

推荐 (维持)

## 拆解爱美客，医美之奇才

2020年09月17日

## 相关报告

《【兴证社服】透明质酸行业报告-驶确定性优赛道，享稳定性高增速》 2020-01-12

分析师:

刘嘉仁

liujr@xyzq.com.cn

S0190518080001

研究助理:

周子莘

zhouzixin@xyzq.com.cn

## 投资要点

- **医美行业未来享有确定性高增长。**若关注我们过往 17 篇医美投资系列，不同来源数据都阐述着合规医美市场过去五年复合增速达到 20+%。预期随着未来 1) 人均可支配收入提升; 2) 医美消费者年龄结构扩张 (18-40 岁医美人群占总医美人群的比重预计从 2018 年的 90% 降低至 2045 年的 72%); 3) 监管趋严合规市场占比提升 (预估当前 10 万非合规机构 VS 2 万合规机构), 预计 2025/2030/2045 年合规医美规模有望达 4224/9102/16685 亿元, 对应复合增速有望达 22.6%/19.56%/10.04%。
- **医美产业链研究验证产品环节较高的投资价值。**
  - 1) **医美机构:** 拥有产业链最后一公里的高价值, 然而①较难实现医师标准化, ②运营标准化待提升, ③医疗风险无法通过规模化降低, 目前尚待形成成熟的连锁集团;
  - 2) **互联网医美:** 实现信息透明化, 降低机构获客成本, 但互联网医美①面临价格敏感型客户, ②难以解决机构留客问题, ③面临阿里&美团具备先天流量优势新进入者的压力, 仍需形成系列报告十六中的一站式解决方案以提升对 B 端吸引力;
  - 3) **医美产品:** 在具备了审批过证+核心研发的核心前提之下, 具备①医美服务中的必需材料、②产业链中更具备规模化优势的环节、③通过审批后合规风险相对较小、④分散的下游机构难以对其形成议价力等优势, 较其他赛道确定性更高。
- **看好爱美客成为医美产品赛道佼佼者。**前期以审批过证+优质激励绑定研发&直销团队形成强势产品矩阵为核心优势, 14-19 年营收/归母净利润复合增速分别为 49%/61%。预计未来持续推出 B 端独占/寡占医美产品+C 端护肤品+强化销售团队对 B 端的附加价值, 2025 年公司营收/归母净利润规模达 85.9/27.5 亿元, 复合增速 58%/44%。预计公司在玻尿酸出厂市场的份额从 2018 年的 8.6% 提升至 2025 年的 19.4%。
  - 1) **已过 NMPA 审批产品:**
    - ① **嗨体:** 2016 年底获得 III 类医疗器械证书, 国内首款专门针对颈纹市场的玻尿酸复合注射产品, 2017-2019 营收复合增速 167%, 未来有望独占颈纹注射市场 4-5 年, 今年推出眼部适应症的熊猫针, 预估 2025 年营收有望达 31.8 亿元, 年复合增速为 54%;
    - ② **公司其他优势产品:** 宝尼达 (国内唯一长效玻尿酸产品/唯二长效填充产品之一)、紧恋 (国内首款获得 III 类器械埋植线产品) 和各类填充类玻尿酸产品, 2017-2019 营收复合增速 30%, 2025 年规模有望达 9.1 亿元, 复合增速 19%。
  - 2) **待过 NMPA 审批产品/在研产品:**
    - ① **童颜针 (聚左旋乳酸):** 有望于 2020 年底通过 NMPA 审批, 将为国内首款通过 III 类器械审批的童颜针, 较其他海外产品仅有刺激胶原再生功效外增加即刻填充功效, 预计 2021/2025 为 0.7/5.2 亿元, 占公司收入比重为 5.8%/6.1%;
    - ② **肉毒毒素:** 预计 2024-2025 年通过审批, 届时竞品 4-5 款, 有望通过差异化竞争享肉毒毒素 10%-15% 的市场份额。
    - ③ **在研产品:** 在研产品丰富, 包含唇部、体雕等产品。
  - 3) **护肤品: 通过护肤品推动 C 端消费者认知。**公司自研嗨体护肤品, 有利于 1) 直接触达消费者形成营销闭环; 2) 依靠医美产品和医生推荐的双重背书提升消费者认可度, 不仅打造新事业部, 更能巩固未来医美产品市占率。
  - 4) **持续优化平台:** 公司 1) 早期即通过员工持股平台给予研发&销售团队摊薄后 0.44%/0.51% 的股份, 提升团队稳定性; 2) 打造狼性文化强化销售积极性。未来通过培训可以提供医美机构 1) 联合疗程及技术支持; 2) 产品矩阵与营销搭配; 3) 营运流程介入设计与安排等等, 提升对 B 端的附加价值, 强化粘性。
- **投资建议:** 预估医美合规市场未来 5 年超 22% 复合增长, 爱美客将依靠优势品牌矩阵享有医美行业相对确定性赛道红利和板块龙头地位, 预期公司 2020/2021/2025 归母净利润分别为 4.04/6.05/27.48 亿元, 摊薄后 eps 分别为 3.36/5.04/22.86, 2021 年医美上游及医药行业平均估值为 53/40 倍, 建议关注。(详细利润和估值测算详见内文)

风险提示: 医疗美容产品审批加严, 爱美客产品审批延缓, 医美市场系统性风险

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



## 目 录

前言 .....	5
1、预计合规医美规模未来十年复合增速有望达 20% .....	5
1.1、不同数据证实合规医美市场过去五年维持 20+% 增速 .....	5
1.2、收入增长&年龄层扩张&监管趋严共促合规医美市场健康发展 .....	6
1.3、合规医美规模未来 25 年复合增速有望达 10% .....	10
2、从产业链看，医美产品环节确定性相对较高 .....	13
2.1、难以规模化&运营标准化待提升使医美机构尚未形成连锁化模式 .....	14
2.2、互联网平台尚待形成一站式解决方案，以增强对 B 端吸引力 .....	15
2.3、核心技术&规模化&风险小&议价能力强，医美产品确定性较高 .....	18
3、医美产品：爱美客独有品牌+平台实力筑起龙头壁垒 .....	20
3.1、嗨体&宝尼达&紧恋，以独有产品奠定市场地位 .....	24
3.2、首发优势+市场认知度高源于研发+过证+销售优势平台 .....	35
3.3、未来发展方向之一：B 端强化产品结构 .....	41
3.4、未来发展方向之二：C 端提升消费者认知 .....	47
3.5、未来发展方向之三：强化销售团队对 B 端附加价值 .....	48
4、爱美客盈利预测 .....	49
图 1、MobData 表明医美行业 15-18 年复合增速为 36% .....	5
图 2、艾瑞数据说明 12-18 年复合增速为 30% .....	5
图 3、前瞻网预期未来有望维持超 20% 增长 .....	6
图 4、沙利文数据说明 14-18 年复合增速为 24% .....	6
图 5、艺星数据显示医美 APP 推动各类服务的平均消费单价不断下降（元） .....	7
图 6、2018 年新氧付费用户人均支出下滑至 6700 元 .....	7
图 7、我国医美行业阶段发展复盘 .....	7
图 8、医美规模随着人均可支配收入增长而提升 .....	8
图 9、新氧数据显示我国年轻群体占比提升 .....	9
图 10、艾瑞的医美人群年龄段数据更为合理 .....	9
图 11、医美消费者中 5-10K 收入占比者居多 .....	9
图 12、2018 年以总人数衡量的渗透率为 1.39% .....	10
图 13、以 18-40 岁女性为基数中韩医美渗透率 .....	10
图 14、我国人均诊疗次数较发达国家上有提升空间 .....	11
图 15、我国达韩国 2019 年人均 GDP 水平需 25 年 .....	11
图 16、我国未来医美规模测算：未来五年年复合增速可达 22.60% .....	13
图 17、医美产业链梳理 .....	14
图 18、医美机构销售费用率较高 .....	15
图 19、机构获客成本占总营收的 50% 左右 .....	15
图 20、新氧运营流程 .....	16
图 21、新氧活跃用户数高速稳定增长 .....	17
图 22、互联网医美主要客户年轻且价格敏感 .....	18
图 23、医美消费者中 5-10K 收入占比者居多 .....	18
图 24、各国注射类项目占比较高 .....	19
图 25、2019 年爱美客营收增速达 74% .....	21
图 26、爱美客医美透明质酸产品市占率稳步提升 .....	21
图 27、2019 年爱美客 ROE 达 58%，优于可比公司 .....	21
图 28、爱美客主营医美终端产品享高净利率 .....	21
图 29、爱美客资产周转效率较高 .....	22
图 30、爱美客综合毛利率最高 .....	22

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 2 -

图 31、爱美客 1H2020 营收同比增长 0.72%，净利润同比增长 14.59% .....	22 -
图 32、1H2020 爱美客分产品营收同比增速：嗨体同比增长 58.24% .....	22 -
图 33、嗨体占比逐步提升 .....	22 -
图 34、各品牌毛利率一览 .....	22 -
图 35、爱美客产品矩阵丰富，跳出短效玻尿酸拓展新领域 .....	23 -
图 36、爱美客推新频率稳定且密集 .....	23 -
图 37、爱美客多类玻尿酸产品迎合差异化需求 .....	23 -
图 38、爱美客深耕医美板块 .....	24 -
图 39、嗨体/宝尼达增速最快 .....	24 -
图 40、嗨体新产品推出周期长达 9 年 .....	24 -
图 41、嗨体 1.5ML 和 2.5ML，有效抚平颈纹，实现光滑、紧致、提升效果 .....	25 -
图 42、嗨体 2019 年总营收占比高达 43.50% .....	25 -
图 43、嗨体“眼周年轻化综合方案” .....	26 -
图 44、嗨体未来规模/峰值测算 .....	27 -
图 45、长效玻尿酸宝尼达毛利率高于短效产品 .....	29 -
图 46、先发优势收割长效玻尿酸市场，增速迅猛 .....	29 -
图 47、宝尼达未来规模/峰值测算 .....	30 -
图 48、爱美客紧恋埋植线产品 .....	31 -
图 49、紧恋未来规模/峰值测算 .....	33 -
图 50、爱芙莱出厂价格稳定，终端价格最高 .....	35 -
图 51、爱芙莱 2019 年销售额同比增长 15% .....	35 -
图 52、爱美客研发人员占比高 .....	36 -
图 53、爱美客研发支出占比高 .....	36 -
图 54、借鉴海外成熟经验进行研发，研发费用率维持不足 13% 较低水平 .....	37 -
图 55、2018 年爱美客直销占比高 .....	38 -
图 56、爱美客经销占比稳步提升，进一步渗透市场 .....	38 -
图 57、公司依靠股权绑定提升团队稳定性 .....	39 -
图 58、童颜针未来规模/峰值测算 .....	43 -
图 59、我国肉毒毒素市场年复合增速达 15.5% .....	44 -
图 60、国内肉毒毒素项目占注射类比重远低于成熟市场 .....	44 -
图 61、肉毒毒素未来规模/峰值测算 .....	46 -
图 62、公司推出嗨体护肤品 .....	47 -
图 63、发力护肤品，形成营销闭环，加快营销速度并倒逼消费者主动选择 .....	47 -
图 64、当前销售费用主要搭配新品周期投向 B 端，未来有望提升 C 端费用 .....	48 -
图 65、医美代理商、机构分级基础概念 .....	49 -
表 1、2019 年医美行业主要监管政策 .....	10 -
表 2、分性别分年龄段医美人群渗透率 .....	11 -
表 3、分性别分年龄段医美人群未来渗透率假设 .....	12 -
表 4、分性别分年龄段医美诊疗次数 .....	12 -
表 5、宝尼达产品核心技术领先 .....	28 -
表 6、宝尼达性能好，性价比优 .....	28 -
表 7、线雕产品目前市场竞争情况 .....	31 -
表 8、注射玻尿酸类产品一览表 .....	33 -
表 9、爱美客采用核心技术人员+专家委员会的人员配置打造强研发实力 .....	36 -
表 10、品类对比证实爱美客公司研发实力和过证实力 .....	37 -
表 11、爱美客为唯一实施股权激励的医美产品公司 .....	39 -
表 12、知行军合伙人至少三年维持稳定 .....	40 -
表 13、客至上合伙人至少三年维持稳定 .....	40 -

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 3 -

表 14、爱美客新项目储备充足，前瞻布局童颜针/肉毒毒素市场并持续研究唇部/体部产品 .....	- 41 -
表 15、市面上主要童颜针产品一览 .....	- 42 -
表 16、目前国内三款肉毒毒素产品比较.....	- 44 -
表 17、市面上主要肉毒毒素产品上市情况一览.....	- 45 -
表 18、爱美客产品峰值预估表 .....	- 46 -
表 19、爱美客盈利预测（亿元） .....	- 49 -
表 20、2020 年 9 月 12 日对应的可比公司 PE.....	- 50 -

## 报告正文

## 前言

我们自 2016 年起撰写十七篇医美投资系列报告,作为市场对医美行业研究最深入的团队我们坚定看好我国医美市场的发展。2017 年我们便已关注到本次上市的爱美客,并多次在系列报告中提及。本篇报告我们将从行业、产业链以及公司核心逻辑的分拆中探索爱美客的投资价值。

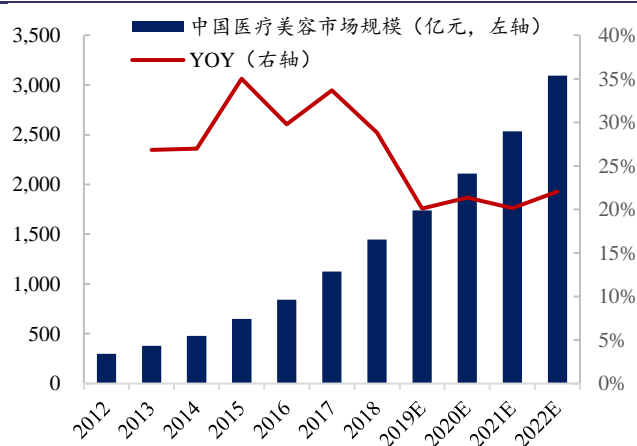
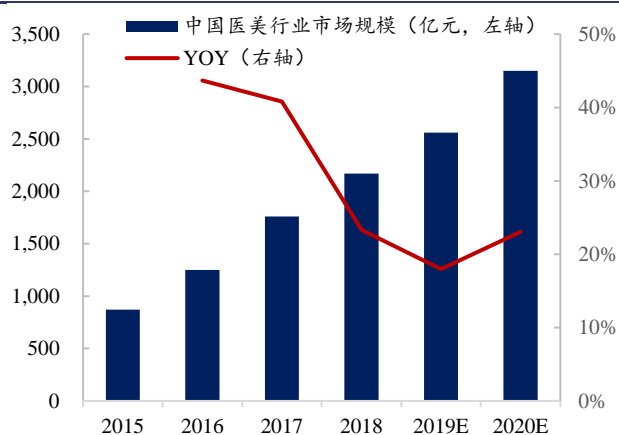
## 1、预计合规医美规模未来十年复合增速有望达 20%

## 1.1、不同数据证实合规医美市场过去五年维持 20%+增速

我国合规医美市场规模超 20% 增长。非法机构、非法医生、非法药物的存在,使得我国医美市场缺乏准确的官方统计数据,与此同时,部分机构公、私账目不清,非法逃税,地区资料无中央统一互连机构,多种现象叠加导致不同机构对于医美市场规模的评估差异较大,但 MobData、艾瑞研究院、前瞻网、Frost & Sullivan 等数据均证实我国医美行业处于 20%+ 的高速增长期。

疫情延迟行业增长,优胜劣汰利于合规市场发展。上述 4 个来源的数据均于疫情前发布,未考虑 2020 年疫情影响。考虑到 2020 年疫情导致线下活动受限以及部分消费者消费结构发生变化,2020 年医美增速有所放缓,Frost & Sullivan 预计今年我国医美规模增速将大幅收窄至 5.7%。但考虑 1) 短期限制线下活动仅会延迟需求,不会改变偏好;2) 消费者短期收入降低虽然会减少医美类可选消费的支出,但中型机构和非法机构的出清进一步优化市场格局,随着经济活动逐步恢复,医美服务支出未来将维持快速增长,合规市场逐步壮大,市场格局持续优化。

图 1、MobData 表明医美行业 15-18 年复合增速为 36% 图 2、艾瑞数据说明 12-18 年复合增速为 30%



资料来源: MobData 研究院, 兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源: 艾瑞研究院, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 5 -

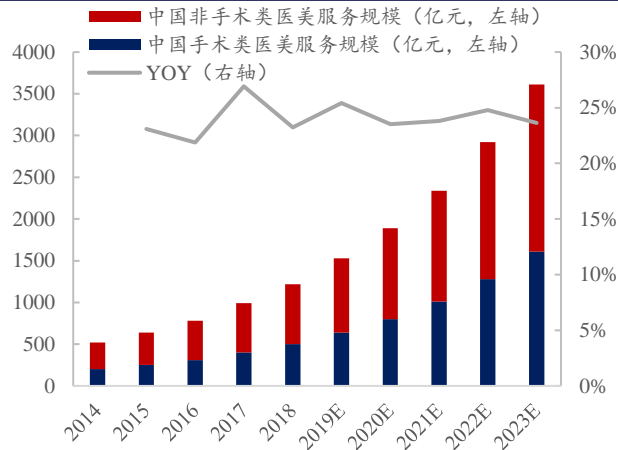


图 3、前瞻网预期未来有望维持超 20% 增长



资料来源：前瞻网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、沙利文数据说明 14-18 年复合增速为 24%



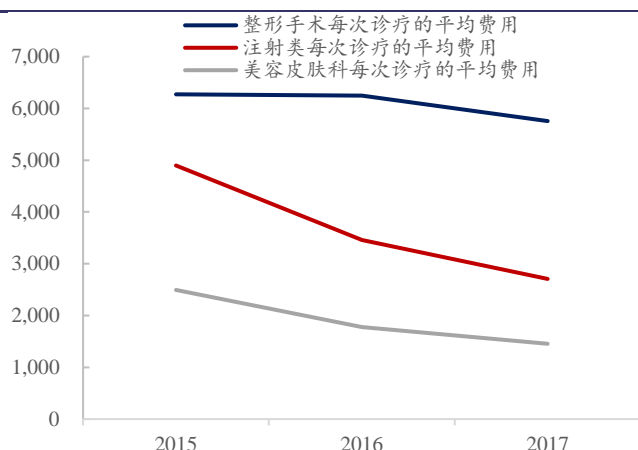
资料来源：Frost &amp; Sullivan, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 1.2、收入增长&年龄层扩张&监管趋严共促合规医美市场健康发展

**发展初期（2014 年以前）：**医美接受度逐步提升，行业信息透明度较低。2000 年莆田人吴建伟在成都开设整形美容科（美莱整形和华美整形前身）。这一阶段消费者爱美意识逐步觉醒，对医美的态度实现从偏见-接纳-愿意尝试的逐步转化，医美行业进入起步期。但吴建伟建立的“医疗美容咨询师”运营模式把“医疗”当作“商业”运营，提升诊所的效率和利润，但也形成在搜索引擎竞价广告上砸钱揽客的风气，导致机构一方面获客成本较高，另一方面又利用信息不对称制造天价和过度宣传。与此同时，非法医美盛行，消费者面临决策困难。

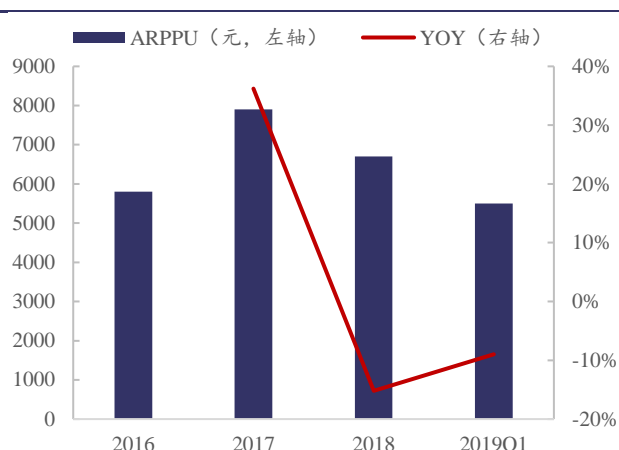
**爆发期（2014-2017）：**医美 APP 提升信息对称性，降低价格，促进市场大爆发。传统医美行业因信息不对称，产品与服务良莠不齐造成消费者信任缺失，决策周期长。与此同时医美机构获客难，成本转嫁导致用户体验差，行业内形成恶性循环。2013 年新氧、更美等互联网医美 app 推出，对项目进行明码标价。1) 于消费者而言：医美 APP 一方面严格审核医美服务供应商和医生，为消费者提供合规机构，另一方面打造交流社区，促进消费者交流，降低决策周期。2) 于机构而言：医美 APP 基于自身用户基础和海量数据进行精准营销，降低机构获客成本。新氧等 APP 部分解决传统行业痛点，推动价格不断下降，促进行业爆发式增长，年复合增速超过 30%。

图 5、艺星数据显示医美 APP 推动各类服务的平均消费单价不断下降（元）



资料来源：艺星招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、2018 年新氧付费用户人均支出下滑至 6700 元

