

行业深度报告

医美产品为何多并购？

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

【平安证券】行业半年度策略报告*社会服务*出行持续火热，美业表现分化*强于大市 20240625

【平安证券】爱美客（300896.SZ）*首次覆盖报告*专注专业，厚积薄发*推荐 20240704

【平安证券】爱美客（300896.SZ）*半年报点评*业绩符合预期，扩充产品线*推荐 20240822

【平安证券】爱美客（300896.SZ）*季报点评*中高端消费受影响，Q3 业绩基本持平*推荐 20241024

【平安证券】行业年度策略报告*社会服务*顺应时代：变与应变，体验消费*强于大市 20241214

证券分析师

胡琼方

投资咨询资格编号
S1060524010002
Huqiongfang722@pingan.com.cn



平安观点：

- 全球医美巨头艾尔建美学、高德美注射美学的医美业务部门几乎都是对外合作与并购而来，该等产品在其平台上不断拓宽适应症、触达更多人群和延伸到更多市场，目前均为全球化发展。艾尔建美学在 1991 年收购了 Botox，2006 年收购乔雅登所在公司 Corneal Laboratoires，经过二三十年的发展，2024 年艾尔建美学旗下 Botox 医美用途收入达到 27.20 亿美元（医学用途收入为 32.83 亿美元），乔雅登系列产品收入为 11.77 亿美元，两大产品占艾尔建美学业务的 75%。高德美注射美学旗下神经调节剂产品 Dysport 来自于对外合作，后在此基础上开发液体神经调节剂产品，2024 年收入达到 12.85 亿美元，填充剂瑞蓝系列和再生材料 Sculptra 亦分别来自 Q-Med 和赛诺菲，2024 年收入合计 10.14 亿美元。
- 爱美客上市后在自研基础上也开始了并购和对外合作：2021 年布局肉毒毒素业务，目前已处在审评阶段；2022 年与国内司美格鲁肽公司合作，2023 年与韩国 Jeisys Medical Inc. 签署经销协议，2024 年米诺地尔搽剂也出现在了公司的业务版图中。我们预计未来可期待公司更多的并购项目，同时公司自研产品也在持续推进中，2024 年宝尼达颈部适应症已经获批，我们预计 2025 年内相关产品能够面市，肉毒毒素目前也来到最后的阶段，产品将有序落地并开始贡献销售。此次爱美客通过香港子公司收购韩国再生材料企业 REGEN Biotech, Inc. 公司，通过其 Aesthefill 和 Powerfill 产品进一步扩充产品矩阵，与自身的濡白天使和如生天使产品形成补充，并且爱美客也可与 REGEN Biotech, Inc. 公司协同，在研发、生产和销售方面发挥各自优势，拓展国内和国际市场。基于未来爱美客在自研产品和外延项目的逐步落地，建议关注。
- **风险提示：**1. **宏观经济波动。**宏观经济对医美在内的可选消费有一定影响，若经济环境波动则影响消费意愿，进而进一步对相关公司业绩造成不利影响。2. **医美监管及政策扰动。**我国医美行业目前仍未成熟，医美监管处于不断完善过程中，各地政策也在逐步释放和调整，可能对相关公司短期经营带来扰动。3. **新品获批、合作项目情况不及预期。**医美产品获批情况存在不确定性，如临床结果不及预期、材料不完备需发补等，则新品节奏可能不及预期，甚至项目失败。相关合作项目、交易审批流程可能存在延期、变更或终止风险。4. **市场环境变化，公司决策失误，新产品推广及运营不及预期。**医美产品前期储备时间长，非常考验对市场的前瞻洞察和运营能力，如市场环境发生变化，或公司决策、判断失误，新产品不一定能如期贡献增长驱动力，并购或投资项目可能产生较大商誉减值。

股票名称	股票代码	股票价格		EPS			P/E				评级
		2025-03-19	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	
爱美客	300896.SZ	196.74	6.14	6.79	7.94	9.08	32.0	29.0	24.8	21.7	推荐

备注：wind，平安证券研究所 注：2024E 和 2025E 的 EPS 与我们 2024 年 10 月 24 日点评略有差异是由于 2024 年 12 月 9 日公司第一期限限制性股票激励计划首次授予和预留授予部分第一个归属期归属的 15.44 万股股票上市，导致公司总股本相应增加。

正文目录

- 一、 国际医美巨头的并购历史.....5
 - 1.1 艾尔建美学通过并购成医美巨头5
 - 1.2 高德美注射美学以并购与合作丰富产品矩阵8
- 二、 医美产品多并购源自审批时间长、专业功效和可选消费多属性11
 - 2.1 医美产品的时间价值 11
 - 2.2 医美产品的功效性和可选消费属性 12
- 三、 爱美客近期并购韩国再生材料企业.....13
- 四、 投资建议14
- 五、 风险提示14

图表目录

图表 1 高德美测算的全球皮肤科市场情况，注射美学产品约 90 亿美元 5

图表 2 艾尔建美学收入构成(亿元人民币) 5

图表 3 艾尔建美学收入-分区域(亿元人民币)..... 5

图表 4 艾尔建重大重组及医美并购 6

图表 5 Botox 医疗用途适应症领域 7

图表 6 Botox 医美领域主要适应症 7

图表 7 Botox 2017 年登上《时代》周刊封面：How botox became the drug that ’ s treating everything. 7

