

乐观，更乐观

——2023年医美行业投资策略

行业评级：看好

2022年12月12日

分析师 马莉
证书编号 S1230520070002

分析师 王长龙
证书编号 S1230521020001

分析师 汤秀洁
证书编号 S1230522070001

医美年度策略：乐观，更乐观

1、2022年行情复盘：医美板块最多回调约35%，究其原因，疫情背景下估值体系下探为主+业绩下调为辅。

原因一：疫情致龙头业绩预期下调20%以内，虽有影响但韧性凸显。如市场原预期爱美客22年净利润同比增速约60%，当前市场预期增速约40%+。

原因二：第二增长曲线验证仍需时间，疫情下的悲观预期致估值下探，才是最核心的回调原因。如爱美客下探至1X PEG，朗姿医美业务下探3-4X PS。

2、2022年业绩复盘：22年前三季度业绩基本兑现，虽有疫情扰动但市场预期调整及时，除疫情扰动因素外龙头基本面坚挺，龙头公司呈现极强 α 性。

赛道高成长 β +个股极强 α ，疫情扰动但基本面无虞。1) 上游影响及预期：老产品渠道铺设广疫情散点总有波及→增速回暖；次新产品渠道拓展节奏放缓→渠道加速；新品前期孵化节奏打乱→向上突破。2) 下游影响及后续预期：单店暂停营业/客流量下降→业绩恢复；展店数量不及预期→展店提速。

3、2023年行情展望：疫后修复医美复苏，市场预期从悲观走向乐观；随着第二增长曲线验证，估值体系有望向更乐观的高成长性赛道演绎。

乐观：先修疫后业绩预期、再顺势修复估值。预计医美修复呈恢复速度快、复购高且消费力受影响小等特点，看好性价比引流品+超高端产品率先修复。

更乐观：看好第二增长曲线验证的窗口期机会。上游看好再生、水光、胶原、减肥四大赛道新品培育，终端看好展店逻辑验证，重回高成长性估值体系。

4、投资逻辑：上游龙头更上一层楼，第二增长曲线有望验证；消费终端困境已反转，单店模型/标准化展店逻辑逐渐理顺；掘金新股、次新股赛道

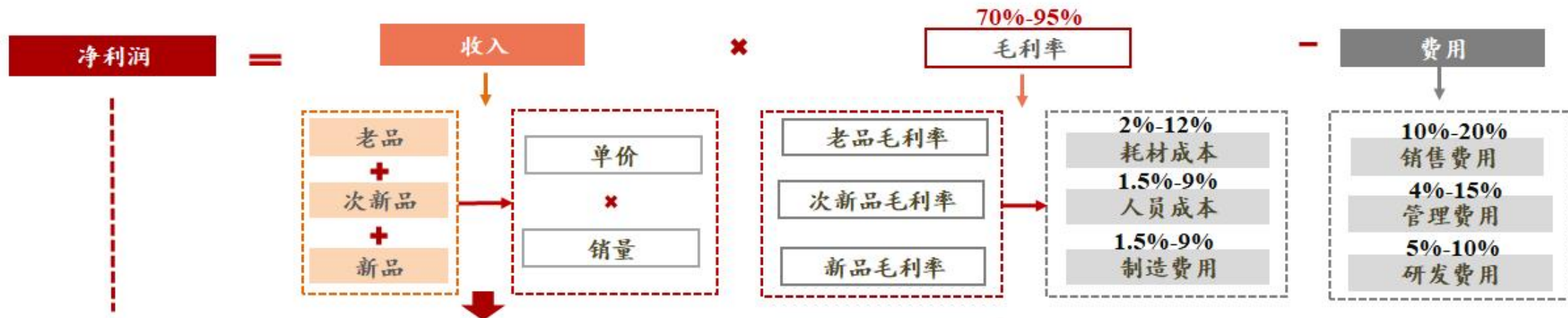
主线一：更上一层楼。明星产品业绩增速确定性高，业绩和估值修复先行；新品第二增长曲线陆续验证，估值体系重回较高PEG。坚定看好爱美客（嗨体势头不减，看好再生和水光两大领域布局）、华东医药（少女针已验证医美实力，减肥和光电市场蓄势待发）、华熙生物（产品和团队理顺再出发）。

主线二：困境已反转。疫情期间多修炼内功提升管理效率，疫后复苏外延扩店/扩渠道等迎接触底反弹。建议关注朗姿股份（医美医院龙头，关注开新店+外延收购预期）、雍禾医疗（植发龙头，陆续恢复营业并推进新店计划）、固生堂（中医诊疗龙头）、医思健康（香港龙头医美医院，受益客群赴港医美）、爱帝宫（月子中心龙头，以深圳为大本营布局全国）、时代天使（隐形正畸龙头，终端需求回暖）。

主线三：掘金新赛道。建议关注新细分赛道的龙头：巨子生物（港股次新股，24年有望获批胶原蛋白医美产品）、锦波生物（北交所IPO，目前唯一获批重组胶原蛋白III类械医美注射产品）。

风险提示：疫情扰动；上游产品增速或新品上市不及预期；下游机构内生增速或拓店不及预期；医疗安全事故发生；人才流失等风险

1 医美上游投资策略框架一图看



短期： 各产品收入，驱动因素主要为大单品销量↑（与渠道渗透率、覆盖渠道数、产品复购率有关）/新品推出 **月度高频数据**

中期： 产品生命周期（渠道渗透率及价格）、渠道拓展（下沉市场/分销渠道）、规模效应、收购计划 **产品周期/经营能力**

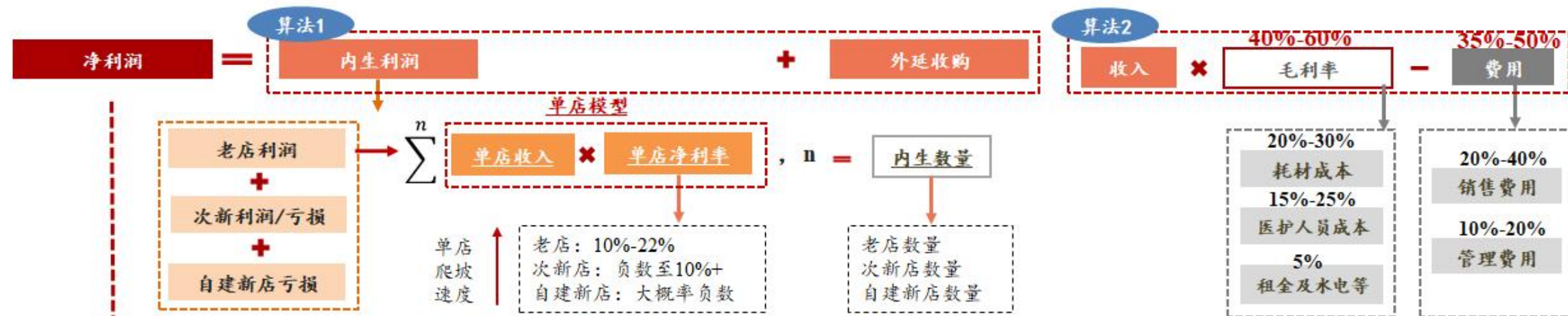
长期： 产品矩阵规模天花板 * 市占率（公司理念/组织架构与管理/研发及差异化定位能力/绑定渠道等的的能力） **产品空间/综合能力**

稀缺性单品→拓大单品矩阵→积累产品力与品牌力→绑定核心医师/渠道→树立强品牌→自研/收购推出新品→再拓发展天花板

跟踪指标

寻找龙头α





提升盈利

老店/次新店保持较高增速

优化单店模型

自建新店保持合理拓店节奏

外延收购成熟机构贡献利润

短期： 拓店速度+单店模型（重点为老店拓店速度及亏损情况，老店收入增速，次新店利润爬坡）+收购计划

中期： 扩张所处阶段（机构数量/区域深耕or全国扩张）/外延扩张储备，单店模型优化，老/次新/新店收入结构

长期： 公司理念/组织架构/精细化、合规化运营管理/数字化程度/人才培养机制、人才绑定能力等

月度/季度高频数据

扩张阶段/经营能力

管理能力/人才绑定

跟踪指标

自建+收购并举，跑马圈地→单店模型优化（规模效应/提升精细化管理能力/数字化）→利润↑→人才培养与晋升机制→加强核心壁垒

寻找龙头α

估值

规模化发展期用PS

成熟期，净利率开始企稳用PE

提升估值

医美政策边际向好

大机构/收购计划

规模化发展期：收入增速超预期

成熟期：单店模型优化

有望大幅提升估值

数据来源：浙商证券研究所绘制

医美策略

1

上游复盘：扰动有限业绩坚挺，估值下探为主+业绩下调为辅

2

上游策略：疫后修复分两步走，先业绩复苏后第二曲线提估值

3

终端复盘：冲击较大业绩承压，悲观预期致展店节奏明显滞后

4

终端策略：场景消费率先修复，单店模型和展店逻辑逐渐理顺

5

盈利预测：明年业绩高增可期，估值体系也向更乐观预期演绎

01

**上游复盘：扰动有限业绩坚挺，估值下探
为主+业绩下调为辅**

□ 路径：疫情致明星产品放缓+新品推广滞后→市场担忧明星产品天花板问题+调低新品未来预期→成长性受质疑→估值下探。

- ✓ 行情四阶段：1) 3-5月上海等疫情，回调35%-60%；2) 5月中旬-7月中旬疫后反弹，涨幅25%-70%；3) 8-10月投资风格切换+疫情扰动+政策担忧，回调25%-50%并触底；4) 11月中旬至今，涨幅10%-30%。
- ✓ 近2年估值低位。爱美客（23年同增42%，57X PE，1.3X PEG）、华东医药（23年同增23%，24X PE，1.0X PEG）、华熙生物（23年同增31%，45X PE，1.5X PEG）、复锐医疗科技（23年同增33%，10X PE，0.3X PEG）。【括号内为我们预期的归母净利增速，及23年对应PE、PEG】

