



Research and  
Development Center

# 论证爱美客迈向平台型公司的投资新公式

—爱美客（300896.SZ）深度报告

2024年01月18日

刘嘉仁  
社零&美护首席分析师  
S1500522110002  
+86 15000310173

周子莘  
美护行业分析师  
S1500522110001  
+86 13276656366

- 相关研究
- 1.爱美客（300896.SZ）：护肤新品发布，探索 To C 运营思路
  - 2.爱美客（300896.SZ）2023 年三季度报点评：Q3 因外部环境+内部调整增速放缓，Q4 压力缓解之下看好全年目标达成
  - 3.爱美客（300896.SZ）23H1 业绩点评：产品结构优化推动毛利率提升，看好如生未来成长为第三成长曲线

## 证券研究报告

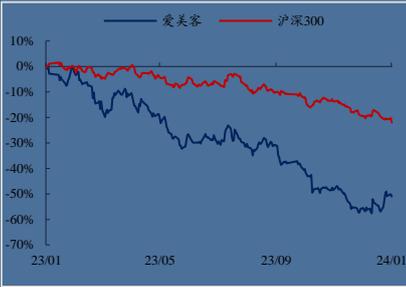
### 公司研究

### 深度报告

爱美客(300896)

投资评级 买入

上次评级 买入



资料来源：聚源，信达证券研发中心

#### 公司主要数据

收盘价(元)	308.56
52周内股价波动区间(元)	631.00-266.80
最近一月涨跌幅(%)	10.59
总股本(亿股)	2.16
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	667.60

资料来源：聚源，信达证券研发中心

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

## 爱美客(300896.SZ)深度报告：论证爱美客迈向平台型公司的投资新公式

2024年01月18日

### 本期内容提要：

- **写在前面：**2023年以来，市场信心较弱，美护板块出现大规模估值回撤，龙头爱美客回到上市初的市值水平，核心矛盾或为对于未来增长驱动力理解的不一致。市场从行业β角度或以产品型逻辑理解爱美客，在担忧医美消费、看到嗨体品牌短期增速放缓而引发担忧，但我们认为无论从现有产品线测算公司营收/归母净利润具备三年翻倍可能性，还是从25年公司系列产品有望获批后公司或进入平台型逻辑来看，爱美客市值具备较大向上空间。基于以上逻辑我们提出爱美客迈向平台型公司的投资公式=现有产品三年业绩翻倍+未来新品布局+有望被给予平台型估值。
- **医美仍为消费第一梯度，渗透率提升空间充足。**23年以来，医美仍为消费板块中展现出较强韧性的细分赛道。无论从23年前三季度还是第三季度增速来看，我国医疗美容和医美耗材的增速均优于其他消费赛道，且Q3增速较上半年略有提升，仍然展现较强的韧性。老客粘性足+新客仍有渗透+新品提升客单价有望推动医美表现持续优于其他消费赛道。未来除了①依靠新材料推动老客客单价提升以外，若②24-25年有系列水光适应症产品获批并覆盖不同价位段，以及③国产合规且高性价比的光电仪器获批，有望带动新客渗透率加速提升。在更长维度中，我国在医美材料技术上持续突围叠加消费者偏好，成熟时期我国医美渗透率有望高于日韩。预估2025/2030年我国医美渗透率达5%/10%。
- **落地到爱美客，中性预估下仅考虑现有管线公司业绩三年翻倍确定性高。**1) 嗨体品牌：嗨体系列2025年营收有望达24.2亿元，2022-2025年CAGR达23%，2030年嗨体系列有望达47.9亿元，2025-2030年CAGR或可达14.7%，其中颈纹针、熊猫、水光分别有望实现10.57/21.35/16.01亿元营收。2) 天使系列：2025年天使系列有望超20亿元，2022-2025年CAGR有望达80%+，2030年天使系列有望超50亿元，2025-2030年CAGR有望达20%+。3) 其他品牌：给予其他品牌2022-2025年3年15%复合增速的稳定增长。在不考虑肉毒的情况下，预计25年公司营收有望达50亿元，考虑到公司后续为发展成平台型公司或需要投入更多费用，根据我们预测的财务模型，25年归母净利润有望达31.5亿元，相较于22年实现1.5倍增长。
- **平台型逻辑将推动公司业绩估值双击：**
- **1) 嗨体/天使系列的成功证明公司现象级品牌运营策略的可复制性。**从嗨体系列成为十亿级别的大品牌到天使系列有望成为公司下一个十亿级别的大品牌，无不展现出公司的成功并非偶然，其成功经验体现的是公司管理层在产品上市前对于医美市场的前瞻认知、对于医美市场的理解以及深谙为客户医美机构赋能的市场化眼光，也证明公司的大单品打造思路具备可复制性。
- **2) 从现象级品牌到平台型公司，功效&价格广覆盖的产品矩阵为基础。**而从两款现象级品牌到基于现象级品牌矩阵的平台，还需要更多的产品储备，从目前排队审批列表来看，公司未来产品管线依旧丰富，包含①独特适应症获取+②脂肪类赛道布局+③光电类仪器布局+④肉毒布局+⑤联合疗程考虑，除了参考借鉴已有明星单品的打法，更进一步进阶至联合疗程的布局考虑。根据公司以往现象级品牌公式，公司管线中现象级单品或现象级联合疗程推出概率较高。
- **3) 团队赋能完善平台型逻辑顶层设计。**但从有望成为大单品的储备品牌矩阵到平台型逻辑，还需依赖于销售团队、优秀的管理层赋能。公司管理团队

的先进性体现在①KPI考核兼顾产品的不同生命发展阶段、②已经开始探索TO C运营打法，未来有望在优秀产品基础上，基于运营取胜。

- **4) 而若想巩固平台逻辑，通过规模效应多方面赋能机构或为下一步可行之路，爱美客依靠丰富的产品矩阵和规模优势有望成为该逻辑之下较合适的候选人之一。**
- **投资建议:** 医美仍然是消费中确定性较强的赛道之一，无论从渗透率提升(内生驱动或水光/光电获批驱动)还是高单价新品获批提升客单价，医美未来的表现或持续优于其他消费板块。我们认为优质赛道的龙头公司爱美客在现有管线保持符合预期三年增长+25-26年新产品获批开始贡献增量+潜在平台型公司逻辑验证的价值叠加之下，具备业绩三年翻倍的空间，我们预计2023-2025年归母净利润分别为18.5/24.7/31.5亿元，同比分别增长46.5%/33.3%/27.7%，对应1月17日收盘价PE分别为36/27/21X，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 消费力恢复不及预期、产品获批情况存在不确定性、产品推广效果不及预期、销售激励措施实施效果不及预期、管线规模测算假设以及结果可能与实际情况存在偏差。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	1,448	1,939	2,870	3,838	5,000
增长率 YoY %	104.1%	33.9%	48.0%	33.8%	30.3%
归属母公司净利润(百万元)	958	1,264	1,850	2,467	3,151
增长率 YoY%	117.8%	31.9%	46.5%	33.3%	27.7%
毛利率%	93.7%	94.8%	95.0%	95.3%	95.4%
净资产收益率ROE%	19.0%	21.6%	27.3%	28.8%	29.1%
EPS(摊薄)(元)	4.43	5.84	8.55	11.40	14.56
市盈率 P/E(倍)	69.69	52.83	36.08	27.06	21.19
市净率 P/B(倍)	13.27	11.42	9.84	7.78	6.16

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为2024年1月17日收盘价

## 目录

写在前面	5
1、医美处消费第一梯度，渗透率提升空间充足	5
2、现有产品线有望支撑公司业绩三年实现翻倍以上增长	9
2.1、嗨体空间仍足，渗透率提升&合规宣传教育为核心驱动力	9
2.2、天使系列仍处发展初期，濡白+如生增长确定性较强	10
2.3、其他产品稳定增长，肉毒有望贡献新增量	11
3、平台型逻辑探讨：平台型逻辑将推动公司业绩估值双击	12
3.1、嗨体/天使系列的成功证明公司现象级品牌运营策略的可复制性	12
3.2、从现象级品牌到平台型公司，功效&价格广覆盖的产品矩阵为基础	14
3.3、团队赋能完善平台型逻辑顶层设计	17
3.4、通过规模效应多方面赋能机构巩固平台逻辑或为下一步可行之路	19
4、投资建议	21
5、风险提示	22