图表 8 Botox：2024 年总体收入 60 亿，医美用途 27.2 亿（亿美金，%） 7

图表 9 艾尔建美学旗下核心产品在我国获批情况 8

图表 10 高德美注射美学业务形成过程——核心产品均来自并购或对外合作 9

图表 11 高德美注射美学业务收入情况 10

图表 12 高德美注射美学产品全球发展：以神经调节剂为例，在中、美、欧洲、拉美地区多线布局 10

图表 13 高德美旗下注射美学产品在中国的获批情况 10

图表 14 我国三类医疗器械研发注册流程 11

图表 15 我国三类医疗器械申请注册流程（上左：注册申报资料准备，上右：审评审批流程，下：审评相关各环节法定时限） 11

图表 16 医美产品的专业功效性、可选消费属性结合更有利于放量 13

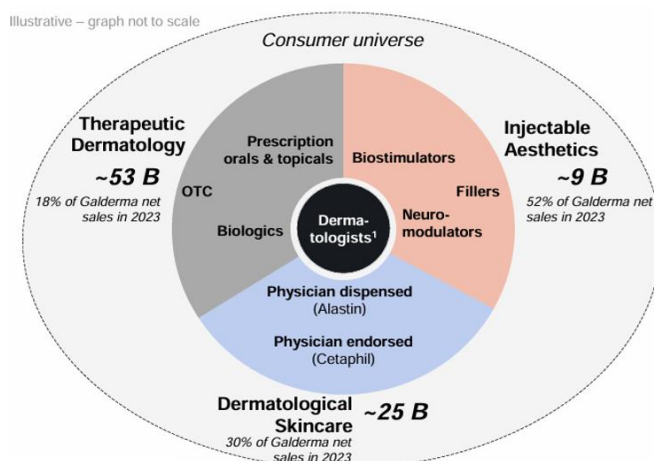
图表 17 REGEN Biotech, Inc.公司财务数据（万元） 13

图表 18 爱美客产品管线（除本次并购外） 14

一、国际医美巨头的并购历史

2024 年 3 月高德美上市，根据其 IPO 路演材料，2023 年全球注射美学市场规模约 90 亿美元。根据艾伯维公告和高德美 IPO 材料，艾尔建美学 2023 年收入 53 亿美元（对应 375 亿元人民币），收入占艾伯维集团的 9.7%，尽管占比不高，但为全球头部医美公司；高德美 2023 年注射美学业务收入 21.28 亿美元。据此计算艾尔建美学、高德美注射美学在全球注射美学市场中的份额分别约 40-50%和 20-25%，两者美学业务发展中经历了多轮并购。

图表1 高德美测算的全球皮肤科市场情况，注射美学产品约 90 亿美元



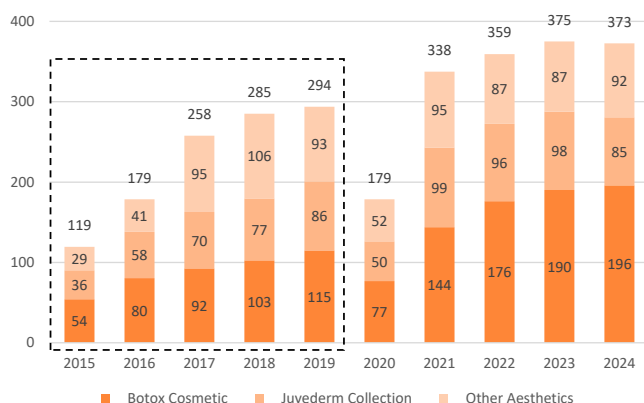
资料来源：高德美 IPO 路演材料-202403，平安证券研究所

1.1 艾尔建美学通过并购成医美巨头

1.1.1 艾尔建美学：头部综合性医美产品供应商，肉毒毒素和透明质酸为核心

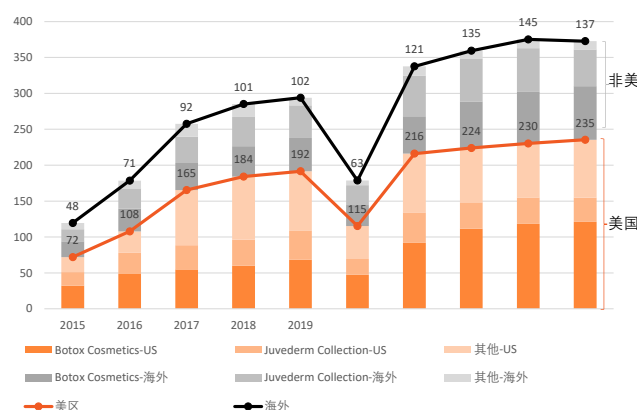
艾尔建美学为全球综合性医美供应商（2020 年跟随艾尔建集团被艾伯维收购），产品线齐全且覆盖全球市场。旗下产品主要涵盖肉毒毒素（botox 品牌等）、透明质酸（乔雅登系列等）、硅凝胶乳房植入体和单囊硅凝胶乳房假体（分别对应 Natrelle 品牌和 Mcghan 品牌）以及减脂用能量源设备（酷塑等），核心产品多已在我国获批。2023 年艾尔建美学收入尽管只占集团的 9.7%，但收入体量达 375 亿元（对应 53 亿美元），其中注射美学部分 Botox 和 Juvederm collection 收入合计达 288 亿元（对应约 41 亿美元），占艾尔建美学总体收入的 77%左右。2024 年 Botox（注射美学部分）和 Juvederm collection 收入分别为 27.20 亿美元和 11.77 亿美元（报告口径分别同比增长 1.4%和下滑 14.6%）。

图表2 艾尔建美学收入构成(亿元人民币)



资料来源：艾尔建年报，艾伯维年报，彭博，平安证券研究所

图表3 艾尔建美学收入一分区域(亿元人民币)