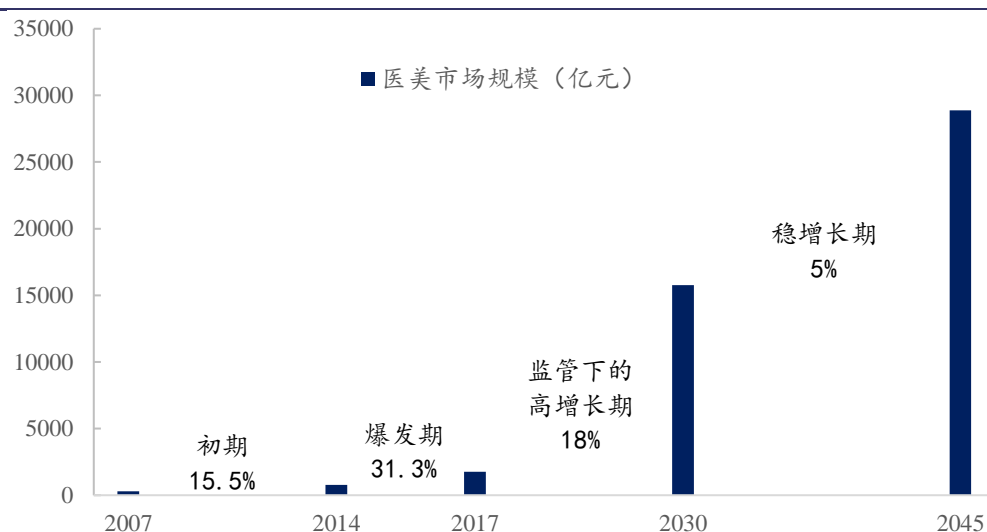


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**监管下的高增长期（2017-2030）：**监管趋严，非法市场逐步回流至合规市场。医美规模高速增长搭配资本介入，催生了大量的非法医美机构。监管机构逐步发挥作用，自 2017 年国家七部委联合开展打击非法医美专项行动以来，中国医美行业全面进入了“强监管”时代。2019 年国家卫健委等部门出具多条涉及医美规范的监管政策，进一步强化行业监管，打击非法行医。与此同时，税收政策趋严、20 年疫情冲击，行业优胜劣汰，有利于合规机构健康发展，一方面获取非法机构的存量市场，另一方面享有渗透率提升、消费者年龄扩容等带来的增量市场。

**稳定增长期（2030-）：**行业稳定有序发展。当非法市场规模逐步回流至合规市场后，未来市场增长将由存量市场转回和增量市场带来的双重增长转向消费意识加深和消费者年龄结构扩容带来的增量市场增长，行业进入有序发展期。

图 7、我国医美行业阶段发展复盘



资料来源：新氧，兴业证券经济与金融研究院整理

注：1、增速为复合增速

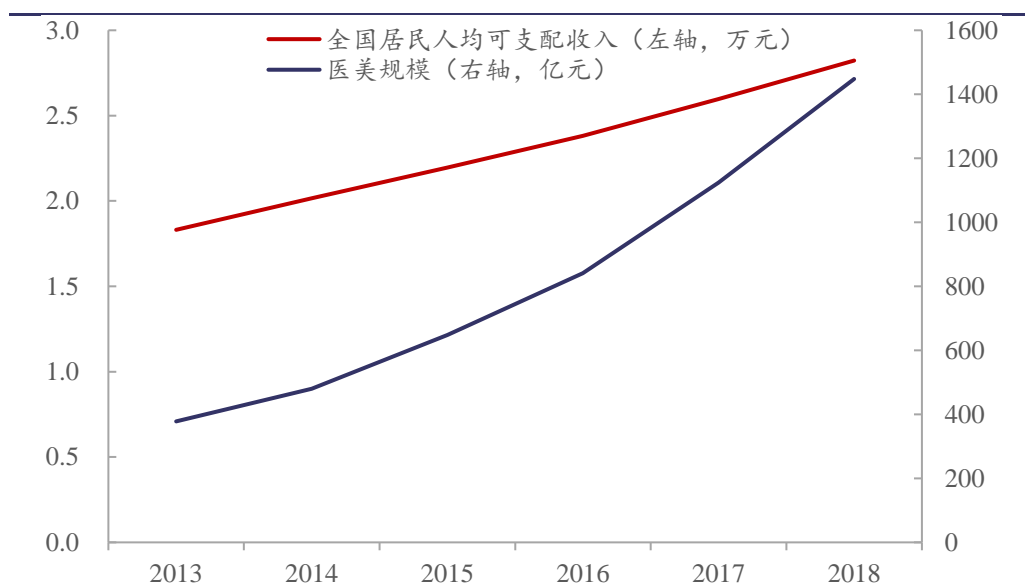
2、2007、2014、2017 数据来自于新氧大数据，2030、2045 数据为我们根据后文测算得出。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

未来行业发展推动力主要有三点：

**推动力之一：人均可支配收入快速增长提升医美消费力。**随着人均可支配收入增加，当衣食住行等基础需求被满足后，消费者愈发重视生活品质，消费结构向服务业倾斜。“颜值时代”下，变美客观效果显著的中高端服务业医美行业的需求得到逐步释放。2019 年人均可支配收入达 3.07 万元，6 年复合增速达 9.01%。人均可支配收入提升一方面提升现有医美人群客单价，另一方面实现渗透率提升，带来量价双升局面。

图 8、医美规模随着人均可支配收入增长而提升



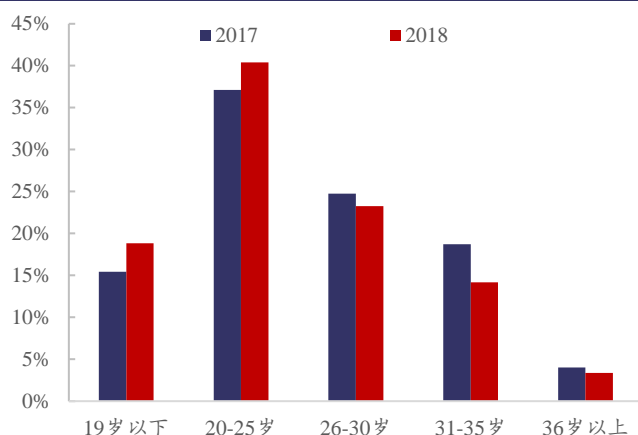
资料来源：wind，艾瑞研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

**推动力之二：爱美意识崛起，医美消费者年龄结构扩张。**

- **年轻化：**一方面，新一代年轻人极具个性化，在小红书、微博等社交媒体的教育下，对医美接纳程度较高；另一方面包含工作和社交在内的社会竞争加剧了年轻人对于美丽外表的追求。人均可支配收入提升搭配互联网信息透明化带来的医美价格下降，推动了年轻人的医美之旅。根据《2020 中国医美用户图鉴》，95 年以后出生的 Z 世代求美人群已占据总人数的 1/3。

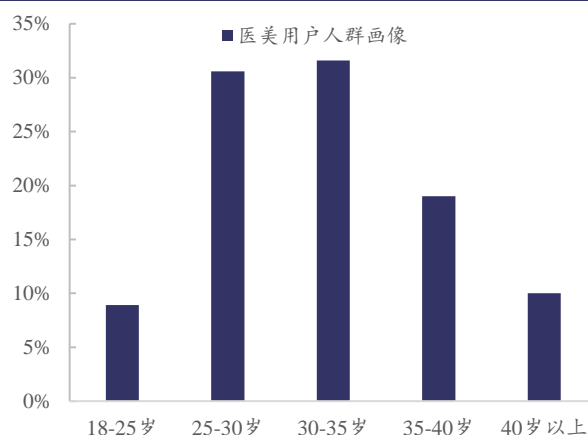


图 9、新氧数据显示我国年轻群体占比提升



资料来源：新氧，兴业证券经济与金融研究院整理

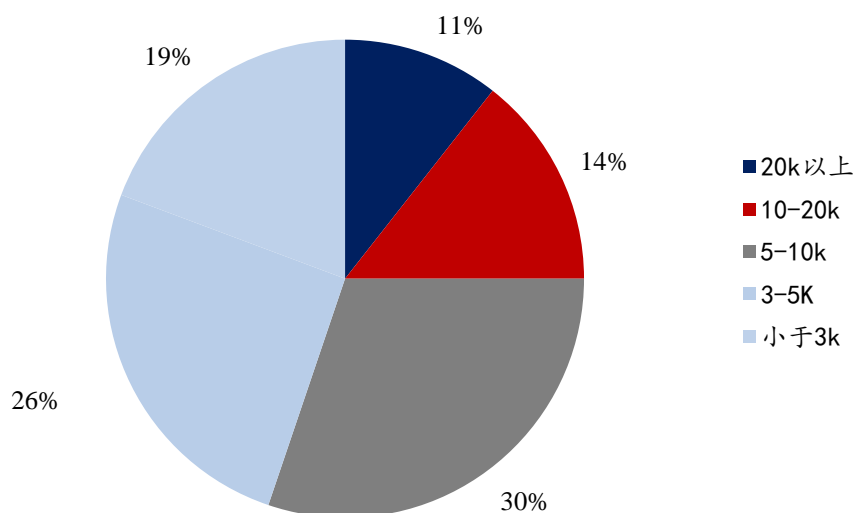
图 10、艾瑞的医美人群年龄段数据更为合理



资料来源：艾瑞 2020 调研,兴业证券经济与金融研究院整理

- 老龄化：**医美使用频次较高，黏性较强。一旦消费者开始医美项目，尤其是维持时间较短的非手术类注射项目，随着药物代谢，其会持续进行新一轮的消费以维持最好的状态。随着当前医美人群的年龄增长，她们会持续消费并推动医美消费人群的年龄段向上延伸。另一方面，收入水平较高搭配抗衰老需求，中老年的医美成本远高于年轻人。随着时间推移，医美消费年龄扩容将带来量价双升。

图 11、医美消费者中 5-10K 收入占比者居多



资料来源：MobData，兴业证券经济与金融研究院整理

**数据说明：**新氧的数据显示医美人群以年轻消费者为主，数据有偏。1) 作为互联网原住民的年轻人更倾向于从互联网上获得信息，而年龄稍长一点的医美消费者收入水平较高，更注重医疗机构的口碑，主要通过朋友介绍等渠道进店，相对年轻人而言通过互联网获取信息的占比较少；2) 初入职场的消费者和学生消费者可支配收入相对较低，易受新氧等 app 的低价吸引。但新氧的数据可以证明随着信

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 9 -

息透明化，年轻消费者占比在逐步提升。

**艾瑞医美人群画像数据更为合理。**艾瑞 2020 年主要针对 700 个进行过医疗美容的群体进行问卷调研，25-30 岁和 30-35 岁消费者占比相当，领先于其他年龄层，数据更为合理。

**推动力之三：监管趋严，打击非法医美，利好合规市场。**医美红利在推动行业发展的同时，也催生了非法机构的盛行。根据草根调研，市场上合规的医美机构仅 2 万家，非法执业的美容室超过 10 万家。2019 年医美事故频发，监管部门严厉打击非法行为。2019 年医美相关政策中，87% 为行业监管与规范化文件，充分体现整改、严打的政策大方向。监管趋严有利于保障消费者权益，减少“劣币驱逐良币”现象，促进良性竞争，利好合规市场扩容。

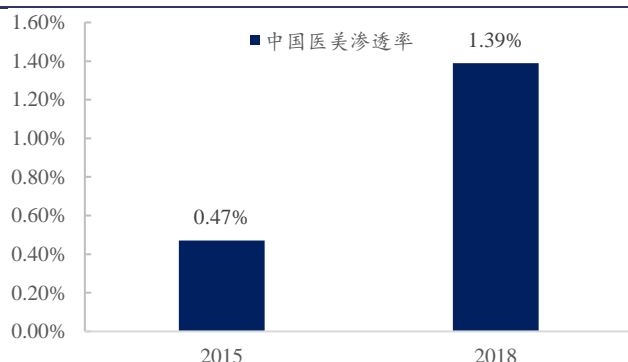
表 1、2019 年医美行业主要监管政策

日期	发文部门	名称
2019/1/11	国家卫健委	国家卫生健康委员会关于进一步加强公共场所卫生监管工作的通知
2019/3/6	国家卫健委	医疗乱象专项整治行动方案
2019/3/21	医政医管局	《医疗乱象专项整治行动方案》解读
2019/3/22	国家卫健委 市场监督管理总局	关于开展医疗乱象专项整治行动的通知 市场监管总局关于深入开展互联网广告整治工作的通知
2019/3/26	国家卫健委	国家卫生健康委办公厅关于进一步推进医疗卫生机构传染病防治分类监督综合评价工作的通知
2019/4/9	最高人民法院、最高人民检察院、公安部等	关于办理“套路贷”刑事案件若干问题的意见
2019/5/15	市场监督管理总局	关于认真做好“百日行动”有关工作的通知
2019/6/12	国家卫健委	关于印发促进社会办医健康规范发展意见的通知
2019/6/18	国家卫健委	关于就“非法医疗问题专项治理方面取得的进展和成效”的回应
2019/11/22	国家卫健委	国家卫生健康委办公厅关于印发大型医院巡查工作方案（2019-2022 年度）的通知

资料来源：国家卫健委等官方网站，兴业证券经济与金融研究院整理

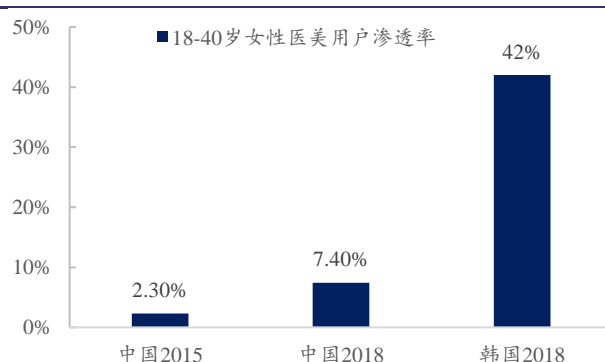
### 1.3、合规医美规模未来 25 年复合增速有望达 10%

图 12、2018 年以总人数衡量的渗透率为 1.39%



资料来源：Frost & Sullivan，兴业证券经济与金融研究院整理

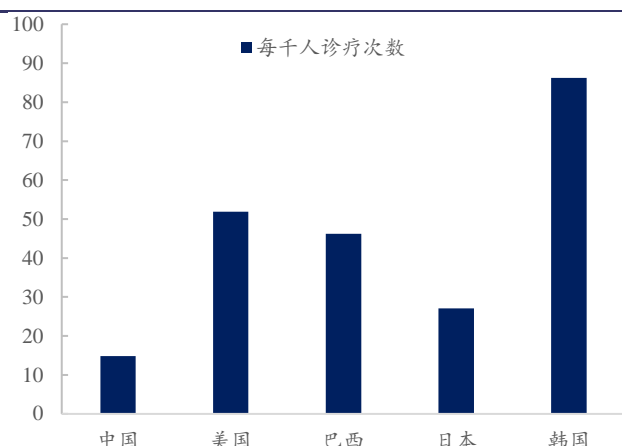
图 13、以 18-40 岁女性为基数中韩医美渗透率



资料来源：新氧，兴业证券经济与金融研究院整理

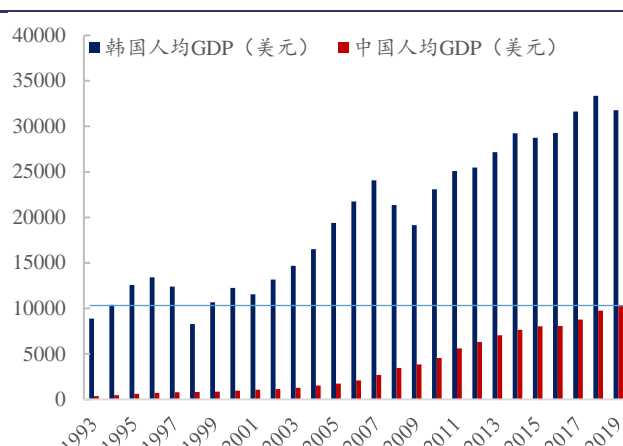
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 14、我国人均诊疗次数较发达国家上有提升空间



资料来源：Frost &amp; Sullivan，兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、我国达韩国 2019 年人均 GDP 水平需 25 年



资料来源：世界银行，兴业证券经济与金融研究院整理

**当前分性别分年龄段医美渗透率。**根据①2018 年我国以总人数为基础核算的渗透率 1.39%、②以 18-40 岁女性为基础核算的渗透率 7.4%、③医美年龄层分布<sup>1</sup>推算出 2018 年我国医美人群的分布：2018 年 1.39% 的人群为医美人群，其中 1.18% 为 18-40 岁的女性医美人群，0.13% 为 40 岁以上的女性医美人群，0.07% 为 18-40 岁的男性医美人群。根据不同年龄段人群占比，测算出相应年龄段中医美人群的渗透率：18-40 岁女性医美渗透率为 7.40%，40 岁以上女性医美渗透率为 0.55%，18-40 岁男性医美渗透率为 0.42%，40 岁以上男性医美渗透率为 0.03%。

表 2、分性别分年龄段医美人群渗透率

	0-17 岁 男性	0-17 岁 女性	18-40 岁 男性	18-40 岁 女性	40 岁以 上男性	40 岁以 上女性
2018 年人群占比	10.74%	9.18%	16.65%	15.97%	23.47%	24.00%
2018 年以总人群为 基础的渗透率	0	0	0.07%	1.18%	0.008%	0.13%
2018 年以对应年龄 段为基础的渗透率	0.00%	0.00%	0.42%	7.40%	0.03%	0.55%

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

**未来分性别分年龄段医美人群渗透率测算。**考虑到 1) 医美消费群会对医美形成路径依赖，会持续进行医美消费；2) 随着人均可支配收入提升，以及受到身边医美人群的影响，各年龄段群体对医美的接受度会逐步提升，各年龄段医美渗透率随之增加。假定 18-40 岁女性医美渗透率逐步接近韩国水平。不同性别不同年龄段人群医美渗透率变化如下表：

<sup>1</sup> 这里仅有 2020 年医美相对合理的年龄层分布数据，假定 2018 年与 2020 年差距不大

表 3、分性别分年龄段医美人群未来渗透率假设

	0-17 岁 男性	0-17 岁 女性	18-40 岁 男性	18-40 岁 女性	40 岁以 上男性	40 岁以 上女性	以总人数 为基础的 总渗透率
2020	0	0.50%	0.50%	8.50%	0.05%	0.80%	1.69%
2021	0.02%	0.52%	0.65%	9.75%	0.07%	1.00%	1.97%
2022	0.04%	0.54%	0.90%	11%	0.08%	1.20%	2.27%
2023	0.06%	0.56%	1.20%	13%	0.10%	1.50%	2.72%
2024	0.08%	0.58%	1.60%	15%	0.11%	1.75%	3.17%
2025	0.10%	0.60%	2%	16%	0.130%	2.00%	3.46%
2030	0.20%	0.70%	4%	20%	0.260%	4.00%	4.97%
2035	0.30%	0.80%	6%	24%	0.390%	6.00%	6.47%
2040	0.40%	0.90%	8%	28%	0.520%	8.00%	7.97%
2045	0.50%	1.00%	10%	32%	0.651%	10.00%	9.47%

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

未来分性别分年龄段医美诊疗次数测算。假定：

- 1) 我国未来人数保持平稳，各年龄段占比与 2018 年持平；
- 2) 0-17 岁人群为轻度用户，一年仅使用 1 次；18-40 岁人群中原有医美人群为 5 年后重度客户，一年使用 3 次，从 0-17 岁医美人群成长 5 年后进入该年龄段的为中度用户，一年使用 2 次，其余新增人群为轻度用户，一年仅使用 1 次；40 岁以上人群中 5 年前的原有医美人群和从 18-40 岁医美人群成长进入该年龄段的医美人群均为重度用户，一年使用 3 次，其余新增人群为轻度用户，一年仅使用 1 次。

表 4、分性别分年龄段医美诊疗次数

	0-17 岁 男性 (万 次)	0-17 岁 女性 (万 次)	18-40 岁男性 (万 次)	18-40 岁女性 (万 次)	40 岁以 上男性 (万 次)	40 岁以 上女性 (万 次)	总诊疗 次数 (万 次)	人均诊 疗次数 (次)
2020	0	64	130	2121	18	300	2634	0.019
2021	3	67	161	2631	30	475	3366	0.024
2022	6	69	224	3228	40	616	4184	0.030
2023	9	72	331	3878	52	807	5150	0.037
2024	12	74	455	4721	64	994	6321	0.045
2025	15	77	632	5671	80	1196	7671	0.055
2030	30	90	1672	10113	474	5004	17382	0.125
2035	45	102	2879	12412	904	7594	23938	0.172
2040	60	115	4086	14711	1335	10185	30493	0.219
2045	75	128	5294	17010	1766	12775	37049	0.266

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

**未来医美规模测算。**假定未来次单价每年下降 1pct。非手术类价格低于手术类价格，非手术类占比提升降低客单价，但考虑到 1) 新氧等 app 的存在使得价格透明化，不断压低经销商和机构价格，2) 消费者意识从追求低价转为注重医师水平/机构品牌，客单价下滑幅度预计较小。根据我国 2045 年诊疗次数有望达 37049 万次，人均医美诊疗次数为 0.266 次，搭配价格变化，尚有 12.68 倍增长空间，采用 Frost & Sullivan 2018 年的 1220 亿元的数据，预计：

