

# 爱美客 (300896)

## 复苏时代强者恒强，看好龙头平台化思路延续兑现

证券研究报告

2024年03月19日

### 投资评级

行业	美容护理/医疗美容
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	345.6元
目标价格	453.59元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	216.36
流通A股股本(百万股)	149.39
A股总市值(百万元)	74,774.02
流通A股市值(百万元)	51,627.62
每股净资产(元)	29.99
资产负债率(%)	5.02
一年内最高/最低(元)	595.08/263.21

### 作者

何富丽	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521120003	
hefuli@tfzq.com	
杨松	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521020001	
yangsong@tfzq.com	
耿荣晨	联系人
gengrongchen@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源:聚源数据

### 相关报告

- 《爱美客-公司点评:23年扣非业绩预计同比+50%左右,彰显龙头恢复弹性》 2024-01-10
- 《爱美客-公司点评:护肤新品上线小程序开售,布局医美后修复市场》 2023-11-21
- 《爱美客-公司点评:深度点评:与Jeisys公司签订经销协议,补足光电产品管线布局》 2023-11-13

医美行业:供需阶段性波动不改景气赛道势能延续。

(1)需求端:复苏进行时,长期提升空间广阔。①短期维度:22年受疫情反复影响需求提升阶段性放缓,年初以来随客流恢复逐渐释放;②长期维度:国内医美渗透率仍较低市场远未饱和,作为中高端可选项目,消费需求及消费群体或将随居民人均可支配收入及中产比例提升而持续扩容。

(2)供给端:盈利恢复期,长期或向头部集中。①短期维度:22年行业普遍承压,终端机构进入阶段性存量时代重视利润运营爬坡;23年以来客流恢复拉动机构端逐步复苏,产品端胶原、再生热度及高端产品需求延续,后续有望进入供需两旺阶段。②长期维度:机构端在监管常态化叠加疫情影响下,尾部机构加速出清,小微型机构开店放缓,促进行业向合规头部集中;产品端医美抗衰需求经久不衰,产品持续充盈或将加速行业成长。

品类赛道:再生品类增速领先,新品驱动0-1赛道增长。

国内医美市场仍处快速成长期,其中聚焦轻医美注射品类,(1)透明质酸:市场成熟、竞争充分、规模领先,以爱美客为代表的国货份额提升明显;(2)肉毒毒素:壁垒较高、格局简单,后续多款差异化产品将陆续上市丰富选择;(3)再生品类:新兴蓝海、产品较少、增速领先,行业发展初期产品涌入将共同做大市场;(4)胶原蛋白:前景广阔、头部厂商争相入局,未来或可依赖技术突破实现弯道超车,加速重组胶原医美领域渗透。公司在透明质酸领域已上市产品丰富积累深厚,再生领域以两款产品加码布局,并前瞻布局肉毒/胶原蛋白等高潜赛道,综合化产品矩阵日趋完善。

公司分析:综合能力突出,矩阵化产品持续扩容。

(1)自研能力突出,管线优质上市数量领先。①从管线获取方式看:已上市产品均为自研,且多款产品为国内首证;②从产品管线看:已上市管线聚焦注射类,长效短效平价高端产品齐发力,适应症丰富产品数量领先;③从市场份额看:以玻尿酸为例,公司市场份额逐年增长,已成为中国第二天、本土最大的透明质酸皮肤填充剂供应商。经多年积累,我们认为公司已形成基于对市场需求准确的前瞻把握→凭借过硬的自研能力开发产品→以丰富的拿证经验推动产品合规化→以强大的销售团队及运营能力进行商业化运作的产品打造&运营逻辑,且已经此路径打造出多款具备市场唯一性或细分品类代表性产品,不断巩固国内医美企业龙头地位。

(2)矩阵化大单品营销,把握C端消费心智打造系列产品。医美行业大单品逻辑重,公司对市场需求把握及产品规划思路前瞻而精准,并采取系列化逻辑搭建产品矩阵,目前已打造出嗨体系列(聚焦颈纹/眼周/合规水光,具较高需求&产品稀缺性)双生天使针系列(打造濡白&如生,迈出国内再生系列化第一步),并持续进行推新迭代及适应症拓展孵化多系列产品,佐以多元化营销,C端教育与B端培训并重,推新及运营能力领先。

未来看点:蓝海赛道前瞻布局,重点关注潜在大单品市场机会。

公司持续以自研/BD/合作研发路径储备丰富在研管线,涵盖肉毒/透明质酸/光电/减脂塑形/胶原蛋白/埋线/辅助产品等多潜力领域,其中建议重点关注:(1)宝尼达颈部适应症(有望24年获批):宝尼达差异化布局长效骨性填充,上市至今终端价格稳定,验证其产品力、高端定位打法有效性及前瞻性,现拓展颈部新适应症,目前已进入注册申报阶段,以期满足日趋细分化、多元化市场需求。(2)肉毒管线(有望25年获批):品种功效具备稀缺性、市场空间大、准入壁垒高、单品种销售天花板高,目前仅获批5款产品获批,未来或将集中于准入时间+产品差异性+综合化运营能力的较量。(3)麻膏管线(预计25年后商业化):浅层皮肤手术前类刚需应用产品,目前国内合规产品较少,公司差异化布局利多卡因/丁卡因复合物且有望率先上市,凭借更优的麻醉效果、体验感及产品矩阵的连带迅速抢占

市场份额。(4) **体重管理管线(三管线逐步商业化)**: 以去氧胆酸、利拉鲁肽、司美格鲁肽三管线布局加码百亿减重赛道, 同时涵盖医美及医疗、局部及全身、日制剂及周制剂多元诉求, 为国内于体重管理领域管线布局最充沛的企业之一。未来随研发进程稳步推进, 加之强大获证&营销能力赋能, 看好推品经验再度复刻, 迅速抢占市场份额并转化为公司第二、第三增长曲线, 进一步打开营收天花板, 贡献业绩增量, 向百亿消费医疗公司迈进。(5) **光电管线(两款无创抗衰产品)**: 公司引入的 Density/LinearZ 两款产品瞄准声量较大的射频市场以及技术优势明显但国内尚无合规三类医美设备获批的超声市场, 兼具市场教育基础及优越发展潜力, 加之公司运营经验加持, 整体商业化成功率较高, 待其上市后也有望与注射类产品联合推出综合化解决方案, 联动应用丰富求美选择。

**投资建议**: 随行业复苏持续推进, 看好公司业绩恢复性增长及后续高潜在研管线陆续上市的增量贡献, 预计 23-25 年归母净利润分别为 18.6/24.5/31.4 亿元, 同比增速分别为 46.9%/32.2%/28.0%, 截止 3 月 18 日收盘价, 对应 2023-2025 年 PE 分别为 40X/30X/24X, 给予公司 24 年 40X PE, 对应目标价为 453.59 元, 向上空间 31%, 维持“买入”评级。

**风险提示**: 宏观经济波动风险、行业政策监管风险、市场竞争加剧风险、测算与实际差异风险、新品研发及注册进度不及预期风险、产品销售推广不及预期风险

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,447.87	1,938.84	2,870.91	3,810.62	4,996.06
增长率(%)	104.13	33.91	48.07	32.73	31.11
EBITDA(百万元)	1,185.45	1,617.64	2,102.16	2,784.25	3,543.84
归属母公司净利润(百万元)	957.80	1,263.56	1,855.79	2,453.46	3,140.26
增长率(%)	117.81	31.92	46.87	32.21	27.99
EPS(元/股)	4.43	5.84	8.58	11.34	14.51
市盈率(P/E)	78.07	59.18	40.29	30.48	23.81
市净率(P/B)	14.87	12.79	9.71	7.37	5.62
市销率(P/S)	51.64	38.57	26.05	19.62	14.97
EV/EBITDA	94.53	73.05	32.63	23.76	17.79

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 内容目录

<b>1. 医美行业：供需阶段性波动不改景气赛道势能延续</b>	<b>6</b>
1.1. 需求端：复苏进行时，长期提升空间广阔	6
1.1.1. 短期波动持续复苏：需求提升阶段性放缓，当下复苏进行时	6
1.1.2. 长期仍具提升空间：人均收入&人口结构变化促进医美意识觉醒	6
1.2. 供给端：盈利恢复期，长期或向头部集中	7
1.2.1. 短期结构性变化：存量竞争利润导向，头部企业表现更佳	7
1.2.2. 长期引导合规发展：长尾出清强者恒强，或进一步向头部集中	8
<b>2. 产品端：新品驱动 0-1 赛道增长</b>	<b>10</b>
2.1. 透明质酸：市场成熟、竞争充分、市场规模领先	11
2.2. 肉毒毒素：审批严格、格局简单、可替代性较弱	12
2.3. 再生产品：新兴蓝海、自然长效、市场快速增长	13
2.4. 胶原蛋白：新兴市场、前景广阔、静待技术突破	15
<b>3. 公司分析：综合能力突出，矩阵化产品持续扩容</b>	<b>16</b>
3.1. 自研能力突出，管线优质上市数量领先	16
3.2. 矩阵化大单品营销，成功打造嗨体&再生系列	17
3.2.1. 嗨体系列：颈纹/眼周/合规水光，均具高需求&产品稀缺性	17
3.2.2. 双生天使针系列：濡白&如生，迈出国内再生系列化第一步	19
<b>4. 未来看点：蓝海赛道前瞻布局，重点关注潜在大单品市场机会</b>	<b>20</b>
4.1. 肉毒毒素：有望于 25 年获批上市，潜力单品放量可期	21
4.2. 宝尼达：十余年应用有口皆碑，拟拓展颈部适应症	23
4.3. 麻膏：必需型医美辅助管线，连带应用空间广阔	25
4.4. 体重管理：蓝海市场、需求庞大、拟上市管线丰富	27
4.5. 光电：非手术类半壁江山，监管趋严利好合规市场	30
<b>5. 盈利预测</b>	<b>36</b>
<b>6. 风险提示</b>	<b>37</b>

## 图表目录

图 1：22 年医美行业随疫情反复出现季度性波动	6
图 2：22 年美丽田园生美/医美活跃会员人数增速放缓	6
图 3：2019 年国内医美渗透率仅为 3.6%	7
图 4：2012-2022 年国内人均可支配收入持续增长	7
图 5：2022 年新设立医美公司/机构增速放缓	7
图 6：2020-2022 年间中大型机构新设增速提升	8
图 7：全球抗衰老服务市场逾千亿规模	10
图 8：中国医疗美容市场规模（十亿元）	10
图 9：注射医美细分市场规规模及增速	11
图 10：中国基于透明质酸的皮肤填充剂产品市场规模（出厂端，亿元）	11
图 11：中国玻尿酸市场竞争格局	12
图 12：中国肉毒毒素产品市场规模（亿元）	12
图 13：2019 年中国肉毒素市场格局（销售额占比）	13
图 14：中国基于聚左旋乳酸的皮肤填充剂产品市场（亿元）	14
图 15：2017-2027E 中国胶原蛋白产品市场技术路径市场规模细分(十亿元，按零售额计)	15
图 16：中国医疗美容类透明质酸终端产品市场竞争格局（按销售额计）	16
图 17：以酶体为代表的溶液类产品销售表现	18
图 18：公司护肤领域三系列产品	18
图 19：在研产品所处市场情况	21
图 20：21 年国内肉毒素市场规模不足美国 1/5	22
图 21：21 年肉毒素成为国内注射类医美消费第一大品类	22
图 22：22 年保妥适全球收入超 50 亿美元（百万美元，%）	22
图 23：22 年 Hugel 公司肉毒产品收入持续增长（十亿韩元）	22
图 24：某宝尼达合作 10 年机构项目曲线	24
图 25：宝尼达项目业绩曲线模型	24
图 26：下巴比例及颌后缩示意图	24
图 27：国内表麻市场规模（按销售额计，基于出厂价）	25
图 28：国内已获批麻膏产品	26
图 29：国内肥胖人数 2030 将增至 3.3 亿人	27
图 30：国内体重管理市场有望于 2030 年增至 259 亿元	29
图 31：国内溶脂针市场有望于 2030 年增至 39 亿元	29
图 32：国内光电医美终端市场规模	31
图 33：2022 年光电类项目在非手术类医美项目中占比达 53%	31
图 34：2020 年中国激光类医疗设备市场 CR4 75%	31
图 35：国内光电市场三类参与者布局路径	32
图 36：DENSITY 设备及耗材	33
图 37：国内射频医美器械市场合规占比趋势	33
图 38：国内无创年轻化项目在医美项目中数量占比对比美日情况	33

图 39：不同光电技术作用的皮肤层级 .....	35
图 40：LinearZ 设备及技术优势 .....	35
表 1：23H1 报表端验证医美疫后复苏态势良好（亿元） .....	8
表 2：近两年部分针对医美机构监管政策 .....	9
表 3：目前国内共获批 5 款肉毒素产品 .....	13
表 4：主流再生产品对比 .....	14
表 5：中国已上市的胶原蛋白产品 .....	15
表 6：18-22 年公司研发投入营收占比领先于可比公司 .....	16
表 7：酶体系列产品 .....	17
表 8：濡白天使 VS 如生天使 .....	19
表 9：公司储备管线（按拟获批时间顺序列示） .....	20
表 10：肉毒领域部分潜在上市管线 .....	23
表 11：部分已上市产品推新迭代&适应症扩展规划 .....	23
表 12：常见下巴填充项目对比 .....	24
表 13：两种麻膏成分对比 .....	26
表 14：国内麻膏在研管线进展 .....	26
表 15：国内部分 GLP-1 类减重适应症在研管线 .....	28
表 16：国内溶脂针在研管线 .....	29
表 17：公司三管线布局体重管理赛道 .....	30
表 18：国内已获批三类射频设备（含减少皱纹适应症） .....	34
表 19：公司盈利预测（百万元） .....	36
表 20：可比公司估值 .....	37

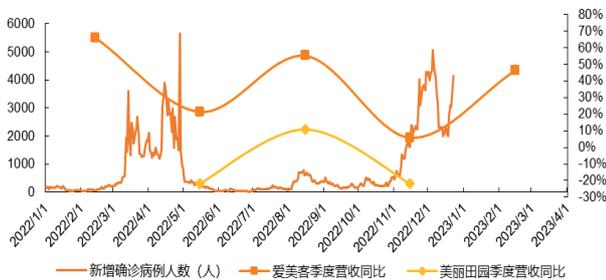
## 1. 医美行业：供需阶段性波动不改景气赛道势能延续

### 1.1. 需求端：复苏进行时，长期提升空间广阔

#### 1.1.1. 短期波动持续复苏：需求提升阶段性放缓，当下复苏进行时

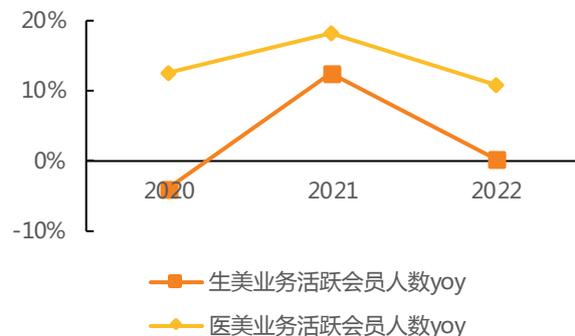
22 年疫情反复阶段性影响终端到店及消费意愿，新客渗透放缓，高端粘性老客成为消费主力。过去三年疫情反复散发，一方面影响消费者出行，一方面受不确定性影响相较于医美等中高端可选消费项目，消费者或更倾向于选择储蓄、必需品或性价比更高的可选品，多因素致使医美需求提升出现阶段性波动。根据美丽田园数据，2022 年疫情影响下消费主力为粘性较强的老客，活跃会员即老客贡献医美 94% 的营收，而生美/医美业务活跃会员增速却同比放缓至 +0.3%/+10.9%，分析原因我们认为或为整体客流下滑新客体量缩减，致使“新客-会员-活跃会员”转化率下降，医美消费人群扩容阶段性放缓。

图 1：22 年医美行业随疫情反复出现季度性波动



资料来源：爱美客公告、美丽田园公告、ifind、天风证券研究所  
注：美丽田园 Q3 数据以 7-10 月数据代替，Q4 数据以 11-12 月数据代替

图 2：22 年美丽田园生美/医美活跃会员人数增速放缓



资料来源：美丽田园公司公告、天风证券研究所

23 年以来客流先行需求逐渐复苏。自 23 年以来，随各地感染高峰已过，经济社会、居民消费逐步复常，被抑制的医美需求随客流恢复及经济确定性增强逐渐释放，各地医美消费市场呈现渐进式回暖趋势。根据更美 APP 新年战报，23 年春节后全平台下单量同比增长近两倍，验单人数增长三倍以上；此外根据新氧 23 年一季报披露，23Q1 付费用户同比增长 23%，实现收入及付费用户数双增，非手术项目订单量同比增长 27.8%，年后全面复苏重回增长轨道。