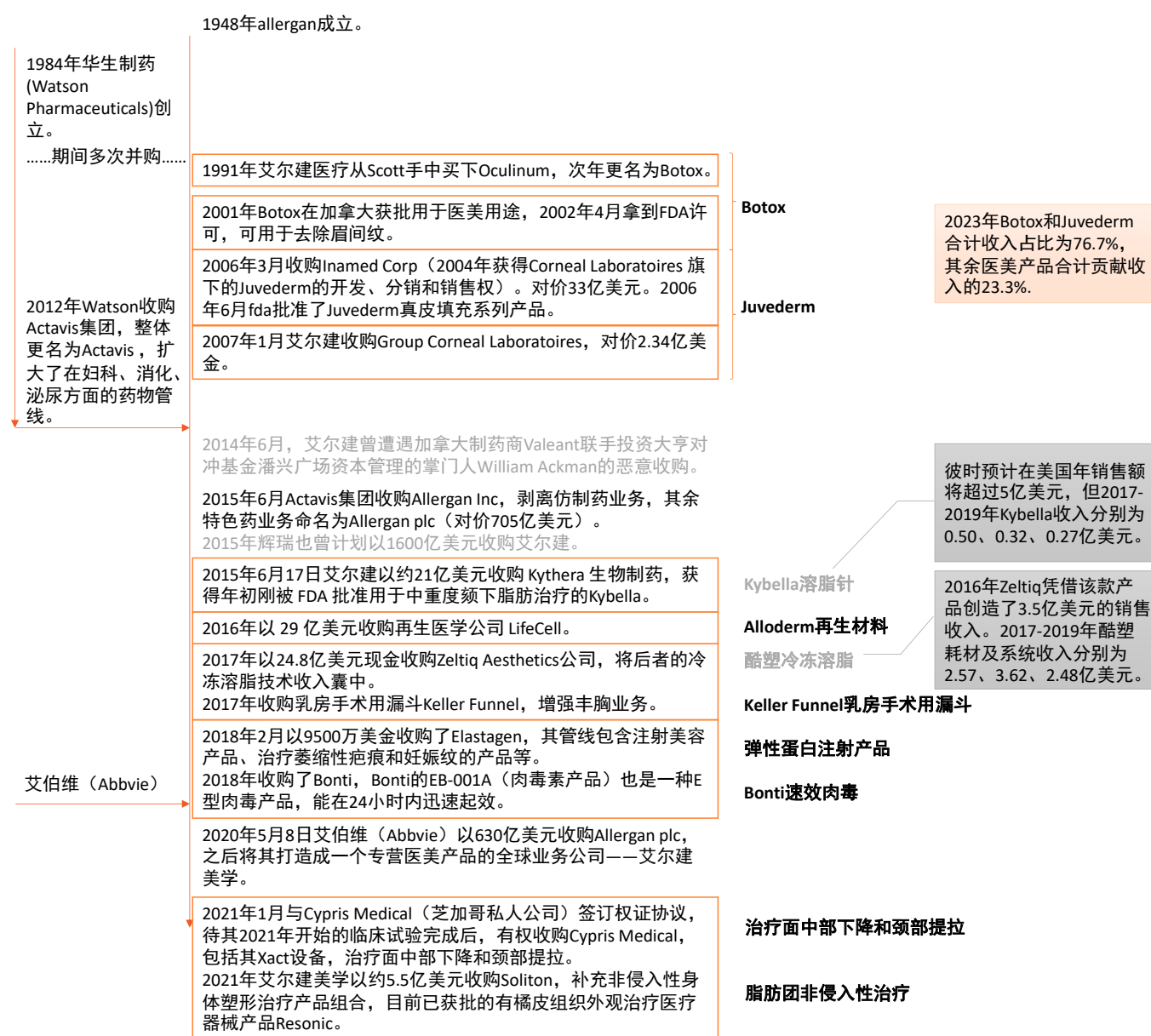


资料来源：艾尔建年报，艾伯维年报，彭博，平安证券研究所

■ 1.1.2 艾尔建美学并购项目后拓展适应症、释放产品市场空间

艾尔建美学的发展史更大程度上是一部并购史。根据《Early development history of Botox (onabotulinumtoxinA)》一文，1991 年艾尔建医疗从 Dr.Scott（为美国眼科医生，在 1970 年代为治疗斜视研发出了 Oculinum，1989 年 12 月 29 日获得 FDA 批准用于治疗斜视及眼睑颤动）手中买下 Oculinum，1992 年更名为 Botox，之后不断拓展 Botox 的适应症，开发出丰富的产品线；2006 年艾尔建收购拥有 Group Corneal Laboratories 旗下 Juvederm 开发、分销和销售权的 Inamed Corp，2007 年又进一步收购 Group Corneal Laboratories，之后也开发新的适应症和推新，打造其消费品牌属性。Botox 和 Juvederm 发展约 20 年，今天仍然是艾尔建美学业务的核心主力。2015 年之后，艾尔建美学也开启了对新一代医美产品的投资和并购，包含 Kybella 溶脂针、alloderm 再生材料、酷塑冷冻溶脂、乳房手术用漏斗、bonti 速效肉毒、脂肪团非侵入性治疗产品等。

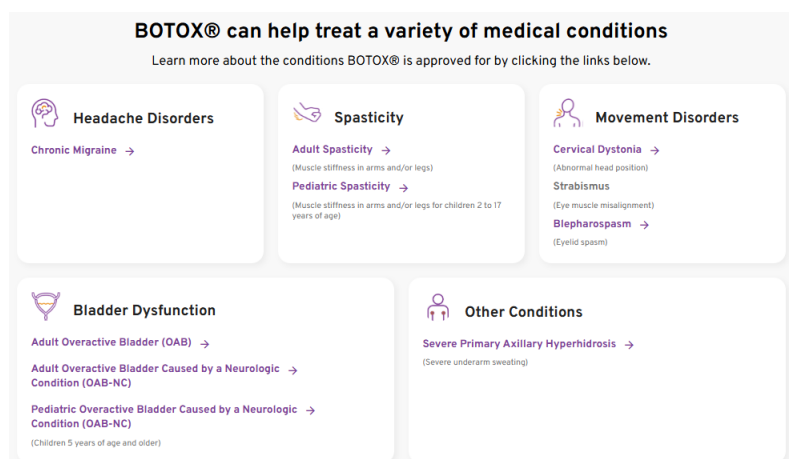
图表4 艾尔建重大重组及医美并购



资料来源：艾尔建公告、年报，艾伯维公告，彭博，crunchbase，biopharma dive，平安证券研究所

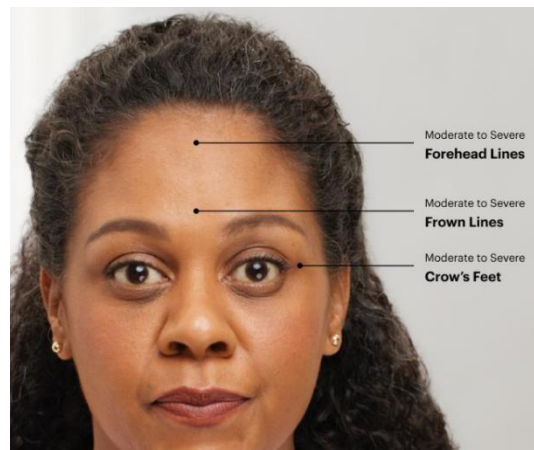
Botox 几乎是艾尔建美学最为成功的并购案例。目前 Botox 医疗用途和医美用途双线并行，根据 Botox 官网，目前 Botox 医疗用途已涵盖慢性偏头痛、成人和小儿痉挛、颈椎张力障碍、斜视、眼痉挛等运动障碍，以及膀胱功能障碍、其他如重症原发性腋下多汗症等；医美用途适应症包含额纹、眉间纹、眼角纹等，2024 年 6 月 Botox 在我国获批了咬肌肥大适应症（据艾尔建美学公众号，2023 年，全球首个保妥适®治疗咬肌肥大/突出三期临床研究数据正式发布，从循证医学角度提供了该临床应用安全性及有效性的观察数据。中国是保妥适®在全球首个获批该适应症的市场）。