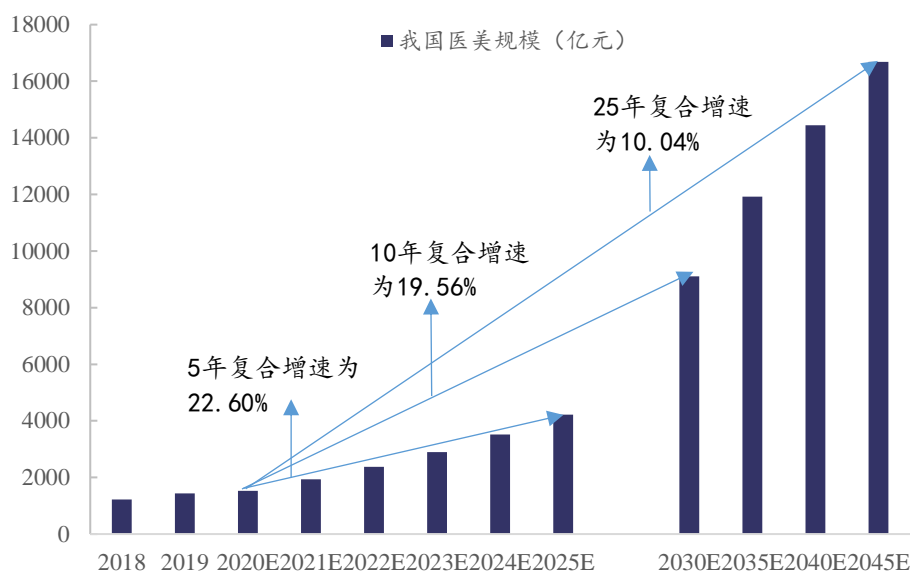
- 2020/2021/2022/2023/2024 年我国医美规模为 1525/1930/2374/2893/3515 亿元；

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 12 -

- 2025 年我国医美规模为 4224 亿元，5 年复合增速为 22.60%；
- 2030 年我国医美规模为 9102 亿元，10 年复合增速为 19.56%；
- 2045 年我国规模可达 16685 亿元，25 年复合增速为 10.04%。

图 16、我国未来医美规模测算：未来五年年复合增速可达 22.60%



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

## 2、从产业链看，医美产品环节确定性相对较高

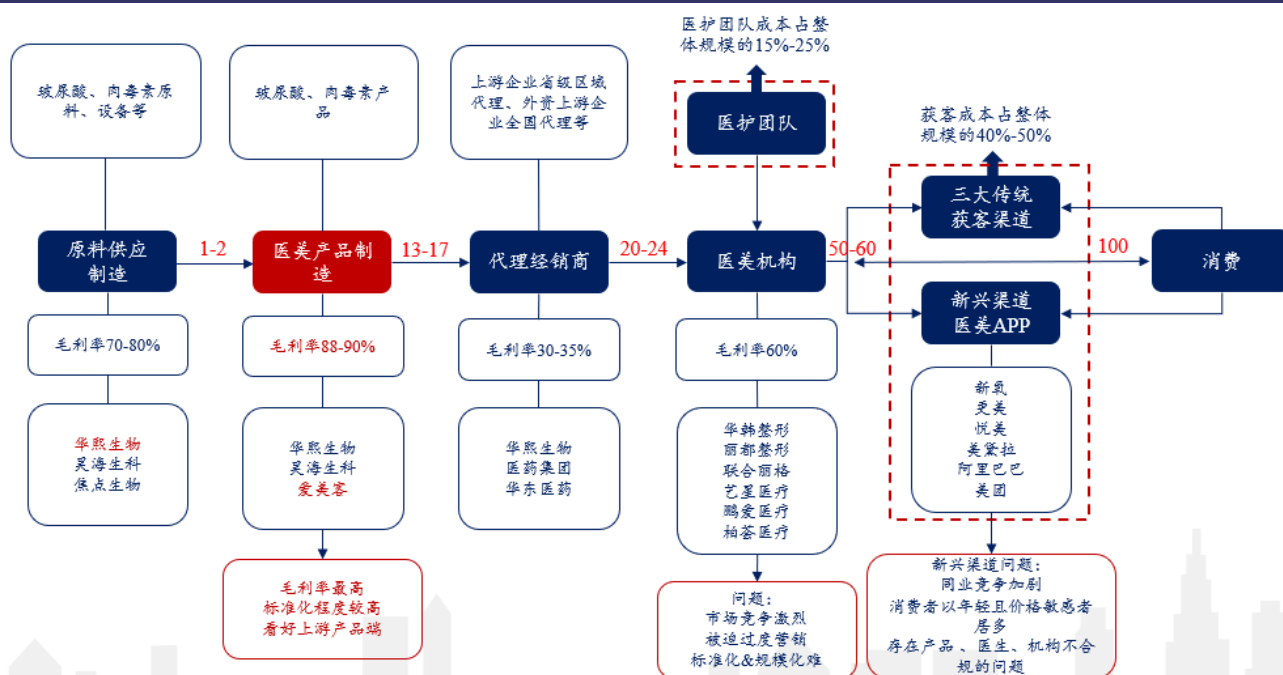
前文已经提及，人均可支配收入提升、消费者爱美意识崛起搭配监管趋严，未来合规医美市场空间较足，增速较快。本章我们将从产业链出发，寻找产业链中相对具有确定性和投资价值的板块。

从产业链来看，由于 1) 医美机构尚待形成成熟的连锁集团；2) 互联网医美尚待形成一站式解决方案以提升对 B 端的吸引力，而 3) 医美产品端具备核心技术&规模化优势&风险相对较小&对下游的议价能力强等优势，我们认为相对好的投资标的会在产品端产生。

下文我们将就这三个主轴的赛道进行详细分析：



图 17、医美产业链梳理



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2.1、难以规模化&运营标准化待提升使医美机构尚未形成连锁化模式

医美机构承担医美服务最后一里路角色。正如我们在医美投资系列之十五、十六所提及，医美的线上产品无法剥离 B 端直接卖给消费者，消费者必须在线下医疗机构接受相关诊疗。作为医美服务绕不开的环节，医美机构承担着最后一里路的角色，若存在一个机构能不断规模化和连锁化，将分享行业规模扩张的红利，具备投资相对确定性。

医美机构重点在于医生，包含医生技术、医生审美和医生推广实力。从医美项目构成来看，产品成本仅占较少部分，草根调研显示，终端 16800 的项目中产品成本价 5000 元（注：价格较高的产品关注绝对值，非毛利率），医生为项目价格构成的主要部分。医美服务重点在“医”和“美”，对医生的技术以及审美提出了较高要求。与此同时，医生的推广实力也是推升机构营收的重要因素。

依靠医生导致医美机构难以规模化。1)除了涉及皮肤病理的皮肤科可以标准化外，涉及美感的针剂类、手术类难以标准化，而这类项目占比较高，造成医美相对难以标准化，即需求的个性化搭配医生个体的审美与技术差异较高，一个优秀医师能推动一家医美机构的成功，但其审美和技术很难复制至第二家乃至第 n 家机构，而推动机构规模化；2)在这种情况下，医师权威性强于机构品牌性，医生流失对机构影响较大。连锁机构难以同时为所有医生提供资金、权力、声望以提升优秀医师留存率；3)医美机构兼顾商业属性，运营团队和营销团队多以营销&盈利为导向，难以实现所有运营/营销团队与医护团队的有效配合。一旦造成消费者服务

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

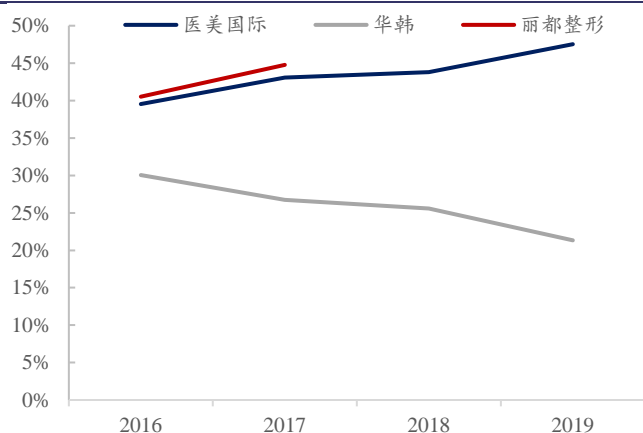
- 14 -

体验感较差将会降低品牌口碑；4) 连锁机构风险倍增。任何分支机构事故都会扩大到对品牌的负面影响，增大连锁机构的风险。

**除了医师资源外，连锁化还需要运营标准化。**我们在系列报告之十三已经提及，把成立一家医美机构以至于连锁集团的所需资源摊开来解析排序，“医师”毋庸置疑为排序第一的必要资源，也是万事起头之始。诊所的运营、市场宣传以及后台体系都将围绕著医师体系旋转。然而医师为必要条件而非充分条件，要想实现大连锁品牌，还需运营标准化：1) 清晰定位，战略配合；2) 针对定位和目标客群进行区位选择；3) 依照定位确立品牌识别形象和院内设计；4) 确保形象强化和品牌、宣传、陈列一致性；5) 站在客户和医师之位出发设置院内岗位；6) 设置专业培训制度；7) 围绕定位进行传播宣传建置；8) 依照定位设置合理获客模式。

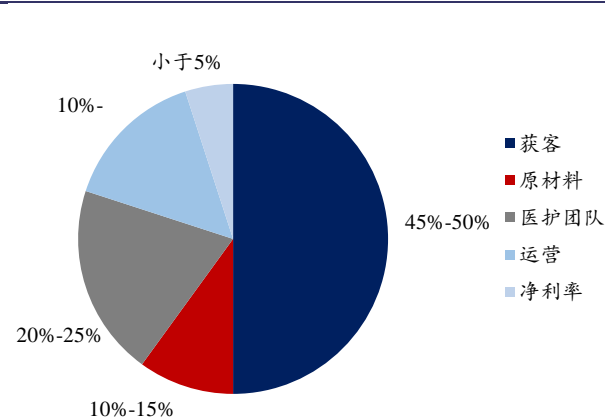
**医美机构获客成本较高。**由于难以通过连锁化提升消费者认知来吸引大量会员，机构需投入大量费用通过百度搜索、户外广告等方式吸引客户。新氧金星在演讲中提及，医美机构平均获客成本达 4000-5000 元；医美国际、华韩、丽都整形等公司数据证实，医美获客成本较高，部分公司销售费用率近 50%，大量利润被广告分食。新氧等互联网医美 app 横空出世，将获客成本降至传统方式的一半，部分解决获客成本较高的困局。

图 18、医美机构销售费用率较高



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 19、机构获客成本占总营收的 50% 左右



资料来源：公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

**医美机构尚未出现成熟的连锁机构。**虽然承担医美服务最后一里路的角色，处于医美红利的直接分享者，但目前尚未有机构按照我们前述所提及地实现医师和运营的规模化，医美投资路径尚不成熟。

## 2.2、互联网平台尚待形成一站式解决方案，以增强对 B 端吸引力

**医美营销发展三阶段：**1) 传统广告、直客/机构导流；2) 搜索引擎；3) 新兴互联网平台。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

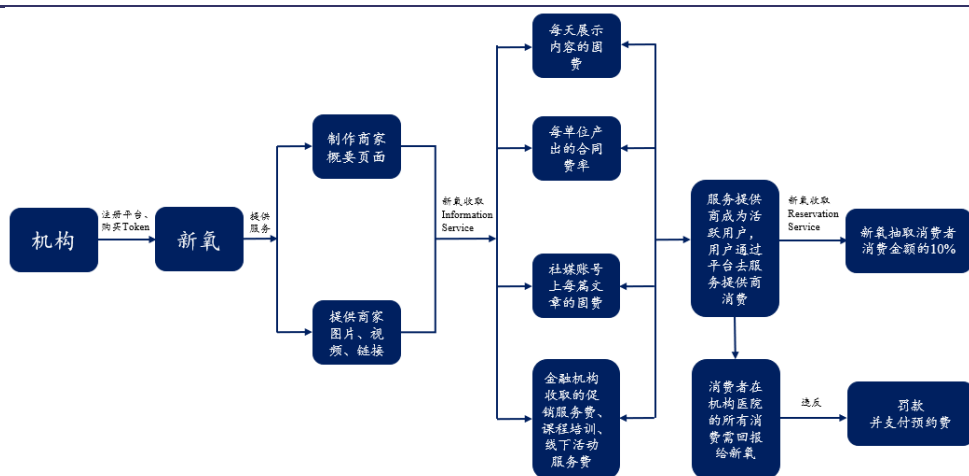
- 15 -

- 2006 年以前：医美机构大多通过①楼宇、公交、电视、报纸等传统广告投放方式提升知名度以吸引消费者；②直客、渠道医美导流等方式，向导流机构支付一定费用换取客源。
- 2006-2015 年：搜索引擎竞价时代开启，重金为资深网页购买排名，获取流量。
- 2016 年以后：受魏则西事件影响，搜索引擎虚假信息引起社会舆论，百度调整竞价策略。随着电商时代来临，通过 O2O 平台、短视频、自媒体等移动互联网平台获客的新型营销方式普及度大幅增长。

**互联网医美实现信息透明化，降低机构获客成本。**针对 1) 医美价格不透明，价格混乱；2) 医美信息不对称，消费者选择困难，3) 医疗机构获客成本太高，互联网医美横空出世。通过 1) 分享（大量消费者分享医美经验，减小潜在消费者信息不对称性，简化消费者决策）；2) 问诊与展示（医生线上问诊并分享技术），降低消费者问诊成本并实现低价获客。医美 APP 从机构/客户两端破局，解决传统医美主要矛盾，未来能否享有增长确定性？

**以新氧为例，定位于“消费者与机构之间的桥梁”，解决机构&消费者核心诉求。**悦美创造了体系内医疗机构的内部流动闭环，能够自给自足。更美定位创造医师品牌效应的平台，然而当时仍以连锁机构或是大机构为市场多数，都以弱化医师权威而强化机构品牌力为己任，并且有名的医师也不需要更美为其营销，因此发展受到阻碍。网易出身的美黛拉定位内容营销以及少而精的医美机构注册数作为不同于其他线上平台的口碑效应，但运营现金迟迟无法产生导致融资不顺畅的压力下走向通过时间海（生活美容）加盟变现的道路，成绩仍未理想。新氧定位机构与消费者的桥梁，满足了机构降低医师、获客成本以及消费者通过透明讯息比价的需求，并且公司前期加速机构注册数量，后期累积了庞大的消费者流量后再迫使机构必须付出更多 Information Service 来增加曝光度，也因此我们可以看到公司近年的营收增长主要是来自于 Information Service，而非 Reservation Service。

图 20、新氧运营流程



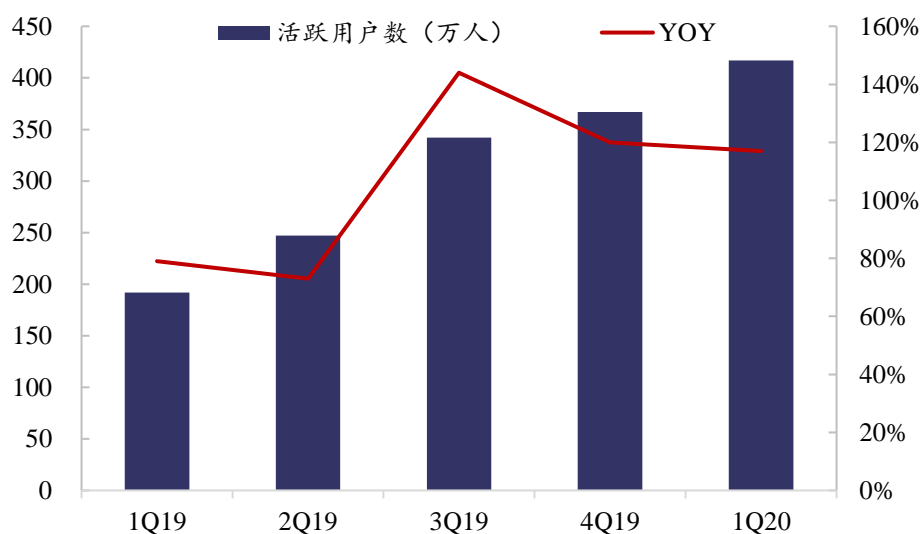
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：Token：信息服务被执行，确认收取 Information Service 费用时，机构购买的 Token 被从其账户中扣除

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

**资金、流量向新氧集中，马太效应显现。**1) 融资：新氧自 2013 年成立起 5 年完成 7 轮融资，融资超过 15 亿，并于 2019 年上市。2015-2016 年依靠资金优势通过战略性亏损淘汰跟风竞争者；2) 流量：新氧定位于消费者与机构的中介，实现机构降低获客成本和消费者信息透明化需求，实现机构、消费者加速入驻。截止 2020 年 Q1，新氧付费医疗机构达 3259 家，月度活跃用户数 417 万。3) 专业化：作为垂直平台，新氧具有专业化的天然认可度。

图 21、新氧活跃用户数高速稳定增长

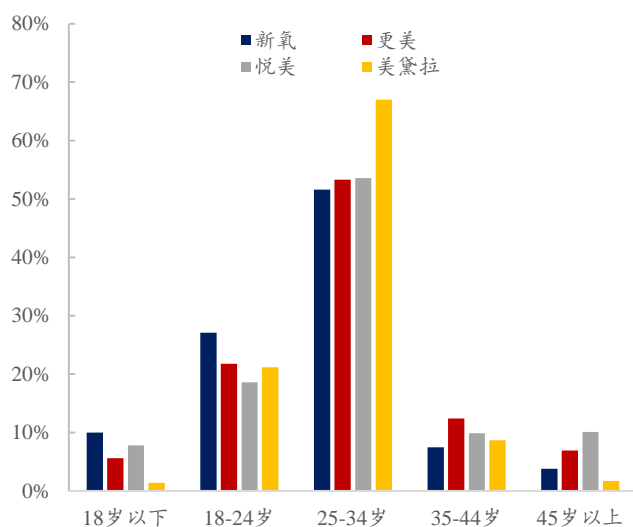


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**互联网医美天然存在主要面临年轻且价格敏感型客户问题。**互联网医美使得项目价格较为透明并趋于降低，对于收入水平相对较低的年轻消费者具备较高吸引力。根据 MobData 统计，各类互联网医美客户集中于 18-40 岁。这类人群收入水平相对较低，叠加年轻群体抗衰费用较少，其客单价较低、黏性较低且对价格敏感性较高，易受到其他机构的折扣率和活动吸引，留存率低。所获之客对于机构品牌效应塑造影响力较弱。

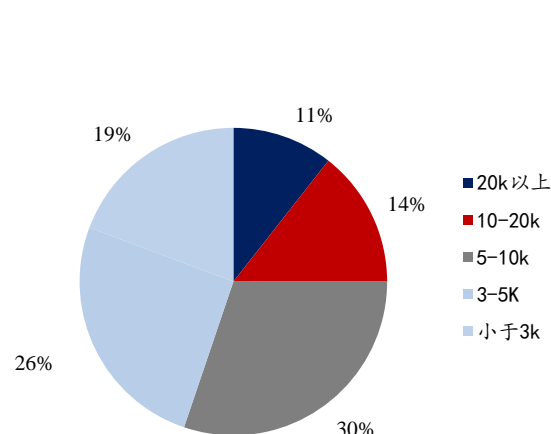
**医美 APP 无法解决留客问题，机构倾向于选择获客成本更低的平台。**留客涉及到医疗机构的医师水平、运营等多部门，医美 APP 无法进一步协助医疗机构解决客户留存问题，尤其是针对其获取的敏感型客户。医美 APP 虽然解决了机构第一次获客成本过高的问题，但机构费用投放只能换来少数次的进店，整体获客效率依旧较低。在这种情况下，医美机构优先选择获客成本较低、流量较多的平台。阿里、美团等依靠强大的资金和流量布局医美或冲击垂直型医美 APP。

图 22、互联网医美主要客户年轻且价格敏感



资料来源：MobData，兴业证券经济与金融研究院整理

图 23、医美消费者中 5-10K 收入占比者居多



资料来源：MobData, 兴业证券经济与金融研究院整理

**新氧真正的压力在于新进者对 B 端的吸引力。**以美团的正品联盟为例，其主打总代理与消费者之间的平台，相较于新氧平台仅提供机构对接而无法完全保证产品不掺水而言更具备优势（新氧压低机构产品价格协助引流，机构在成本压力的驱使之下提供的原料可能参差不齐不是行业秘密）。此外，正品联盟若能够通过对接总代理与消费者对机构进行导流，并且联合总代理对机构购进型库存以及应收帐款的优惠及调整（未来专家型机构无法承担过高的产品库存以及较短的账期），必定吸引机构纷纷走向正品联盟。至此，新氧高增长仰赖的 Information Service 将有增速趋缓的压力，而在机构脱离之后随之而来的就是消费者流量的转移以及 Reservation Service 的增速下滑。

**获客之外黏客等问题才是机构大诉求，此为互联网医美下一步待攻克之课题。**由于多点医生执业以及诊所备案制度的开放，未来小坪米的专家型诊所会越来越多，预计将占整体市场的 60-70%。此类机构的痛点包含 1. 由于医师（医护团队）开业，大多不具备医护以外的经验和能力，亟需相关顾问以及解决方案（Turn-Key-Solution）；2. 无法承担较高额库存（Buffer Inventory）；3. 也因此更需要原材料物流的及时性（Multi-site delivery）；除此之外 4. 公司在账期不具备弹性，需要协助与原材料代理商就此进行谈判或风险转移（Strong Financial Support），最后 5. 在医师的职业生涯的进修，进阶培训取得技术以及学分等等，都是眼前需要立即被解决的痛点。以上五项都还可以在各自细化，而每一项都可以作为一个线上医美平台的有力竞争武器。具体内容请参考医美投资系列之十六。

