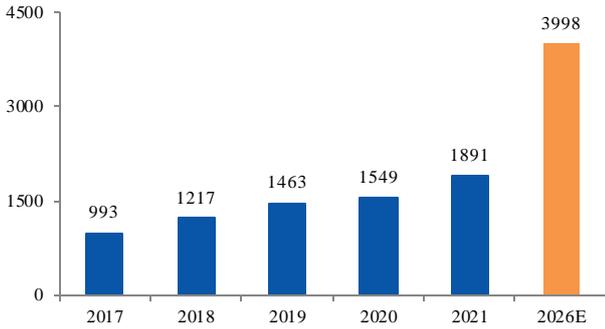
3.1 行业发展空间:成长边界辽阔,轻医美正当时

政策层面上,《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 远景目标纲要》更是提出,要发展服务消费,放宽服务消费领域市场准入,推动教育培训、医疗健康、养老托育、文旅体育等消费提质扩容,加快线上线下融合发展。其中,医疗美容作为促进消费的重要抓手,被放到了更重要的位置。

市场层面上,受益于颜值经济的崛起和可支配收入的提升,近年来我国医美行业迎来高速的发展。据弗若斯特沙利文报告显示,2021 年中国医疗美容行业规模为 1891 亿元,预计到 2026 年达到 3998 亿元,2021 年至 2026 年的年复合增长率 16.1%,到 2030 年将达到 6382 亿元,2026 年至 2030 年的年复合增长率为 12.4%。此外,报告还预计 2021 年-2030 年中国医疗美容市场的增长约占全球市场同期增长的三分之一,也就是约 1500 亿元,市场空间广阔。医美渗透率上,据弗若斯特沙利文数据显示,2022 年我国每千人医美治疗次数为 21,远低于韩国的 91 次、美国的 53 次、巴西的 47 次和日本的 29 次,

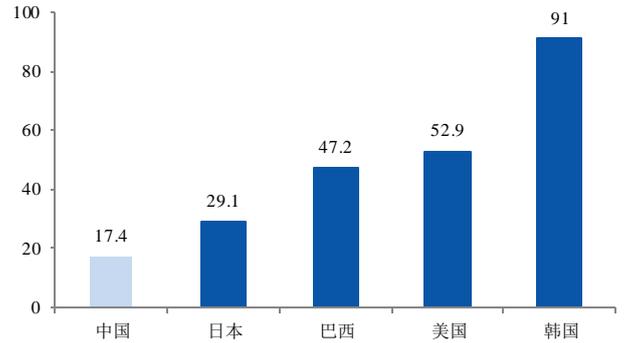
反映出我国的医美渗透率还有较大提升的空间。

图 19：2017 年-2023 年中国医美用户规模（亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，财信证券

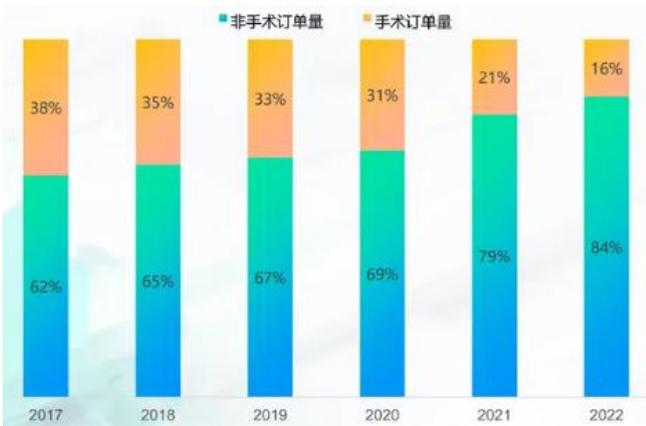
图 20：2022 年中日巴美韩每千人医美次数（次）



资料来源：弗若斯特沙利文，财信证券

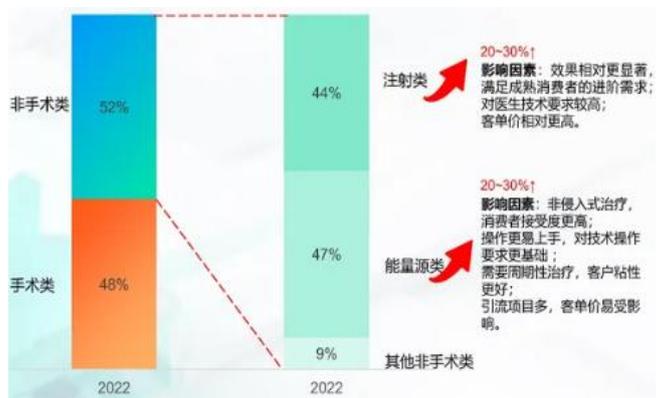
此外，相比于手术类项目，非手术类项目（轻医美）具备不开刀、效果好、恢复时间短、创面小、风险小等特征受到越来越多人青睐，逐渐成为医疗美容消费的主流。据德勤《中国医美行业 2023 年度洞悉报告》统计，2022 年全国非手术类项目市场占比已达到 52%，市场规模连续两年超越手术类医疗美容。2023 年轻医美市场规模预计达到 2912 亿元，增长率为 17.5%。其中，注射类和能量类项目的未来五年复合增长率预计将达到 20%-30%。此外，据新氧数据研究院预测，2030 年我国轻医美市场规模将达到 4157 亿元，轻医美市场规模将快速扩张。