图表5 Botox 医疗用途适应症领域



资料来源：Botox 官网，平安证券研究所

图表6 Botox 医美领域主要适应症



2024 年 6 月 3 日艾尔建美学发布咬肌适应症获得我国 nmpa 批准。

资料来源：Botox 官网，艾尔建美学微信公众号，平安证券研究所

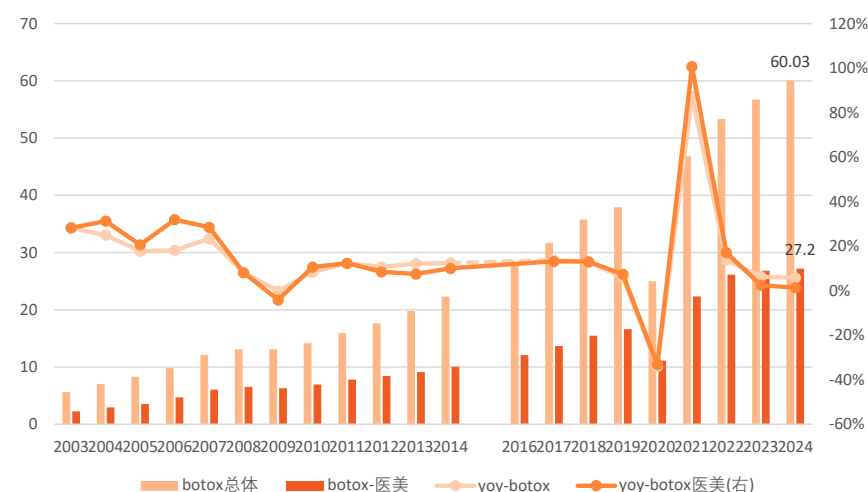
在艾尔建不断拓宽适应症的努力下，2017 年 1 月 Botox 以《How botox became the drug that's treating everything》登上《时代》周刊封面。根据已退市的 Allergan（代码 agn.n）历史年报，2005 年 Botox 整体收入 8.31 亿美元（其中医美用途占比约 43%即 3.57 亿美元），而 20 年后，2024 年 Botox 的收入为 60.03 亿美元（其中美学收入 27.20 亿美元，医学收入 32.83 亿美元）。

图表7 Botox 2017 年登上《时代》周刊封面：How botox became the drug that's treating everything.



资料来源：《时代》周刊封面（2017 年 1 月 16 日），平安证券研究所

图表8 Botox：2024 年总体收入 60 亿，医美用途 27.2 亿（亿美金，%）



资料来源：艾尔建、艾伯维年报，彭博，平安证券研究所

根据艾尔建美学公众号 7 月 25 日文章，自 2000 年全球上市以来，乔雅登家族在 100 多个国家/地区累计销售超过 1 亿支。2009 年起，艾尔建美学旗下相关产品相继在我国获批，根据 nmpa 和艾尔建美学微信平台，乔雅登系列下有 7 个适应症获批；艾尔建美学旗下肉毒毒素产品在我国所获批的适应症有改善眼部皱纹，2024 年 6 月又新增了咬肌肥大适应症。

图表9 艾尔建美学旗下核心产品在我国获批情况

获批时间	产品类型	作用部位	中文商品名	品牌
2009	肉毒毒素	暂时性改善 65 岁及以下成年患者由于皱眉肌和/或降眉间肌活动造成的中到重度皱眉纹	保妥适	
2015	注射用交联透明质酸钠凝胶 Juv é derm ULTRA Plus	面部真皮组织中层至深层注射，以纠正重度鼻唇沟皱纹	乔雅登®极致®	
	注射用交联透明质酸钠凝胶 Juv é derm ULTRA	面部真皮组织中层至深层注射，以纠正中度鼻唇沟皱纹	乔雅登®雅致®	
	单囊硅凝胶乳房假体 Single Lumen Gel-Filled Breast Implants	隆乳和乳房再造。	麦格	
2016	硅凝胶填充乳房植入体 Single Lumen Gel-Filled Breast Implants	整形外科手术中隆乳和乳房再造。	娜琦丽	
	冷冻减脂仪 Cryolipolysis System	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	酷塑	
2019	注射用交联透明质酸钠凝胶 Juv é derm Voluma	面颊部深层（皮下和/或骨膜上）注射，以重塑面部体积	乔雅登®丰颜®	
2020	注射用交联透明质酸钠凝胶 Juv é derm VOLIFT with Lidocaine	面部真皮深层注射，以纠正中重度鼻唇沟皱纹	乔雅登®缇颜®（含利多卡因）	
2021	含利多卡因注射用交联透明质酸钠凝胶 Juv é derm VOLBELLA with Lidocaine	唇部	乔雅登®质颜®（含利多卡因）	
2021	含利多卡因注射用交联透明质酸钠凝胶 Juv é derm VOLUMA with Lidocaine	面颊部深层（皮下和/或骨膜上）注射，以重塑面部容积；鼻背、鼻小柱和前鼻棘部位骨膜上层（硬骨膜上和/或软骨膜上）注射，以改善外鼻体积及形态。	乔雅登®丰颜®（含利多卡因）	
2024	含利多卡因注射用交联透明质酸钠凝胶 Juv é derm VOLUX	用于面部骨膜上注射，以改善中度下颌后缩患者的下颌轮廓。	乔雅登®朔颜®	
	含利多卡因注射用交联透明质酸钠凝胶	改善重度鼻唇沟皱纹并减少疼痛	乔雅登®越致™	
	肉毒毒素	暂时性改善成人显著或非常显著的咬肌突出（肥大）	保妥适	

资料来源：NMPA，界面新闻，艾尔建美学官方微信平台，平安证券研究所

注：2024 年 2 月 5 日国家药监局根据艾尔建自身申请，注销含利多卡因注射用交联透明质酸钠凝胶的医疗器械注册证，注册证编号为国械注进 20223130141，原本该产品适应症为“适用于鼻背、鼻小柱和前鼻棘部位骨膜上层（硬骨膜上和/或软骨膜上）注射，以改善外鼻体积及形态”，批准日期为 2022 年 3 月 10 日。结合界面新闻，此次注销是因为艾尔建于 2021 年获批的【含利多卡因注射用交联透明质酸钠凝胶 Juv é derm VOLUMA with Lidocaine】在 2023 年 8 月 28 日适应症拓宽至表中所列的范围，因此将此前的重复注册证注销。