### 2.3、核心技术&规模化&风险小&议价能力强，医美产品确定性较高

**医美产品核心源于产品技术&配方，而非原料。**以玻尿酸产品为例，对于短效玻尿酸而言，先进的研磨技术和交联技术可以在较少交联剂添加、降低排异反应的

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

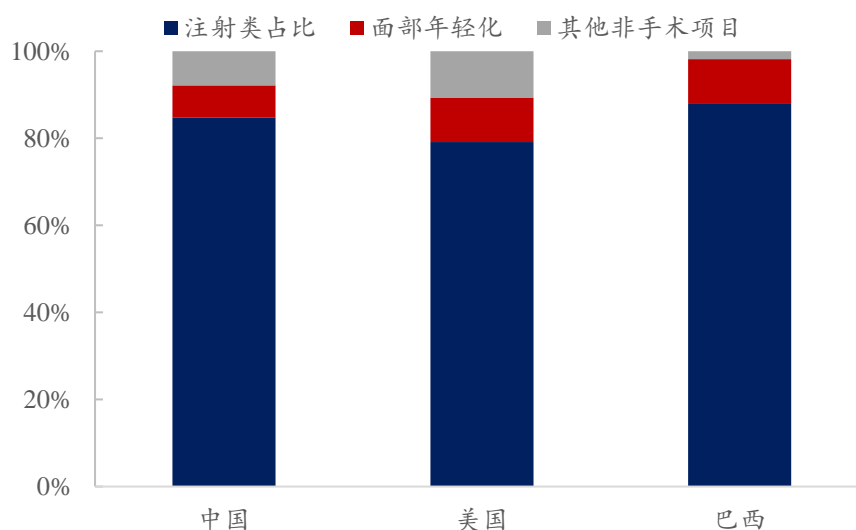
- 18 -



情况下维持较长持久度；对于长效玻尿酸而言，通过添加纤维素、微球等持久度成分，在不产生安全性问题的情况下提升维持时长。由于医美产品的核心优势取决于产品技术，而非原料，其具备较强议价能力。

**医美产品环节优势之一：作为必要材料，必享人群渗透率提升、行业扩张之红利。**在医疗美容中，非手术类项目以创伤小、恢复快、风险低广受关注与推崇。其中注射类项目数占比较高，ISAPS 数据显示，全球注射类项目占非手术类项目比重近 80%。注射类医美产品作为必要材料，必享消费人群扩容、行业扩张之红利。

图 24、各国注射类项目占比较高



资料来源：ISAPS，新氧，兴业证券经济与金融研究院整理

注：中国的数据为 2019 年数据，来源新氧，美国巴西数据为 2018 年数据，来源 ISAPS

**医美产品环节优势之二：合规&医疗事故风险较小。**药品作为医疗器械，须经历严格的临床审核检验，一旦通过国家药监局批准上市并参考批准级别合规使用，药物风险较小。后期医美可能存在的风险多来源于医生技术和意外事故，与产品端相关性较小。

**医美产品环节优势之三：具备规模化生产优势。**与医疗机构难以规模化不同，产品不受限于个性化需求影响，具有标准化、规模化特征。一旦完成研发并获得国家药监局批准后，医美产品厂商便可以规模化生产具备相对确定性需求的产品。具备较强研发实力并获得多张批文的公司有望享有稳定增长。

**医美产品环节优势之四：具备下游议价优势。**正如前文所提及，目前医疗机构尚未形成成熟的连锁化模式，机构难以通过集采或联合采购方式与产品端厂商进行价格谈判，产品端厂商具备下游议价优势。

**产品种类较为丰富，扩大增长点。**非手术类项目较为丰富，涉及玻尿酸、肉毒素

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 19 -

素、胶原蛋白、脂肪、埋植线等产品，作用于眼部、脸部、颈部等不同部位，针对静态纹、动态纹、松弛下垂等问题，具有填充、去皱、提拉紧致等功效。不同产品相互协同，在不同领域共同作用，实现消费者求美诉求。

**医美产品板块具备投资相对确定性。**相较于医美机构而言，医美产品具备低风险和规模化优势；相较于获客渠道而言，医美产品具有必要性特点。与此同时，医美产品种类丰富，针对细分领域具备不同功效，共同促进市场扩大。从产业链来看，医美产品板块具备投资相对确定性。

### 3、医美产品：爱美客独有品牌+平台实力筑起龙头壁垒

上一章已经提及医美产品端具备相对确定性增长，那什么公司具备享受行业增长红利的能力呢？我们关注到爱美客公司营收持续高速增长，2019 年营收增速高达 74%，带动其市占率持续。与此同时爱美客 ROE 水平持续提升至 58%，远高于同行业公司。

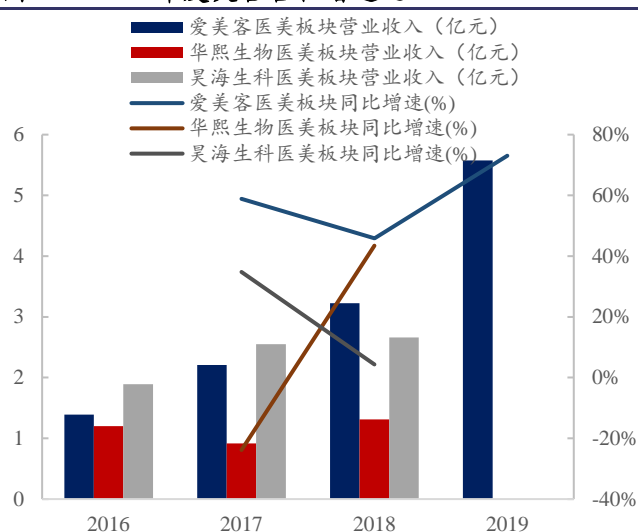
**爱美客高 ROE 源于高净利率+高资产周转率。**爱美客 ROE 水平持续提升，2019 年达 57.79%，源于公司与高于同业水平的净利率与资产周转效率提升。

- 1) **高净利率：**①毛利率：爱美客主营毛利率高达 90%的医美终端产品，相较于同行业公司同时经营原料、骨科类产品和功能性护肤品相比，爱美客 2019 年毛利率水平高达 92.63%，优于华熙生物和昊海生科的 79.66%/77.31%；②爱美客销售费用仅投往医生培训，销售费用率仅 13.84%，比华熙生物/昊海生科低 13.91/20.08pct。
- 2) **高资产周转率：**公司产品矩阵丰富，各款产品均具备核心优势，并能满足不同细分需求，除了产品单独销售以外，产品之间的不同搭配可以打造不同的销售方案，爱美客资产周转能力总体较强，2019 年为 0.92，优于可比公司。

**爱美客 1H2020 凭借嗨体产品实现营收正增长。**爱美客 2020 年上半年实现营收 2.42 亿元，同比增长 0.72%；嗨体产品营收 1.44 亿元，同比增长 58.24%，占公司总营收 59.47%，较同期提升 18.24pct，为拉动公司营收增长主要动力。嗨体作为颈纹修复市场唯一产品，凭借独特定位与先发优势迅速覆盖市场，在上半年医美机构逐渐恢复营业时，得益于其注射部位为颈部，无需摘口罩治疗的特性，需求量增加相对较大。

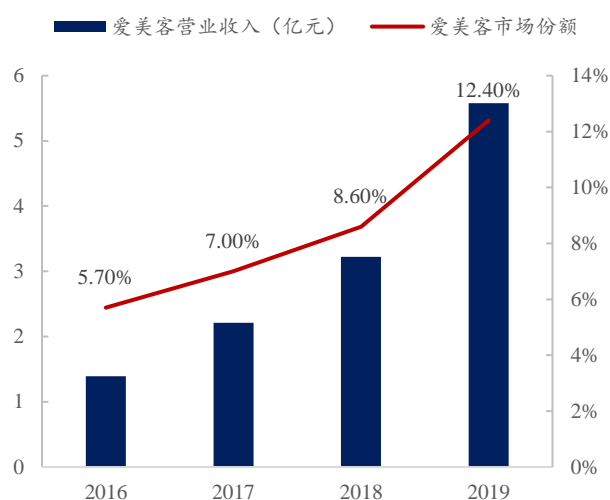
**爱美客 1H2020 净利润增速大于营收增速，主要源于销售与管理费用率回落。**爱美客 2020 年上半年实现净利润 1.47 亿元，同比增长 14.59%，净利率为 60.89%，同比提升 8.37pct。公司净利润增速大于营收增速主要源于受短期时间影响，医美产品消费需求减少导致公司销售费用率回落 2.58pct 至 9.75%，管理费用率回落 3.56pct 至 6.28%。

图 25、2019 年爱美客营收增速达 74%



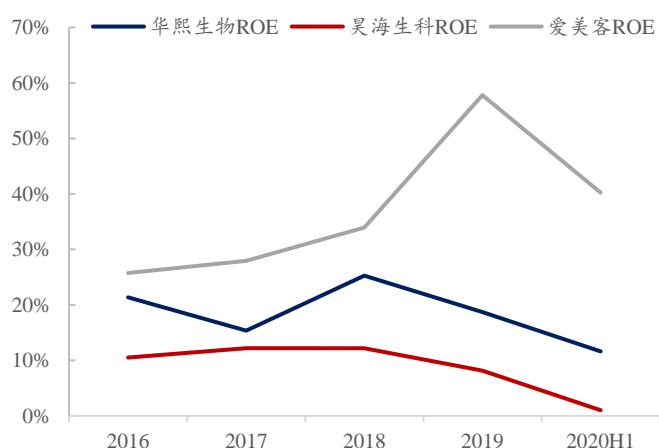
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：华熙生物、昊海生科未公布

图 26、爱美客医美透明质酸产品市占率稳步提升



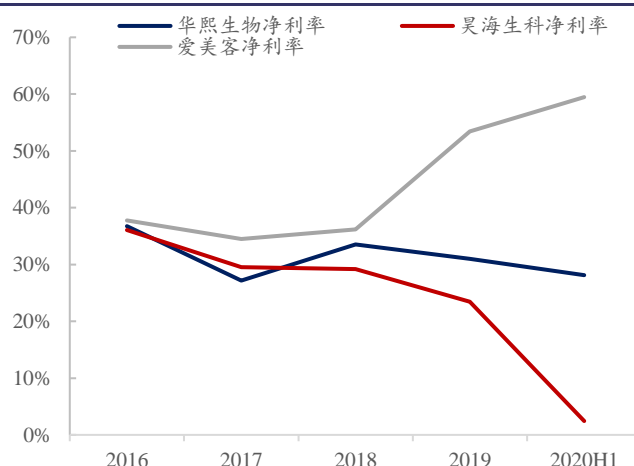
资料来源：沙利文，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：假定玻尿酸行业 2019 年维持 20% 增速，计算可得爱美客 19 年市占率约为 12.4%。根据爱美客和华熙生物公告数据，预计爱美客 2019 年市占率介于 13%-14%。

图 27、2019 年爱美客 ROE 达 58%，优于可比公司



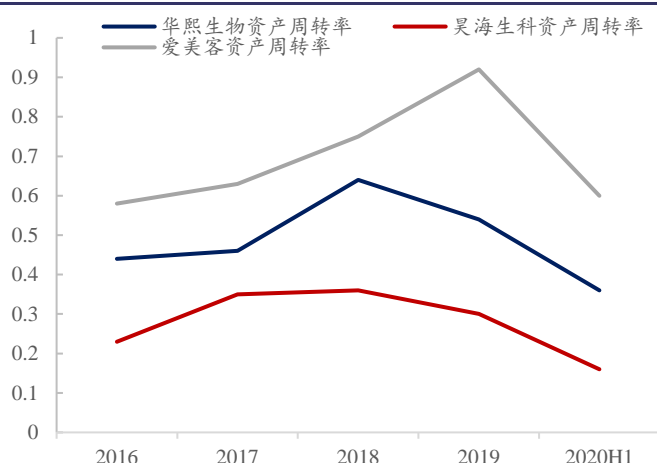
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：为使得数据可比，2020H1 数据为真实 ROE 乘 2 年化所得

图 28、爱美客主营医美终端产品享高净利率



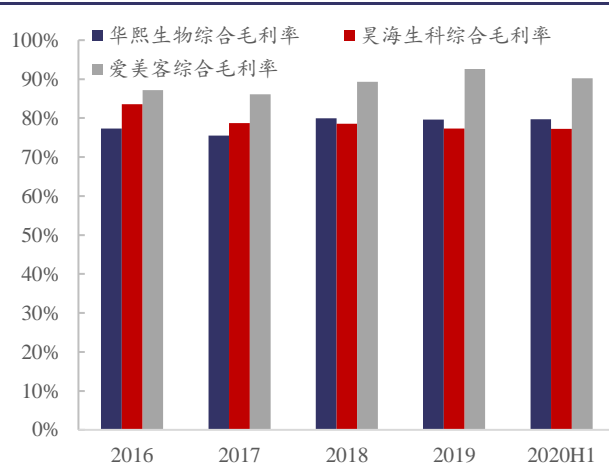
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 29、爱美客资产周转效率较高



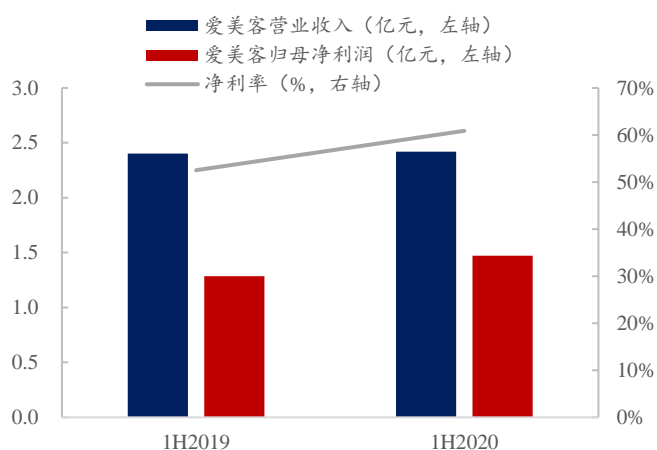
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：为使得数据可比，2020H1 数据为真实资产周转率乘 2 年化所得

图 30、爱美客综合毛利率最高



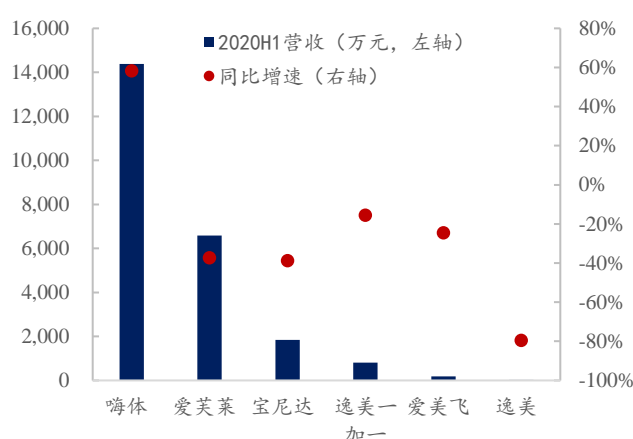
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 31、爱美客 1H2020 营收同比增长 0.72%，净利润同比增长 14.59%



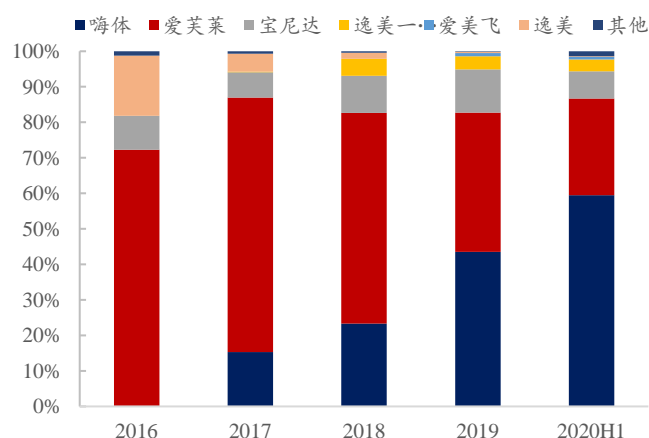
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 32、1H2020 爱美客分产品营收同比增速：嗨体同比增长 58.24%



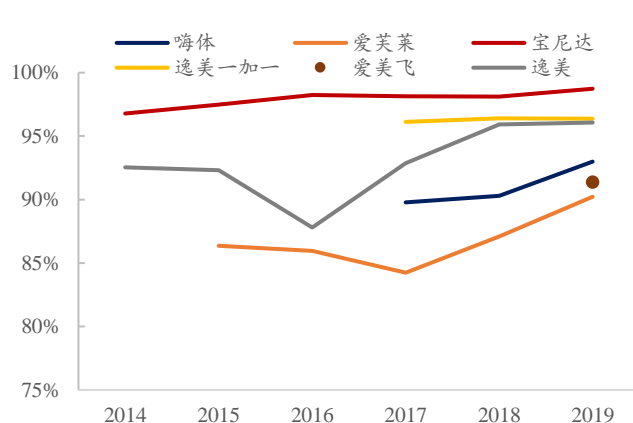
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 33、嗨体占比逐步提升



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 34、各品牌毛利率一览



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

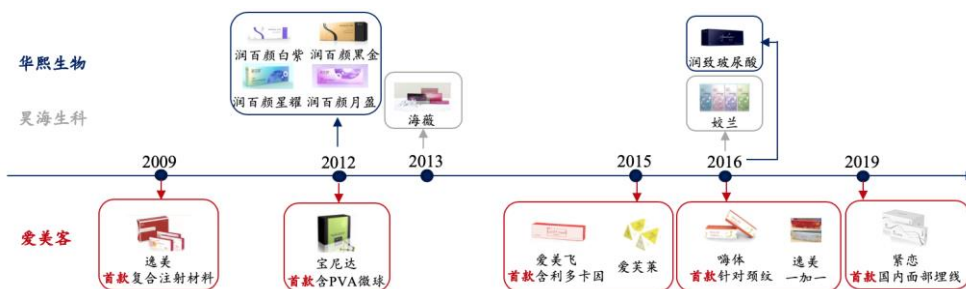
爱美客产品矩阵丰富，跳出竞争激烈的短效玻尿酸市场拓展新领域。爱美客产品矩阵包括已上市的玻尿酸品类、埋植线和待上市的肉毒毒素、童颜针等新品类。在已有玻尿酸品类中，爱美客产品可按功效差异可细分为普通玻尿酸和复合玻尿酸，其中普通玻尿酸按持久度差异又可细分为短效玻尿酸与长效玻尿酸。

图 35、爱美客产品矩阵丰富，跳出短效玻尿酸拓展新领域



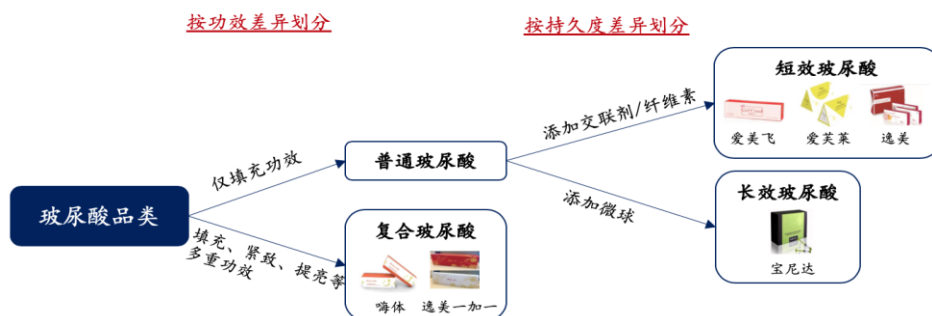
资料来源：公司公告，各公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：爱美客紧恋埋植线的针头和线均已过证，Hans Biomed 仅有线过证

图 36、爱美客推新频率稳定且密集



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 37、爱美客多类玻尿酸产品迎合差异化需求

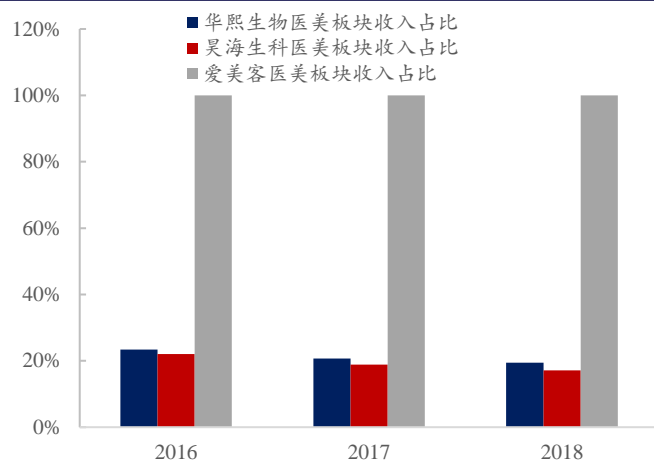


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

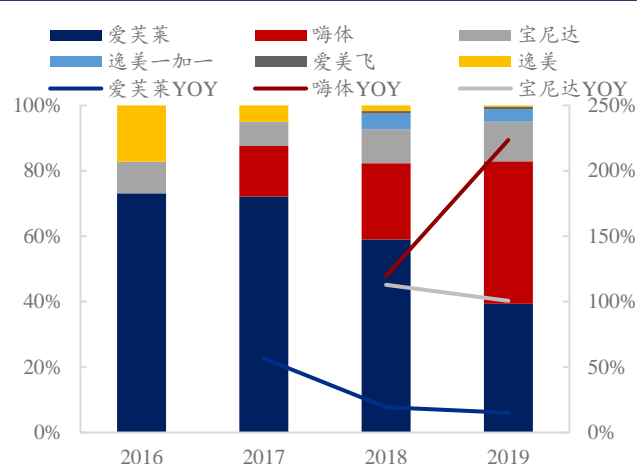


图 38、爱美客深耕医美板块



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 39、嗨体/宝尼达增速最快



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3.1、嗨体&宝尼达&紧恋，以独有产品奠定市场地位

#### 3.1.1 嗨体率先奠定颈部领先市场地位，进军黑眼圈市场

##### ➢ 提前预见颈纹市场，有望独享颈部市场高增长

**前瞻性预见颈纹市场，提前布局抢占先机。**早在同业公司争相布局短效玻尿酸产品线时，爱美客率先投入颈纹产品研发，2016 年底嗨体通过 NMPA 审核，2017 年初上市，为国内市场上首款专门针对颈纹治疗的产品，在玻尿酸基础上额外添加氨基酸、肌肽、维生素等成分，辅助机体自身纤维细胞分泌大量胶原蛋白，起到全面紧致提升的效果。经过 2 年市场教育的沉淀，于 2018 年底热销，2019 年大火。市场教育成功将产品功效与品牌绑定，让消费者提及颈纹便想到嗨体，形成先发优势，全面收割市场。嗨体新品推出周期长达 9 年，目前没有其他厂商进行类似产品报批，预计未来 5 年市面上将无直接竞争产品，嗨体有望独享市场。

