

用科技成人之美

华泰研究

2024年4月23日 | 中国内地

首次覆盖

化妆品

投资评级(首评):

买入

目标价(人民币):

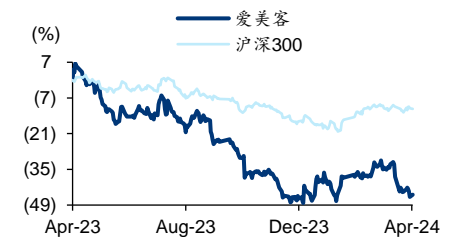
415.80

研究员	孙丹阳
SAC No. S0570519010001	sundanyang@htsc.com
SFC No. BQQ696	+(86) 21 2897 2038
研究员	林寰宇
SAC No. S0570518110001	linhuanyu@htsc.com
SFC No. BQQ796	+(86) 755 8249 2388

基本数据

目标价(人民币)	415.80
收盘价(人民币 截至4月22日)	283.54
市值(人民币百万)	61,347
6个月平均日成交额(人民币百万)	881.21
52周价格范围(人民币)	266.80-549.00
BVPS(人民币)	29.34

股价走势图



资料来源: Wind

把握医美长期向上方向,看好国产龙头厂商引领细分市场增长红利

医美支出与居民收入预期存在一定相关性,但海内外医美上游厂商增长节奏却并不同频。追求健康与美丽是人类永恒的话题,我们更看重国产厂商实力提升、技术进步,以优质供给正向引领细分市场需求释放,持续演绎进口替代。爱美客秉持“用科技成人之美”的宗旨,持续前瞻洞察需求、提供流量型+心智型+高附加的产品矩阵、产品力与渠道力兼具,有望持续把握细分市场增长红利。我们判断嗨体系列有望维持较快增长,双生系列将接力新成长曲线。后续新宝尼达/肉毒/减重/胶原/光电/护肤等管线潜力释放亦可期。预计24-26年EPS11.88/15.56/19.42元,可比公司24年Wind一致盈利预测PE34倍,考虑到公司医美产品管线齐全、渠道能力较强,给予24年35倍PE,目标价415.80元,首次覆盖给予“买入”评级。

把握医美行业长期方向:需求提升与供给扩容的共振

中国医美市场渗透率仍处提升期,合规供给有序扩容有望不断开辟增量市场:1)材料多元化,从玻尿酸到再生针剂、重组胶原;2)部位精细化:新产品/新适应症正向挖潜消费者细分需求;3)诊疗综合化:厂商联合机构为求美者提供多产品联动的综合解决方案。按不同消费力人群增长潜力拆分,我们预计2030年中国医美终端市场总消费金额超6000亿元(对应上游出厂规模超1600亿)。按上轮廓/中面部/下轮廓/颈部/眼周/口周/皮肤管理主流部位拆分,我们预计仅上述市场至2030年合计规模约1200亿,而应用在颅顶/耳廓/手部/身体等精细化/创新性产品的潜能可能被低估。

爱美客:前瞻洞察市场需求,大单品持续孵化

公司率先以嗨体颈纹针切入差异化细分市场,嗨体熊猫针/冻活泡泡针分别聚焦眼周及水光市场,产品矩阵持续丰富。嗨体品牌价值日益增长,我们预计嗨体系列仍处于成长阶段。再生针剂濡白天使增长迅速,成为公司构筑现象级产品矩阵的有力支撑点;濡白+如生双生系列产品组合打造深层骨相支撑+浅层平铺的全脸抗衰综合解决方案,有望接力新一轮成长曲线。新宝尼达/肉毒/减重/胶原/光电/护肤等管线储备丰富,潜力待释放。

销售渠道奠基,研发实力提供源动能

直销助新品孵化,经销助销售放量,23年末公司直销+经销覆盖约7000家机构,较卫健委24年1月公示的全国1.8万家医美机构有较大提升空间。区域上,华东华北市场收入占比过半,其他区域尚待深耕。公司强化国内市场营销体系建设,依托全轩学苑,赋能医生,提供全方位、全周期支持服务。公司重研发创新,高素质研发团队及行业领先技术提供创新动力。

风险提示:新品获批较慢、市场竞争加剧、消费力较弱。

经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(人民币百万)	1,939	2,869	3,991	5,297	6,629
+/-%	33.91	47.99	39.07	32.74	25.14
归属母公司净利润(人民币百万)	1,264	1,858	2,571	3,366	4,202
+/-%	31.92	47.08	38.35	30.93	24.82
EPS(人民币,最新摊薄)	5.84	8.59	11.88	15.56	19.42
ROE(%)	23.24	30.48	34.83	34.57	32.88
PE(倍)	47.86	32.54	23.52	17.96	14.39
PB(倍)	10.34	9.53	7.18	5.47	4.17
EV EBITDA(倍)	38.56	26.48	18.66	13.64	10.34

资料来源:公司公告、华泰研究预测

正文目录

与市场不同的观点.....	5
爱美客：为求美者打造全面产品及解决方案.....	6
国内领先的医疗美容创新产品提供商.....	6
股权集中、激励充分、团队稳定.....	7
营收快速增长，业绩亮眼.....	8
上市以来股价复盘.....	10
把握长期方向：需求提升与供给扩容的共振.....	11
医美市场渗透率仍处快速提升期.....	11
医美消费与收入预期相关.....	11
供需不匹配仍是主要矛盾.....	12
渗透率仍处长期提升通道.....	12
监管加强有助高质量发展.....	13
合规产品有序扩容，正向引导细分需求.....	15
方向 1：材料多元化.....	15
方向 2：部位精细化.....	18
方向 3：诊疗综合化.....	19
多维度测算医美市场空间.....	19
总量角度：预计至 2030 年我国医美终端市场消费金额超 6000 亿.....	19
细分角度：精细化需求、创新性产品的潜能可能被低估.....	20
爱美客：前瞻洞察市场需求，大单品持续孵化.....	22
嗨体系列成就国产医美龙头.....	22
双生系列引领再生针剂市场.....	26
管线丰富，打造未来增长极.....	29
宝尼达系列：额后填充新品可期.....	29
肉毒素产品有望打造新增长点.....	30
牵手 Jeisys 拓展光电医美版图.....	30
绸缪胶原市场，发力功效护肤.....	31
销售渠道奠基，研发实力提供源动能.....	32
华东华北为优势区域，国内市场仍待开拓.....	32
直销为主、经销为辅，销售网络持续完善.....	32
全方位、全周期支持，深度赋能下游客户.....	33
高素质研发团队、领先技术提供创新动力.....	33
盈利预测与估值.....	34
盈利预测.....	34
估值.....	37
风险提示.....	38

图表目录

图表 1: 爱美客发展历程.....	6
图表 2: 爱美客已获证产品与在研产品情况.....	6
图表 3: 爱美客股权结构图.....	7
图表 4: 2023 年第一限制性股票激励情况.....	7
图表 5: 爱美客核心管理团队.....	8
图表 6: 19-23 年公司营收较快增长.....	8
图表 7: 19-23 年公司归母净利润较快增长.....	8
图表 8: 溶液类及凝胶类产品贡献主力收入.....	9
图表 9: 凝胶类产品快速增长.....	9
图表 10: 爱美客毛利率及净利率.....	9
图表 11: 爱美客分产品毛利率.....	9
图表 12: 爱美客期间费用率水平.....	10
图表 13: 公司上市以来股价复盘.....	10
图表 14: 全球: 肉毒龙头品牌保妥适营收 yoy.....	11
图表 15: 全球: 玻尿酸龙头品牌乔雅登营收 yoy.....	11
图表 16: 全球: BeautyHealth 营收 yoy 增速回落.....	12
图表 17: 全球: 射频设备企业 InMode 增速回落.....	12
图表 18: 中国: 华东医药旗下“少女针”21 年获批以来快速增长.....	12
图表 19: 中国锦波生物 23 年营收维持高速增长.....	12
图表 20: 相较于发达国家, 20 年我国医美千人诊疗次数偏低.....	13
图表 21: 美国非手术类渗透率多年以来稳定提升.....	13
图表 22: 多地出台相关政策或举办相关产业活动支持鼓励美丽与健康产业健康发展.....	14
图表 23: 瑞蓝定彩: OBT 创新凝胶技术实现塑形和动态拉伸结合.....	15
图表 24: 受海魅带动, 昊海生科玻尿酸业务快速增长.....	15
图表 25: 再生针剂类产品类型多元、应用部位广泛.....	16
图表 26: 再生针剂和玻尿酸、胶原蛋白比较.....	16
图表 27: 中国再生注射针剂市场前景广阔.....	16
图表 28: 我国再生注射针剂市场竞争格局.....	16
图表 29: 国内已获批的 4 款再生针剂产品.....	16
图表 30: 全球 PLLA 注射项目数及增速.....	17
图表 31: PLLA 注射项目占非手术类比重.....	17
图表 32: 我国已获批胶原蛋白注射剂情况.....	17
图表 33: 动物胶原企业台湾双美 21 年以来增速放缓.....	18
图表 34: 重组胶原企业锦波生物 21 年以来营收增幅显著提速.....	18
图表 35: 半岛医疗旗下仪器产品矩阵丰富.....	18
图表 36: 奇致激光旗下强脉冲光产品收入增长趋势.....	18
图表 37: 中面部填充: 从单一适应症到多部位适应症.....	18
图表 38: 眼周: 眼周衰老症状复杂.....	18
图表 39: 口周: 泛口周抗衰领域, 消费者关注多种问题.....	19

图表 40: 下轮廓: 下巴/唇颊沟/下颌线/木偶线等多部位存在市场空间	19
图表 41: 美丽田园旗下秀可儿医美推出的“幸福眼”方案	19
图表 42: 芙艾医疗推出胶原嘭嘭卡, 多款仪器与产品全效联动	19
图表 43: 我们预计至 2030 年医美终端市场总消费金额超过 6000 亿元	20
图表 44: 按不同部位预测医美市场规模	21
图表 45: 公司核心产品未来收入预测	22
图表 46: 嗨体颈纹针注射演示	23
图表 47: III 类医疗器械研发临床审批周期一般在 28-45 个月左右	23
图表 48: 嗨体系列营收占比	24
图表 49: 嗨体系列销售额及增速	24
图表 50: 嗨体系列主要产品矩阵	24
图表 51: 嗨体产品衍生及时, 新产品有望助力持续高增长	24
图表 52: 嗨体系列主要产品矩阵	25
图表 53: 市场常见的可合规用于中胚层注射的医美产品	26
图表 54: 濡白天使产品简介	27
图表 55: 濡白天使具有强支撑、不位移、不肿胀、不透光的作用特性	27
图表 56: 濡白天使带动凝胶类产品业绩增长	28
图表 57: 如生天使可诱导真皮深层胶原组织再生/提高 III 型胶原比例	29
图表 58: 在皮肤与筋膜间隙形成纤维网状结构	29
图表 59: 截至 23H1, 公司在研产品矩阵丰富	29
图表 60: 我国已获批的四款肉毒素产品	30
图表 61: Jeisys 主要产品 (FY2022)	31
图表 62: Jeisys 不同品类产品对应营收比例 (FY2022)	31
图表 63: Jeisys 营收情况与总营收 yoy	31
图表 64: Jeisys 利润率情况	31
图表 65: 公司分区域营收增长分化 (单位: 亿元)	32
图表 66: 爱美客营业收入分渠道结构	32
图表 67: 爱美客分渠道营收及增速	32
图表 68: 爱美客研发费用及研发费用率	33
图表 69: 爱美客研发人员数量及占比	33
图表 70: 公司嗨体系列产品预测	35
图表 71: 公司再生系列产品预测	35
图表 72: 公司宝尼达系列及其他凝胶类产品预测	36
图表 73: 公司其他产品预测	36
图表 74: 公司分产品毛利率和费用率预测	37
图表 75: 可比公司估值表	37
图表 76: 报告提及公司一览表	38
图表 77: 爱美客 PE-Bands	38
图表 78: 爱美客 PB-Bands	38

与市场不同的观点

1、市场担忧受宏观环境影响，医美市场景气度短期可能承压。我们认为：

医美作为“改善型”可选消费，与居民收入预期确实存在正相关性。但我们认为当前医美市场的最大特点仍在于需求的模糊、供给的非标；优质产品扩容、细分市场的需求不断挖掘仍是主旋律。21年医美新品获批丰富，叠加线上流量红利，医美市场相对活跃；21H2以来医美市场进入强监管阶段，22-23年需求端疫情等多因素阶段性影响医美消费支出、供给端机构数量扩张而23年新品获批阶段性空窗期，下游机构“存量卷”困境尤为凸显；我们预计24年将迎来新品集中释放大年，医美市场有望提振。

2、市场担忧嗨体系列已过快速成长期。

我们预计至2030年嗨体系列营收有望达53亿元/24-30年CAGR18%，还有较大发力空间。嗨体系列产品矩阵不断丰富、定位差异化细分市场、提供全面解决方案。1.5颈纹针强品牌认知，下游机构数量扩张、复购增加有望驱动成长；嗨体熊猫针将持续受益眼周市场增长红利；2.5+冬活中胚层有望持续受益于医美人群渗透提升、市场监管趋严背景下水货假货出清。我们测算至2030年，在颈纹、眼周、中胚层市场，按销量计，公司的颈纹针、熊猫针、嗨体2.5+冬活泡泡针分别有望达到70%、11%、7%的市场份额，营收规模分别可达16/14/23亿元，嗨体系列合计贡献约53亿营收。

3、市场担忧公司后续缺乏新增长动能。

我们预计至2030年再生系列营收有望达45亿元/CAGR27%，带来新成长曲线。相较于玻尿酸的物理占位型填充/潜在交联剂残留风险/“馒化脸”风险，再生针剂理论上效果更自然/不易吸水肿胀/可完全代谢降解，相对优势突出。“众人拾柴火焰高”，玩家有序扩容有望共同教育市场、做大总蛋糕。我们预计在再生针剂市场，按销量计，公司的濡白天使、如生天使分别有望达到11%、11%的市场份额，至2030年营收规模分别可达21/24亿元。此外，新宝尼达、肉毒、减重、胶原、光电、护肤等管线储备丰富，潜力待释放。我们预计其他类产品至2030年合计约贡献19亿元营收。

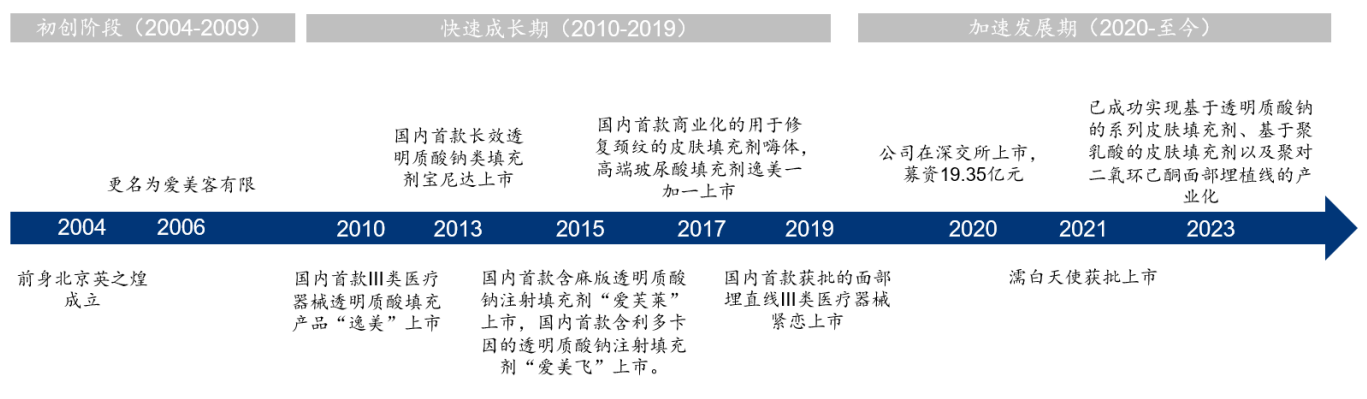
4、市场担忧后续同业竞争加剧。我们认为：

轻医美趋势下，消费者、机构、医生诉求各异，爱美客持续前瞻洞察需求、提供流量型+心智型+高附加的全面产品矩阵、产品力与渠道力兼具，有望持续把握细分市场增长红利。

爱美客：为求美者打造全面产品及解决方案 国内领先的医疗美容创新产品提供商

国内医美龙头，产品矩阵丰富。爱美客是国内最早开展医疗美容生物医用材料自主研发的公司之一，截至 23H1 已拥有八款获得国家药监局批准的 III 类医疗器械产品，是国内获得国家药监局认证用于非手术医疗美容 III 类医疗器械数量最多的企业（23H1 中报），包含五款基于透明质酸钠的系列皮肤填充剂（嗨体、爱芙莱、爱美飞、逸美、逸美一加一）、一款基于聚左旋乳酸的皮肤填充剂（濡白天使）、一款 PPDO 面部埋植线产品（紧恋）、一款适用于组织修复与愈合的产品（宝尼达）。据弗若斯特沙利文研究报告统计，公司透明质酸钠类注射产品 2018 至 2021 年在国产厂商中市场份额排名蝉联第一。公司以“让生命有更高的质量和尊严”为使命，秉持“用科技成人之美”的宗旨，从产品、技术、服务到生态对医美产业进行全面战略性布局。

图表1：爱美客发展历程



资料来源：公司招股说明书，公司公告，华泰研究

图表2：爱美客已获证产品与在研产品情况

上市/在研	品牌	产品名称	注册分类	报告期内进展	注册证有效期	主要特征
已上市	逸美	医用羟丙基甲基纤维素-透明质酸钠溶液	III	延续注册	2027 年 9 月 6 日	国产首款商业化的基于透明质酸钠的皮肤填充剂
	宝尼达	医用含聚乙烯醇凝胶微球的透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶	III		2026 年 3 月 16 日	国产首款商业化的具有长效填充效果的皮肤填充剂
	爱芙莱	注射用修饰透明质酸钠凝胶	III		2024 年 12 月 26 日	国产首款商业化的利多卡因皮肤填充剂
	嗨体	注射用透明质酸钠复合溶液	III		2026 年 3 月 18 日	国内首款商业化的用于修复颈纹的皮肤填充剂 and 全球市场上唯一一款商业化的具有该功效的皮肤填充剂
	逸美一加一	医用透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶	III		2026 年 2 月 25 日	基于逸美研发的高端皮肤填充剂
	濡白天使	含左旋乳酸-乙二醇共聚物微球的交联透明质酸钠凝胶	III		2026 年 6 月 23 日	国产及世界首款获批的含左旋乳酸-乙二醇共聚物微球皮肤填充剂
	紧恋	聚对二氧环己酮面部埋植线	III		2024 年 5 月 7 日	国内首款获批的面部埋植线产品
在研	生物蛋白海绵		III		2025 年 5 月 20 日	组织修复与愈合
	止血愈合敷料		II		2026 年 4 月 6 日	切口、创面的止血及愈合
	医用含聚乙烯醇凝胶微球的修饰透明质酸钠凝胶			注册申报		治疗额后缩
	医用透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶			临床试验		皮肤填充剂
	第二代埋植线产品			临床试验		软组织提拉
	注射用 A 型肉毒毒素			完成 III 期临床试验		动态皱纹治疗
	利拉鲁肽注射液			完成 I 期临床试验		慢性体重管理
	司美格鲁肽注射液			临床前在研		
	注射用透明质酸酶			临床前在研		溶解透明质酸
	去脱氧胆酸注射液			完成生产工艺和质量标准的确定		额下减脂
利多卡因丁卡因乳膏			III 期临床试验阶段		局部麻醉	