1.2 高德美注射美学以并购与合作丰富产品矩阵

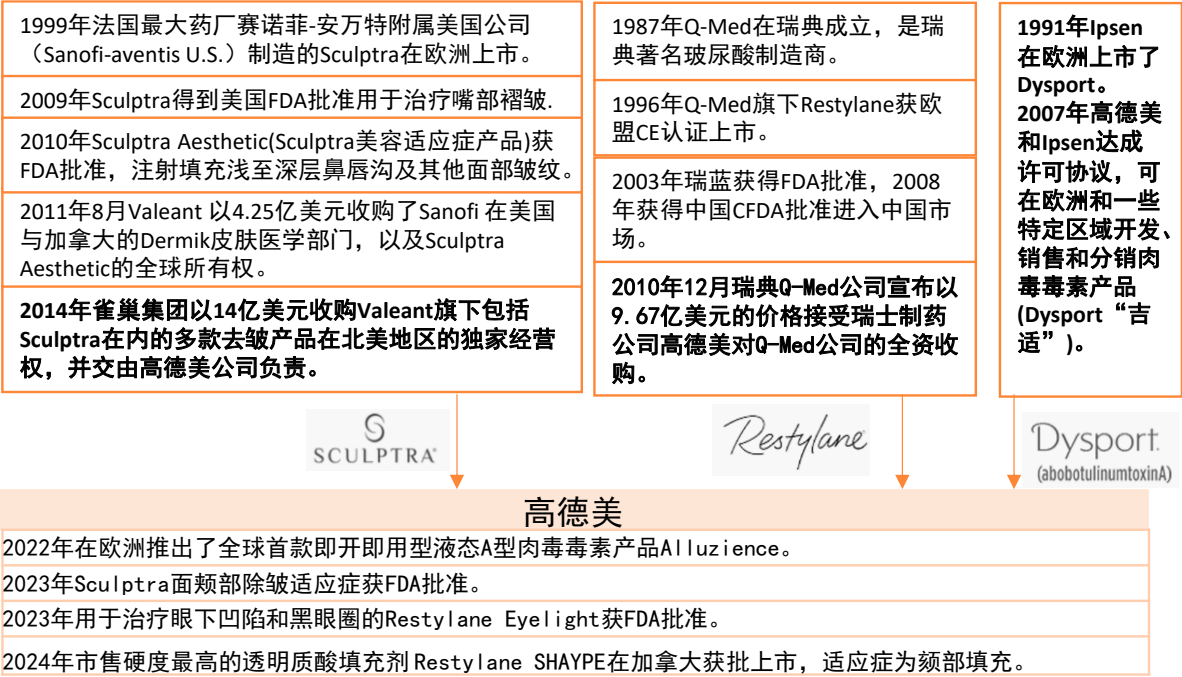
高德美旗下核心注射美学产品有神经调节剂（主要为 Dysport）、填充材料和再生材料（主力产品为瑞蓝系列和 Sculptra 产品）也均来自并购或对外合作。1999 年赛诺菲制造的 Sculptra 在欧洲上市，2011 年 Valeant 收购了 Sanofi 在美国与加拿

大的 Dermik 皮肤医学部门以及 Sculptra Aesthetic 的全球所有权，2014 年雀巢又将 Sculptra 在内的多款去皱产品在北美地区的独家经营权收入麾下并交由高德美公司负责。

瑞蓝产品系列最早由 Q-Med 开发，Q-Med 于 1987 年在瑞典成立，1996 年 Restylane 获欧盟 CE 认证上市，之后在 2003 年和 2008 年分别获得美国 FDA 和中国 CFDA（现为 NMPA）批准，进入相应市场，2010 年 Q-Med 接受高德美对其全资收购，瑞蓝相关系列产品整体进入高德美。

1991 年 Ipsen 在欧洲上市了 Dysport，2007 年高德美和 Ipsen 达成许可协议，可在欧洲和一些特定区域开发、销售和分销 Dysport 产品。

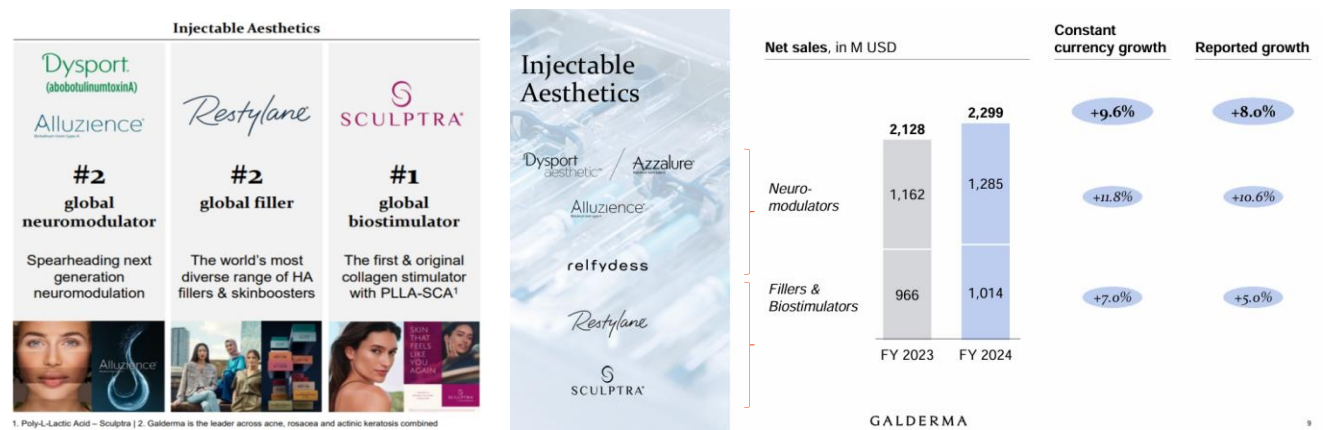
图表10 高德美注射美学业务形成过程——核心产品均来自并购或对外合作



资料来源：高德美官网及上市路演材料，瑞蓝中文官网，sanofi 官网，Sculptra 申请FDA历史，FDA，NMPA，pharmabiz，医药魔方，每日经济新闻，环球网，美业观察，平安证券研究所

