



Research and
Development Center

为何看好医美持续被超配的投资价值？

2023年07月28日

证券研究报告

行业研究

行业专题研究（普通）

商业贸易

投资评级 看好

上次评级 看好

刘嘉仁 社零&美护首席分析师
执业编号：S1500522110002
联系电话：15000310173
邮箱：liujiaren@cindasc.com周子莘 美护分析师
执业编号：S1500522110001
联系电话：13276656366
邮箱：zhouzixin@cindasc.com信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

为何看好医美持续被超配的投资价值？

2023年07月28日

本期内容提要：

- **写在前面。**在今年资本市场存量资金博弈以及经济弱复苏引发消费恢复预期模糊的背景之下，被纳入较多未来预期而享有高估值的美护板块于上半年出现估值回撤，而估值中枢下移亦引发市场对于基本面的担忧。包含：1、短期高端消费受到影响，医美行业增速是否受到影响？2、未来医美行业竞争格局是否走弱？3、核心公司未来一年若有新材料产品线接力不足现象是否会导致估值中枢下移？本篇报告重点针对市场三个担忧点进行解答，希望能为市场提供新的思考方向。
- **如何理解消费信心弱复苏背景下医美行业的潜力和未来空间？**持续看好医美行业的投资机会是因为相较于其他较为成熟的消费行业，医美的增长并非来自于单一渗透率增长或单产品价格提升，而是兼具①渗透率提升、②具备差异化优势的新品推出提升产品单价和③新赛道推出带来疗程数的增长，短中长期增长确定性均较强，与其他渗透率较高行业中的高端赛道有所差异，若因其他高端消费受损而抛开以上逻辑讨论医美行业未来发展，或易忽略以相对低估值的价格把握仍有较大增长空间的β型赛道优质核心资产的机会。
- **如何理解医美市场未来竞争格局？——品牌市占率核心在于公司研发、产品获批、运营等综合能力而非竞品数量。**部分投资人认可核心公司在竞争格局较好的领域增速确定性较高，但认为部分确定性来源于竞争格局，因而较为担心新品获批对于现有龙头公司的影响，但我们认为品牌市占率核心在于产品优势、独特定位以及公司运营等综合能力。一来，产品审评周期较长或强化存量产品价值，部分肉毒、再生材料以及复合型水光产品获批时间点不断后延，若持续如此，先行产品的优势或将持续甚至放大。二来，无论是在竞争相对激烈的透明质酸领域还是在寡头垄断市场的肉毒毒素领域，艾尔建、爱美客等公司均依靠运营能力持续企稳/提升市占率，可看出合规产品的品牌定位、具备独特适应症的产品定位、基于品牌&产品定位而推出的营销打法为关键。当前医美渗透率仍较其他消费低，单一赛道规模增大空间仍然较强，头部公司有望持续依靠综合能力企稳品牌在单一赛道的市占率。故并非产品获批且产品力较好便一定能影响竞争格局，仍需关注相关产品商业化能力，持续关注艾尔建、爱美客、华东医药、圣博玛等公司的优秀表现。
- **新材料产品并非头部公司增速稳定的必要条件。**市场较为担心核心公司未来一年若没有可预见的新材料产品会出现增速接力不足风险，但我们认为新材料新品并非增长的必要条件，头部公司有望依靠较强的α能力持续稳定增长，可从三点进行考虑：1）行业渗透率提升&公司产品向低线城市渗透之下现有产品仍有较大提升空间，具备强运营能力的公司有望基于现有产品实现稳定增长；2）公司可以在现有品牌之下推出同一材料的新适应症产品，仍然有望推动增长，基于新适应症的新品重要性或被低估；3）头部公司管理层具备前瞻性，未来或有新在研产品或收购项目公布，基于现有品类预期或低估公司。
- **投资建议：**持续看好消费赛道中具备较高确定性之一的医美赛道，建议关注头部公司表现，但在①今年渗透率提升确定性相较于以往稍微变弱而新品驱动行业增长确定性相对加强的环境中、②市场仍以新品作为增量考虑、③公司通过稳定增速持续证明其α之前，建议关注具备高增长潜力细分赛道产品（如：再生类、胶原蛋白、减重类）的医美公司矩阵——爱美客、华东医药、巨子生物、锦波生物等，把握医美β的较高确定性，而后在头部公司证明其α后增大对于龙头公司的关注力度。
- **风险因素：**消费力恢复不及预期，监管活动对于终端机构影响强于预期，产品推广不及预期。

目录

写在前面.....	4
1、如何理解消费信心弱复苏背景下医美行业的潜力和未来空间?	4
2、如何理解医美市场未来竞争格局? ——品牌市占率核心在于公司产品独特性、运营能力等非竞品数量	8
3、新材料产品并非头部公司增速稳定的必要条件	10
4、投资建议及风险提示	16

图目录

图 1、2022-2023 年我国城镇居民人均可支配收入增速处于低速区间	4
图 2、16-24 岁人口失业率持续提升	4
图 3、我国储蓄率在疫情发生后持续提升	4
图 4、消费者消费意愿仍处于低位	4
图 5、普茅散装批价短期有所降低进一步引发市场对于高端消费人群消费力和消费意愿减弱的担忧	5
图 6、与医美成熟国家相比,我国医美仍有较大提升空间	6
图 7、低线城市医美渗透率提升空间较大	7
图 8、30 岁以上人群医美渗透率有较大提升空间	7
图 9、与欧洲女性相比,我国女性在色素沉积、面颊毛孔问题上更为严重	7
图 10、传统透明质酸、肉毒赛道持续维持稳定增长	8
图 11、再生类、胶原蛋白类增速高于传统品类	8
图 12、艾尔建/爱美客基于较强的运营能力市占率并未受到新进入者影响	9
图 13、除疫情、低基数年份,保妥适稳定增长	10
图 14、除疫情、低基数年份,乔雅登增速相对稳定	10
图 15、除疫情年份以外,中国市场乔雅登产品稳定增长	11
图 16、爱美客公司嗨体品牌维持稳定增长,5 年突破十亿元	11
图 17、爱美客公司嗨体熊猫针推出推升嗨体品牌增速	11
图 18、爱美客启动矫正眶下凹陷注册临床	12
图 19、宝尼达、逸美一加一、濡白天使分别启动额后缩、颞部凹陷、中面部容量缺失新适应症临床研究	13
图 20、爱美客司美格鲁肽合作、胶原蛋白布局侧面验证公司管理层具有较深理解以及前瞻性	14
图 21、华东医药在医美领域布局较为丰富	14

表目录

表 1、2022 年新氧统计的最受欢迎的项目价格从百元到数万元不等	6
表 2、获批产品&目前在审评肉毒产品一览, Merz 公司的西马肉毒拿证持续有所递延	9
表 3、医美相关核心标的梳理	15