## 图目录

图 1、23 年以来，医美仍为消费板块中展现出较强韧性的细分赛道	6
图 2、非新品的嗨体品牌 23 年预计实现 27%-30% 增长，显著高于 23 年社零增速，或证明医美渗透率仍在提升	6
图 3、短期若有系列水光适应症的产品获批/或国产合规且高性价比的光电仪器获批有望促进新客渗透率提升	7
图 4、爱美客产品以市场痛点为产品研发起点，寻找差异化精准定位打造强品牌力	13
图 5、爱美客大单品公式：以市场痛点为产品研发起点+以精准化定位为核心卖点+以赋能客户为己任	14
图 6、微整注射包含填充、补充、萎缩、支撑四个领域，爱美客均有布局	15
图 7、皮肤有 7 个层位，分别对应不同材料的医美产品	15
图 8、爱美客产品管线丰富，且产品价格带覆盖更全，满足机构获客/周转/盈利需求	16
图 9、未来管线丰富，包含独特适应症&脂肪类&肉毒类&光电类&完善联合疗程考虑的产品	17
图 9、爱美客布局多系列护肤产品，嗨体熊猫针对眼部、嗨体针对颈部亦与注射产品相对应	19
图 10、2019 年头部医美机构成本费用构成	20
图 11、参考医美国际数据，销售费率处于高位	20
图 12、现有产品三年业绩翻倍+未来新品布局+有望被给予平台型估值	20

## 表目录

表 1、再生材料、胶原蛋白材料 23 年表现亮眼	6
表 2、海内外化妆品集团布局医美/功能性护肤品赛道	8
表 3、嗨体空间仍足，医美渗透率/相关产品渗透率提升为核心假设	10
表 4、天使系列仅处于发展初期，未来空间较足	11
表 5、爱美客各品牌线收入拆分	21

## 写在前面

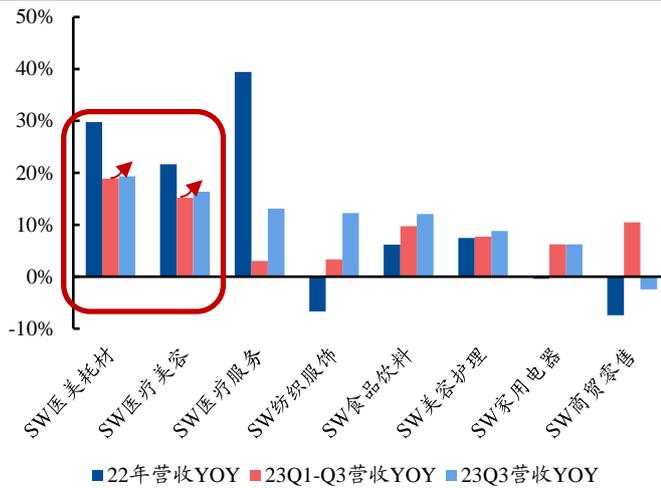
2023 年以来，市场信心较弱，美护板块出现大规模估值回撤，龙头爱美客回到上市初的市值水平，核心矛盾或为对于未来增长驱动力理解的不一致。我们在路演中发现，市场对于爱美客的理解，一来当作医美行业风向标，以短期行业  $\beta$  判断公司表现，二来以产品型公司看待爱美客，基于嗨体、濡白天使销售表现线性外推未来预期，也因而当担忧经济复苏节奏较缓和看到短期大单品嗨体品牌增速放缓的情况下对公司未来的预期转为悲观，忽视医美  $\beta$  仍然坚挺，尤其是细分医美赛道的  $\beta$ ，以及暂时不考虑公司自身  $\alpha$  的重要性，在医美供给创造需求&渗透率仍在持续提升背景之下，若公司能在 24 年展现多明星单品共同增长的销售能力并在 25 年及以后更多产品上市形成平台型逻辑，其估值水平提升可期。

本文主要采用两种思路来看待爱美客未来成长性，1、若市场暂且不相信爱美客未来的平台型逻辑，基于现有的大单品嗨体、濡白天使以及 24 年的重点产品如生天使，是否有机会看到爱美客三年归母净利润翻倍、市值向上空间充裕的可能？2、若 24 年看到公司销售团队具备多品牌兼顾增长的实力，随着 25、26 年更多产品线完善，转向平台型公司逻辑的爱美客增长空间如何？基于此我们提出爱美客迈向平台型公司的投资公式=现有产品三年业绩翻倍+未来新品布局+有望被给予平台型估值，具体测算方式可参考报告正文。

## 1、医美处消费第一梯度，渗透率提升空间充足

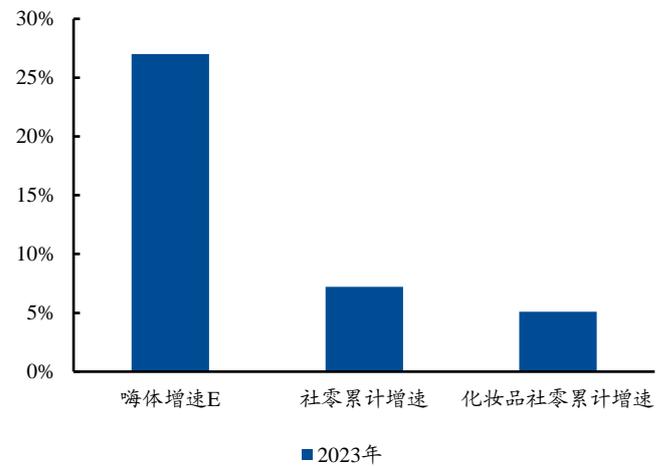
23 年以来，医美仍为消费板块中展现出较强韧性的细分赛道。23 年经济环境较弱，消费者信心不足，市场对于“偏奢侈品消费”的医美增长存疑，但无论从 23 年前三季度还是第三季度增速来看，我国医疗美容和医美耗材的增速均优于其他消费赛道，且基于正常甚至略高基数的 Q3 增速较上半年略有提升，仍然展现较强的韧性。医美具备以下属性：（1）老客黏性较足，持续复购意愿强，此外高单价新品的推出有效提升老客客单价，布局新品类的上游公司有望享受更高增长确定性；（2）医美整体渗透率偏低，参考爱美客港股招股说明书的数据进行测算，21 年我国医美人群渗透率仅 2.0%，我们认为虽经济环境较弱减弱渗透率提升速率，但不改渗透率提升趋势（我们预计非新品的嗨体品牌 23 年有望实现 27%-30% 增长，显著高于 23 年社零累计同比增速 7.2%，或可作为验证）。老客粘性足+新客仍有渗透+新品提升客单价有望推动医美表现持续优于其他消费赛道。

图 1、23 年以来，医美仍为消费板块中展现出较强韧性的细分赛道



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 2、非新品的嗨体品牌 23 年预计实现 27%-30% 增长，显著高于 23 年社零增速，或证明医美渗透率仍在提升



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

新材料匹配此前未解决的痛点，以现有求美者为核心目标人群，增速确定性较高。再生材料、胶原蛋白材料的推出满足了消费者追求自然效果、机构追求利润的诉求，得到机构推荐和消费者认可，迅速打开现有求美者尤其是高客单求美者市场。我们预计：1)再生领域领域持续高增，爱美客濡白天使预计 23 年同比增长超 160%，华东医药伊妍仕 23 年同比增长超 75%；2)胶原蛋白领域实现突破，锦波生物薇旎美预计 23 年同比增长约 330%。在优于其他消费赛道的医美板块中，胶原蛋白、再生医美等细分领域更具确定性。

表 1、再生材料、胶原蛋白材料 23 年表现亮眼

		2023e
再生材料	濡白天使 YOY	160%+
	伊妍仕 YOY	75%+
胶原蛋白材料	薇旎美 YOY	约 330%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心预测

若经济环境持续较弱，除可以依靠高端新材料推动老客的客单价提升之外，未来医美的较高确定性还将源于何处？

供给端来看，短期水光适应症产品若能获批，则有望推动新客渗透率逆势提升。除了经济、消费情绪转好带来的大消费行业  $\beta$  好转以外，水光针获批或是医美行业可期待的  $\beta$  提升的另一观测点。水光产品主要注射至真皮层，通过所含透明质酸钠等材料的保湿、补水等作用，改善皮肤状态，为皮肤类材料，相较于植入剂而言，无论从新求美者心理接受程度还是从次单价角度，水光产品的消费门槛更低，更能获得新求美者的信赖。而本应具备“提升渗透率使命”的水光，由于 2022 年 3 月以前并未严格按照 III 类医疗器械管理，反而因市面上妆字号、I 类医疗器械、II 类医疗器械盛行而引发消费者对于水光甚至医美的负面认知。若 2024 年起存在且有多款专门针对水光适应症的产品获批，并能差异化覆盖不同价位段，合规宣传&价格优势有望提升潜在求美者认知，或显著提升求美者渗透率。