图1：医美各公司市值及PE复盘



注：1) 红色线为市值（除复锐单位为亿美元，其余单位为亿元），对应左轴；深灰色线为PE（TTM），对应右轴；2) 标蓝为下降趋势；标黄为上升趋势 数据来源：公司公告、Wind、浙商证券研究所



□ 22年业绩整体表现相较于年初预期约下调10%-15%，其中华东医药基本符合预期。

- 从22年前三季度业绩看：爱美客净利润+44%，疫情前市场原预期50%-60%；华熙生物净利润+35%，其中医美收入同比略降，我们原预期正增；华东医药少女针国内销售额约4.4亿元，基本符合预期，但如果没有疫情影响，我们预计可略超预期。
- 从22年全年业绩预期看：爱美客原22年净利润市场预期约14.5-15.5亿元，当前预期集中13.5-14亿元，约下调10%-15%；华东医药少女针我们原预期6-7亿元，当前预期6.5-7亿元，符合预期中位数偏上，但若没有疫情影响，预计可略超预期。

表1：医美各公司收入、扣非归母净利及对应YOY，其中22Q2疫情扰动明显，Q3出现疫后反弹，Q4预计业绩增速再有所放缓

	YOY	2019	2020	2021	22Q1-Q3	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
爱美客	收入	74%	27%	104%	46%	228%	130%	75%	74%	66%	21%	55%
爱美客	扣非归母	146%	43%	116%	44%			86%	70%	64%	23%	52%
华东医药	收入	16%	-5%	3%	7%	4%	3%	-1%	6%	0%	12%	10%
其中：医美收入			-29%	123%	114%	46%		54%		227%	77%	88%
华东医药	扣非归母	15%	-6%	-10%	8%	-19%	-9%	-9%	7%	0%	15%	11%
华熙生物	收入	49%	40%	88%	43%	111%	100%	66%	87%	62%	45%	29%
其中：医美收入		-6%	18%	22%		51%		5%		-5%		
华熙生物	扣非归母	35%	0%	17%	35%	48%	19%	1%	11%	31%	38%	34%
昊海生科	收入	3%	-17%	33%	24%	149%	37%	7%	12%	24%	5%	45%
其中：医美及创面收入		-6%	-19%	91%		136%		120%		83%		
昊海生科	扣非归母	-5%	-42%	59%	-52%	360%	194%	-15%	-69%	-37%	-105%	22%
复锐医疗科技	收入	13%	-7%	82%	39%(22H1)							
复锐医疗科技	扣非归母	-6%	-36%	137%	26%(22H1)							

02

上游策略：疫后修复分两步走，先业绩复苏后第二曲线提估值

2.1 业绩提升展望（整体视角）：高复购+强黏性+消费力保障，引领复苏

□ 整体来看，坚定看好医美疫后修复。

- ✓ 短期视角：疫后修复确定性强，速度快。轻医美项目多疗程、高复购、高粘性，且核心客户面向收入稳定的中高消费人群，消费力更有保障。
- ✓ 中长期视角：渗透率和消费频次的双重提升。中国医美渗透率仍为个位数，在市场教育、消费习惯、技术升级、消费下沉等驱动下保持高增。

图2：中国医美渗透率多倍提升空间



图4：2019年及2021年医美消费者年龄分布

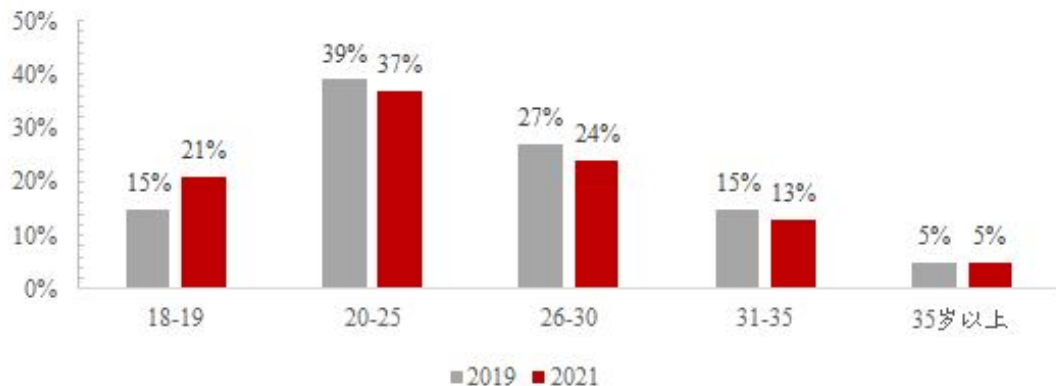


图3：21年中国按城市等级划分的医疗美容渗透率

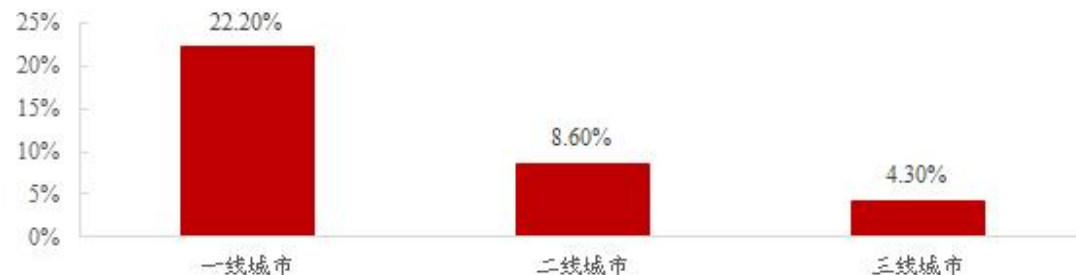
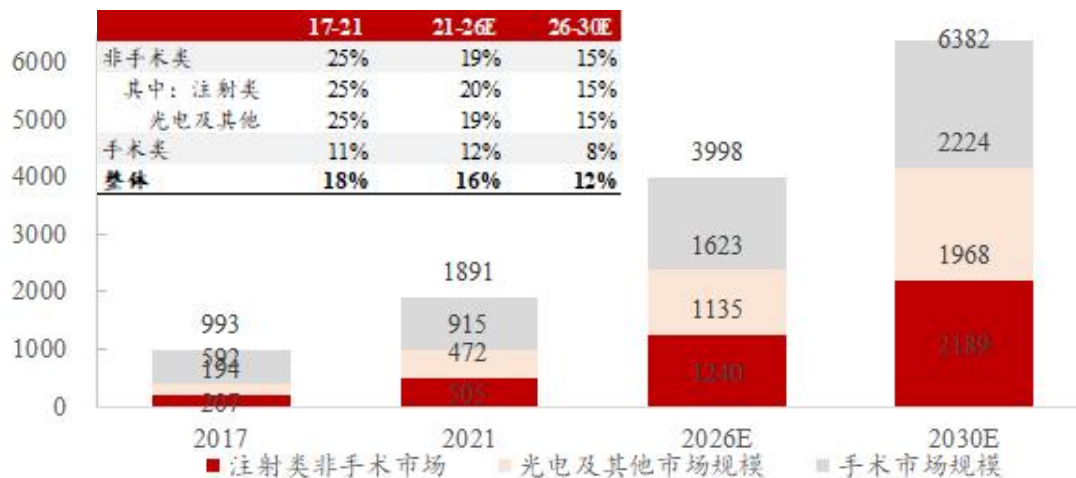


图5：中国医美终端市场规模（亿元）



2.2 业绩提升展望（微观视角）：挖掘产品预期差，前瞻判断超预期来源

□ 疫情期间：分类来看：业绩弹性来自有关产品生命周期的三大预期差。

- ✓ 1) 老产品降速预期差：老品如明星产品嗨体颈纹针渠道广，疫情散点总有波及致增速放缓，市场担忧产品天花板；我们判断明后年边际增速回升。
- ✓ 2) 次新品渗透预期差：次新品如嗨体熊猫针渠道渗透率低，今年渠道拓展略放缓，市场担忧渗透空间有限，我们判断明年渠道开拓加速提振信心。
- ✓ 3) 新产品潜力预期差：新品如濡白、太活、双子针今年勉强符合预期下限，市场担心单品天花板/成长性，我们判断疫情扰乱节奏明年有望突破。

表2：各医美公司核心产品矩阵（括号内为产品上市年月，或产品销售区域）

公司	代表性老品	代表性次新品	代表性新品
进度估算	核心渠道基本普及	上市3年内，渠道渗透约50%	上市1-2年，渠道渗透率较低
爱美客	嗨体颈纹针（17.1）	嗨体熊猫针（20.6）	濡白天使（21.8） 太活泡泡针（21.5）
华东医药	Ellanse（海外）		少女针（21.8） 酷雪美容仪（22.3）
华熙生物	润百颜玻尿酸	润致娃娃针（20.7）	润致双子针（21.5）
四环医药		乐提葆肉毒素（21.2）	铂安润玻尿酸（22.4）
昊海生科	海薇、娇兰	海魅（20.8）	
复锐医疗科技	Accent、Soprano、 Hamony Profhilo透明质酸钠溶液 （海外）		ALMA DUO男性健康产品 （海外） ALMA TED脱发治疗仪器 Opus颈纹治疗仪器