写在前面

在今年资本市场存量资金博弈以及经济弱复苏引发消费恢复预期模糊的背景之下，被纳入较多未来预期而享有高估值的美护板块于上半年出现估值回撤，而估值中枢下移亦引发市场对于基本面的担忧。包含：1、短期高端消费受到影响，医美行业增速是否受到影响？2、未来医美行业竞争格局是否走弱？3、核心公司未来一年若有新材料产品线接力不足现象是否会导致估值中枢下移？本篇报告重点针对市场三个担忧点进行解答，希望能为市场提供新的思考方向。

1、如何理解消费信心弱复苏背景下医美行业的潜力和未来空间？

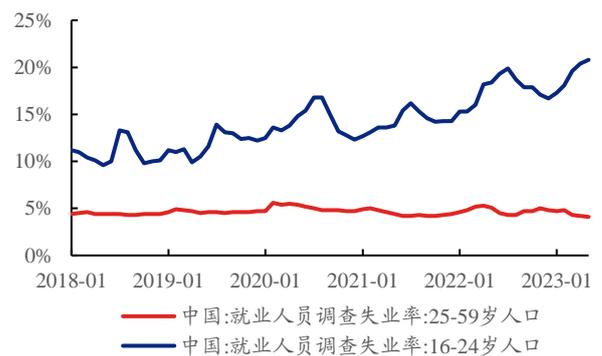
居民消费信心&意愿不足，市场担忧短期&中期医美消费受抑制。过去三年，全球经济面临挑战，疫情冲击、国际关系紧张等多因素导致经济下行，居民人均可支配收入增速放缓，叠加 16-24 岁人口失业率不断提升，我国储蓄率不断提升体现的是居民消费信心不足，消费意愿仍处于低位，也因此市场对于消费行业的预期偏向悲观。前期普茅散装批价短期有所降低进一步引发市场对于高端消费人群消费力和消费意愿减弱的担忧，从而担心被理解为“消费升级产物”的医美行业短期及中长期的发展确定性。

图 1、2022-2023 年我国城镇居民人均可支配收入增速处于低速区间



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 2、16-24 岁人口失业率持续提升



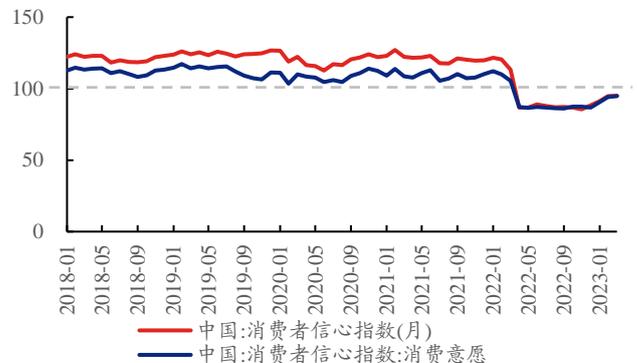
资料来源：wind，信达证券研发中心

图 3、我国储蓄率在疫情发生后持续提升



资料来源：wind，信达证券研发中心

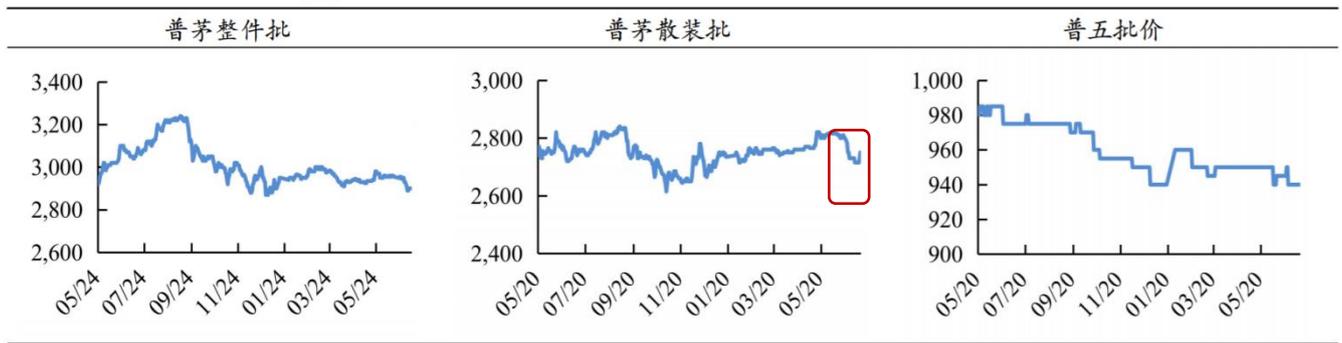
图 4、消费者消费意愿仍处于低位



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 5、普茅散装批价短期有所降低进一步引发市场对于高端消费人群消费力和消费意愿减弱的担忧

表 2: 2022 年 5 月以来重点白酒批价更新 (单位: 元/瓶)



资料来源: 信达证券研发中心

注: 图片来自于食品饮料报告《信达证券食品饮料行业 2023 年第 25 周周报: 咖啡供应链乘风而起》-2023-07-12

而我们持续看好医美行业的投资机会是因为相较于其他较为成熟的消费行业，医美的增长并非来自于单一渗透率增长或单产品价格提升，而是兼具①渗透率提升、②具备差异化优势的新品推出提升产品单价和③新赛道推出带来疗程数增长，短中长期增长确定性均较强，与其他渗透率较高行业中的高端赛道有所差异，若因其他高端消费受损而抛开以上逻辑讨论医美行业未来发展，或易忽略以相对低估值的价格把握仍有较大增长空间的β型赛道优质核心资产的机会。

从使用场景来看，医美的“升级”属性体现在“客观效果”而非“高端”，渗透率提升不仅源于收入水平提升。医美项目具备严谨的临床验证以及较为明显的客观效果，成为化妆品、功能性食品外另一个可选的进阶的抗衰途径，其增长逻辑除了传统所理解的收入水平提升带来的消费升级，还有有效新途径供给带来的抗衰路径切换。考虑到医美项目终端价格从百元到数万元不等，我们分类讨论其渗透率提升逻辑：

- 1) 客观效果较强之下医美或成为部分中产阶级消费者高端化妆品的替代：不排除部分购买高端护肤品的消费者转为使用低价有效的入门级医美项目+中端价位段的皮肤学级护肤品作为替代；
- 2) 消费信心不足的阶段低价医美或具备口红效应：预计水光、光子类项目表现较优。
- 3) 高端再生材料提供更自然解决方案，仍处发展初期：再生材料凭借自然、不易位移等特点匹配此前尚未满足的需求，补齐部分空白市场，持续取得较好的增长，或带动重视维护老客的机构在今年上半年仍然取得增长，若根据去年濡白天使、伊妍仕、艾维岚销售额测算，预计三款再生材料销量为 30+万支（瓶），仅为沙利文预估的透明质酸 22 年销量 1110 万支的 3%；
- 4) 发展最为成熟的透明质酸领域，其高端产品亦有下沉市场拓展空间：即便是发展较为成熟的透明质酸领域其高端产品渗透率依然较低，低线城市渗透率提升空间足；