#### 1.1.2. 长期仍具提升空间：人均收入&人口结构变化促进医美意识觉醒

**渗透率&人均可支配收入&中产比例多维度论证长期提升空间广阔。**根据弗若斯特沙利文预测数据 2019 年国内医美渗透率仅为 3.6% 而同期日韩渗透率分别为 11.0%/16.6%/20.5%，不及其 1/3、1/4、1/5，市场远未饱和。究其原因，我们认为一方面国内医美市场整体起步较晚，居民求美意识仍在持续教育及培育阶段；另一方面如上文所述，医美属中高端可选消费项目，消费意愿及消费群体容量与居民人均可支配收入及中产比例呈现正相关关系仍处提升阶段。目前随国民经济高质量发展稳步推进，人均可支配收入近十年来已实现翻番增长，22 年达 3.69 万元，但同期美国人均可支配收入 5.57 万美元与其仍存差距；从人口结构看，作为消费增长的最主要动力的中等收入群体，目前仅占总人口的近 1/3 但却占整个消费比重的近 1/2，而 21 年美国中等收入群体已达 50%，据国务院发展研究中心《以消费为主导有效扩大和更好满足内需》研究报告，待 2030 年国内该人群比重预计将超过 50%，并贡献近 80% 的居民消费。整体来看，当下国内中等收入群体&购买力长期提升趋势仍将延续，加之持续性市场教育提高医美接受度及消费意愿，有望共同从需求端驱动市场渗透率提升，看好市场长期广阔提升空间。

图 3：2019 年国内医美渗透率仅为 3.6%



资料来源：弗若斯特沙利文、医思健康招股书、天风证券研究所

图 4：2012-2022 年国内人均可支配收入持续增长



资料来源：wind、国家统计局、天风证券研究所

## 1.2. 供给端：盈利恢复期，长期或向头部集中

### 1.2.1. 短期结构性变化：存量竞争利润导向，头部企业表现更佳

**22 年收入承压、开店放缓，业内龙头凸显经营韧性。**22 年受疫情反复影响：(1) 机构端：多数因门店经营状态不稳定、客流下滑等普遍承压扰动从业信心，致使新进入者数量下降、现有机构拓店节奏放缓，根据企查查数据，22 年新成立医美公司（以经营范围含医疗美容筛选）同比增速仅为 6% 左右，为近十年来最低，终端机构进入阶段性存量时代，潜在进入者审慎观望，已有机构深入挖掘老客生意重视利润运营爬坡；(2) 产品端：因产品组合丰富、利润相对较厚，且机构端提前备货行为为终端客流及消费下降沿产业链传导提供缓冲时间，故韧性相对更强。在整体承压背景下，业内龙头 22 年仍表现更优，如器械龙头爱美客实现营业收入 19.39 亿元/yoy+33.91%，机构端龙头朗姿医美实现营业收入 14.06 亿元/yoy+9.25%，仍实现正向增长。

图 5：2022 年新设立医美公司/机构增速放缓



资料来源：企查查、天风证券研究所

**23 年以来客流恢复拉动机构端盈利复苏，低基数下彰显业绩弹性。**23 年以来医美复苏持续推进，23H1 多家上市公司业绩靓丽，报表端验证行业恢复态势良好，实现同比平均 43% 左右营收增长。机构端随客流复苏经营信心增强拓店节奏开始逐步恢复，根据企查查数据，23 年新开公司/机构数已超 22 年全年，但基于行业复苏早期，仍延续利润导向风格；产品端契合机构风格的高利润产品需求延续，与此同时以爱美客为代表系列化推新如生天使继续丰富消费者求美选择。我们认为医美行业整体将以四步走演绎复苏逻辑，随客流及机构端盈利能力逐季复苏后续有望进入供需两旺阶段并保持持续增长。

表 1：23H1 报表端验证医美疫后复苏态势良好（亿元）

产业链	公司	营业收入	yoy	归母净利润	yoy
	爱美客	14.59	64.93%	9.63	64.66%
器械端	华东医药（医美）	12.24	36.40%	-	-
	昊海生科（医美）	4.85	47.49%	-	-
机构端	朗姿股份（医美）	9.06	25.15%	-	-
	美丽田园	10.37	41.20%	1.12	639.47%

资料来源：wind、各公司公告、天风证券研究所

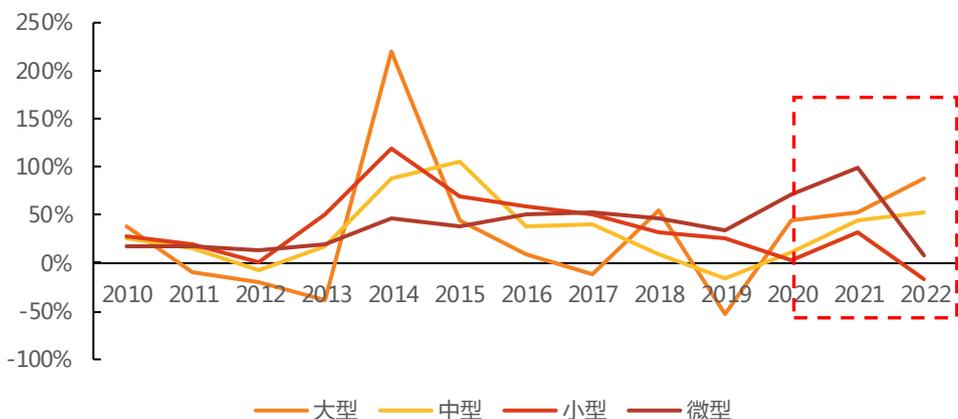
### 1.2.2. 长期引导合规发展：长尾出清强者恒强，或进一步向头部集中

#### （一）机构端：合规引导、长尾出清，未来或进一步向头部集中

**监管常态化引导合规发展叠加疫情影响，中小型机构开店放缓&加速尾部机构出清。**

（1）从行业结构看：小微机构绝对数量领先，新设机构增速出现分化，中大型机构在相对低基数下呈现增长加速趋势。据企查查划分筛选，目前国内小型及微型机构仍为行业构成主体，因体量较小、设立门槛较低，随国内医美行业尤其轻医美赛道兴起迅速起量，在每年新增机构中占比 90% 以上，成为业内主要参与者。然而近年来在疫情等因素影响下其增速出现较大波动，尤其 22 年或因客流下滑、经营状态反复、基于规模限制抗风险能力较弱等原因开店速度大幅放缓，小型/微型机构分别增长-16.7%/8.1%，但因高基数在绝对数量上依旧较高；与之相对 2020-2022 三年间，大型及中型机构在相对低基数下同比增速逐年提升，机构增速表现开始出现扭转分化，此外规模化机构经营稳健性相对更强，我们认为未来随客流持续恢复、购买力增加+龙头盈利能力稳健提升积累收购资金，或将进入终端整合时代，长期市场格局或进一步向龙头集中，强者恒强。

图 6：2020-2022 年间中大型机构新设增速提升



资料来源：企查查、天风证券研究所

(2) 从合规维度看：多方面监管出清尾部及违规机构，促进行业向合规头部机构集中。根据艾瑞咨询数据，2019 年国内合法合规医美机构行业占比仅为 12%，仍存大量黑机构亟待整治，近年来国内陆续出台医美监管政策，严厉打击非法医美机构、超范围经营现象，并严格规范医美宣传及服务行为，整治医美行业乱象，出清尾部违规机构，规范行业迈向更为健康的发展轨道，长期有助于行业进一步向头部合规机构集中。

表 2：近两年部分针对医美机构监管政策

时间	名称	发布机构	内容
2021.2	《医疗美容机构评价标准实施细则（2021 版）》	中整协	美容服务机构开展医疗美容业务的，必须依据条例及本细则，申请设置相应类别的医疗机构
2021.5	《打击非法医疗美容服务专项整治工作方案》	八部委	严厉打击非法开展医疗美容的机构，严格规范医疗美容服务行为，打击非法制售药品医疗器械行为，严肃查处违法广告和互联网信息
2021.6	《关于规范医疗美容相关金融产品和金融服务的倡议》	互金协会	金融机构不与任何不法医疗美容机构开展合作，不向任何不法医疗美容机构客户提供相关金融产品和服务；金融机构应在提供医疗美容相关金融产品和服务时，按照适当性原则，充分评估消费者的还款能力，自主确定客户授信额度和贷款定价标准，做好风险控制等。
2021.9	《关于停止播出“美容贷”及类似广告的通知》	国家广电总局	各广播电视和网络视听机构、平台一律停止播出“美容贷”及类似广告
2021.11	《医疗美容广告执法指南》	市场监管总局	重点打击医疗美容广告乱象，包括制造“容貌焦虑”，违规将未获批的药品、医疗器械作广告；宣传中含有未经审批的诊疗服务等
2022.1	《中国医疗美容标准体系建设“十四五”规划》（草案）	中整协	对医美行业管理标准、技术标准、教育培训标准、行业基础标准四大方面提出近 50 条标准
2022.1	《2022 年医疗美容机构规范运营指南》	中整协	汇总医疗美容事件不良案例，对违规行为提出改进建议，并对医美机构规范运营的重点环节及运营提供建议，建立“三正规医美平台”。

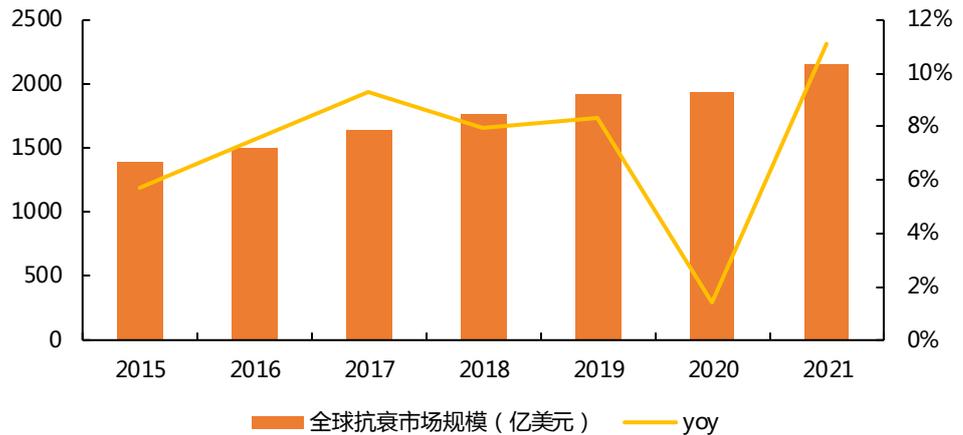
资料来源：中国政府网、中整协、卫健委、药监局、中国整形美容协会会员部公众号、中国互联网金融协会公众号、天风证券研究所

## （二）产品端：医美抗衰诉求及产品多样化趋势明朗

**抗衰千亿市场途径多样，医美直击需求痛点。** 面对随年龄增长而出现的共性衰老问题，现有及潜在消费人群基数庞大，在此背景下 2021 年全球抗衰市场规模已达 2160 亿美元。然而在抗衰达成路径上可选性较多，如健身、护肤、保健品、饮食调理、医美均为国内消费者 Top5 抗衰途径，其中不同于外用内调的长期起效，医美手段反馈更为直接、效果可视化更强，近年来愈发受抗衰人群追捧，《2021 中国医美抗衰消费趋势报告》数据显示，2021 年国内医美抗衰市场规模已达 755.2 亿元、用户规模约 1163 万人，未来随消费者抗衰意识提升，医美作为主流抗衰手段之一或将越来越受重视。

**产品持续充盈满足多元需求，新品类突破或将加速行业成长。** 以注射医美为例，国内市场较长时间内被玻尿酸、肉毒二分天下，合规品类相对固化，然而近年来产品结构多样化趋势逐渐明朗，一方面再生、重组胶原新品类相继上市，另一方面像透明质酸钠和多聚脱氧核糖核苷酸复合溶液等多类别产品明确管理属性，释放出多元产品趋势的积极信号，以丰富产品矩阵加速行业成长。

图 7：全球抗衰老服务市场逾千亿规模

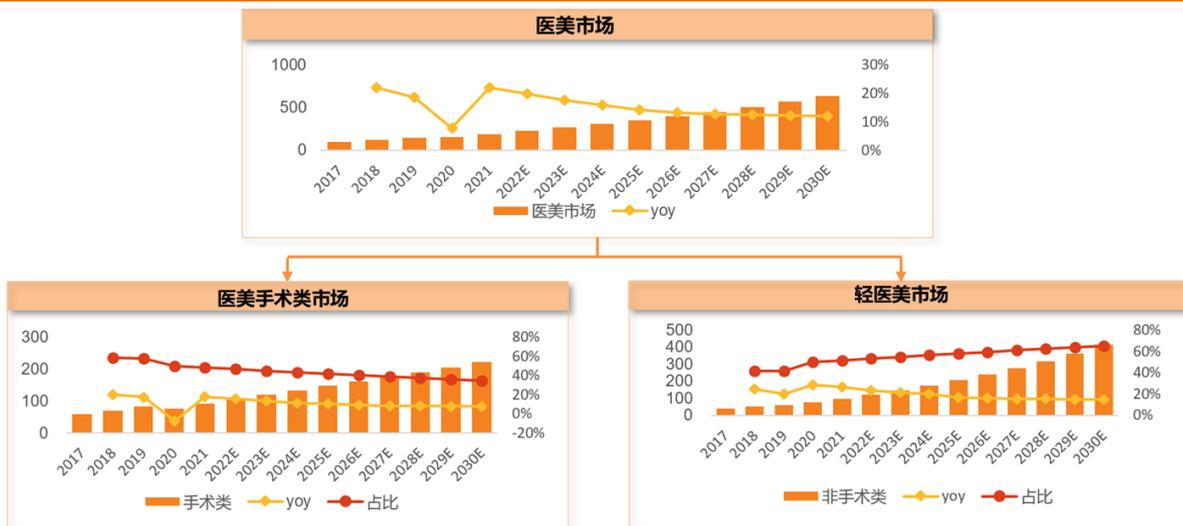


资料来源：艾媒咨询、天风证券研究所

## 2. 产品端：新品驱动 0-1 赛道增长

**国内医美市场仍处快速成长期，增速快、空间广。**2017-2021 年国内医美市场规模已由 993 亿元增长至 1891 亿元，CAGR 17.5%，增速为全球医美市场的近 6 倍，并于 2019 年成为全球第二大医美市场，据弗若斯特沙利文预计未来仍将以 14.5% 的复合增速于 2030 年扩容至 6382 亿元。其中医美项目分为手术类和非手术类，相比于手术类，非手术类即轻医美类因风险更低、创伤更小、恢复时间更短等优点越来越受青睐，2021 年市场规模已达 977 亿元，2017-2021 年 CAGR 24.9%，据弗若斯特沙利文预计将于 2030 年扩容至 4157 亿元，占比也将由 2021 年的 52% 提升至 65%，成为医美消费绝对主力，市场长期成长空间广阔。

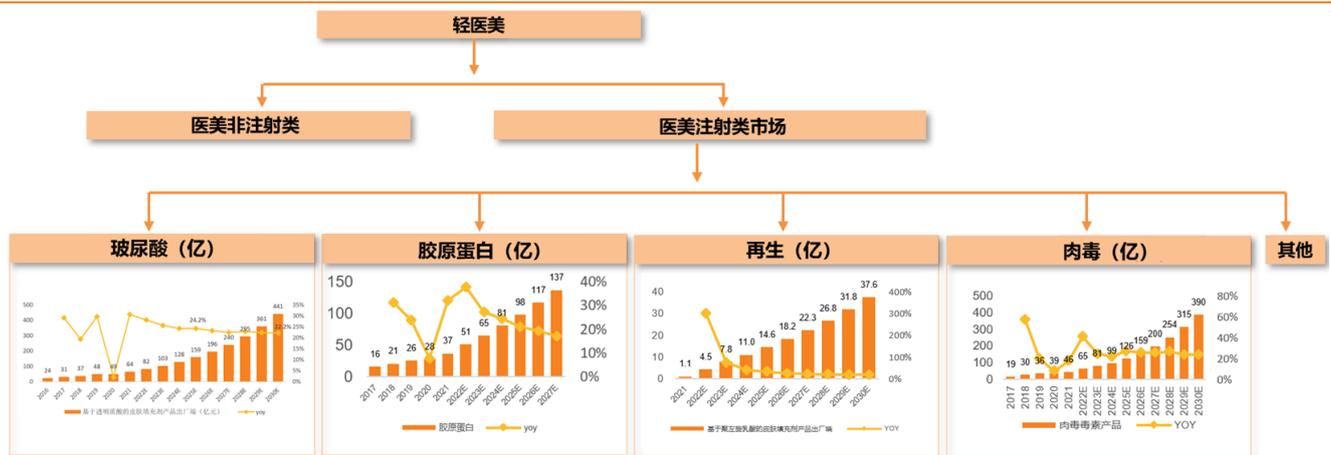
图 8：中国医疗美容市场规模（十亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文、爱美客招股说明书、天风证券研究所