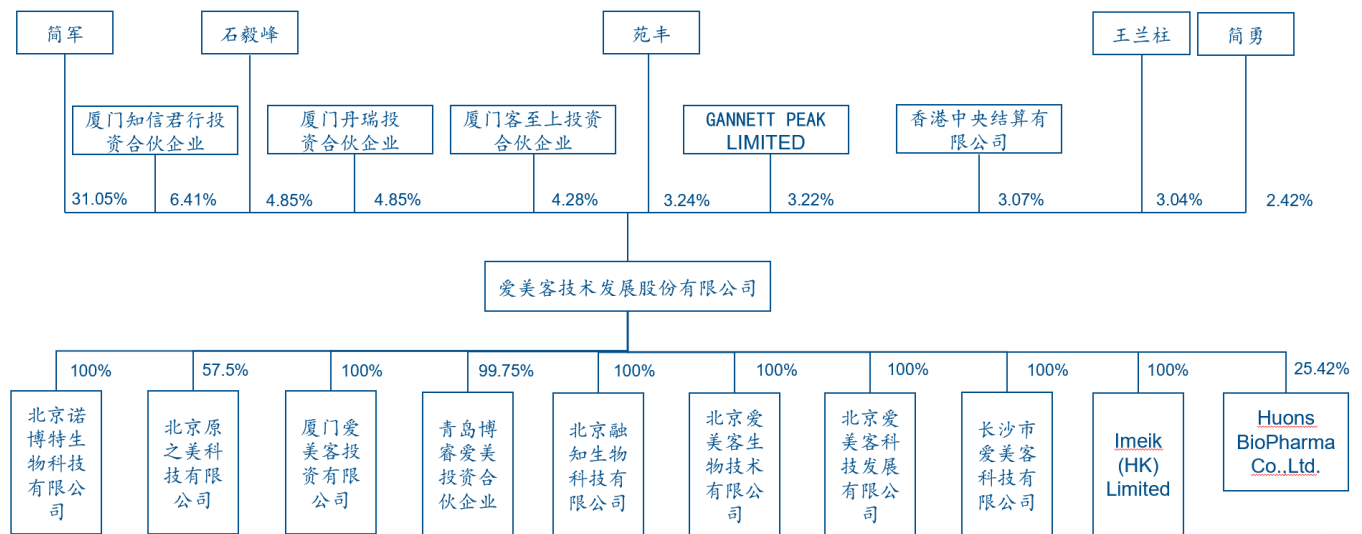
资料来源：公司公告，华泰研究

股权集中、激励充分、团队稳定

爱美客股权结构集中，简军为实际控制人。截止 2023 年 12 月 31 日，实控人简军通过直接和间接共持有 31.05% 的股份，并于 2011 年起长期担任董事长，是公司的第一大股东和实际控制人。股东简勇为简军之弟，持有公司 2.42% 股份，并担任董事和董秘职务。

设立员工持股平台，保障高管团队稳定。爱美客于 2015 年 8 月设立知信君行投资和客至上投资两大员工持股平台，截止 2023 年 12 月 31 日二者分别持有 6.41% 和 4.28% 股权。客至上投资、知信君行投资的有限合伙人均为发行人高级管理人员、销售骨干人员、技术骨干人员和部分入职年限较长的员工，其出资额根据激励对象的职位、对发行人贡献程度和入职年限综合考虑确定。其中大部分员工均在公司长期任职 10 年以上，持股平台加强了公司与核心人员的联结，有利于公司长远发展。

图表3：爱美客股权结构图



资料来源：公司公告，华泰研究

股权激励充分，彰显长期发展信心。2023 年 3 月 9 日公司发布 2023 年第一期限制性股票激励计划，计划向董事长、总经理、董秘、副总经理、财务负责人、中层管理人员及核心技术人员等共计 141 人授予限制性股票，归属期包括 2023、2024 和 2025 年三期，解锁条件为：以 2022 年为基数，2023/2024/2025 年营收增长率不低于 45%/103%/174%，净利润增长率不低于 40%/89%/146%。2023 年 3 月 31 日爱美客向符合授予条件的 141 名激励对象授予 33.3856 万股限制性股票，首次授予价格 282.99 元/股。此次股权激励充分激发了员工积极性，同时较高的收入和利润增速目标彰显了公司在疫后快速发展的信心。

图表4：2023 年第一限制性股票激励情况

激励计划内容	2023	2024	2025
激励方式	第二类限制性股票		
股票价格	282.99 元/股		
业绩要求	以 2022 年营业收入为基数，2023 年营业收入增长率不低于 45%	以 2022 年营业收入为基数，2024 年营业收入增长率不低于 103%	以 2022 年营业收入为基数，2025 年营业收入增长率不低于 174%
	以 2022 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 40%	以 2022 年净利润为基数，2024 年净利润增长率不低于 89%	以 2022 年净利润为基数，2025 年净利润增长率不低于 146%
授予股份占比	0.1929%		

资料来源：公司公告，华泰研究

公司拥有一支具有国际视野、经验丰富、敬业且富有远见的管理团队。公司董事长简军女士 2003 年接触到了刚刚获得美国 FDA 批准的瑞典针剂——注射玻尿酸，2004 年回国成立北京英之煌，2005 年更名为爱美客有限，医美行业从业经验接近 20 年。公司的其他核心管理人员也较早加入爱美客，公司的三位执行董事以及生产总监和销售总监已共事多年，管理团队高度熟悉公司经营情况，协调配合。

坚持以人为本企业文化，人才培养体系完善。公司积极倡导创新和谐、以人为本的企业文化，为人才的培育与发展提供良好的环境，对人才具有较强的凝聚力。爱美客通过内部培养和外部引进并举的方式，不断完善人才引进制度，制定具有市场竞争力的激励计划，为公司可持续发展提供人才的必要保障。同时公司大部分核心管理团队及优秀员工通过内部培训和职业晋升获得与岗位相匹配的专业能力。

图表5：爱美客核心管理团队

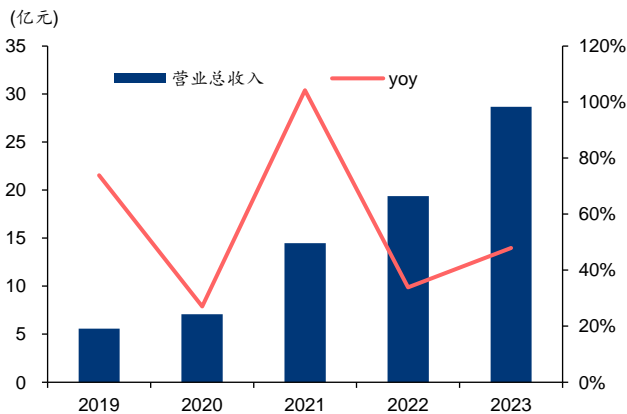
姓名	现任职位	任职部门	加入时间	任职履历
简军	董事长兼执行董事	整体战略决策	2004 年 6 月	加入公司前，曾任职于中国粮油食品进出口总公司、美国 Bestrend Int'l Inc. 公司、巴拿马 Abatecedora Textil S.A. 等公司
石毅峰	执行董事兼总经理	整体业务及管理	2010 年 4 月	1998 年-2009 年就职于北京华旗资讯(爱国者)科技发展有限公司, 2009 年-2010 年就职于北京楚星融智咨询公司
简勇	执行董事、董事会秘书及联席公司秘书	法律合规与企业管治	2016 年 6 月	曾任海南达讯贸易有限公司副总监，自 1999 年起担任海南新境界网络科技有限公司董事长
张仁朝	财务负责人	整体财务管理	2021 年 11 月	自 2018 年 9 月至 2021 年 11 月担任乐友国际商业集团有限公司的财务负责人。此前，张先生曾先后就职于国美电器有限公司及北京摩拜科技有限公司
尹永磊	副总经理兼生产总监	生产及制造的相关活动	2007 年 9 月	加入公司前，2005 年-2007 年担任天津中新药业集团股份有限公司的技术员
勾丽娜	副总经理兼销售总监	销售及营销的相关活动	2010 年 2 月	加入公司前，曾任职于爱国者数码科技有限公司和爱国者电子科技有限公司

资料来源：公司公告，华泰研究

营收快速增长，业绩亮眼

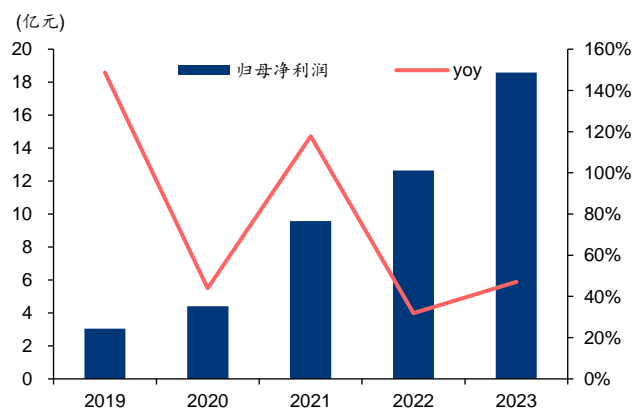
依托行业龙头地位和品牌认可度，公司营收和净利润高速增长。19-22 年公司营业收入从 5.58 亿元增长到 19.39 亿元，CAGR 为 51.47%。2023 年公司营收 28.69 亿元/yoy47.99%。19-22 年公司归母净利润由 3.06 亿元增长为 12.64 亿元，CAGR 达到 60.52%。2023 年归母净利润为 18.58 亿元/yoy47.08%。23Q4 公司营收、净利增长放缓，阶段性受到宏观环境、出行消费挤压影响。

图表6：19-23 年公司营收较快增长



资料来源：公司公告，华泰研究

图表7：19-23 年公司归母净利润较快增长



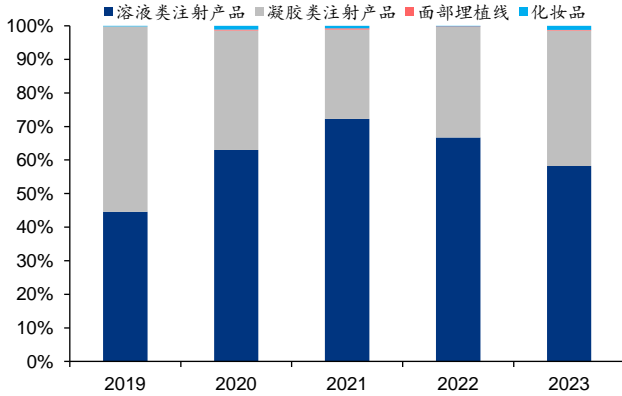
资料来源：公司公告，华泰研究

溶液类产品占比较高，凝胶类产品近年来增速更快。从收入结构来看，溶液类和凝胶类注射产品收入占据营业收入 95% 以上的份额，为主要收入来源。

溶液类：主要有嗨体和逸美，营收占比超 50%，近两年增长速度略有放缓。

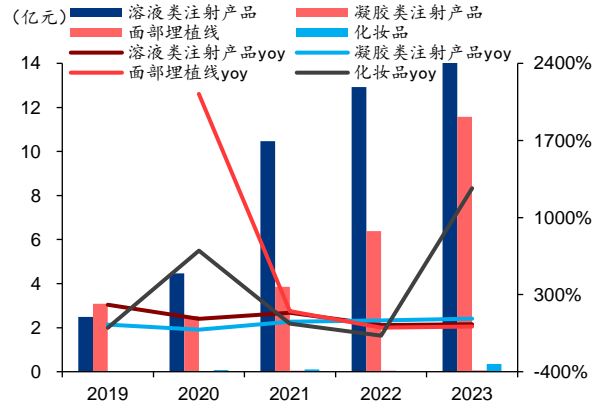
凝胶类：包括爱芙莱、宝尼达、逸美一加一等。2021 年爱美客推出的濡白天使增长势头强劲，带动 2021/2022/2023 凝胶类产品营收 yoy52.88%/65.60%/81.43%，表现亮眼。其他类：面部埋植线产品和化妆品营收占比尚小。

图表8：溶液类及凝胶类产品贡献主力收入



资料来源：公司公告，华泰研究

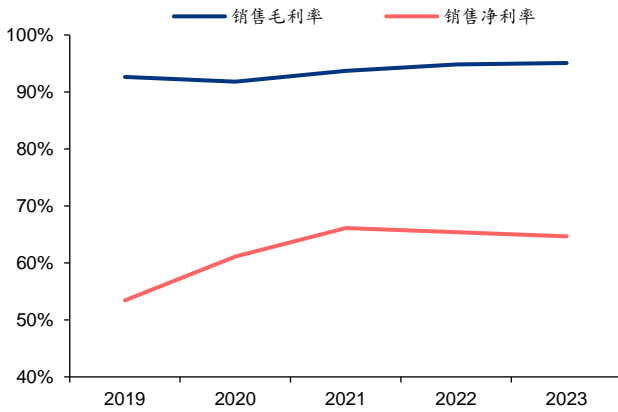
图表9：凝胶类产品快速增长



资料来源：公司公告，华泰研究

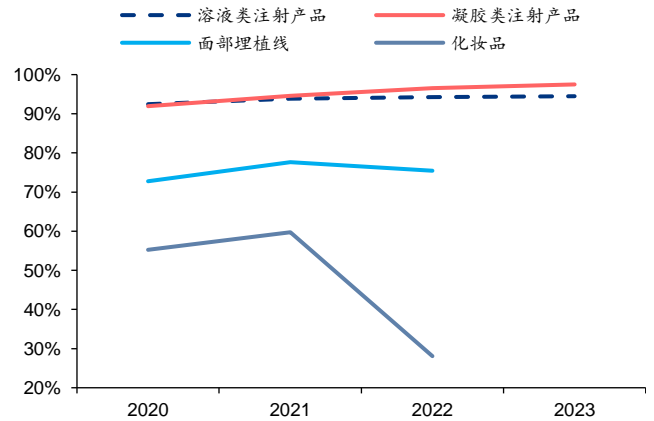
毛利率稳中有升，凝胶类和溶液类注射产品毛利率较高。20-23 年，爱美客毛利率分别为 91.81%/93.7%/94.85%/95.09%，维持处于较高水平并稳步上升。得益于规模效应、产品结构的优化调整以及公司成本管控能力的提升，净利率亦处于较高水平。

图表10：爱美客毛利率及净利率



资料来源：公司公告，华泰研究

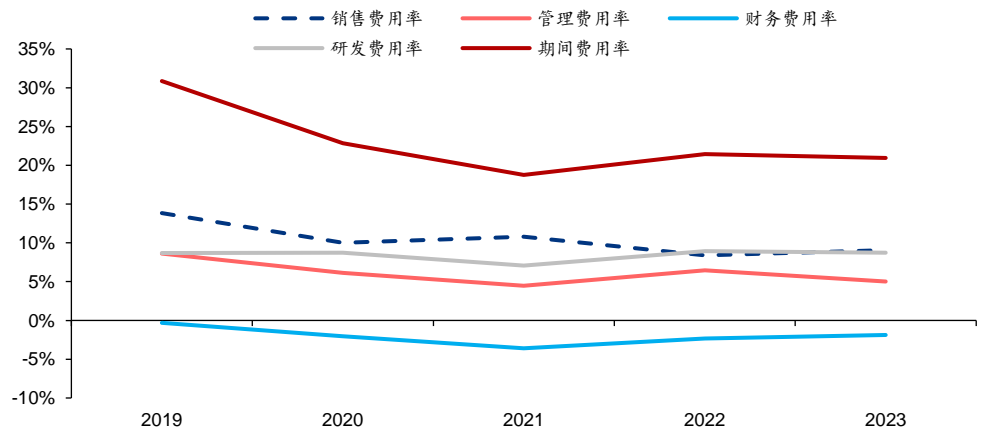
图表11：爱美客分产品毛利率



资料来源：公司公告，华泰研究

期间费用率呈下降趋势，销售费用占比最大。19-23 年，爱美客期间费用率分别为 30.86%/22.83%/18.76%/21.46%/20.93%，整体呈现下降趋势。其中销售费用率从 2019 年的 13.84% 下降到 2022 年的 8.39%，2023 年由于人工费和营销费用的增加又略有上升；管理费用率从 2019 年的 8.62% 下降到 2023 年的 5.03%，主要系公司管理能力的提高所致；研发费用率较为稳定，保持在 7%-9% 左右。

图表12: 爱美客期间费用率水平

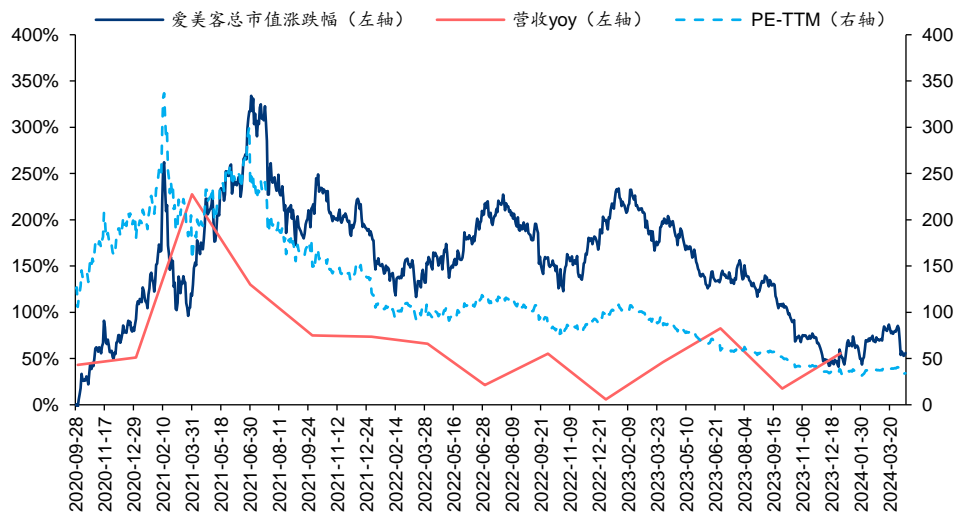


资料来源: 公司公告, 华泰研究

上市以来股价复盘

公司于2020年9月28日登陆深交所创业板。发行价118.27元。上市之初, 伴随医美市场高景气、板块情绪积极、公司颈纹系列产品快速增长, 公司股价持续攀升, 至21年7月最高市值1774亿元/PETTM247.12倍/上市后累计涨幅333.99%。21H2 医美市场监管收紧打击板块情绪, 公司PE估值随整个板块回落。22年H1 医美需求快速释放(22Q1/Q2 公司营收yoy66.07% /21.41%), 而暑期、国庆及年底接连受天气影响、出行消费挤压、疫情, 景气度下滑, 公司股价亦随之出现波动。23年2月以来, 公司股价整体持续向下调整, 市值最低达到577.25亿元, 宏观环境、市场情绪、消费力变化等多因素皆有影响。自23年12月27日至24年4月1日, 公司股价自底部累计反弹约31.15%, 我们认为资金面是主导因素, 基本面环比也呈现出边际改善趋势。

图表13: 公司上市以来股价复盘



注: 公司股价累计反弹比率由24年4月1日收盘价349.92元和公司最低股价2023年12月27日收盘价266.80元计算得到。
资料来源: 公司公告, 华泰研究

把握长期方向：需求提升与供给扩容的共振

随线上流量红利/线下机构扩张/上游厂商教育，中国医美市场渗透率仍处快速提升期，消费门槛相对低/复购率相对高/安全性相对高的皮肤管理/复合微整类将是主力引擎。合规供给有序扩容不断开辟增量市场将是主旋律：

- 1) 材料多元化，从玻尿酸到再生针剂、重组胶原；
- 2) 部位精细化：针对头皮/眼周/鼻基底/下巴/颈纹等细分部位的产品锚定细分市场的需求；
- 3) 诊疗综合化：厂商联合机构为求美者提供多产品联动解决方案，提高转化率及客单价。

按不同消费力人群增长潜力拆分，我们预计至 2030 年我国医美终端市场总消费金额超 6000 亿元（对应上游出厂规模超 1500 亿）。按上轮廓/中面部/下轮廓/颈部/眼周/口周/皮肤管理预测，我们预计仅上述市场至 2030 年合计规模约 1549 亿，而期间精细化/创新性产品的潜能可能被低估。