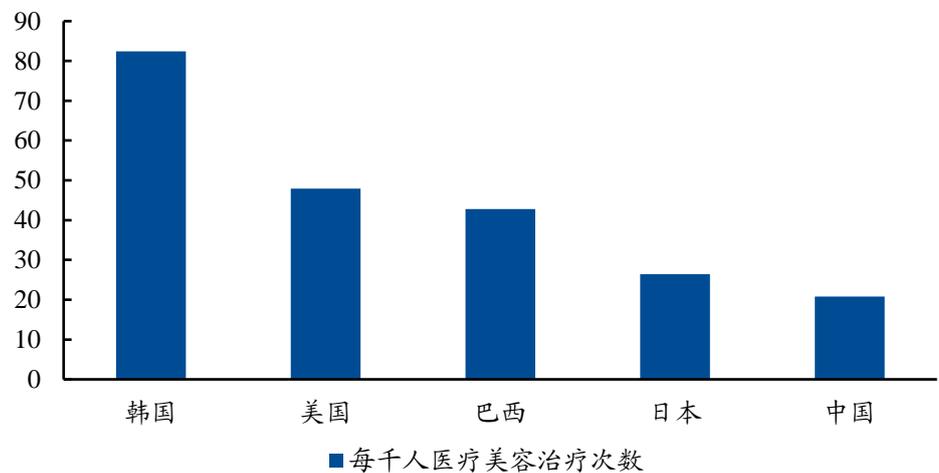
表 1、2022 年新氧统计的最受欢迎的项目价格从百元到数万元不等

最受女性欢迎的轻医美项目	占比	价格带 (元)	最受男性欢迎的轻医美项目	占比	价格带 (元)
除皱瘦脸	18.53%	990-4000	除皱瘦脸	20.19%	990-4000
美白嫩肤	14.52%	350-6000	美白嫩肤	13.91%	350-6000
玻尿酸	12.87%	700-21500	清洁祛痘	12.47%	300-5000
保湿补水	10.99%	300-9000	保湿补水	10.01%	300-9000
清洁祛痘	9.80%	300-5000	玻尿酸	9.80%	700-21500

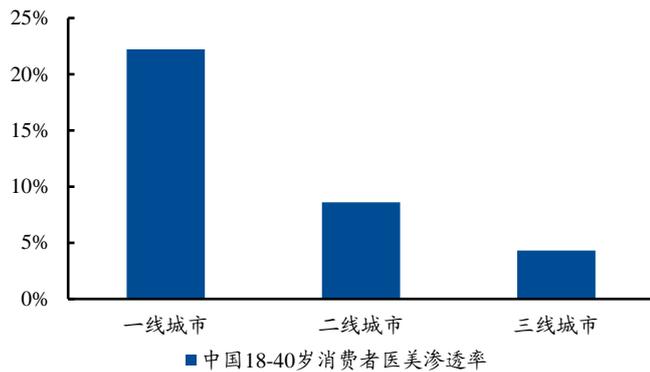
资料来源：新氧，新氧数据研究院，信达证券研发中心

从增长势能来看，医美处于快速发展阶段，渗透率提升、新品推出均有望推进行业增长。1) 渗透率有较大提升空间：

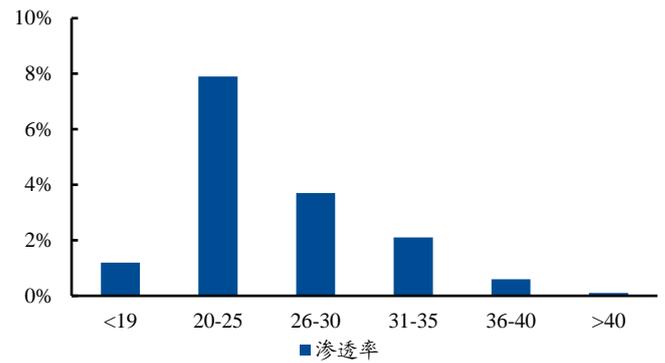
- 除了整体渗透率以外，分级来看低线城市渗透率提升空间更足。中国医美市场渗透率较低，2020 年每千人医疗美容次数仅 20.8 次（渗透率不足 2%），相较于韩国、美国、巴西的 82.4、47.8、42.8 次还有较大的空间。而拆分来看，沙利文数据显示 2021 年我国一线、二线、三线城市 18-40 岁消费者中的医美渗透率分别为 22.2%/8.6%/4.3%，除了一线城市渗透率持续提升/年龄层继续向 40 岁以上人群进行扩张以外，低线城市渗透确定性更高。艾尔建亦认为即便我国一线城市医美渗透提升的速率因短期经济增速放缓而有所趋缓，高端品牌乔雅登、保妥适仍可通过低线城市布局及分级产品布局获得增长驱动。