图 40、嗨体新产品推出周期长达 9 年



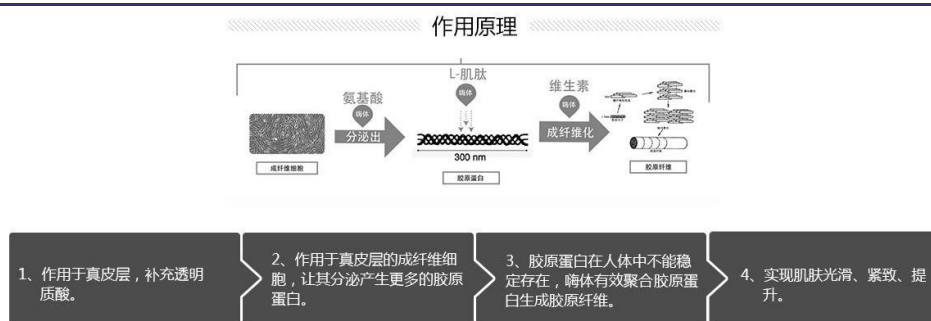
资料来源：草根调研，兴业证券经济与金融研究院整理

**嗨体产品定位独特。**嗨体为国内市场上首款专门针对颈纹市场的注射类产品，产品目标市场为潜在需求巨大的颈纹市场。年龄的增长、紫外线的侵袭、电脑的辐射均为加速颈纹产生的日常因素。嗨体凭借其性价比高、即刻效果显著、疼痛感小的优势为消费者未经开垦的潜在需求提供解决方案，打开颈纹市场。

**嗨体产品功效针对性强。**人体颈部脂肪层相对面部肌肤更薄，注射普通玻尿酸填充无法相对定型，易形成项链状不均匀分布，嗨体产品从设计到研发均针对颈纹

功效展开,更精确、有效地实现真皮层抗衰。嗨体颈纹注射主要有 1.5ML 和 2.5ML 两个规格,1.5ML 主要针对“颈纹填充”,对细纹产生平复的填充效果,并为胶原纤维形成提供时间,2.5ML 针对“紧致提升”,为真皮层补充有效营养成分,改善衰老导致的皮肤松弛问题。两者搭配使用,填充紧致效果明显,填补了现有技术空白,在颈纹治疗领域实现了历史性的开拓。

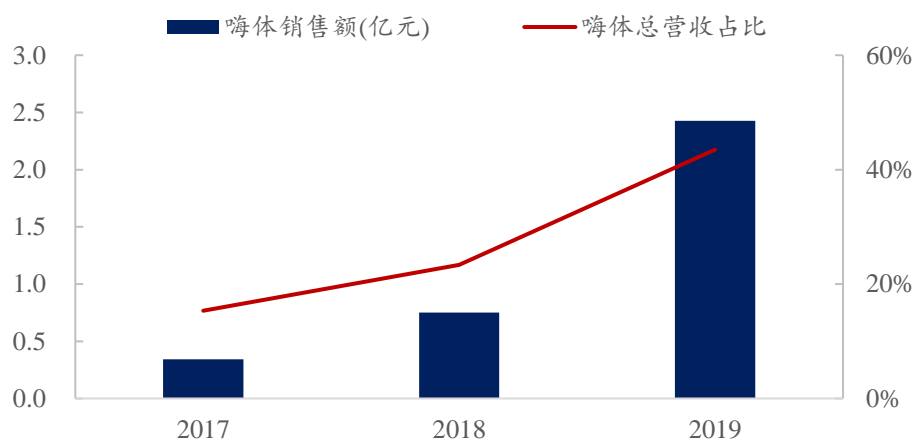
图 41、嗨体 1.5ML 和 2.5ML,有效抚平颈纹,实现光滑、紧致、提升效果



资料来源:中华整形大典,兴业证券经济与金融研究院整理

嗨体话题度高,增速迅猛,占公司总营收比重迅速提升。2018 年嗨体凭借#只要吻痕,不要颈纹#主题活动突破百万曝光量,微博话题讨论度 150 万+,成为爆品,全面打开品牌认可度。嗨体 2019 年销售额高达 2.4 亿元,2019 年同比增速高达 223.58%,超越爱芙莱成为公司旗下销售额排名第一品牌,2019 年总营收占比高达 43.50%,成为公司增长主要引擎。

图 42、嗨体 2019 年总营收占比高达 43.50%



资料来源:爱美客招股说明书,兴业证券经济与金融研究院整理

#### ➤ 推出系列产品嗨体熊猫针,组合使用提升品牌营收

衍生系列“嗨体熊猫针”诞生,未来营收有望进一步提升。“熊猫针”于 2020 年 6 月新品发布,为国内市场上首款专门针对泪沟、黑眼圈的注射型产品。在成分上,采用与嗨体颈纹产品相同的主要成分;在技术上,采用“低渗透调节技术”,产品凝胶黏稠度更高,充盈效果更好;在产品定位上,以与嗨体颈纹产品同样独特的产品定位发掘眼周细分市场的潜在需求,有望成为新爆品。公司同步推出“眼

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

周年轻化综合方案”，将已有产品捆绑销售，有望进一步刺激营收增长。

图 43、嗨体 “眼周年轻化综合方案”

嗨体眼周逆龄针技术全升级案

	部位问题	适应症	材料选择	单次用量	疗程设计
眼周年轻化综合方案	眶周肤质	眼周皮肤修复	嗨体2.5	1支	3周/次 4次/疗程
	眶周细纹	眼周静态细纹	嗨体1.5	1支	1月/次 3次/疗程
	上睑容量形态	上睑凹陷	嗨体1.5	1支	1月/次 3次/疗程
	下睑容量形态	轻度假性泪沟	嗨体1.5	1支	1月/次 3次/疗程
		中度/重度泪沟	嗨体熊猫针	2支	建议3月/次 2次/疗程
		重度泪沟/眼袋手术后	嗨体熊猫针+嗨体2.5	熊猫针1支 嗨体2.5 1支	建议每年一次
		眶格脂肪推出（假性眼袋）型泪沟	嗨体1.5+紧恋小V线+嗨体2.5	小线10根， 嗨体1.5 1支 嗨体2.5 1支	紧恋：每次建议埋线间隔6-8个月； 嗨体1.5：1-2个月/次，3次/疗程。（治疗间隔视客户皮肤松弛情况而定）； 嗨体2.5：1月/次，共4个月，看情况3个月加强一次

资料来源：嗨体熊猫针中心，兴业证券经济与金融研究院整理

➤ 嗨体未来规模测算

无论年龄大小，个体均存在颈纹，当消费者成为中度乃至深度医美消费者后，其医美消费范围将会由面部扩展至颈部、手部等其他部位。当前乃至未来 3-5 年将仅有嗨体独占市场。

➤ 嗨体未来五年将享有独占市场的竞争格局&渠道红利双重优势。

- 1) **竞争格局**: 目前尚未有同类产品排队审批, 预计未来五年嗨体独享市场, 且独占性使得价格可以维持稳定;
- 2) **渠道红利**: ①草根调研显示, 不合规机构的数量为合规机构的 5-10 倍, 未来五年监管趋严将打击不合规市场, 推动合规机构数量的增长及合规市场规模的壮大; ②爱美客目前仅覆盖一半的合规机构, 未来五年将持续享有渠道红利。

➤ 未来五年规模测算: 嗨体将享有 100% 市场。第一年注射嗨体颈部产品时需要进行 3 次注射, 并在未来每年进行 2 次注射维持效果; 第一年注射熊猫针产品时需要进行 2 次注射, 并在未来每年进行 1 次注射维持效果。

- 1) **嗨体针营收规模测算**: 假定 1) 渗透率: 2020-2025 年 18 岁以上医美女性用户的渗透率分别为 0.8%/1.3%/2.0%/2.7%/3.4%/4.3%, 18 岁以上医美男性用户的渗透率分别为 0.3%/0.4%/0.5%/0.6%/0.7%/0.8%, 2) 市占率: 100%; 3) 注射频次: 新增消费者每年 3 次, 复购消费者每年 1 次; 4) 次单价: 按照 2019 年嗨体均价 352.6 元/支, 一次使用两支计算, 2020-2025 嗨体针营收规模为 3.95/6.49/9.58/14.06/19.26/24.44 亿元, 增速分别为 62.35%/64.44%/47.62%/46.81%/36.99%/26.90%;
- 2) **熊猫针营收规模测算**: 考虑熊猫针于今年推出, 今年尚须进行市场教育,

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

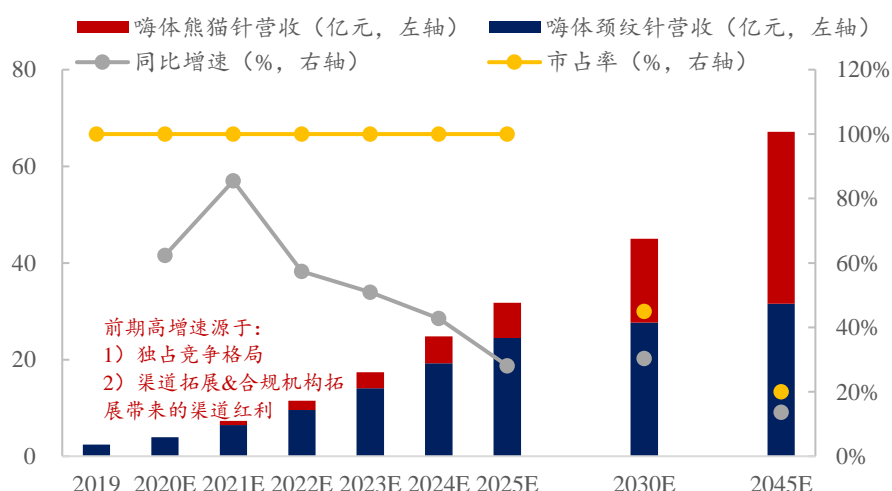
预计规模较小，假定 1) 渗透率：2021-2025 年 18 岁以上医美女性用户的渗透率分别为 0.10%/0.25%/0.40%/0.60%/0.80%，18 岁以上医美男性用户的渗透率分别为 0.05%/0.10%/0.15%/0.20%/0.25%；2) 市占率：100%；3) 注射频次：新增消费者每年 2 次，复购消费者每年 1 次；4) 次单价：按照熊猫针均价 800 元/支，一次使用两支计算，2021-2025 熊猫针营收规模为 0.83/1.94/3.32/5.55/7.35 亿元。

- 3) **嗨体品牌**：2020-2025 营收规模为 3.95/7.32/11.52/17.38/24.81/31.79 亿元，增速分别为 62.35%/85.48%/57.43%/50.88%/40.77%/28.10%，复合增速为 53.50%。

➤ **未来 25 年峰值测算**：考虑到医美客户粘性较高，玻尿酸注射需要每年复购，预计嗨体所在的颈纹市场和眼部市场逐步扩大。嗨体具备先发优势，在颈纹市场的基奠地位以及其他部位的持续探索，将使得嗨体在未来 25 年规模持续扩张，于 2045 年达到可预期范围内的峰值。

- 1) **嗨体针 2045 年营收规模测算**：假定到 2045 年，1) 渗透率：18 岁以上医美女性用户渗透率为 18.5%，18 岁以上医美男性用户的渗透率为 2.9%。2) 市占率：考虑到未来可能有新的颈纹注射产品出现，嗨体具有先发优势，预计嗨体仍可享受 20% 的颈纹市场。3) 注射频次：新增消费者每年 3 次，复购消费者每年 1 次；4) 次单价：按照 2019 年嗨体均价 352.6 元/支，一次使用两支计算，测算出 2045 年嗨体营收规模 31.59 亿元。
- 2) **熊猫针 2045 年营收规模测算**：渗透率：18 岁以上医美女性用户渗透率为 18.5%，18 岁以上医美男性用户的渗透率为 2.9%。2) 市占率：可享受 20% 的眼部市场。3) 注射频次：新增消费者每年 2 次，复购消费者每年 1 次；4) 次单价：按照熊猫针出厂价 800/支，一次使用两支计算，2045 年熊猫针营收规模可达 35.53 亿元。整体嗨体品牌营收有望达 67 亿元，年复合增速可达 13.6%。

图 44、嗨体未来规模/峰值测算



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

注：2030/2045 年的灰点代表对应自 2019 年起的年复合增速

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

### 3.1.2 首款长效玻尿酸，宝尼达填补长效可降解填充市场空白

**长效玻尿酸：持久度技术突出，高端定位享高利润。**爱美客研制的长效注射填充剂宝尼达创新地将玻尿酸与其业内领先的 PVA 微球专利成分相结合，玻尿酸起到支撑和填充作用，微球能不断刺激自身胶原生长，长久维持皮下胶原蛋白动态平衡，产品持久性远超市面上普遍存在的短效玻尿酸产品（业内最长效纯玻尿酸维持时长 18 个月，宝尼达维持时长长达 10 年），证实公司研发实力。

表 5、宝尼达产品核心技术领先

技术名称	技术特点	技术优势
多组分复合仿基质水凝胶技术	以透明质酸钠为主体，复合植物多糖、合成高分子等多种生物材料，得到仿细胞外基质的水凝胶。	模仿细胞外基质，使材料具有良好的生物性， <b>增强安全性。</b>
水密型微球悬浮制备技术	通过双相悬浮交联法一步制得粒度均匀的高含水量水凝胶微球。	制得的高弹性水凝胶微粒径可控，与透明质酸钠联合使用能提高产品对皮肤的支撑力， <b>增强持久度。</b>

资料来源：爱美客招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

**市面上无直接竞争产品，宝尼达独享高定价与高毛利。**目前国内市场上仅有由爱美客研制的宝尼达和由荷兰汉福生物科技公司研发的爱贝芙两款长效玻尿酸产品。两款产品成分不同，功效存在差异，非直接竞争关系：1) 宝尼达以透明质酸为主要成分，相比爱贝芙多了一层锁水保湿的功效；2) 宝尼达采用创新研发的 PVA 微球，相比爱贝芙采用的 PMMA 微球拥有可代谢、非永久的优势；3) 相较于易产生排异反应的胶原蛋白而言，玻尿酸成分安全性更高。宝尼达凭借独有技术优势享高端产品定位，2019 年产品出厂价高达 2,500+元，毛利高达 98.73%，2018/2019 年销售额同比增速高达 112.95%/100.68%。

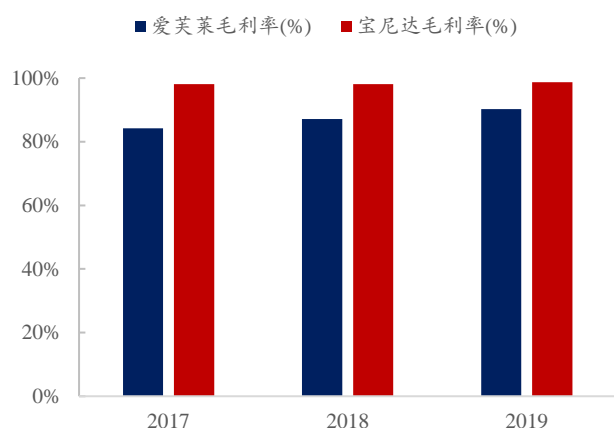
表 6、宝尼达性能好，性价比优

	宝尼达	爱贝芙
主要成分	玻尿酸+PVA 微球	胶原蛋白+PMMA 微球
功效	锁水保湿、填充除皱 可代谢，半永久假体	填充除皱 不可代谢，永久假体
维持时间	5-10 年	5-10 年
终端价格	9618 元	16800 元

资料来源：爱美客招股说明书，新氧，兴业证券经济与金融研究院整理

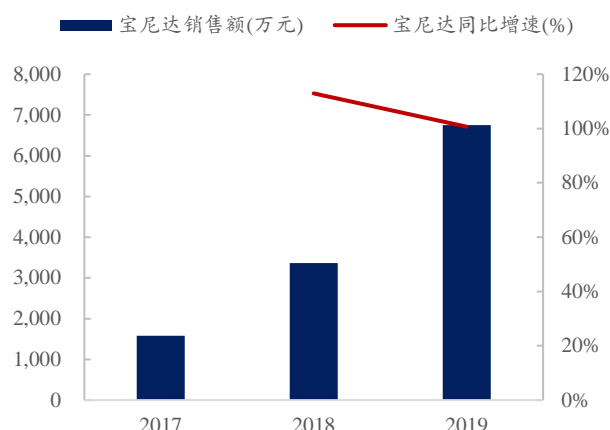


图 45、长效玻尿酸宝尼达毛利率高于短效产品



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 46、先发优势收割长效玻尿酸市场，增速迅猛



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### ➤ 宝尼达未来规模测算

宝尼达 1) 主攻长效玻尿酸市场，针对高端客户，出厂价 2547 元/0.5ml 在终端市场预计 10000 元/0.5ml，预计一次注射多则需使用 20 支，对消费者消费实力要求较高，同时维持效果长使得短期内复购率较低；2) 为专家型产品，仅有少数机构以及拥有相应资质的医生被允许注射该产品，未来宝尼达不会成为公司支柱型产品，而是定位于标杆型产品，作为公司技术水平和过证实力的展现。

➤ **竞争格局：**宝尼达未来五年将享超一半的长效填充市场。目前 1) 宝尼达与爱贝芙共享长效填充市场，考虑到宝尼达可代谢、排异风险小、价格便宜，较爱贝芙性价比更优，2) 尚未看到其他长效填充产品在排队审批，预计未来五年宝尼达享有超过 50% 的市场空间。

➤ **渠道红利：**预计宝尼达享受渠道红利小于其他产品。宝尼达作为专家型产品，对于医美机构要求较高，考虑到公司目前已经通过直销渠道发展各地头部客户，拓展了较大部分宝尼达目标客户。未来持续扩张的中小机构预计非宝尼达主要客户，渠道红利对宝尼达影响较小。

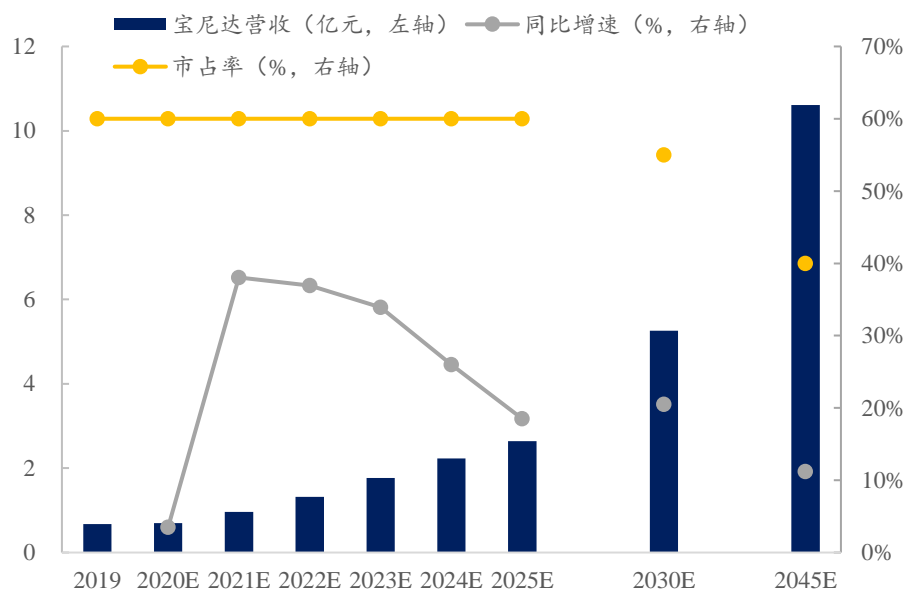
➤ **未来五年规模测算：**假定 2020-2025 年时，1) 渗透率：仅有 0.6%/0.7%/0.8%/0.9%/1%/1.1% 的 35 岁以上医美女性是长效填充市场客户，2) 市占率：60% 长效填充客户购买宝尼达产品，3) 注射频次：10 年 1 次，即 10% 客户在当年注射；4) 次单价：每次注射使用 10 支产品，每支 2547 元。预计 2020-2025 年宝尼达营收规模为 0.70/0.96/1.32/1.77/2.23/2.64 亿元，年复合增速为 25.52%。