图 21：医美线上交易订单量占比



资料来源：《2022 年新氧医美行业白皮书》，Mod 研究院，财信证券

图 22：中国医疗美容市场细分占比与增速预测



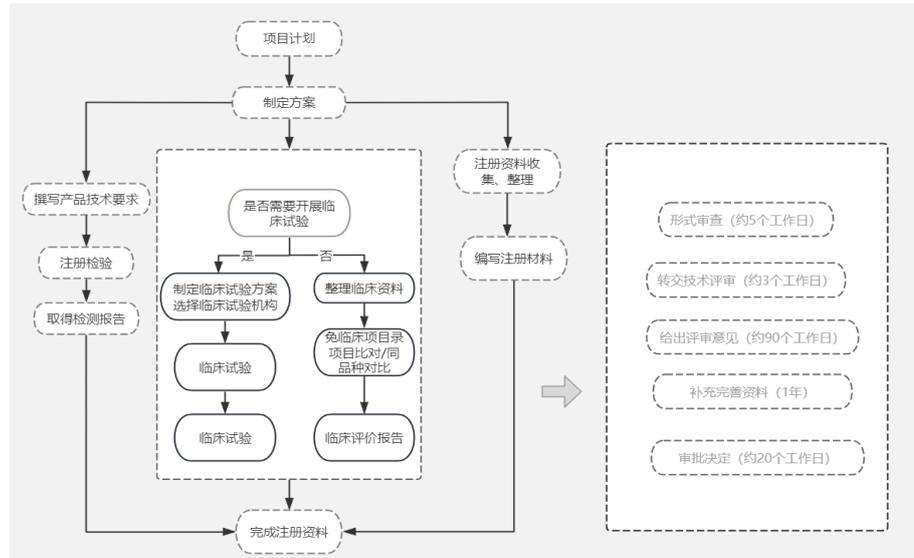
资料来源：德勤《中国医美行业 2023 年度洞悉报告》，Mob 研究院，财信证券

3.2 市场竞争格局：高进入壁垒，铸就中上游厂商高集中度

医疗美容价值链主要由上游原料供应商、中游器械供应商和耗材生产商，下游医美机构（主要包括公立医院、私立医院和诊所/门诊部），以及终端消费者构成。一方面，像爱美容这类的耗材生产商，由于属于严行业监管、高技术壁垒、长研发周期、强资源投入行业，因此新进入者难以在短期内形成规模效应，行业竞争主要集中在少数具备技术优势且已经形成规模之前的企业展开，市场集中度较高。以透明质酸产品为例，虽然过证难度也远低于其他产品，但从临床试验到获批一般需要 3 年以上。作为毒麻类产品的