图 6、与医美成熟国家相比，我国医美仍有较大提升空间


资料来源：弗若斯特沙利文，信达证券研发中心

图 7、低线城市医美渗透率提升空间较大


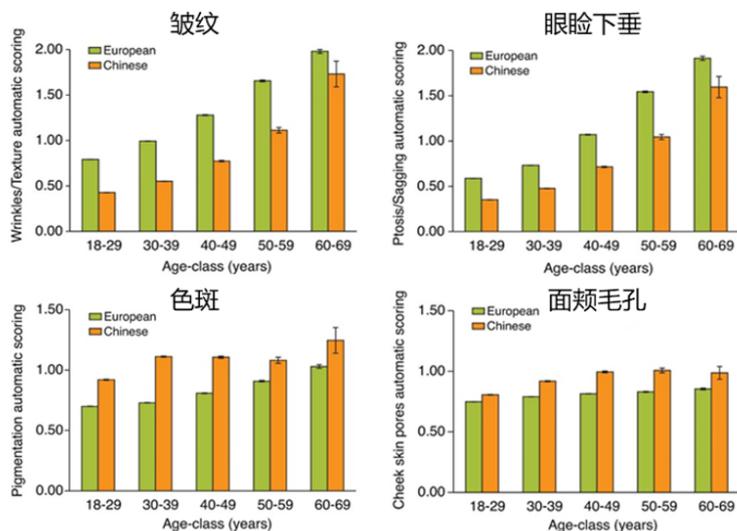
资料来源：弗若斯特沙利文，信达证券研发中心

图 8、30 岁以上人群医美渗透率有较大提升空间


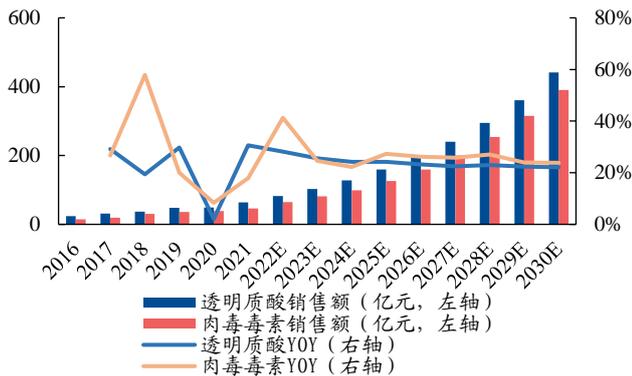
资料来源：弗若斯特沙利文，信达证券研发中心

● **除传统赛道外，再生类、胶原蛋白等细分赛道渗透空间更足**

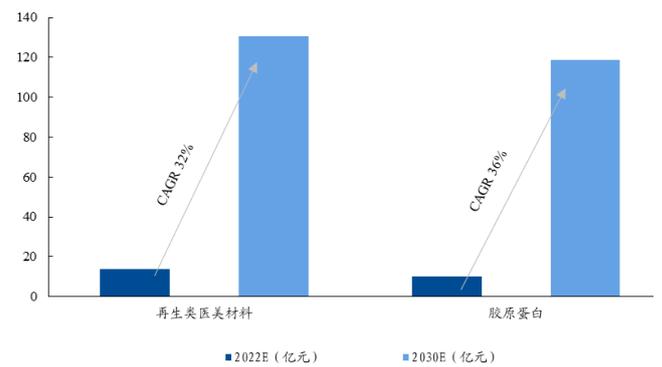
我国再生、胶原蛋白等都有较大发展空间，8 年 CAGR 或分别可达 32%/36%。各国医美人群的皮肤状态和对美的需求不同，欧莱雅通过对超过五十万欧洲和中国女性进行人工智能分析，发现不同人种消费者面部皮肤老化过程存在显著差异，欧洲女性皱纹、眼睑下垂更为严重，这也是欧美人群肉毒渗透率更高的原因。而与欧洲女性相比，我国女性在色素沉积、面颊毛孔问题上更为严重，此外我国消费者更追求饱满、线条流畅状态，因而我们预估注射类材料中我国消费者或更偏好胶原蛋白类、再生材料。但从 2022 年沙利文预估的 PLLA 市场较实际销售数据偏低以及胶原蛋白医美产品未来增速较为保守来看，沙利文测算时或参考海外经验而有所低估。考虑到我国消费者对于效果自然、美白、肤色均匀更为关注，假定 2030 年再生材料、胶原蛋白材料销量有望达到透明质酸销量的 1/10、1/5，分别为 593/1186 万支（瓶），再生材料当前出厂价较高，未来或有低价版产品布局，胶原蛋白未来有望通过技术进步实现量产，假定再生材料/胶原蛋白材料未来平均出厂价为 2200/1000 元，则对应 2030 年两类市场规模为 130 亿元/119 亿元，预估 22-30 年 8 年 CAGR 分别为 32%/36%。

图 9、与欧洲女性相比，我国女性在色素沉积、面颊毛孔问题上更为严重


资料来源：《European Academy of Dermatology and Venereology》，信达证券研发中心

图 10、传统透明质酸、肉毒赛道持续维持稳定增长


资料来源：弗若斯特沙利文，信达证券研发中心

图 11、再生类、胶原蛋白类增速高于传统品类


资料来源：信达证券研发中心测算

2) 供给创造需求。供给类别尚稀缺，新的材料、新的产品、新的解决方案的推出一方面可以通过更有效的联合疗程提升老客客单价和疗程数，另一方面也可以提升新客渗透率。

①**新材料：**从长周期维度来看，新材料推出带来的行业发展浪潮能够短期迅速驱动行业增长，但由于其较高的研发壁垒且有效的医美新材料具备稀缺性，如：再生类、重组胶原蛋白材料的发展也经历了较长的研发和临床验证时间周期才得以获批上市，溶脂针赛道正处于研发积累阶段，新材料赛道的崛起存在一定偶然性，能够提早布局、具备相关研发能力并创造新市场的产品依旧是少数头部品牌。

②**新适应症&新概念：**除此之外，基于已有材料开发新的适应症、提出新的概念也能够持续为消费者创造新的项目需求，其对于行业发展的推动作用则具备更强的确定性，如：针对颈纹的嗨体产品、“轮廓固定”、“精灵耳”、“直角肩”等概念的兴起也多次验证了上述逻辑。当前医美行业处于快速发展阶段，无论是偏向长周期的新材料推出或是更具确定性的新适应症&新概念出现均能从供给端推动需求继续丰富进而驱动行业加速增长。

2、如何理解医美市场未来竞争格局？——品牌市占率核心在于公司产品独特性、运营能力等非竞品数量

部分投资人认可核心公司在竞争格局较好的领域增速确定性较高，但认为部分增长确定性来源于竞争格局，因而较为担心新品获批对于现有龙头公司的影响，但我们认为品牌市占率核心在于产品优势、独特定位以及公司运营能力，而非竞品数量，甚至未来竞争更加体现优秀公司综合实力。如何理解新品上市对于竞争格局的影响？

● 首先，产品审评周期较长或强化存量产品价值

以肉毒为例，西马获批进度持续递延。考虑到药品有更公开透明的临床、审评、获批进展可以参考，以肉毒为例进行说明，吉适/乐提葆评审受理后分别花费 21/16 个月获批，而西马目前审评受理 30 个月仍然未获批，可见产品审评周期难以预测，市场所担忧的竞争出现时间或有所延迟。譬如部分再生材料以及复合型水光产品 2021 年以来也一直宣称获批在即，然而周期不断后延，若持续如此，先行产品的优势或将持续甚至放大。

表 2、获批产品&目前在审评肉毒产品一览，Merz 公司的西马肉毒拿证持续有所递延

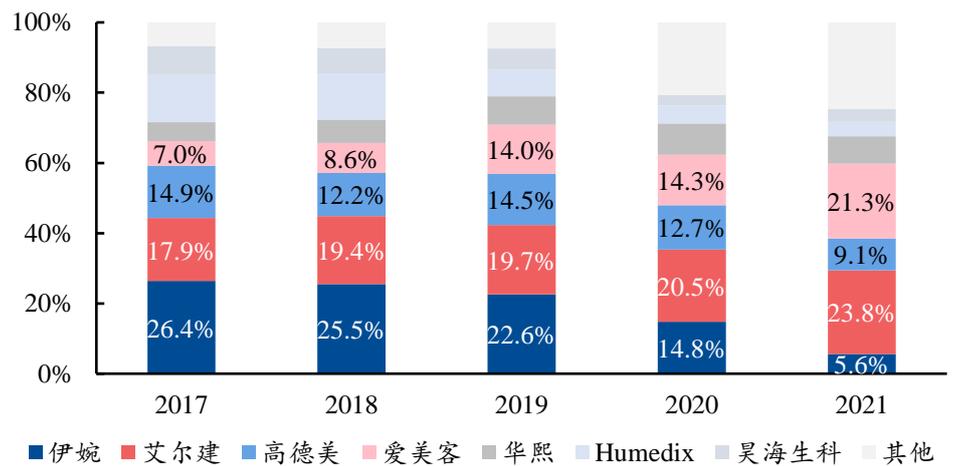
产品	企业名称	审评受理时间	发证日期	从评审受理到发证时间
吉适	IPSEN LIMITED; Ipsen biopharm Limited; 博福-益普生(天津)制药有限公司	2018-09-03	2020-06-17	21 个月
乐提葆	Hugel, Inc.; 北京四环制药有限公司	2019-06-27	2020-10-21	16 个月
西马	Merz Pharmaceuticals GmbH; Merz Pharma GmbH & Co. KGaA;	2021-01-08	尚未拿证	截至目前已 30 个月仍未获批
Nabota®	Daewoong Pharmaceutical Co., Ltd.; Daewoong Pharmaceutical Co., Ltd.; Beijing Daewoong Pharmaceutical R&D Center Co., Ltd.;	2022-01-28	尚未拿证	/
绿毒	Revance Therapeutics, Inc.; Revance Therapeutics, Inc.; Shanghai Fosun Pharmaceutical Industrial Development Company Limited;	2023-04-11	尚未拿证	/