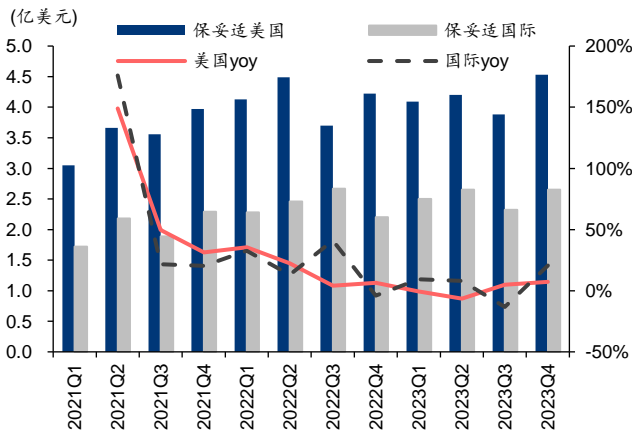
医美市场渗透率仍处快速提升期

医美消费与收入预期相关

医美作为“改善型”可选消费，与居民收入预期存在正相关性。中短期消费力的变化可能影响居民医美消费预算。以美国为例，据美国整形外科医生协会（ASPS），疫情期间由于旅游支出减少/娱乐场所暂时关闭等原因，且美国财政直接补贴居民端，居民可支配收入增加，疫情结束后，医美诊所重新开业，需求大幅增加，客流增加约 30%-70%。而在疫情后，受家庭收入持续下滑的影响，家庭医美开支受限，医美项目的手术费用（单价）出现了不同程度的下降。2022 年较 2019 年，胸部整形项目平均单价下降约 500 美元，眼睑类手术下降约 900 美元，皮肤紧缩类项目下降约 250 美元。

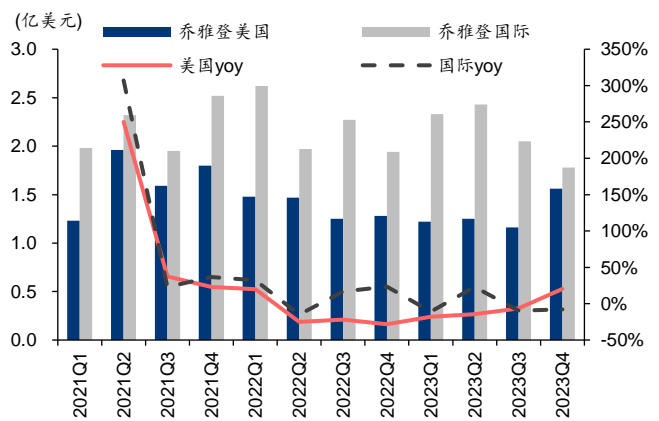
海内外医美上游厂商增长节奏却不同频。全球市场来看，21 年以来肉毒龙头品牌保妥适、玻尿酸龙头品牌乔雅登、医美仪器龙头 InMode、BeautyHealth 旗下护肤保养品牌海菲秀国际营收及美国营收增速均有回落。而在中国市场，华东医药旗下“少女针”、爱美客旗下“濡白天使”、锦波生物旗下“薇旖美”等代表性明星产品 21 年获批以来快速增长。

图表 14：全球：肉毒龙头品牌保妥适营收 yoy



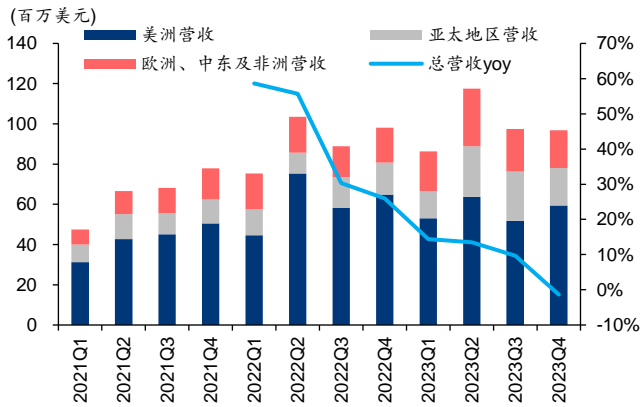
资料来源：公司公告，华泰研究

图表 15：全球：玻尿酸龙头品牌乔雅登营收 yoy



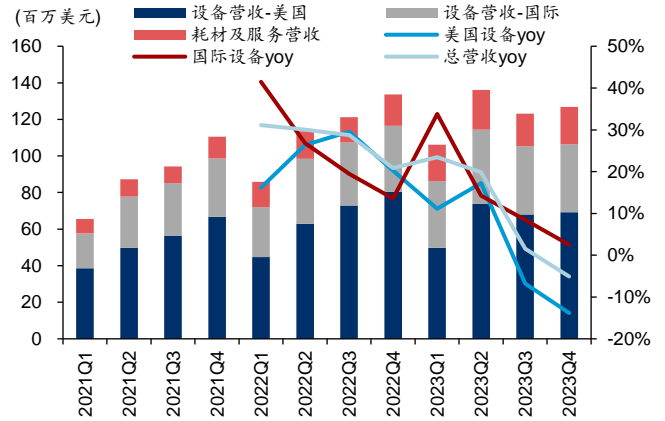
资料来源：公司公告，华泰研究

图表16: 全球: BeautyHealth 营收 yoy 增速回落



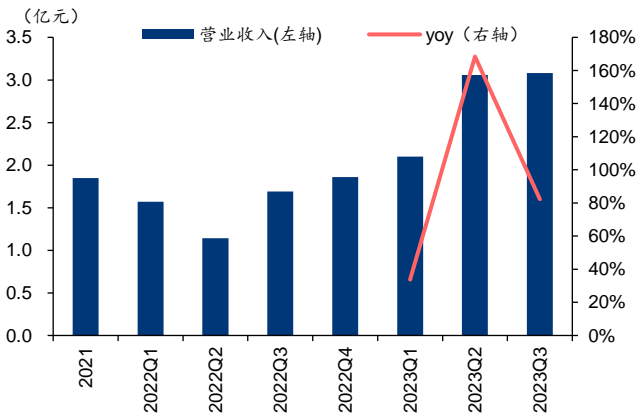
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表17: 全球: 射频设备企业 InMode 增速回落



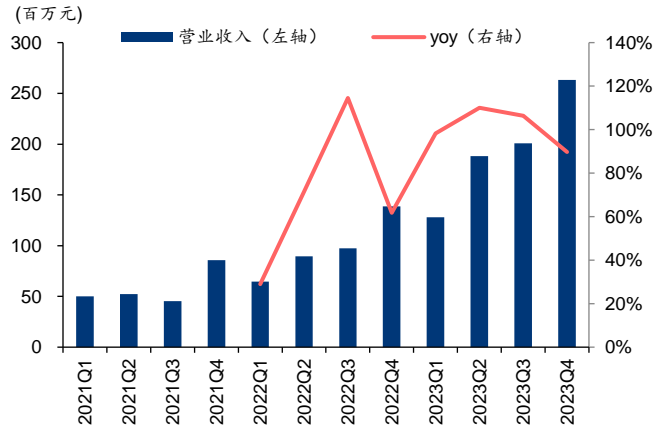
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表18: 中国: 华东医药旗下“少女针”21年获批以来快速增长



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表19: 中国锦波生物 23 年营收维持高速增长



资料来源: 公司公告, 华泰研究

供需不匹配仍是主要矛盾

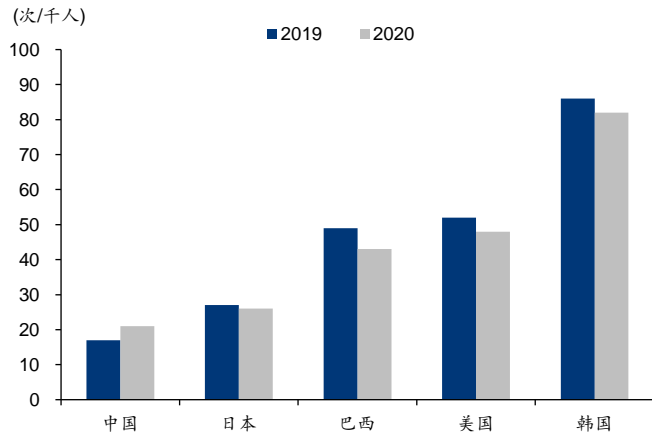
当前医美的最大特点在于需求的模糊、供给的非标。需求端,求美者对于自身需求并不能精准把握,需要引导;供给端,解决求美者问题的方案也较为多元,是开放式的。过往合规供给不足,机构是供给主导者,基于信息不对称、通过高利润率的整形外科手术赚取超额利润;伴随着上游国产厂商技术进步、实力增强,以“颈纹针”为代表的产品瞄准细分市场的需求、提供精准解决方案。我们认为后续优质产品扩容、细分市场需求不断挖掘仍是主旋律。

21 年医美新品获批较多, 23 年新品获批阶段性空窗期, 我们预计 24 年将迎来新品集中获批大年,供给扩容有助引导需求释放。24 年 1 月,江苏吴中旗下再生针剂 AestheFill 获 NMPA 批准上市; Solta Medical 申报的“射频治疗仪”、“一次性使用中电板”(即热玛吉五代)成功获 NMPA 批准上市; 巨子生物计划 24 年有两款重组胶原蛋白制剂获批, 创建医疗亦有多款产品储备。

渗透率仍处长期提升通道

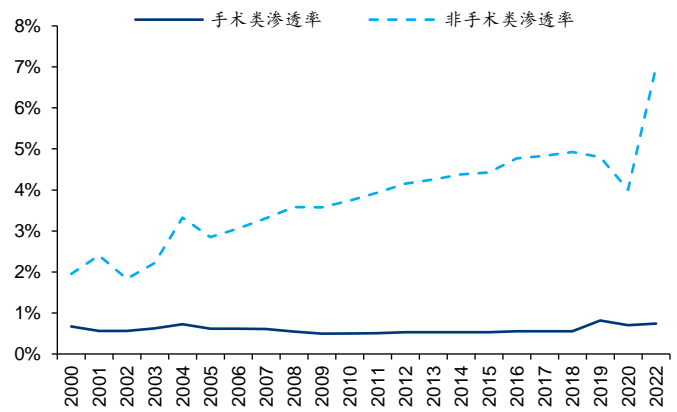
据艾尔建美学与德勤管理咨询, 20 年我国医美千人诊疗次数 21 次/yoy24%, 相较美国/日韩/巴西还有较大差距。参考美国市场过往发展, 随线上流量红利/线下机构扩张/上游厂商教育, 中国医美市场渗透率仍处快速提升期, 消费门槛相对低/复购率相对高/安全性相对高的皮肤管理/复合微整类将是主力引擎。

图表20: 相较发达国家, 20年我国医美千人诊疗次数偏低



资料来源: 德勤, 华泰研究

图表21: 美国非手术类渗透率多年以来稳定提升



注: 渗透率计算方式为诊疗次数/总人口

资料来源: 美国整形外科医生协会 (ASPS), 华泰研究

监管加强有助高质量发展

政府加强监管有助医美行业高质量发展。近年来我国多个部门陆续发布规范医美行业发展的政策文件, 有助于整治行业乱象、全面保障消费者权益, 严厉打击假冒产品、不合规商家, 有助于提升产业信息透明度、促进行业规范发展。据新华社, 23年5月市场监管总局等十一部门联合印发《关于进一步加强医疗美容行业监管工作的指导意见》, 就进一步加强医疗美容行业监管工作, 规范和促进医疗美容行业发展提出一系列针对性举措。据新华社, 《指导意见》的出台, 将有效推动医疗美容行业常态化、综合性监管, 有力推动解决人民群众反映集中的医疗美容行业突出问题, 形成以有效监管促进有序发展的良好态势, 为持续激发医疗美容行业发展内生动力、推动医疗美容行业高质量发展提供新的制度支撑。

部分地方政府较为支持美丽与健康产业发展。22年7月26日, 深圳发改委印发《深圳市促进大健康产业集群高质量发展的若干措施》, 其中提出, 鼓励发展医疗美容产业, 积极发展化妆品产业。23年1月, 广州白云区美丽健康产业园内项目陆续封顶。23年3月, 北京昌平区委财经委员会召开专题会议, 加快美丽健康产业发展。23年3月24日, 浙江丽水市莲都美丽健康产业发展交流会举办, 美丽健康产业成为莲都区产业引进培育的重要实践方向。据市委常委、副市长楼志坚, 希望莲都区以此次活动为契机, 加快美丽健康产业的项目招引与产业建设, 培育以医疗美容、健康养生为核心的产业链, 力争成为中国医疗美容产业的重要高地。

图表22: 多地出台相关政策或举办相关产业活动支持鼓励美丽与健康产业健康发展

城市	时间	事件	主要内容
浙江	2022.3.12	浙江出台省级医疗美容技术标准	浙江省整形美容行业协会、中西医结合学会、杭州市卫生健康综合行政执法队共同发布《浙江省医疗美容技术指引》，内容涵盖最新美容外科、美容皮肤科、美容牙科、美容中医执业诊疗范围，将作为浙江省医疗美容行业标准技术指导用书。
深圳	2022.7.26	深圳市发改委印发《深圳市促进大健康产业集群高质量发展的若干措施》	明确和具体地鼓励发展医疗美容产业和化妆品产业。将医美纳入健康产业体系，并提出多项支持举措，包括支持电子类医疗美容产品、支持生物类医疗美容产品和支持医疗美容服务行业。
成都	2022.11.3	第五届成都国际医美产业大会	大会发布了成都医美大健康产业基金，集中签约了一批重点医美项目，助推“医美之都”加快发展。
	2022.11.7	第五届成都医美月启幕	发布《成都医疗美容产业发展报告（2020—2021）》、“美查通”行业发展与监督自律平台，联合高德地图和美团医美发放了“医美千万消费券”。
湖南	2022.9.30	湖南省卫健委关于印发《湖南省医疗美容项目分级管理目录》	相较于2009年版国家《医疗美容项目分级管理目录》调整的内容主要包括：一是美容外科增加激光和其他光（电磁波）治疗、注射、填充、冷冻等项目；二是对部分项目的分级进行了调整；三是增加部分项目。整体来看，利好医美行业秩序维护和健康发展。
海南	2022.10.30	海南省医疗美容大会在海口举行	省内外百余名整形美容专家学者及医美工作者齐聚椰城，共同探讨国内外最新医美技术与应用，谋求医美行业发展新方向。
北京昌平	2022.12.29	2022 中关村论坛系列活动“美丽经济与可持续发展国际论坛”	昌平发展作为昌平区属的产业生态投资运营平台，助力昌平区美丽健康产业发展，积极招商引资；联合国内知名电商直播服务商网际星辰在昌平发展天通科技园园区打造了4000余㎡规模美妆直播基地；开发了技术驱动的器械类研发型医美项目——M+医美创新中心，致力打造孵化、研发、加速到生产的完整美丽健康产业链，全方位为昌平美丽经济产业发展赋能加速。
	2023.3.15	区委财经委员会召开专题会议研究美丽健康产业有关工作	北京昌平区委财经委员会召开专题会议，加快美丽健康产业发展，全力推动美丽健康产业研发、生产、销售全链条集群发展，全力支持组建美丽健康产业研发机构并加强创新资源整合与科研成果转化，打造区域美丽经济发展增长极。
广州白云	2023.1	美丽健康产业园内项目陆续封顶，产业蓄势待发	广州白云区美丽健康产业园内项目陆续封顶，2023年新一批重点项目将陆续开工或投产，将为千亿级产业集群注入新引擎。
丽水莲都	2023.3.24	《中国医疗美容产业白皮书》编撰启动仪式暨丽水市莲都美丽健康产业发展交流会召开	《中国医疗美容产业白皮书》编撰工作正式启动，旨在绘制全国医美全产业链发展图谱。同时，莲都发布美丽健康产业发展规划，以打造“健康绿谷·东方丽都”美丽健康产业新高地为总体思想，规划美妆日化与医疗美容两大产业布局，以碧湖新城作为莲都区发展美丽健康产业主要承载区，打造“一廊联动、三区协同”的美丽健康产业总体格局。

资料来源：各地方政府官网，华泰研究

合规产品有序扩容，正向引导细分需求

方向 1：材料多元化

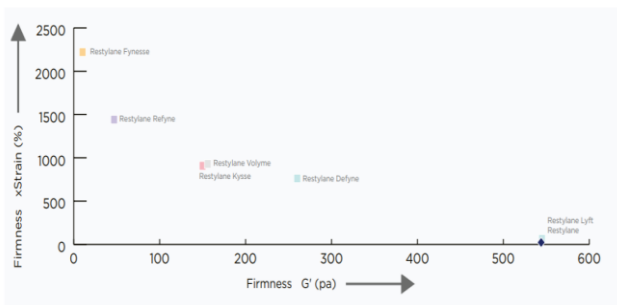
从玻尿酸到再生针剂、胶原蛋白。注射填充领域，过往玻尿酸为主导材料。21 年以来，再生针剂、胶原蛋白类产品陆续获批，材料类型多元化，产品类型也在持续丰富。

玻尿酸：玩家较多，市场相对成熟；差异化产品依然有突围空间。自 2008 年第一款 HA 注射填充物被批准至 2021 年，NMPA 共批准了 7 个国家、20 家厂商的 45 款玻尿酸填充剂产品（《医疗器械蓝皮书：中国医疗器械行业发展报告（2022）》）。玻尿酸作为性能优越、安全性较高的成熟产品，作为机构引流品项，在下沉市场仍有渗透空间；同时我们看到，以瑞蓝“定彩”、昊海“海魅”等为代表的差异化玻尿酸产品仍能带来市场新增量：

瑞蓝定采：通过先进的 OBT 凝胶技术，实现了塑形和动态拉伸完美结合。其适合在动态表情丰富的地方进行注射，同时可在轮廓提升上使面部线条更加自然流畅。

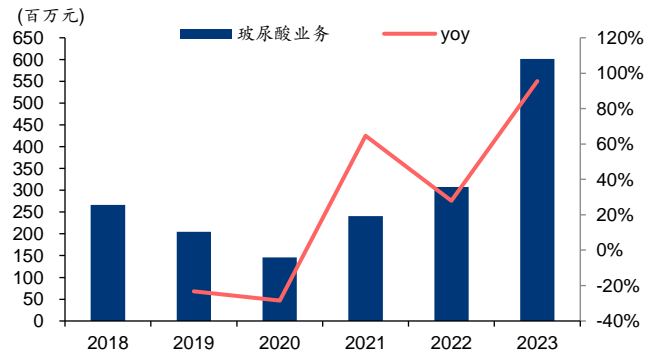
昊海生科海魅：作为非颗粒型玻尿酸，触感粘弹，没有颗粒质感，具有稳定的塑形能力。与其他颗粒型玻尿酸相比，注射后不易出现移位、变形。23 年“海魅”为昊海生科贡献收入超 6.02 亿元/yoy95.54%，23H1 已布局 500 家机构。

图表 23：瑞蓝定彩：OBT 创新凝胶技术实现塑形和动态拉伸结合



资料来源：瑞蓝官网，华泰研究

图表 24：受海魅带动，昊海生科玻尿酸业务快速增长

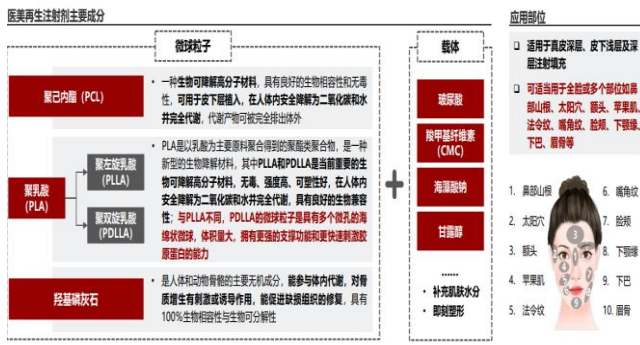


资料来源：昊海生科公告，华泰研究

再生针剂：PLLA/PCL/PDLLA/羟基磷灰石等多点开花。再生针剂通过微球的生物刺激引起人体产生自体胶原，从而起到重塑紧致、美容抗衰等作用。再生针剂微球粒子可分为 PLLA（聚左旋乳酸）、PDLLA（聚双旋乳酸）、PCL（聚己内酯）和羟基磷灰石。据 ISAPS 数据，2020 年全球 PLLA 项目共 121,087 例，占轻医美项目总量的 0.8%，其中美国、巴西、意大利、墨西哥为主要消费国。20 年美国 PLLA 注射占比 1.5%；巴西 PLLA 注射占比 2.3%，在丰臀、丰乳等项目应用广泛。