**轻医美又可进一步分为注射和皮肤两大类，其中聚焦注射品类：**(1) 从市场规模看：各细分赛道规模与其国内发展时间息息相关，玻尿酸、肉毒素经十余年培育规模位居前列，胶原及再生市场方兴未艾，规模仍在持续扩大；(2) 从市场增速看：据弗若斯特沙利文预计，2021-2027 年各细分领域年复合增速均在 20% 以上，其中再生品类因起步较晚仍处高速发展阶段同期增速超 60%，整体高增长势头延续。

图 9：注射医美细分市场规模及增速

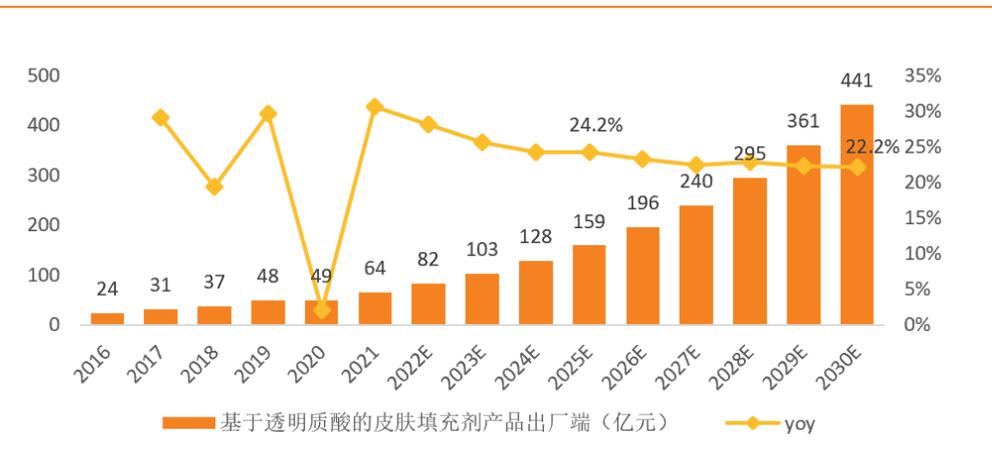


资料来源：弗若斯特沙利文、爱美客招股说明书、巨子生物招股书、天风证券研究所

### 2.1. 透明质酸：市场成熟、竞争充分、市场规模领先

**玻尿酸品类市场教育充分，市场规模领先。**自 2008 年瑞蓝获批起，玻尿酸在国内医美市场应用已有 15 年之久，市场教育充分，品类认知度及接受度较高，项目安全性及有效性已经多年验证，2019 年在国内注射类医美项目中已占据近七成份额，为注射类医美主流产品。2021 年国内透明质酸皮肤填充剂市场规模已达 64 亿元，据弗若斯特沙利文预计将以 23.9% 的复合增速于 2030 年增长至 441 亿元，市场规模领先并持续扩容。

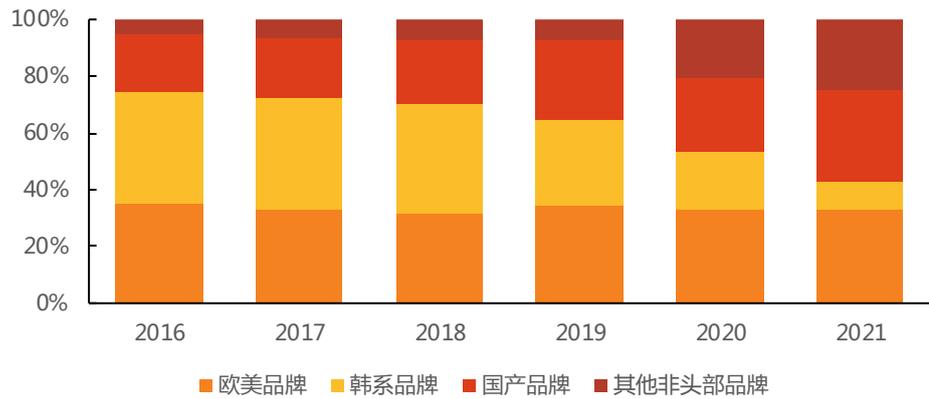
图 10：中国基于透明质酸的皮肤填充剂产品市场规模（出厂端，亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文报告、爱美客招股说明书、天风证券研究所

**获批产品超 50 种充分竞争，国货份额逐步提升。**目前国内获批玻尿酸产品数已超 50 款，涵盖中低高多价位满足不同部位及人群需求，经多年竞争玻尿酸市场呈现头部集中尾部分散格局，从品牌维度看：(1) 欧美品牌：入场较早且以高端及系列打法为主，2016-2021 年艾尔建、Q-med 合计市占一直稳定于 33% 左右，市场地位相对稳固；(2) 韩系品牌：定位偏中低端，近年来受国货发力追赶挤压，市场份额下滑严重，LG、Humedix 合计市占率已由 2016 年的 39.5% 下降至 2021 年的 9.7%；(3) 国产品牌：凭借性价比等优势快速放量，爱美客+华熙生物+昊海生科三家核心企业整体市占率 2021 年已基本与欧美头部品牌持平达 32.8%，较 2016 年提升 12.3pcts，并仍在持续追赶，未来市占率有望进一步提升。

图 11：中国玻尿酸市场竞争格局



注：欧美品牌为艾尔建、Q-med 合计；韩系品牌为 LG、Humedix 合计；国产品牌为爱美容、华熙生物、昊海生科合计  
资料来源：弗若斯特沙利文、爱美客招股说明书等、天风证券研究所

## 2.2. 肉毒毒素：审批严格、格局简单、可替代性较弱

**肉毒毒素市场规模逐年增长。**肉毒毒素用途广泛，仅保妥适在 FDA 获批的适应症就超过 12 个，涵盖医美、医疗多领域。肉毒在医美领域其作为少有可安全有效改善动态纹的医美手段，2021 年国内肉毒毒素产品市场规模已达 46 亿元，未来随医美人群扩容需求增加及上市品种增加多维推动下，据弗若斯特沙利文预测，市场将以 26.8% 的复合增速继续高增，并在 2030 年将扩容至 390 亿元。

图 12：中国肉毒毒素产品市场规模（亿元）

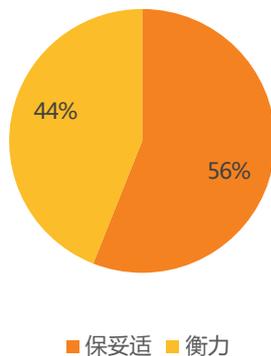


资料来源：弗若斯特沙利文、爱美客招股说明书、天风证券研究所

**衡力&保妥适长期二分市场，吉适&乐提葆等获批丰富中端选择，未来品种将进一步增加。**我们认为肉毒毒素在国内的竞争格局可被划分为三个阶段：

(1) 第一阶段：衡力&保妥适二分肉毒市场（1993-2020）：肉毒毒素医疗用途使用早于医美十余年，1993 年由兰州生物生产的国内首款肉毒产品衡力获得新药证书，2009 年、2012 年保妥适、衡力先后获批用于美容整形，开启国内肉毒于医美领域的应用，两款产品分别以中高端、中低端定位错位竞争，按销售额统计 2019 年各占 56%/44% 主导肉毒市场。

图 13：2019 年中国肉毒素市场格局（销售额占比）



资料来源：智研咨询、天风证券研究所等

(2) 第二阶段：吉适&乐提葆获批产品增至 4 席（2020-2023）：2020 年吉适/乐提葆相继获批，打破肉毒市场长期以来双雄争霸局面，基于衡力/保妥适低端及高端市场地位较难撼动，两款产品在定价定位上介于二者之间指向中端市场并逐渐抢占市场份额。

(3) 第三阶段：差异化产品将相继上市丰富产品选择（预计 2024 年起）：①从品类地位看，随医美人群基数扩大市场规模或将持续提升，肉毒与玻尿酸作为 TOP2 品类的地位短期不会改变；②从产品品种看，继 2 月 xeomin 肉毒获批后，目前共有 5 款产品获批且均为 A 型肉毒，未来产品多样化趋势较为确定且差异性或将成为产品营销及抢占市场的关键，xeomin 凭借不含赋性剂提高安全性的特性已打响差异化第一枪，目前仍有改变给药方式（如昊海生科的涂抹肉毒 ET-01）颠覆生产方式提高安全性纯度的同时做多类型肉毒（如因明生物布局重组肉毒）等在研管线，根据公司披露进展，我们预计爱美客代理肉毒产品或将于 2025 年获批上市，进一步完善肉毒丰富度提升格局。

表 3：目前国内共获批 5 款肉毒素产品

	保妥适 Botox	衡力	吉适 Dysport	乐提葆 Letybo	Xeomin
产品					
生产公司	美国艾尔建	兰州生物制品研究所	英国 Ipsen	韩国 Hugel	德国 Merz
国内获批时间	2009	2012	2020	2020	2024
弥散度从小到大 (排序序号)	1	4	3	2	-
分子量	900Kda	600-1200Kda	500-900Kda	900Kda	-
规格	50U/100U	100U	300U/500U	50U/100U/200U	-
赋形剂	人血清白蛋白	猪明胶蛋白	人血白蛋白	人血清白蛋白	不含赋形剂

资料来源：新氧、国家药监局、好美研究院公众号、天风证券研究所

### 2.3. 再生产品：新兴蓝海、自然长效、市场快速增长

再生产品市场处起步阶段增长迅速，可实现自然&长效&安全抗衰。艾瑞咨询调查显示，产品安全性（58.2%）、效果自然性（51.2%）为消费者选择医美项目的首要考虑因素，而产品效果无法长期保持（55.3%）则为抗衰项目的核心痛点。过往国内医美市场中玻尿酸、肉毒素等占据主导地位，而随临床案例积累，透明质酸填充剂应用广泛但也存在使用后的吸

水肿胀性、丁达尔效应等问题；肉毒素产品作为治疗动态纹的首要选择但却存在维持时间较短的问题，主流产品性能短板的存在，催生消费者对更为安全、自然、长效替代产品的期待。再生产品在背景下获批上市，核心成分（PLLA 或 PCL）均经多年临床验证，且其通过诱导胶原蛋白再生达成抗衰功效更为自然，维持时间也多为 1 年以上，为消费者提供兼具安全性、自然性及长效性的注射新选择。2021 年三款产品（濡白天使、艾维岚、伊妍仕）相继获批上市拉开再生市场序幕，目前仍在新兴发展阶段，据弗若斯特沙利文预计 2030 年聚左旋乳酸皮肤填充剂市场规模将达 37.6 亿元，2021-2030 年 CAGR 高达 48%。

图 14：中国基于聚左旋乳酸的皮肤填充剂产品市场（亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文报告、爱美客招股说明书、天风证券研究所

**目前仅有 5 款产品，差异定位共享再生市场。**与玻尿酸市场日益激烈的竞争格局相比，国内再生市场中目前仅有 5 款产品获批，分别为长春圣博玛的“艾维岚”、华东医药的“伊妍仕”、爱美客的“濡白天使”“如生天使”以及江苏吴中的 AestheFill。其中伊妍仕主要成分为 30%PCL+70%CMC，凝胶质地操作使用便捷兼具物理填充及再生效果；艾维岚主要成分为 PLLA 再生概念更为纯粹 濡白天使&如生天使主要成分为 PLLA+交联透明质酸即时填充效果更佳，并率先于国内推出系列化产品满足多样再生需求；AestheFill 核心成分为聚双旋乳酸且微球为空心结构，可根据面部不同组织的软硬程度制定多种浓度的复配方案，实现个性化定制。目前再生产品在研产品众多，核心成分仍以 PLLA 为主，待其陆续上市后或将共同做大再生市场。

表 4：主流再生产品对比

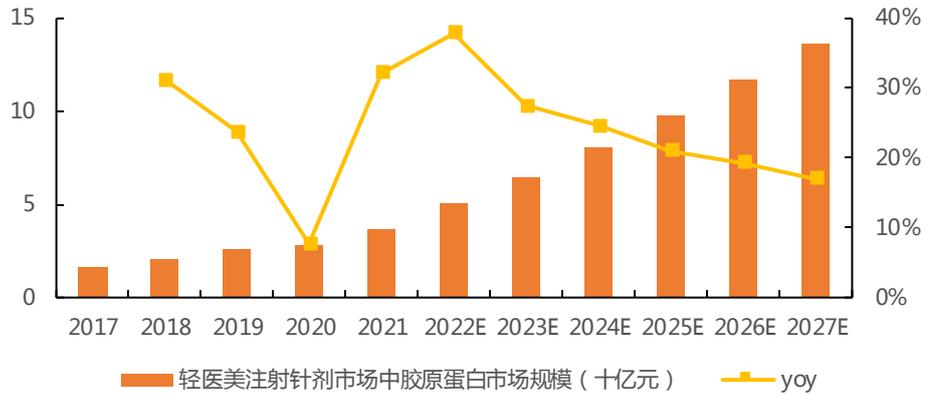
产品名	濡白&如生天使	艾维岚	伊妍仕	AestheFill	
公司	爱美客	长春圣博玛	华东医药	江苏吴中	
成分	核心成分	PLLA、交联 HA	PLLA	PCL、CMC	PDLLA
	其他成分	盐酸利多卡因、磷酸盐缓冲体系	甘露醇、羧甲基纤维素钠	甘油、磷酸盐缓冲溶液	羧甲基纤维素钠
基本情况	方式	自研	自研	代理	代理
	规格型号	0.75mL、1.0mL 等	340mg/瓶、170mg/瓶、85mg/瓶	1.0mL (S 型)	100mg/瓶、200mg/瓶
	产品形态	凝胶	冻干粉	凝胶	冻干粉
	使用方法	直接注射	使用前需复溶	直接注射	使用前需复溶
	治疗感受	治疗时间	20-30min	30min 左右	10-20min 左右
	作用时间	2 年左右	30m (2.5 年) 左右	1 年左右	2 年左右

资料来源：新氧、ELLANSE 伊妍仕公众号、药监局、爱美客官网、圣博玛官网、吴中美学公众号、天风证券研究所

## 2.4. 胶原蛋白：新兴市场、前景广阔、静待技术突破

**技术赋能供给驱动，市场稳步扩容增长。**国内胶原蛋白市场起步较晚，整体处于发展初期增速高于全球，其中轻医美注射剂领域 2021 年国内市场规模已达 37 亿元，据弗若斯特沙利文预测，整体市场预计将以 21.7% 的复合增速于 2027 年扩充至 137 亿元。

图 15：2017-2027E 中国胶原蛋白产品市场技术路径市场规模细分(十亿元，按零售额计)



资料来源：弗若斯特沙利文报告、巨子生物招股书、天风证券研究所

**胶原医美应用目前仍以动物源为主导，重组胶原或可依赖技术突破加速渗透，头部厂商争相入局。**胶原蛋白按照来源不同可被划分为动物源胶原及重组胶原，目前在医美领域填充类仍以动物源胶原为主。目前国内已上市的 III 类胶原注射产品较少，主要竞争公司为中国台湾双美、长春博泰和锦波生物。此外，受胶原应用广泛性及发展前景吸引，锦波生物、巨子生物、爱美客、华熙生物、江苏吴中等国内头部厂商均加速布局胶原蛋白医美赛道，我们认为未来重组胶原蛋白或将凭借其更好的安全性、可加工性等优势，在医美领域获得更大范围的应用及市场份额。

表 5：中国已上市的胶原蛋白产品

公司	产品	成分	胶原来源	适用范围
台湾双美	肤丽美	交联 I 型胶原蛋白、磷酸缓冲生理盐水	猪皮	适用于面部真皮组织中层至深层注射以纠正鼻唇沟重力性皱纹
	肤柔美	I 型胶原蛋白、磷酸生理食盐缓冲溶液	猪皮	适用于面部真皮组织填充以纠正额部动力性皱纹
	肤力原	交联 I 型胶原蛋白、含 0.3% 利多卡因的磷酸盐缓冲液	猪皮	适用于面部真皮组织中层至深层注射以纠正鼻唇沟重力性皱纹
长春博泰	弗缦	胶原蛋白、盐酸利多卡因、生理盐水悬浮液	牛皮	适用于面部真皮组织填充以纠正中、重度鼻唇沟
锦波生物	薇旻美	重组 III 型人源化胶原蛋白等	重组	用于面部真皮组织填充以纠正额部动力性皱纹

资料来源：国家药监局、双美官网、锦波生物招股书、弗缦官网、新氧、天风证券研究所

### 3. 公司分析：综合能力突出，矩阵化产品持续扩容

#### 3.1. 自研能力突出，管线优质上市数量领先

在颜值经济与消费升级背景下，2013年起国内医美需求迅速升温带动产业链繁荣发展，其中聚焦器械端，也已涌现出众多不同类型的优质企业，通过梳理行业及公司发展历程，**我们认为公司基于对市场需求准确的前瞻把握→凭借过硬的自研能力开发产品→以丰富的拿证经验推动产品合规化→以强大的销售团队及运营能力进行商业化运作，经此路径打造出多款具备市场唯一性或细分品类前列产品，不断巩固国内医美龙头地位。**