肉毒素，审批周期更是长达 8 年以上。

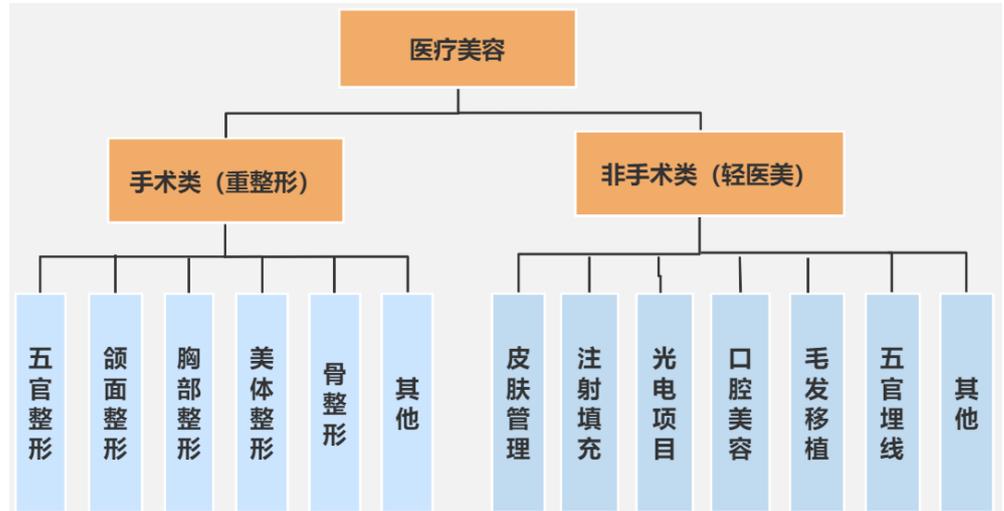
图 23：III 类医疗器械注册审批流程图



资料来源：国家药监局，财信证券

另一方面，高集中度对应高毛利，在高技术壁垒叠加规模效应的前提下，耗材生产商毛利率不断攀升。爱美客 2021 年-2022 年对应的毛利率分别为 93.7%、94.85% 和 95.3%。目前，爱美客、艾尔建美学、Q-MedAB、LGLifeSciences,Ltd、华熙生物股份、昊海生科等头部公司占据了主要的市场份额。

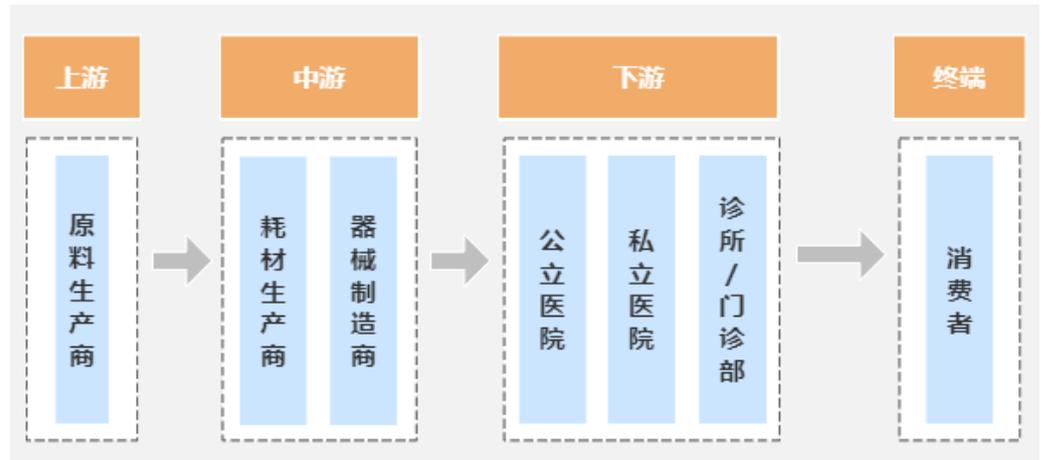
图 24：医疗美容行业具体分类



资料来源：前瞻产业研究院，财信证券

此外，以透明质酸为例，我国虽然在原料市场占据主导地位，但终端市场仍被外资品牌牢牢把控。主要因为韩国 LG、美国艾尔建、瑞典 Q-Med 等外资品牌进入国内市场较早，且具备了良好的认可度和稳定的销售渠道。但近年随着国产品牌逐步崛起，我国本土透明质酸产品品类和质量都有所突破，国产品牌在终端市场的销售额不断提升。国产替代逻辑逐步兑现，加快抢占国内透明质酸终端市场。

图 25：医疗美容价值链



资料来源：爱美客 2022 年年报，财信证券

3.3 行业监管：强监管加速行业合规化进程，长期利好合规龙头

从 2021 年国家严打美容护理行业乱象以来，相关监管政策逐渐下沉，美护行业强监管趋势显著，目前已形成上游产品规范细则不断完善、下游机构监督管理条例逐渐健全的局面。此外，监管部门近年来更是陆续出台了包含产品、机构、财税和广告营销等多方面的系列规范，如今年 4 月，国家市场监督管理总局发布了《医疗美容消费服务合同（示范文本）》，实现了医美服务书面合同从无到有的突破，进一步规范了市场运营；5 月市场监管局等多部门联合印发了《关于进一步加强医疗美容行业监管工作的指导意见》，明确禁止了违法医美“导购”行为，对生活美容和医疗美容进一步划分，着力打通医美行业以往的监管盲区，解决医疗美容行业的突出问题。严监管趋于常态化，加速了医美行业出清，为具备合法合规资质的医美机构和医美产品打开了市场空间。