资料来源：国家药品监督管理局药品审评中心，国家药品监督管理局，信达证券研发中心

● 其次，即便产品顺利获批上市，运营能力对竞争格局存在深刻影响

无论是寡头垄断市场还是垄断竞争市场，有品牌力的公司有能力和持续提升市占率。1) 寡头垄断的肉毒市场中，新品上市后 BOTOX 仍然维持较高话语权，截至目前，并未明显受到产品力较强的吉适和韩国地区市占率第一的乐提葆影响；2) 即便是在竞争较为激烈、合规产品超 60 款的透明质酸赛道，定价最高的高端玻尿酸品牌乔雅登依靠产品矩阵稳步提升市占率至第一，并继续强化优势，爱美客凭借嗨体品牌逆势成为第二，两者均未明显受到新进入者影响。① 艾尔建公司通过建立艾尔建学苑推进医生教育、与中整协共同推进行业规范标准等建立高端品牌认知和引领地位，通过推出新适应症、向下沉城市布局 and 拓展，乔雅登市占率从 2017 年的 17.9% 稳步提升至 23.8%，稳居中国市场玻尿酸第一品牌；② 爱美客凭借差异化的嗨体颈纹针和熊猫针，市占率从 2017 年的 7.0% 加速提升至 2021 年的 21.3%。

图 12、艾尔建/爱美客基于较强的运营能力市占率并未受到新进入者影响



资料来源：弗若斯特沙利文，信达证券研发中心

运营能力为关键，建议持续关注头部公司表现。 医美具备医疗+消费双属性，不同于纯医疗更关注安全效果跟价格，品牌力有望通过运营和时间沉淀。因而合规产品的品牌定位、具备独特适应症的产品定位、基于品牌&产品定位而推出的营

销打法为关键，乔雅登、嗨体、濡白天使、艾维岚品牌均已证明相关逻辑。当前医美渗透率仍较其他消费低，单一赛道规模增大空间仍然较强，头部公司有望持续依靠运营能力企稳品牌在单一赛道的市占率。故并非产品获批且产品力较好便一定能影响竞争格局，仍需关注相关产品商业化能力。持续关注艾尔建、爱美客、华东医药、圣博玛等公司的优秀表现。

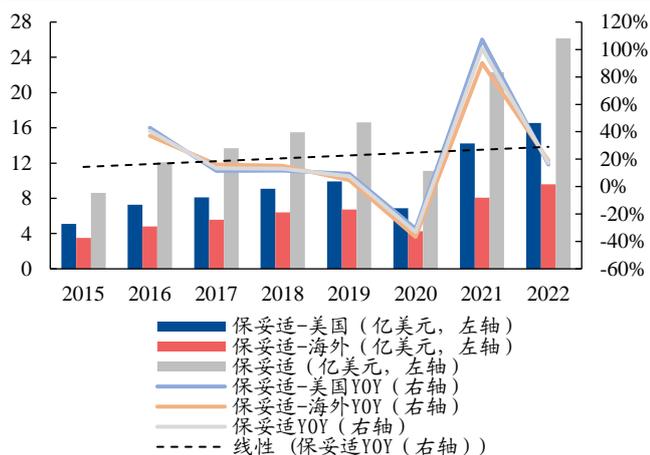
3、新材料产品并非头部公司增速稳定的必要条件

市场较为担心核心公司未来一年若没有可预见的新材料产品会出现增速接力不足风险，但我们认为新材料新品并非增长的必要条件，头部公司有望依靠较强的 α 能力持续稳定增长，可从三点进行考虑：1) 行业渗透率提升&公司产品向低线城市渗透之下现有产品仍有较大提升空间，具备强运营能力的公司有望基于现有产品实现稳定增长；2) 正如前文所提及，已有材料产品的新适应症依然能够推动行业增长，公司可以在现有品牌之下推出新适应症产品，仍然有望推动增长，基于新适应症的新品重要性或被低估；3) 公司管理层具备前瞻性，未来或有新方向在研产品或收购项目公布，基于现有品类预期或低估公司。

● 国际龙头医美公司艾尔建证明基于现有材料产品线依然稳定增长

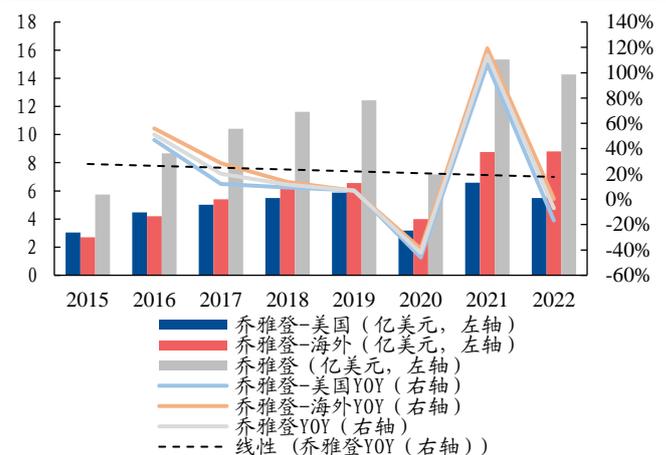
艾尔建公司保妥适、乔雅登依旧稳定增长。自2002年Botox获FDA批准用于暂时性改善中重度眉间纹、2006年乔雅登获FDA批准已经分别21/17年，两款产品依然稳定增长。保妥适美国市场、全球市场2019-2021年CAGR和2022年YOY均实现15%+；乔雅登海外市场表现优于美国市场，即使受到疫情、俄罗斯业务暂停等多重压力，2022年海外市场依旧实现微增；从中国业务来看，乔雅登稳定增长，市占率持续提升，我们预期即便是存在疫情影响的2022年乔雅登中国业务实现双位数增长，考虑到今年疫情压力减弱、公司有望通过向下沉市场拓展提升品牌渗透率&推出新适应症等战略实现今年增速回升，未来持续稳定增长。