##### 1、从管线获取方式看：爱美客自研能力突出，BD 辅助扩充管线，不断增厚研发实力。

公司凭借对市场需求的前瞻洞察，精准捕捉消费者痛点并进行自主研发，自 2009 年首款产品逸美获批后，持续坚定把握医美市场发展机遇，相继推出宝尼达、濡白天使等产品，屡次向市场证明其强大的自研能力。与此同时，公司高度重视研发，22 年研发人员占比超 25%，研发投入同比增长 69.20%，营收占比 8.93%。此外，随着昌平研发中心的投入使用，进一步增强生物医药研发平台对人才的吸引力与实力，提升产学研转化效率，未来公司也将通过自主研发与对外合作的方式不断提升研发产出，推动更多具有自主知识产权的创新产品落地，不断增厚研发实力。

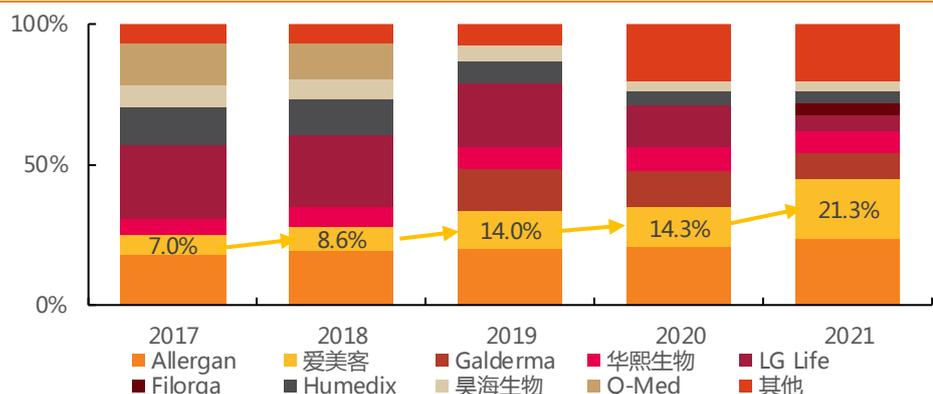
表 6：18-22 年公司研发投入营收占比领先于可比公司

	2018	2019	2020	2021	2022
爱美客	10.49%	8.71%	8.71%	7.07%	8.93%
华东医药	2.30%	3.03%	2.75%	2.83%	2.69%
华熙生物	4.19%	4.98%	5.36%	5.75%	6.10%
昊海生科	6.12%	7.24%	9.49%	9.48%	8.55%

资料来源：wind、天风证券研究所

2、从市场份额上看：以玻尿酸为例，公司市场份额逐年增长，已成为中国第二大、本土最大的透明质酸的皮肤填充剂供应商。公司围绕玻尿酸填充剂领域深耕，从逸美开始不断扩充产品矩阵、改善注射感受（爱芙莱），并伴随产品迭代升级（逸美→逸美一加一）及适应症拓展（截止 23H1 逸美一加一正进行新填充部分适应症临床试验）等等，产品合规化、丰富度及差异化优势明显，并凭借较高的产品质量及性价比优势逐渐对海外产品进行国产替代，市占率持续提升。弗若斯特沙利文数据显示，2021 年国内透明质酸医美终端市场本土头部三品牌销售额占比 32.8%，其中公司市场份额提升最为明显，按销售额计市占率已从 2017 年的 7.0% 提升到了 2021 年的 21.3%，成为国内第二大、本土第一大的透明质酸皮肤填充剂供应商，彰显业内龙头地位。

图 16：中国医疗美容类透明质酸终端产品市场竞争格局（按销售额计）



资料来源：弗若斯特沙利文报告、爱美客招股书、久阳润泉公众号等、天风证券研究所

### 3.2. 矩阵化大单品营销，成功打造嗨体&再生系列

医美行业大单品逻辑重，公司精准捕捉消费者痛点，紧抓市场趋势以强大的研发及获证能力为支撑，采取系列化逻辑搭建产品矩阵，目前已打造出代表性嗨体系列、再生系列，并持续进行推新迭代及适应症拓展孵化多系列产品。上市后采取多元化营销方式，C 端教育与 B 端培训并重，B 端打造公司专属推广学习平台“全轩学苑”，打通医疗机构和医生教育培训通道；C 端注重营销手段差异化、新颖化，以线上线下活动结合的方式，加强医美知识的教育及产品宣传。

#### 3.2.1. 嗨体系列：颈纹/眼周/合规水光，均具高需求&产品稀缺性

嗨体系列立足市场空缺（颈纹）或稀缺性（眼周/合规水光）领域，差异化推新相继上市嗨体、嗨体熊猫、夸活泡泡针产品，该系列产品主要由透明质酸钠、L-肌肽、甘氨酸、丙氨酸、脯氨酸、维生素 B2 和注射用水组成，多组分在滋养的同时可通过提升成纤维细胞胶原分泌能力达成祛皱紧致等功效，其中：

表 7：嗨体系列产品

产品	上市时间	产品特性
嗨体	2017	用于纠正颈部中重度皱纹的Ⅲ类医疗器械产品
嗨体熊猫	2020	用于丰泪沟、淡化黑眼圈等
夸活泡泡针	2021	L 肌肽双分子玻尿酸皮肤保护剂，拥有活性肽双抗体系，双分子天然结构透明质酸钠，抗糖、抗氧、筑基三效合一

资料来源：新氧、爱美客官网、凤凰网、天风证券研究所

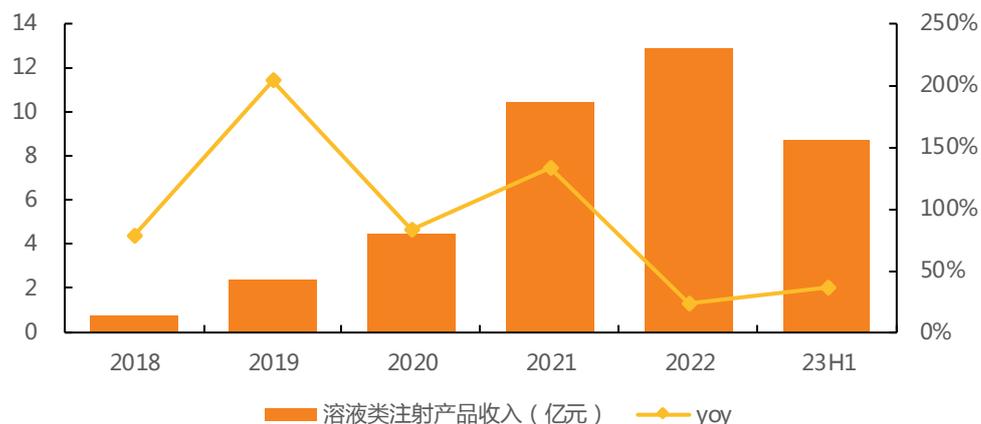
**（1）嗨体**：该系列首款产品“嗨体”2016 年获批 2017 年上市，作为国内首款经国家药监局认证可用于纠正颈部中、重度皱纹的Ⅲ类械产品，打破颈纹领域合规产品空缺局面，满足随年龄增长不可避免且逐渐加深的颈纹淡化需求，且截至公司港股招股书披露日仍为国内甚至全球唯一一款商业化的可用于修复颈纹的皮肤填充剂，在该细分领域独占性地位稳固，经 6 年市场培育配合多渠道创新性营销，在消费者心中已建立较强心智并建立起潜在后入者较难逾越的壁垒。

**（2）嗨体熊猫**：随年龄增长、社会节奏加快、熬夜或过度用眼等都可能让眼周肌肤出现不同程度衰老，呈现出如眼周皱纹、黑眼圈、泪沟等问题，2020 年公司在嗨体的基础上针对眼周问题推出系列化产品嗨体熊猫，丰富解决方案。

**（3）夸活泡泡针**：近年来国家药监局发布《医疗器械分类目录（调整意见）》，提出将注射用透明质酸钠溶液即常说的水光针按Ⅲ类管理。而夸活泡泡针（Ⅲ类械）在证件审批上已具合规性，把握合规水光趋势，我们认为其可通过竞品弥补申报的时间窗口期凭借合规稀缺性优势补位展现产品优势，满足求美者水光滋养等诉求。

优势及差异性产品力叠加 C 端与 B 端营销上的“双管齐下”，使得嗨体系列产品迅速占领细分市场并取得瞩目成绩，以其为代表的溶液类产品销售贡献逐年攀升，22 年合计收入 12.9 亿元，占比 67%，2018-2022 年 CAGR 100%，销售表现亮眼。

图 17：以嗨体为代表的溶液类产品销售表现



资料来源：公司公告、天风证券研究所

此外公司系列化布局不断拓圈，聚焦尚未得到系统性满足和足够重视的医美后修复市场，公司推出“爱美源”“嗨体熊猫护肤”“嗨体护肤”三系列品牌，其中“嗨体熊猫护肤”与“嗨体护肤”即分别为嗨体熊猫与嗨体的护肤系列化延伸。具体来看：(1)嗨体熊猫护肤系列：定位于与嗨体熊猫针配套的眼部护理套装，此次推出 5 款产品，沿用独有嗨体 4D 成分，以期通过医美及护肤搭配实现 1+1>2 的效果；(2)嗨体护肤系列：定位于与嗨体针剂配套的颈部护理套装，此次推出 3 款产品，同样延续嗨体经典 4D 成分，以期打造嗨体 1+3 一站式护肤，匹配及延伸嗨体治疗效果，实现动静纹双抗。在医美疗程化治疗越来越普遍及护肤分场景精细化的当下，公司捕捉到顾客期待在疗程期间使用更为安全有效的医美专研护肤品需求，参照医疗器械做法进行产品开发，并在配方开发、功效评价、原料处理、微生物控制等方面严格要求，围绕面部、眼周、颈部等优势领域提供三套完整的居家护肤方案，以期为消费者打造覆盖全周期的安全求美体验的同时，通过系列化延伸，巩固于颈部等领域形成独占性优势，进一步强化消费者心智，反哺系列产品销售。

图 18：公司护肤领域三系列产品



资料来源：爱美客 IMEIKE 公众号、天风证券研究所

### 3.2.2. 双生天使针系列：濡白&如生，迈出国内再生系列化第一步

再生市场方兴未艾，蓝海领域格局简单，把握再生趋势公司于 2021 年推出濡白天使，与伊妍仕、艾维岚两款产品一同拉开国内再生序幕，23 年 7 月再推如生天使，与濡白天使共同开启再生系列化篇章。

(1) **濡白天使**：作为业内少有的兼具物理填充+再生效果填充剂，自上市以来凭借产品安全性、有效性逐渐得到下游医疗机构与终端消费者的认可，在塑形能力上更是可圈可点，截至 22 年底已进入 600+ 家医美机构，授权 700+ 名医生，机构覆盖度持续提升。

(2) **如生天使**：成分配比与濡白天使一致，均为左旋乳酸-乙二醇共聚物微球、交联透明质酸钠、盐酸利多卡因，但与其存在 PLLA、HA 分子量和分子结构的差异，并且利用独家 SDAM-VAB 专利技术，通过预处理工艺和氢键调控使其具备①良好的延展性，更适合平铺填充；②软中有支撑，塑性能力强；③组织粘附性强，注射后不易发生位移。

表 8：濡白天使 VS 如生天使

	濡白天使	如生天使
产品		
成分	左旋乳酸-乙二醇共聚物微球（18%）、交联透明质酸钠、盐酸利多卡因、磷酸盐缓冲体系	
规格	0.75ml	1.0ml
作用原理	物理支撑+再生	

资料来源：全轩课堂（如生天使新品发布会）、公司官网、国家药监局、天风证券研究所

**双生天使或有望开启国内再生系列化篇章共享市场红利。**单一产品材料特性固定，需求满足和人群覆盖有限，因此需要更多产品满足消费者多样、不同层级的求美需求。濡白天使注射层次较深，效果偏塑性，如可用于外轮廓支撑或内轮廓高光点的塑造等；而如生天使延展性、支撑性、粘附性均优，更适合在皮下脂肪层平铺注射，效果更柔美，二者在施打部位及效果上可与濡白形成有效互补。“双生天使”作为国内首个上市的系列化再生产品，我们预计其将以更丰富的再生效果满足更多元的医美诉求，且以系列化打法推新，或可充分利用濡白现有渠道资源与认可度，降低沟通成本与推广难度，结合较为完善的推广营销体系和渠道资源，或将共享再生市场红利。

## 4. 未来看点：蓝海赛道前瞻布局，重点关注潜在大单品市场机会

除已上市产品外，公司也以自研/BD/合作研发路径储备丰富在研管线涵盖多其潜力领域：

(1) **肉毒类**：与 Huons 签订协议，明确公司“HUTOX”肉毒素中国区唯一经销商地位，目前该产品已完成 III 期临床，目前正在整理注册申报阶段，有望于 25 年获批上市。

(2) **透明质酸类**：自研用于治疗颈后缩的医用含聚乙烯醇凝胶微球的修饰透明质酸钠凝胶（即宝尼达），有望于 24 年获批上市；针对医用透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶（即逸美一加一）拟增加新填充部位适应症也有望于近年获批。

(3) **光电类**：与 Jeisys 签署《经销协议》，获得其旗下 Density（射频类）和 LinearZ（超声类）两款医疗美容治疗设备及配套耗材国内独家代理权，并将负责其于国内的注册登记。

(4) **减脂塑形类**：三管线布局，自研去氧胆酸注射液项目目前仍处临床前在研阶段、利拉鲁肽注射液管线已完成 I 期临床试验，此外 22 年亦与质肽生物签订司美格鲁肽注射液独家合作协议，目前该管线仍处临床前在研阶段。

(5) **胶原蛋白类**：收购沛奇隆 100% 股权布局胶原蛋白，目前其以动物源胶原为基础，主要涵盖生物蛋白海绵、止血愈合敷料等产品，未来也将继续探索更多市场机会。

(6) **埋线类**：将与东方美客（合营企业）合作研发用于软组织提拉的第二代理植线产品，目前已进入临床试验阶段。

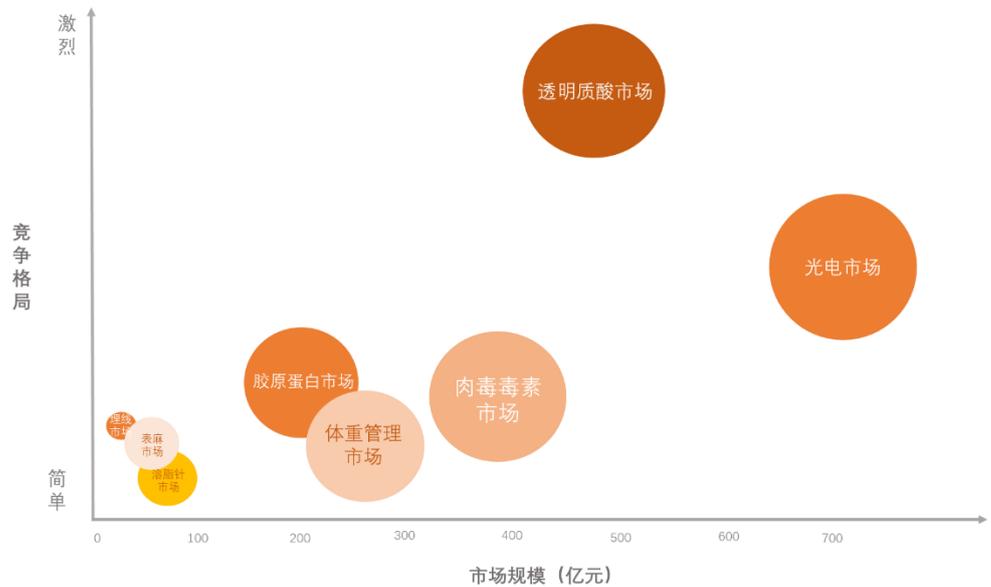
(7) **辅助产品类**：自研注射用透明质酸酶，并获诚创蓝海授予专有技术推动利多卡因丁卡因乳膏产品开发，目前两款产品分别处于临床前在研/临床试验阶段。