“众人拾柴火焰高”，玩家有序扩容有望共同教育市场、做大总蛋糕。相较于玻尿酸的物理占位型填充/潜在交联剂残留风险/“馒化脸”风险，再生针剂理论上效果更自然/不易吸水肿胀/可完全代谢降解，相对优势突出。考虑到亚洲群体与欧美群体骨相差异，我们预计国内再生针剂需求或将远高于海外市场，未来发展前景广阔。21 年华东医药旗下“少女针”(PCL)、长春圣博玛旗下“艾薇岚”(PLLA)、爱美客旗下“濡白天使”(PLLA) 获批，均有较快增长，市场份额基本呈现“三分”态势。24 年 1 月江苏吴中旗下 AestheFill 获批 (PDLLA)，羟基磷灰石类产品如四川拜阿蒙旗下“菲林普利果冻针”、上海铭融医药旗下“悦龄塑冰冰针”亦开始逐步推广，预计未来新的再生针剂在中国上市后将打破现有市场格局。再生针剂对医生注射手法要求更高、消费门槛亦较高，多玩家共同教育渠道、培训医生有助于更好打开市场天花板。

图表25：再生针剂类产品类型多元、应用部位广泛



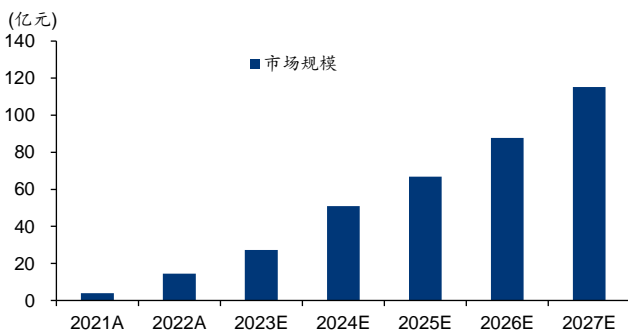
资料来源：头豹研究院，华泰研究

图表26：再生针剂和玻尿酸、胶原蛋白比较

功能	安全性	自然程度	效果生成时间	维持时效	可降解性	是否移位
再生注射剂	<ul style="list-style-type: none"> ✅ 紧致塑形 ✅ 除皱抗衰 	<ul style="list-style-type: none"> 生物可降解高分子材料 安全无毒，有良好的生物相容性，并发症较少 传统注射更自然 	<ul style="list-style-type: none"> 由人体自身产生胶原蛋白 至少需2周或3个月左右 右时效果逐步显现 	<ul style="list-style-type: none"> 约1-2年 效果随代谢逐渐衰退 	<ul style="list-style-type: none"> 大多可完全降解为水和二氧化碳从人体代谢 	<ul style="list-style-type: none"> 微松促进自体胶原蛋白再生，形成胶原蛋白支架，不易移位变形
玻尿酸	<ul style="list-style-type: none"> ✅ 塑形除皱 ✅ 补水保湿 	<ul style="list-style-type: none"> 安全性较高，但易发生交联剂残留，导致局部僵硬等问题产生 	<ul style="list-style-type: none"> 易出现液化（脸部充气感过重、过于肿胀）、丁达尔现象（注射部位在光线照射下出现色深变化）等问题 	<ul style="list-style-type: none"> 即刻填充效果 约0.5-1.5年 效果随代谢逐渐衰退 	<ul style="list-style-type: none"> 含有交联剂，不易被完全降解代谢和人体吸收，易形成残留物 	<ul style="list-style-type: none"> 注射在非韧带区域或肌肉张力较大的位置易产生移位
胶原蛋白	<ul style="list-style-type: none"> ✅ 除皱嫩肤 ✅ 美白保湿 	<ul style="list-style-type: none"> 安全性和生物相容性较好，动物胶原注射前需做皮肤测试 	<ul style="list-style-type: none"> 一般较为自然，由填充面积、填充量和填充深度等因素决定 	<ul style="list-style-type: none"> 1-2年左右 约0.5-1年 效果随代谢逐渐衰退 	<ul style="list-style-type: none"> 可被完全代谢或吸收，降解为氨基酸和尿素 	<ul style="list-style-type: none"> 一般不易移位

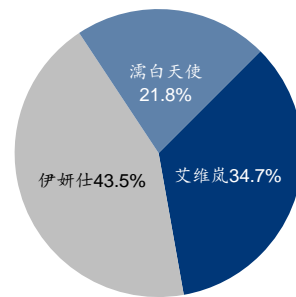
资料来源：头豹研究院，华泰研究

图表27：中国再生注射针剂市场前景广阔



资料来源：头豹研究院，华泰研究

图表28：我国再生注射针剂市场竞争格局



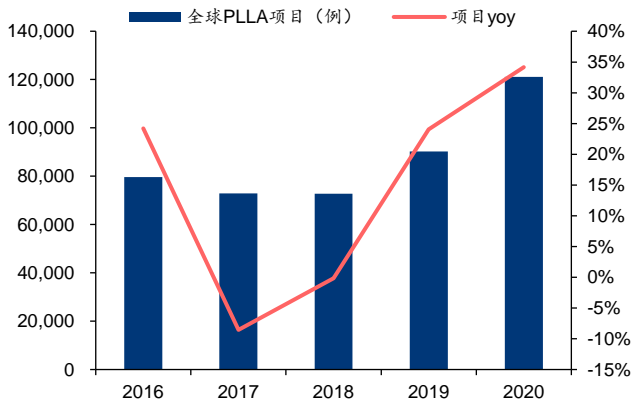
注：以2022年机构进货价计
资料来源：头豹研究院，华泰研究

图表29：国内已获批的4款再生针剂产品

产品名称	艾维岚	Ellanse 伊妍仕	濡白天使	AestheFill 艾塑菲
成分	聚左旋乳酸 150mg+羧甲基纤维素钠 145mg+甘露醇 45mg	30%聚己内酯微球 PCL+70%羧甲基纤维素凝胶载体 CMC	18%聚左旋乳酸-乙二醇 +17mg/ml透明质酸钠+3mg/ml利多卡因	PDLLA 微球 154mg+羧甲基纤维素钠 46mg
完全复溶时间	10-20 分钟	无	无	10-30 分钟
规格	340mg/瓶复溶 5ml	1ml	0.75ml	200mg
维持时间	30 个月左右	12 个月左右	2 年左右	18-24 个月左右
功能	皮肤软组织的填充，适合皮肤大面积注射，没有支撑和塑形的效果	可全脸使用，包括除皱、填充、轮廓塑形等	支撑、塑形效果好，适用于鼻部、眉弓、下巴等骨性部位	注射到面部真皮深层，以纠正中重度鼻唇沟皱纹
终端价格	18800 元/支	18800 元/支	12800 元/支	暂无
作用机理	实心颗粒，刺激表面生成胶原蛋白，皮肤渐渐恢复弹力和支撑力	CMC 凝胶 2 个月后代谢后 PCL 开始起效，刺激胶原 1:1 等量再生起支撑作用，12 个月后完全代谢	0-9 个月玻尿酸塑形，9 个月后 PLLA-PEG 和其降解形成的乳酸刺激胶原再生，持续提亮肤色、收紧肌肤	PDLLA 微球促使胶原纤维沿着多孔微球结构生长进微球内部，从而更有效地促进胶原蛋白的再生

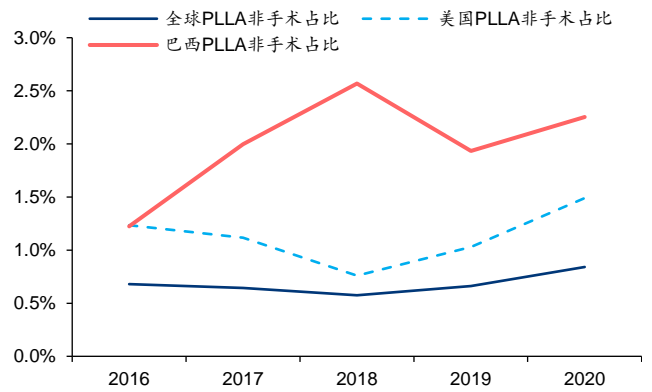
资料来源：新氧，公司公告，华泰研究

图表30: 全球 PLLA 注射项目数及增速



资料来源: ISAPS, 华泰研究

图表31: PLLA 注射项目占非手术类比重



资料来源: ISAPS, 华泰研究

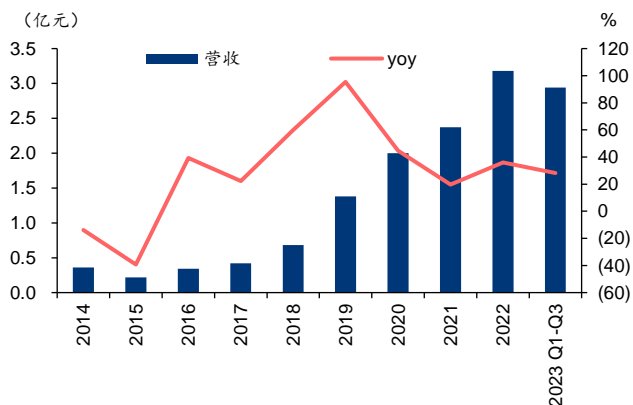
胶原蛋白: 势能向上的朝阳赛道。和玻尿酸相比, 胶原蛋白具有更多生物学特性 (再生/抗衰/美白/滋养等), 且不易肿胀/无丁达尔现象。相较于动物源提取, 重组胶原蛋白生物活性及生物相容性更高/免疫原性更低/安全性更高/水溶性更佳。伴随规模量产、结构特性及纯度等工艺技术进一步突破, 重组胶原市场渗透率有望提升。

图表32: 我国已获批胶原蛋白注射剂情况

公司	双美生物			锦波生物	长春博泰	汉福生物
产品图片						
名称	肤柔美	肤丽美	肤莱美	薇旖美	弗缦	爱贝芙
管理类别	III类	III类	III类	III类	III类	III类
核心成分	由猪皮纯化而成的 I 型胶原蛋白	由猪皮纯化而成的交联 I 型胶原蛋白及磷酸盐缓冲生理盐水	由 SPF 猪皮纯化而成的交联 I 型胶原蛋白 35mg/mL 及含有 0.3% 利多卡因的磷酸盐缓冲液	重组 III 型人源化胶原蛋白	3.5% 牛胶原蛋白及 0.3% 盐酸利多卡因的生理盐水悬浮液	含聚甲基丙烯酸甲酯 (PMMA) 微球体的胶原蛋白悬浮液, 含微量利多卡因
功能	用于面部真皮组织填充以纠正额部动力性皱纹(如眉间纹、额头纹和鱼尾纹等)	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	用于面部真皮组织中深层至深层注射以纠正鼻唇沟重力性皱纹	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)	用于面部真皮组织填充以纠正中、重度鼻唇沟	用于注射到真皮深层以纠正鼻唇沟纹, 或填充到骨膜外层以进行 (鼻骨段) 隆鼻
注册证编号	国械注许 20193130064	国械注许 20171310007	国械注许 20193130003	国械注准 20213130488	国械注准 20163131609	国械注进 20163132859
销售价格	5300 元/ml	13800 元/ml	16800 元/ml	6800 元/4mg	12800 元/ml	13700 元/0.5ml

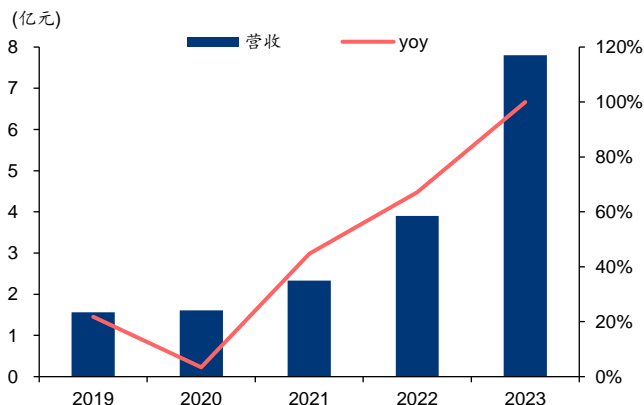
资料来源: 各公司官网、国家药品监督管理局、新氧 APP、华泰研究

图表33: 动物胶原企业台湾双美 21 年以来增速放缓



资料来源: Wind, 华泰研究

图表34: 重组胶原企业锦波生物 21 年以来营收增幅显著提速



资料来源: Wind, 华泰研究

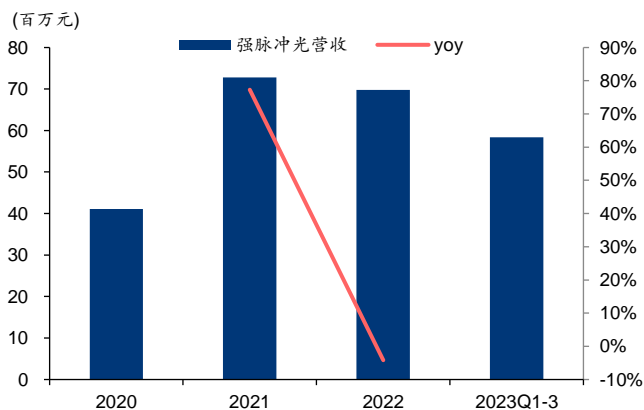
光电仪器: 进口替代进行时。过往国内光电设备以科医人、赛诺秀、赛诺菲、索尔塔等海外玩家为主, 伴随技术进步, 半岛医疗、奇致激光等国产设备商凭借明星大单品“超声炮”、“CC 光”等强势突围, 不断抢占份额, 也为机构带来多元性价比选择。

图表35: 半岛医疗旗下仪器产品矩阵丰富



资料来源: 半岛医疗官网, 华泰研究

图表36: 奇致激光旗下强脉冲光产品收入增长趋势



资料来源: 公司公告, 华泰研究

方向 2: 部位精细化

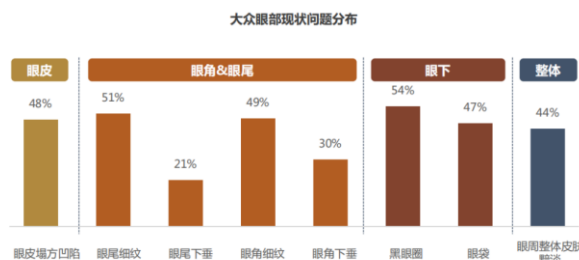
上游厂商不断开发新产品/新适应症, 正向挖潜消费者个性化细分需求。

图表37: 中面部填充: 从单一适应症到多部位适应症



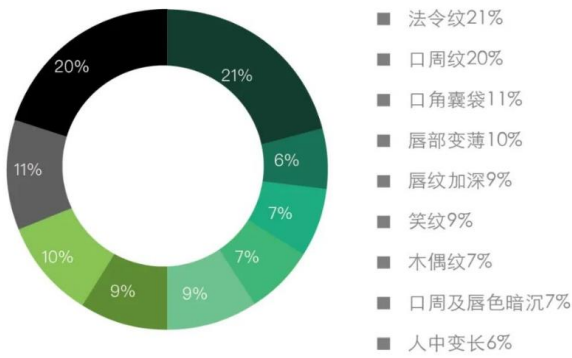
资料来源: 艾尔建美学与德勤共同发布的《中国医美行业 2023 年度洞悉报告》, 华泰研究

图表38: 眼周: 眼周衰老症状复杂



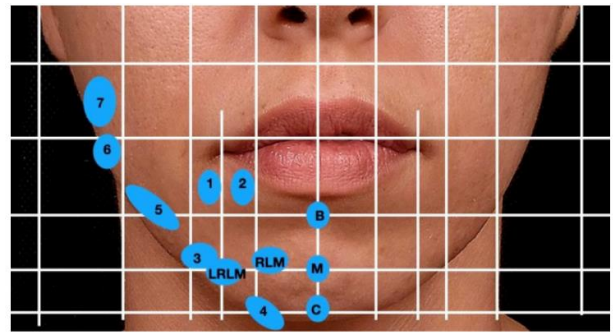
资料来源: CBNDATA2023 年 3 月调研数据 (N=1000), 华泰研究

图表39：口周：泛口周抗衰领域，消费者关注多种问题



资料来源：由中国网与莫娜丽莎联合发布的《中国泛口周医美消费白皮书》(2023年)，数据表示关注细分问题的人群占总被调查人群的比例，华泰研究

图表40：下轮廓：下巴/唇颊沟/下颌线/木偶线等多部位存在市场空间



资料来源：医讯美科公众号，华泰研究

方向 3：诊疗综合化

机构从既往围绕产品来设计项目，逐渐转向围绕消费者需求和效果来设计治疗方案，搭配综合产品，提升消费者满意度、也能提高转化率和客单价。

图表41：美丽田园旗下秀可儿医美推出的“幸福眼”方案



资料来源：秀可儿官网，华泰研究

图表42：芙艾医疗推出胶原嘟嘟卡，多款仪器与产品全效联动



资料来源：芙艾医疗官网，华泰研究

多维度测算医美市场空间

总量角度：预计至 2030 年我国医美终端市场消费金额超 6000 亿

按不同消费力人群增长潜力拆分，我们预计至 2030 年我国医美终端市场总消费金额超过 6000 亿元。基于德勤与艾尔建美学共同发布的《中国医美行业 2023 年度洞悉报告》、新氧数据颜究院发布的《2021 年医美行业白皮书》、统计局等数据，我们估算 23 年我国高端/中端/大众医美消费人群分别为 188.3/729.7/1435.9 万人，预计至 30 年，分别有望增长至 259.9 万、1107.1 万、2693.8 万人，30 年平均年消费支出分别在 8.2 万、2.6 万、0.4 万元，医美消费总支出预计达 6173.2 亿元，24-30 年 CAGR4.0%。根据市场上已有产品的出厂价和终端价，简单按 4 倍加价倍率计算，对应医美上游出厂规模约在 1543 亿元。

测算逻辑:

- 1) 根据新氧数据研究院发布的《2021年医美行业白皮书》，我国2022年医美人群规模将突破2000万大关，预计2023年我国医美人口2354万人。
- 2) 基于《中国医美行业2023年度洞悉报告》中对于2177名消费者的医美消费经验调研，我们估算23年高端（医美年消费支出>5万）、中端（医美年消费支出1-5万）医美消费人群数量占比分别为8%、31%。考虑到高端消费人群不同年龄段的消费水平，30岁以上消费水平较高，且占比较高，消费水平随年龄向下递减，我们估计30岁以上/26-30岁/21-25岁/18-20岁的高端消费人群的平均年医美消费支出分别为11万/7万/6万/5万元。
- 3) 考虑到中国医美新客增长潜力大，我们预计高端/中端/大众人群2024-2030 CAGR分别为5%/4%/9%，大众人群有望迎来更快增长。考虑到医美市场价格竞争激烈，我们预计高端/中端/大众人群年消费金额CAGR-2%左右，每年有所下滑。综上预计2024-2030医美消费总支出CAGR4.0%。