国产合规且高性价比的光电仪器有望协同水光做好渗透率提升。当前经济环境之下维持经营为医美机构第一诉求，而维持经营的核心要素在于客流，除了价格适中的水光产品，光电仪器亦是医美入门项目，无论是具备话题度的新产品如超声炮，还是相较于外资更有性价比的国产仪器推出，均有望协助机构更低投入情况下获客，提升渗透率和复购。

图 3、短期若有系列水光适应症的产品获批/或国产合规且高性价比的光电仪器获批有望促进新客渗透率提升



资料来源：信达证券研发中心绘制

需求端来看，消费者注重功效有望促进医美渗透率提升。即便是当前经济环境较弱之下，理性消费趋势亦有望提升医美渗透率，DT 研究院《2023 青年消费调研》数据显示，当前消费者趋向于“理性体验主义”，对于效果更为重视，尤其在抗衰领域，轻医美+功能性护肤品的组合或以效果优势更受青睐，提升医美渗透率。

国际化妆品巨头入局医美验证想象空间。医护一体趋势较为明显，国际化妆品集团资生堂旗下资悦基金领投胶原蛋白赛道核心公司创健医疗，Pola 建立全资控股子公司发展医美业务，欧莱雅合作胶原蛋白核心公司锦波生物，或不排除后续切入胶原蛋白医美赛道，均展现出医美赛道的吸引力。

**表 2、海内外化妆品集团布局医美/功能性护肤品赛道**

品牌/集团	时间	功能性护肤品新布局/新变动	医美品牌/主攻医美渠道
欧莱雅	2023 年 2 月	欧莱雅集团将其活性健康化妆品部 (Active Cosmetics) 更名为欧莱雅皮肤医学美容部 (Dermatological Beauty)	
	2023 年 12 月	首次引入重组胶原蛋白成分添加至“小蜜罐 2.0”	
POLA	2023 年 10 月		将建立全资控股子公司发展医美业务
资生堂	2022 年 8 月		旗下资悦基金领投胶原蛋白龙头创健医疗
强生	2023 年 2 月		旗下品牌城野医生成立首家中外合作轻医美机构
贝泰妮	2022 年		在主品牌薇诺娜外，拓展高端功效性品牌 AOXMED，布局较多医美机构渠道
福瑞达	2023 年 12 月		发布新品牌“珂谧”定位轻医美围术期

资料来源：功效护肤情报公众号、CBO focus 公众号、医美部落公众号、青眼公众号、AOXMED 公众号，信达证券研发中心

若 24-25 年多款差异化功效、差异化定价的合规水光以及更多光电设备推出，我国医美人群渗透率有望稳步提升；在更长维度中，我国在医美材料技术上持续突围叠加消费者偏好，成熟时期我国医美渗透率有望高于日韩。预估 2025/2030 年我国医美渗透率达 5%/10%。

## 2、现有产品线有望支撑公司业绩三年实现翻倍以上增长

既然医美β仍在，且未来有望基于合规水光或国产合规且高性价比的光电仪器的获批及宣传提升消费者渗透率，那龙头公司爱美客未来增长情况如何？本章将基于现有产品管线测算未来空间。

考虑到24、25年才会有以“水光”为适应症的产品推出，假定2025年渗透率达5%的医美人群中，35%的人会选择使用植入剂产品，30%的人会选择使用水光/类水光产品；而随着水光产品的推出和合规宣传，2030年医美人群渗透率或更多由水光人群驱动，假定2030年渗透率达10%的医美人群中，30%的人会选择使用植入剂产品<sup>1</sup>，80%的人会选择使用水光产品。

### 2.1、嗨体空间仍足，渗透率提升&合规宣传教育为核心驱动力

**2025年嗨体系列有望达24.2亿元，3年CAGR达23%，熊猫针、水光为核心增长产品。**

◇ 颈纹针：①考虑到爱美客或有望于24年开始加大嗨体系列直销覆盖，有望基于相较于经销商更有效的教育提升颈纹产品的覆盖率，而与此同时2025年或有一款新品针对颈纹适应症获批而加大对于消费者教育，假定25年植入剂渗透人群中12%的消费者重视颈部美学<sup>2</sup>，②预计25年市场仅2款颈纹产品，大众定位的嗨体有望基于8年深耕建立的品牌力和渠道广度以及适中的价格占据90%的消费者占有率，③假定每人每年注射1支嗨体1.5ml和1支嗨体2.5ml，按照1.5ml为300元/支出厂价、2.5ml为200元/支出厂价，预计25年嗨体颈纹针有望达8.4亿元<sup>3</sup>；

◇ 嗨体熊猫：①即便新适应症获批后25年才开始合规宣传，但医美消费者对于眼部重视度高于颈部，假定植入剂渗透人群中20%的消费者重视眼部保养，②预计25年嗨体熊猫针有望获批眼部适应症，获批后市场团队将联合机构探索更优的疗程方案并进行大规模宣传，考虑到具体获批时间暂不确定，预估25年嗨体熊猫占据25%的消费者占有率；③假定每人每年注射2支嗨体熊猫，按照600元/支出厂价，预计25年嗨体熊猫针有望达9.3亿元，3年CAGR有望达27%。

◇ 水光：考虑到25年或有多款合规水光上市，假定25年公司水光产品占据8%的消费者占有率，一年至少注射3针，按照200元/支出厂价，预计25年水光规模有望达6.4亿元。

**2030年嗨体系列有望近48亿元，2025-2030年CAGR或可超14%。**

◇ 颈纹针：①假定植入剂渗透人群中18%的消费者重视颈部美学，②保守假设

<sup>1</sup> 本处2030年医美人群中30%的植入剂渗透率假设略低于2025年医美人群中35%的植入剂渗透率假设，主要原因在于我们认为2030年医美渗透率较高主要由进入门槛较低的水光驱动，虽然部分消费者在体验水光后或开始尝试植入剂产品，但无论从时间角度还是从消费者是否愿意更进一步体验植入剂产品的意愿角度，中间或存在一定的缺口。

<sup>2</sup> 若假设按照23年医美人群渗透率3%，其中35%的医美人群使用植入剂，和根据23年颈纹产品倒推预测颈纹产品覆盖人群为115万人左右，预计23年植入剂渗透人群中8%的消费者关注颈部美学。

<sup>3</sup> 考虑到22年公司并未拆分出颈纹系列和水光，故本处不测算颈纹针22-25年CAGR。

嗨体占据 55%的消费者占有率，③假定每人每年注射 1 支嗨体 1.5ml 和 1 支嗨体 2.5ml，按照 1.5ml 为 250 元/支出厂价、2.5ml 为 150 元/支出厂价<sup>4</sup>，预计 30 年嗨体颈纹针有望达 10.57 亿元，25-30 年 CAGR 约为 5%；

◇ **嗨体熊猫：**①合规适应症获批后，合规宣传有望打开眼部产品的流量入口，假定植入剂渗透人群中 50%的消费者重视眼部保养，②嗨体熊猫具备在泪沟、眼周细纹上较好的效果&较佳的性价比的优势和眼周适应症合规宣传的壁垒，叠加公司有望基于自身产品矩阵优势创造嗨体熊猫、胶原蛋白、光电类材料的联合疗程，有望占据 20%的消费者占有率；③假定每人每年注射 2 支嗨体熊猫，按照 400 元/支出厂价，预计 30 年嗨体颈纹针有望达 21.4 亿元，25-30 年 CAGR 有望达 18%。

◇ **水光：**考虑到 30 年水光或为医美渗透率提升的核心驱动力，假定医美人群中 80%会有水光消费，假定 30 年公司水光产品占据 5%的消费者占有率，一年至少注射 3 针，按照 150 元/支出厂价，预计 25 年水光规模有望达 16.0 亿元，25-30 年 CAGR 有望达 20%。