注：标蓝为收购/参股/代理产品

图6：产品管线三大预期差

市场认为	我们认为
老品降速预期	老品增速或不减反增
次新品增速维持	次新品仍有提速前速
新品放量预期保守	新品放量潜力较大

三大预期差

数据来源：各公司公告、浙商证券研究所

2.2 业绩提升展望：预期差之对老产品 + 次新产品天花板测算更乐观

- ❑ 1、老产品降速预期差：如明星产品嗨体渠道广，疫情散点总有波及致增速放缓，市场线性外推担忧产品天花板；我们判断明后年边际增速回升。
 - ✓ 我们认为：降速主要受疫情影响，并非产品渠道铺设、消费客群临近天花板。爱美客：我们预计，明星单品嗨体颈纹针销售额增速22年约收窄至20%-30%，我们认为，颈纹针降速核心仍为疫情影响，并非因为渠道/客群见顶，实际颈纹针在下沉市场仍有较大发展空间。华熙生物：22H1皮肤类终端产品（医美板块）销售额同比个位数下滑，我们认为主要系疫情影响，以及公司主动调整医美产品线和组织架构所致的短期波动。
 - ✓ 疫情后复苏，高性价比、合规化的刚需老品或成为终端引流之匙，有望迅速放量。
- ❑ 2、次新品渗透预期差：如嗨体熊猫针今年渠道拓展略放缓，市场担忧渗透空间有限，明年增速持平或下降，我们判断明年拓渠道加速提振信心。
- ❑ 我们认为：疫情扰动下，次新品的学术推广、渠道覆盖以及市场教育均受到影响，随着疫情扰动减退，优质次新品或有望加速放量。如爱美客嗨体熊猫针（定位眼周市场）；华熙生物娃娃针（微交联水光）；四环医药乐提葆肉毒素（除皱瘦脸）；昊海生科海魅玻尿酸（高端玻尿酸）。

图7：大众点评部分医美项目活动截图——价格优惠、作为疫后终端引流产品销售



2.2 业绩提升展望：预期差之对新产品未来潜力测算更乐观

3、重磅新品放量潜力预期差：如濡白、太活、双子针今年勉强符合预期，市场担心单品天花板/成长性，我们判断疫情扰乱节奏明年有望突破。

表3：医美高潜力细分赛道一览

		医美-面部			减肥塑形	
		再生注射	胶原蛋白注射	水光针注射	GLP-1减肥 (利拉鲁肽)	身体塑形医美仪器
竞争格局	中国市场 竞争格局	蓝海 3款产品，3个公司	蓝海 6款产品，4个公司	合规水光蓝海 3家公司，5款产品	国内尚未有获批产品	
	核心玩家市占率 (中国)或销售 规模	华东医药少女针(23年预计 销售6.5-7亿元)>爱美客濡 白天使(23年预计销售3亿 元)、长春圣博玛艾维岚	台湾双美占据主要份额	非合规市场为主，爱美客、 华熙生物等开始享受合规化 红利释放，但目前体量较小	国内尚未有产品获批，目前以艾尔建的酷塑等海外 主要为糖尿病司美格鲁肽产产品为主，国内厂商布 品跨适应症使用局较少	
	已获批上市公司	爱美客、华东医药	锦波生物	爱美客、华熙生物	无	
	待获批上市公司	江苏吴中、四环医药	巨子生物	巨子生物	华东医药(预计国内首家) 爱美客	华东医药、复锐医疗科 技
	国际/本土	3款获批产品均为本土公司自 研/代理/收购	本土品牌为主	合规水光以国内品牌为主	艾尔建酷塑冷冻溶脂	
	未来新入场玩家	较少	较少	一般	较多	一般
技术壁垒		较高	较高	较高	较高	较高
行业痛点		医生培训要求高	生物提取法产能受限； 重组技术仍有提升空间	非合规市场仍占据主要市场	需每日注射	痛感较明显 花费高
发展趋势		发展初期高增速+ 高端定位	生物提取法→重组法	合规化、多样化	短效→长效	手术减脂→仪器塑形

□ 疫情影响路径：明星产品放缓+新品推广滞后→市场担忧明星产品天花板问题+调低新品未来预期→成长性受质疑→估值下探。

□ 疫后修复路径：传统产品超预期/新品放量超预期/外延并购完善产品矩阵→构建第二成长曲线→提振成长性信心→估值提升。

□ 以下三种情况有望对估值修复起到催化作用：

1) 老品：如传统的明星产品增速超预期→有望略提升估值；

2) 新品：前期推广稍慢新品如濡白、冬活、双子针等，疫后调整快速爆发；或拟上市产品如期获批并爆发如利拉鲁肽减肥针→有望明显提升估值。

3) 产品管线：若有较高潜力明星产品的收并购/代理计划，如爱美客拟港股上市并有望推进收并购计划，华东医药通过海外Sinclair医美平台频繁落子光电领域等→有望明显提升估值。

表4：各公司医美待上市产品管线预计

	2023	2024-2025	2025之后
爱美客	1) 第二代理线 2) Hutox肉毒素产品（23年底或24年）	1) 医用含聚乙烯醇凝胶微球的透明质酸钠（宝尼达-颧适应症，2025E） 2) 逸美1+1（颧部适应症-2025E） 3) 利多卡因丁卡因乳膏	1) 去氧胆酸注射液（溶脂针）-待提交临床试验申请 2) 透明质酸酶-待提交临床试验申请
华东医药	1) 利拉鲁肽（肥胖症适应症，23Q3） 2) 面部清洁设备Preime（璞芮美，若界定为医美仪器，则2023E） 3) Reaction身体及面部塑形（23Q1）	1) High-Tech旗下冷冻溶脂仪器 2) Maili玻尿酸（22.9完成首例入组） 3) 伊妍仕M型（临床试验，2024-2025E） 4) 埋线产品Silhouette Instalift	多款光电仪器、注射类产品
华熙生物	2款单相玻尿酸填充剂	微交联二代产品（第一代为娃娃针）	
巨子生物		2款重组胶原蛋白制剂+2款重组胶原蛋白凝胶	
四环医药	珀安润玻尿酸（22年底-23年）	童颜针填充剂、胶原蛋白填充剂等多款再生填充类产品，黄金微针（光电仪器）有望在24-25年注册上市	
昊海生科		有机交联玻尿酸产品（临床试验推进中）、昊海参股Eirion约15%股权，Eirion肉毒素产品（注射用肉毒素ET-01 & 鱼尾纹适应症的涂抹肉毒素AI-09预计25年美国上市）	
复锐医疗科技	Prophilo非交联透明质酸钠溶液	Revance长效肉毒素产品	溶脂针产品
江苏吴中	AestheFill童颜针		自研胶原蛋白、韩国玻尿酸HARA

注：标蓝表示代理销售模式；若无特殊标注，则为国内上市

数据来源：各公司公告、浙商证券研究所

2.3.1 潜力赛道再生针剂：抗衰/填充高端产品，爱美客+华东医药+江苏吴中




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

1) 强功效。再生系列兼具填充+刺激胶原蛋白再生的双重功效，且通常持续时间较普通玻尿酸更长。

2) 高壁垒，高盈利。拿证壁垒高+定位高端抗衰赛道+新品上市溢价，高毛利。当前国内仅3款产品，终端销售价均在10-20k元/支。预计23年江苏吴中独家代理的韩国爱塑美童颜针AestheFill有望上市，国内上市产品增至4家。

3) 预计22年出厂价规模超10亿元，按照约5X加价倍率计算，市场规模超50亿元。以出厂价计算，预计今年国内少女针销售额约6-7亿，濡白天使约3亿，加上艾维岚的合计出厂规模预计超10亿。若按5倍左右的加价倍率测算，我们预期再生系列产品22年终端市场规模约50亿元。据沙利文预测，22年中国医美终端市场规模2267亿，其中轻医美1207亿，则对应22年再生产品仅占轻医美市场的约5%，仍有较大提升空间。

图8：再生类新品推广进度（均在22H1中国获批，22H2中国上市）

	华东医药-少女针	爱美客-濡白天使	长春圣博玛-艾维岚
图例			
出厂价	约4000元	约3000元	
终端销售价	16000-18600元/针	10000-12800元/针	18000-19000元/针
核心成分	30% PCL+70%CMC	交联玻尿酸+ 左旋乳酸-乙二醇共聚物微球微球	PLLA聚左旋乳酸
国内贡献收入	21年/22前三季度 1.85亿/4.4亿，全年预计6-7亿	推测21年/22年前三季度约 0.6亿/2亿+，全年预计3亿元。	
医生/机构覆盖	截至22年8月 签约500家机构，培训900个医生	截至22年8月 覆盖超500家机构，授权500个医生	

数据来源：公司公告、浙商证券研究所

2.3.2 潜力赛道水光针：高性价比入门&引流产品刚需，爱美客+华熙生物

- ❑ 水光针赛道：定位皮肤补水/抗衰/美白/综合护理等“刚需”赛道，3-4个月复购周期+可搭配其他医美注射/光电类项目，行业天花板高。
- ❑ 水光为不合规重灾区，随监管趋严，国产合规品牌率先受益于水货出清。22年3月31日，NMPA明确水光针为三类器械，器械III批文水光产品的公司有望加速跑出。
- ❑ 多家公司筹备水光针产品。1) 基础水光：华熙生物第二代微交联产品进入临床；艾尔建volite长效水光于22年10月进入海南博鳌先试先行。2) 胶原水光：巨子生物2024年后有望获批胶原蛋白水光类产品。3) 动能素类：华熙生物17年收购法国Revitacare公司，旗下丝丽动能素已进入海南先试先行。