图 13、除疫情、低基数年份，保妥适稳定增长



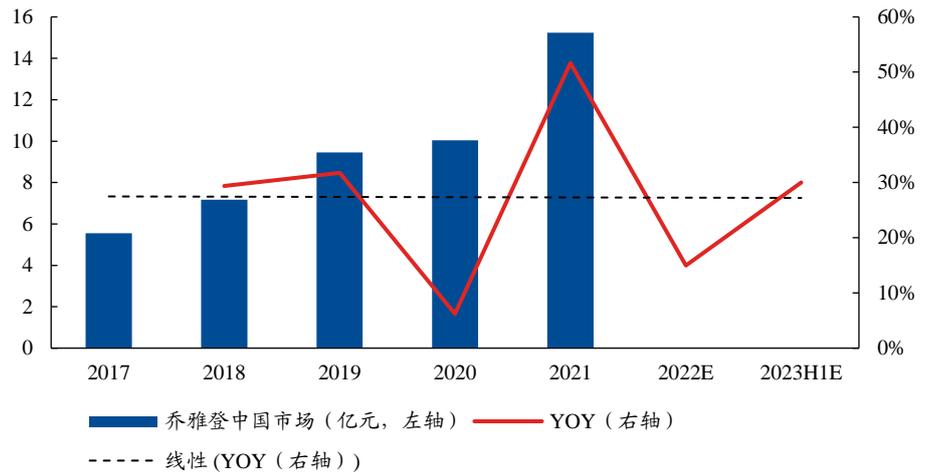
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 14、除疫情、低基数年份，乔雅登增速相对稳定



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

注：2022年部分受到经济压力、促销增多影响美国业务有所下滑，但海外业务即使受到疫情、俄罗斯业务暂停等多重压力，2022年依旧实现微增

图 15、除疫情年份以外，中国市场乔雅登产品稳定增长


资料来源：弗若斯特沙利文，信达证券研发中心预测

- **嗨体证明拓新适应症可提升现有品牌增长确定性，新适应症重要性或被低估**

嗨体验证新款产品推出保证增长稳定性，眼部适应症获批后有望重启增速提升。嗨体品牌从2017年不到0.5亿元发展至2022年12.9亿元，CAGR达95%，成为当前市场为数不多突破10亿元的医美品牌之一，即使在受疫情影响的2022年仍然实现20%+增长，除了得益于第一款单品独特的颈纹适应症，亦得益于后续嗨体熊猫、太活等新方向的探索。目前爱美客公司正在积极申报眼部适应症的证书，有望获得“矫正眶下凹陷”适应症并依靠独特适应症宣传获得增速提升，市场或忽视新适应症带来的较高增长确定性。

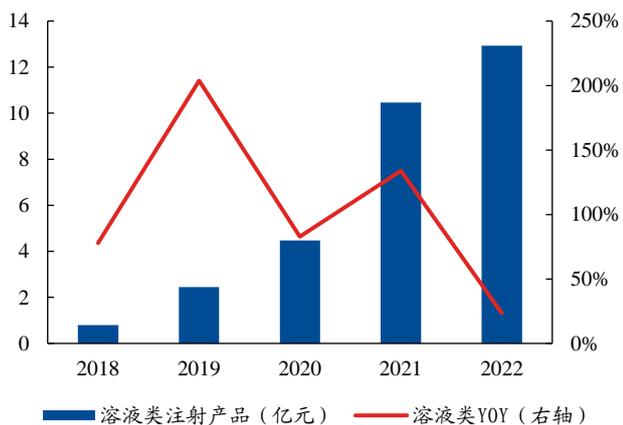
图 16、爱美客公司嗨体品牌维持稳定增长，5年突破十亿元

 资料来源：公司公告，信达证券研发中心
 注：即使在受疫情影响的2022年仍然实现20%+增长

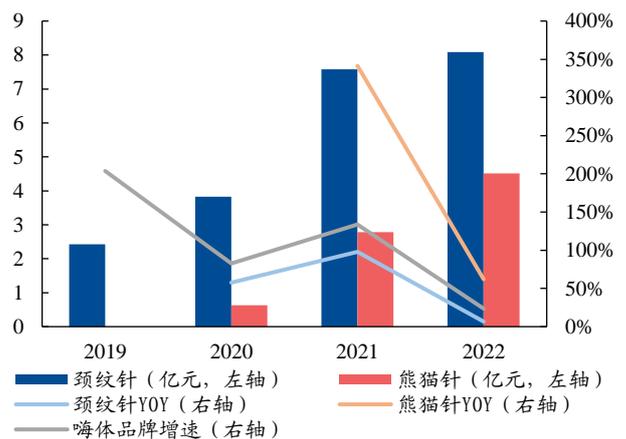
图 17、爱美客公司嗨体熊猫针推出推升嗨体品牌增速

 资料来源：公司公告，信达证券研发中心测算
 注 1：2022年疫情扰动对于销售影响较大，嗨体熊猫针推动整体品牌超20%增长
 注 2：嗨体品牌分为颈纹针和熊猫针，已分别列示

图 18、爱美客启动矫正眶下凹陷注册临床

快讯 | 矫正眶下凹陷！爱美客又启动医美针剂NMPA注册临床！

麦咖 Medactive 2023-01-20 00:01 发表于江苏

收录于合集

#医美观察 415 #械字号 837

点击蓝字，轻松关注



近日获悉，爱美客技术发展股份有限公司（以下简称“爱美客”，股票代码：300896）启动关于“注射用透明质酸钠复合溶液”的多中心、随机、盲法评价、“无治疗”对照NMPA注册临床试验，以评估其矫正眶下凹陷的有效性和安全性。（推荐阅读：观察 | 爱美客的医美产品与市场战略布局！）

资料来源：medactive，信达证券研发中心

除嗨体外，爱美客针对独特新适应症持续进行研究以及申报。以嗨体、濡白天使为例可看出爱美客在品牌第一款产品推广销售的同时，基于临床使用经验及一线医生建议寻找新的适应症，并针对新适应症进行临床研究以及申报，为未来产品合规宣传、教育市场提供有力保障，有望在新领域创造新需求并占据领导地位。除嗨体继续申请“矫正眶下凹陷”适应症以外，宝尼达、逸美一加一、濡白天使分别申请颞后缩、颞部凹陷、中面部新适应症，看好品牌未来持续兑现稳定增长。

图 19、宝尼达、逸美一加一、濡白天使分别启动颞后缩、颞部凹陷、中面部容量缺失新适应症临床研究

类别	产品名称	临床阶段	适应症	开发/合作方
醫療器械	醫用含聚乙稀醇凝膠微球的修飾透明質酸凝膠* ⁽¹⁾	臨床試驗	治療頰後縮	自主開發
	第二代理植線產品* ⁽²⁾	臨床前在研	軟組織提拉	通過合營企業東方美客在中國就研發、註冊及商業化進行合作
生物藥品	注射用A型肉毒毒素* ⁽³⁾	III期臨床試驗	動態皺紋治療 ⁽⁴⁾	獲Huons BioPharma Co., Ltd.獨家授權在中國註冊及商業化該款在研產品
	利拉魯肽注射液（注射用重組蛋白質藥物）* ⁽⁵⁾	I期臨床試驗	慢性體重管理	自主開發
	注射用透明質酸酶* ⁽⁶⁾	臨床前在研	溶解透明質酸、可皮下注射	自主開發
化學藥品	去氧膽酸藥物* ⁽⁷⁾	臨床前在研	頰下減脂	自主開發
	利多卡因丁卡因乳膏* ⁽⁸⁾	已獲臨床試驗批准	局部麻醉	獲山東誠創監海醫藥科技有限公司授予專有技術