**表 3、嗨体空间仍足，医美渗透率/相关产品渗透率提升为核心假设**

	2025E	2030E	22-25 年 CAGR	25-30 年 CAGR
医美渗透率	5%	10%		
医美人群中植入剂渗透率	35%	30%		
植入剂渗透人群中颈部产品用户渗透率	12%	18%		
植入剂渗透人群中眼周产品用户渗透率	20%	50%		
医美人群中水光渗透率	30%	80%		
嗨体颈纹针消费者占有率	90%	55%		
嗨体熊猫消费者占有率	25%	20%		
爱美容水光消费者占有率	8%	5%		
嗨体颈纹针（亿元）	8.41	10.57	/	4.7%
嗨体熊猫（亿元）	9.34	21.35	27.4%	18.0%
爱美容水光（亿元）	6.40	16.01	/	20.1%
<b>嗨体合计（亿元）</b>	<b>24.15</b>	<b>47.93</b>	<b>23.2%</b>	<b>14.7%</b>

资料来源：信达证券研发中心测算

## 2.2、天使系列仍处发展初期，濡白+如生增长确定性较强

**2025/2030 年天使系列有望超 20/50 亿元。**预计 23 年天使系列、伊妍仕、艾维岚合计约 80 万支，若按照每人每年使用 3 支计算，预计 23 年医美人群中仅有不足 1.5%的消费者注射再生材料。当前濡白天使仅覆盖几百家活跃机构，无论从机构覆盖的广度还是现有机构覆盖的深度均有较大提升空间，未来有望突破 20 亿元。如生天使尚未开始大规模拓展，其主要注射于浅层脂肪处，单次使用支数多于濡白天使，叠加注射难度低于濡白天使从而有望覆盖更多医生/机构数，预计未来如生天使的覆盖人群高于濡白天使，销售规模表现更为明显。

<sup>4</sup> 本处假定产品价格相较于 25 年有所降低主要出于谨慎性考虑，并非公司未来产品价格规划，下同。

- 随着更多医生认可并愿意使用/推广再生类产品，以及如生天使作为新品有望提供增量热点，假定 25 年植入剂渗透人群中 4%的消费者使用再生类材料，再生注射人群中 25%的人群使用濡白天使<sup>5</sup>，10%的人使用如生天使；2) 假定濡白天使每次使用 3 支，如生天使每次使用 4 支，对应 25 年濡白天使、如生天使分别 13.1/7.5 亿元，天使系列 22-25 年 CAGR 有望达 80%+。
- 假定至 30 年，有更多再生类产品上市，并补齐定价低于一万元的大众再生市场，植入剂渗透人群中有望 10%的消费者使用再生类材料，再生注射人群中 10%的人群使用濡白天使，15%的人使用如生天使；2) 假定濡白天使每次使用 3 支，如生天使每次使用 4 支，对应 30 年濡白天使、如生天使分别 20.0/32.0 亿元，天使系列 25-30 年 CAGR 有望达 20%+。

表 4、天使系列仅处于发展初期，未来空间较足

	2025E	2030E	22-25 年 CAGR	25-30 年 CAGR
医美渗透率	5%	10%		
医美人群中植入剂渗透率	35%	30%		
植入剂渗透人群中再生用户渗透率	4%	10%		
濡白天使消费者占有率	25%	10%		
如生天使消费者占有率	10%	15%		
濡白天使 (亿元)	13.1	20.0	62.1%	8.9%
如生天使 (亿元)	7.5	32.0	/	33.8%
<b>天使系列合计 (亿元)</b>	<b>20.6</b>	<b>52.0</b>	<b>88.5%</b>	<b>20.4%</b>

资料来源：信达证券研发中心测算

### 2.3、其他产品稳定增长，肉毒有望贡献新增量

根据沙利文预估，22-25 年我国医美行业复合增速为 15.9%，假定给予其他产品 3 年 15%+复合增速的稳定增长，预计 25 年实现营收 5.2 亿元。预计爱芙莱、逸美一加一、紧恋稳定增长，后续宝尼达颈部适应症（预计 24 年）、逸美一加一颧部适应症（预计 25 年）获批有望实现加速增长，中性给予以上产品跟随行业稳定增长，给予 3 年 15%+复合增速的稳定增长，预计以上品牌 25 年实现营收 5.2 亿元。

肉毒毒素产品我们预计 25 年获批，参考以往产品打法，公司新品获批后①根据市场上已有竞品的数量和定价探讨产品定价和定位，②联合机构探讨联合疗程方案和最优打法，预计需要花费 6-9 个月，故若能在 25 年有销售则为增量。

从归母净利润角度来算，22-25 年公司实现业绩翻倍压力较低。如按照前文测算，在不考虑肉毒的情况下，预计 25 年公司营收有望达 50 亿元，考虑到公司后续为发展成平台型公司或需要投入更多费用，根据我们预测的财务模型，25 年归母净利润有望达 31.5 亿元，相较于 22 年实现 1.5 倍增长。

<sup>5</sup> 预计 23 年再生人群中有超过 33%的人群使用濡白天使，25 年假设略有下降至 25%主要源于如生天使或创造新的增量再生人群。

### 3、平台型逻辑探讨：平台型逻辑将推动公司业绩估值双击

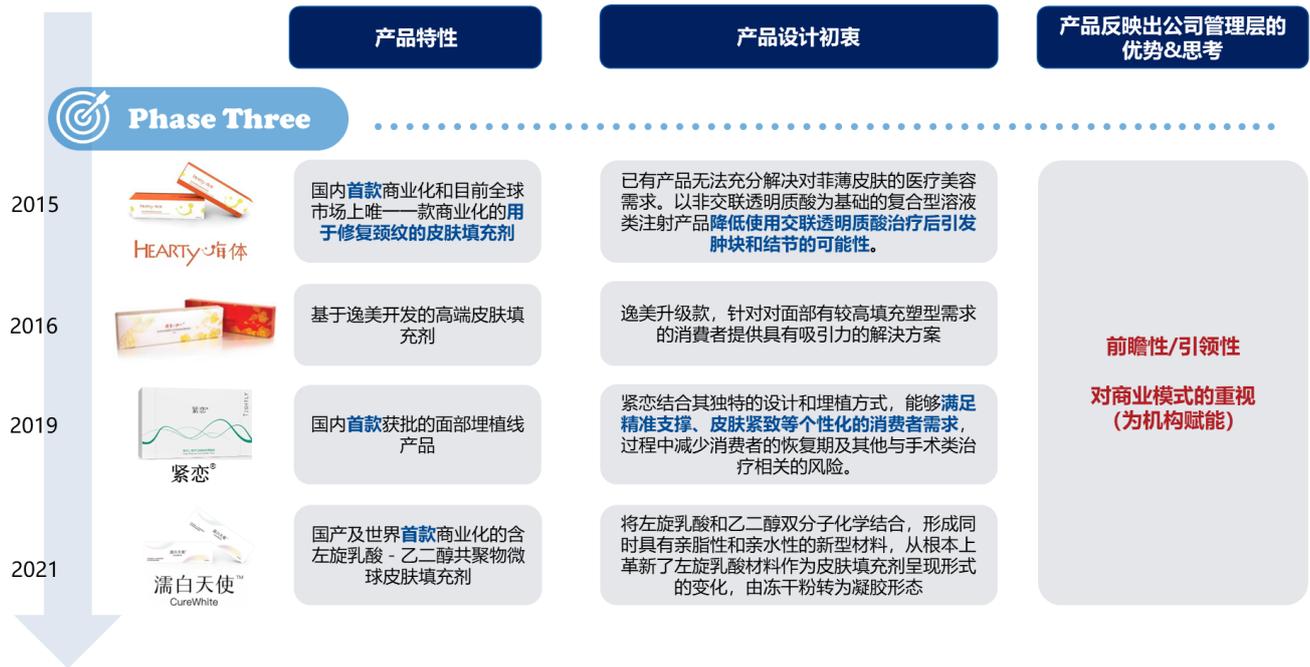
从嗨体系列成为十亿级别的大品牌到天使系列有望成为公司下一个十亿级别的大品牌，无不展现出公司的成功并非偶然，其成功经验体现的是公司管理层在产品上市前对于医美市场的前瞻认知、对于医美市场的理解以及深谙为客户医美机构赋能的市场化眼光，也证明公司的大单品打造思路具备可复制性，随着后续更多独特定位产品、围绕联合疗程角度思考产品的获批，我们认为爱美客将从市场所理解的基于嗨体、濡白天使的产品型公司向平台型公司发展，未来有望获得平台型估值溢价。