➤ **未来 25 年峰值规模测算：**考虑到人们收入水平逐步提升，未来长效填充市场渗透率会逐步提升，2045 年将达到可为预期范围内的峰值。预计 2045 年，1) 渗透率：2% 的 35 岁以上医美女性为长效填充市场客户；2) 市占率：40% 长效填充客户购买宝尼达产品；3) 注射频次：10 年 1 次；4) 次单价：每次

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

注射使用 10 支产品，每支 2547 元。预计 2045 年宝尼达营收规模为 10.61 亿元，年复合增速为 11.18%。

图 47、宝尼达未来规模/峰值测算



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

注：2030/2045 年的灰点代表对应自 2019 年始的年复合增速

### 3.1.3 国内首款合规面部埋植线，紧恋具备明显先发优势

面部提拉需求旺盛，紧恋推出以前，市场多采用不合规的缝合线材料。随着年龄的增长，面部会出现松弛和下垂现象。面部埋线可以有效起到提拉作用，迅速恢复紧致状态。从 ISAPS 提供的日本数据来看，2018 年面部提拉项目 2.72 万例，是玻尿酸注射类项目的 4.5 分之一，需求旺盛。在面部埋植 III 类器械未获得 NMPA 审核通过之前，市场多采用不合规的缝合线，但缝合线悬挂会存在缝合线切割组织和异物反应的现象，且面部韧带对线材提升的反作用力使得缝合线维持时间仅 6-8 个月。

**埋植线通过倒刺结构和刺激胶原再生实现提拉效果。**埋植线将线材植入皮下浅层脂肪层，一方面通过线材上的倒刺结构提拉下垂皮肤，另一方面刺激周围组织，促进胶原纤维再生，新的胶原纤维结缔周边的结缔组织连接，形成张力促成紧致效果，延长维持时间。

**紧恋采用 PPDO 材料，可降解并可维持两年。**1) PPDO 材料抗张度较强，具备可水解性、生物降解性、生物相容性、生物可吸收性以及高柔韧性的优良特性，且水解后可完全被吸收，对人体无害；2) 小线型具有短、细、浅层埋植特点，使用面部各精细部位，适用部位多，操作简单；3) 可以和其他手术、非手术类抗衰老手段联合应用，分层解决结构衰老问题；4) PPDO 材料可以促进胶原纤维再生，延长时间至 2-3 年。

图 48、爱美客紧恋埋植线产品



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

与竞品相比，紧恋首批过证，获批型号较多。

- 1) 紧恋：①国内首款针头/线同时获得 NMPA 审核的产品；②规格多。2019 年获批平滑线、螺旋线、短锯齿线三种线型，分别满足用户皮肤紧致、表情区紧致、精细部位凹陷填充和皮肤提升的需求。2020 年 7 月药监局发布新的埋植线批注证明文件（变更）信息，预计新规格的线材获批有望上市，补充公司埋植线产品系列。待包含大线在内的其他规格获得批文后，公司将大力推广，实现全市场收割；
- 2) 韩士生科 MINT 仅有一款线材过证；
- 3) 永贺生物获得“同意注册指定检验申请”，后续还有临床试验、国家局注册申请等步骤，顺利情况下距离上市预计至少还有 3-5 年。

表 7、线雕产品目前市场竞争情况

目前市场现有产品	
产品品牌	过证情况
爱美客	面部埋植线III类证；针头+线材（至少3款）
韩士生科	面部埋植线III类证；线材（1款）
强生	缝合线III类证
Quill (快翎)	缝合线III类证
美迪塑	未获III类证
优雅斯	未获III类证

埋植线产品目前审批状态			
器械名称	企业名称	审批结论	状态开始时间
聚对二氧环己酮 面部埋植线	爱美客技术发展股份 有限公司	批准变更	2020-7-22/2019-06-17
聚对二氧环己酮 面部埋植线	吉林省永贺生物材料 有限公司	同意注册指定检验申请	2019-09-03
聚对二氧环己酮 面部埋植线	Hans Biomed Corp.	批准变更	2019-07-26

资料来源：国家药监局，兴业证券经济与金融研究院整理

### ➤ 紧恋埋植线未来规模测算

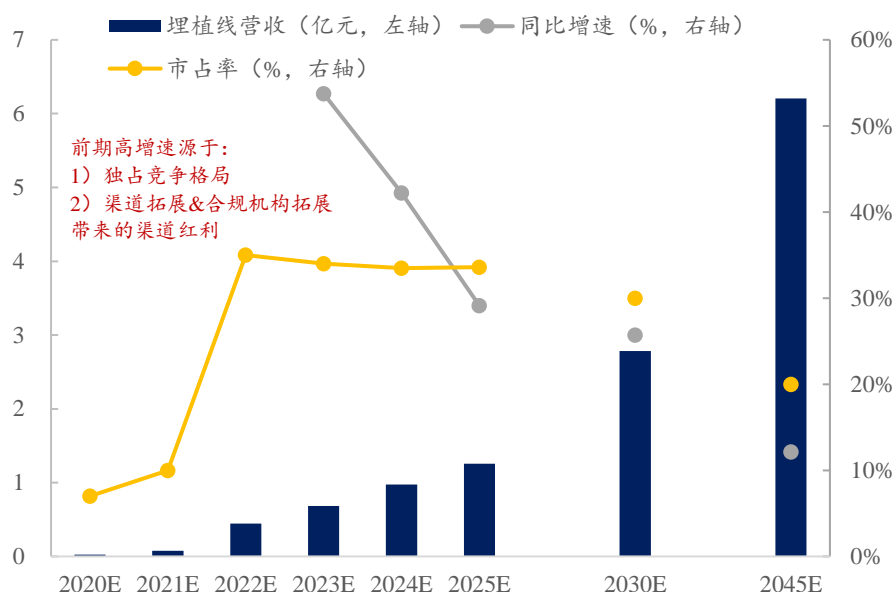
埋植线包含多种规格，目前紧恋仅有三款小线型获得批文，整体规格尚不齐全，为防止机构出现“挂羊头卖狗肉”的现象，预计待包含大线在内的其他规格获得批文后，公司将大力推广紧恋产品，届时紧恋在线雕市场的市占率将有明显提升。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

紧恋埋植线主要用于面部提拉，预计在年长消费者中渗透率更高。考虑到目前 40 岁以上的医美消费者仍较低，短期内线雕在年轻消费者中的渗透率会高于在年长消费者中的渗透率，随着医美消费者年龄结构扩容，预计未来年长消费者对于线雕的渗透率提升更快。

- **竞争格局：2022 年市占率预计可达 35%。**预计 2021 -2022 年紧恋线规格完整度会相对较高，2022 年公司开始着力推广后，市占率将有明显提升，并在 2022-2030 年间有望持续维持 30% 的市占率。
- **渠道红利：预计未来五年公司将享有渠道扩张红利。**未来五年随着 1) 监管趋严将打击不合规市场，推动合规机构数量的增长及合规市场规模的壮大；2) 爱美客目前仅覆盖一半的合规机构，未来五年除了医美市场的自然增长外，公司将持续享有渠道拓展红利。
- **未来五年规模测算：**假定 2020-2025 年时，预计 1) 渗透率：2020-2025 年① 18-40 岁医美女性的渗透率为 0.1%/0.2%/0.3%/0.4%/0.5%/0.6%，② 40 岁以上医美女性的渗透率分别为 0.05%/0.10%/0.15%/0.20%/0.25%/0.30%；2) 市占率：假定 2020-2025 年紧恋在埋植线市场的市占率为 7%/10%/35%/34%/34%/34%；3) 注射频次：PPDO 可维持 2-3 年，预计每 2.5 年注射一次；4) 次单价：次单价为 4000 元。预计 2020-2025 年紧恋营收规模为 0.02/0.07/0.45/0.68/0.97/1.26 亿元，2022-2025 年年复合增速为 25.7%。
- **未来 25 年峰值规模测算：**考虑到人们收入水平逐步提升，年龄增长，未来面部提拉需求会逐步提升，2045 年将达到为可预期范围内的峰值。预计 2045 年，1) 渗透率：① 18-40 岁医美女性的渗透率为 2.5%，② 40 岁以上医美女性的渗透率分别为 3.0%；2) 市占率：随着更多产品过证，预计紧恋市占率有所下降，假定 2045 年紧恋的市占率为 20%；3) 注射频次：PPDO 可维持 2-3 年，预计每 2.5 年注射一次；4) 次单价：次单价为 4000 元。预计 2045 年紧恋营收规模为 6.21 亿元，2022-2045 年年复合增速为 12.1%。

图 49、紧恋未来规模/峰值测算



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

注：2030/2045 年的灰点代表对应自 2022 年始的年复合增速

### 3.1.4 短效玻尿酸市场竞争激烈，爱美客产品维持稳定增长

**短效玻尿酸：添加利多卡因减少痛感实现差异化。**短效玻尿酸产品主要成分为“天然玻尿酸分子+交联剂”，可用于补水、除皱、软组织填充定型等多种医美项目中。短效玻尿酸产品最早引入中国，经过 10 余年发展，产品日渐成熟，拥有大量临床样本供审核参考，通过 NMPA 审核时间仅 3-5 年，市场竞争最为剧烈。爱美客于 2015 年推出“爱芙莱”，产品创新地添加利多卡因麻醉成分，降低注射时疼痛感，提高产品使用体验。爱芙莱在产品力与推出时间上均占有优势，在国内纯玻尿酸同质化竞争、竞品降价、自身价格维持的情况下，仍能持续获得 15% 以上增速。

**推出中低端产品线“爱美飞”+产品矩阵捆绑销售帮助维持价格稳定。**公司于 2019 年推出中低端产品线“爱美飞”，其主要成分与爱芙莱相似，价格定位上主打高性价比优势，通过吸引年轻消费者与初次尝试玻尿酸人群抢占市场份额。同时，公司借产品矩阵优势，可通过推出联合疗程的方式进行销售，一方面维持单品价格稳定，另一方面联合疗程下短效玻尿酸价格虽然降低，但单品销量和其他产品销量均有提升，有利于进一步提升公司在下游机构的份额。

表 8、注射玻尿酸类产品一览表

序号	生产企业	产地	商品名称	使用方式
1	CROMA	奥地利	公主	注射填充
2	DAEWONG	韩国	婕尔	注射填充
3	FILLMED	法国	FILLMED 艺术填充	注射填充
4	GENOSS	韩国	蒙娜丽莎	注射填充
5	HUONS	韩国	艾莉薇	注射填充
6			艾莉薇S	注射填充
7	LG	韩国	伊婉C	注射填充
8			伊婉CP	注射填充

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 33 -



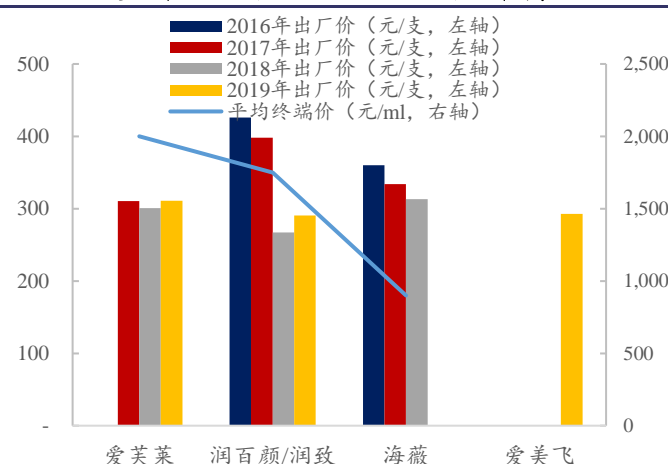
9			伊婉V	注射填充
10			伊婉VP	注射填充
11	Q-Med	瑞典	瑞蓝2号	注射填充
12			瑞蓝丽堤	注射填充
13	艾尔建	美国	乔雅登丰颜	注射填充
14			乔雅登极致	注射填充
15			乔雅登雅致	注射填充
16	爱美客	中国	爱芙莱	注射填充
17			爱美飞	注射填充
18			宝尼达	注射填充
19			嗨体1.5	注射填充
20			逸美	注射填充
21			逸美一加一	注射填充
22	北京蒙博润	中国	觉醒	注射填充
23			舒颜D	注射填充
24			舒颜F	注射填充
25			舒颜M	注射填充
26	常州百瑞吉	中国	伊可颜	注射填充
27	常州药物	中国	碧翠诗	注射填充
28	杭州协合	中国	碧云曦	注射填充
29			塑欣	注射填充
30			欣德美	注射填充
31			欣菲聆	注射填充
32	昊海生物	中国	海魅	注射填充
33			海薇	注射填充
34			海薇M+	注射填充
35			海薇姣兰	注射填充
36	和康生物	中国台湾	贝丽姿	注射填充
37			肤美登	注射填充
38	华熙生物	中国	奥尼	注射填充
39			德曼	注射填充
40			娜楚	注射填充
41			润百颜大分子黑金	注射填充
42			润百颜中分子	注射填充
43			润致	注射填充
44	科妍生物	中国台湾	法思丽	注射填充
45	山东凯乐普	中国	玻菲	注射填充
46			菲羽	注射填充
47			馨妍	注射填充
48			羽美	注射填充
49	BIOFORMULA	意大利	百肤谜	中胚层
50	CHA MEDITECH	韩国	百洛娜	中胚层
51	FILLMED	法国	FILLMED动能素	中胚层
52	Mesoestetic	西班牙	美斯蒂克	中胚层
53	Q-Med	瑞典	瑞蓝唯堤	中胚层
54	REVITACARE	法国	丝丽动能素516	中胚层
55			丝丽动能素532	中胚层
56			丝丽动能素715	中胚层
57	爱美客	中国	嗨体2.5	中胚层
58			逸美水光	中胚层
59	常州百瑞吉	中国	蔓百薇	中胚层
60	常州药物	中国	碧萃诗次抛原液	中胚层
61			碧萃诗水光	中胚层
62	广西桂林华诺威	中国	菁芙	中胚层
63	杭州协合	中国	嗨注	中胚层
64			欣可聆	中胚层
65	昊海生物	中国	术唯可	中胚层

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

66	禾雅堂	中国	禾雅	中胚层
67			奥尼动能素	中胚层
68			奥尼水光	中胚层
69	华熙生物	中国	润百颜皮肤保护剂	中胚层
70			润月雅	中胚层
71			润致动能素	中胚层
72			润致水光	中胚层
73	四川科伦新光	中国	肌本演绎	中胚层
74			肌本演绎动能素	中胚层
75	西安惠普	中国	赛洛丝汀水光	中胚层
76			英诺紧致素	中胚层
77	英诺皮肤世家	西班牙	英诺净斑素	中胚层
78			英诺祛黑素	中胚层

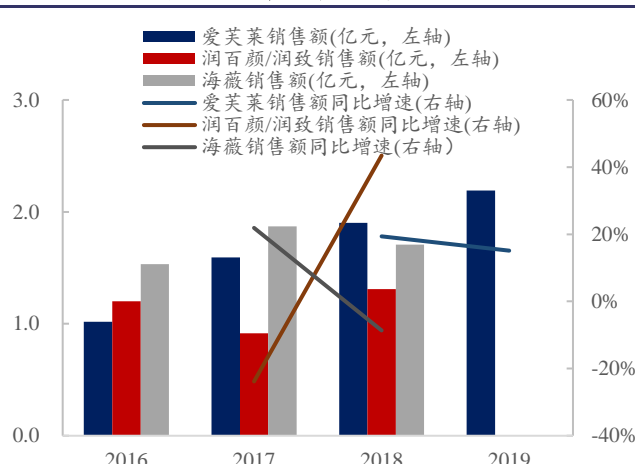
资料来源：各公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 50、爱芙莱出厂价格稳定，终端价格最高



资料来源：公司公告，新氧，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：1、平均终端价为2020年新氧APP价格；2、海薇/润百颜/润致的规格为1ml/支，爱芙莱/爱美飞规格为0.5ml/支、1ml/支

图 51、爱芙莱2019年销售额同比增长15%



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：2018年润百颜/润致增速快由于公司推出新产品润致，搭配华熙生物2018年经销占比达72%可以迅速铺开新产品

➤ 考虑到短效玻尿酸市场竞争激烈，假定爱芙莱、爱美飞增速弱于行业增速。

### 3.2、首发优势+市场认知度高源于研发+过证+销售优势平台

#### 3.2.1 丰富品牌矩阵源于稳定研发团队的强研发实力

**强研发实力积累前沿技术储备，为新产品推出提供技术支持。**公司以技术创新为先导，自主研发形成多组分复合仿基质水凝胶技术、水密型微球悬浮制备技术等多个核心技术。在核心技术基础上，公司先后推出多款核心产品，其中逸美、宝尼达、爱芙莱、嗨体四款产品获北京市科学技术委员会等部门认定为北京市新技术新产品，公司研发实力获得业界认可。

**强研发实力源于公司对研发的重视、对医美领域的专注、对研究时长的积累。**①重视研发：与同行业公司相比，爱美客研发人员、研发支出均占比最高，采用核心技术人员+专家委员会的人员配置，将公司资源向研发倾斜。②专注医美领域：由于业务模式差异，同行业公司研发资源分散在原料、医疗等其他领域，而爱美客资

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

源则集中投入医美领域，专注单一领域的研究助公司打磨更强专业性。③积累研究时长：公司为业内最早布局医美终端产品之一，自 2004 年公司成立以来 16 年长期积淀帮助提升公司研究水平。

图 52、爱美客研发人员占比高

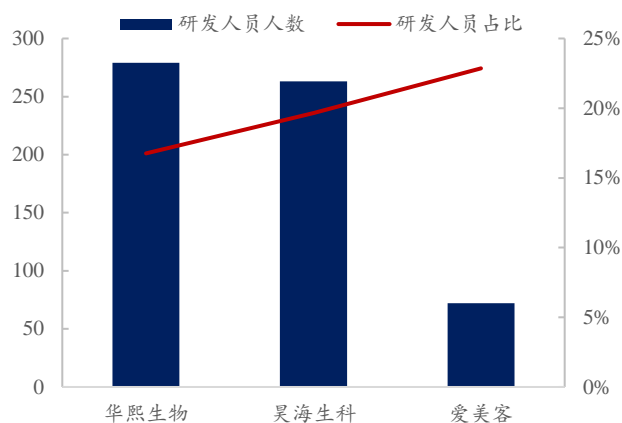
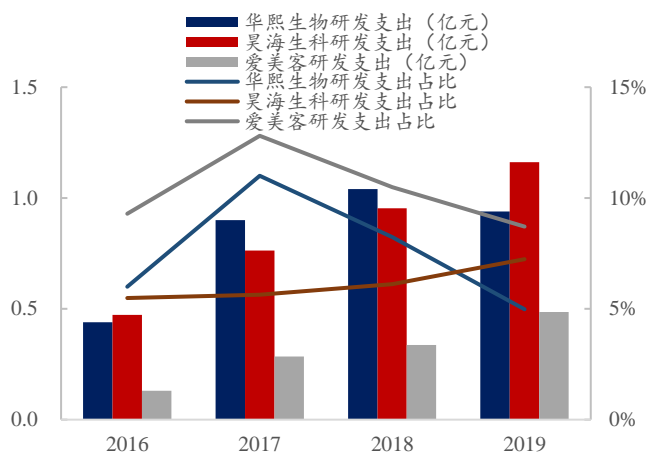


图 53、爱美客研发支出占比高



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：研发人员人数包括公司全部研发人员，虽公司未披露医美研发人员具体数据，我们可通过整体数据估测公司研发人员比例

表 9、爱美客采用核心技术人员+专家委员会的人员配置打造强研发实力

	姓名	资历
核心技术人员	尹永磊	从业 15 年，主导公司已上市产品的规模化生产工艺开发及转化
	张堃	从业 7 年，发明专利 3 个，发表期刊 3 篇，医用材料器械高级工程师
	陈雄伟	从业 7 年，发明专利 4 个，医疗器械中级工程师
	李睿智	从业 5 年，发明专利 17 个，发表期刊 1 篇，医疗器械高级工程师
专家委员会	奚廷斐	中国药品生物制品检定所医疗器械质量监督检验中心主任、博士生导师，兼任北京大学生物医用材料与组织工程研究中心主任
	顾其胜	海其胜生物材料技术研究所所长，美国生物材料学会委员
	张政朴	曾任职于南开大学高分子化学研究所、教授、博士生导师，国际《International J. of Polymeric Materials》杂志编委

资料来源：爱美客招股说明书，公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

**高稳定团队穿越长推新周期，保障新品推出成功率。**根据草根调研，爱美客核心技术团队十年未变，稳定度强。高稳定团队①能够在长研发周期中为产品提供持续、稳定的技术支持，帮助项目稳步推进②新品研发经验丰富，对新品推出、过证申请等一系列流程熟悉度高，进一步提升新品推出的成功率。