表 10：2021 年以来医美行业政策梳理

日期	重要政策梳理	发布机构	主要内容
2022-02	《中国医疗美容标准体系建设“十四五”规划（草案）》	中整协	《规划》给出了超过 50 个标准，内容涉及行业管理标准、行业技术标准、教育培训标准、行业基础标准 4 个方面，为医美行业的标准体系建设作出了规划。
2022-03	关于调整《医疗器械分类目录》部分内容的公告（2022 年第 30 号）	国家药监局	公告对部分医美产品监管类别做出调整，明确射频治疗仪、射频皮肤治疗仪、水光针、面部埋植线、面部提拉线、面部锥体提拉线按照三类医疗器械监管。
2022-06	2022 年医疗卫生国家随机监督抽查计划	国家卫健委	巩固打击非法医疗美容服务和非法应用人类辅助生殖技术违法违规行为专项整治工作成效，加大对开展医疗美容、医学检验等服务医疗机构以及养老机构内设医疗机构的抽查力度，依法依规严肃查处违法行为。
2022-10	《医疗美容行业虚假宣传和价格违法行为治理工作指引》	国家市场监督管理总局	《工作指引》共包含 8 项防范医疗美容行业虚假宣传行为规范以及 6 项价格违法行为规范，进一步明确了医疗美容行业的监管依据。
2022-11	《进一步提高产品、工程和服务质量行动方案（2022—2025）》	国家市场监督管理总局、网信办、卫健委等部门	加强医疗美容综合监管执法。

2022-11	《关于医用透明质酸钠产品管理类别的公告》	国家药监局	《公告》明确了不同预期用途（适应症）、工作原理等的医用透明质酸钠（玻璃酸钠）产品的管理属性和管理类别。
2023-01	《重组胶原蛋白创面敷料注册审查指导原则（征求意见稿）》	国家药监局	《审查指导原则》规定了监管信息、综述资料、非临床资料、临床评价资料、产品说明书和标签样稿等注册审查要点。
2023-04	《射频美容设备注册审查指导原则》	国家药监局	《指导原则》明确了射频美容设备分类编码为 09-07-02、按第三类医疗器械管理，并阐明此类产品注册审查要点、主要风险点、适用标准等具体要求。
2023-04	《医疗美容消费服务合同（示范文本）》	国家市场监督管理总局	示范文本从行业特性和现有经营模式出发，以督促机构规范经营、减少消费纠纷为切入点，对合同双方权利义务进行了明确。
2023-05	《重组人源化胶原蛋白原材料评价指导原则》	国家药监局	《指导原则》明确了重组人源化胶原蛋白原材料性能研究、材料免疫学安全性研究、材料生物学风险评价、稳定性研究与直接接触性容器/材料研究等评价要点。
2023-05	《关于进一步加强医疗美容行业监管工作的指导意见》	国家市场监督管理总局	新监管政策主要通过准入及日常监管中采取公开公示以及多部门协同的方式、明确禁止违法医美“导购”行为、对生活美容和医疗美容边界进一步划分。
2023-07	《2023年第二次医疗器械分类界定结果汇总》	国家药监局	本次汇总的 2023 年 1 月 2023 年 4 月医疗器械产品分类界定结果共 249 个，其中建议按照 III 类医疗器械管理的产品。

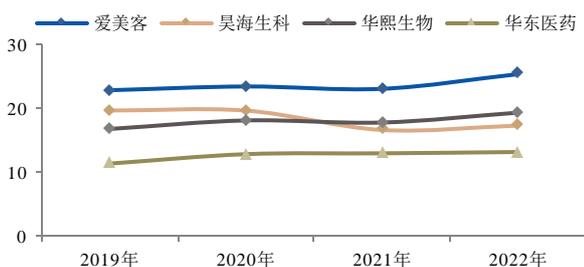
资料来源：iFind，财信证券

4 公司看点：深厚的研发实力和前瞻性布局，持续推动突围

4.1 产品端：基本盘稳健，叠加丰富在研储备，护城河深且宽

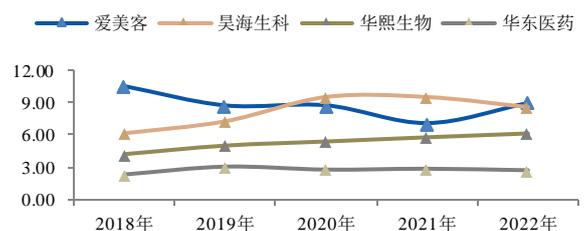
产品管线丰富且不断拓展，公司基本盘稳健。目前，公司已形成了包括皮肤填充剂、再生剂以及埋植线等在内的丰富产品管线，打造了强大的技术壁垒。截至 2023 年中报，公司已成功研发并商业化 7 款获批 III 类械的医疗美容产品，其中，有六款产品获均为国内同类首创。具体从产品类型来看，1) 溶液类：嗨体系列，通过不断的迭代优化，适应范围不断拓展，满足了消费者多元化的需求。2020-2022 年期间，以嗨体为代表的溶液类产品持续为公司贡献了六成以上营收；2) 凝胶类：大单品濡白天使于 2021 年 6 月获批，经过两年培育后，逐步开始放量。截至 2023 年中报，以濡白天使为代表的凝胶类注射产品实现营收 5.66 亿元，同比增长 139%，后续随着产品认可度进一步提升，有望持续驱动公司业绩上行。