#### 3.1、嗨体/天使系列的成功证明公司现象级品牌运营策略的可复制性

2021年濡白天使上市之初，在市场1、认为嗨体品牌的成功或为偶然，2、多以海外经验为论点，存在“胶原蛋白并非大赛道，刺激胶原再生的产品能否出大单品”的疑虑，3、认为濡白天使并未如同嗨体以特定部位为独特获批适应症，担忧濡白天使不能复制嗨体的成功时，我们即认为“濡白天使有望成为现象级品牌”，回过头来再看，当时所提出的爱美客对于医美市场的理解，包括基于市场痛点出发研发产品，打造独特适应症并为机构赋能的打法，在当前环境下依然适用，也成为后续获批上市单品有望成功的立论基础。

**以市场痛点为产品研发起点，“商业化”精髓贯穿产品研发始末。**针对彼时市场无长效玻尿酸满足消费者对于持久效果追求的痛点，公司推出国产首款商业化的具有长效填充效果的玻尿酸宝尼达；针对市场无解决菲薄皮肤填充的产品，公司研发推出国内首款商业化的和目前全球市场上唯一一款的用于修复颈纹的皮肤填充剂嗨体；针对纯透明质酸注射过度容易出现位移、不自然问题，海外聚左旋乳酸虽提供效果自然解法但无即刻填充效果，公司研发国产及世界首款商业化的含左旋乳酸-乙二醇共聚物微球皮肤填充剂；针对医生对于更柔软、适用于面颊部位的类濡白的需求，公司推出了如生天使，可重点关注24年如生天使的表现。

**寻找差异化精准定位打造强品牌力。**尽管薄皮部位较多，但嗨体申请三类医疗器械证时精准定位“去颈纹”，区别于传统材料作用于面部且以“大而全”为宣传点，聚焦于颈纹市场，创造颈部护理新需求，形成品牌即品类认知，后续依靠品牌力推出系列化产品，目前嗨体正在继续申请眼部适应症，有望借助眼部独特适应症继续推升品牌天花板；濡白天使定位于塑形+提亮+再生，以“高光”“即刻填充+刺激再生”作为核心卖点提升消费者认知，放量速率较高；如生天使定位于即刻填充+刺激再生+收紧提拉，有望联合濡白天使打造新方案。

**图 4、爱美客产品以市场痛点为产品研发起点，寻找差异化精准定位打造强品牌力**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心绘制

**为机构赋能创造客户黏性，完成大单品放量的闭环动作。** 产品赋能：嗨体率先将消费者需求拓展至颈部，协助机构在新客获客难、获客成本高的背景下提升老客客单价，出厂价适中助于提升机构周转率；濡白天使解决纯透明质酸和传统聚左旋乳酸产品的痛点，定位清晰，具备即刻填充+刺激再生优势，降低机构推荐难度，同时定价高端提升机构利润率。而合规适应症的获取亦为机构创造合规宣传的机会，协助机构获客或提升客单价。团队赋能：除了产品赋能以外，公司销售团队①举办线下会为医生提供交流学习的机会&通过全轩课堂为医生提供线上培训，②积极响应解决机构医生提出的问题，③疫情&经济环境较弱期间思考如何解决机构运营痛点。公司以赋能客户为宗旨，完成了自身的口碑营销，实现了大单品放量的最后一里。

以市场痛点为产品研发起点，以精准化定位为核心卖点，以赋能客户为己任，形成可复制的现象级品牌打造公式，或可基于此判断后续新品表现。

**图 5、爱美客大单品公式：以市场痛点为产品研发起点+以精准化定位为核心卖点+以赋能客户为己任**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心绘制

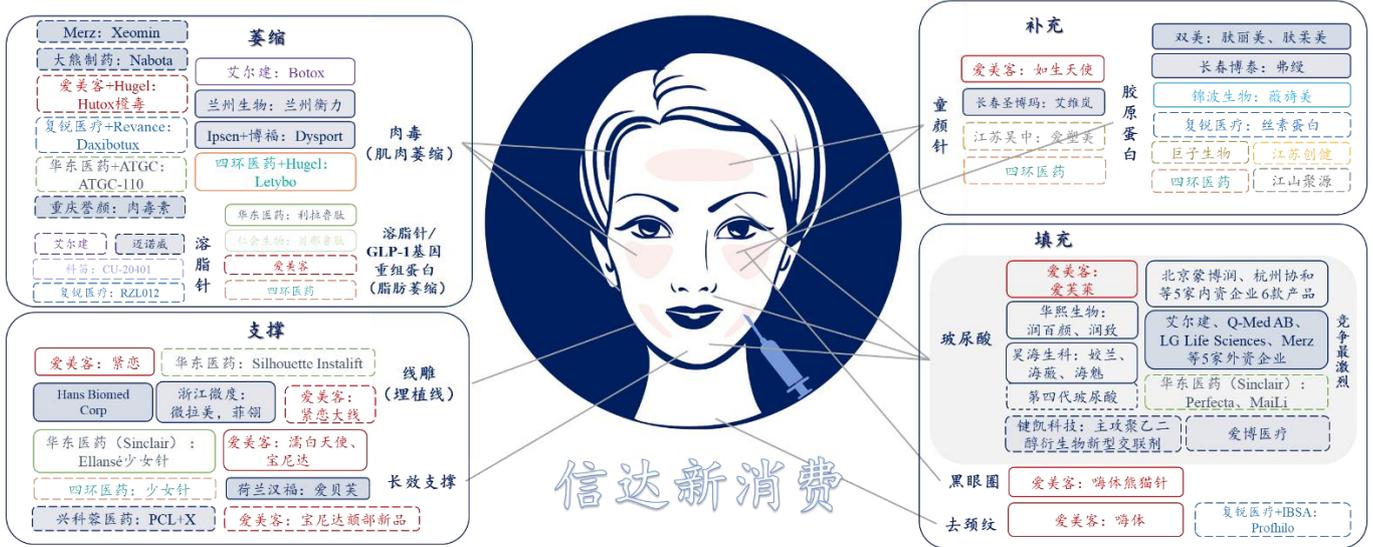
### 3.2、从现象级品牌到平台型公司，功效&价格广覆盖的产品矩阵为基础

而从两款现象级品牌到基于现象级品牌矩阵的平台，还需要更多的产品储备，基于以上公式，公司有望搭建具备成为现象级品牌潜力的产品矩阵。产品的关系为互补而非替代，因而无论从效果角度还是机构角度，产品搭配形成的联合疗程都有望创造更高价值。

**丰富的产品矩阵有助于创造更多联合疗程，并为机构赋能。**

- **联合疗程的医美项目效果更优。**从皮肤生理角度来看，人的皮肤由外到里有7个层位，不同医美材料适用于不同层位；从功效来看，微整注射类材料可以实现填充、补充、支撑、萎缩四个不同功效，因而多产品可以搭配打造差异化联合疗程，创造1+1>2的效果。
- **丰富产品管线满足机构获客/周转/盈利需求。**从医美机构角度，医美机构亦欢迎丰富产品线，除了可以匹配更多求美需求、创造更多疗程以外，若产品线终端价格带覆盖不到千元至万元不等，则可匹配更多目标人群，并有望满足机构周转和盈利需求，受到机构青睐。

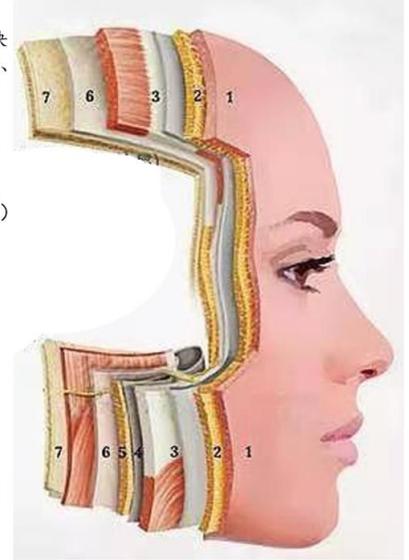
图 6、微整注射包含填充、补充、萎缩、支撑四个领域，爱美客均有布局



资料来源: 医美部落公众号、Medactive 公众号、医与美前沿公众号、复健资本新药创新基金公众号、全轩课堂公众号、公司公告等, 信达证券研发中心绘制 注: 虚线为公司相关领域产品布局, 但截至报告日尚未获批