### 3.2.2 独到战略搭配过证实力，低费用投入下获得高确定性产品

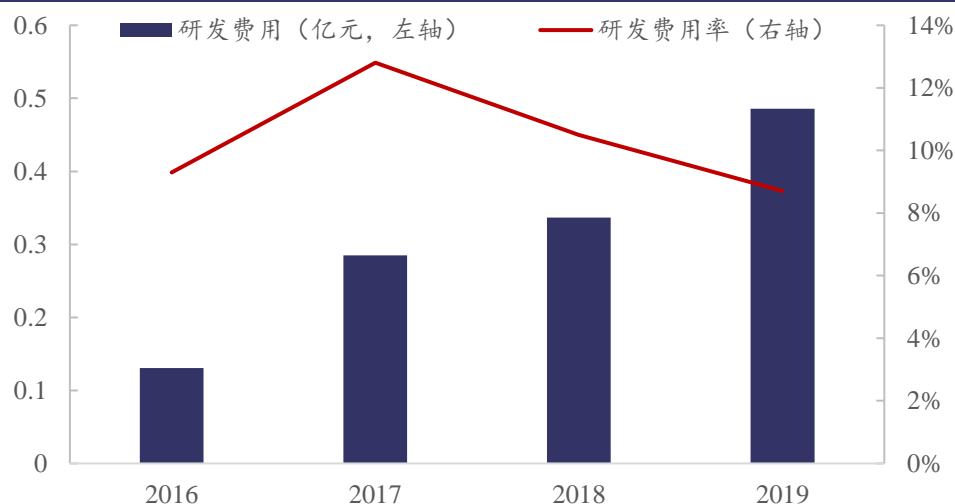
**借鉴海外医美经验，依靠强大的研发实力和过证实力，研发国内首款合规产品。**以宝尼达产品为例，公司通过海外长效填充市场经验，预见国内未来旺盛的需求。通过借鉴成熟的外资经验和自身强大的研发实力，开发出对应领域的独有产品。与此同时，公司依靠其对于 NMPA 审批流程的熟知度，搭配可能存在的 NMPA 对国产医美公司的保护机制，领先于外资产品，率先于国内获批首发。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 36 -

借鉴海外成熟经验有利于降低研发难度和风险，享有确定性市场。由于公司产品多为市面已有品类产品，开发难度相对降低。在公司多款产品领先于竞争对手的情况下，研发费用不超过 5000 万，研发费用率维持在 13% 以下，为公司高净利率奠定基础。

图 54、借鉴海外成熟经验进行研发，研发费用率维持不足 13% 较低水平



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 10、品类对比证实爱美客公司研发实力和过证实力

公司	产品	产品类型	获批上市时间
华熙生物	润百颜白紫/黑金/星耀/月盈	短效玻尿酸	2012
	润致玻尿酸	短效玻尿酸	2016
昊海生科	海薇	短效玻尿酸	2013
	姣兰	短效玻尿酸	2016
爱美客	逸美	国内首款含利多卡因复合玻尿酸	2009
	宝尼达	国内首款长效玻尿酸	2012
	爱芙莱/爱美飞	国内首款含利多卡因短效玻尿酸	2015
	嗨体	国内首款针对颈纹复合玻尿酸	2016
	逸美一加一	复合玻尿酸	2016
	紧恋	国内首款面部埋植线	2019

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3.3、销售模式+狼性文化把握产品上市红利期

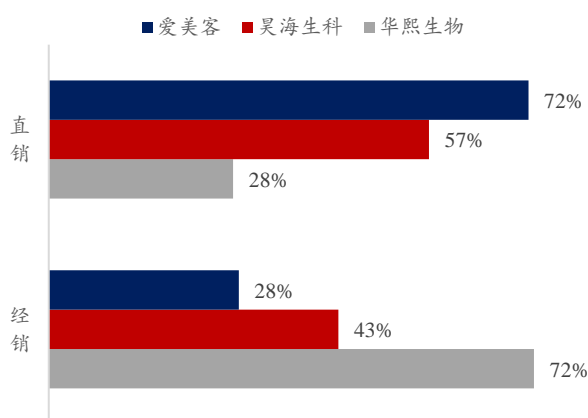
前文已经提及，嗨体从上市到热销再到大火经历了 2-3 年的市场教育时间。产品获批上市后，公司能否把握首款产品 5 年的 NMPA 红利期，能否迅速顺利实现机构/消费者对产品认知度提升并转换为营收则考验了营销团队的实力。

**直销先行，触达头部客户，教育市场。**公司多款产品均为国内相关领域首款合规产品，市场对于新品类和新产品的认知度均较低，需要进行市场教育。在产品上市之初，公司采用直销模式，通过组织或参与行业会议、学术研讨会，开展学术培训等方式进行产品推广，介绍产品的特点、适用范围、临床使用方法和效果等，并依靠深谙产品特质与核心竞争的内源团队进行跟踪配合，强化机构认知并

获得一手反馈。直销模式重点开发各地头部客户，包括美莱、华美等大型连锁非公立医疗机构和部分公立医院。

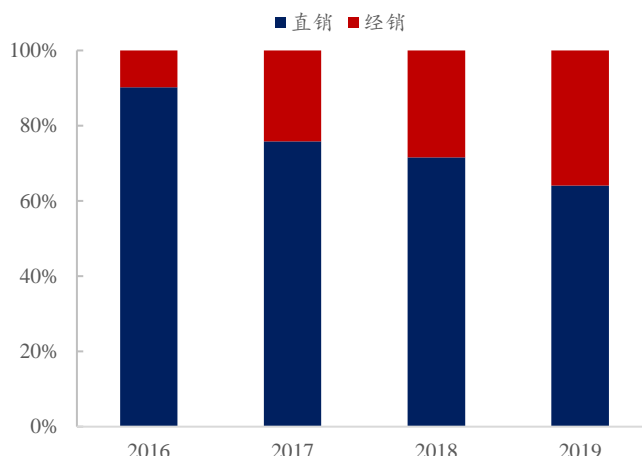
**经销铺面强化销售。**品牌形象树立后，公司自 2017 年起不断提升经销比重，通过经销来进一步拓展直销团队无法直接覆盖的医疗机构，提升市场渗透率。公司主要采用一级经销商模式，对经销商资质、信用、规模进行严格考评，并采用先款后货的模式，充分体现公司产品强势度。

图 55、2018 年爱美客直销占比高



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：由于华熙生物/昊海生科未公布医美终端产品具体直销/经销数据，故华熙生物选用皮肤类医疗产品数据，昊海生科选择整形美容与创面护理数据

图 56、爱美客经销占比稳步提升，进一步渗透市场



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**狼性文化提升销售团队积极性。**公司总经理石毅峰是销售出身，深谙销售之道，采用类“对赌协议”模式激励销售人员，1) 销售人员在年终达成 KPI 指标后将获得年终奖励，未达成则无法获得；2) 销售人员在年中达成半年 KPI 指标时可以选择提升全年 KPI 值，但面临两个挑战，①若无法达成，则全年奖励为 0；②第二年需要在该年基础上按照公司营收增速指引进行相应提升，第二年的业绩压力增大。在该模式下，并非业绩越高奖励越高，需要销售人员结合自身情况进行抉择。与此同时，公司盈利部分分红和销售分润等多管齐下，进一步强化销售人员思考能力和积极性。

**产品优势明显搭配销售制度完善，采用联合疗程解决医美价格战问题。**传统医美多采用价格战来提升产品市占率，公司主要通过：1) 销售团队不招收有医美销售经验的人员，防止一贯以价换量的风气盛行；2) 采用联合疗程方式进行打包销售，多部位多功能产品一应俱全，于机构而言，可以降低单品价格，于公司而言，可以提升在机构的渗透率，两全其美。

**打造研发+过证+销售优势平台。**1) 公司研发实力较强，前瞻预见性搭配强势稳定的研发团队，完成产品研发；2) 过证实力较强，公司深耕医美产品端，对于审批

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

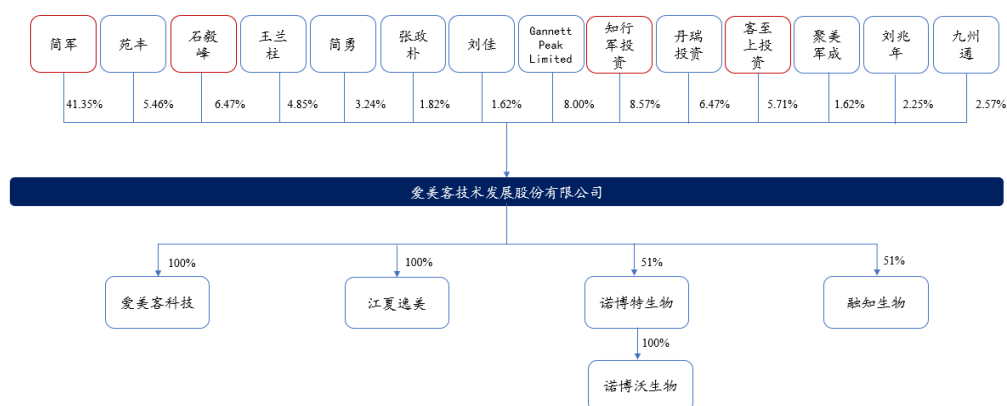


流程较为熟悉，率先实现新品通过审批；3）销售团队稳定，通过学术研讨会、地推等方式推广公司产品，提升B端认可度。未来公司将持续发挥其平台优势，为持续推出国内首创新品奠定坚实基础。

### 3.4、股权激励提升团队稳定&合作效率

**公司依靠股权绑定提升团队稳定性。**简总为公司董事长，把握公司整体战略和研发方向，除直接持有公司41.35%的股份，并通过丹瑞投资、客至上投资及知行军投资间接持有公司9.40%的股份（合计50.75%，摊薄后38.00%）；石总为公司总经理，深谙销售之道，对激发销售团队积极性做出巨大贡献，除直接公司6.47%的股份，并通过丹瑞投资、聚美军成、客至上投资及知行军投资间接持有公司10.05%的股份\*合计16.52%，摊薄后12.37%）。知行军投资和客至上投资分别为公司研发/生产团队和销售团队持股平台，均由石总和简总牵头，通过股权绑定，提升公司重要团队积极性和稳定性。

图 57、公司依靠股权绑定提升团队稳定性



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**研发团队高稳定性源于公司激励机制强。**爱美客为内资公司中唯一采用股权激励方式的企业，尹永磊、张堃、陈雄伟、李睿智等核心研发人员均通过知行军投资持有公司股份。从公司招股说明书来看，2017 年到现在，知行军合伙人基本维持稳定，充分证实核心成员人员对公司的认可以及激励机制的有效性。

表 11、爱美客为唯一实施股权激励的医美产品公司

公司	激励机制
华熙生物	以新产品研发为导向的科研项目考核激励和科研成果奖励的双重激励机制；
昊海生科	产品研发奖励、专利申请奖励、科研项目申报奖励等多元化激励措施；
爱美客	以新产品研发为导向的科研项目考核激励和科研成果奖励的双重激励机制+已实施的股权激励

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 12、知行军合伙人至少三年维持稳定

2020 年合伙人	2017 年合伙人	2020 年知行军出资比例	2020 年持爱美客股比例（发行前）	任职情况
石毅峰	石毅峰	47.7237%	4.090%	总经理
简军	简军	43.7380%	3.748%	董事长
尹永磊	尹永磊	1.1380%	0.098%	生产总监/副总经理
张堃	张秀明			
张堃	张堃	0.5691%	0.049%	研发部项目经理
陈雄伟	陈雄伟	0.5691%	0.049%	研发部经理
李睿智	李睿智	0.5691%	0.049%	研发部项目经理
	卓加			
杜培	杜培	0.5691%	0.049%	产品部经理
张容丽	张容丽	0.5691%	0.049%	总经理助理
	张莹			
冯瑞瑞	冯瑞瑞	0.5691%	0.049%	注册经理
许哲	许哲	0.5691%	0.049%	市场运营经理
徐艳彬	徐艳彬	0.5691%	0.049%	产品组组长
任旭	任旭	0.5691%	0.049%	生产部经理
刘彬	刘彬	0.5691%	0.049%	质量控制部经理
朱永水	朱永水	0.5691%	0.049%	工程设备部经理
陈开宇	陈开宇	0.5691%	0.049%	人力资源部经理
尹永晶	尹永晶	0.5691%	0.049%	财务人员

资料来源：爱美客招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

**激励机制&企业文化提升销售团队稳定性，利好销售。**公司通过客至上员工持股平台进行股权激励，12 位销售人员共间接持有公司发行前 0.69% 的股份，进一步巩固团队稳定性。在企业文化上，公司鼓励积极进取并为员工制定职业发展规划，宣扬共同进步的理念，提高员工对公司发展的信心，提升员工留存度。高稳定团队①熟悉客户需求，能够为下游医疗机构提供从产品到服务量身定制的全面解决方案，帮助客户解决产品定位、广告策略、客户维护等诸多问题，提升客户满意度与消费粘性②熟悉产品矩阵，能够将产品与需求灵活匹配，提供一站式方案，连带销售进一步推升销售额。

表 13、客至上合伙人至少三年维持稳定

2020 年合伙人	2017 年合伙人	2020 年知行军出资比例	2020 年持爱美客比例（发行前）	任职情况
石毅峰	石毅峰	45.7306%	2.611%	总经理
简军	简军	42.3150%	2.416%	董事长
勾丽娜	勾丽娜	1.7076%	0.098%	销售总监/副总经理
张乐	张乐	0.8539%	0.049%	销售人员
李大宇	李大宇	0.8539%	0.049%	销售人员
潘芳	潘芳	0.8539%	0.049%	销售人员
杜晓轩	杜晓轩	0.8539%	0.049%	销售人员
张丹丹	张丹丹	0.8539%	0.049%	销售人员
陈娟	陈娟	0.8539%	0.049%	销售人员
刘博	刘博	0.8539%	0.049%	销售人员
刘涛	刘涛	0.8539%	0.049%	销售人员
索永春	索永春	0.8539%	0.049%	销售人员
杨昱堃	杨昱堃	0.8539%	0.049%	销售人员
田亚军	田亚军	0.8539%	0.049%	销售人员
俞静	俞静	0.8539%	0.049%	销售人员

资料来源：爱美客招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 40 -

### 3.3、未来发展方向之一：B 端强化产品结构

**新项目储备充足：**公司不断丰富在研产品线，产品储备充足，以此保证公司实现可持续的长期发展。

表 14、爱美客新项目储备充足，前瞻布局童颜针/肉毒毒素市场并持续研究唇部/体部产品

待获 NMP A 审批	童颜针	医用含修饰聚左旋乳酸微球的透明质酸钠凝胶	用于皮肤填充	注册申报阶段
	Hutox 橙毒	A 型肉毒毒素	用于去除动态皱纹	临床试验阶段
	胶原蛋白医美修复膜	以胶原蛋白为原料的三类医疗器械医美修复膜（敷料）	手术后的创面修复	自 2016 年开始调研，目前处于开发样品阶段
	胶原蛋白褶皱皮肤修复	胶原蛋白褶皱皮肤修复医疗器械	应用于褶皱皮肤修复领域，皱纹纠正和凹陷性瘢痕的注射修复	自 2016 年开始调研，目前处于开发样品阶段
	丰唇产品	用于唇部的丰唇类产品	丰唇	自 2016 年开始调研，目前处于开发样品阶段
研发中	手部褶皱皮肤修复产品	用于纠正人体手部相关部位皱纹的褶皱皮肤修复产品	纠正人体手部相关部位皱纹的褶皱皮肤修复产品	自 2016 年开始调研，目前处于中试阶段
	注射用基因重组蛋白药物	用于糖尿病和肥胖症治疗	瘦身纤体	目前已完成原研药的质量研究及样品小试，正在进行临床前的样品中试及动物安全性评价，预计将于 2020 年进行产品的临床申报

资料来源：爱美客招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

#### ● 童颜针：产品注册审批中，有望成为国内首款合规产品

童颜针核心成分为聚左旋乳酸，为主动性填充产品，安全性高且持久度长。聚左旋乳酸具有良好的生物吸收性、相容性，可被人体降解，已经被广泛运用于外科手术缝合线、牙科、眼科等医药学领域，安全性有保障。童颜针通过直接注入皮肤真皮层、皮下层，可产生即刻填充效果，并在注射后不断刺激胶原再生，补充流失胶原蛋白，较被动式填充的玻尿酸产品而言，维持时间更长，效果更佳自然。

国内现无通过 III 类医疗器械注册，爱美客童颜针有望成为首款合规产品。目前市场上童颜针产品所取得批文均为 I 类医疗器械，按照法律法规不能作为注射类产品注入人体。爱美客预计于 2020 年末取得 III 类医疗器械注册证书，将属于市面上唯一能够合法用于面部注射填充的童颜针产品，有望收割被水货产品和非合规产品教育的市场。

表 15、市面上主要童颜针产品一览

主要产品商品名	产地	审核进展
爱美客童颜针	中国	III 类医疗器械注册审核中
Replace 瑞博	中国	II 类医疗器械注册证
Sculptra 塑然雅	法国	I 类医疗器械注册证 (III 类器械注册审核中)
EVOPLLA 欧倍颜	中国	I 类医疗器械注册证
仙诺德	中国	I 类医疗器械注册证
美彭	中国	I 类医疗器械注册证
Bealovo 贝洛芙	中国	I 类医疗器械注册证
Aphrolane 艾芙朗	中国	I 类医疗器械注册证
普丽妍	中国	I 类医疗器械注册证
Renata 润娜塔	中国	I 类医疗器械注册证
Babyskin 悦色	中国	I 类医疗器械注册证
Beautisle 每思然	中国	I 类医疗器械注册证
Trueself 真予	中国	I 类医疗器械注册证
Boji 博吉	中国	I 类医疗器械注册证
稚龄	中国	I 类医疗器械注册证
AestheFill 爱塑美	韩国	未通过 NMPA 审核
Ganafil 加纳菲	韩国	未通过 NMPA 审核
Derma Veil 得美妍	美国	未通过 NMPA 审核

资料来源：肉毒毒素 btxa，兴业证券经济与金融研究院整理

#### ➤ 童颜针未来规模测算

爱美客童颜针产品为医用含聚左旋乳酸微球的透明质酸钠凝胶，为童颜针+玻尿酸，具备即刻填充+刺激胶原再生功能，填充效果更长且效果更加自然，预计未来对玻尿酸产品有一定的替代作用。

#### ➤ 竞争格局：爱美客童颜针将成为第一款合规产品，独占童颜针市场 2-3 年。

预计公司产品于 2020 年末取得产品注册证书，成为首款获得 III 类医疗器械注册审批的童颜针产品，有望获得目前非法市场的全部规模并独占 2-3 年。

#### ➤ 渠道红利：享有公司现有渠道并获得渠道持续扩张红利。童颜针上市后将迅速铺货至公司现有渠道，而市场经过水货的教育对于童颜针的认可度已然较高，公司有望在短期内快速实现规模扩张，并在之后五年同其他产品继续享有渠道扩张的快速增长红利。

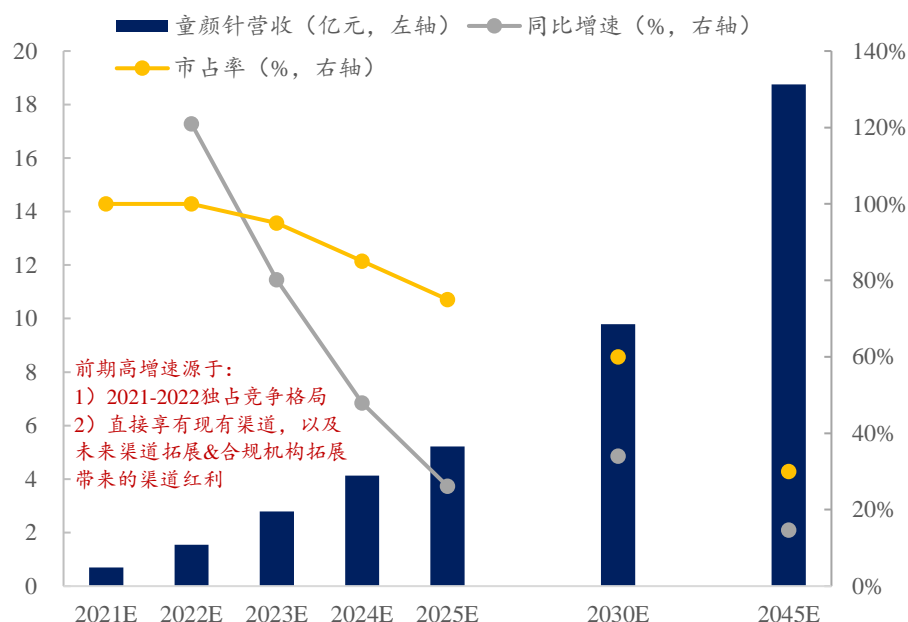
#### ➤ 未来五年规模测算：假定 2021-2025 年时，1) 渗透率：18-40 岁医美女性的渗透率分别为 0.1%/0.25%/0.45%/0.70%/1.0%，40 岁以上医美女性的渗透率分别为 0.05%/0.15%/0.25%/0.40%/0.70%，2) 市占率：市占率分别为 100%/100%/95%/85%/75%，3) 注射频次：新增用户每年 3 次，复购用户每年 1 次；4) 次单价：1000 元。预计 2021-2025 年宝尼达营收规模为 0.70/1.55/2.79/4.13/5.22 亿元，年复合增速为 65.10%。

#### ➤ 未来 25 年峰值规模测算：未来市场渗透率会逐步提升，2045 年将达到为可预期范围内的峰值。预计 2045 年，1) 渗透率：18-40 岁医美女性和 40 岁以

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

上医美女性渗透率分别为 5.2%/5.4%；2) 市占率：30%童颜针客户购买公司产品；3) 注射频次：新增用户每年 3 次，复购用户每年 1 次；4) 次单价：1000 元。预计 2045 年宝尼达营收规模为 18.76 亿元，年复合增速为 14.67%。