图9：2019年医美正规针剂仅占1/3

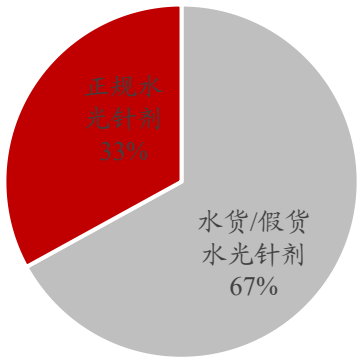


图10：水光针市场规模（亿元）

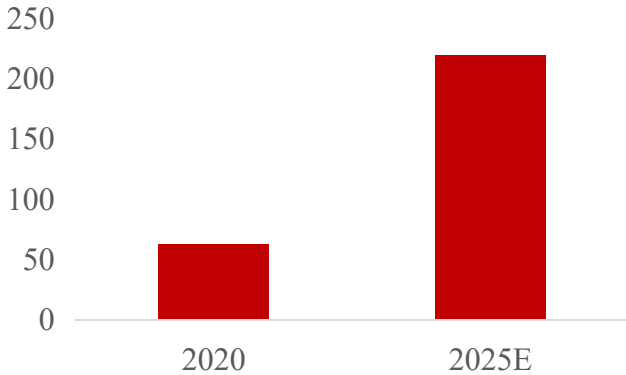


表5：水光针产品分类

类型	1) 玻尿酸水光	2) 胶原蛋白类	3) 动能素类	4) 三文鱼类	5) 聚能素类
核心成分	小分子透明质酸	胶原蛋白	氨基酸/维生素为主等几十种成分	鲑鱼提取物（PDRN/PN）	
主要功效	基础补水、淡化细纹、和其他水光针/光子嫩肤等项目搭配使用	补水、淡化细纹、提亮肤色	抗衰/美白，功效性较基础水光更强	抗炎舒敏、抗衰	特定功效，如提亮
械III产品	爱美客嗨体、华熙生物双子针、瑞蓝唯缇等	锦波生物薇旖美；台湾双美肤柔美	无	无	无
国内未获批产品举例	韩国嗨注水光针	意大利GUNA胶原蛋白	FillMed（原菲洛嘉动能素）	丽珠兰黑盒普利兰婴儿针；氏殊婴儿针	英诺小棕瓶

表6：国内可应用于水光针领域的产品一览

公司	产品	图例	获批时间	上市时间	主要成分	实际销售价
爱美客	嗨体2.5ml		2016	2017	透明质酸钠、L-肌肽、甘氨酸、丙氨酸、脯氨酸、维生素B2	400~1000元
	泰活泡泡针			2021		1600~2600元
华熙生物	润致娃娃针		2020	2020	透明质酸钠、盐酸司多卡因、氯化钠、磷酸盐缓冲液	2000~3000元
	润致熨纹针			2021		2000~3000元
瑞蓝	唯缇		2019	2020	透明质酸钠、氯化钠、磷酸二氢钾、磷酸氢二钠	6000~6800元

数据来源：健康中国、艾瑞咨询、观研、大众点评信息整理、NMPA、浙商证券研究所

- ❑ 胶原蛋白注射医美产品：眼周泪沟和黑眼圈&水光针&细纹填充市值大有可为。胶原蛋白支撑性、价格、消费者教育方面与玻尿酸存在差距，但其具备自身修复（刺激胶原蛋白生成）、不易肿胀（吸水性低）、无丁达尔现象以及一定的美白功效（呈乳白色非透明）等优势。据沙利文，17-21年中国注射医美胶原蛋白市场37亿元（占注射医美的9%），预计27年以27%的CAGR增至137亿元。
- ❑ 技术+拿证壁垒高，当前仍为蓝海市场，仅4家公司获批。动物源胶原蛋白难在解决过敏问题，重组胶原蛋白难在攻克较好的生物活性和支撑性，当前NMPA获批III类械的胶原蛋白医美产品仅6款，其中台湾双美占据主要市场。
- ❑ 多款重组胶原蛋白新品可期，预计主要聚焦在水光针&细纹填充赛道。1）21年锦波生物薇旖美获批，国内首款重组III型人源化胶原冻干纤维医美产品。2）预计24年后巨子生物也将推出胶原蛋白医美产品，主要布局抗衰+补水保湿+改善面部细纹赛道。

表7：锦波生物——重组III型人源化胶原蛋白冻干纤维

注册证编号	国械注准20213130488
注册人名称	山西锦波生物医药股份有限公司
产品名称	重组III型人源化胶原蛋白冻干纤维
管理类别	第三类
型号规格	4mg/瓶
结构及组成	白色海绵状固体，由重组III型人源化胶原蛋白组成。玻璃瓶包装，一次性使用，无菌过程生产。货架有效期18个月。使用时用无菌生理盐水溶解。
适用范围/预期用途	用于面部真皮组织填充以纠正额部动力性皱纹（包括眉间纹、额头纹和鱼尾纹）。



表8：国内医美注射类胶原蛋白获批产品

产品	公司	获批时间	主打成分	实际价格区间	维持时间
肤柔美	台湾双美	2009	I型胶原蛋白（猪皮）	4000-7000元/ml	3个月
肤丽美		2012	I型胶原蛋白（猪皮）	7000-13000元/ml	8-12个月
肤莱美		2019	I型胶原蛋白（猪皮）+利卡多因	—	8-12个月
弗缦胶娇针	长春博泰	2016	3.5%牛胶原（I型+III型）+0.3%盐酸利多卡因悬浮液	6000-8000元/ml	3-6个月
薇旖美	锦波生物	2021	重组人源III型胶原蛋白冻干纤维	6000-8000/瓶	3-6个月
爱贝芙	汉福生物科技	2012	80%牛胶原溶液+20%PMMA微球+0.3%利卡多因	15000-20000元/0.5ml	6-12个月

表9：巨子生物医美胶原蛋白产品规划

类别/产品	适应症	目前进度	预计获批时间
重组胶原蛋白 液体制剂	用于皮下/皮内肌肤抗衰老+滋润保湿，主要针对面部皮肤	临床试验	24Q1
重组胶原蛋白 固体制剂	用于皮下/皮内肌肤抗衰老，主要针对面部皱纹（抬头纹、鱼尾纹）	临床试验	24Q1
重组胶原蛋白 凝胶	用于皮下/皮内肌肤抗衰老，主要针对中度至重度的皱纹	产品开发	25年
交联重组胶原蛋白凝胶	用于皮下/皮内肌肤抗衰老，主要针对中度至重度法令纹	产品开发	25年

数据来源：巨子生物招股书、大众点评、Frost& Sullivan、台湾双美官网、NMPA、浙商证券研究所

2.3.4 潜力赛道减肥：GLP-1+冷冻溶脂等蓄势待发，华东医药+爱美客+复锐

- 华东医药：利拉鲁肽降糖适应症有望于22Q4-23Q1获批；减肥适应症有望于23Q3获批；冷冻溶脂有望于2024年获批。
- 爱美客：利拉鲁肽减肥适应症已完成I期临床。
- 复锐医疗科技：5G天使光减脂塑形仪器国内销售良好。
- GLP-1注射产品：主要用于糖尿病患者和肥胖症患者。1) 降糖：饮食→血糖↑→胰腺的β细胞产生胰岛素→血糖↓，其中GLP-1以葡萄糖依赖的方式促进β细胞产生胰岛素，从而达到降低血糖的效果。2) 减肥：抑制胃肠道蠕动和胃液分泌，抑制食欲及摄食，延缓胃内容物排空；此外还作用于中枢神经系统（特别是下丘脑）→产生饱胀感和食欲下降。
- 冷冻溶脂仪器：无创+局部瘦身。采用低温冷冻技术，将冷冻溶脂仪置于人体皮肤表面，使皮下组织冷却到约5℃，脂肪细胞提前老化，并陆续死亡，通过新陈代谢排泄出体外，达到减少脂肪细胞数量的效果。

注：1) 表10，光电塑形CAGR统计口径为18-20年的订单量
2) 表11，标蓝表示多靶点；标黄表示长效

资料来源：药物临床试验平台、各公司官网、各公司公告、《中国身体塑形市场行业发展白皮书2021》，浙商证券研究所

表10：光电设备塑型产品一览

分类	项目	18-20年CAGR	特点	公司-产品举例
非侵入式医美塑型(非手术)	冷冻减脂	318%	不易反弹；术后1-2周有疼痛感；2-4个月脂肪才能代谢完毕；费用较高	艾尔建-酷塑、华东医药High Tech旗下cooltech define
	超声减脂	216%	损伤小，出血少；安全；不易反弹；有疼痛感；2个月左右才会看到明显的效果	热立塑liposonix，优立塑等
	射频减脂	158%	只能溶解浅层脂肪细胞；易烫伤皮肤；需多次治疗	Cutera-既塑；赛诺龙-超凡微拉；
	激光减脂	/	效果均匀；对橘皮脂肪和松弛皮肤效果好；恢复时间短	赛诺秀-塑可秀；欧洲之星-火凤凰；复锐-5G天使光
	磁波减脂	/	非创伤性；在刺激肌肉生长的同时促进脂肪分解	英国BTL-Emsculpt磁波塑肌
手术	吸脂 环吸手术	204%	定位准；效果明显；维持时间长；面积大；恢复时间长；有一定风险；会留有疤痕	水动力吸脂：Body-jet水动力吸脂；负压吸脂

表11：中国注射类GLP-1减肥适应症一览

序号	公司名称	药品名称	作用靶点	注射频次	研发进度
1	华东医药	利拉鲁肽注射液	GLP1R	1次/日	上市许可申请获得受理
2	仁会生物	贝那鲁肽注射液	GLP1R	3次/日	上市许可申请获得受理
3	诺和诺德	Semaglutide注射液	GLP1R	1次/周	III期临床完成
4	礼来(LILLY ELI)	Tirzepatide注射液	GIPR, GLP1R	1次/周	III期临床
5	复星医药	利拉鲁肽注射液	GLP1R	1次/日	III期临床
6	信达生物	IBI362注射液	GCGR, GLP1R	1次/周	III期临床（招募中）
7	勃林格殷格翰	BI 456906注射液	GCGR, GLP1R	1次/周	II期临床
8	恒瑞医药	诺利糖肽注射液	GLP1R	1次/周	II期临床
9	石药集团	TG103注射液	GLP1R		II期临床（招募中）
10	鸿运华宁	重组抗人GLP-1受体人源化单克隆抗体注射液（GMA105）	GLP1R	1次/周	II期临床
11	甘李药业	GZR18注射液	GLP1R	1次/周	II期临床
12	四环医药	利拉鲁肽注射液	GLP1R	1次/日	I期临床完成
13	爱美客	利拉鲁肽注射液	GLP1R	1次/日	I期临床完成
15	礼来(LILLY ELI)	注射用LY3437943	GIPR, GCGR, GLP1R	1次/周	I期临床（尚未招募）
16	先为达生物	利拉鲁肽类似药注射液（XW003注射液）	GLP1R	1次/周	II期临床
17	东阳光药	HEC88473注射液	GLP1R, FGFR21		I期临床（尚未招募）