图 7、皮肤有 7 个层位, 分别对应不同材料的医美产品

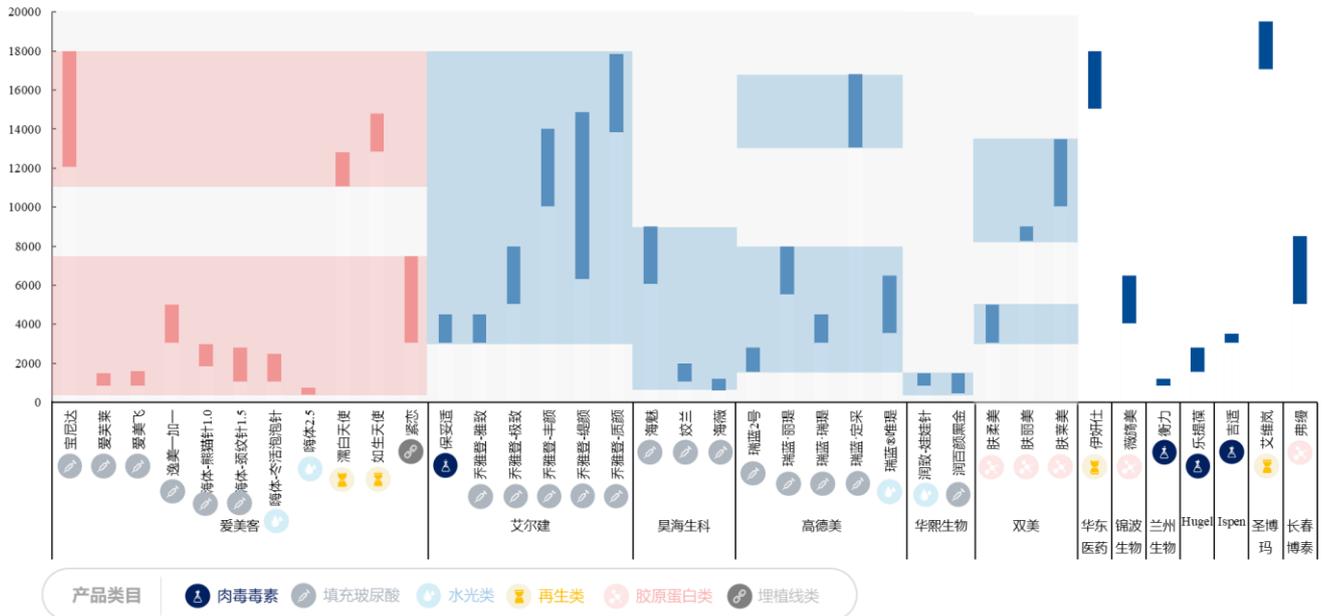
- 1、皮肤 (表皮和真皮层)
    - 表皮层: 海菲秀 (清洁+滋养修护)、舒敏之星 (解决敏感问题)、光 (解决疤痕、色素问题)、酸类焕肤、护肤品
    - 真皮层:
      - ✓ 真皮乳头层: 小分子玻尿酸、水光针
      - ✓ 真皮网状层: 中分子玻尿酸、胶原蛋白、童颜针、光 (解决疤痕、毛孔问题)、射频 (电, 刺激胶原再生)
  - 2、浅层脂肪: 溶脂针 (注射)、热力塑 (声)、魔塑 (射频)、隔空溶脂 (射频)、冷冻溶脂 (冷冻) 等脂肪类项目
  - 3、SMAS (浅表肌筋膜系统): 超声刀、埋植线
  - 4、间隔韧带
  - 5、深层脂肪
  - 6、骨膜、深筋膜
  - 7、骨骼
- 大分子玻尿酸 (宝尼达)、少女针



资料来源: 旭博健康公众号, 信达证券研发中心绘制

爱美客产品管线丰富, 为后续形成平台逻辑打下坚实基础。

- 现有管线覆盖类水光、填充、补充、支撑需求, 已形成两个现象级品牌。当前爱美客管线丰富, 终端价从嗨体 2.5 的 400-500 元至如生天使的 14800 元不等, 满足客户对于类水光、填充、补充、支撑效果的需求, 同时广覆盖的价格带满足不同消费水平的消费者。当前公司已经形成两个现象级产品嗨体和濡白天使, 而如生天使的推出亦基于市场需求, 考虑到如生天使单次使用量超过濡白天使, 如生天使有望成为下一个明星单品。

**图 8、爱美客产品管线丰富，且产品价格带覆盖更全，满足机构获客/周转/盈利需求**


资料来源：新氧 APP、大众点评，信达证券研发中心绘制

- **未来管线丰富，出于独特适应症&脂肪类&肉毒类&光电类&联合疗程考虑。**从目前排队审批列表来看，公司未来产品管线依旧丰富，主要出于考虑：① 独特适应症获取：如嗨体眼部适应症、宝尼达面部适应症、逸美一加一面部适应症等；② 脂肪类赛道布局：司美格鲁肽注射液、脱氧胆酸注射液等；③ 光电类仪器布局：超声 LinearZ、射频 Density；④ 肉毒布局；⑤ 联合疗程考虑：如眼部疗程（熊猫针+动物源胶原蛋白注射液+射频）、减脂塑形疗程（司美格鲁肽注射液+脱氧胆酸注射液）、其他疗程（肉毒+）。
- **公司布局逻辑除了参考借鉴已有明星单品的打法，更进一步进阶至联合疗程的布局考虑，未来有理由相信公司或将创造更多明星单品乃至天花板更高的明星疗程，为进入平台型公司夯实基础。**

**图 9、未来管线丰富，包含独特适应症&脂肪类&肉毒类&光电类&完善联合疗程考虑的产品**

产品	适应症	当前阶段	预计获批时间										
			2024				2025			2026			
			Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	H1	H2	
医用含聚乙烯醇凝胶微球的修饰透明质酸钠凝胶 (宝尼达)	增加颊部填充适应症	注册申报阶段 (21H2进入临床)				获批							
医用透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶 (逸美一加一)	增加矫正颧部凹陷适应症	临床试验阶段 (22H2进入临床)				获批							
注射用透明质酸钠复合溶液 (聪猫针)	增加矫正颧下凹陷适应症	临床试验阶段 (23Q1进入临床)				获批							
利多卡因丁卡因乳膏	局部麻醉	III期临床试验				获批							
LinearZ (超声)	—	临床前	进入临床				获批						
A型肉毒毒素	中度至重度眉间纹	III期临床完成										获批	
司美格鲁肽注射液	体重管理	临床前在研	进入III期临床 (西药生物)										获批
Density (射频)	—	临床前					进入临床						获批
利拉鲁肽注射液	慢性体重管理	I期临床完成											
脱氧胆酸注射液 (溶脂针)	颊下减脂	完成生产工艺和质量标准的确定	提交临床试验申请										
第二代埋线线	—	临床试验阶段											
透明质酸酶	溶解透明质酸, 可皮下注射	临床前在研	提交临床试验申请										

资料来源：公司公告，信达证券研发中心绘制

注：上述产品的获批节奏为我们预估，实际获批时间可能与预估情况存在一定差异

根据公司以往现象级品牌公式，公司管线中现象级单品或现象级联合疗程推出概率较高，未来管线中肉毒毒素、脂肪赛道以及麻膏等细分赛道依然有较大发展潜力，但从“有望成为大单品的储备品牌矩阵”到“平台型逻辑”，还需依赖于销售团队、优秀的管理层赋能，否则可能只是新明星单品替代旧明星单品的迭代。

### 3.3、团队赋能完善平台型逻辑顶层设计

爱美客已率先进入品牌矩阵阶段，和单品阶段团队集中精力销售好一款产品相比，品牌矩阵阶段考验的是公司联合疗程设计能力、销售团队资源分配能力等，尤其更为考验管理团队对于不同产品生命周期的理解及基于产品不同发展阶段对于销售团队 KPI 设置、激励等管理能力。若公司可通过先进的管理、更有效的激励实现多产品共同稳定增长、穿越周期，则证明公司具备多产品共同销售的能力，叠加未来产品线丰富，公司有望逐步进入平台型逻辑阶段。