表 9：公司储备管线（按拟获批时间顺序列示）

产品	适应症	目前进展	预计获批时间	获取方式
医用含聚乙烯醇凝胶微球的修饰透明质酸钠凝胶（宝尼达）	拟增加治疗颈后缩适应症	注册申报阶段	2024	自研
医用透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶（逸美一加一）	拟增加新填充部位的适应症	临床试验	-	自研
注射用 A 型肉毒毒素	动态皱纹治疗	已完成 III 期临床，在整理注册申报	2025	Huons 独家授权在中国注册及商业化权力
利多卡因丁卡因乳膏	局部麻醉	临床试验	2025 年后	山东诚创蓝海授予公司专有技术与合营企业东方美客合作研发、注册及商业化
第二代理植线产品	软组织提拉	临床试验	2025 年后	注册及商业化
利拉鲁肽注射液	慢性体重管理	已完成 I 期临床	2025 年后	自研
Density	射频无创抗衰（光电）	-	2025 年后	国内独家代理
LinearZ	超声无创抗衰（光电）	-	2025 年后	国内独家代理
司美格鲁肽注射液	慢性体重管理，延长代谢周期，给药方便效果明显	临床前在研	2025 年后	与质肽生物签订独家合作协议
去氧胆酸药物（溶脂针）	颊下减脂	临床前在研	2025 年后	自研
注射用透明质酸酶	溶解透明质酸、可皮下注射	临床前在研	2025 年后	自研
胶原蛋白类	通过控股子公司原之美收购沛奇隆 100% 股权布局胶原蛋白（沛奇隆主要从事动物源胶原蛋白产品的提取和应用，已上市主要产品包括生物蛋白海绵、血愈合敷料、胶原蛋白系列产品、医用冷敷贴等）			

资料来源：公司公告、公司港股招股书、天风证券研究所

图 19：在研产品所处市场情况



资料来源：弗若斯特沙利文、爱美客招股书、巨子生物招股书、天风证券研究所  
注：横轴为 2030 年各市场预测市场空间，纵轴为现阶段各市场竞争格局

综合来看，我们认为公司后续管线布局多为市场空间大且竞争格局较优赛道，推品思路从早期多以偏流量型如水光等高成长单品拉动，向更考验渠道能力、综合推新能力的潜力大单品管线转变，在公司丰富运营能力加持下，待商品上市后有望快速占领市场并提升份额，并与现有&在研产品矩阵协同赋能，为消费者提供更全面、完善、有效的解决方案，与此同时也将进一步打开公司成长空间，持续深化巩固业内龙头地位。

#### 4.1. 肉毒毒素：有望于 25 年获批上市，潜力单品放量可期

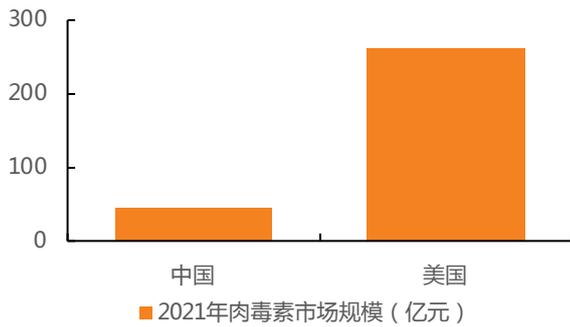
根据各管线进展，建议重点关注肉毒领域，一方面该管线有望于近年上市，一方面基于肉毒行业规模及竞争格局分析，看好其未来在该赛道的份额提升，具体来看：

##### 1、基于市场规模判断：肉毒功效具备稀缺性且市场空间大

(1) 从产品品种看：具备不可替代性。肉毒素是由肉毒杆菌产生的一种神经毒素，是注射类医美重要的产品线 and 热门单品，目前其仍为少有安全、有效能放松萎缩肌肉和改善动态纹目的的医美手段，在技术层面具有效果的高确定性和不可替代性，且除医美除皱、瘦脸等用途外，在治疗痤疮、疼痛等医疗领域同样具备发展潜力，应用空间广泛。

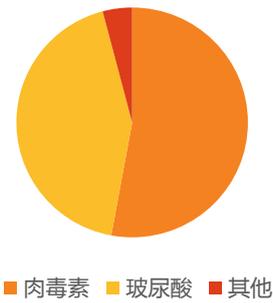
(2) 从市场空间看：已为注射类医美消费第一大品类但与海外仍有较大差距。根据新氧数据，2021 年肉毒以 52.9% 的占比超过玻尿酸成为注射类医美消费的第一大品类，整体市场规模已达 46 亿元，但仍不足美国市场的 1/5，在规模及增速上仍在快速发展阶段，根据弗若斯特沙利文预测 21-30 年国内肉毒市场将以 26.8% 的复合增速于 2030 年扩容至 390 亿元，整体增速高于非手术类医美市场 9.4 pcts。

图 20：21 年国内肉毒素市场规模不足美国 1/5



资料来源：爱美客招股书、Fortune business insights、天风证券研究所

图 21：21 年肉毒素成为国内注射类医美消费第一大品类



资料来源：新氧数据颜究院、天风证券研究所

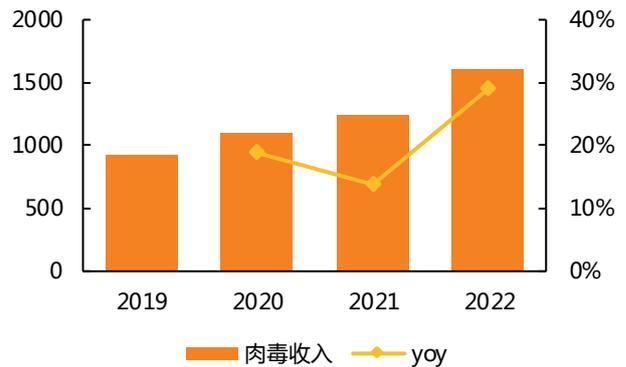
**(3) 从单品销售看：保妥适年收入 50 亿+美元销售天花板高。**肉毒毒素因功效稀缺性、适应症广泛性（医美+医药用途）市场空间广阔，而又因产品安全性要求及高技术壁垒使得行业进入难度大，较少的竞争者分享较大市场空间，致使单品具备较高的销售天花板。聚焦全球维度，保妥适凭借先发+产品优势稳居龙头地位，22 年合计收入 53 亿美元，其中医美收入 26 亿元、医药收入 27 亿元；聚焦肉毒代表性韩国市场，Hugel 公司肉毒产品后来居上位居首位 19 年市占率 40%+，22 年收入近 9 亿元。

图 22：22 年保妥适全球收入超 50 亿美元 (百万美元, %)



资料来源：艾尔建公告、艾伯维公告、天风证券研究所

图 23：22 年 Hugel 公司肉毒产品收入持续增长 (十亿韩元)



资料来源：Hugel 公告、天风证券研究所

**2、基于竞争格局判断：目前国内仅获批 5 款产品，新入者面临产品力+运营力+渠道力等综合考验，优质竞争格局下看好公司推品能力再度复刻。**

**现有竞争格局简单，高准入壁垒下仅 5 款产品获批。**肉毒在国内按照毒性药品进行管理，相比于玻尿酸等产品准入壁垒更高，周期通常为 8-10 年，20 年以前国内市场长期被保妥适及衡力二分天下，随后吉适、乐提葆相继获批，经 20 余年发展截至目前仍仅有 5 款产品获批，相较于玻尿酸品类超 50 余款的获批数量，整体竞争格局简单且更为优质。

**肉毒领域潜在管线较多，我们判断未来市场竞争或集中于准入时间+产品差异性+综合化运营能力的较量，公司管线有望于 25 年获批加之突出运营能力加持，尽早享受肉毒市场并持续提升份额。**目前肉毒市场低端衡力、高端保妥适地位稳固，常规 A 型肉毒较难对二者在绝对低端、高端领域产生较大冲击，未来肉毒产品多样化趋势确定，先入者将率先分享市场构建产品壁垒，并凭借差异化特点及综合化运营能力抢占市场份额，或更多卡位中高端维度竞争。根据目前在研管线进度梳理，爱美客代理的 Huons 已完成 III 期临床试验，正在整理注册申报阶段，根据其港股招股书披露，有望于 25 年获批上市切入肉毒市场，

一方面橙毒已在海外应用多年安全性得到有效保障并兼具品牌知名度降低教育及沟通成本，另一方面凭借公司多年积累的渠道资源、运营经验加之丰富产品矩阵下的多元组合打法，或将对现有产品产生较大竞争，抢占份额实现市占率的持续提升。

表 10：肉毒领域部分潜在上市管线

公司	产品	研发阶段
大熊制药	Nabota (绿毒)	2021 年已经在中国完成 III 期临床
爱美客/Huons	Hutox	已完成 III 期临床
复锐医疗/Revance	RT002	2023 年 7 月注册申请获药监局审评受理
因明生物	YY001 重组肉毒	I/II 期临床试验中
昊海生科/Eirion	ET-01(涂抹肉毒)	2021 年已于美国进入 III 期临床
昊海生科/Eirion	AI-09	-

注：截止 23 年 7 月

资料来源：爱美客招股书、爱美客公告、复锐医疗官网、因明生物招股书等、新浪财经等、天风证券研究所

#### 4.2. 宝尼达：十余年应用有口皆碑，拟拓展颈部适应症

为满足市场多元需求，公司也在持续对部分已上市产品进行升级迭代或适应症拓展，继续践行矩阵系列化打法：(1) 逸美一加一适应症拓展：2010 年公司推出国内首款透明质酸钠类注射填充剂“逸美”，2017 年推出“逸美一加一”完成对逸美产品的升级迭代，为巩固公司在皮肤填充剂市场的地位，满足多元化的市场需求，目前“逸美一加一”正在进行新填充部位的适应症的临床试验，拟将进一步提升品牌影响力和核心竞争力，扩大市场份额；(2) 埋植线产品迭代：公司于 2019 年推出国内首款面部埋植线产品“紧恋”，为丰富公司面部埋植线的产品类型，满足医生临床应用的需及细分化市场趋势，自研第二代埋植线产品，目前正处于临床试验阶段；(3) 宝尼达适应症拓展：2013 年公司推出宝尼达，也是国内首款含 PVA 微球的透明质酸钠注射填充剂，定位高端、效果长效，经十余年销售，现拟增加颈部填充适应症，目前该项目正处注册申报阶段，拟通过覆盖更多需求进一步延长产品生命周期。公司对市场需求的把握及产品规划思路始终前瞻而精准，矩阵化、系列化产品打法贯穿多管线，持续看好公司推新及产品销售表现。

表 11：部分已上市产品推新迭代&适应症扩展规划

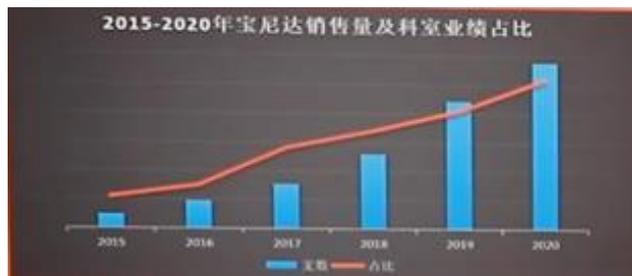
品类	产品	迭代	适应症拓展
透明质酸填充剂	逸美 (2010)	逸美一加一 (2017)	逸美一加一 (新增适应症, 临床试验阶段)
长效填充剂	宝尼达 (2013)	-	宝尼达 (新增颈部适应症, 注册申报阶段)
埋植线	紧恋 (2019)	第二代埋植线 (临床试验阶段)	-

注：截止 23 年 6 月

资料来源：公司港股招股书、公司公告、天风证券研究所

其中聚焦宝尼达，差异化布局长效骨性填充，上市至今终端价格稳定，验证其产品力、高端定位打法有效性及前瞻性。宝尼达 2013 年上市之初便以差异化材料（透明质酸、PVA 微球等）在以玻尿酸为主流的医美市场，锁定消费者未被有效满足的骨性&长效填充诉求，并且凭借对产品力的信心及前瞻定位定价 16800 元，在当时多数本土品牌仍凭借性价比与海外品牌竞争阶段，成为少有的高端定位的国产产品。根据公司年度策略发布会分享，以与宝尼达合作 10 年的机构为例，上市至今宝尼达客户数量及占其业绩比例逐年增加，即通过宝尼达项目逐渐将流量客户转化到高端项目，完成了大量的客户沉淀和积累，这也与宝尼达的指数增长曲线非常近似，经历相对较长时间的客户筛选和沉淀，当整个客户体系呈现完整的承接体系时，其高端客户维护能力将相对稳定的循环状态。此外宝尼达上市至今未曾降价，近 10 余年的生命周期及价格稳定性在医美行业屈指可数，其背后主要系公司对市场的前瞻把握与精准的产品定位，凭借高客单、消费基础频次及长期的稳定定位培育起高端粘性客户群及机构端信任认可，方得以需求不减、历久弥新。

图 24：某宝尼达合作 10 年机构项目曲线



资料来源：爱美客年度策略发布会、天风证券研究所

图 25：宝尼达项目业绩曲线模型



资料来源：爱美客年度策略发布会、天风证券研究所

其中作为国产首款商业化的具有长效填充效果的皮肤填充剂，宝尼达获批主要适应症用于中重度额部皱纹及鼻唇部皱纹治疗，为满足日趋细分化、多元化市场需求，公司继续探索开发产品多适应症应用潜力。

垫下巴为消费者最爱的三大玻尿酸项目之一，需求亟待满足，透明质酸填充提供更为安全有效选择。玻尿酸于医美市场应用已久，但合规适应症覆盖有限，难以满足多样化、精细化的求美诉求，我们认为在此背景下，把握细分赛道、拓展适应症便成为玻尿酸市场增长及厂家产品卖点塑造的重要机会。其中下巴在轮廓美中占有重要的地位，据新氧 app 介绍下巴长度约人中的 1.6-2.0 倍、下庭占脸长的 1/3 为比较舒服的比例，与此同时下巴的翘度、协调及自然程度等同样为影响面部美学的关键所在。目前常用于下巴部位治疗的项目包括透明质酸填充、脂肪填充及假体填充，其中透明质酸填充区别于后两者，无需开刀、无创口、不会留疤、简单快捷，因而被越来越多消费者选择和青睐，据中国医美项目美商指数，在玻尿酸项目中，垫下巴已成为消费者最爱的三大玻尿酸项目之一。

图 26：下巴比例及颌后缩示意图



资料来源：新氧、天风证券研究所

表 12：常见下巴填充项目对比

分类	项目	项目特点
非手术类	玻尿酸填充	操作简便快捷，治疗时损伤小，基本无需恢复期
	脂肪填充	需在治疗前提取自身脂肪组织，处理脂肪物质再注射；治疗过程相对复杂，需要恢复期，有时需 2-3 次手术才能完全成型；但脂肪成活后持久稳定，不需要反复注射，具体效果因人而异
手术类	假体填充	在口腔内做切口分离组织后再放置假体，相对脂肪填充，可以以此成型，假体相对脂肪是弥补骨骼缺陷问题，不容易有发胀感，效果更稳定，但存在异物反应的风险

资料来源：新氧、天风证券研究所

目前国内获批产品较少，竞争格局良好，公司管线目前已进入注册申报阶段，有望于 24 年获批上市。公司“医用含聚乙烯醇凝胶微球的修饰透明质酸钠凝胶”在研管线拟增加颈部填充适应症，即主要用于注射在骨膜上以治疗中重度颈后缩，通过透明质酸提供即时填充，再以聚乙烯醇凝胶微球在人体中缓慢代谢延长填充效果，目前该管线已完成临床试验进入注册申报阶段，据招股书披露有望于 2024 年获批上市。截至目前，国内仅有瑞蓝·定采一款产品于 23 年 3 月获批下颌填充适应症，用以改善轻度至中度下颌后缩患者的下颌轮廓，竞争格局简单蓝海亟待满足，公司有望紧随其后，以合规产品满足细分市场需求，并凭借宝尼达近 10 年积累的粘性客群、细分市场深耕经验（如嗨体等）、强大运营能力赋能，加之医美行业合规化进程推进助力，为公司提供利润新增长点，巩固于皮肤填充剂领域的领先市场地位。

### 4.3. 麻膏：必需型医美辅助管线，连带应用空间广阔

浅层皮肤手术前类刚需应用产品，前景可观市场增长迅速。表皮麻醉剂为具有麻醉作用的化学药品，通过喷撒或涂抹于手术部位的皮肤或黏膜表面，可应用于消费及临床场景，其中在消费场景中通常被用于浅层手术，如医美领域的皮肤美容、激光治疗等，以使局部皮肤暂时性失去痛觉提高治疗舒适度。麻膏类产品虽单价较低，如同方制药旗下复方利多卡因乳膏每 10cm<sup>2</sup> 皮肤治疗费用仅 98.6 元，但因其非手术类医美项目治疗前应用普遍性+轻医美需求持续扩容，驱动麻膏市场快速增长。根据弗若斯特沙利文数据，2021 年国内麻膏市场已达 9.86 亿元，2017-2021 年 CAGR 18.3%，未来随表麻认可度、可用性、安全性及治疗便捷度不断提高，加之产品陆续获批上市，整体市场预计将以 11.8% 的复合增速于 2030 年扩容至 26.9 亿元，市场空间&渗透率进一步提高。