2.4.1 爱美客：彰显强业绩韧性，α主要来源于渠道拓展+强产品矩阵

- ❑ 爱美客：2023年前期主要看疫后优化恢复节奏，后续主要关注新品濡白天使童颜针和水光针第二增长曲线构建，或港股上市落地收并购计划推进情况，有望进一步提升业绩预期和估值体系。
- ❑ 现有产品矩阵放量及渠道扩张。1) 渠道扩张，老款产品及次新品二次加速。颈纹针下沉市场拓展空间；熊猫针渠道仍有较大开拓空间，差异化定位眼周市场持续放量；宝尼达踩位再生系列热点，目前我们预计授权医生仅100名左右，想象空间较大；水光赛道的冬活泡泡针/嗨体2.5ml作为稀缺的III类械产品，享受水货出清的行业红利。2) 新品濡白天使持续放量，第二代理植线及肉毒素有获批。濡白天使：高端再生系列新品，看好疫后修复+注射1年后复购逻辑体现+渠道端发力空间。其他新品催化：第二代理植线（2023E获批）、肉毒素（2023年底/2024E获批）；22年收购的哈尔滨沛奇隆，也有望作为胶原蛋白原料生产及产品研发平台贡献增量。3) 港股上市推进。若港股推进顺利，有望带来市场对医美资本政策改善的情绪修复，并增加海外优质资产收并购预期。
- ❑ 盈利预测与估值：预计公司22-23年归母净利14.2/20.1亿元，同比+47.8%/42.2%，23年对应PE 57X，PEG 1.3X。
- ❑ 风险提示：疫情扰动影响客流及终端机构营业；医美收并购政策变化；行业竞争加剧；新机构孵化不及预期；医疗及医美事故风险等

表12：爱美客产品矩阵一览（括号内为上市/预计上市时间）

	已有产品矩阵	在研/待上市产品
玻尿酸	爱美飞/爱美莱（2015）	玻尿酸颞部填充产品（2025E）
	逸美（2010）	
	/逸美一加一（2017）	
	嗨体（2016）	
	嗨体熊猫针（2020）	
再生系列	冬活泡泡针（2021）	—
	濡白天使（2021）	
	宝尼达（2013）	
肉毒素		含聚乙烯醇凝胶微球透明质酸钠（治疗下巴后缩）（2025E）
肥胖症产品		代理韩国Hutox肉毒素橙毒（23年底/24E）
溶脂针		利拉鲁肽注射液（2026E或之后）
埋线		去氧胆酸药物[下巴溶脂](研发阶段)
光电仪器（医美）	紧恋小线（2019）	第二代理线产品（2023E）
		-

表13：爱美客盈利预测与估值

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1448	2173	3137	4530
YOY	104.1%	50.1%	44.3%	44.4%
归母净利（百万元）	958	1415	2012	2762
YOY	117.8%	47.8%	42.2%	37.3%
每股收益(元)	4.43	6.54	9.30	12.77
P/E	119	81	57	41

数据来源：Wind、公司公告、浙商证券研究所

2.4.2 华东医药：少女针靓丽兑现，优质产品矩阵蓄势待发

- 华东医药：医药克服集采和降价，逐渐恢复至正增长；医美国内少女针持续兑现，海外逐步扭亏；利拉鲁肽23年有望上市催化，减肥蓄势待发。
- 展望：1) 少女针推广进度领先于再生系列，全年有望实现销售额6-7亿元。国内医美Q1/Q2/Q3分别贡献收入1.57/1.14/1.69亿元，今年8月覆盖医美机构500家（22Q1约覆盖400家），疫后优化后产品有望超预期放量。2) 利拉鲁肽大单品强催化。预计公司利拉鲁肽糖尿病适应症22Q4-23Q1获批，国内首款减肥适应症23Q3获批。3) 光电类新品迭出，医美+生美协同。公司近年频繁落子光电领域，兼顾医美+生美，当前国内产品上市/即将上市新品包括F0&F1（生美-冷触美容/冷冻祛斑）、reaction（医美-身体塑形），明年有望贡献业绩增量。4) 医药板块：克服集采和降价等影响，较去年改善趋势明显，工业微生物医药创新研发推进。
- 盈利预测与估值：预计公司22-23年归母净利26.5/32.5亿元，同比+15%/23%，23年对应PE 24X，PEG 1X。
- 风险提示：疫情扰动；传统工业医药业务集采降价风险；少女针渠道拓展不及预期；海外医美业务不及预期等

表14：华东医药医美产品矩阵一览

类别		已有产品矩阵	在研/待上市产品（标黄为主体公司及华东医药持股比例）
械III	玻尿酸/壳聚糖填充		MaiLi（国外21，国内24E）-Kylane，20% Perfectha 系列(待上市) -Sinclair，100% 3款KiOmedine填充剂（研发阶段） 皮肤动能素（研发阶段）-全球美国以外的独家许可
	再生系列	少女针(2021)	Lanluma（国外21，国内申请海南特许经营）-Sinclair 100%
药品	肉毒素		-
	肥胖症产品		利拉鲁肽注射液（23E）
械III	埋线		Silhouette（国内23E）-Sinclair，100%
械III、械II	光电仪器	-	F1[冷冻祛斑](国外21H2,国内24E) -R2，27.49% F2[全身美白](国外24E，国内待定) -R2，27.49% 激光脱毛（国外待定，国内待定）-High Tech，100% 冷冻溶脂（部分国外上市，国内24E）-High Tech，100% Préime DermaFacial(国外22H2,国内23E)-High Tech，100%

表15：华东医药盈利预测与估值

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（亿元）	345.6	382.6	419.9	460.4
YOY	2.6%	10.7%	9.8%	9.6%
归母净利（亿元）	23.0	26.5	32.5	39.7
YOY	-18%	15%	23%	22%
每股收益(元)	1.32	1.51	1.86	2.27
P/E	34	29	24	20

数据来源：Wind、公司公告、浙商证券研究所

2.4.3 华熙生物：化妆品收入兑现 + 盈利能力边际改善，多点开花

- 华熙生物：从22年前三季度&双11来看，化妆品收入高增长预期兑现，明年进一步好看化妆品盈利能力边际改善，另外医美、原料均有新看点。
- 展望：1) 化妆品盈利能力边际改善。今年化妆品板块规模有望达50亿，由规模化发展向精细化运营过渡。22H1公司费用控制良好，未来盈利能力提升是主旋律。2) 医美业务调整期成效初显。21-22年疫情影响+医美板块产品结构/组织架构调整，收入增速表现平平。23年有望重回双位数正增长，看好海外丝丽销售、润致娃娃针（稀缺水光合规产品）等放量。3) 原料：胶原蛋白原料及化妆品产品有待上市；医疗级HA壁垒深厚，稳定贡献利润。4) 解禁等短期股价压制因素逐步消化。
- 盈利预测：预计公司22-23年归母净利10.3/13.4亿元，同比+32%/31%，23年对应PE 45X，PEG 1.5X。
- 风险提示：疫情扰动、原料业务价格波动、化妆品子品牌不及预期、食品及个护新品牌不及预期、产品质量退换货风险

表16：华熙生物功能性护肤产品矩阵

润百颜		夸迪	BioMESO肌活	米蓓尔
创立时间	12年医美产品上市 14年护肤品上市	2018年	2018年	2018年
品牌定位	玻尿酸护肤	冻龄抗初老	活性成分管控大师	专研敏感肌
代表性产品及定价	水润次抛 359元/45ml	CT50面霜 658元/50ml 焕颜次抛 558元/30ml	糙米精华水 109元/100ml	小粉水 108元/100ml
21年收入及YOY（亿元）	12.29（+117%）	9.79（+150%）	4.35（+286%）	4.20（+111%）
22H1收入（亿元）及YOY	6.5（+31%）	6.0（+65%）	2.6（+68%）	4.8（+446%）

表17：华熙生物盈利预测与估值

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	4948	7067	9461	12039
YOY	87.9%	42.8%	33.9%	27.2%
归属母公司净利润（百万元）	782	1029	1343	1741
YOY	21.1%	31.5%	30.6%	29.6%
每股收益(元)	1.63	2.14	2.79	3.62
P/E	77	59	45	35

数据来源：Wind、公司官网、各品牌天猫官旗、公司公告、浙商证券研究所

2.4.4 复锐医疗科技：光电医美龙头，多元化业务扩张+直营渠道推进

- 复锐医疗科技：多元化业务扩张+直营渠道推进，每年推进2-4款能量源新品，23-25年注射领域储备多款优质产品（Profilo、中高端长效肉毒素、溶脂针），随牙科及个护的放量，有望进一步向“能量源设备+注射填充+牙科+个护”的医美生态圈转型。
- 展望：1) 加码直营+新品推进，能量源仪器基本盘稳定。全球光电医美龙头覆盖90多个国家地区，近年直营占比由18年的38%提升至22H1的65%。产品端，以Soprano冰点脱毛/Harmony综合皮肤管理/Accent射频紧致三大旗舰系列为收入核心，积极拓展新品，如定位祛颈纹的OPUS（中国市场），针对脱发问题的Alma TED（美国市场），针对男性健康问题的Alma Duo（北美首发→全球发售推进）等。2) 代理Profilo注射类透明质酸钠溶液（颈纹适应症）预计23年底在中国上市，打开注射填充赛道新曲线。自18年代理瑞士药企IBSA旗下的Profilo产品，Profilo定位生物重塑，为高浓度玻尿酸，可刺激胶原蛋白再生+无交联剂，差异化优势显著。当前仍在临床阶段，有望于23-24年上市。3) 个护、牙科业务孵化顺利。今年个护新品牌LMNT家用美容仪推广顺利（首次TOC销售），创收入增量+有望积累C端需求反哺产品研发。
- 盈利预测：预计公司22-23年归母净利0.38/0.51亿美元，同比+22%/33%，23年对应PE 10X，PEG 0.3X。
- 风险提示：疫情扰动；市场竞争加剧；业务资质/产品注册/新业务孵化不达预期等