图表43: 我们预计至2030年医美终端市场总消费金额超过6000亿元

	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
高端消费人群（医美消费>5万）								
消费支出（亿元）	1770.2	1838.9	1910.2	1965.6	2022.6	2081.3	2100.9	2120.6
人群数量（万人）	188.3	199.6	211.6	222.2	233.3	244.9	252.3	259.9
yoy		6%	6%	5%	5%	5%	3%	3%
年消费金额（万元）	9.4	9.2	9.0	8.8	8.7	8.5	8.3	8.2
yoy		-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%
中端消费人群（医美消费1-5万）								
消费支出（亿元）	2189.2	2317.1	2452.4	2547.5	2646.4	2723.1	2802.1	2883.4
人群数量（万人）	729.7	788.1	851.2	902.2	956.4	1004.2	1054.4	1107.1
yoy		8%	8%	6%	6%	5%	5%	5%
年消费金额（万元）	3.0	2.9	2.9	2.8	2.8	2.7	2.7	2.6
yoy		-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%
大众消费人群（医美消费<1万）								
消费支出（亿元）	718.0	788.0	865.0	932.4	1005.2	1083.6	1125.6	1169.3
人群数量（万人）	1435.9	1608.3	1801.2	1981.4	2179.5	2397.5	2541.3	2693.8
yoy		12%	12%	10%	10%	10%	6%	6%
年消费金额（万元）	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
yoy		-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%
全部医美人口								
总消费支出（亿元）	4677.4	4944.0	5227.6	5445.6	5674.2	5888.0	6028.6	6173.2
人群数量（万人）	2354.0	2596.0	2864.0	3105.8	3369.2	3646.6	3848.0	4060.8
yoy		10%	10%	8%	8%	8%	6%	6%
渗透率（医美人口/总城镇人口）	2.6%	2.9%	3.2%	3.4%	3.7%	4.0%	4.3%	4.5%

资料来源：艾尔建美学与德勤共同发布的《中国医美行业2023年度洞悉报告》，国家统计局，华泰研究预测

细分角度：精细化需求、创新性产品的潜能可能被低估

我们按上轮廓/中面部/下轮廓/颈部/眼周/口周/皮肤管理来划分现有主流医美细分市场，测算23年医美群体渗透率（该细分市场群体/总医美人口）分别在6%/10%/10%/3%/7%/7%/60%。综合考虑不同部位的需求特点、供给趋势、现有产品情况，我们预计上述市场至2030年规模分别为165/367/367/23/228/125/273亿元，合计约在1549亿元（出厂口径）。考虑到上游厂商有望不断针对精细化需求推出相应新品开辟新市场，如颅顶、耳廓、手部、身体、女性健康等，我们预计该拆分或并不能完全反映市场增长潜力。

核心假设依据:

1、面部填充（上轮廓/中面部/下轮廓）：据美国整容外科协会，22年美国软组织填充注射574万例，占当年整体医美案例数的22%，我们将此比例简单等同于美国面部填充人群占医美总人口的渗透率。但考虑到1)我国与美国医美市场尚有发展阶段差异：据德勤，20年美国医美千人诊疗次数48，为我国（21次）的2.29倍；以及2)据艾尔建发布的《2019全球医美消费者趋势报告》显示，60%的中国消费者在乎外貌，并认为其有助于增强自信心。其中，42%的中国消费者对于注射填充剂有一定了解，高于全球平均水平。亚洲群体与欧美群体骨相差异，我们测算我国面部填充需求会高于美国，面部填充人群占医美总人口的渗透率为26%，其中上轮廓/中面部/下轮廓渗透率分别在6%/10%/10%，2024-2030销量CAGR分别为18.16%/18.16%/18.16%。审慎考虑到潜在市场竞争，保守假设产品单价年均下滑3%。

2、眼周：据CBNDN Data，我国48%的女性将眼部抗衰作为重中之重，69%的女性表示在30岁前即出现眼周衰老松垮迹象。而眼周衰老包含诸多症状，如眼尾细纹/黑眼圈/眼袋等等。基于双美/嗨体熊猫针/薇旖美等产品销量情况，我们按单个用户平均年消耗3只估算，23年眼周医美产品覆盖数量约165万人，占医美总人口比例约7%。考虑到眼周抗衰需求持续提升、细分产品不断丰富，我们预计眼周医美用户数量有望维持快速增长，2024-2030CAGR28.27%，审慎考虑到潜在市场竞争，保守假设产品单价年均下滑3%。

3、颈部：考虑到我们测算23年嗨体颈纹针销售额超过8亿元/销量约237万只，基于单用户年消耗量3支假设，约覆盖82万人群。考虑到嗨体颈纹针适应症的独特性，我们将其辐射的群体近似等同于现有颈纹市场人群，23年用户渗透率约3%。24-25年我们预计颈纹类产品有望扩容，颈纹市场人群增长提速，24-30年CAGR18.75%。审慎考虑到潜在市场竞争，保守假设产品单价年均下滑3%。

4、皮肤管理：即水光类市场，考虑到消费门槛较低、安全性相对高，我们预计其用户渗透率相对高，达到60%。后续伴随产品多元化、市场下沉，用户数量仍有望维持较快增长，至2030年用户渗透率可达90%。水光类产品价格相对低，我们预计23年其平均出厂价150元，审慎考虑到潜在市场竞争，保守假设产品单价年均下滑3%。

图表44：按不同部位预测医美市场规模

部位	2023	2024 E			2030 E			2024-2030CAGR	
	求美者人群渗透率 数据单位	求美者渗透率	销量	销售额	求美者人群渗透率	销量	销售额	销量	销售额
	%	%	万支	亿元， 出厂	%	万支	亿元， 出厂	万支	亿元， 出厂
上轮廓	6%	6.82%	530	77	11.48%	1363	165	18.16%	14.62%
中面部	10%	11.36%	883	171	19.14%	2271	367	18.16%	14.62%
下轮廓	10%	11.36%	883	171	19.14%	2271	367	18.16%	14.62%
颈部	3%	3.96%	308	10	6.90%	819	23	18.75%	15.19%
眼周	7%	8.91%	692	67	23.80%	2825	228	28.27%	24.42%
口周	7%	8.59%	667	52	16.24%	1928	125	21.46%	17.81%
皮肤管理	60%	62.73%	7675	112	90.08%	22564	273	19.84%	16.25%
合计			11637	661		34041	1549		

资料来源：华泰研究预测

爱美客：前瞻洞察市场需求，大单品持续孵化

从嗨体系列一窥爱美客产品运作思路：前瞻洞察颈纹细分市场需求——抢占差异化适应症先机——占据医生及用户心智——品牌与功能效果强关联——自定义新细分市场——衍生系列横向拓展 SKU。

双生系列打造深层骨相支撑+浅层平铺的 1+1>2 全层抗衰解决方案，产品力再彰显。再生针剂“濡白天使”定位于“自带高光的塑型针”，23 年公司再推“如生天使”，适用于浅层平铺，“双生天使”深层骨相支撑+浅层平铺治疗组合拳亮相，打造全脸抗衰解决方案。

产品运作模式有望在更多产品管线中持续复制。至 23H1，公司有九项在研项目，包括用于治疗颈部后缩的医用含聚乙烯醇凝胶微球的修饰透明质酸钠凝胶、用于去除动态皱纹的 A 型肉毒毒素、用于软组织提升的第二代面部埋植线、用于慢性体重管理的司美格鲁肽注射液、用于溶解透明质酸可皮下注射的注射用透明质酸酶等。

流量产品+心智产品+高附加产品，全面产品矩阵持续赋能下游机构及医生。流量产品（如嗨体 2.5）受益于市场监管趋严，成为机构获客引流的重要品项；心智产品（嗨体 1.5 颈纹针）产品认知度高，颈纹细分领域地位领先；双生系列、宝尼达等提供高附加值解决方案，有助深度挖潜终端消费者价值。

仅考虑嗨体系列/再生系列/宝尼达系列/肉毒，我们预计至 2030 年公司营收有望超过 100 亿元。

图表45：公司核心产品未来收入预测

产品系列	产品明细	2024 E					2030 E				
		所处细分市场总销量 (万支)	公司销量 (万支)	市场份额	单价 (元)	销售额 (亿元)	所处细分市场总销量 (万支)	公司销量 (万支)	市场份额	单价 (元)	销售额 (亿元)
嗨体系列	颈纹针 (1.5)	308	278	91%	340	9.45	819	574	70%	283	16.23
	熊猫针 (1.0)	692	114	16%	563	6.40	2825	303	11%	469	14.22
	水光针 (2.5)	7675	254	3%	140	3.54	22564	1164	5%	116	13.54
	态活泡泡针	7675	104	1%	218	2.27	22564	510	2%	182	9.26
	嗨体系列合计	8674	750	9%	289	21.67	26208	2551	10%	209	53.25
再生系列	濡白天使	158	37	23%	2910	10.72	742	85	11%	2424	20.61
	如生天使	158	11	7%	3300	3.63	742	80	11%	3044	24.41
	再生系列合计	158	48	30%	3000	14.35	742	165	22%	2725	45.02
宝尼达系列	宝尼达	2295	5	0.2%	2716	1.40	5905	9	0.2%	2262	2.02
	新宝尼达	883	4	0%	3500	1.40	2271	18	0.8%	3294	5.96
	宝尼达系列合计	2295	9	0.7%	3059	2.80	5905	27.00	0.9%	2953	7.98
肉毒	肉毒产品	545	20	4%	350	0.70	756	107.64	14%	313	3.37
上述合计			827			39.52		2850.42			109.61

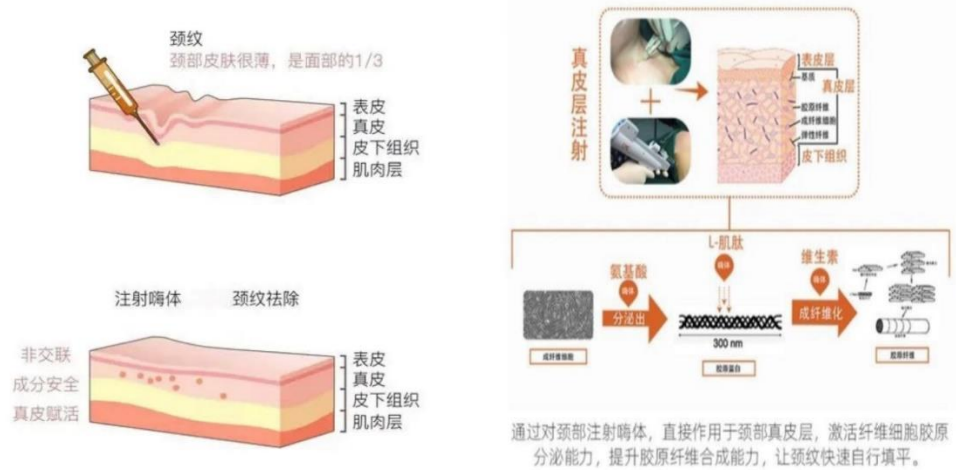
资料来源：华泰研究预测

嗨体系列成就国产医美龙头

嗨体：国内首款适应症明确为“颈纹”的修复皮肤填充剂。嗨体为爱美客产品“注射用透明质酸钠复合溶液”的商品名，于 2016 年 12 月取得 III 类医疗器械注册证，2017 年上半年正式推向市场，是国内首款商业化明确用于修复颈纹的皮肤填充剂。嗨体主要成分为非交联透明质酸、多种胶原蛋白含量丰富的氨基酸、具有抗氧化作用的 L-肌肽以及维生素 B2，适应症定位为颈部。作为玻尿酸复合溶液，嗨体具有填充凹陷的作用，通过注射把凹陷的颈纹支撑起来。此外，嗨体的营养成分可以增厚皮肤、促进自身胶原蛋白合成，因此即便嗨体吸收之后颈纹也会由于有新生胶原充盈而淡化。

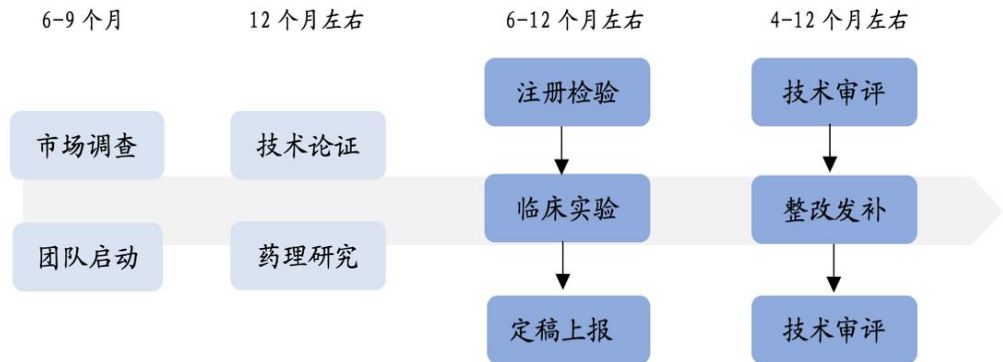
前瞻洞察空白市场需求、获证先发优势显著。以国家第三类药械为例，一般项目从立项到获批，含临床试验完整周期在 28-45 个月左右。生物医用材料特别是软组织修复材料的研发难度较大，工艺路线复杂，研发周期相对较长。以公司 IPO 募投项目中对新产品研发周期的定义为例，“完成开发样品、动物实验、中试放大、生产转化、第三方型式检验、临床试验等医疗器械研发程序，并在后续进入产品报批注册阶段”基本周期为六年。公司前瞻洞察颈纹市场需求，填补市场空白，并建立渠道及用户心智，竞品跟随模仿需要较长时间。

图表46：嗨体颈纹针注射演示



资料来源：新氧，华泰研究

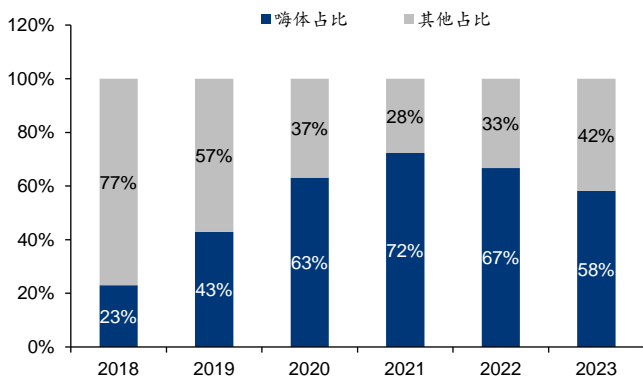
图表47：III类医疗器械研发临床审批周期一般在 28-45 个月左右



资料来源：《医疗器械注册管理办法》，《医疗器械监督管理条例》，《医疗器械生产监督管理办法》，华泰研究

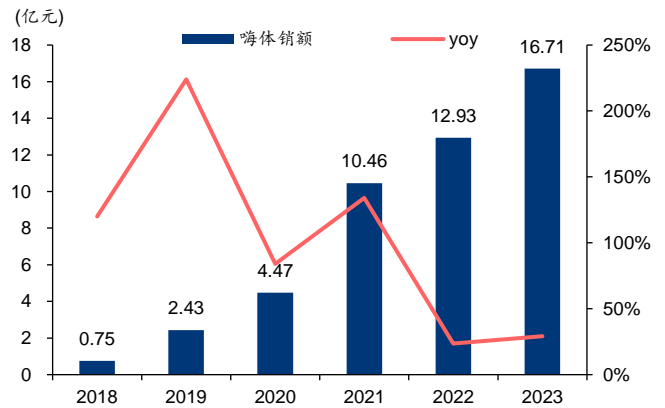
嗨体带动公司业绩较快增长。嗨体系列 17 年上市后迅速成为公司主力产品，21 年嗨体系列营收占比高达 72%。18-22 年嗨体系列销额 CAGR104%，23 年嗨体系列实现营收 16.71 亿元/yoy29.22%。

图表48：嗨体系列营收占比



资料来源：公司公告，华泰研究

图表49：嗨体系列销售额及增速



资料来源：公司公告，华泰研究

嗨体系列产品矩阵不断丰富、定位差异化细分市场、提供全面解决方案。2020年6月，公司嗨体系列推出新品嗨体熊猫针，主要针对黑眼圈、泪沟和眼周细纹等问题。2021年5月，嗨体系列新品列活泡泡针上市，该产品为主打抗氧化抗糖的水光针产品，是国内首款含L-肌肽活性成分的皮肤抗衰III类医疗器械，通过建立皮肤医学隔离膜实现皮肤褪黄、弹润、通透和紧致。

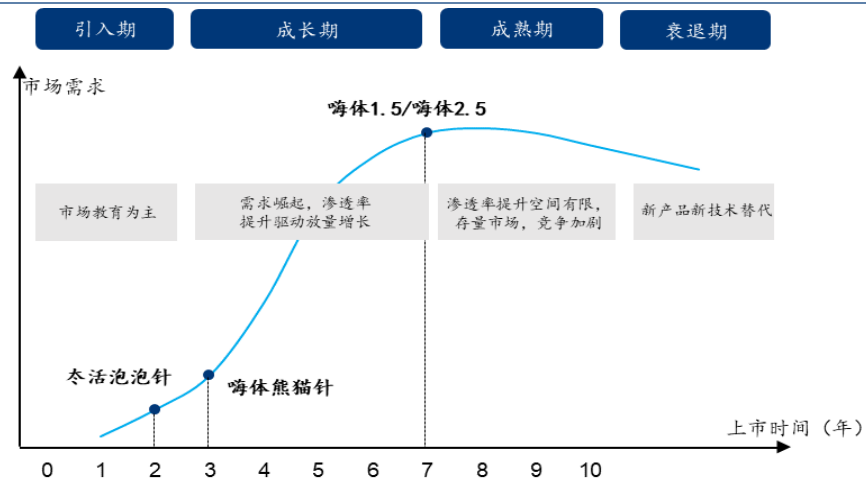
图表50：嗨体系列主要产品矩阵

产品名称	适用部位	浓度\成分	产品特点	入院价格 (元/支)	终端价格 (元/支)	上市时间
嗨体 1.5	颈部	适中\中分子	修复颈纹，提升成纤维细胞胶原分泌能力	350-450	2750	2017年
嗨体 2.5	颈部、面部	较低\小分子	紧致提升、嫩肤、补水、抗衰抗初老	200-300	1500	2017年
嗨体熊猫针	眼周	粘稠\大分子+中分子支撑	适用于泪沟治疗，针对眼周问题	700-800	3980	2020年
列活泡泡针	面部	大分子支撑+小分子补水	肌肽活性成分，皮肤筑基重建机制，褪黄，紧致	400-600	3980	2021年

资料来源：新氧，公司公告，华泰研究

系列衍生产品不断注入新成长动能。玻尿酸注射产品受到功效改进、技术升级、成分元素升级等因素影响，产品存在一定的更迭周期。嗨体颈纹针17年推出后至19年进入“需求崛起，渗透率提升驱动放量增长”阶段。公司在2020及2021年又分别推出聚焦眼周的嗨体1.0熊猫针与补水抗衰的高端产品列活泡泡针，为嗨体系列长青不断注入新动能。

图表51：嗨体产品衍生及时，新产品有望助力持续高增长



资料来源：公司公告，华泰研究

熊猫针：兼顾安全性、有效性，眼周类产品中的性价比首选。嗨体熊猫针精准定位眼周适应症，强调抚平泪沟、淡化黑眼圈的功能。据新氧，嗨体熊猫针在新氧医美排行榜眼部抗衰领域位列注射针剂第一。相比胶原蛋白类产品，熊猫针的终端定价更为亲民：据新氧，嗨体熊猫针均价 3980 元/只，而同样聚焦眼周的胶原产品肤丽美、弗缦和薇旖美的单支均价分别为 13800 元/12800 元/6800 元。