图 26：研发人员占比情况对比（%）



资料来源：iFind，财信证券

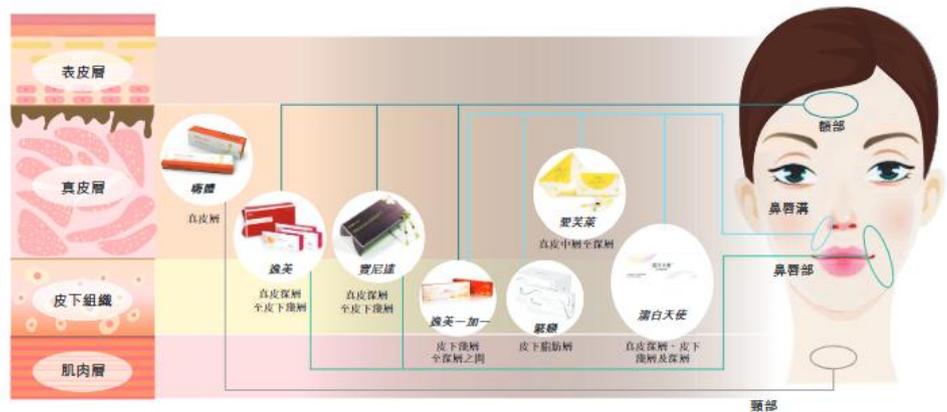
图 27：研发费用率情况对比（%）



资料来源：iFind，财信证券

雄厚研发实力、过证优势以及前瞻性布局，共筑公司护城河。1) **研发实力**: 公司配备了实力雄厚的研发团队，研发人数占比 20% 以上，领先行业平均水平。研发人员不仅专业背景过硬，涵盖生物工程、制药工程多个领域，还具有多年医疗美容相关领域的从业经验。此外，公司非常注重研发投入，2018 年-2022 年研发费用分别为 0.34 亿元、0.49 亿元、0.62 亿元、1.02 亿元和 1.73 亿元，年复合增长率为 50.19%。截至 2023 年中报，公司已累积注册专利 63 项，其中含发明专利 27 项。此外，还具备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。2) **过证优势**: 截至 2023 年 6 月底，公司共有 7 款获得医疗器械注册证的医美产品，其中有六款产品均为国内首款甚至唯一一款。3) **前瞻性布局**: 一方面，公司有多个在研项目，除进一步拓宽适应症范围，优化迭代透明质酸产品外，公司还布局了减重和肉毒素市场。据 2023 年中报披露，公司利拉鲁肽注射液，利多卡因丁卡因乳膏以及注射用 A 型肉毒毒素 3 个项目进入临床及注册阶段；公司去氧胆酸注射液、透明质酸酶以及司美格鲁肽注射液预计在 2023-2024 年提交临床试验申请。另一方面，公司进军光电抗衰赛道，横向扩充抗衰产品管线。公司与韩国 Jeisys 签署了 Density 和 LinearZ 两款医美治疗设备及配套耗材在中国内地(不含港澳台)的经销权。两款设备均为无创抗衰仪器，且均已在韩国实现商业化。截至目前，我国暂未有专注抗衰的 III 类超声医美设备注册，加之公司成熟的运营体系，两款设备后续均存在较大潜力。

图 28：差异化产品定位



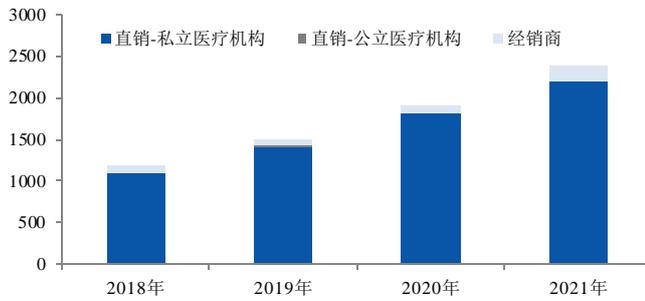
资料来源：爱美客 H 股招股说明书，财信证券

4.2 渠道端：双引擎共同驱动业绩增长

“直销为主+经销为辅”的销售模式高效稳定。直销模式主要由公司销售团队覆盖规模较大、影响力较强的头部医院及连锁终端，且深度绑定医生，从而实现产品快速推广以及终端价格牢牢把控。而经销渠道主要覆盖公司销售团队无法直接覆盖的医疗机构。灵活而机动性强的经销商有利于助力产品推广，扩大市场占有率。另外，渠道渗透率的提升，叠加违规机构的逐步出清，共同驱动业绩增长。一方面，虽然消费情绪整体偏保守，但随着消费逐步复苏，具备高粘性医疗美容或将复苏更快。另外，相比海外，我国消费者渗透率相对偏低，尤其是非一线城市还具备较大下沉市场空间。据前瞻产业研究院数据显示，截至 2021 年 12 月，中国合规注册的医疗美容机构共 15144 家。而据爱美客 H 股