表18：复锐医疗科技产品矩阵

业务	主打产品	应用场景/特点	布局时间	收入占比
无创医美	Accent系列（热拉提）	面部与身体提拉紧致	09年	72.2%
	Harmony系列	嫩肤、色素性疾病等超过65种	04年	
	Soprano系列	FDA认证适应症 冰点脱毛	06年	
无创生美 微创医美	REJUVE、REMOVE、SPADEEP等	塑形、嫩肤、脱毛等	13年	8.9%
	Alma FemiLift菲蜜丽	私密修复	12年	12.4%
	BeautiFill 5G天使光	抽脂、脂肪填充	15年	
注射填充	Profilo透明质酸钠溶液	无交联剂、高浓度玻尿酸	海外18年/国内23-24E上市	2.6%
	RZL-012溶脂针	下颏减脂	国内25-26E上市	-
	RT002肉毒素	中高端、长效	国内24E上市	-
	丝素蛋白透明质酸钠复合凝胶	优化填充效果	预计25年及之后上市	-
牙科	数字化牙科业务	从口扫到建模打印全流程	20年	-
个护	生活美容仪器（TOC）	家用，脱毛嫩肤等	22H1第一款产品上市	-

表19：复锐医疗科技盈利预测与估值

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万美元）	294	376	466	566
YOY	82%	28%	24%	21%
归母净利（百万美元）	31	38	51	66
YOY	134%	22%	33%	30%
每股收益(美元)	0.07	0.08	0.11	0.14
P/E	16	13	10	8

数据来源：Wind、公司公告、浙商证券研究所
注：产品矩阵收入占比为20年数据

03

**终端复盘：冲击较大业绩承压，悲观预期
致展店节奏明显滞后**

3.1 消费终端（业绩）：疫情影响门店展业+拓店节奏，普遍承压

- ❑ 业绩端：消费终端受疫情直接扰动，普遍收入增速放缓，业绩承压。
- ❑ 医美及消费医疗终端直面疫情影响，房屋租金及营销投放等成本更为刚性，收入和业绩对疫情的敏感性更强。随防疫政策边际变化的出现，以医美及消费医疗为代表的新兴消费方向，各赛道龙头有望领跑经济产业复苏，业绩弹性较大。
- ✓ 疫情致内生增速放缓：北京、上海、广州、深圳、成都、西安等地区，全年均存在停业关店时期。较其他行业，受益于消费频次+行业渗透率提升等，疫情扰动过后，医美终端及某些消费医疗终端仍体现出较强的需求韧性。
- ✓ 疫情致拓店节奏放缓：疫情一定程度上打乱了各机构拓店、整合节奏。部分公司开店进度略低于年初预期。
- ✓ 疫情加速医美终端集中度提升：疫情反复有利于加速长尾市场出清，并购整合机会陡增。

图11：22年终端机构内生增速受疫情影响

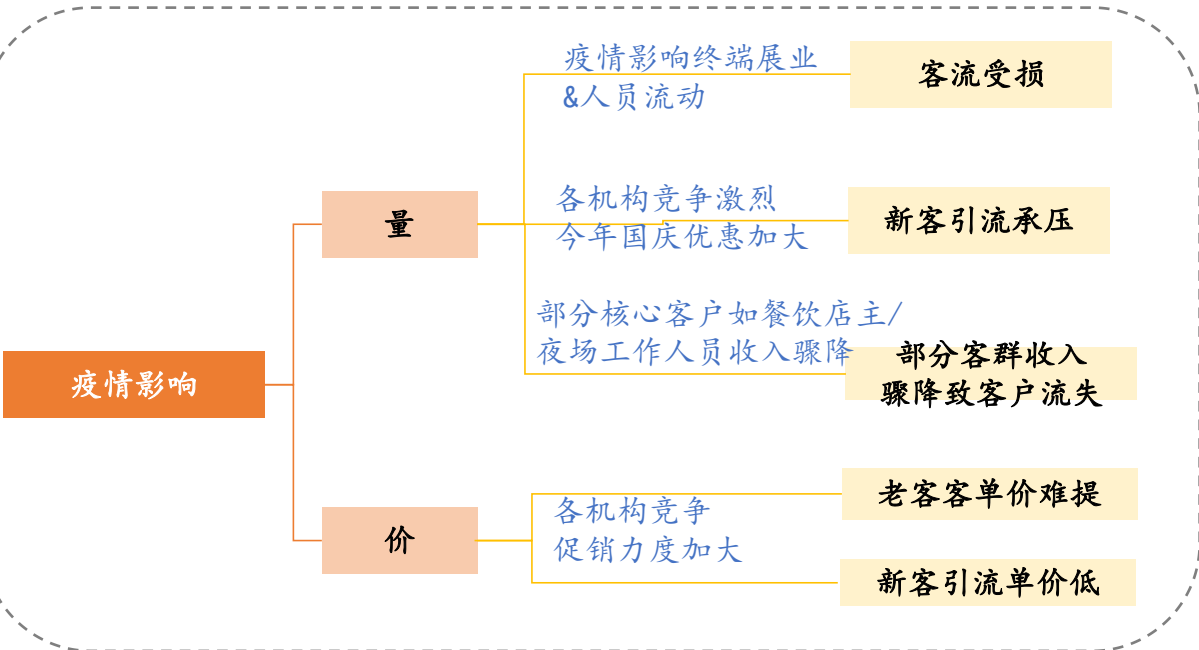


表20：22年终端机构外延并购& 机构展业受疫情影响

	原计划 22年拓店	22年拓店情况 (截至12月10日)	停业时间
朗姿股份	在一二线城市 加快医美业务 全国布局	新增1家门诊部 深圳米兰柏羽综合医院开业 进展延后	1-2月西安停业，9月成都疫情，虽未停业，但客流大幅减少
医思健康	20年计划未来 3-5年大湾区开 30-50家门店	目前暂缓内地拓张进程	香港/澳门/广州/深圳/上海 美容及养生业务平均停业 20/31/10/26/122天
雍禾医疗	约16家家植发店；十余家养 固单店	预计年底可基本完成植发开 店目标（但部分尚未开业） 养固单店（史云逊）新增约7 家	22H1疫情期间30余家机构 暂停/限制营业
固生堂	8-10家机构	新增6家（上海1家、北京2家、 杭州2家、郑州1家）	22H1公司北上广深等地共 23家线下医疗机构平均停 业约36天

数据来源：各公司公告、史云逊官网、浙商证券研究所

3.2 消费终端（估值）：政策预期压制+展店节奏放缓，短期压制

□ 估值端：受上游医美&消费医疗锚估值波动、行业监管政策、资本市场政策、外延扩张进度影响，终端机构估值呈现一定压力。

✓ 终端医美机构估值锚为上游医美&消费医疗龙头，此前随上游估值锚波动，估值亦呈现一定压力。

✓ 政策影响：监管政策的趋严和资本政策的不确定性一定程度上压制了赛道估值，但我们认为不必过度担忧。

✓ 展店节奏：核心逻辑为单店模型成熟→标准化复制，通常加速扩张时估值体系更稳健向好，疫情打乱展店节奏，复制扩张逻辑有待疫后进一步验证。

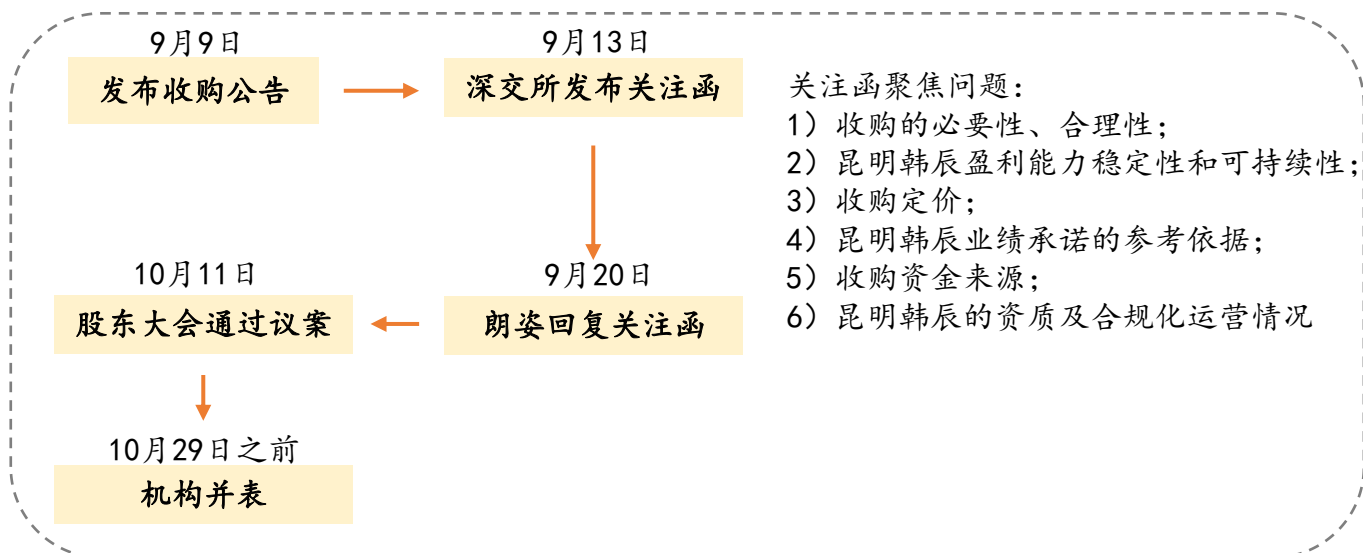
1) 监管政策：自去年八部委联合打击非法医美，市场对医美监管趋严颇为关注，今年8月杭州医美机构税收问题也一度引发情绪担忧。我们认为，行业监管趋严+合规化完善是必然趋势，驱动医美行业由“粗放的，通过高营销投放跑马圈地的孵化期”，走向“高质量、以精细化、合规化运营”为核心的成长期。同时，从中消协等建议来看，政策并非“打击消费”，而是鼓励“理性消费”等。我们判断医美监管政策趋严利好朗姿等合规连锁龙头。