图表52：嗨体系列主要产品矩阵

产品名称	成分	适应症	优点	持续时间	规格	价格（元）
熊猫针	透明质酸、抗氧化物（L-肌肽）、多种氨基酸、维生素	多修复颈纹，提升成纤维细胞胶原分泌能力	非交联透明质酸钠，自然灵动；含 L-肌肽、氨基酸等多种营养成分，填充的同时具有滋养作用。	3-4 个月	1ml/支	3980
肤丽美	交联 I 型猪胶原蛋白	改善黑眼圈，紧致提升	与人体高相容性材料来源；ZDT 去端技术；TRICROSS 生物活性凝固技术	8-12 个月	1ml/支	13800
薇旖美	人源化 III 型胶原蛋白	修复再生，面部抗衰，增厚皮肤屏障	人源化序列确保无动物病原体污染风险，164.88 度保证了产品的高粘附性。	3 个月	4ml/支	6800
弗缦	高纯度牛胶原蛋白	除皱复弹，美白抑黑，紧致提升	无任何交联剂，安全性更高，填充更平整；天然活性胶原与皮肤相似度高。	6-9 个月	1ml/支	13800

资料来源：新氧，公司公告，华泰研究

中胚层市场需求广阔，合规产品有限、差异化品种稀缺。水光针属于中胚层疗法，利用负压针头将营养物质传达至真皮层浅层或中层，形成更深层次的养肤功效。由于水光针低客单、注射时长短、恢复时间快，相比其他项目而言门槛低，受众群体更广。据新氧，水光项目一个疗程治疗 3 次，平均每次间隔一个月，产品使用频率高，消费粘性较高。目前水光针以小分子和非交联产品为主，玻尿酸为主要成分：1) 小分子：由于注射至真皮的中层至浅层，适合质地柔软的小分子玻尿酸注射，主要功效为补水、细纹改善；2) 非交联：由于水光使用频次较高，且作用于真皮浅层对支撑性要求不高，多数产品并未添加交联剂，但少数水光产品（如瑞蓝唯提）添加少量交联剂增强维持时效。据艾瑞咨询，2019 年我国医美行业正规针剂占比仅为 1/3，22 年 3 月底，国家药监局正式将水光针纳入三类医疗器械管理，合规产品有望持续替代水货、假货。

冬活泡泡针：皮肤维养性能优越的中胚层产品，有望持续受益于市场监管趋严、水货出清。冬活泡泡针主打活性肤（L-肌肽）双抗体系（抗糖+抗氧化）+双分子透明质酸钠体系，通过浅透皮注射技术，采取皮肤筑基重建机制，建立皮肤医学隔离膜，实现皮肤褪黄、弹润、通透、紧致。相较于以纯透明质酸为主的产品，含多种营养成分，能够在保湿基础上起到更好皮肤维养效果。随着市场监管日趋严格，有望持续受益于水货、假货出清。

完善的手针 SOP 流程增强消费者体验感。除了首次将“双抗”概念应用于医美领域以外，冬活泡泡针还主推手打，制定了完善的手针 SOP。目前中胚层产品有手打与机打两种方式。机打使用仪器，配合九针/五针的针头将营养液注射到中胚层，效果稳定但无法做到因人制宜且漏药问题明显；手打则依靠医师因客户具体情况操作，效果因人而异不稳定。冬活泡泡针搭配的针头是一排三个针头，安装在注射器前端，代替单针，简化手打难度，终端侧消费者体验更佳。精准的市场定位与完善的手针 SOP 流程，助力冬活泡泡针在中胚层市场形成差异化。

图表53: 市场常见的可合规用于中胚层注射的医美产品

产品名称	欣菲聆	碧翠诗	嗨体 2.5	术唯可	海月兰	冬活	瑞蓝唯提	娃娃针	肤柔美	薇诗美
参考均价(元)	624	1400	1500	1800	2000	3980	6800	4980	5300	6800
治疗周期	3-6 次一疗程, 每次间隔 1 个月	3-6 次一疗程, 每次间隔 1 个月	3 次一疗程, 每次间隔 1 个月	3 次一疗程, 每次间隔一个月	1-3 次一疗程, 每次间隔 1 个月	4 次一疗程, 每次间隔 2-3 周	1 月 1 次, 3 次/疗程 3-6 次一疗程, 每次间隔 1 个月	连续间隔 3 个月 / 次/疗程, 连续 3 次	1 月 1 次, 3 次	3-6 次一疗程, 每次间隔一个月
效果持续	1-3 个月	1-3 个月	9 个月	1 个月	3-4 个月	1 个月	12-15 个月	3-6 个月	3 个月	1-3 个月
恢复时间	5-7 天	0-1 天	5-7 天	1-3 天	1-3 天	5-7 天	0-1 天	1-3 天	2-5 天	0-1 天

资料来源: 新氧, 华泰研究

双生系列引领再生针剂市场

濡白天使: “自带高光的塑型针”, 填补中国再生针剂市场空白。“濡白天使”(含左旋乳酸-乙二醇共聚物微球 (PLLA-b-PEG) 的皮肤填充剂) 于 2021 年 6 月取得 III 类医疗器械注册证, 适用于真皮深层、皮下浅层及深层注射填充纠正中、重度鼻唇沟皱纹。

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, 起到即刻填充+长效刺激胶原再生效果, 产品性能突出。

- 1) 不透光: 采用均匀的乳白色复合凝胶, 不透光, 更自然。
- 2) 减少不良反应: 双亲性微球可避免胶体团聚引发的炎性反应; 独有的 SDAM 技术使微球在透明质酸钠凝胶中均匀分布, 进一步避免微球局部团聚, 可以很好的解决微球过团聚所产生的炎症结块和炎性肿胀等问题。
- 3) 更舒适: 加入盐酸利多卡因减痛成分, 显著增加注射舒适感。
- 4) 自带高光: 左旋乳酸-乙二醇共聚物微球激活自身胶原再生, 带来皮肤弹性与光泽度的提升。
- 5) 可降解: 聚左旋乳酸微球和交联透明质酸, 经过人体三羧酸循环持续降解, 被人体代谢分解成 CO₂ 和 H₂O, 排出体外; 聚乙二醇可随尿液原型排出体外。

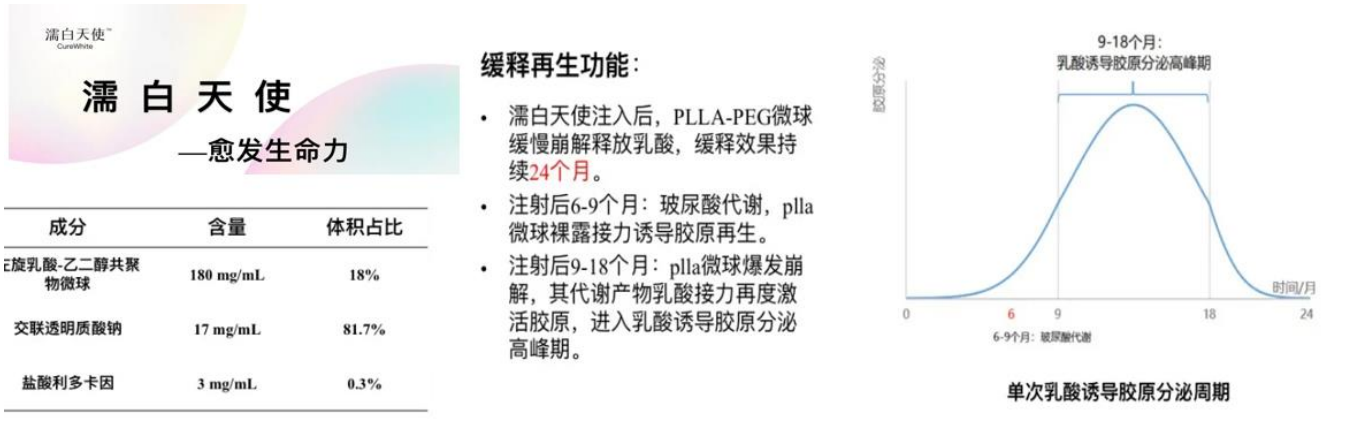
区别于传统填充产品, 濡白天使在注射后分两阶段缓释接力, 可长期刺激胶原蛋白再生。

第一阶段: 复合微球和交联透明质酸即刻塑形, 随后透明质酸代谢, 聚左旋乳酸微球进入裸露期, 微球开始刺激再生。

第二阶段: 聚左旋乳酸微球产生的代谢物乳酸开始再度刺激胶原再生。

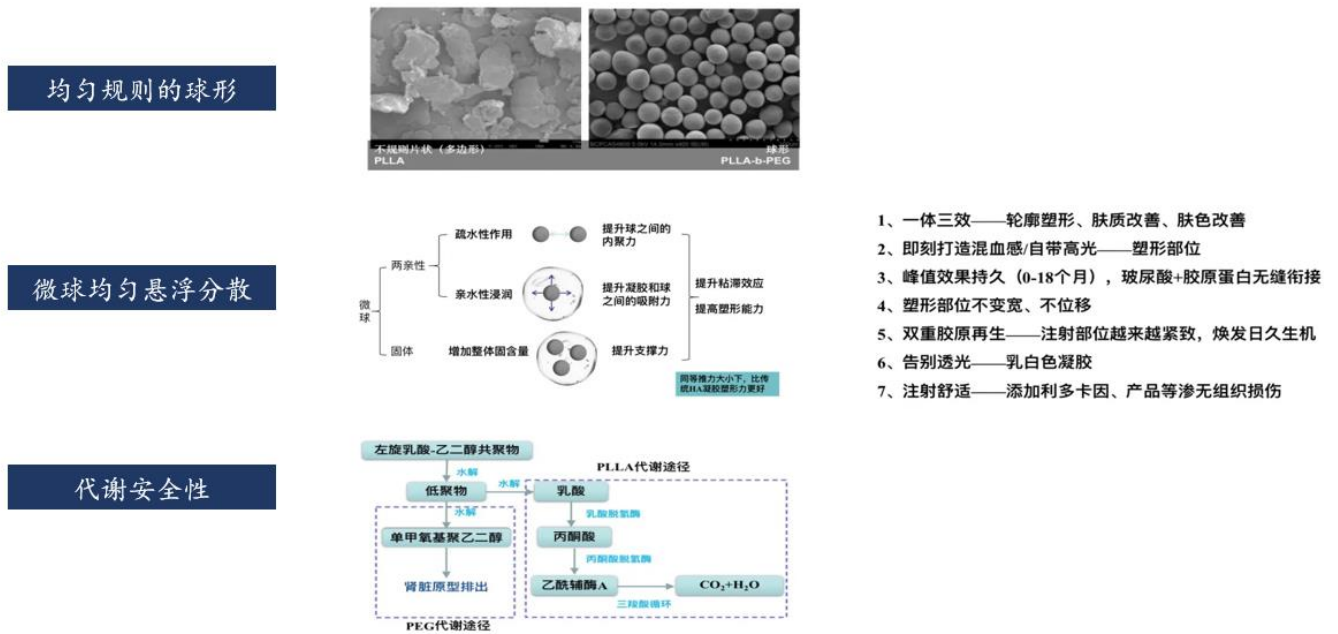
据公司官网, 濡白天使针的维持时间在 2 年左右, 在带来塑型效果的同时, 能够持续诱导胶原再生, 使塑型部位肤质改善、肤色提亮, 焕发自然高光。

图表54：濡白天使产品简介



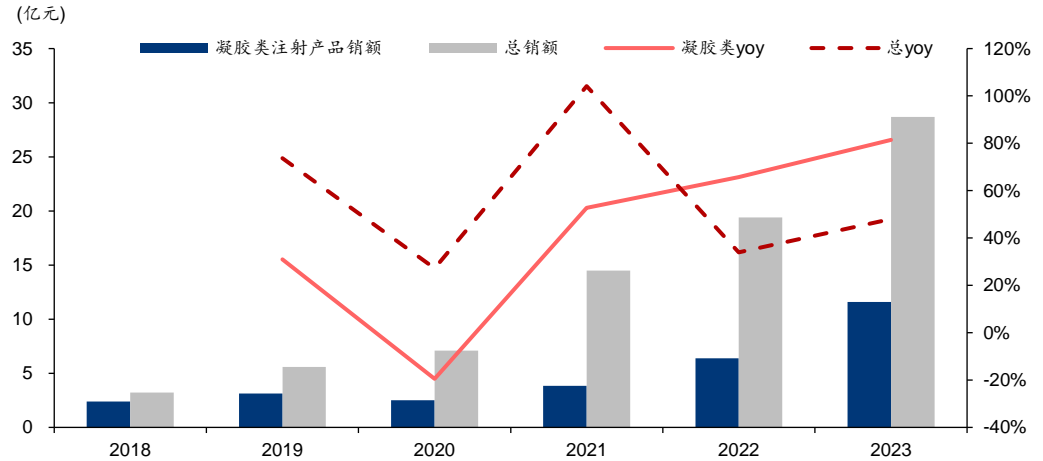
资料来源：公司官网，华泰研究

图表55：濡白天使具有强支撑、不位移、不肿胀、不透光的作用特性



资料来源：公司官网，华泰研究

21年上市以来迅速放量。产品上市以来，公司通过夯实学术推广，严谨开展医生培训，产品安全性与有效性逐渐得到了下游医疗机构与终端消费者的充分认可。公司采取医生认证制度，将培训与认证制度结合，高效稳定的渠道建设与完善的学习平台制度为新品的推广带来先发优势，助力濡白天使在全国范围内、不同类型机构之间进行快速渗透。23年公司凝胶类注射产品实现营收 11.58 亿元/yoy81.43%，收入占比提升 7.4pct 至 40.35%。

图表56：濡白天使带动凝胶类产品业绩增长


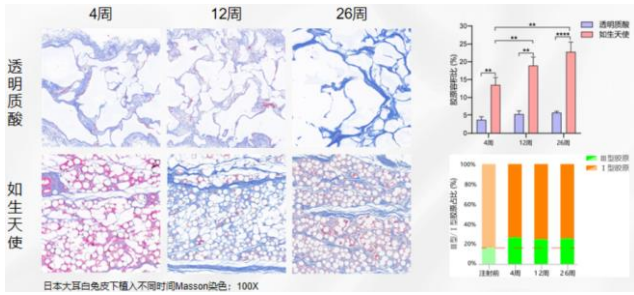
资料来源：公司公告，华泰研究

公司采取医生培训与授权制度结合方式，借助庞大的渠道网络和学习平台制度进行推广，助力濡白天使快速渗透。相比于传统针剂，再生针剂的注射难度相对较高，对医生的技术有一定要求。公司通过夯实学术推广，严谨开展医生培训，产品安全性与有效性逐渐得到了下游医疗机构与终端消费者的充分认可。公司采取医生认证制度，将培训与认证制度结合，高效稳定的渠道建设与完善的学习平台制度为新品的推广带来先发优势，助力濡白天使在全国范围内、不同类型机构之间进行快速渗透。截至2022年底，濡白天使已进入超过600家医疗美容机构，授权700余名医生。

“如生天使”落地，开拓新市场空间。2023年7月底公司正式推出再生类新品“如生天使”。如生天使由聚左旋乳酸 PLLA 微球与透明质酸组成，“软中有支撑，强粘不位移，紧致服帖不臃肿”，兼具即刻韧带复位提升与长效紧致双重功效。与濡白天使相比，从技术来看，如生天使采用了全新的 SDAM-VAB 技术，使其更具高柔韧性、高延展性。在产品定位上，“如生天使”适用于浅层平铺，可注射在浅层脂肪室、韧带筋膜层，能够达到即刻提升，后期不浮肿不馒化越收越紧的作用，从而实现面部紧致化、精细化和柔美化，适合面部松弛塌陷凹陷的求美者，有望打开软支撑市场新空间。

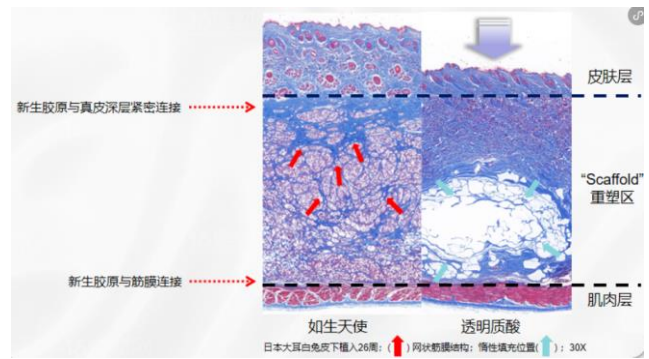
濡白+如生双生系列产品组合拳，提供全脸抗衰综合解决方案。“双生天使”深层骨相支撑+浅层平铺治疗组合拳亮相，可以实现 1+1>2 的效果，有望真正做到全脸抗衰。从高光精塑到全层再生，濡白天使精致塑形，深层韧带固定；如生天使进行缺失容量补充，柔美轮廓，浅层紧实收紧，二者共同起效，在注射部位及作用上形成互补，改善组织提升复位和松垂，实现全脸抗衰，避免下移渲泡。再生市场红利下，濡白+如生的组合方案也有助于实现连带销售，叠加爱美客现有管线，有望打造全脸全适应症综合矩阵。

图表57: 如生天使可诱导真皮深层胶原组织再生/提高 III 型胶原比例



资料来源: 公司官网, 华泰研究

图表58: 在皮肤与筋膜间隙形成纤维网状结构



资料来源: 公司官网, 华泰研究

管线丰富, 打造未来增长极

储备产品矩阵丰富, 不断满足细分市场需求。截至 23H1, 公司有九项在研项目, 包括用于治疗颜部后缩的医用含聚乙烯醇凝胶微球的修饰透明质酸钠凝胶、用于去除动态皱纹的 A 型肉毒毒素、用于软组织提升的第二代面部埋植线、用于慢性体重管理的司美格鲁肽注射液、用于溶解透明质酸可皮下注射的注射用透明质酸酶等。通过内部研发与外部合作, 不断开发创新产品, 将产品组合范围从生物医用材料向生物药品、化学药品领域扩展, 各产品功能定位均有差异, 但同时具备较强的协同性, 满足中国消费者快速增长和持续变化的需求。

图表59: 截至 23H1, 公司在研产品矩阵丰富

产品名称	研发阶段	主要特征	对公司影响
医用含聚乙烯醇凝胶微球的修饰透明质酸钠凝胶	注册申报	治疗颜后缩	巩固公司在皮肤填充剂市场的地位
第二代理植线产品	临床实验	软组织提拉	丰富公司面部埋植线的产品类型
注射用 A 型肉毒毒素	注册申报	动态皱纹治疗	丰富公司产品类型, 与公司现有产品相互协同
利拉鲁肽注射液 (注射用重组蛋白药物)	完成 I 期临床试验	慢性体重管理	增加公司产品管线, 在体重管理细分领域进行布局
注射用透明质酸酶	临床前	溶解透明质酸, 可皮下注射	完善公司透质类相关产品体系
去氧胆酸药物	临床前	颌下减脂	增加公司产品管线, 优化产品结构
医用透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶	临床实验	新填充部位适应症	巩固公司在皮肤填充剂市场的地位
司美格鲁肽注射液	临床前	体重管路	作为利拉鲁肽的升级产品, 提高公司在体重管理方向的长期竞争力
利多卡因丁卡因乳膏	临床实验	完整皮肤局部麻醉	优化公司现有产品结构

资料来源: 公司公告, 华泰研究

宝尼达系列: 颜后填充新品可期

宝尼达: 长效骨性支撑, 同时进行骨性、玻尿酸、胶原蛋白补充。宝尼达是一款以类仿生技术为基础的骨性长效抗衰材料, 独有“水密型微球悬浮制备技术”, 通过 PVA 微球和复合透明质酸联合作用, 发挥透明质酸和自体胶原蛋白的双向持续补充作用, 可以满足玻尿酸或胶原蛋白等其他材料无法实现的骨性衰老和骨性结构补充需求。此外, 循环补打 3 次后, 可以维持 8-10 年, 具有长效优势。

拓展面部填充适应症，满足市场细分化需求。公司“医用含聚乙烯醇凝胶微球的修饰透明质酸钠凝胶”产品精准定位面部填充适应症，已经处于注册申报阶段。PVA 微球即医药级聚乙烯醇软性微球，具有良好的生物相容性及和关节软骨相似的力学性能，可对人体的骨质结构起到很好的支撑以及补充作用。