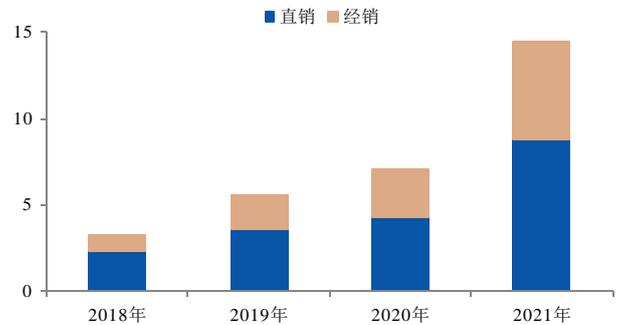
招股说明书披露，2021 年公司直销、经销机构数量合计超 4400 家，其中 4000 家为直销机构。可以看出公司渠道市场渗透率整体还是相对偏低，后续渠道渗透率提升逻辑有望拉动业绩增长。另一方面，据 Frost&Sullivan 数据显示，2022 年中国医美行业非合规市场规模约为合规市场的 2 倍。随着监管整治力度的不断加强，非合规市场加速向合规市场转化，合规医美市场空间进一步加大。

图 29：历年直销、经销机构数（家）



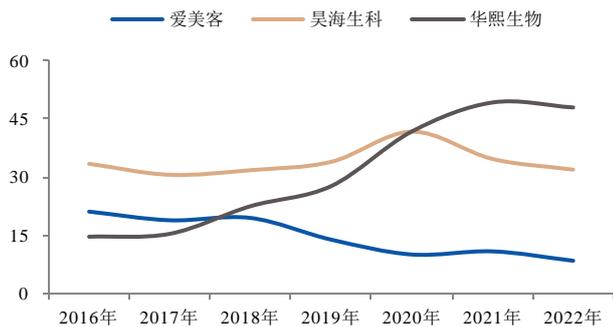
资料来源：iFind，财信证券

图 30：公司各渠道营收情况（亿元）



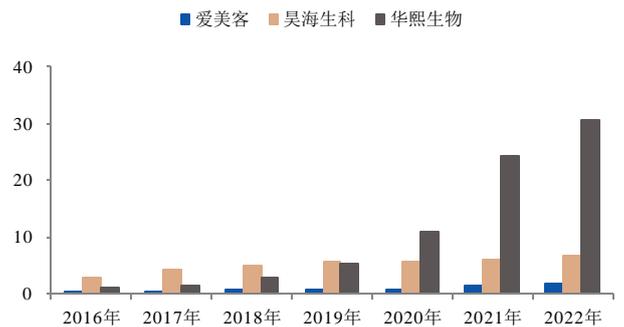
资料来源：iFind，财信证券

图 31：各公司销售费用率占比情况（%）



资料来源：iFind，财信证券

图 32：各公司销售费用情况（亿元）



资料来源：iFind，财信证券

5 盈利预测和估值

5.1 盈利预测

1) **溶液类产品**：大单品嗨体，基于其先发优势（作为国内唯一一款获批用于颈部修复的皮肤填充剂）以及产品矩阵不断拓展（目前已形成了嗨体熊猫针、嗨体 1.5、嗨体 2.5 和太活泡泡的产品矩阵），自获批上市以来，其安全性和有效性快速得到了下游医疗机构以及终端消费者的认可，2019 年终端消费需求开始逐渐放量，目前仍处于持续渗透期。后续在严监管趋于常态化，不合规产品逐渐出清背景下，嗨体系列产品销售或将持续增长。而逸美方面，受产品升级逸美一加一上市冲击，逸美销售连续出现下滑，后续或将逐步退出市场。我们预计 2023-2025 年公司溶液类产品营收分别为 16.79/20.43/23.24 亿元，对应着同比增速分别为 29.87%/21.65%/13.78%，2023-2025 年毛利率为 95.3%/94.73%/94.7%。

2) 凝胶类产品：受市场渗透率、轻医美化率、国产替代率提升逻辑持续驱动，基于透明质酸的产品矩阵以及再生针剂等产品销量有望进一步提升。尤其是对标高端玻尿酸，差异化产品力凸显的再生针剂濡白天使，经过 2 年培育后，销量正处于加速释放阶段，有望将成为公司另一大爆品。此外，考虑到宝尼达、爱芙莱、逸美一加一、爱美飞等多款差异化产品定位形成的组合优势，增速或延续高位。我们预计 2023-2025 年公司凝胶类产品营收分别为 12.07/20.41/29.58 亿元，对应着同比增速分别为 89.07%/69.16%/44.93%，2023-2025 年毛利率为 97.8%/97%/97.31%。