2) 外延扩张：终端机构主要驱动源于内生增长+外延扩张。从朗姿来看，公司去年以来已成立6支医美并购基金，今年9月朗姿发布公告收购昆明韩辰75%股权，并于10月正式并表。昆明韩辰是朗姿首个体外孵化→成功体内并表的机构，利于强化市场对于医美资本政策的信心。

图12：医美监管政策趋严



图13：以22年朗姿收购昆明韩辰为例，看医美终端机构的并购流程



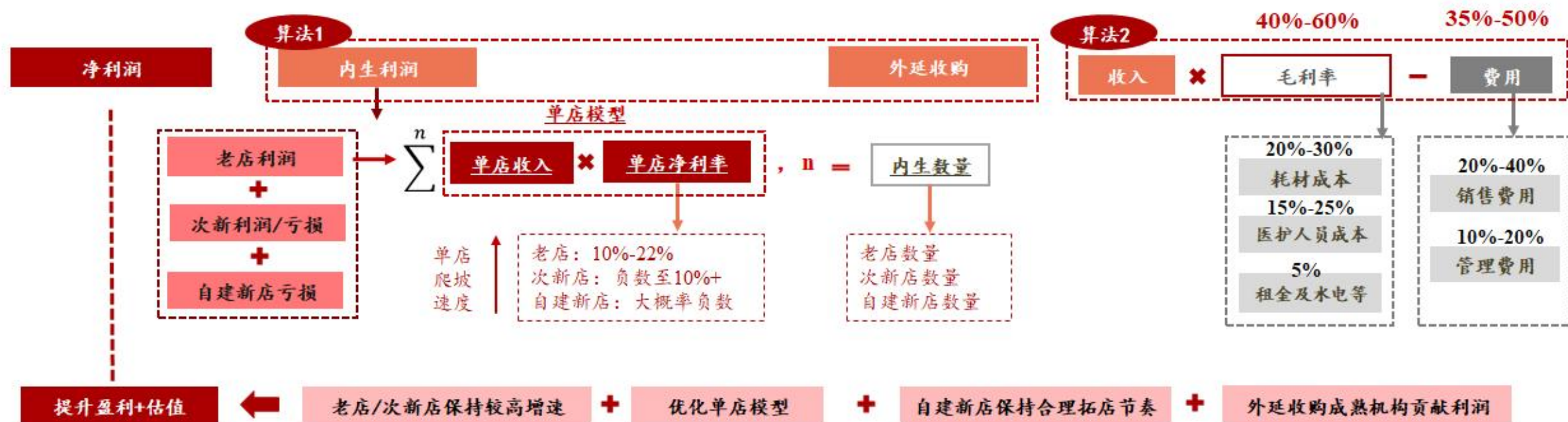
数据来源：公司公告、法治日报、浙商证券研究所

04

**终端策略：场景消费率先修复，单店模型
和展店逻辑逐渐理顺**

- 第一步：业绩复苏。疫后终端消费场景率先复苏，极大缓解前期成本刚性带来的压力，单店盈利模型恢复至正常甚至更乐观水平，迎业绩复苏。
- 第二步：估值上行。前期储备新店将陆续开业，展店节奏按原预期逐渐推进；随着标准化门店复制扩张逻辑逐渐理顺，估值体系有望明显上行。
- 投资建议：疫情期多修炼内功提升管理效率，疫后业绩回暖并外延扩店/扩渠道等，迎触底反弹。建议关注朗姿股份（医美医院龙头，关注开新店+外延收购预期）、雍禾医疗（植发龙头，陆续恢复营业并推进新店计划）、固生堂（中医诊疗龙头）、医思健康（香港龙头医美医院，受益客群赴港医美）、爱帝宫（月子中心龙头，以深圳为大本营布局全国）、时代天使（隐形正畸龙头，终端需求回暖）。

图14：终端机构详拆





- 朗姿股份：行业长尾机构出清+体外机构并表路径开启，规模优势凸显，业绩及估值弹性均备。
- 短期：1) 服装与医美主业均以线下消费为主，受疫情影响较大，22年前三季度公司收入同增0.5%，Q3医美收入预计同比持平；晶肤门诊部拓店、深圳米兰综合医院开业均受影响；2) 昆明韩辰收购已落地，公司将追溯调整其全年收入利润，有望带来较大增量（预计收入贡献近2亿，利润端贡献超1000万左右）。3) 今年业绩下滑主要系疫情影响+新开医美大医院前期亏损，而医美高复购+面向中高端人群，预计公司疫后修复确定性强，业绩弹性大（据wind一致预测，市场普遍预期23年利润翻倍以上）。
- 观点：中长期看，朗姿作为医美终端龙头 & A股稀缺的医美终端标的，核心竞争力为精细化管理运营体系+规模优势。昆明韩辰作为朗姿体外基金第一家并表机构已落地，标志着朗姿医美“体内+体外”扩张模式的并轨，“一体化”后，朗姿医美规模优势将进一步凸显。此外，近年疫情影响+监管趋严致较多长尾机构出清，医美终端集中度有望提升，朗姿作为优质合规化连锁机构有望充分受益。
- 盈利预测与估值：我们预计朗姿今年收入医美业务收入14亿，预计23年医美内生+外延收入合计约20亿；当前市值117亿，扣除服装约20亿市值，医美对应97亿，医美仅对应约4.85倍PS（通策、爱尔PE均在11倍以上）。
- 风险：疫情扰动影响客流及终端机构营业；医美收并购政策变化；行业竞争加剧；新机构孵化不及预期；医疗及医美事故风险

表21：朗姿股份18-22Q3财务摘要

	2018	2019	2020	2021	2022Q1-Q3
营业总收入（亿元）	26.62	30.07	28.76	36.65	26.64
YOY	13%	13%	-4%	27%	1%
归母净利润（亿元）	2.10	0.59	1.42	1.87	0.18
YOY	12%	-72%	142%	32%	-89%
毛利率	58%	58%	54%	57%	57%
净利率	8%	1%	5%	6%	1%

表22：朗姿股份盈利预测与估值

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	3665	3914	4728	5534
YOY	27.42%	6.78%	20.81%	17.03%
归母净利（百万元）	187	56	210	306
YOY	31.97%	-70.14%	275.97%	45.32%
每股收益(元)	0.42	0.13	0.48	0.69
P/E	63	209	56	38

数据来源：Wind、公司公告、浙商证券研究所

- 固生堂：全国民营中医诊疗连锁龙头，深度绑定公立优质医疗资源，内生+外延增长具确定性。
- 短期：1) 疫情对终端有所冲击，但公司通过线上诊疗缓冲，抗风险能力较强。2) 联采落地，饮片价格下降幅度符合预期，释放不确定性。3) 与浙江金控、浙江中医药集团等签署10亿医疗产业基金，有望加强和浙江中医药大学的合作，赋能在浙江、华东市场的布局。4) 全年维持8-10家新增机构的预期，年底前有望迎来密集开店期。
- 观点：公司作为民营中医诊疗赛道绝对龙头，核心竞争力为医生资源，公司通过自上而下的打法，深度绑定三甲机构及医生，精细化运营整合患者资源，竞争对手难以大范围模仿复制。从发展阶段来看，公司内生增长潜力大（平均坪效仍有翻倍空间，参考成熟门店，则单店目标坪效可达6万+），仍处外延扩张期，当前48家机构覆盖13个城市，我们预计公司未来三年仍将每年新增8-10家左右的机构，增长具强确定性。
- 盈利预测与估值：预计公司22-23年归母净利1.9/2.75亿元，23年同比+45%，23年对应PE 35X，PEG 0.8X。
- 风险：疫情反复影响营业情况；医师资源流失；门店扩张不及预期；行业竞争加剧

表23：固生堂18-22H1财务摘要

亿元	2018	2019	2020	2021	2022H1
营业收入	7.26	8.96	9.25	13.72	7.03
YOY	0%	23%	3%	48%	18%
归母净利润	-1.73	-1.48	-2.56	-5.07	0.55
YOY	0%	15%	-73%	-98%	116%
经调净利润	-0.70	0.77	0.85	1.57	0.64
YOY		/	11%	85%	40%
毛利率	40%	44%	47%	45%	28%
净利率	-24%	-16%	-28%	-37%	8%
经调净利率	-9.4%	8.5%	9.2%	11.4%	9.2%

注：公司今年将线下医疗机构额外经营开支由销售费用调至销售成本，致毛利率大幅下降

表24：固生堂盈利预测与估值

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1372	1704	2245	2958
YOY	48.3%	24.2%	31.8%	31.7%
归母净利润 (百万元)	-507	190	275	385
YOY	-98%	/	45%	40%
EPS	-2.20	0.83	1.19	1.67
P/E	-19	50	35	25