根据高德美上市路演材料，公司神经调节剂系列产品在全球排名第二，瑞蓝系列为全球第二的填充剂产品，Sculptra 为全球第一的再生材料。2024 年高德美注射美学业务按固定汇率同比增长 9.6%至 22.99 亿美元（主要是受 Dysport 和 Sculptra 双位数增长带动），其中神经调节物（主要为 A 型肉毒毒素 Dysport 和液态 A 型肉毒毒素 Relfydess）收入 12.85 亿美元，填充剂和再生材料收入合计 10.14 亿美元。

图表11 高德美注射美学业务收入情况



资料来源：高德美上市路演材料，高德美 2024 年年报 ppt 展示材料，平安证券研究所

高德美的产品也在全球多区域发展，其中 2024 年神经调节剂产品（即肉毒毒素）Dysport 在中国和美国持续抢占市场份额，在欧洲地区加强了领先地位，即用型液体神经调节剂进入新市场。高德美注射美学产品近年来相继在我国获批了瑞蓝系列产品、Dysport 和 Sculptra。

图表12 高德美注射美学产品全球发展：以神经调节剂为例，在中、美、欧洲、拉美地区多线布局

Neuromodulators strong growth ahead of the market



资料来源：高德美 2024 年年报 ppt 展示材料，平安证券研究所

根据瑞蓝中文官网，目前高德美注射美学在我国有瑞蓝家族的 7 款产品、Dysport（吉适）和 Sculptra（塑妍萃）获批上市。截止 2024 年 6 月在我国合作了 2333 家医美机构，其中吉适合作了 589 家；截止 2025 年 3 月 14 日分别达到 2720 家和 911 家，此外 Sculptra 合作了 216 家。

图表13 高德美旗下注射美学产品在中国的获批情况

获批年份	产品	适应症
2017	瑞蓝铂金（瑞蓝 2 号焕新），瑞蓝 2 号于 2009 年获批	面部真皮组织中层填充以纠正中重度鼻唇沟皱纹。
2018	瑞蓝丽堤（LYFT）	纠正中到重度鼻唇沟皱纹以及鼻背和/或鼻根塑形。
2019	瑞蓝唯堤（VITAL）	18 岁以上手背部需要增加组织容量的人群，用于手背部真皮层。

2020	瑞蓝瑞堤	面部真皮组织中层填充以纠正中重度鼻唇沟皱纹。
	瑞蓝丽堤丽多（LYFT·利多卡因）	纠正中重度鼻唇沟，矫正中面部容量缺失、中面部轮廓缺陷；鼻背和/或鼻根塑形。
2021	瑞蓝定采	纠正中度至重度鼻唇沟皱纹。改善轻度至中度下颌后缩患者的下颌轮廓。
2023	瑞蓝丰采	矫正中面部容量缺失和/或中面部轮廓缺陷，注射层次为皮下、骨膜上层。
2020	Dysport（吉适）	注射用A型肉毒毒素,300单位/瓶。
2024	Sculptra（塑妍萃）	聚左旋乳酸、羧甲基纤维素钠和甘露醇组成。用于真皮深层、皮下层注射，以矫正中面部容量缺失和/或中面部轮廓缺陷。

资料来源：瑞蓝中文官网，NMPA，平安证券研究所

二、 医美产品多并购源自审批时间长、专业功效和可选消费多属性

2.1 医美产品的时间价值

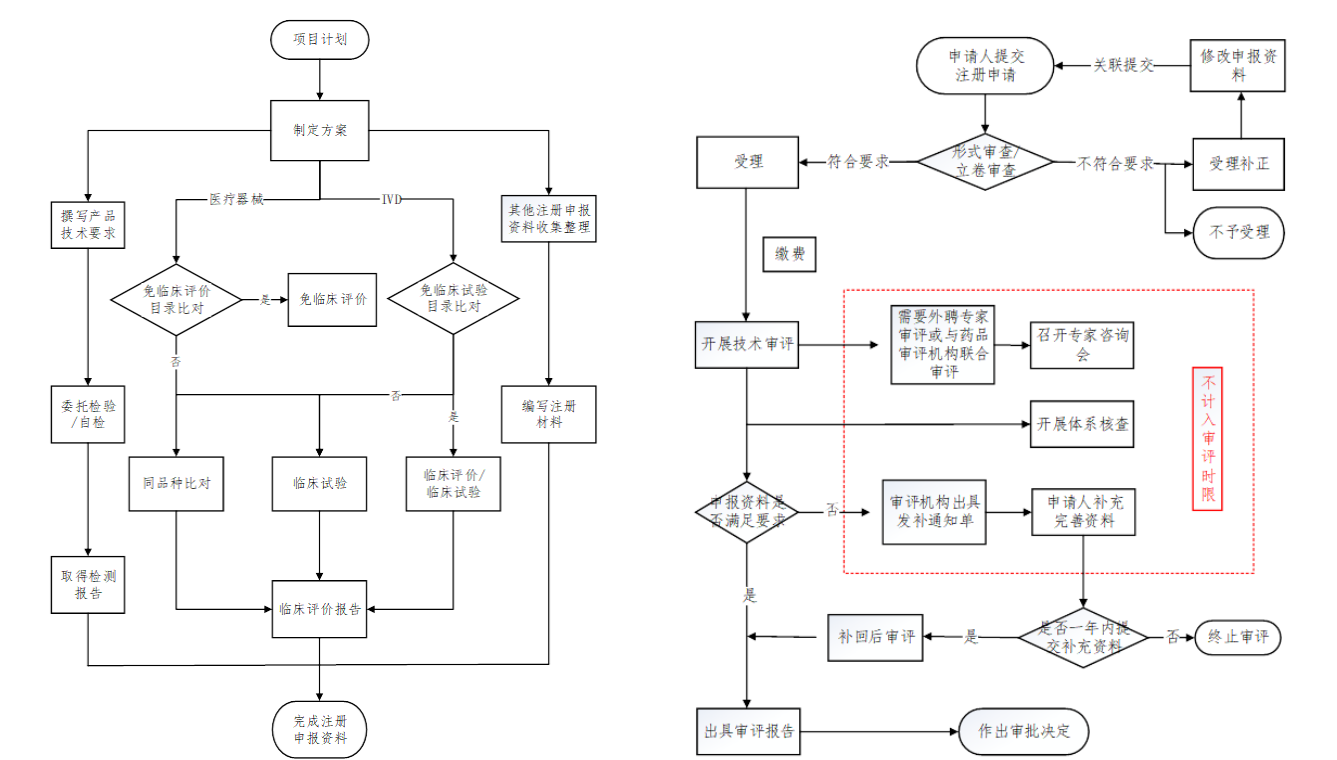
医美产品（三类器械或药品）审批流程长，占用时间、人力成本较高。以我国为例，医美注射产品归类于三类医疗器械，根据NMPA审批流程及考虑产品前期调研、设计和准备，获批注册及上市需要经历大约5年左右甚至更长的前期准备。