图 27：国内表麻市场规模（按销售额计，基于出厂价）



资料来源：弗若斯特沙利文、爱美客招股书、天风证券研究所

蓝海市场目前获批产品较少，在研管线较多但多为利多卡因/丙胺卡因复合物。常见的表麻成分一般有两种，即利多卡因/丙胺卡因及利多卡因/丁卡因，其中后者复合物产生的表麻效果更为快速、持久，且其无需塑料封堵可自行丰富使用便捷性更强，优势更为明显。然而聚焦国内快速发展的表麻市场，目前获批产品较少（阿斯利康的 EMLA、同方制药的利多卡因乳膏、海思科药业利丙双卡因乳膏及金赛药业的利丙双卡因乳膏），且主要成分均为利多卡因/丙胺卡因，且目前国内在研表麻管线中，多数成分也为利多卡因/丙胺卡因，含在缓解疼痛方面更为有效的丁卡因成分的管线较少。

表 13：两种麻膏成分对比

主要成分	疗效	常见副作用	给药部位	用后吸收
利多卡因/ 丙胺卡因	67.5%的受试者报告疼痛得到了充分缓解；60.0%的受试者愿意再次使用此产品	苍白（37%）、红斑（30%）、温度变化感觉（7%）、肿胀（6%）、发痒（2%）	需要皮肤科手术的完整皮肤表面	需要塑料封堵
利多卡因/ 丁卡因	75.0%的受试者报告疼痛得到了充分缓解；82.5%的受试者愿意再次使用此产品	红斑（47%）、皮肤变色（16%）、肿胀（14%）	需要皮肤科手术的完整皮肤表面	暴露在空气中形成自聚焦薄膜

资料来源：科笛-B 招股书、天风证券研究所

图 28：国内已获批麻膏产品



**EMLA**  
阿斯利康  
(1998年获批上市)



复方利多卡因乳膏  
同方制药  
(2006年获批上市)



利丙双卡因乳膏（金曼佳、金赛宁）  
金赛药业  
(2023年获批上市)



利丙双卡因乳膏（海乐舒）  
海思科药业  
(2023年获批)

资料来源：国家药监局、美沃斯公众号、百度健康、天猫、1688、天风证券研究所

**公司为少数差异化布局利多卡因丁卡因乳膏管线之一，且有望率先上市，凭借更优的麻醉效果、体验感抢占市场份额。**基于麻膏在医美消费及浅层临床手术等应用的广泛性，越来越多公司如入局布局管线参与竞争，但多数同质化较强，仅有爱美客、科笛-B 等少数公司差异化布局麻醉效果更优、使用便捷性更强的利多卡因/丁卡因乳膏。以公司为例，麻膏在研管线为 Difa Cooper SPA 的 Pliaglis 仿制药（原研产品于国内的核心专利已于 2020 年到期），2020 年公司与山东诚创就利多卡因丁卡因乳膏在国内的临床试验、注册及商业化签订了合作协议并获得其专有技术，目前该管线已进入临床实验阶段，根据招股书披露预计将于 24 年完成临床试验，25 年后商业化，与其他在研管线相比，有望以更优的麻醉效果、更灵活便捷的使用性，迅速抢占市场份额，实现优质产品替代，引领麻膏市场升级。

表 14：国内麻膏在研管线进展

通用名称	公司	主要适应症	产品开发阶段	首次公布日期	药物类别
利多卡因/ 丙胺卡因	四环/yangyankongjian	正常完整皮肤、生殖器黏膜及下肢溃疡的表皮麻醉	ANDA	23.3	仿制药
	海南海灵	表皮麻醉镇痛（用于穿刺程序及浅表手术）	ANDA	23.3	仿制药
	苏州二药/南京海纳	浅表手术及穿刺程序的表皮麻醉，用于生殖器黏膜浅表小手术表皮麻醉剂浸润麻醉预处理	ANDA	23.2	仿制药
	杭州领业药业	浅表手术及穿刺程序的表皮麻醉，用于生殖器黏膜浅表小手术表皮麻醉剂浸润麻醉预处理	ANDA	23.2	仿制药
	江苏德源	正常完整皮肤、生殖器黏膜及下肢溃疡的表皮麻醉	ANDA	23.1	仿制药
	湖南九典	正常完整皮肤、生殖器黏膜及下肢溃疡的表皮麻醉	ANDA	23.1	仿制药
	Hainan Zicheng/江西德成	正常完整皮肤、生殖器黏膜及下肢溃疡的表皮麻醉	ANDA	22.10	仿制药
	河北亚东/河北新张	正常完整皮肤、生殖器黏膜及下肢溃疡的表皮麻醉	ANDA	22.10	仿制药
	澳美制药/Andros Pharmaceuticals	正常完整皮肤、生殖器黏膜及下肢溃疡的表皮麻醉	ANDA	22.9	仿制药

利多卡因/ 丁卡因	浙江赛默制药/味欧药业	正常完整皮肤、生殖器黏膜及下肢溃疡的表皮麻醉 浅表手术及穿刺程序的表皮麻醉,生殖器黏膜浅表小手术	ANDA	22.8	仿制药
	长澳药业科技	表皮麻醉剂,用于成年人及 12 岁以上青少年的浸润麻醉预处理,成人下肢溃疡的局部麻醉	ANDA	22.3	仿制药
	珠海润都/中生生化制药	浅表手术及穿刺程序的表皮麻醉,用于生殖器黏膜浅表小手术表皮麻醉剂浸润麻醉预处理	ANDA	22.2	仿制药
	人福药业	表皮麻醉镇痛(用于浅表手术及穿刺程序)	ANDA	21.12	仿制药
	华润顺峰药业/深圳宇健	浅表手术及穿刺程序的表皮麻醉,用于生殖器黏膜浅表小手术表皮麻醉剂浸润麻醉预处理	ANDA	21.11	仿制药
	广州朗圣	正常完整皮肤、生殖器黏膜及下肢溃疡的表皮麻醉	BE	23.2	仿制药
	华润双鹤	浅表手术及穿刺程序的表皮麻醉,用于生殖器黏膜浅表小手术表皮麻醉剂浸润麻醉预处理	BE	23.1	仿制药
	济南百润	表皮麻醉镇痛(用于浅表手术及穿刺程序)	BE	23.1	仿制药
	杭州景时	正常完整皮肤、生殖器黏膜及下肢溃疡的表皮麻醉	BE	22.12	仿制药
	浙江普利	正常完整皮肤、生殖器黏膜及下肢溃疡的表皮麻醉	BE	22.11	仿制药
	滨海美康	正常完整皮肤、生殖器黏膜及下肢溃疡的表皮麻醉	BE	22.11	仿制药
	浙江高拓	浅表手术及穿刺程序的表皮麻醉,用于生殖器黏膜浅表小手术表皮麻醉剂浸润麻醉预处理	BE	22.9	仿制药
	浙江昂利康	表皮麻醉镇痛(用于浅表手术及穿刺程序)	BE	22.9	仿制药
	本素药业	浅表手术及穿刺程序的表皮麻醉,用于生殖器黏膜浅表小手术表皮麻醉剂浸润麻醉预处理	BE	21.11	仿制药
	ADOH B.V/橘友生物科技	表皮麻醉镇痛(用于浅表手术及穿刺程序)	IND	22.11	新药
	科笛集团	表皮麻醉镇痛(用于穿刺程序及浅表手术)	III 期	23.2	仿制药
	良福制药/Nuobote	表皮麻醉镇痛(用于穿刺程序及浅表手术)	III 期	23.2	仿制药
	爱美客/山东诚创	用于表皮层手术前局部麻醉	临床	22.6	仿制药

注:仅包括用于穿刺程序及浅表皮肤手术的表皮麻醉产品,截止 23 年 3 月

资料来源:CDE、弗若斯特沙利文、爱美客港股招股书、科笛-B 招股书、天风证券研究所

#### 4.4. 体重管理：蓝海市场、需求庞大、拟上市管线丰富

**超重肥胖已成为影响居民健康的重要公共卫生问题,体重管理潜在需求持续增加。**近年来,随国内部分群体生活标准改善及缺乏运动等影响,国内肥胖人口快速增长,据弗若斯特沙利文预计,国内肥胖人群已由 2017 年的 1.9 亿人增至 2021 年的 2.3 亿人,CAGR 4.8%,占总人口比例达 16%,已然成为影响居民健康的重要公共卫生问题。基于此,国内也相继发布《健康中国行动(2019-3030 年)》等文件及其他举措,尽可能延缓肥胖人群攀升速度,但据弗若斯特沙利文预计,2021-2030 年仍将以 4.1%的复合增速于 2030 年增至 3.3 亿人。持续扩容的肥胖人群催生不断增加的体重管理需求,市场空间及潜力十分可观。

图 29：国内肥胖人数 2030 将增至 3.3 亿人



资料来源:弗若斯特沙利文、爱美客港股招股书、天风证券研究所

体重管理路径多样，对应多潜力蓝海市场。目前抗肥胖治疗方式主要包括全身及局部治疗两种，其中全身治疗指通过口服奥利司他或皮下给药 GLP-1 受体激动剂等药物调节内分泌或代谢以减少脂肪堆积，更偏全身管理；局部治疗则是指通过使用吸脂手术、能量减脂设备或局部脂肪堆积管理药物以减少局部脂肪堆积，更偏精雕塑形，具体来看：

**1、GLP-1 受体激动剂：全身减重王牌家族，多样选择效果显著。**GLP-1 往往在进食后分泌，通过增加胰岛素分泌及抑制以高血糖素释放来降低血糖浓度，GLP-1 受体激动剂即为 GLP-1 的类似物，而除降糖作用外同样被发现具备减重功效，并于 2014 年首次被 FDA 批准可以用于慢性体重管理。GLP-1 受体激动剂可选性丰富，从单靶点到多靶点，产品多样化竞争下驱动临床效果进阶，以减重适应症为例，根据实验数据，过去 GLP-1A 受体激动剂减重效果大约在 5-10%，其中司美格鲁肽约 15%表现最优，而替西帕肽 GLP-1/GIP 双通道激动剂减重幅度达 20%左右，效果显著性进一步提升，为全身性体重管理患者新增有力选择。而聚焦商业化市场，此前全球仅有诺和诺德旗下利拉鲁肽、司美格鲁肽两款产品 GLP-1 类药物获批减重适应症，国内多款在研管线发力角逐，直至 23 年 7 月方相继获批两款用于肥胖和超重适应症的 GLP-1 药物(华东医药旗下利鲁平、仁会生物旗下贝那鲁肽)，拉开减重新篇章。

表 15：国内部分 GLP-1 类减重适应症在研管线

药品名称	研发机构	靶点	给药方式	用药周期	最高研发阶段（中国）
利拉鲁肽	华东医药	GLP-1R	皮下注射	1 次/日	获批上市
贝那鲁肽	仁会医药	GLP-1R	皮下注射	1 次/周	获批上市
司美格鲁肽	诺和诺德	GLP-1R	皮下注射	1 次/周	申请上市
替尔泊肽	礼来	GLP-1R:GIPR	皮下注射	1 次/日	III期临床已完成
BI456906	勃林格殷格翰； Zealand Pharma	GLP-1R；GCGR	皮下注射	1 次/周	II期临床已完成
Rybelsus	诺和诺德	GLP-1R	口服	6 次/日	III期临床进行中
利拉鲁肽	万邦医药	GLP-1R	皮下注射	1 次/日	III期临床进行中
玛仕度肽	信达生物；礼来	OXM;GLP-1R:GCGR	皮下注射	1 次/周	III期临床进行中
GX-G6	石药集团；天镜生物； 天士力；Genexine	GLP-1；GLP-1R	皮下注射	1 次/周	II期临床进行中
XW003	先为达生物；凯因科 技	GLP-1；GLP-1R	皮下注射	1 次/周	III期临床进行中
retatrutide	礼来	GLP-1R；GCGR；GIPR	皮下注射	1 次/周	III期临床
诺利糖肽	恒瑞医药	GLP-1R	皮下注射	1 次/日	III期临床进行中（尚未招募）
GZR18	甘李药业	GLP-1R	皮下注射	1 次/周	II期临床进行中（招募中）
HRS9531	恒瑞医药	GLP-1R:GIPR	皮下注射	1 次/周	II期临床进行中（尚未招募）
BGM0504	博瑞医药	GLP-1R；GIPR	皮下注射	1 次/周	I 期临床已完成
利拉鲁肽注射液	诺博特生物	GLP-1R	皮下注射	-	I 期临床已完成
PB-718	派格生物；天士力	GLP-1R:GCGR	皮下注射	1 次/周	I 期临床进行中（招募中）
MWN101	民为生物	GLP-1GIP:glucagon	皮下注射	1 次/周	I 期临床进行中（尚未招募）
RAY1225	众生睿创	GLP-1R:GIPR	皮下注射	1 次/周	I 期临床进行中（尚未招募）
VCT220	闻泰医药	GLP-1R	口服	1 次/日	I 期临床进行中（尚未招募）
司美格鲁肽注射液	质肽生物；爱美客	GLP-1R	皮下注射	-	临床前在研阶段

注：截止 23 年 7 月

资料来源：21 世纪新健康研究院、药监局、爱美客公告、爱美客招股书、天风证券研究所

**2、溶脂针：局部溶脂潜力产品，兼具安全&有效性。**局部溶脂主要分为手术及非手术两类，其中非手术又可进一步被划分为以冷冻溶脂为代表的能量减脂及脂肪堆积管理药物，后者通过作用于皮下脂肪组织，破坏脂肪细胞膜或细胞外基质，诱导脂肪细胞凋亡，在通过自身免疫系统通过淋巴系统和肝脏清除达到局部减脂功效。与手术类项目相比，侵入性更小，治疗、恢复时间更快，与能量源设备相比，治疗时间仅 1/3 左右且 SAE 比率更低。从成分上看，局部脂肪堆积管理药物主要为脱氧胆酸、胶原酶、磷脂酸胆碱等。据爱美客招股书披露，截止最后可行日，全球仅有艾尔建旗下一款以脱氧胆酸为核心成分的溶脂针( Kybella )获批，国内在此领域仍为空白，在研管线蓄势待发，潜力蓝海尚未开启。

表 16：国内溶脂针在研管线

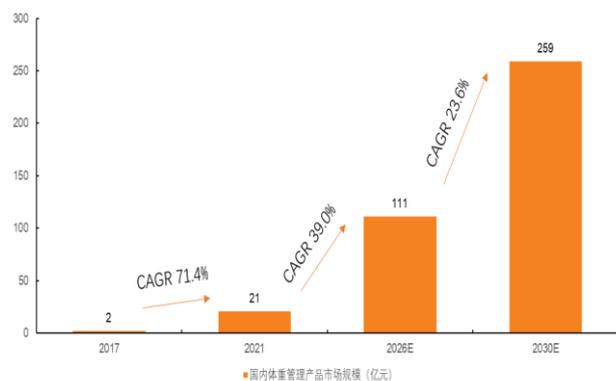
药物	公司	适应症	最高开发阶段	地区
Kybella ( 脱氧胆酸 )	艾尔建	改善成年人中重度凸起或伴随丰满颈下脂肪外观	批准	香港 台湾
脱氧胆酸	南京迈诺威	颈下脂肪	III 期已完成	中国
JS-00 ( RZL-012 )	星魅生物	颈下脂肪凸起	III 期进行中	中国
脱氧胆酸	南京诺瑞特	改善成年人因颈下脂肪堆积而导致的中重度轮廓隆起/ 面部过度丰满	III 期	中国
CU-20401	科笛	改善成年人颈下脂肪堆积 改善成人腹部脂肪堆积颈下脂肪	I 期已完成 I 期进行中	中国 中国
脱氧胆酸	爱美客	颈下脂肪	临床前在研阶段	中国
脱氧胆酸	江苏吴中	-	仿制药药学研究	中国

注：截止 23 年 9 月

资料来源：科笛-B 招股书、爱美客公告、Medactive 公众号、上海证券报、天风证券研究所

**百亿市场方兴未艾，三款线布局加码减重赛道。**体重管理市场近年来随肥胖人口增加、体重管理意识提高等得到快速发展，2021 年市场规模已达 21 亿元，未来随越来越多有效的产品及解决方案相继出现，根据弗若斯特沙利文预测，有望继续高速扩张至 2030 年达约 260 亿规模，局部溶脂代表溶脂针市场或将于 2030 年增至 39 亿元，合计超 300 亿。然而立足当下，入局产品甚少，多管线蓄势待发，公司前瞻性捕捉蓝海需求，三管齐下布局减重赛道：