图 58、童颜针未来规模/峰值测算



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

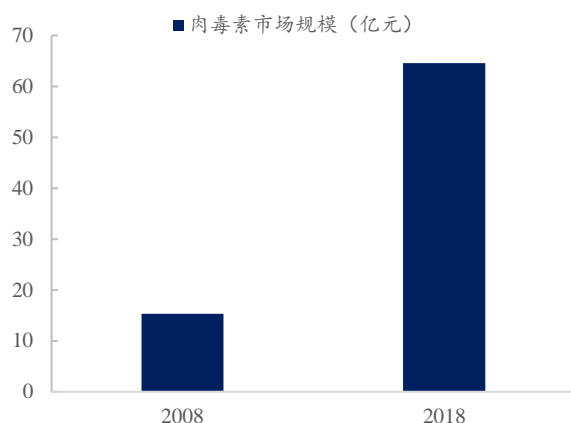
注：2030/2045 年的灰点代表对应自 2021 年始的年复合增速

### ● 肉毒毒素：产品临床审批中，有望分享广袤的肉毒市场。

肉毒毒素市场增速快，存在较大市场空间待开发。我国 2008/2018 年肉毒毒素市场规模分别为 15.3/64.6 亿元，年复合增速达 15.5%。中国肉毒毒素项目占注射类医美项目比重显著低于巴西、日本、美国等成熟市场，仍存在较大市场空间待开发。由于肉毒毒素属于国家管制的神经毒麻产品，过证难度较大，目前国内仅有兰州衡力/美国 Botox/英国 Dysport 3 款肉毒毒素产品，分别于 2012/2015/2020 年获得 NMPA 证书。市场待发展空间广阔，已有产品较少，为新进入者提供了较大市场安全空间。

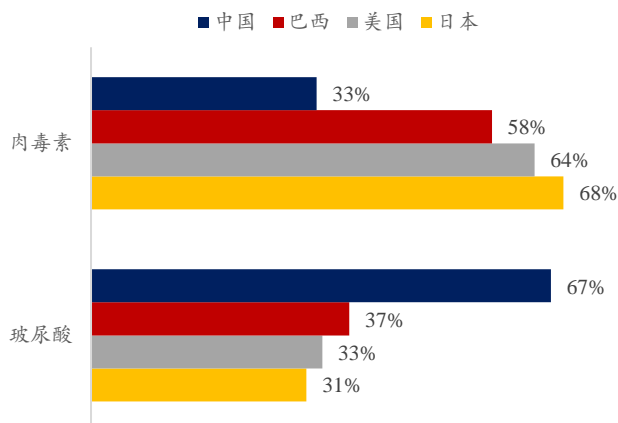


图 59、我国肉毒毒素市场年复合增速达 15.5%



资料来源：新思界产业研究中心，兴业证券经济与金融研究院整理

图 60、国内肉毒毒素项目占注射类比重远低于成熟市场



资料来源：ISAPS，新氧大数据，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：巴西、美国、日本为 ISAPS2018 年数据，中国数据为新氧大数据 2019 年数据。

表 16、目前国内市三款肉毒毒素产品比较

	衡力	Botox	Dysport
国内获批时间	2015	2017	2020
分子量	300/500/900KD	900KD	300/500/900KD
规格	50/100unit	50/100/2000unit	150unit
维持时间	4-6 个月	4-6 个月	4-6 个月
赋形剂蛋白质	医用明胶	人血白蛋白	人血清白蛋白
适用于	大面积区域	精细化部位	大面积区域
价格（出厂价）	700-800 元	2200-2400 元	比 Botox 便宜
目标消费者	中高端群体	高端人群	中高端群体

资料来源：新氧，兴业证券经济与金融研究院整理

**品牌口碑、产品性价比、产品定位为打造肉毒产品核心要素。**A 型肉毒毒素为基于蛋白质的治疗药物，蛋白含量过高易引起自身免疫，抗药性一旦产生，衰退期长达 3 年，期间使用同种 A 型肉毒将失去效果。德国 Xeomin 为市面上唯一一款不含辅助蛋白产品，抑制蛋白素含量最低，产生抗药性几率最小，为业内技术天花板，但受制于国内监管未在国内上市。其余产品在产品技术上均与 Xeomin 有一定差距，其竞争力主要体现在品牌口碑、产品性价比、产品定位上。

**爱美客所合作橙毒产品性价比高，收割肉毒市场潜力最大。**由于华熙生物与韩国太平洋制药公司合作引进并经销的 Meditoxin 粉毒产品被韩国政府下架，故与华熙生物的合作项目或停摆，目前三大公司中唯有爱美客尚有肉毒毒素产品开发项目。爱美客将引进并经销韩国 Huons 公司旗下 Hutox 橙毒产品。Huons 公司旗下拥有国内热销玻尿酸品牌艾莉薇，公司打造品牌能力强。Hutox 橙毒主打高性价比，目前处于临床阶段，预计距审批通过需 3-4 年。

表 17、市面上主要肉毒毒素产品上市情况一览

	公司名称	国家	主要产品商 品名	图示	国内合作 企业	适用部位	弥散面积（平 方厘米）	赋形剂 蛋白质	审核进展
已 过 证	Allergan	美国	Botox		无	大面积区域	1	猪明胶	通过 NMPA 审核
	兰州生物	中国	兰州衡力		无	精细化部位	0.5	人血清 白蛋白	通过 NMPA 审核
	Ipsen	英国	Dysport		无	大面积区域	大于 Botox	人血清 白蛋白	通过 NMPA 审核
待 过 证	大同制药	韩国	Botulax 白毒		四环制药	精细化部位		人血清 白蛋白	已完成临床试验
	Merz	德国	Xcomin		精鼎医药	精细化部位		人血清 白蛋白	已完成临床试验
	大熊制药	韩国	Nabota 绿毒		无	精细化部位		人血清 白蛋白	进入三期临床试 验
	Huons	韩国	Hutox 橙毒		爱美客	大面积区域	大于 Botox	人血清 白蛋白	临床审批中（预 计尚需 3-4 年）
	Revance	美国	RT002		复星医药	精细化部位	小于 Botox	胜肽	临床审批中

资料来源：各产品官网，兴业证券经济与金融研究院整理

注：按照项目进度由快至慢排序

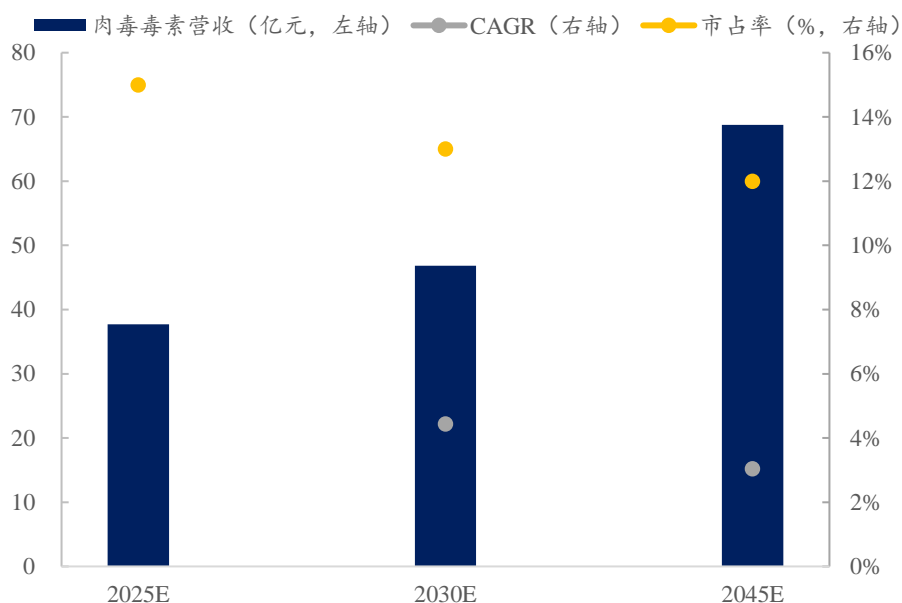
#### ➤ 肉毒毒素未来规模测算

目前市场仅有三款肉毒毒素获得审批，仅有兰州衡力和保妥适上市，并分列低端和高端，且弥散面积存在较大差异，中间仍有较大空间供新进入者分食。

#### ➤ 渠道红利：享有公司现有渠道并获得渠道持续扩张红利。肉毒毒素上市后将迅速铺货至公司已有渠道，有望在短期内快速实现规模扩张。

#### ➤ 未来规模测算：假定 2025/2030/2045 年，1) 渗透率：由于目前肉毒毒素市场相对较为成熟，预计未来 40% 的医美人群会进行肉毒毒素注射；2) 市占率：市占率分别为 15%/13%/12%（注：未来公司依靠 C 端产品影响力+提升对 B 端服务价值，可以企稳市占率），3) 注射频次：每年 1 次；4) 次单价：1300 元。预计 2025/2030/2045 年宝尼达营收规模为 37.7/46.85/68.74 亿元，年复合增速为 3.0%。

图 61、肉毒毒素未来规模/峰值测算



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

注：2030/2045 年的灰点代表对应自 2025 年始的年复合增速

表 18、爱美客产品峰值预估表

	产品种类	产品名称	市场格局	渠道红利	2025 (亿元)	2020-2045年峰 值(亿元)(峰 值出现时间预 计为2045年)
已获 得 NMP A审批	短效玻尿酸	逸美	短效玻尿酸市场竞争较为激烈	1) 监管趋严推动合规机构数量的增长; 2) 目前仅覆盖一半的合规机构	-	-
		爱美飞			0.13	0.33
		爱美莱			4.48	8.93
	长效玻尿酸	宝尼达	当前和爱贝芙共享长效填充市场	专家型产品, 已拓展大型机构, 渠道红利小于其他产品	2.64	10.61
	复合玻尿酸	嗨体	预计未来五年将独占颈纹填充市场	1) 监管趋严推动合规机构数量的增长; 2) 目前仅覆盖一半的合规机构	31.79	67.12
		逸美一加一	添加纤维素维持时长略高于短效玻尿酸, 目前尚无直接竞争者	专家型产品, 目前还没着力推广, 未来有望提升在大机构的渗透率	0.63	2.97
埋植线	紧恋	预计 2022 年公司着力推广后, 市占率有明显提升, 在 2022-2030 年间持续维持 30%的市占率	1) 监管趋严推动合规机构数量的增长; 2) 目前仅覆盖一半的合规机构	1.26	6.21	
在研 产品- 待获 NMP A审批	童颜针	-	有望成为第一款合规产品, 独占童颜针市场2-3年	1) 现有渠道铺货; 2) 监管趋严推动合规机构数量的增长; 3) 目前仅覆盖一半的合规机构	5.22	18.76
	Hutox橙毒	-	目前仅有三款肉毒毒素获得审批。兰州衡力和保妥适, 并分列低端和高端, 弥散面积存在较大差异, 中间仍有较大空间供新进入者分食。	上市后将迅速铺货至公司现有渠道, 有望在短期内快速实现规模扩张。	37.70	68.74

资料来源：爱美客招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 46 -

### 3.4、未来发展方向之二：C端提升消费者认知

随着医美产品逐步增加，现有产品的临床样本数据有望缩短后进者审核时长，加快潜在竞争者的进入速度，若未来竞品逐步增多，公司该如何稳住现有市占率？我们认为拓展化妆品业务，强化C端消费者认知将不失为好的解决方案。

**嗨体护肤品：借嗨体颈纹注射产品拓展C端护肤品。**爱美客凭借嗨体在颈纹市场上的垄断地位和先发优势，成为颈部护理、颈纹修复的代名词。目前公司已有开发颈膜、颈霜、精华等产品。

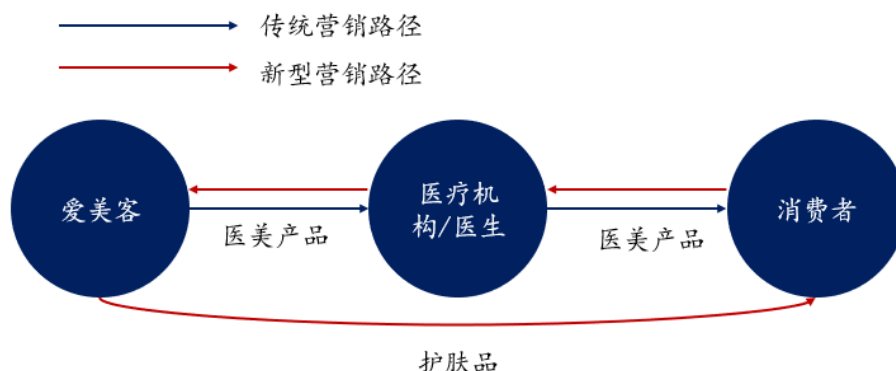
图 62、公司推出嗨体护肤品



资料来源：淘宝，兴业证券经济与金融研究院整理

发力护肤品有望直接触达消费者形成营销闭环。公司深耕于医美行业，传统做法为通过加强对B端机构和医生的培训来提升机构认可度，再由医生推荐给消费者，营销教育周期较长，进程相对较慢。发力护肤品将直接连接产品与消费者，提升C端消费者品牌认知度，加快营销周期。未来消费者有望在注射时主动选择爱美客产品，形成营销闭环，使得公司在竞争趋于激烈的市场中企稳市占率。

图 63、发力护肤品，形成营销闭环，加快营销速度并倒逼消费者主动选择



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

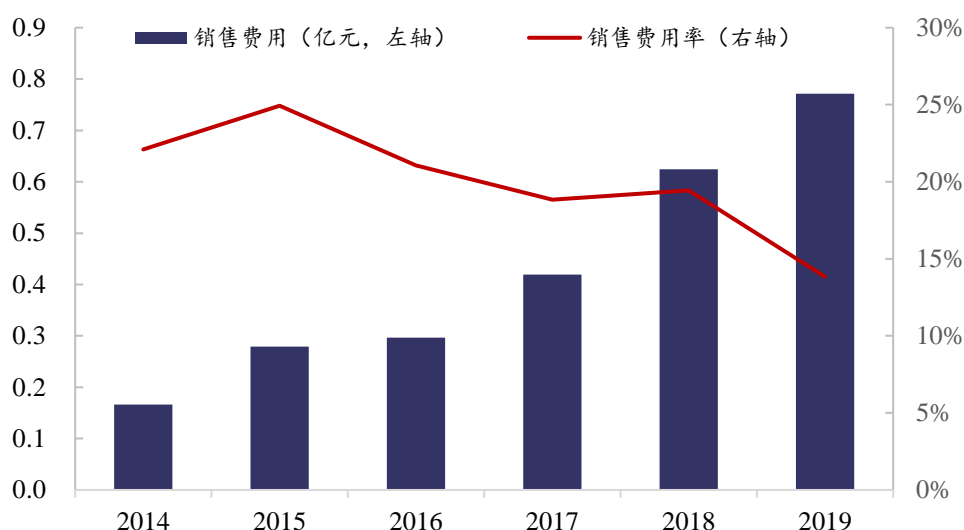
打造化妆品大事业体，带来新的营收增量。新晋护肤品若想在竞争激烈的市场站

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

稳脚跟需要依靠专家背书等方式弯道超车。以薇诺娜和华熙生物为例，薇诺娜依靠皮肤学界泰斗何黎教授和全国大型三甲医院背书迅速获得认可，华熙生物依靠原料优势+医美机构医生推荐+首创次抛原液护肤品提升消费者认知度，打造自身明星单品。嗨体护肤品同样具备以上优势。注射嗨体后，医生会建议敷用颈膜打造无菌化环境，后续建议持续敷用颈膜进行保养。在医美产品和医生推荐双重背书下，嗨体护肤品有望迅速提升消费者认可度，打造新事业部，带来增长新增量。

**公司销售费用主要投往 B 端教育，未来需提升 C 端投放。**公司当前销售费用主要用于 B 端教育，主要投入组织或参与行业会议、学术研讨会，开展学术培训，销售费用率相对较低，且与新品发布周期相关。2019 年公司净利率水平达 53.4%，为销售费用提升提供安全区间。而化妆品恰为 C 端消费者教育的较好契机，未来公司可通过化妆品营销投入来强化终端消费者教育。

图 64、当前销售费用主要搭配新品周期投往 B 端，未来有望提升 C 端费用



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3.5、未来发展方向之三：强化销售团队对 B 端附加价值

未来可以通过强化对 B 端附加价值应对逐步加剧的竞争市场。前文已经提及，公司销售团队稳定，对产品熟知度较高，通过直销+经销方式对 B 端进行教育，并搭配较全的产品线实现联合疗程方案，提升公司销售能力。未来，随着竞品逐步获得审批，市场竞争加剧，我们认为，公司可以通过加强对 B 端的附加价值，加强机构对公司的依赖度，企稳目前高市占率。

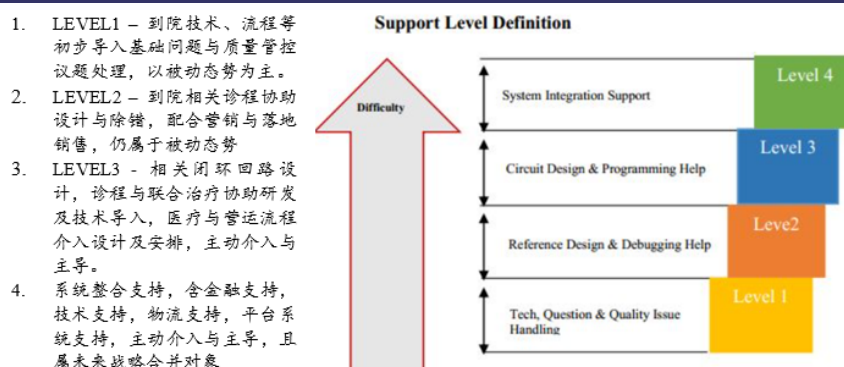
公司除了为医疗机构和医生提供新品学术交流会，还可以提供：1、到院技术支持和质量管控；2、进行营销和落地销售；3、协助诊程和联合治疗协助研发及技术导入，医疗与营运流程介入设计与安排；4、提供包含金融支持、技术支持、物流支持、平台系统支持等在内的系统化支持等，提升对 B 端的附加价值，提升定位于品牌商+机构服务商。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 48 -



图 65、漾莱代理商、机构分级基础概念



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

#### 4、爱美客盈利预测

根据前文分品牌所测算的营收，预计爱美客 2020-2022 年营收规模分别为 7.00/11.14/16.23 亿元，考虑到公司 1) 新产品发布后公司会组织学术交流和培训费，预计 2020 年年末童颜针有望通过审批，未来紧恋的推广都将提升公司销售费用率，2) 未来公司会加大化妆品对 C 端的投放，未来销售费用率将有所增长。预计 2020-2022 年归母净利润分别为 4.04/6.05/9.30 亿元。

表 19、爱美客盈利预测（亿元）

	2019A	2020E	2021E	2022E	2025E
玻尿酸	5.58	7.00	11.14	16.23	39.67
YOY/CAGR		25%	59%	46%	39%
嗨体	2.43	3.95	7.32	11.52	31.79
YOY/CAGR		62%	85%	57%	54%
爱芙莱	2.19	2.08	2.52	2.97	4.48
YOY/CAGR		-5%	21%	18%	13%
宝尼达	0.68	0.70	0.96	1.32	2.64
YOY/CAGR		4%	38%	37%	26%
逸美一加一	0.21	0.22	0.28	0.34	0.63
YOY/CAGR		5%	27%	24%	20%
爱美飞	0.05	0.05	0.06	0.08	0.13
YOY/CAGR		-2%	25%	23%	18%
逸美	0.02	0.01	0.005	0.003	0
紧恋	0	0.02	0.07	0.45	1.26
YOY/CAGR			230%	495%	123%
童颜针		0	0.70	1.55	5.22
YOY/CAGR				121%	65%
肉毒					37.70
化妆品	0.0047	0.02	0.1	0.5	2
YOY/CAGR		326%	400%	400%	174%
总营收	5.5772	7.04	12.02	18.73	85.85
YOY/CAGR		26%	71%	56%	58%
销售费用率	13.84%	10.1%	16.4%	17.0%	17.5%
管理费用率	8.63%	6.9%	7.6%	7.8%	8.5%
研发费用率	8.71%	8.6%	8.8%	8.7%	8.9%
财务费用率	-0.31%	-0.4%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
净利润	3.05	4.04	6.05	9.30	27.48
YOY/CAGR		32%	50%	54%	44%

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

注：YOY/CAGR 中，2020-2022 年计算 YOY，2025 年就算自 2019 年/上市年的 CAGR

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

● 采用 PE 方式进行估值

从可比公司 PE 可以看出，上游公司被给予更高估值。2021 年医美上游及医药行业平均估值为 53/40 倍，考虑到爱美客上市后将为 A 股首家纯医美产品公司，多个产品为国内唯一拥有 III 类医疗器械证书的产品，有望享有更高估值，给予 2021 年 50-60x。

表 20、2020 年 9 月 12 日对应的可比公司 PE

			2019A	2020E	2021E
医美板块	上游	华熙生物	94	84	62
		昊海生科	39	67	43
		Cynosure	32	69	/
	中游	新氧	42	60	16
	下游	朗姿股份	29	33	17
医药板块		医疗器械	84	32	29
		医疗服务	397	63	52
		生物医药	103	50	39
		创新药	89	51	40

资料来源：Wind, Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

注：Cynosure2017 年被收购，数据为其 2015/2016 年估值

**投资建议：**预估医美合规市场未来 5 年超 22%复合增长，爱美客将依靠优势品牌矩阵享有医美行业相对确定性赛道红利和板块龙头地位，预期公司 2020/2021/2025 归母净利润分别为 4.04/6.05/27.48 亿元，摊薄后 eps 分别为 3.36/5.04/22.86，2021 年医美上游及医药行业平均估值为 53/40 倍，建议关注。

**风险提示：**医疗美容产品审批加严，爱美客产品审批延缓，医美市场系统性风险

## 分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 51 -