#### 3.3.1、公司管理团队的先进性体现在 KPI 考核兼顾产品的不同生命发展阶段

爱美客已逐步展现出管理团队的先进性。为保证销售团队有更多可用的产品组合，公司主要按照区域、机构来划分销售职责，而非产品角度，也即公司销售负责其覆盖机构的全部产品销售，有助于给予销售团队更多自由度、更灵活打法，而集全销售思广益之下，或有创新打法被提出并推广，推动公司销售技巧不断更迭。但考虑到多数销售人员对于产品生命周期理解或不如公司管理层，若对销售人员考核仅为其覆盖机构的总销售额，销售人员或多按“好卖与否”予以优先的资源倾斜，而忽视其他产品的发展周期。爱美客管理团队的先进性恰恰体现于此，公司在以销售额为首要考核目标之外，对于完成年度销售额的销售人员，按照不同产品当下阶段的重要性予以年终奖奖金权重设置，激励团队按照公司所期待的方向推展业务。

举例而言，2023 年为再生系列产品第二个完整的年度，产品之间的竞争可能相较于前一年更为激烈，但濡白天使依然有望实现高速增长，23 年预估实现 8+ 亿元销售额，其背后不排除因公司对于产品较为重视，因此在销售激励措施、KPI 设置方面向濡白天使倾斜的因素存在。

对于 2024 年而言，嗨体的重要性或又短暂向上。2023 年濡白天使已展现出强增长势能，继续稳定增长叠加如生天使联合创造双生打法，天使系列继续高速增长难度不大。销售团队重心或有望重新放于嗨体品牌，对于嗨体而言，颈纹产品虽然覆盖 4000-5000 家机构，但我们预估低线城市多靠经销商覆盖，随着公司销售团队的壮大，公司未来或可通过直销销售覆盖相关机构，一来可以更好传达品牌定位，扩大在相关机构的影响力和销售额，二来也为未来更多产品进入相关机构打好基础。后续可关注今年嗨体增长目标以及销售团队 KPI 设置，若嗨体品牌增长目标设置为 15%+，则或可展现出公司对于嗨体品牌的重视度，而若在天使系列仍然展现较高增速之下嗨体达成该增速，或可部分证明公司具备多产品共同兼备增长的销售能力，为进入平台型公司完成团队进化任务。

### 3.3.2、公司管理团队已率先探索 TO C 端的运营打法

公司开始率先探索 TO C 打法。正如我们一直所提到的，从研发/产品获批难度来讲，医药>医美>化妆品，但从品牌塑造角度，化妆品>医美>医药。当前医美由于仍处于合规监管下的快速发展阶段，产品尚稀缺，新品具备产品红利阶段，尤其是有特点或能为机构带来现金流/利润的新品更有望得到机构的共同宣传，从而提升消费者认知。医美当前还未进入化妆品的“卷”时代，但随着行业继续发展，未来逐步走向 TO C 端运营为大势所趋。爱美客已率先开始探索 TO C 打法，除了有望建立爱美客体验中心直面医美消费者外，布局化妆品也是深入探索 TO C 运营的有效尝试。

**公司 2024 护肤品新品发布会于 11.19 启幕。**基于皮肤科学和循证医学打造“医美+护肤”全面治疗方案，公司延续医美品牌优势，推出爱芙源、嗨体护肤、嗨体熊猫护肤三大品牌：1) 爱芙源聚焦美后修护，拥有云感温和洁面泡沫、多效修护精华、皮肤修复敷料重组 III 型人源化胶原蛋白、重组 III 型人源化胶原蛋白贴敷料、水润舒缓面膜 5 款 sku；2) 嗨体护肤延续嗨体科研基因，聚焦颈部肌肤年轻态，拥有妆品/械品颈膜、鎏金紧致淡纹颈霜、紧致淡纹颈部精华液 3 款 sku；3) 嗨体熊猫护肤专注眼周抗皱问题，日夜兼修呵护眼部肌肤，有臻萃紧致抗皱眼部精华液、蕴能淡纹日/晚眼霜、医用重组 III 型人源化胶原蛋白修复贴、淡纹紧致眼膜 5 款 sku。化妆品并非公司核心业务，无需给予过高收入预期，但若能借此学习优秀化妆品企业 C 端运营的能力，将赋能公司医美产品运营。

图 10、爱美客布局多系列护肤产品，嗨体熊猫针对眼部、嗨体针对颈部亦与注射产品相对应



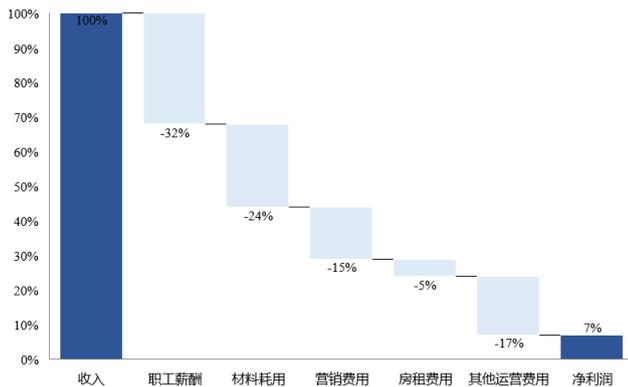
资料来源：爱美客护肤小程序，信达证券研发中心

### 3.3.3、若推进产品出境/出海，公司发展天花板有望得以抬升

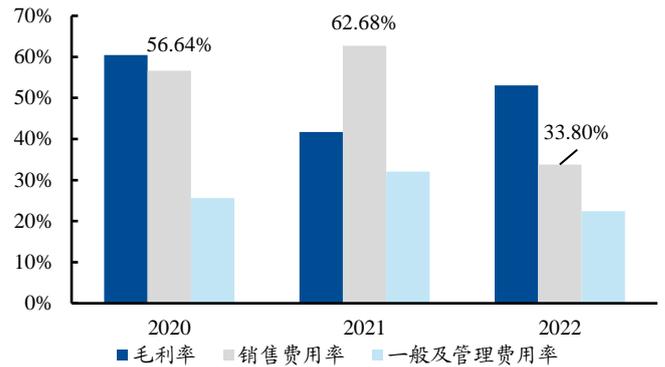
若能够推进明星产品系列出境/出海则有望抬升公司发展天花板。参考国际医美龙头艾尔建的成长历程，在具备强势产品后，推进多国家、地区扩张为艾尔建的长期发展提供了多元增长动力，而爱美客基于受到市场广泛认可的嗨体系列，亦有望通过产品出境/出海来拓宽公司的增长空间，公司亦成立了业务性质为研发的中国香港子公司，考虑到亚洲地区的审美偏好较为相似，不排除公司或选择中国香港地区&东南亚地区为出境/出海尝试的第一站。

### 3.4、通过规模效应多方面赋能机构巩固平台逻辑或为下一步可行之路

当前医美机构处于增收不增利的苦痛时期。经过前期野蛮生长之后，在 2021 年加严监管环境、2022 年疫情多点爆发防控措施严格、2023 年保守消费情绪接连冲击之下，当前医美机构处于增收不增利的苦痛时期。作为行业“最后一里路”的医美机构，其利润结构当前并不够健康，受到高企的获客、医生以及产品成本较大压力。获客要思考的是新客以及老客留存黏性的投入，医生要考量的是除了薪资提成加上再进修甚至个人 IP 诉求，产品则是优质爆款产品之外还要思考如何体现差异化的联合疗程体系等等。如果医美机构是行业的最后一里且终究是分散的竞争格局，若某方为机构解决上述痛点的一部分，则有望与机构形成较强黏性，从而在当下的市场建立独特优势。

**图 11、2019 年头部医美机构成本费用构成**


资料来源：德勤，信达证券研发中心

**图 12、参考医美国际数据，销售费率处于高位**


资料来源：医美国际公司公告，信达证券研发中心

**爱美客或可依赖规模优势提供解决方案，不排除为公司下一步考虑之路。**以爱美客举例，公司具备充足的产品组合，可以解决医美机构联合疗程的最底层需求，然而机构或不一定愿意打包购买爱美客的产品组合，但若公司通过一个假设性的方案：只要购买足够的公司产品组合即可成为公司 VIP 客户，公司将对其推进上述痛点的解决方案。譬如获客端的支持、医生再进修的学院资源支持，又或者是产品组合的买赠方案等等。而以上对于爱美客而言，若模式跑通跑顺，则有望通过规模效应覆盖比其他竞争对手更多的机构。简而言之，早期爱美客通过单品做大收入规模，培育销售团队，并且完善产品矩阵继续扩大收入体量之后，已经可以开始通过平台赋能换取更高更稳定的市占率。我们认为：医美的产业链利润结构有望开始重塑，优质的下游企业将得到更多的利润率，而率先搭建重塑格局的平台型企业则有望获取“较大的蛋糕”，爱美客有望成为这样重塑格局的平台型公司。