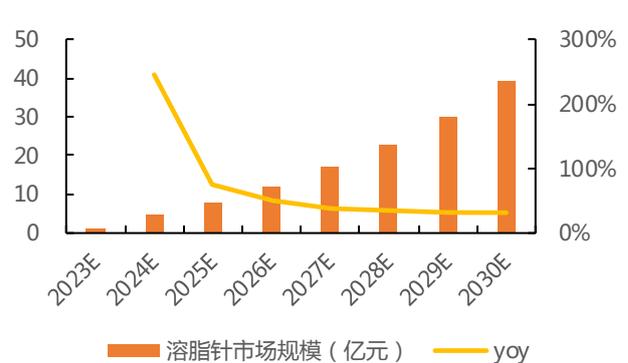
图 30：国内体重管理市场有望于 2030 年增至 259 亿元



资料来源：弗若斯特沙利文、爱美客招股书、天风证券研究所

注：按销售额（出厂价）计

图 31：国内溶脂针市场有望于 2030 年增至 39 亿元



资料来源：弗若斯特沙利文、爱美客招股书、天风证券研究所

**1、于局部溶脂布局去氧胆酸管线（溶脂针）。**公司通过全资子公司融知生物自研布局局部溶脂赛道，开发用于减少局部脂肪容量的去氧胆酸药物在研产品即溶脂针（Kybella 仿制药，核心专利将于 2025 年到期），以治疗成人中度及重度颌下脂肪丰满度，目前该管线处于临床前研究阶段，预计将于 23-24 年提交临床试验申请。

**2、于全身体重管理布局利拉鲁肽&司美格鲁肽双管线。**公司另于全身体重管理领域相继布局利拉鲁肽及其升级产品司美格鲁肽双管线，以提高公司在体重管理方向的长期竞争力：

（1）利拉鲁肽注射液管线：为诺和诺德 Saxenda 的仿制药，该产品于国内的核心专利已于 2017 年到期。公司通过全资子公司诺博特生物进行管线开发，诺博特生物核心技术人员均拥有多年重组蛋白药物研发及规模化生产经验，其核心研发人员黄钦恒曾任职于辉瑞制药公司资深研究员、首席研究员，北京诺和诺德医药科技有限公司糖尿病生物学部首席研究员、糖尿病并发症研究中心资深顾问等，拥有丰富的糖尿病生物医药行业经验，助力项目研发工作开展。截至 23H1 该管线已完成 I 期临床试验，研发进程正有序推进。

表 17：公司三管线布局体重管理赛道

类型	在研管线	适应症	项目进展	开发方式	研发目的
局部溶脂	去氧胆酸注射液	颌下减脂	临床前在研阶段	自主开发	开拓减肥产品市场，增加产品多样性，优化产品结构
全身减脂	利拉鲁肽注射液	慢性体重管理	I 期临床已完成	自主开发	以先进的生物蛋白重组、分离纯化、新药制剂技术为平台，将利拉鲁肽本地化、市场化
	司美格鲁肽注射液	慢性体重管理	临床前在研阶段	于北京质肽生物签订独家合作协议	利拉鲁肽的升级产品，延长代谢周期，降低使用频率，体重管理效果更好，满足市场需求，提高长期竞争力

注：截止 23 年 6 月

资料来源：爱美客港股招股书、爱美客公告、天风证券研究所

（2）司美格鲁肽注射液管线：为诺和诺德 Wegovy 的仿制药，该产品在国内的专利将于 2026 年到期。2023 年 3 月，公司全资子公司诺博特生物与质肽生物达成技术授权及 MAH 合作协议，将共同推进司美格鲁肽注射液（减重适应症）生物类似物品种在大中华地区的临床申报和产业化生产。从合作方维度看，质肽生物成立于 2018 年，其研发团队核心成员来自诺和诺德、甘李等国内外知名药企，创始人张家旭博士更拥有 30 年以上生物制药和科研经验，曾任职诺和诺德研发副总裁，在生物制药方面经验丰沛，现有 10 个在研重组蛋白创新药和生物类似物品种，管线开发已步入快车道；从合作产品维度看，作为利拉鲁肽的升级产品，司美格鲁肽能够延长代谢周期、降低使用频率且体重管理效果更为明显，得以更好地满足市场需求，截止 23H1 该管线正处于临床前在研阶段，此番布局有望进一步提高公司在体重管理方向的长期竞争力。

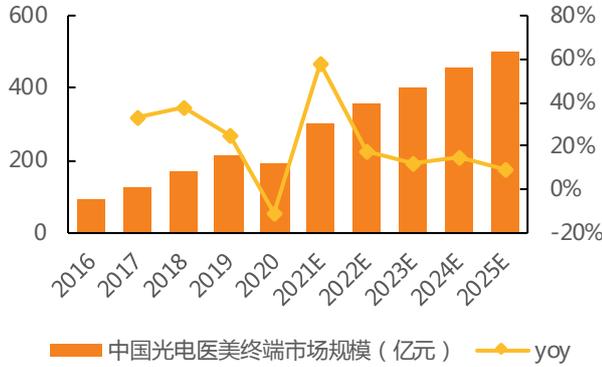
公司作为国内于体重管理赛道管线布局最充沛的企业之一，同时涵盖医美及医疗、局部及全身、日制剂及周制剂多元诉求，随研发进程稳步推进，加之公司强大获证&营销能力赋能，有望强势抢占市场份额，将体重管理转化为公司第二、第三增长曲线，拓展业务领域，进一步打开营收空间，向百亿消费医疗公司迈进。

#### 4.5. 光电：非手术类半壁江山，监管趋严利好合规市场

光电医美是轻医美项目的重要组成部分，目前的光电医美项目主要采用激光、强脉冲光、射频和超声波这四大主流技术，借助光电医美器械，将光波、电磁波或声波等不同能量源作用于皮肤特定位置的不同皮肤层，从而改变皮肤状态，以达到美白、紧致、抗衰、祛疤等目标美容效果。

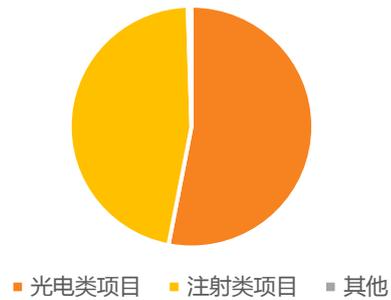
作为非手术项目重要组成部分，近年来持续扩容，现已超过注射类成为轻医美最大细分市场。光电类医美项目作为非手术类医美项目的重要组成部分，凭借其创伤小、恢复快等特点深受消费者喜爱，加之颜值经济趋势下轻医美蓬勃发展拉动光电医美需求增加，市场迅速扩容，据 Medical Insight 及头豹研究院测算，2022 年国内光电医美市场已达 357 亿元，预计 2025 年将扩容至 502 亿，复合年均增长率达 12%；从市场占比看，2022 年超过以玻尿酸、肉毒为代表的注射类，占据非手术类医美半数以上市场，未来随着行业持续复苏，加之轻医美消费意愿的增长，光电项目市场空间及渗透率有望进一步提升。

图 32：国内光电医美终端市场规模



资料来源：艾媒、头豹、智研咨询、天风证券研究所

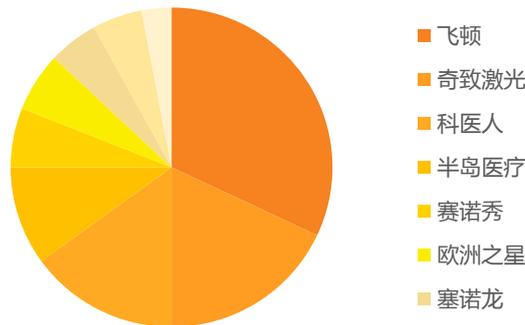
图 33：2022 年光电类项目在非手术类医美项目中占比达 53%



资料来源：普门科技投资者关系活动记录表、天风证券研究所

目前光电医疗设备行业呈现出集中度高、海外厂商品牌影响力大且占据较大市场份额的市场竞争格局，并存在一定的国产替代趋势。（1）从行业集中度来看，光电医美设备行业集中度高。以激光市场为例，2020 年国内医美设备市场 CR4 达 75%，均属极高寡占型市场格局。（2）从竞争厂家来看，以海外厂商为主。海外龙头企业涉足光电医疗行业较早，技术更为成熟稳定，在医美设备市场的具有极高的品牌力与影响力，代表厂商如以色列飞顿、美国科医人等。国内本土企业因起步较晚，在技术门槛较高、水货影响的光电领域追赶难度较大，但近年来也有部分本土企业研发技术不断突破，如奇致激光、Peninsula 半岛等本土逐渐在激光、超声等领域跑出声量，国产替代趋势同样不可忽视。

图 34：2020 年中国激光类医疗设备市场 CR4 75%



资料来源：美迈普公众号、Medical Insight、蛋壳研究院、天风证券研究所

具体来看，国内厂商布局光电主要有两条路径：（1）综合性头部医美企业多通过投资/收购海外公司入局：基于国内外光电产品发展程度差异，出于对自主研发难度及时间成本等考量，综合性头部医美公司多选择通过并购行为，引进海外优质产品资源布局光电医疗设备赛道，如复锐医疗收购以色列飞顿多数股权，华东医药相继通过合作/收购方式通过 R2/High Tech/Viora/EMA Aesthetics 四步专业化布局能量源医美，昊海生科也同样通过收

购欧华美科股权补足光电管线等。(2) **专业光电企业集中资源攻坚多致力于自主研发**：光电医疗设备属于多学科交叉整合的技术密集型产业，存在较高的技术壁垒，国内自主研发型企业多仅聚焦光电赛道且创始人核心技术人员产业背景深厚，如奇致激光侧重聚焦激光类设备，更利于集中人力及资源实现技术攻关，并成功推出多款性能领先的自研光治疗设备与激光手术设备；Peninsula 半岛公司创始人原为外科医生曾深入临床一线洞察市场机会及需求，聚焦超声仪器领域自研半岛超声炮备受市场认可，不断缩小与海外厂商技术差距。

图 35：国内光电市场三类参与者布局路径



资料来源：华东医药公告、华东医药官网、每日经济新闻等、天风证券研究所

**与 Jeisys 公司签订经销协议，补足光电产品管线布局。**2023 年 11 月公司与韩国最大的医疗激光美容设备生产企业 Jeisys 公司签署《经销协议》，Jeisys 授权公司负责其旗下 Density 和 LinearZ 医疗美容治疗设备及配套耗材在中国内地（不含香港、澳门、台湾）的推广、分销、销售和相关服务，且公司对上述约定产品在上述区域内具有排他性权利，为中国内地独家经销商，并约定公司负责在内地开展必要的临床试验，并组织在经销区域内的注册登记，协议期限至约定产品获得监管批准后 10 年终止，补足公司光电产品管线布局。

**合作产品 Density 和 LinearZ 为二款皮肤无创抗衰仪器。**

**(一) Density：射频类无创抗衰设备，对标热玛吉单品潜力可观**

Density 为 Jeisys 于 2023 年推出的 RF（射频）类医美设备，其通过将 6.78MHz 单极高频能量深入传递至皮下脂肪层及筋膜层，通过热效应以达到凝固紧致皮肤的目的，实现抗衰提升。在此过程中，该设备可通过 5 个阶段的细致冷却和阻抗反馈系统，在保护皮肤安全的同时针对每个人的皮肤电阻值进行细致的治疗。

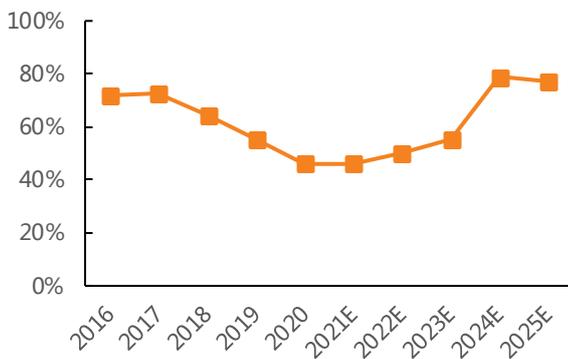
图 36 : DENSITY 设备及耗材



资料来源：医美时讯公众号、天风证券研究所

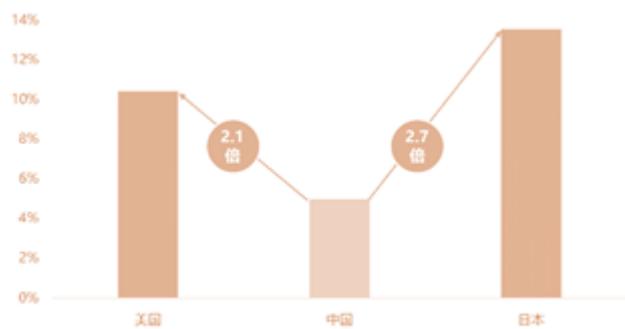
**聚焦国内，合规引导下射频类设备市场持续扩容。**2021 年 4 月，国家药监局发布关于征求《射频美容类产品分类界定指导原则》（征求意见稿），昭示着射频行业肃清起步，23 年 4 月国家药监局器审中心组织制定并发布《射频美容设备注册审查指导原则》，指出“用于治疗皮肤松弛，减轻皮肤皱纹，收缩毛孔，紧致、提升皮肤组织，或者治疗痤疮、瘢痕，或者减少脂肪（脂肪软化或分解）等，按照 III 类医疗器械监管，且自 2024 年 4 月 1 日起，未依法取得医疗器械注册证的此类产品，不得生产、进口和销售。”根据亿渡及智研咨询数据预测，在监管引导下国内射频市场将逐步实现合规替代，待 2025 年合规市场占比将提升至 77%；另从市场空间看，对比美国、日本，我国无创年轻化项目在医美项目中的数量占比仍具 2 倍左右提升空间，潜力可观。

图 37 : 国内射频医美器械市场合规占比趋势



资料来源：亿渡数据、智研咨询、天风证券研究所

图 38 : 国内无创年轻化项目在医美项目中数量占比对比美日情况



资料来源：健康界、天风证券研究所

**国内射频医美设备以进口为主，代表产品热玛吉年销售 15 亿+。**根据检索，目前国内已获批含“减少皱纹”适应症的三类射频设备共有 12 款且均为进口，以代表性产品热玛吉为例，2020 其全球收入达 2.1 亿美元（约合人民币 15.3 亿元）且主要集中于亚太地区，产品销售空间可观。Density 承载 Jeisys 前沿技术，待国内上市后或可对热玛吉产生冲击。2023 年 4 月 Density 于韩国获批并实现商业化，以当地市场为例单次治疗费用约均 160 万韩元（约合 8k+RMB），Density 兼具有效性与安全性，加之公司商业化运营经验，待其上市后有望逐步抢占市场份额。

表 18：国内已获批三类射频设备（含减少皱纹适应症）

注册人	产品	型号	适应症
索塔医疗有限公司 Solta Medical, Inc.	射频治疗仪 Thermage CPT System	TG-2B	用于对身体、面部及眼周皱纹的非侵入性治疗
盈美特医疗科技有限公司 InMode Ltd.	射频治疗仪 InMode System	InMode	用于减轻面部皮肤皱纹，使用时需配合耦合剂
BTL 实业有限公司 BTL Industries Limited	射频治疗仪 High Frequency Device	Exilis Elite	用于减轻身体及面部的皮肤皱纹，需由经培训合格的专业医护人员使用
盈美司科医疗科技有限公司 Invasix Ltd.	射频治疗仪 InMode System	InMode FORMA	用于减轻面部皮肤皱纹，使用时需配合耦合剂。
赛诺龙医疗有限公司 Syneron Medical Ltd.	光学射频治疗仪 elos Plus	elos Plus	产品所含多个治疗头具有不同的临床用途，其中 Sublative RF 治疗头用于治疗萎缩性痤疮疤痕及减少局部皱纹、Sublime 治疗头用于减少局部皱纹
美国赛诺秀公司 Cynosure, LLC	射频治疗仪 RF Treatment System	TempSure	Smart 模式下配合 Envi 治疗手柄可用于非剥脱式治疗以减轻轻度到中度的面部细纹和褶皱，适用于皮肤分型 I-IV
以色列飞顿激光有限公司 Alma Lasers Ltd	射频治疗仪 Radio Frequency Medical	Accent Pro	用于减轻皱纹
	Multifunctional Device	Accent XL	用于皮肤组织加热以改善皮肤皱纹及痤疮疤痕的非侵入性治疗
	射频治疗仪 Radio Frequency Medical Multifunctional Device		
凯德朗公司 Candela Corporation	红外线射频治疗仪 eTwo	eTwo	Sublative RF 治疗头用于萎缩性痤疮疤痕及减少局部皱纹；Sublime 治疗头用于减少局部皱纹
维奥有限公司 VIOL. Co., LTD	射频治疗仪 SCARLET Electrosurgical system, general-purpose	SCARLET	本产品需配合有医疗器械注册证的射频微针（型号规格：microneedle tip）使用，用于面部皮肤组织加热以改善皮肤皱纹及痤疮疤痕的侵入式有创治疗
（株）路创丽公司 Lutronic Corporation	射频治疗仪 Radio Frequency System	INFINI	利用射频能量作用于患者皮肤，用于改善面部皮肤松弛和皱纹
华诺美容科技有限公司 Viora Ltd.	射频治疗仪 Radio Frequency System	Reaction	用于改善皮肤皱纹的非侵入性治疗