观察 | 矫正颞部凹陷！爱美客启动医美剂NMPA注册临床研究！

原创 爱知 Medactive 2022-08-17 00:01 发表于江苏

收录于合集
#医美观察 416 #械字号 838

点击蓝字，轻松关注



近日消息，美客技术发展股份有限公司（以下简称“爱美客”，股票代码：300896）正式启动关于“医用交联透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶”的多中心、随机、盲法评价、“无治疗”对照的NMPA注册临床研究，以评估产品**矫正颞部凹陷**的有效性和安全性。

快讯 | 矫正中面部！爱美客又一针剂启动NMPA注册临床研究！

原创 爱知 Medactive 2023-06-07 00:03 发表于江苏

收录于合集
#医美观察 416 #械字号 838

点击蓝字，轻松关注



最新消息，爱美客技术发展股份有限公司（以下简称“爱美客”，股票代码：300896）正式启动关于“含左旋乳酸-乙二醇共聚物微球的交联透明质酸钠凝胶”的多中心、随机、盲法评价、平行对照、优效设计临床试验，用于评估产品**矫正中面部容量缺失和/或中面部轮廓缺陷**的有效性和安全性。



▲含左旋乳酸-乙二醇共聚物微球的交联透明质酸钠凝胶（商品名：濡白天使）（图片来源：爱美客）

资料来源：medactive，信达证券研发中心

● 可信任公司对于行业的前瞻性理解，未来产品管线或不仅当前市场所见

爱美客司美格鲁肽合作、胶原蛋白布局侧面验证公司管理层前瞻性。医美产品从研发到拿证需要数年时间，爱美客在颈纹市场、再生市场布局并引领行业发展证明管理层对于医美行业发展和未来趋势具有较深理解以及前瞻性。今年公司公布与北京质肽生物医药科技有限公司签订了司美格鲁肽注射液项目的独家合作协议、以及收购沛奇隆公司探索胶原蛋白领域机会亦证明管理层理解市场变化积极布局。此前市场认为公司仅有利拉鲁肽而无更有优势的产品布局且其利拉鲁肽进展不及其他公司，以及公司未切入热门的胶原蛋白赛道而担忧公司未来增长乏力，此次年报的表述再次验证管理层对于市场的理解，市场或可给予优质公司更多信任溢价，而这也说明公司未来产品管线或不仅为当前市场所见，仅基于当前管线或低估公司成长性。

图 20、爱美客司美格鲁肽合作、胶原蛋白布局侧面验证公司管理层具有较深理解以及前瞻性

爱美客技术发展股份有限公司

2022 年年度报告全文

报告期内，公司进一步强化了未来在体重管理与减脂领域的战略布局。为提升储备产品的市场竞争力，公司重新规划了去氧胆酸注射液项目；在基因重组蛋白药物方向，公司与北京质肽生物医药科技有限公司签订了司美格鲁肽注射液的独家合作协议，目前该项目已经处于临床前研究阶段，该产品能够延长代谢周期，给药周期更为方便，体重管理效果更明显，能够更好地满足市场需求。

6、通过投资与战略布局，支持公司长期发展

报告期内，公司通过投资与战略布局，丰富产品储备，优化生产资源配置，提升长期竞争能力，巩固公司在医疗美容市场的领导地位。

公司通过控股的北京原之美科技有限公司，收购了沛奇隆公司100%股权。沛奇隆公司主要从事动物胶原蛋白产品的提取和应用，沛奇隆主要产品包括生物蛋白海绵、止血愈合敷料等。此项收购后，公司将探索胶原蛋白产品应用领域的更多市场机会。

资料来源：爱美客公司公告，信达证券研发中心

华东医药致力于成为全球领先的医美综合解决方案提供商。华东医药 2018 年即完成对于 sinclair 全部股份的收购，重点布局医美行业，目前形成 1) 再生材料伊妍仕（中国及全球其他 60 多个国家或地区）、Lanluma 聚左旋乳酸类胶原蛋白刺激剂（欧洲上市、落地海南博鳌乐城），2) 玻尿酸 Maili 高端玻尿酸（欧洲）、Perfectha（全球 60 多个国家或地区），3) 埋线 Silhouette Instalift（美国及全球其他 60 多个国家或地区），4) 包含皮肤管理、紧肤塑形、脱毛等在内的多款能量源设备布局，注射、能量源设备在研管线亦较为丰富，有望为后续增长注入强确定性。

图 21、华东医药在医美领域布局较为丰富

产品名称	适应症/功效	产品展示	在研/临床情况
Ellansé 伊妍仕	用于皮下层植入，以纠正中到重度鼻唇沟皱纹		S型国内已上市，M型2023年1月中国首例受试者入组，全球60+国家或地区获得注册认证或上市准入
Lanluma	面部和身体填充剂		获欧盟CE认证，2022年落地海南博鳌乐城
Maili 系列	面部填充		Maili Extreme 2023年5月临床试验全部受试者入组，获欧盟CE认证
Perfectha 系列	面部填充		欧盟CE认证，全球60多个国家/地区获得注册认证或上市准入
与Kylane公司合作研发两款重点产品	面部和身体填充剂		海外研发阶段
皮肤功能素	抗衰老改善肤质		海外研发阶段，预计将于2023年获得欧盟CE认证
3款KiOmedine 填充剂	唇部、面部填充塑形		海外研发阶段，预计将于2024年后陆续获得欧盟CE认证
埋线 Silhouette Instalift	中面部提拉手术		美国FDA认证、全球60多个国家或地区获注册认证或上市准入
减重 利拉鲁肽注射液	适用于需要长期体重管理的成人患者，作为低热量饮食和增加运动辅助治疗		2023年7月获NMPA上市批准
能量源设备：脱毛 Primelase	脱毛		澳洲TGA认证、美国FDA批准，全球11个国家获得注册认证或上市准入
能量源设备：脱毛 Primelase Pro	脱毛		海外研发阶段
能量源设备：脱毛 ElySION	脱毛		2014年上市，已在欧洲、加拿大等7个国家和地区完成注册
多功能能量源设备 V10	皮肤紧致、提升、焕肤、皮肤年轻化、脱毛、清除痤疮、血管和色素病变、改善血管病变、脱毛及嫩肤		均已获得美国FDA、欧盟CE注册认证，海外已上市。
多功能能量源设备 V20			
多功能能量源设备 V30			
能量源设备：紧肤塑形 酷雪 Glacial Spa	皮肤美白提亮		美国、韩国、中国已上市
能量源设备：紧肤塑形 Glacial Rx(F1)	祛除皮肤的良性色素性病变和低温缓解疼痛		获美国FDA认证、2021年已完成海南省特准进口的审批
能量源设备：紧肤塑形 Glacial Ai (F2)	全身美白		海外研发阶段
能量源设备：紧肤管理 Prème DermaFacial	面部清洁去角质、补水、滋养肌肤		海外已上市，国内计划23年上市
能量源设备：紧肤管理 Pristine	微晶磨皮、去角质		海外已上市
能量源设备：紧肤管理 EnerJet	疤痕修复、面部提拉、真皮增厚		海外已上市
能量源设备：紧肤管理 Infusion	无创导入改善皮肤状况		海外已上市
能量源设备：紧肤管理 Cooltech	身体减脂塑形		欧盟CE认证，海外已上市
能量源设备：紧肤管理 Cooltech Define	身体减脂塑形		欧盟CE认证、澳洲TGA认证，海外已上市
能量源设备：紧肤管理 Define2.0	紧肤塑形		海外研发阶段
能量源设备：紧肤管理 Define3.0	紧肤塑形		海外研发阶段
能量源设备：紧肤管理 Safyre	面部年轻化及身体塑形		海外已上市
能量源设备：紧肤管理 芮艾堤 Reaction	身体及面部塑形、皮肤紧致		国内已上市，美国FDA认证、欧盟CE认证
能量源设备：紧肤管理 Crystile	减少局部脂肪并重塑轮廓		于2014年在海外上市
能量源设备：紧肤管理 Sculpt&Shape	全身塑形、面部年轻化		于23Q1在欧洲上市