图表14 我国三类医疗器械研发注册流程



资料来源：爱美客招股说明书，NMPA，平安证券研究所

图表15 我国三类医疗器械申请注册流程（上左：注册申报资料准备，上右：审评审批流程，下：审评相关各环节法定时限）



事项 环节	二类（首次注册/变更 注册/延续注册）	三类（首次注册/变更注 册/延续注册）	临床试验审批
受理	5	5	5
转交至技术审评机构	3	3	3
补正前技术审评	60	90	60
企业补充资料	一年（自然日）	一年（自然日）	一年（自然日）
补正后技术审评	60	60	40
行政审批	20	20	20
有关行政许可证件 颁发、送达	10	10	10

注：上表未标明自然日的时限均为工作日。

资料来源：NMPA，国家药品监督管理局医疗器械技术审评中心(CMDE)，平安证券研究所

以爱美客的部分产品为例，2004 年公司成立，2009 年第一款产品逸美上市；2014 年开始调研再生材料，历经 7 年准备，2021 年中濡白天使产品上市。如此长的准备时间就要求产品开发团队对市场的前瞻性洞察能力和企业对不确定性的包容度、决心和耐心。

参考爱美客研发费用及项目情况估算，医美注射类产品研发投入约在几千万量级，投资规模不比医药，资金门槛相对不高，细分领域专业的初创团队/企业即可负担，同时专业的初创团队聚焦但行事可更为灵活。

成熟的大型企业特别是上市公司一方面对新产品项目的盈利考核要求较高，另一方面新产品可能对原有的产品造成一定的冲击，创新研发活力会在一定程度上被抑制；但是该等大型企业资金充裕，当市场上新产品的发展前景逐步清晰时，直接购买开发成熟的产品再加以应用，开发新产品的综合成本（时间成本、内部决策摩擦成本和资金成本综合考虑）相对更低。

因此从时间成本、对不确定性的包容、创新研发环境等角度看，医美领域创新产品/材料相对而言更适合以初创企业的形式开展。

2.2 医美产品的功效性和可选消费属性

除了产品开发前期的较长时间和较大不确定性，医美产品本身还兼具专业的功效性和可选消费属性。专业的功效性要求团队理解材料、注重科学与技术研究，细分材料领域需要相关研发人员在单一领域深耕，甚至不同细分材料的专业知识也不同；同时可选消费属性又要求企业洞察市场需求、研究消费者，两种能力在多数企业内较难兼容，研发还是市场占主导决定一个公司的特性。

由此，医美产品更适宜由专业药企/细分材料企业开发，之后与市场营销、运营能力更强的头部/专业医美平台型企业合作或被该等企业收购，以更大程度释放销售潜力。

图表16 医美产品的专业功效性、可选消费属性结合更有利于放量



资料来源：平安证券研究所

三、 爱美客近期并购韩国再生材料企业

3月10日晚爱美客公告收购韩国 REGEN Biotech, Inc.公司 85%股权（收购方为爱美客全资子公司爱美客香港和首瑞香港共同出资设立的爱美客国际，两者分别持有爱美客国际 70%、30%股权，双方无关联关系），并且未来爱美客国际拟于标的公司交割完成 18 个月后收购剩余的 15%股权。本次收购爱美客国际拟以现金方式支付 1.90 亿美元对价（折合人民币约 13.86 亿元），其中爱美客香港出资 1.33 亿美元，收购完成后爱美客持有 REGEN Biotech, Inc.公司 59.5%的股权。

根据爱美客并购公告，REGEN Biotech, Inc.公司于 2000 年注册成立，主要经营医用材料、医疗器械及医药等相关产品研发、生产和销售，是韩国第一家也是全球第三家取得聚乳酸类皮肤填充剂产品注册证的公司。REGEN Biotech, Inc.公司已获批上市的产品主要有 Aesthefill（主要用于面部）和 Powerfill（主要用于身体），主要成分均为 PDLLA 微球和羧甲基纤维素钠；Aesthefill 和 Powerfill 目前已经分别获得了 34 个和 24 个国家和地区的注册批准，其中 Aesthefill 于 2024 年 1 月获得了我国 nmpa 注册证（国械注进 20243130043），未来两产品也有望拓展更多市场。2023 年和 2024 年前三季度 REGEN Biotech, Inc.公司营收分别为 0.82 亿元和 0.72 亿元，净利润分别为 0.50 和 0.30 亿元。本次收购 REGEN Biotech, Inc.公司整体股权估值为 2.24 亿美元。

图表17 REGEN Biotech, Inc.公司财务数据（万元）

利润表项目	2023 年	2024 年 1-9 月
营业收入	8,198.54	7,223.11
净利润	5,015.14	2,950.03
资产负债表项目	2023 年 12 月 31 日	2024 年 9 月 30 日
总资产	10,834.85	13,451.49
净资产	9,718.80	11,065.20

资料来源：爱美客公告，平安证券研究所 注：以上利润表项目折算按照 2023 年月平均汇率人民币 1 元对 184.49 韩元折算，2024 年（1-9）月按照 2024 年（1-9）月月平均汇率人民币 1 元对 188.64 韩元折算；资产负债表项目 2023 年 12 月 31 日按照 1 元对 181.36 韩元折算，2024 年 9 月 30 日按照 1 元对 186.99 韩元折算。

REGEN Biotech, Inc.公司在韩国共有两处工厂，其中老厂于 2002 年投入使用，目前正常运转，2024 年新建新工厂，目前新厂已获得韩国 GMP 认证，预计 2025 年第二季度开始投产。本次收购对应 2023 年业绩为 32.5 倍 PE 水平，2024 年公司利润预计受到新工厂折旧摊销影响，过往产能受限，同时部分市场采用分销模式，利润环节被分销体系分流的影响。如截止