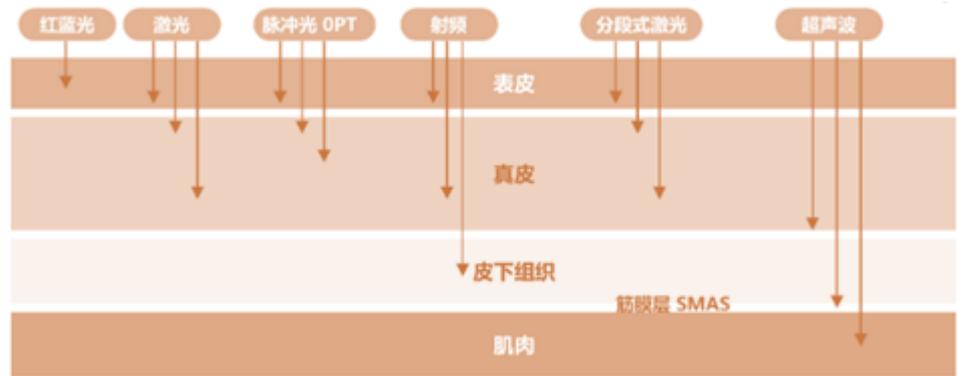
注：截止 23 年 9 月

资料来源：国家药监局、天风证券研究所

## （二）LinearZ：超声类无创抗衰设备，瞄准国内合规市场机会

**超声设备可触达皮肤深层，合规市场机会十足。**超声医美设备通过将超声波聚焦在皮肤真皮层和皮下筋膜层区域，利用超声波的热效应使组织发生凝固，激发人体的修复机制而引起新胶原形成，最终实现组织提升和改善皱纹的效果。超声波作为现有光电技术中可触达皮肤层级最深的能量，具有独特且不易被替代的优势，但因其发射能量高，故产品设计不合理或操作不当等均可对组织造成损伤。因此截至目前国内尚未有以抗衰为适应症的三类超声医美设备获批，其背后主要系产品所提交的资料不足以证明产品用于中国人群的安全、有效性，合规市场竞争格局尚未完全形成，潜力十足。

图 39：不同光电技术作用的皮肤层级



资料来源：健康界、天风证券研究所

**LinearZ：超声波类无创抗衰产品，有望填补国内市场空白。** LinearZ 为 Jeisys 于 2022 年推出的 HIFU( 超声波 )类医美设备，其可根据手术部位和皮肤结构选择不同的目标深度使用，并多维度优化操作及项目体验，具体来看 LinearZ：(1)更具便利性：将公司过往 ULTRAcel Q+产品的 13 个墨盒通过 4 个墨盒进行深度和模式调节，提高使用便利性；(2)更具快捷性：提高手术速度得以加快机构患者循环，增加产品竞争力；(3)商业模式更优：开发出新的手术模式，提供独特差异化及可用性，促进消耗品销售，利于机构建立使用粘性。该产品对标超声刀（国内未获批），海外上市已一年有余，依托公司获证能力，有望填补国内三类超声医美抗衰合规市场空白。

图 40：LinearZ 设备及技术优势



资料来源：医美时讯公众号、天风证券研究所

**市场把握&获证&运营经验加持，看好两款产品商业化前景。** 国内光电医美市场起步较晚，海外厂商布局较早技术更为成熟、稳定，且出于对消费者安全性考量证照审批较严合规产品有限，因而业内呈现出由海外厂商主导的高集中竞争格局。此次公司引进的两款产品瞄准声量较大的射频市场以及技术优势明显但国内尚无合规三类医美设备获批的超声市场，一方面通过获取代理权引进规避了自研技术的时间周期成本及失败风险，一方面两市场教育已相对充分，加之公司获证能力及运营经验加持，我们预计整体商业化成功率较高、前景可观。此外公司现有产品多为注射类，光电产品的引入也将进一步拓展布局广度，未来待其获批上市后，有望与注射类产品联合推出综合化解决方案，联动应用丰富求美选择。

## 5. 盈利预测

公司经多年积累及行业深耕，已积累起对市场需求的敏锐洞察、过硬的自研及拿证实力、丰富多样的产品矩阵及多潜力领域管线储备，未来在医美行业复苏+渗透率持续提升的背景下，公司将以现有产品为基本盘，以成长性单品及在研管线不断贡献业绩增量，有望持续巩固其业内龙头地位，实现营收、业绩进一步提升，基于此我们对公司主要业务线作出如下假设：

**(1) 溶液类注射产品：**以酶体为代表的溶液类产品市场稀缺性较高且具备流量属性，随行业逐步复苏各产品销售预计也将逐渐恢复增速，我们预计 2023-2025 年营业收入分别为 16.2/19.7/23.4 亿元，同比增长 25.6%/21.6%/18.7%。

**(2) 凝胶类注射产品：**主要包括透明质酸填充剂及再生类产品，其中濡白天使仍处成长期，加之同系列新品如生天使上市，二者在共享再生红利的同时也可与其他管线联动丰富求美解决方案，在此基础上，我们预计 2023-2025 年营业收入分别为 12.4/18.2/25.0 亿元，同比增长 93.9%/47.4%/37.0%。

**(3) 其他产品：**主要包括埋植线等收入占比较小，根据公司公告披露肉毒管线已完成三期临床试验，我们预计其有望于 25 年获批上市贡献收入增量，我们预计 2023-2025 年营业收入分别为 0.1/0.1/1.6 亿元，同比增长 29.9%/30.0%/1057.8%。

**综上，我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 28.7/38.1/50.0 亿元，对应增速分别为 48.1%/32.7%/31.1%；归母净利润分别为 18.6/24.5/31.4 亿元，同比增速分别为 46.9%/32.2%/28.0%。**

表 19：公司盈利预测（百万元）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	709.29	1,447.87	1,938.84	2,870.91	3,810.62	4,996.06
yoy	27.18%	104.13%	33.91%	48.07%	32.73%	31.11%
毛利率				94%	94%	92%
溶液类注射产品	447.38	1,046.14	1,292.75	1,623.38	1,973.83	2,343.34
yoy	82.8%	133.8%	23.6%	25.6%	21.6%	18.7%
毛利率	92%	94%	94%	94%	93%	92%
凝胶类注射产品	252.19	385.33	638.14	1,237.20	1,823.37	2,497.27
yoy	-19.2%	52.8%	65.6%	93.9%	47.4%	37.0%
毛利率	91%	93%	94%	94%	94%	93%
其他	9.73	16.40	7.95	10.33	13.43	155.45
yoy	1003.9%	68.6%	-51.5%	29.9%	30.0%	1057.8%
毛利率	91%	92%	92%	93%	93%	72%

资料来源：wind、公司公告、天风证券研究所

爱美客作为医美器械端龙头，已上市管线聚焦注射类产品涵盖类别业内领先，并拥有多款首个或唯一性产品，加之多年积累下的获证能力、渠道资源及运营能力，已然建立起深厚壁垒，并在 B 端&C 端建立起良好的口碑及认可度。过去三年在疫情反复背景下公司依然表现出强劲的经营韧性，并在放开后展现出卓越的业绩弹性，屡次向市场证明其优质产品力及兑现力。此外，公司前瞻性把握市场需求布局能力突出，在研管线储备丰富，涉及肉毒、减脂塑形、再生、胶原蛋白等诸多潜力领域，未来或将继续深化业内龙头地位。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 18.6/24.5/31.4 亿元 截止 3 月 18 日收盘价，对应 2023-2025 年 PE 分别为 40X/30X/24X。基于可比公司 24 年 32X PE 均值且其均为多业务布局影响整体 PE，而公司作为业内少数仅聚焦医美领域标的且龙头地位突出，故给予

公司 24 年 40X PE，对应目标价为 453.59 元，向上空间 31%，维持“买入”评级。

表 20：可比公司估值

证券代码	证券简称	2024/3/18		归母净利润 (亿元)				PE			
		收盘价 (元)	总市值 (亿元)	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
688366.SH	昊海生科	113.55	194.71	1.80	4.16	5.36	6.61	108	47	36	29
688363.SH	华熙生物	62.52	301.15	9.71	5.87	10.01	12.20	31	51	30	25
002612.SZ	朗姿股份	18.35	81.19	0.16	2.44	3.21	3.93	505	33	25	21
832982.BJ	锦波生物	237.69	161.83	1.09	3.00	4.63	6.47	148	54	35	25
			平均值					198	46	32	25
300896.SZ	爱美客	345.60	747.74	12.64	18.56	24.53	31.40	59	40	30	24

资料来源：wind、天风证券研究所

注：锦波生物已覆盖来自天风证券研究所预测，其余可比公司预测均来自 wind 一致预期，收盘价及总市值截止日期 2024.3.18

## 6. 风险提示

(1) 宏观经济波动风险：若全球宏观经济大幅下行，则消费信心受挫，可能带来消费力较低，整体消费市场较为低迷。

(2) 行业政策监管风险：近年来医美行业监管趋严，打击水货市场、加大非法机构端整治力度，从产品端、机构端、宣传推广等方面规范行业发展，行业各环节发展一定程度上存在受政策整治的影响风险。

(3) 市场竞争加剧风险：医美行业盈利能力较强，未来多种类新产品入市，且多家企业从不同领域以自研、外延投资等方式切入该赛道可能带来竞争加剧风险。

(4) 测算与实际差异风险：报告内对医美及其细分市场未来空间测算均为弗若斯特沙利文预测数值，因市场发展可能存在一定不确定性，因此或与实际情况存在差异。

(5) 新品研发及注册进度不及预期风险：新品研发及临床周期较长，成功率和获批率具备一定的不确定性。

(6) 产品销售推广不及预期风险：医美行业竞争日趋激烈，热点更迭持续进行，对公司响应市场变化能力提出更高要求，同样对产品推广销售提出较大考验。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,263.54	3,139.59	5,228.31	7,589.74	10,635.55	营业收入	1,447.87	1,938.84	2,870.91	3,810.62	4,996.06
应收票据及应收账款	72.35	127.76	98.66	222.25	221.22	营业成本	91.27	99.91	167.39	241.82	393.54
预付账款	14.65	20.86	22.17	45.67	71.47	营业税金及附加	6.66	9.50	14.07	18.68	24.49
存货	34.94	46.72	84.72	98.97	208.02	销售费用	156.49	162.67	269.87	362.01	474.63
其他	417.77	798.81	759.66	780.02	807.29	管理费用	64.72	125.43	146.42	194.34	254.80
<b>流动资产合计</b>	<b>3,803.25</b>	<b>4,133.73</b>	<b>6,193.52</b>	<b>8,736.66</b>	<b>11,943.55</b>	研发费用	102.31	173.11	203.83	270.55	354.72
长期股权投资	1,001.03	935.14	935.14	935.14	935.14	财务费用	(51.92)	(45.22)	(86.13)	(114.32)	(159.87)
固定资产	142.86	195.02	180.11	165.19	150.28	资产/信用减值损失	(2.59)	(2.65)	(2.61)	(2.63)	(2.62)
在建工程	0.00	5.01	6.01	6.81	7.31	公允价值变动收益	27.37	29.41	(9.46)	15.09	5.84
无形资产	11.99	116.64	115.08	113.52	111.96	投资净收益	18.48	33.13	25.81	29.47	27.64
其他	305.70	873.01	595.92	677.09	708.30	其他	(91.54)	(134.67)	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,461.58</b>	<b>2,124.82</b>	<b>1,832.26</b>	<b>1,897.75</b>	<b>1,912.98</b>	<b>营业利润</b>	<b>1,126.62</b>	<b>1,488.20</b>	<b>2,169.20</b>	<b>2,879.47</b>	<b>3,684.62</b>
<b>资产总计</b>	<b>5,264.83</b>	<b>6,258.55</b>	<b>8,025.79</b>	<b>10,634.41</b>	<b>13,856.53</b>	营业外收入	0.26	0.31	0.33	0.24	0.29
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	5.05	0.20	1.38	1.70	2.08
应付票据及应付账款	8.55	19.34	15.76	35.21	56.55	<b>利润总额</b>	<b>1,121.84</b>	<b>1,488.31</b>	<b>2,168.15</b>	<b>2,878.01</b>	<b>3,682.83</b>
其他	157.30	190.12	166.65	289.99	347.65	所得税	164.50	220.72	319.74	425.62	543.88
<b>流动负债合计</b>	<b>165.85</b>	<b>209.46</b>	<b>182.40</b>	<b>325.20</b>	<b>404.20</b>	<b>净利润</b>	<b>957.33</b>	<b>1,267.58</b>	<b>1,848.41</b>	<b>2,452.39</b>	<b>3,138.95</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	(0.47)	4.03	(7.38)	(1.07)	(1.31)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>957.80</b>	<b>1,263.56</b>	<b>1,855.79</b>	<b>2,453.46</b>	<b>3,140.26</b>
其他	56.59	88.60	52.29	65.83	68.90	每股收益(元)	4.43	5.84	8.58	11.34	14.51
<b>非流动负债合计</b>	<b>56.59</b>	<b>88.60</b>	<b>52.29</b>	<b>65.83</b>	<b>68.90</b>						
<b>负债合计</b>	<b>235.18</b>	<b>312.77</b>	<b>234.70</b>	<b>391.03</b>	<b>473.10</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
少数股东权益	0.18	99.65	92.27	91.21	89.90	<b>成长能力</b>					
股本	216.36	216.36	216.36	216.36	216.36	营业收入	104.13%	33.91%	48.07%	32.73%	31.11%
资本公积	3,410.72	3,411.59	3,411.59	3,411.59	3,411.59	营业利润	124.10%	32.09%	45.76%	32.74%	27.96%
留存收益	1,406.09	2,215.37	4,071.16	6,524.62	9,664.88	归属于母公司净利润	117.81%	31.92%	46.87%	32.21%	27.99%
其他	(3.69)	2.81	(0.29)	(0.39)	0.71	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>5,029.65</b>	<b>5,945.78</b>	<b>7,791.09</b>	<b>10,243.38</b>	<b>13,383.43</b>	毛利率	93.70%	94.85%	94.17%	93.65%	92.12%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5,264.83</b>	<b>6,258.55</b>	<b>8,025.79</b>	<b>10,634.41</b>	<b>13,856.53</b>	净利率	66.15%	65.17%	64.64%	64.38%	62.85%
						ROE	19.04%	21.61%	24.10%	24.17%	23.62%
						ROIC	558.81%	111.95%	119.53%	154.61%	197.56%
						<b>偿债能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	资产负债率	4.47%	5.00%	2.92%	3.68%	3.41%
净利润	957.33	1,267.58	1,855.79	2,453.46	3,140.26	净负债率	-64.73%	-52.61%	-67.02%	-74.01%	-79.40%
折旧摊销	11.89	15.98	16.48	16.48	16.48	流动比率	21.30	18.44	33.95	26.87	29.55
财务费用	2.14	3.15	(86.13)	(114.32)	(159.87)	速动比率	21.10	18.23	33.49	26.56	29.03
投资损失	(18.48)	(33.13)	(25.81)	(29.47)	(27.64)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(142.72)	(406.33)	223.37	(93.59)	(104.58)	应收账款周转率	28.34	19.38	25.36	23.75	22.53
其它	132.62	346.69	(16.84)	14.02	4.53	存货周转率	46.90	47.49	43.68	41.49	32.55
<b>经营活动现金流</b>	<b>942.78</b>	<b>1,193.94</b>	<b>1,966.87</b>	<b>2,246.58</b>	<b>2,869.18</b>	总资产周转率	0.29	0.34	0.40	0.41	0.41
资本支出	934.70	322.60	37.30	(12.73)	(2.58)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	967.13	(65.89)	0.00	0.00	0.00	每股收益	4.43	5.84	8.58	11.34	14.51
其他	(2,549.61)	(1,200.43)	6.42	11.22	18.04	每股经营现金流	4.36	5.52	9.09	10.38	13.26
<b>投资活动现金流</b>	<b>(647.78)</b>	<b>(943.71)</b>	<b>43.72</b>	<b>(1.51)</b>	<b>15.46</b>	每股净资产	23.25	27.02	35.58	46.92	61.44
债权融资	59.86	48.58	81.24	116.46	160.08	<b>估值比率</b>					
股权融资	(495.80)	(598.44)	(3.10)	(0.10)	1.10	市盈率	78.07	59.18	40.29	30.48	23.81
其他	(51.36)	175.68	0.00	0.00	(0.00)	市净率	14.87	12.79	9.71	7.37	5.62
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(487.30)</b>	<b>(374.18)</b>	<b>78.14</b>	<b>116.36</b>	<b>161.18</b>	EV/EBITDA	94.53	73.05	32.63	23.76	17.79
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	95.40	73.68	32.89	23.90	17.88
<b>现金净增加额</b>	<b>(192.30)</b>	<b>(123.96)</b>	<b>2,088.72</b>	<b>2,361.43</b>	<b>3,045.81</b>						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com