资料来源：华东医药公司公告、证券日报、glacial skin 官网、sinclair 官网等，信达证券研发中心

我们认为头部公司有望持续验证其稳定增长的较高确定性，但在①今年渗透率提升确定性相较于以往稍微变弱而新品驱动行业增长确定性相对加强的环境中、②市场仍以新品作为增量考虑、③公司通过稳定增速持续证明其 α 之前，建议关注具备高增长潜力细分赛道产品（如：再生类、胶原蛋白、减重类）的医美公司矩阵——爱美客、华东医药、巨子生物、锦波生物等，把握医美 β 的较高确定性，而后在头部公司证明其 α 后增大对于龙头公司爱美客的关注力度。

表 3、医美相关核心标的梳理

股票代码	公司名称	2022 年		2023 年	归母净利润 (亿元)			PE (7月 27 日收盘价)		
		医美收入 (亿元)	占比	公司看点	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
300896.SZ	爱美客	19.39	-	①濡白天使在额部、鼻背等位置的适应症较为独特，预计 23 年继续放量； ②合规水光产品（本活、嗨体 2.5）市占率提升，搭配水光设备拓展医美机构； ③ 预计 23-25 年归母净利润增速分别为 52.74%/39.93%/38.32%	19.3	27.0	37.4	53	38	27
000963.SZ	华东医药	19.15 (整体医美) 6.26 (国内医美)	5.1%	①伊妍仕继续放量； ②利拉鲁肽减肥适应症于 23 年 7 月获批，为国内首款 GLP-1 减重适应症产品，具备较强独特性； ③ 预计 23-25 年公司归母净利润增速分别为 22.7%/21.4%/15.7%	30.7	37.2	43.1	26	21	18
688366.SH	昊海生科	整体：7.48 玻尿酸：3.08 EGF：1.51 光电：2.90	35.1%	①海魅近期销售较好主要源于提出“轮廓固定”概念，尤其在外轮廓固定提拉效果较好，通过或将通过继续铺设机构提升海魅在玻尿酸产品中销售占比，后续关注第四代玻尿酸进展； ②姣兰产品提出“魅眼针”新概念，有望创造新市场； ③ 根据 wind 一致预期，公司 2023-2025 年归母净利润增速分别为 143.65%/24.99%/21.85%	4.4	5.5	6.7	31	25	20
002612.SZ	朗安股份	14.06	36.2%	区域医美机构龙头，受益于 2023 年客流复苏、持续拓店拓展全国布局、新机构盈利能力改善。 预计 23-25 年公司归母净利润增速分别为 1052.5%/36.9%/21.9%	1.9	2.5	3.1	55	40	33
1696.HK	复锐医疗科技	3.54 (亿美元) 医美设备：3.07 注射填充：0.09	89.2%	国际能量源设备龙头，随着通过收购飞顿转为直营，有望进一步加强市场部门与研发部门的协同效应、推进市场营销教育以实现更好的收入增量；未来随着注射类产品研发获批，有望通过开发光电+注射类联合疗程达到更好的协同效应。 根据 wind 一致预期，2023-2025 年公司归母净利润增速分别为 29.99%/28.79%/30.31%	3.7	4.8	6.2	10	8	6
2373.HK	美丽田园医疗健康	6.20	37.9%	受益于客流修复，推动医美+医美业务收入实现有力增长，通过内生与外延发展提升业务发展确定性，并不断探索同业/异业向医美机构导客模式，提升机构盈利能力。 根据 wind 一致预期，2023-2025 年公司归母净利润增速分别为 140.89%/34.39%/27.51%	2.5	3.3	4.3	17	12	10

资料来源：公司公告、Wind，信达证券研发中心

注：爱美客、华东医药和朗安股份的归母净利润数据由信达证券研发中心预测，昊海生科、复锐医疗科技（盈利预测单位为元）和美丽田园医疗健康的归母净利数据为 wind 一致预测

4、投资建议及风险提示

投资建议：医美行业渗透率较低，渗透率提升&新品推出均有望推动行业增长。分类别来看，1) 高端再生材料提供更自然解决方案，去年销量仅为透明质酸的3%，增长动力较足，2) 高端透明质酸仍有较大下沉市场拓展空间，3) 客观效果较强之下医美或成为部分中产阶级消费者高端化妆品的替代，4) 低价医美具备口红效应等多因素推动行业稳定增长，而其中头部公司依靠独特产品、运营能力等优势具备稳定增长能力，考虑到今年环境中新品驱动增长的确性较以往更强，我们建议关注具备高增长潜力细分赛道产品（如：再生类、胶原蛋白、减重类）的医美公司矩阵——爱美客、华东医药、巨子生物、锦波生物等，把握医美β的较高确定性，然后在头部公司证明其α后增大对于龙头公司爱美客的关注力度。

风险提示：消费力恢复不及预期，监管活动对于终端机构影响强于预期，产品推广不及预期

研究团队简介

刘嘉仁，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。

王越，美护&社服高级分析师。上海交通大学金融学硕士，南京大学经济学学士，2018年7月研究生毕业后加入兴业证券社会服务小组，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美、社会服务行业。

周子莘，美护分析师。南京大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士，曾任兴业证券社会服务行业美护分析师，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

涂佳妮，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022年11月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

李文静，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com



华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	粟琳	18810582709	sulin@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。