3) 面部埋植线：国内埋植线市场正处于起步阶段，而作为国内首款获批上市的面部埋植线-紧恋，具备先发优势。此外，再叠加相对良好的竞争格局，后续有望延续稳健增长。我们预计产品营收分别为 0.05/0.06/0.06 亿元，对应着同比增速分别为 1.52%/6.41%/3.27%，2023-2025 年毛利率为 75.27%/76.11%/75.6%。

4) 化妆品：相较于公司强劲 ToB 端的医美业务，公司今年 11 月才开始推出 ToC 端的化妆品业务。公司围绕消费者的“后医美”市场推出了聚焦医美后修复的“爱芙源”、专注眼周护肤“嗨体熊猫”，以及专注颈部护肤的“嗨体护肤”三个品牌。作为医美龙头公司，其研发实力和渠道力都有目共睹，我们预计经过一段时间培育，三大护肤品新品牌或将借助原有院线打开产品销路，为公司业绩贡献新的增长点。我们预计产品营收分别为 0.03/0.03/0.04 亿元，对应着同比增速分别为 5.34%/12.18%/20.72%，2023-2025 年毛利率为 38.14%/41.39%/42.13%。

综上所述，我们预计公司 2023-2025 年收入分别为 28.94/40.92/52.92 亿元，同比增长 49.25%/41.42%/29.31%。公司 2023-2025 年毛利率分别为 96.25%/95.8%/96.1%。

随着规模化效应，经营杠杆逐步显现，预计未来销售费用率、管理费用率和研发费用率呈现逐年下降的趋势。预计 2023-2025 年归母净利润分别为 18.37/26.24/34.04 亿元，同比增长 45.41%/42.81%/29.72%。

5.2 估值分析

我们选取同为医美中上游且涉及玻尿酸业务的华熙生物、昊海生科为可比公司作为估值参考。考虑到公司是纯正的医美耗材龙头，医美主业更为聚焦，研发、资质、渠道多重壁垒构筑极深护城河，我们给予公司 2024 年 25-30 倍 PE 估值，目标市值为 656.11-787.33 亿元，对应目标价为 303.25-363.9 元。维持公司“买入”评级。

表 11：同行估值对比分析

代码	公司名称	市值 (亿元)	PE (TTM)	2023PE	2024PE	2025PE	收入 CAGR (2023-2025)	利润 CAGR (2023-2025)
688366.SH	昊海生科	162	53.71	41.5	33.26	27.35	20.77%	23.18%
688363.SH	华熙生物	326	40.3	44.05	38.31	32.22	19.16%	23.11%
	平均值		47.01	42.76	35.79	29.79	19.97%	23.15%
300896.SZ	爱美客	606	35.76	33.1	23.18	17.87	35.23%	36.13%