肉毒素产品有望打造新增长点

前瞻布局肉毒素，引进 Huons A 型肉毒产品。爱美客 2018 年 9 月与韩国 Huons 公司签订经销协议，约定以研发注册方式引进 A 型肉毒毒素 100U 产品，2021 年公司收购了 Huons BP25.42% 的股权并与 Huons BP 签署新的经销协议，在中国地区成为肉毒素唯一合法且排他的进口商、经销商。截至 23Q3，爱美客“注射用 A 型肉毒毒素”已经完成 III 期临床试验，正在整理申报阶段。

肉毒作为入门级医美产品，承担引流获客功能。肉毒素是肉毒杆菌于厌氧条件下生长时所产生的一类嗜神经性外毒素，其中注射用 A 型肉毒毒素是中国医美市场唯一的肉毒素产品，其注射效果可维持 4-6 个月。肉毒素通过抑制神经介质释放从而麻痹肌肉神经，进而实现除皱、瘦脸、塑形等多项功效。据新氧，2021 年注射类消费中，肉毒素占比高达 52.9%，高于玻尿酸 43.0%。据美国美容外科协会 22 年美国肉毒诊疗次数 877 万次，按单人年复购 2 次计算，医美肉毒覆盖群体 437 万，占总人口比例约 1.3%。参考此渗透比例，基于 9 亿城镇人口，我们估算中国肉毒市场当前覆盖人群超过 1000 万人。

肉毒产品审批严格，玩家有限，两大头部品牌保妥适及衡力价格带差异较大。肉毒毒素在中国按毒麻药审批，上市周期长且审核严格。目前国内仅 4 款产品获批，包括美国进口的保妥适、国产衡力、益普生的吉适和 Hugel 研发的乐提葆。其中保妥适具有高纯度、高精度等特点，定位高端。衡力可用于除皱瘦脸、瘦小腿、瘦肩、瘦咬肌等，定位偏大众。吉适抗药性低、起效快，主要用于瘦脸、瘦腿、瘦肩等大块肌肉。目前国内合规肉毒素产品供给数量仍然较少，中端价格带仍有较大市场空白。

图表60：我国已获批的四款肉毒素产品

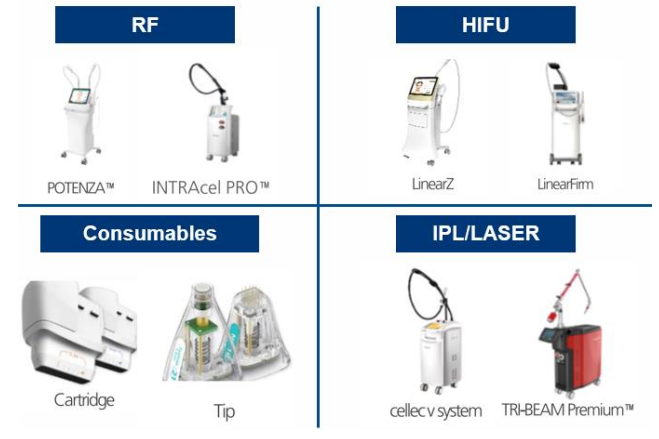
产品名称	保妥适 (Botox)	吉适 (Dysport)	乐提葆 (Letybo)	衡力
厂商	艾尔建	高德美	Hugel/四环医药	兰州生物
国内获批时间	2009	2020.6	2020.1	2012
赋形剂	人血清蛋白	人血清蛋白	人血清蛋白	医用明胶
分子量 (KD)	900	500/900	900	300/500/900
菌株	Hall	Hall	CBFC26	Hall
弥散度	0.5cm ²	0.5cm ²	>0.5cm ²	1cm ²
剂型	真空干燥粉末	冷冻干燥粉	冷冻干燥粉	冷冻干燥粉
规格	50u/100u	300u (相当于 120u 保妥适)/500u	100u	50u/100u
储藏条件	2°C~8°C 或 -5°C 以下	2°C~8°C	2°C~8°C	2°C~8°C
起效时间	48h	24~48h	24~48h	72h
维持时间	4~6 个月	4~6 个月	4~6 个月	4~6 个月
终端售价 (元)	4000/100u	3500/100u	2200/100u	1000/100u

资料来源：各产品官网，华泰研究

牵手 Jeisys 拓展光电医美版图

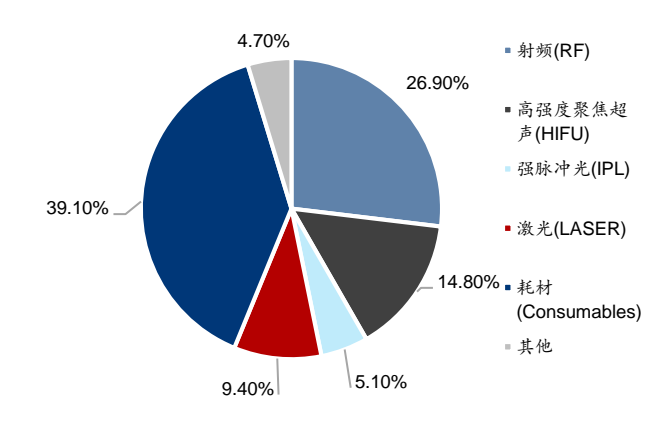
经销韩国 Jeisys 两款新设备，进军光电抗衰赛道。爱美客与韩国公司 Jeisys 签订经销协议，Jeisys 公司授权爱美客负责其旗下 Density 和 LinearZ 医疗美容治疗设备及配套耗材在中国内地（不含香港、澳门、台湾）的推广分销和相关服务，且约定产品在上述区域内具有排他性权利。Jeisys 为韩国最大的医疗激光美容设备生产企业，公司在射频 (RF)、高强度聚焦超声 (HIFU)、强脉冲光 (IPL)、激光 (LASER) 等领域布局有多样产品管线，主要收入来源为设备与相关耗材的销售。此次合作涉及到的 Density 产品为专注皮肤治疗的 RF 类设备，LinearZ 则为点线双模式的 HIFU 类设备，目前这两种设备已在韩国实现商业化。爱美客与 Jeisys 的合作能够补充其自身管线布局，进一步提高市场竞争力。

图表61: Jeisys 主要产品 (FY2022)



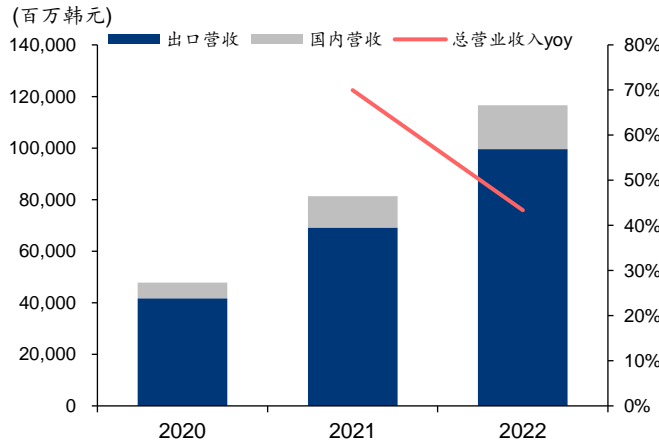
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表62: Jeisys 不同品类产品对应营收比例 (FY2022)



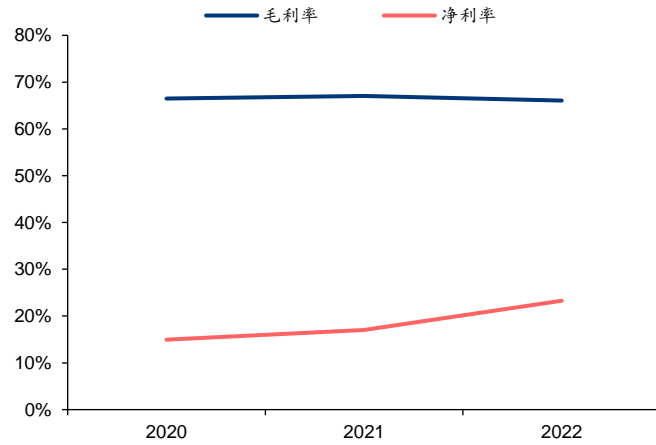
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表63: Jeisys 营收情况与总营收 yoy



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表64: Jeisys 利润率情况



资料来源: 公司公告, 华泰研究

绸缪胶原市场, 发力功效护肤

收购沛奇隆公司, 进军动物胶原蛋白市场。2022年12月31日公司通过控股的北京原之美科技有限公司, 以3.5亿元的价格完成了对哈尔滨沛奇隆生物制药有限公司100%股权收购。沛奇隆公司主要从事动物胶原蛋白产品的提取和应用, 主要产品包括生物蛋白海绵、止血愈合敷料等。公司通过此项收购丰富产品储备, 以探索胶原蛋白产品应用领域的更多市场机会, 提升长期竞争能力, 巩固公司在医疗美容市场的领导地位。

推出护肤品品牌, 打造医美+生美的日常护理闭环。2023年11月19日, 爱美客举办线上护肤新品发布会, 针对目前医美市场上术后护理产品的空缺, 推出爱芙源、嗨体熊猫护肤以及嗨体护肤三个护肤品品牌。其他医美护肤品不同, 该产品线根据医美场景普遍采用的部位分类: 爱芙源针对面部、嗨体熊猫护肤针对眼部, 嗨体护肤针对颈部, 完全和医美治疗场景及习惯适配, 以实现全周期护理+生美医美一体化。

销售渠道奠基，研发实力提供源动能

华东华北为优势区域，国内市场仍待开拓

华东华北市场收入占比过半，其他区域还有较大发力空间。19-23 年华东和华北地区销售收入占总收入比重分别为 57.25%/57.40%/58.22%/58.74%/55.36%，主要原因在于华北、华东地区经济发展水平较高，医疗美容市场发展迅速，消费观念较为成熟，大型美容医疗机构相对集中以及公司在华北、华东地区市场推广力度较强。从营收 yoy 来看，华东、华南地区营业收入增速较快，其他地区营收增速相对较缓，规模较小，未来仍有较大开拓空间。

图表65：公司分区域营收增长分化（单位：亿元）

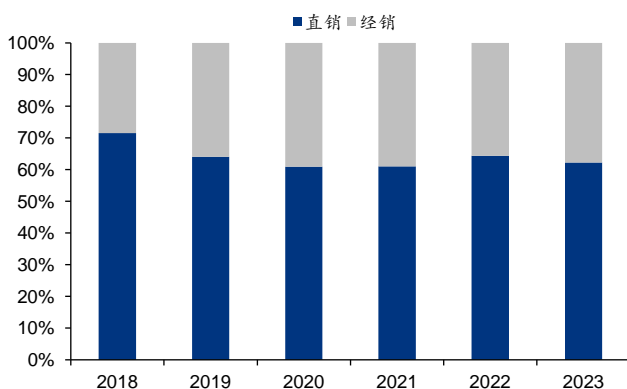
	2019	2020	2021	2022	2023
华东	2.38	2.88	6.49	8.77	12.31
华东 yoy		21.01%	125.35%	35.13%	40.36%
华北	0.82	1.19	1.94	2.62	3.57
华北 yoy		45.12%	63.03%	35.05%	36.33%
西南	0.62	0.73	1.41	2.37	3.68
西南 yoy		17.74%	93.15%	68.09%	55.41%
华南	0.58	0.78	1.66	2.23	3.57
华南 yoy		34.48%	112.82%	34.34%	60.50%
华中	0.63	0.78	1.52	2.11	3.36
华中 yoy		23.81%	94.87%	38.82%	58.72%
东北	0.38	0.5	1.05	0.66	1.20
东北 yoy		31.58%	110.00%	-37.14%	81.85%
西北	0.18	0.23	0.41	0.63	1.00
西北 yoy		27.78%	78.26%	53.66%	59.26%

资料来源：Wind，华泰研究

直销为主、经销为辅，销售网络持续完善

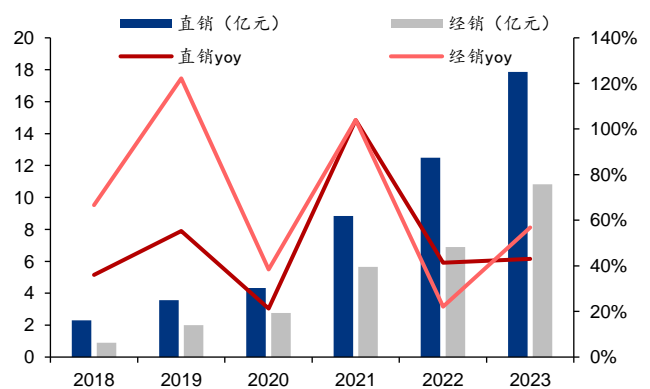
直销+经销相结合，已覆盖约 7000 家机构。以直销渠道为主，经销渠道为辅，截至 23 年末，公司已建立覆盖全国 31 个省、市、自治区约 7000 家医疗美容机构的销售服务网络，但与卫健委 24 年 1 月公示的全国 1.8 万家医美机构相比仍有较大提升空间。19-23 年直销收入占比 64.08%/60.97%/61.01%/64.40%/62.26%，较为稳定。

图表66：爱美客营业收入分渠道结构



资料来源：公司公告，华泰研究

图表67：爱美客分渠道营收及增速



资料来源：公司公告，华泰研究

直销模式有助新品孵化，经销模式有助销售放量。直销模式有助于公司深度参与客户关系管理，有效提升客户服务质量及敏捷性，把握住优质的客户资源。公司通过为医疗美容机构提供营销指导与建议，可以对终端产品的使用效果形成较好的掌控能力；同时通过与医疗美容机构直接深入的交流，更容易获得医生和消费者的反馈与建议，进而指导公司产品的开发与升级。经销渠道可以帮助公司迅速扩大产品的市场占有率。目前我国下游医疗机构数量众多且分散，通过经销渠道可以拓展公司销售团队无法直接覆盖的医疗机构，从而提高公司市场规模。

全方位、全周期支持，深度赋能下游客户

持续强化国内市场营销体系的建设。公司已形成与上市产品相配套的专业化、合规化、数字化、品牌化的营销体系，通过持续强化国内市场营销体系的建设，实现品牌价值的最大化。截至 23H1，公司拥有超过 408 名销售和市場人員，覆盖全国 31 个省、市、自治区。

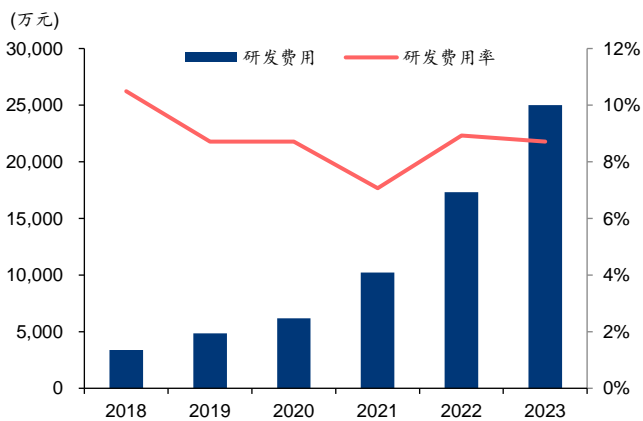
依托全軒学苑，赋能医生、深度互动，提供全方位、全周期的支持服务。公司通过线上学习平台全軒学苑，与线下学术会议结合的方式对合作医生进行教育培训，加强医疗美容学术的分享与交流，提高医生审美、诊疗等各方面知识与技能，促进医生之间的交流和客户对公司产品的了解程度与认可度。通过建立良好的互动，不断为客户提供产品解决方案，以提高终端消费者对公司产品的满意度。

高素质研发团队、领先技术提供创新动力

公司研发人员在医疗器械和药品的发现、开发和商业化方面拥有丰富经验。截至 23 年，公司研发人员占公司总人数的 26.70%，其中约一半的研发人员持有硕士或以上学位。研发团队拥有多元化专业背景，涵盖生物工程、高分子化学与物理、制药工程、临床医学等专业领域，拥有多年的医疗美容相关领域的工作经验。

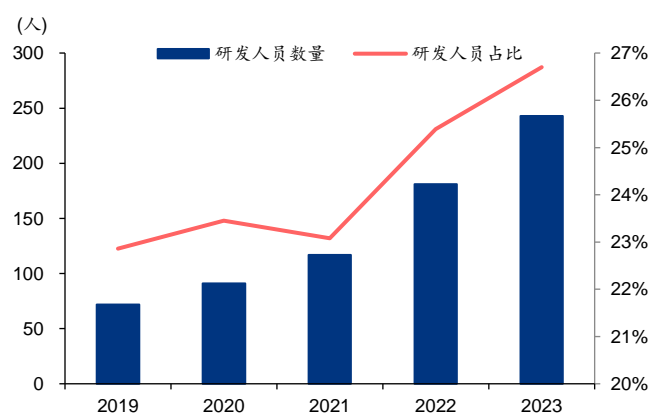
自主研发积累多项行业领先的核心技术。公司已积累多项核心技术，直接应用于已上市产品及在研产品，形成了针对竞争对手的长期技术壁垒。截至 23 年末，公司已累积注册专利 74 项，其中发明专利 35 项。拥有固液渐变互穿交联技术、组织液仿生技术、水密型微球悬浮制备技术、悬浮分散两亲性微球技术等多项核心技术。

图表68：爱美客研发费用及研发费用率



资料来源：公司公告，华泰研究

图表69：爱美客研发人员数量及占比



资料来源：公司公告，华泰研究

盈利预测与估值

盈利预测

公司产品类别包括复合溶液类产品、凝胶注射类产品及其他，其中复合溶液类产品主要包含嗨体系列，可按品类划分为嗨体 1.5 颈纹针、嗨体 2.5、嗨体熊猫针和太活泡泡针；凝胶注射类产品主要包含再生针剂（即“双生”系列濡白天使+如生天使）、宝尼达及爱芙莱等其他品牌。

嗨体 1.5 颈纹针：目前嗨体颈纹针发展较为成熟，市场占有率处于较高水平，未来考虑到市场竞争加剧、监管政策加强等影响，我们预计 24-25 年销量承压，销量增速均为 16%，价格下降 3%。后随着产品进一步成熟，销量增速自然回落，预计 26-30 年销量 yoy 分别为 15%/13%/13%/10%/10%，考虑潜在市场格局变化，审慎假设后续单价每年下降 3%。

嗨体 2.5 水光针：由于水光针注射时长短、恢复时间快，相比其他项目而言消费门槛低，受众群体更广。22 年 3 月底，国家药监局正式将水光针纳入三类医疗器械管理，受益于市场监管趋严、水货假货出清，公司产品性能优越、客单价定位不高，作为入门级医美项目，预计 24 年快速放量，24-26 年销量增速较快（yoy110%/50%/40%），27 年后产品进入成熟期，销量增速自然回落，预计 27-30 年销量 yoy30%/25%/20%/12%。23 年产品销量增幅较营收增幅过大，我们测算 23 年产品价格有较大幅度下降，考虑到公司的获利空间和潜在市场格局变化，审慎假设后续单价每年下降 3%。

嗨体 1.0 熊猫针：嗨体熊猫针精准定位眼周抗衰，市场格局较优，21-22 年增速较快，23 年阶段性受嗨体 2.5 出货量较大及消费力变化影响，销量增速放缓至 20%。伴随公司销售团队组织架构调整以及产品适应症的新增，24-26 年有望重新发力，预计销量增速为 20%/22%/22%，27-30 年伴随产品日趋成熟，销量增速回落，yoy20%/18%/15%/10%。考虑到市场竞争，预计产品单价年均下滑 3%。

太活泡泡针：太活泡泡针处于市场培育期，23 年销量 yoy 约 78%，考虑到市场定位精准、产品性能优越，伴随水光针市场水货出清，我们预计 24-26 年太活泡泡针快速放量，持续发力，销量 yoy120%/60%/40%，27-30 年产品进入成熟期，销量增速减缓，yoy 分别为 30%/25%/20%/12%。考虑潜在市场格局变化，审慎假设后续单价每年下降 3%。