数据来源：Wind、公司公告、浙商证券研究所

4.3 医思健康：香港市场稳步修复，内地市场静待重启

- ❑ **医思健康：**香港医疗服务及医美龙头，外延扩张+精细化运营整合+业务交叉赋能，构建“消费医疗+医疗美容+生活美容+宠物医疗”的高景气、多元业务矩阵。
- ❑ **短期：**1) 23年上半财年收入同增30%+，利润下降50%，下滑主要系疫情影响（旅客入境限制、机构停业）+新医疗设施前期投入。2) 香港疫情防控政策已较为开放，市场稳步修复中，Q2单季度已超过香港第五波疫情前水平，呈逐季向好趋势；预计后续通关常态化后，医美业务有望迎来显著回补。3) 内地扩张静待重启，公司短期暂停内地扩张进程，致力于已有业务整合运营，未来有望在合适时机重启扩张，贡献发展增量。
- ❑ **观点：**中长期看，公司以外延扩张配合精细化运营，打造大健康版图，协同效应、规模效应有望凸显。23H1财年公司已执行2.19亿港元的收并购项目，构建“消费医疗+医疗美容+生活美容+宠物医疗”的多元业务矩阵，且凭借各品牌、业务间的强协同，充分发挥1+1>2的效果（23上半财年复购率达94%，跨品牌消费比例达28%）。
- ❑ **盈利预测与估值：**预计公司24-25财年归母净利3.5/5.1亿港元，同比+54%/47%，24财年对应PE 26X，PEG 0.7X。
- ❑ **风险：**香港疫情恢复不及预期的风险、机构扩张/并购整合不及预期的风险、监管政策变动风险、医疗及医美事故风险

表25：医思健康财务摘要

	2018	2019	2020	2021	2022H1
营业收入（亿港元）	18.37	19.49	20.80	29.20	18.93
YOY	40%	5%	7%	40%	31%
归母净利润（亿港元）	3.61	2.87	1.93	1.98	0.80
YOY	29%	-21%	-33%	2%	-50%
毛利率	0%	0%	0%	0%	0%
净利率	21%	16%	11%	9%	5%

表26：医思健康盈利预测与估值（财年）

	FY2022	FY2023E	FY2024E	FY2025E
营业收入（百万港元）	2,919.5	3,650.8	4,656.6	5,870.6
同比	40%	25%	28%	26%
归母净利润（百万港元）	197.5	225.1	345.9	506.9
同比	2%	14%	54%	47%
每股收益（港元）	0.17	0.19	0.29	0.43
P/E	46	40	26	18

4.4 雍禾医疗：深度广度并举，“养、植、固”一体化

- ❑ 雍禾医疗：毛发龙头疫情期间主动改革，看好明年疫后修复+改革成效释放带来的业绩增量。中长期看好植发门店全国拓张+养固业务打造第二增长曲线。
- ❑ 短期：1) 全年受疫情影响较大，22H1旗下30余家机构暂停/限制营业，业绩承压。23年看好疫后修复带来的业绩弹性。2) 公司22年主动进行组织架构、价格体系和销售体系改革，以提升管理能力和组织效率、坚持“价值战”提升植发客单价、优化人员成本&推进合规化建设。多项改革成效有望在23年明显释放。3) 史云逊单店拓店节奏有所放缓，但就已开业机构情况来看，养固业务运营情况良好。
- ❑ 观点：中长期来看，公司作为毛发赛道龙头，未来驱动主要来自1) 植发机构（含史云逊店中店）的低线市场下沉+一线/新一线城市加密，截至22H1公司在全国56个城市共有57家植发机构，今年以来净增3家。发展期/新建院部共23家预计未来仍将保持较高增速。2) 史云逊毛发养固单店深耕广州，并向全国扩张；3) 一线城市建设综合性毛发医院，进一步向毛发市场拓展。
- ❑ 风险：疫情影响；史云逊单店孵化不及预期；市场竞争加剧

表27：雍禾医疗财务摘要

	2018	2019	2020	2021	2022H1
营业总收入（亿元）	9.35	12.24	16.39	21.70	7.48
YOY	0%	31%	34%	32%	-29%
归母净利润（亿元）	0.54	0.36	1.63	1.20	0.18
YOY	0%	-33%	358%	-26%	-56%
毛利率	75%	73%	75%	73%	64%
净利率	6%	3%	10%	6%	2%

4.5 时代天使：国内隐形正畸龙头，新市场扩张有望打开新增长曲线

- **时代天使：**隐形正畸龙头多维优势不改，下沉市场、海外市场有望打开新增长曲线。
- **短期：**1) 疫情+新市场推进致短期业绩承压。隐形正畸客单价较高+矫正周期较长，消费者或因疫情影响推迟消费，我们预计22Q1/Q2/Q3新增案例数同比个位数增长/下滑/小双位数增长。2) 正畸纳入集采，市场影响仍在消化中；3) 收购巴西领先正畸产品制造商Aditek，预计12月并表，加速国际化。巴西为全球第三大正畸市场，空间广阔+隐形矫正渗透率仅个位数，行业增长确定性强。Aditek拥有丰富的传统正畸经验+巴西本土渠道资源，在公司赋能下，有望高速增长。
- **观点：**中长期来看，隐形正畸低渗透+高市场空间逻辑不变，而公司作为隐形正畸龙头，在数据库积累、技术、产品、产能、医生资源与本土化渠道推广等方面领先。未来公司将通过下沉市场的开拓和海外市场的拓张（大股东松柏有望充分赋能）打开第二增长曲线；随着智能制造产能逐步释放，规模效应也有望进一步凸显。
- **盈利预测与估值：**预计公司22-23年归母净利2.1/2.6亿元，同比-28%/+27%，23年对应PE 67X，PEG 2.5X。
- **风险：**疫情影响；行业渗透率提升不达预期；海外及下沉市场扩展不及预期的风险；合作医师的扩展及绑定不及预期

表29：时代天使财务摘要

	2018	2019	2020	2021	2022H1
营业收入（亿元）	4.88	6.46	8.17	12.72	5.71
YOY	0%	32%	26%	56%	0%
归母净利润（亿元）	0.60	0.69	1.51	2.86	0.74
YOY	0%	15%	119%	90%	-23%
毛利率	64%	65%	70%	65%	58%
净利率	12%	10%	18%	22%	13%

表30：时代天使盈利预测与估值

	FY2021	FY2022E	FY2023E	FY2024E
营业收入（百万元）	1,271.7	1,240.4	1,542.0	1,853.9
同比	55.7%	-2.5%	24.3%	20.2%
归母净利润（百万元）	285.8	206.3	262.3	322.1
同比	89.7%	-27.8%	27.1%	22.8%
每股收益（元）	1.70	1.22	1.54	1.91
P/E	61	85	67	55

数据来源：Wind、公司公告、浙商证券研究所

05

**盈利预测：明年业绩高增可期，估值体系
也向更乐观预期演绎**

爱美客：疫情下彰显强业绩韧性， α 主要来源于渠道拓展+强产品矩阵。当前市值对应**23年PE 57 倍，PEG 1.3倍。**

华东医药：少女针靓丽兑现，优质产品矩阵蓄势待发。当前市值对应**23年PE 24 倍，PEG 1.0倍。**

朗姿股份：体内+体外双轨发展模式开启，有望向全国医美终端龙头转型。当前市值对应**23年PE 56 倍，PEG 0.2倍。**

华熙生物：四轮驱动稳步推进，看好化妆品盈利边际改善带来的业绩弹性。当前市值对应**23年PE 45 倍，PEG 1.5倍。**

复锐医疗科技：光电医美龙头，多元化业务扩张+直营渠道推进。当前市值对应**23年PE 10 倍，PEG 0.3倍。**

固生堂：全国民营中医诊疗连锁龙头，内生+外延增长具强确定性。当前市值对应**23年PE 35 倍，PEG 0.8倍。**

医思健康：香港市场稳步修复，内地市场静待重启。当前市值对应**23年PE 26 倍，PEG 0.7倍。**

雍禾医疗：深度广度并举，构建“养、植、固”一体化全产业链品牌矩阵。

时代天使：国内隐形正畸龙头，下沉市场+海外市场有望打开新增长曲线。当前市值对应**23年PE 67 倍，PEG 2.5倍。**

表31：重点标的盈利预测与估值

股票代码	上市公司	市值 (亿元)	收入（亿元）			收入YOY			归母净利(亿元)			归母净利YOY			PE			PEG
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	2023E
医美																		
300896.SZ	爱美客	1144	14.5	21.7	31.4	104%	50%	44%	9.6	14.2	20.1	118%	48%	42%	119	81	57	1.3
688363.SH	华熙生物	604	49.5	70.7	94.6	88%	43%	34%	7.8	10.3	13.4	21%	32%	31%	77	59	45	1.5
000963.SZ	华东医药	777	345.6	382.6	419.9	3%	11%	10%	23.0	26.5	32.5	-18%	15%	23%	34	29	24	1.0
002612.SZ	朗姿股份	117	36.7	39.1	47.3	27%	7%	21%	1.9	0.6	2.1	32%	-70%	276%	63	209	56	0.2
1696.HK	复锐医疗科技	5	2.9	3.8	4.7	82%	28%	24%	0.3	0.4	0.5	134%	22%	33%	16	13	10	0.3
2138.HK	医思健康	90	29.20	36.5	46.6	40%	25%	28%	2.0	2.3	3.5	2%	14%	54%	46	40	26	0.7
其他																		
2273.HK	固生堂	96	13.7	17.0	22.4	48%	24%	32%	(5.1)	1.9	2.8	-98%	/	45%	-19	50	35	0.8
6699.HK	时代天使	176	12.7	12.4	15.4	56%	-2%	24%	2.9	2.1	2.6	90%	-28%	27%	61	85	67	2.5

数据来源：Wind、浙商证券研究所预测

注：1) 截至22年12月12日；2) 医思健康单位为港元，对应22-24财年数据；复锐医疗科技单位为美元

- 1、竞争格局加剧风险。
- 2、行业监管政策调整的风险。
- 3、产品研发风险
- 4、医疗安全事故，产品质量控制等风险。
- 5、企业人才流失，战略失误等风险。
- 6、企业营销模式无法顺应市场变化的风险。
- 7、上游产品增速不及预期的风险。
- 8、下游机构内生增速或拓店不及预期的风险。
- 9、其他风险。

行业的投资评级

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

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

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

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

法律声明及风险提示

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

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

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

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

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

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

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