目前江苏吴中为 Aesthefill 在我国市场的独家代理商（此前签订协议，独家代理权有效期至 2032 年 8 月 28 日）。根据江苏吴中近期风险提示公告，Aesthefill 于 2024 年 1 月 22 日获得我国 nmpa 注册批准并于 4 月上市销售后，截止 2024-9-30 江苏吴中获得的 Aesthefill 销售收入达 1.95 亿元；根据江苏吴中 2024 年中报，2024 年上半年医美生科板块（主要为艾塑菲销售）销售收入为 8011.96 万元（对应毛利 6640.74 万元，毛利率为 82.89%）。未来一方面是新厂投产、产能逐步释放，另一方面爱美客介入后有望整合 REGEN Biotech, Inc.公司的分销网络，提升销售利润率水平。

本次交易完成后，爱美客可进一步扩充产品管线，同时与 REGEN Biotech, Inc.公司可在研发、生产和销售资源方面整合协同，公司产品也有望快速走向国际市场。

四、 投资建议

全球医美巨头艾尔建美学、高德美注射美学的医美业务部门几乎都是对外合作与并购而来，该等产品在其平台上不断拓宽适应症、触达更多人群和延伸到更多市场，目前均为全球化发展。艾尔建美学在 1991 年收购了 Botox，2006 年收购乔雅登所在公司 Corneal Laboratoires，经过二三十年的发展，2024 年艾尔建美学旗下 Botox 医美用途收入达到 27.20 亿美元（医学用途收入为 32.83 亿美元），乔雅登系列产品收入为 11.77 亿美元，两大产品占艾尔建美学业务的 75%。高德美注射美学旗下神经调节剂产品 Dysport 来自于对外合作，后在此基础上开发液体神经调节剂产品，2024 年收入达到 12.85 亿美元，填充剂瑞蓝系列和再生材料 Sculptra 亦分别来自 Q-Med 和赛诺菲，2024 年收入合计 10.14 亿美元。

爱美客上市后在自研基础上也开始了并购和对外合作：2021 年布局肉毒毒素业务，目前已处在审评阶段；2022 年与国内司美格鲁肽公司合作，2023 年与韩国 Jeisys Medical Inc.签署经销协议，2024 年米诺地尔搽剂也出现在了公司的业务版图中。

图表18 爱美客产品管线（除本次并购外）

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	预计对公司未来发展的影响
第二代理管线	丰富产品种类，满足医生临床应用的需要，满足市场需求。	临床试验阶段	丰富公司面部埋植线的产品类型，满足日趋精细化、多元化的市场需求，扩大市场份额及营业收入。
医用透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶	增加新填充部位的适应症，满足多元化的市场需求。	临床试验阶段	巩固公司在皮肤填充剂市场的地位，满足多元化的市场需求，提升品牌影响力和核心竞争力，扩大市场份额及营业收入。
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，巩固公司在皮肤填充剂市场的地位，提供利润新增长点。	已获批，产品待上市	巩固公司在皮肤填充剂市场的地位，满足日趋精细化、多元化的市场需求，提升品牌影响力和核心竞争力，扩大市场份额及营业收入。
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，有助于扩大我们的产品线。	临床试验阶段	增加公司产品管线，完善公司透质类相关产品体系，提升公司核心竞争力。
注射用A型肉毒毒素（外部合作）	加强产品协同效应，完善公司产品线。	审评阶段（注册申报阶段，获得受理）	丰富公司产品类型，与公司现有产品相互协同满足日益多元化的市场需求，提升品牌影响力和核心竞争力。
利多卡因丁卡因乳膏	本产品主要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。	III期临床试验阶段	优化公司现有产品结构，与现有产品形成良好的协同。
利拉鲁肽注射液	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。	完成I期临床试验	增加公司产品管线，在体重管理细分领域进行布局。
司美格鲁肽注射液（外部合作）	利拉鲁肽的升级产品，延长代谢周期，降低使用频率，体重管理效果更好，满足市场需求，提高长期竞争力。	临床试验阶段	作为利拉鲁肽的升级产品，提高公司在体重管理方向的长期竞争力。
去氧胆酸注射液	开拓公司减肥产品市场，增加公司产品的多样性，优化公司产品结构。	临床前在研阶段	增加公司产品管线，优化产品结构。
Density和LinearZ皮肤无创抗衰老仪器（外部合作）	完成注册及商业化，突破能量源设备管线。		待国内注册完成及商业化销售后，有望与现有产品联合推出综合化解决方案，联动应用满足多种求美选择，进一步巩固公司在行业的领先地位。
米诺地尔搽剂	用于头发再生治疗	注册申报阶段，获得受理	

资料来源：爱美客公告，2024 年中报，平安证券研究所

我们预计未来可期待公司更多的并购项目，同时公司自研产品也在持续推进中，2024 年宝尼达颈部适应症已经获批，我们预计 2025 年内相关产品能够面市，肉毒毒素目前也来到最后的阶段，产品将有序落地并开始贡献销售。此次爱美客通过香港子公司收购韩国再生材料企业 REGEN Biotech, Inc.公司，通过其 Aesthefill 和 Powerfill 产品进一步扩充产品矩阵，与自身的濡白天使和如生天使产品形成补充，并且爱美客也可与 REGEN Biotech, Inc.公司协同，在研发、生产和销售方面发挥各自优势，拓展国内和国际市场。基于未来爱美客在自研产品和外延项目的逐步落地，建议关注。

五、 风险提示

1. 宏观经济波动。

宏观经济对医美在内的可选消费有一定影响，若经济环境波动则影响消费意愿，进而进一步对相关公司业绩造成不利影响。

2. 医美监管及政策扰动。

我国医美行业目前仍未成熟，医美监管处于不断完善过程中，各地政策也在逐步释放和调整，可能对相关公司短期经营带来扰动。

3. 新品获批、合作项目情况不及预期。

医美产品获批情况存在不确定性，如临床结果不及预期、材料不完备需发补等，则新品节奏可能不及预期，甚至项目失败。相关合作项目、交易审批流程可能存在延期、变更或终止风险。

4. 市场环境变化，公司决策失误，新产品推广及运营不及预期。

医美产品前期储备时间长，非常考验对市场的前瞻洞察和运营能力，如市场环境发生变化，或公司决策、判断失误，新产品不一定能如期贡献增长驱动力，并购或投资项目可能产生较大商誉减值。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2025 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所			电话：4008866338
深圳	上海	北京	
深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼	北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层	