图表70: 公司嗨体系列产品预测

	2022 A	2023 A	2024 E	2025 E	2026 E	2027 E	2028 E	2029 E	2030 E
营收	12.93	16.71	21.67	26.90	32.62	38.31	44.23	49.52	53.25
yoy		29%	30%	24%	21%	17%	15%	12%	8%
销量	377.41	503.01	750.10	1009.05	1306.95	1618.96	1959.11	2291.52	2550.55
yoy		23%	33%	49%	35%	30%	24%	21%	17%
单价	342.59	332.11	288.91	266.55	249.62	236.65	225.77	216.12	208.77
yoy		1%	-3%	-13%	-8%	-6%	-5%	-5%	-4%
颈纹针 (1.5)									
营收	6.89	8.40	9.45	10.64	11.86	13.00	14.25	15.21	16.23
yoy		20%	22%	13%	13%	12%	10%	10%	7%
销量	196.72	240.00	278.40	322.94	371.39	419.67	474.22	521.64	573.81
yoy		20%	22%	16%	16%	15%	13%	13%	10%
出厂价	350.00	350.00	339.50	329.32	319.44	309.85	300.56	291.54	282.79
yoy		0%	0%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%
水光针 (2.5)									
营收	1.20	1.74	3.54	5.16	7.00	8.83	10.71	12.46	13.54
yoy		20%	45%	104%	46%	36%	26%	21%	16%
销量	75.00	120.83	253.75	380.63	532.88	692.74	865.92	1039.11	1163.80
yoy		20%	61%	110%	50%	40%	30%	25%	20%
出厂价	160.00	144.00	139.68	135.49	131.42	127.48	123.66	119.95	116.35
yoy		0%	-10%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%
熊猫针 (1.0)									
营收	4.58	5.50	6.40	7.58	8.97	10.44	11.94	13.32	14.22
yoy		35%	20%	16%	18%	18%	16%	14%	12%
销量	79.02	94.83	113.79	138.83	169.37	203.24	239.83	275.80	303.38
yoy		35%	20%	20%	22%	22%	20%	18%	15%
出厂价	580.00	580.00	562.60	545.72	529.35	513.47	498.07	483.12	468.63
yoy		0%	0%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%
本活泡泡针									
营收	0.67	1.07	2.27	3.53	4.79	6.04	7.33	8.53	9.26
yoy		20%	60%	113%	55%	36%	26%	21%	16%
销量	26.67	47.35	104.16	166.65	233.32	303.31	379.14	454.97	509.56
yoy		20%	78%	120%	60%	40%	30%	25%	20%
出厂价	250.00	225.00	218.25	211.70	205.35	199.19	193.22	187.42	181.80

注: 营收单位: 亿元

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

再生系列: 主要包含濡白天使、如生天使两款产品。

濡白天使: 21H2 濡白天使开始上市销售, 22 年销售额超过 3 亿元/销量超 10 万只, 23 年仍处放量阶段, 增长迅速, 销量 yoy143%。放量期结束后, 考虑到新产品的推出和市场竞争格局的变化, 预计 24-30 年销量增速放缓, yoy30%/20%/18%/15%/15%/12%/10%。产品放量期价盘较稳, 24 年后预计单价年均降 3%。

如生天使: 2023 年 7 月底公司正式推出再生类新品“如生天使”, 23H2 进行市场铺垫。24 年有望开始发力, 有望打开软支撑市场新空间, 参考濡白天使增长曲线, 我们预计如生天使 24 年销量 11 万支, 25-26 年销量增速 100%/50%, 快速放量, 放量期价格维持稳定, 成熟期 (27 年后) 销量增速自然回落, 预计 27-30 年销量 yoy35%/25%/20%/20%, 考虑潜在市场格局变化, 审慎假设单价每年下降 2%。

图表71: 公司再生系列产品预测

	2022 A	2023 A	2024 E	2025 E	2026 E	2027 E	2028 E	2029 E	2030 E
营收	3.50	8.51	14.35	19.74	25.18	30.35	35.43	40.07	45.02
yoy			69%	38%	28%	21%	17%	13%	12%
濡白天使									
营收	3.50	8.51	10.72	12.48	14.29	15.94	17.78	19.32	20.61
yoy			26%	16%	14%	12%	12%	9%	7%
销量	11.67	28.35	36.86	44.23	52.19	60.01	69.02	77.30	85.03
yoy		483%	143%	30%	20%	18%	15%	15%	12%
出厂价	3000	3000	2910	2823	2738	2656	2576	2499	2424
yoy		0%	0%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%
如生天使									
营收		0	3.63	7.26	10.89	14.41	17.65	20.76	24.41
yoy				100%	50%	32%	23%	18%	18%
销量			11.00	22.00	33.00	44.55	55.69	66.83	80.19
yoy				0%	100%	50%	35%	25%	20%
出厂价			3300	3300	3300	3234	3169	3106	3044
yoy				0%	0%	0%	-2%	-2%	-2%

注: 营收单位: 亿元

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

宝尼达系列：23 年宝尼达销量 yoy20%，价盘较稳定。预计后续 24-30 年销量 yoy20%/15%/13%/10%/8%/7%/5%，随产品日趋成熟销量增速自然回落，考虑潜在市场格局变化，审慎假设后续单价每年下降 3%。我们保守预计新宝尼达（用于纠正颧部后缩的医用含聚乙烯醇凝胶微球的修饰透明质酸钠凝胶）有望于 25 年上市推广，提振宝尼达系列产品销售。参考濡白天使放量曲线及定价，但考虑颧部后缩类产品已有存量玩家，预计新宝尼达上市首年（2025 年）销量 4 万支/单价 3500 元，贡献 1.4 亿元营收。

其他凝胶类：爱芙莱、逸美 1+1 等其他凝胶产品 23 年销量无增长，价格相对稳定；考虑到产品差异化不强、但所处市场格局已经较为稳定，预计后续增速缓慢，预计 24-30 年销量 yoy5%，价格相对稳定。

图表72：公司宝尼达系列及其他凝胶类产品预测

	2022 A	2023 A	2024 E	2025 E	2026 E	2027 E	2028 E	2029 E	2030 E
营收	2.88	3.07	3.36	5.02	6.40	7.63	8.79	9.78	10.61
yoy	-11%	7%	9%	49%	27%	19%	15%	11%	9%
宝尼达									
营收	1.00	1.20	1.40	1.56	1.71	1.82	1.91	1.98	2.02
yoy		20%	16%	12%	10%	7%	5%	4%	2%
新宝尼达									
营收				1.40	2.52	3.53	4.49	5.29	5.96
yoy				0%	80%	40%	27%	18%	13%
逸美一加一、爱芙莱等									
营收	1.88	1.87	1.97	2.06	2.17	2.28	2.39	2.51	2.64
yoy		0%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%

注：营收单位：亿元

资料来源：公司公告，华泰研究预测

其他：面部埋植线产品规模较小，差异化不强，保守预计 24-30 年营收不增长。公司 23 年开始发力功效护肤，23 年其他类产品营收已达 3514 万元，增量显著，24-25 年营收 yoy 维持较快增长，分别为 30%/20%，26-30 年营收随产品逐渐成熟自然回落，营收增速 15%/10%/8%/7%/5%。此外我们预计公司肉毒产品有望于 25 年开始上市推广，参考其他产品，假设出厂价 350 元；考虑肉毒产品为基础入门产品，销售量有望迅速放大，预计上市首年销量 20 万只，贡献营收 0.7 亿元。

图表73：公司其他产品预测

	2022 A	2023 A	2024 E	2025 E	2026 E	2027 E	2028 E	2029 E	2030 E
营收	0.08	0.41	0.52	1.31	2.09	2.81	3.40	3.88	4.27
yoy	-51%	417%	26%	153%	60%	35%	21%	14%	10%
面部埋植线									
营收	0.05	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06
yoy		10%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
化妆品									
营收	0.03	0.35	0.46	0.55	0.63	0.69	0.75	0.80	0.84
yoy		1267%	30%	20%	15%	10%	8%	7%	5%
肉毒									
营收				0.70	1.40	2.06	2.60	3.02	3.37
yoy					100%	47%	26%	16%	12%

注：营收单位：亿元

资料来源：公司公告，华泰研究预测

公司 2023 年毛利率为 95.09%，复合溶液类产品/凝胶注射类产品/其他类产品毛利率分别为 94.48%/97.49%/52.52%，相较于 22 年，除其他类产品毛利率降低外，复合溶液类产品和凝胶注射类产品毛利率均有所提升。

复合溶液类产品为公司主要营收来源之一，考虑到“嗨体”系列产品市场占有率较高，随着监管趋严、水货出清，预计 24-26 年毛利率维持高位，分别为 95.00%/95.15%/95.00%。凝胶注射类产品利润空间大，考虑到未来“如生天使”、新宝尼达等新品上市发力，预计 24-26 年毛利率进一步提升，分别为 97.78%/98.05%/98.00%。公司 23 年起开始发力功效护肤，且考虑到 25 年公司有望推出肉毒产品，预计 24-26 年其他类产品毛利率提升，分别为 55.00%/57.00%/60.00%。

销售费用方面，公司销售费用率较低，考虑到公司销售规模持续扩大，销售产品不断丰富，预计 24-25 年销售费用率分别为 9.10%/9.23%，略有提升，伴随规模效应 26 年销售费用率优化至 9.20%。管理费用方面，22 年管理费用率上升系港股上市费用增加所致，23 年人工费、折旧摊销费增加，但港股上市费用减少，综合导致管理费用率有所下降，考虑到公司管理人员需求随经营规模增长而增加，预计 24-26 年管理费用率为 5.00%/5.12%/5.10%。研发费用方面，公司高度重视研发创新，预计未来公司研发费用率进一步提升，24-26 年分别为 8.90%/8.90%/9.00%。财务费用方面，公司财务费用率较为稳定，预计 24-26 年分别为 -1.59%/-1.41%/-1.71%。

图表74：公司分产品毛利率和费用率预测

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率						
复合溶液类产品	93.82%	94.23%	94.48%	95.00%	95.15%	95.00%
凝胶注射类产品	94.55%	96.52%	97.49%	97.78%	98.05%	98.00%
其他类产品	67.14%	58.36%	52.52%	55.00%	57.00%	60.00%
费用率						
销售费用率	10.81%	8.39%	9.07%	9.10%	9.23%	9.20%
管理费用率	4.47%	6.47%	5.03%	5.00%	5.12%	5.10%
研发费用率	7.07%	8.93%	8.72%	8.90%	8.90%	9.00%
财务费用率	-3.59%	-2.33%	-1.89%	-1.59%	-1.41%	-1.71%

资料来源：公司公告、华泰研究预测

估值

预计公司 24-26 年 EPS11.88/15.56/19.42 元，可比公司 24 年 Wind 一致盈利预测 PE34 倍，考虑到公司医美产品管线齐全、产品及渠道能力较强，我们给予 24 年 35 倍 PE，目标价 415.80 元。

图表75：可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	市值 (亿元)	PE 预测		PEG 预测	
				2024 PE	2025 PE	2024PEG	2025PEG
688363 CH	华熙生物	57.91	278.94	27.87	22.86	0.40	1.04
600200 CH	江苏吴中	11.10	79.06	55.83	33.09	0.00	0.48
832982 CH	锦波生物	194.01	132.09	27.98	20.31	0.49	0.54
002612 CH	朗姿股份	16.27	71.99	22.47	18.29	0.53	0.80
	平均值	69.82	140.52	33.54	23.64	0.36	0.72

注：交易数据截止 24 年 4 月 22 日，皆为 Wind 一致盈利预测；考虑华熙生物旗下有玻尿酸医美产品，江苏吴中旗下有玻尿酸、再生针剂、重组胶原蛋白等医美产品，锦波生物旗下有重组胶原蛋白医美产品，均与爱美客有业务重合，且朗姿股份含医美下游机构业务，与爱美客业务相关，故选择上述公司为可比公司。

资料来源：Wind，华泰研究

风险提示

新品获批较慢。新品的推出是公司未来营收的推动力，新品获批较慢将影响其上市时间，一定程度影响公司未来营收增长。

市场竞争加剧。市场竞争加剧可能会导致公司客户流失，或产品销量下降，或降低价格以吸引客户，使公司盈利受损。

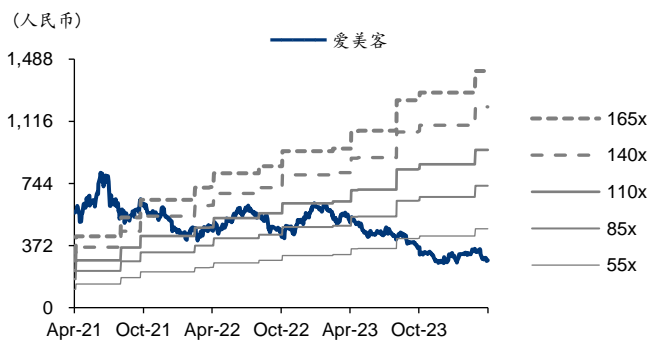
消费力较弱。医美产品单价较高，消费者的消费力较弱将一定程度上影响公司营收。

图表76：报告提及公司一览表

证券代码	证券简称
ABBV US	艾伯维
SKIN US	Beauty Health
INMD US	InMode
000963 CH	华东医药
832982 CH	锦波生物
300896 CH	爱美客
600200 CH	江苏吴中
2367 CH	巨子生物
未上市	长春圣博玛
未上市	创建医疗

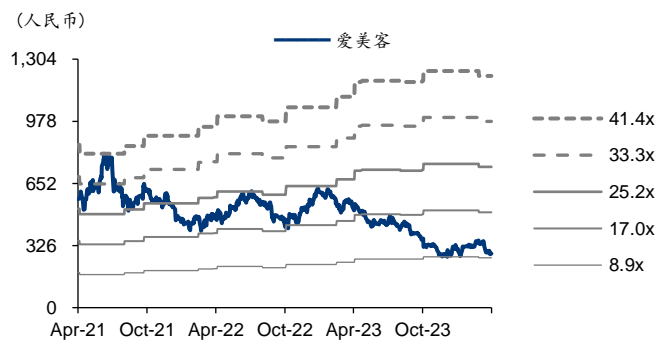
资料来源：彭博，Wind，华泰研究

图表77：爱美客 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表78：爱美客 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	4,134	4,251	5,938	8,190	11,437
现金	3,140	2,434	4,043	6,144	9,303
应收账款	127.76	206.07	258.20	358.07	413.14
其他应收账款	4.60	12.03	11.10	19.60	18.82
预付账款	20.86	33.40	42.06	58.10	67.24
存货	46.72	49.77	67.37	93.67	118.71
其他流动资产	794.21	1,516	1,516	1,516	1,516
非流动资产	2,125	2,601	3,006	3,455	3,713
长期投资	935.14	950.70	1,193	1,491	1,619
固定资产投资	195.02	219.48	370.44	505.85	613.45
无形资产	116.64	114.92	133.07	154.78	181.35
其他非流动资产	878.01	1,316	1,309	1,304	1,299
资产总计	6,259	6,852	8,944	11,645	15,150
流动负债	224.17	297.67	328.95	393.85	458.96
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	19.34	44.70	33.05	73.83	67.11
其他流动负债	204.83	252.97	295.91	320.02	391.85
非流动负债	88.60	69.65	69.65	69.65	69.65
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	88.60	69.65	69.65	69.65	69.65
负债合计	312.77	367.32	398.61	463.50	528.62
少数股东权益	99.65	137.10	128.19	125.92	122.88
股本	216.36	216.36	302.44	302.44	302.44
资本公积	3,412	3,459	3,373	3,373	3,373
留存公积	2,215	3,069	4,586	6,652	9,362
归属母公司股东权益	5,846	6,348	8,417	11,056	14,498
负债和股东权益	6,259	6,852	8,944	11,645	15,150

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金	1,194	1,954	2,458	3,209	4,089
净利润	1,268	1,855	2,562	3,364	4,199
折旧摊销	28.62	52.61	34.61	48.88	63.98
财务费用	(45.22)	(54.19)	(63.31)	(74.51)	(113.11)
投资损失	(33.13)	(39.67)	(30.43)	(34.41)	(34.83)
营运资金变动	(60.12)	32.65	(24.90)	(77.85)	(13.07)
其他经营现金	36.20	107.75	(19.84)	(16.93)	(12.43)
投资活动现金	(943.71)	(1,279)	(395.70)	(454.64)	(284.31)
资本支出	(155.68)	(63.68)	(186.78)	(187.53)	(176.04)
长期投资	(573.76)	(1,173)	(242.58)	(297.40)	(128.45)
其他投资现金	(214.27)	(42.52)	33.65	30.29	20.17
筹资活动现金	(374.18)	(1,380)	(453.65)	(653.36)	(645.67)
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	86.08	0.00	0.00
资本公积增加	0.87	47.82	(86.08)	0.00	0.00
其他筹资现金	(375.05)	(1,428)	(453.65)	(653.36)	(645.67)
现金净增加额	(123.96)	(705.74)	1,609	2,101	3,159

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,939	2,869	3,991	5,297	6,629
营业成本	99.91	140.77	170.91	234.96	309.85
营业税金及附加	9.50	15.37	19.76	26.85	33.98
营业费用	162.67	260.32	363.14	488.91	609.85
管理费用	125.43	144.27	199.53	271.21	338.07
财务费用	(45.22)	(54.19)	(63.31)	(74.51)	(113.11)
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	29.41	(16.08)	13.57	8.96	2.15
投资净收益	33.13	39.67	30.43	34.41	34.83
营业利润	1,488	2,158	2,999	3,932	4,901
营业外收入	0.31	1.23	0.60	0.71	0.85
营业外支出	0.20	3.89	3.05	2.38	3.11
利润总额	1,488	2,156	2,996	3,931	4,898
所得税	220.72	300.64	433.84	566.80	699.58
净利润	1,268	1,855	2,562	3,364	4,199
少数股东损益	4.03	(3.56)	(8.90)	(2.27)	(3.04)
归属母公司净利润	1,264	1,858	2,571	3,366	4,202
EBITDA	1,471	2,152	2,966	3,903	4,846
EPS (人民币, 基本)	5.84	8.60	8.50	11.13	13.89

主要财务比率

会计年度 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	33.91	47.99	39.07	32.74	25.14
营业利润	32.09	45.02	38.93	31.15	24.62
归属母公司净利润	31.92	47.08	38.35	30.93	24.82
获利能力 (%)					
毛利率	94.85	95.09	95.72	95.56	95.33
净利率	65.38	64.65	64.21	63.51	63.34
ROE	23.24	30.48	34.83	34.57	32.88
ROIC	118.88	104.37	129.65	151.77	176.03
偿债能力					
资产负债率 (%)	5.00	5.36	4.46	3.98	3.49
净负债比率 (%)	(52.54)	(37.25)	(47.27)	(54.92)	(63.61)
流动比率	18.44	14.28	18.05	20.79	24.92
速动比率	17.73	12.95	16.77	19.62	23.83
营运能力					
总资产周转率	0.34	0.44	0.51	0.51	0.49
应收账款周转率	19.38	17.19	17.19	17.19	17.19
应付账款周转率	7.17	4.40	4.40	4.40	4.40
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	5.84	8.59	11.88	15.56	19.42
每股经营现金流(最新摊薄)	5.52	9.03	11.36	14.83	18.90
每股净资产(最新摊薄)	27.02	29.34	38.90	51.10	67.01
估值比率					
PE (倍)	47.86	32.54	23.52	17.96	14.39
PB (倍)	10.34	9.53	7.18	5.47	4.17
EV EBITDA (倍)	38.56	26.48	18.66	13.64	10.34

免责声明

分析师声明

本人, 孙丹阳、林寰宇, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰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。同时, 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波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师孙丹阳、林寰宇本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司