资料来源：iFind（除爱美客外，其余公司数据采用 iFind 一致预期数据），财信证券

6 风险提示

宏观经济波动风险，行业政策变化风险，市场竞争度加剧，产品质量风险，产品研发和注册风险等。

报表预测(单位:百万元)						财务和估值数据摘要					
利润表	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	主要指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,447.87	1,938.84	2,893.67	4,092.35	5,291.64	营业收入	1,447.87	1,938.84	2,893.67	4,092.35	5,291.64
减:营业成本	91.27	99.91	108.48	172.03	206.26	增长率(%)	104.13	33.91	49.25	41.42	29.31
营业税金及附加	6.66	9.50	14.14	19.99	25.85	归属母公司股东净利润	957.80	1,263.56	1,837.28	2,623.90	3,403.78
营业费用	156.49	162.67	338.56	421.51	536.04	增长率(%)	117.81	31.92	45.41	42.81	29.72
管理费用	64.72	125.43	153.36	210.35	266.17	每股收益(EPS)	4.43	5.84	8.49	12.13	15.73
研发费用	102.31	173.11	205.45	282.37	359.83	每股股利(DPS)	2.10	2.80	5.41	7.72	10.02
财务费用	-51.92	-45.22	-41.24	-46.13	-44.20	每股经营现金流	4.32	5.46	8.40	12.06	15.40
减值损失	-2.59	-2.65	-4.21	-5.96	-7.70	销售毛利率	0.94	0.95	0.96	0.96	0.96
加:投资收益	18.48	33.13	22.12	22.12	22.12	销售净利率	0.66	0.65	0.63	0.64	0.64
公允价值变动损益	27.37	29.41	0.00	0.00	0.00	净资产收益率(ROE)	0.19	0.22	0.28	0.35	0.39
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投入资本回报率(ROIC)	3.19	0.88	0.96	1.32	1.64
营业利润	1,126.62	1,488.20	2,140.02	3,055.58	3,963.29	市盈率(P/E)	63.49	48.13	33.10	23.18	17.87
加:其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	市净率(P/B)	12.09	10.40	9.34	8.14	6.99
利润总额	1,121.84	1,488.31	2,138.43	3,054.00	3,961.71	股息率(分红/股价)	0.01	0.01	0.02	0.03	0.04
减:所得税	164.50	220.72	308.46	440.53	571.47	主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	957.33	1,267.58	1,829.97	2,613.46	3,390.24	收益率					
减:少数股东损益	-0.47	4.03	-7.31	-10.44	-13.54	毛利率	93.70%	94.85%	96.25%	95.80%	96.10%
归属母公司股东净利润	957.80	1,263.56	1,837.28	2,623.90	3,403.78	三费/销售收入	18.86%	17.19%	18.43%	16.57%	16.00%
资产负债表	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EBIT/销售收入	73.90%	74.43%	72.48%	73.50%	74.03%
货币资金	3,263.54	3,139.59	3,799.46	4,755.00	5,944.83	EBITDA/销售收入	74.72%	75.25%	75.20%	75.43%	75.16%
交易性金融资产	370.51	703.69	703.69	703.69	703.69	销售净利率	66.12%	65.38%	63.24%	63.86%	64.07%
应收和预付款项	87.00	148.62	180.98	255.95	330.96	资产获利率					
其他应收款(合计)	9.69	4.60	13.27	18.77	24.27	ROE	19.04%	21.61%	28.21%	35.14%	39.11%
存货	34.94	46.72	47.42	75.21	90.17	ROA	18.19%	20.19%	26.71%	33.22%	37.16%
其他流动资产	37.58	90.52	86.66	122.56	158.47	ROIC	319.49%	87.96%	95.97%	131.97%	164.10%
长期股权投资	1,001.03	935.14	935.01	934.88	934.75	资本结构					
金融资产投资	211.86	473.04	473.04	473.04	473.04	资产负债率	4.47%	5.00%	4.40%	5.23%	5.22%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资资本/总资产	26.00%	29.91%	28.38%	25.88%	23.85%
固定资产和在建工程	190.44	258.10	218.32	178.41	138.36	带息债务/总负债	17.09%	15.47%	10.80%	4.40%	1.33%
无形资产和开发支出	11.99	361.53	342.09	322.65	303.21	流动比率	21.30	18.44	21.02	16.71	16.79
其他非流动资产	46.25	97.00	77.50	58.00	58.00	速动比率	20.81	17.73	20.31	16.03	16.09
资产总计	5,264.83	6,258.55	6,877.45	7,898.16	9,159.76	股利支付率	47.44%	47.94%	63.68%	63.68%	63.68%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	收益留存率	52.56%	52.06%	36.32%	36.32%	36.32%
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产管理效率					
应付和预收款项	157.60	197.93	178.61	283.23	339.59	总资产周转率	0.28	0.31	0.42	0.52	0.58
长期借款	40.19	48.39	32.70	18.20	6.39	固定资产周转率	7.60	7.66	13.51	23.38	38.95
其他负债	37.39	66.45	91.51	112.00	132.53	应收账款周转率	20.01	15.18	19.00	19.00	19.00
负债合计	235.18	312.77	302.81	413.44	478.51	存货周转率	2.61	2.14	2.29	2.29	2.29
股本	216.36	216.36	216.36	216.36	216.36	估值指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	3,410.72	3,411.59	3,411.59	3,411.59	3,411.59	EBIT	1,069.92	1,443.09	2,097.19	3,007.87	3,917.51
留存收益	1,402.40	2,218.18	2,885.41	3,838.32	5,074.46	EBITDA	1,081.80	1,459.07	2,175.92	3,086.72	3,976.99
归属母公司股东权益	5,029.47	5,846.13	6,513.36	7,466.27	8,702.41	NOPLAT	893.76	1,203.93	1,796.27	2,575.58	3,354.01
少数股东权益	0.18	99.65	92.35	81.91	68.37	归母净利润	957.80	1,263.56	1,837.28	2,623.90	3,403.78
股东权益合计	5,029.65	5,945.78	6,605.71	7,548.18	8,770.77	EPS	4.43	5.84	8.49	12.13	15.73
负债和股东权益合计	5,264.83	6,258.55	6,908.52	7,961.62	9,249.29	BPS	23.25	27.02	30.10	34.51	40.22
现金流量表	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	PE	63.49	48.13	33.10	23.18	17.87
经营性现金净流量	934.96	1,181.29	1,817.19	2,609.06	3,332.91	PEG	0.54	1.51	0.73	0.54	0.60
投资性现金净流量	-647.78	-943.71	18.24	18.24	18.24	PB	12.09	10.40	9.34	8.14	6.99
筹资性现金净流量	-487.30	-374.18	-	-	-	PS	42.00	31.37	21.02	14.86	11.49
现金流量净额	-200.12	-136.60	659.88	955.54	1,189.82	PCF	65.04	51.48	33.46	23.31	18.25

资料来源: 财信证券, iFinD

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438