**图 13、现有产品三年业绩翻倍+未来新品布局+有望被给予平台型估值**


资料来源：信达证券研发中心绘制

## 4、盈利预测与投资建议

根据第二章中的假设测算结果，我们预测：

(1) **嗨体系列**：2023-2025 年分别有望实现收入 16.51/19.63/24.15 亿元，同比分别增长 27.8%/18.9%/23.0%；

(2) **天使系列**：2023-2025 年分别有望实现收入 8.37/14.18/20.60 亿元，同比分别增长 172.4%/69.3%/45.3%，保持高速增长；

(3) **宝尼达等其他注射类产品**：2023-2025 年分别有望实现收入 3.77/4.53/5.21 亿元，同比分别增长 12%/20%/15%，预计保持和行业增速同步的增长。

在不考虑 2025 年内肉毒潜在贡献的前提下，我们预计 2023-2025 年分别实现收入 28.7/38.4/50.0 亿元，同比分别增长 48.0%/33.8%/30.3%；分别实现归母净利润 18.5/24.7/31.5 亿元，同比分别增长 46.5%/33.3%/27.7%。

表 5、爱美客各品牌线收入拆分

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
					不考虑肉毒
<b>嗨体系列</b>	<b>10.46</b>	<b>12.92</b>	<b>16.51</b>	<b>19.63</b>	<b>24.15</b>
YOY	134.4%	23.5%	27.8%	18.9%	23.0%
<b>天使系列</b>	<b>0.62</b>	<b>3.07</b>	<b>8.37</b>	<b>14.18</b>	<b>20.60</b>
YOY		397.0%	172.4%	69.3%	45.3%
<b>濡白天使</b>	<b>0.62</b>	<b>3.07</b>	<b>8.23</b>	<b>10.68</b>	<b>13.10</b>
YOY		397%	168%	30%	23%
<b>如生天使</b>			<b>0.14</b>	<b>3.50</b>	<b>7.50</b>
YOY				2382%	114%
<b>宝尼达等其他注射类产品</b>	<b>3.29</b>	<b>3.37</b>	<b>3.77</b>	<b>4.53</b>	<b>5.21</b>
	29%	2%	12%	20%	15%
<b>总营收</b>	<b>14.48</b>	<b>19.39</b>	<b>28.70</b>	<b>38.38</b>	<b>50.00</b>
YOY	104.1%	33.9%	48.0%	33.8%	30.3%

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测

**投资建议：**医美仍然是消费中确定性较强的赛道之一，无论从渗透率提升（内生驱动或水光/光电获批驱动）还是高单价新品获批提升客单价，医美未来的表现或持续优于其他消费板块。我们认为优质赛道的龙头公司爱美客在现有管线保持符合预期三年增长+25-26 年新产品获批开始贡献增量+潜在平台型公司逻辑验证的价值叠加之下，具备业绩三年翻倍的空间，我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 18.5/24.7/31.5 亿元，同比分别增长 46.5%/33.3%/27.7%，对应 1 月 17 日收盘价 PE 分别为 36/27/21X，维持“买入”评级。

## 5、风险提示

**消费力恢复节奏不及预期。**若消费力恢复节奏较慢，则医美渗透率提升速度可能放缓，影响流量型产品表现。

**产品推广效果不及预期。**若产品推广渗透机构的速度较预期更慢或推广效果不佳，则可能导致产品销售增速不及预期。

**产品获批情况存在不确定性。**由于医美产品的临床时间、获批进度均存在较大不确定性，不排除部分产品有获批时间延后或无法获批的情况。

**销售激励措施实施效果不及预期。**若销售激励措施的实际实施效果不佳，可能导致部分月份销售表现不及预期。

**管线规模测算假设以及结果可能与实际情况存在偏差。**本文对现有产品管线的收入及市场空间测算是基于一定前提假设，存在假设条件不成立、市场发展不及预期等因素导致测算结果偏差的风险。

	单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>3,803</b>	<b>4,134</b>	<b>4,708</b>	<b>6,590</b>	<b>8,958</b>
货币资金	3,264	3,140	3,164	4,734	6,635
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	72	128	191	150	266
预付账款	15	21	30	32	34
存货	35	47	49	76	83
其他	418	799	1,274	1,597	1,938
<b>非流动资产</b>	<b>1,469</b>	<b>2,125</b>	<b>2,573</b>	<b>2,572</b>	<b>2,569</b>
长期股权投资	1,001	935	935	935	935
固定资产(合计)	143	195	196	199	200
无形资产	12	117	118	119	120
其他	313	878	1,324	1,319	1,313
<b>资产总计</b>	<b>5,272</b>	<b>6,259</b>	<b>7,281</b>	<b>9,162</b>	<b>11,526</b>
<b>流动负债</b>	<b>179</b>	<b>224</b>	<b>290</b>	<b>368</b>	<b>470</b>
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	9	19	21	25	33
其他	170	205	270	343	437
<b>非流动负债</b>	<b>64</b>	<b>89</b>	<b>104</b>	<b>114</b>	<b>124</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他	64	89	104	114	124
<b>负债合计</b>	<b>242</b>	<b>313</b>	<b>394</b>	<b>481</b>	<b>594</b>
少数股东权益	0	100	100	100	100
归属母公司股东权益	5,030	5,846	6,787	8,581	10,833
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,272</b>	<b>6,259</b>	<b>7,281</b>	<b>9,162</b>	<b>11,526</b>

	单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,448	1,939	2,870	3,838	5,000
同比(%)	104.1%	33.9%	48.0%	33.8%	30.3%
归属母公司净利润	958	1,264	1,850	2,467	3,151
同比(%)	117.8%	31.9%	46.5%	33.3%	27.7%
毛利率(%)	93.7%	94.8%	95.0%	95.3%	95.4%
ROE%	19.0%	21.6%	27.3%	28.8%	29.1%
EPS(摊薄)(元)	4.43	5.84	8.55	11.40	14.56
P/E	69.69	52.83	36.08	27.06	21.19
P/B	13.27	11.42	9.84	7.78	6.16
EV/EBITDA	107.55	84.78	30.71	22.40	16.95

	单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	<b>1,448</b>	<b>1,939</b>	<b>2,870</b>	<b>3,838</b>	<b>5,000</b>
营业成本	91	100	143	180	230
营业税金及附加	7	10	13	18	23
销售费用	156	163	287	403	535
管理费用	65	125	184	223	318
研发费用	102	173	212	288	385
财务费用	-52	-45	-66	-85	-115
减值损失合计	0	0	0	0	0
投资净收益	18	33	30	30	30
其他	30	42	19	20	10
<b>营业利润</b>	<b>1,127</b>	<b>1,488</b>	<b>2,145</b>	<b>2,862</b>	<b>3,664</b>
营业外收支	-5	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>1,122</b>	<b>1,488</b>	<b>2,146</b>	<b>2,862</b>	<b>3,664</b>
所得税	164	221	295	395	513
<b>净利润</b>	<b>958</b>	<b>1,268</b>	<b>1,850</b>	<b>2,467</b>	<b>3,151</b>
少数股东损益	0	4	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>958</b>	<b>1,264</b>	<b>1,850</b>	<b>2,467</b>	<b>3,151</b>
EBITDA	1,049	1,409	2,073	2,773	3,554
EPS(当年)(元)	4.43	5.84	8.55	11.40	14.56

	单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>943</b>	<b>1,194</b>	<b>1,776</b>	<b>2,544</b>	<b>3,104</b>
净利润	958	1,268	1,850	2,467	3,151
折旧摊销	20	29	33	36	39
财务费用	2	3	6	7	8
投资损失		-18	-33	-30	-30
营运资金变动	2	-60	-73	75	-59
其它	-20	-12	-10	-10	-5
<b>投资活动现金流</b>	<b>-648</b>	<b>-944</b>	<b>-851</b>	<b>-305</b>	<b>-305</b>
资本支出	-23	-156	-32	-35	-35
长期投资	-652	-813	-860	-310	-305
其他	27	25	41	40	35
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-487</b>	<b>-374</b>	<b>-900</b>	<b>-670</b>	<b>-898</b>
吸收投资	0	95	-400	0	0
借款	0	0	0	0	0
支付利息或股息	-421	-454	-506	-687	-908
<b>现金流净增加额</b>	<b>-192</b>	<b>-124</b>	<b>25</b>	<b>1,570</b>	<b>1,901</b>

## 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。

## 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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：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。