

医美行业专题报告

黄金时代，掘金上游

医美消费进入黄金时代！医美赛道享受需求端人均收入持续增长（中国 2019 年的人均 GNI 达到美、欧、韩的医美快速发展起始点水平）、人口结构老龄化、消费意识年轻化，以及供给端正规市场产品丰富度提升、国产药械技术进步、网络营销增加对 C 端消费者教育等较强行业助推力。我们预测 2025 年医美注射剂终端市场规模将达千亿、对应出货额 350 亿元左右，其中：玻尿酸 170 亿/肉毒 150 亿/其他 30 亿。

医美药械上下游供求缺口大，且上游份额集中头部。上游合规药械供应商合计 21 家（17 家供应玻尿酸），对应下游 1.3 万家医美机构，渠道覆盖饱和度低，例如截至 2019 年底，爱美客仅直接覆盖 1425 家机构和 78 个经销商。随着正规持证产品增多，水货针剂“黑转白”有望提速见光，例如数亿规模的肉毒水货市场。玻尿酸类前 7 家出厂金额占比 90%+，国产头部三家（爱美客/华熙/昊海）出厂金额占比 20%+、销量占比 40%+。知名药械品牌治疗方案多、安全背书高，得到更多的医生和 C 端消费者认可；头部供应商持有多张资质，建立产品矩阵组合销售，判断医美药械市场份额长期集中在头部。

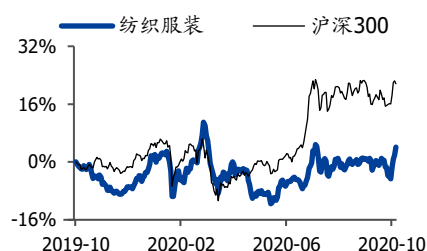
国产药械具有高性价比优势，细分适应症可抢占先机。医美注射剂属于新兴消费，全球发展历史仅 20 余年（中国 10 余年），技术差距不显著，同类型的国产与进口产品理化性状亦较为接近。国家药监局的 III 类医疗器械资质认证把关安全性下限，头部国产供应商（爱美客、华熙、昊海）经过 10 年左右发展，积累了较好的市场口碑。同类型产品的进口价格约为国产的 3-8 倍，呈现较高医美消费潜力的年轻市场和下沉市场的经济能力与国产药械适配度更高。由于医美药械需要先经过 NMPA 审核方可投入正规市场，因此各适应症的产品并不一定全部由进口品牌主宰，例如爱美客的嗨体颈纹修复和华熙生物的水光针。

行业估值与投资建议。全球可比医美药械企业长期保持 20%+ 的复合增速，反映了行业高成长性。国际医美上游药械上市公司的 PE (LTM) 中枢区间在 20X-40X，龙头 30X-70X；PS (LTM) 中枢区间在 5X-10X，龙头 10X-30X。中国消费市场的成长潜力远大于韩国、欧洲等市场，且中国医美行业发展阶段更初级，应相对海外享有估值溢价。爱美客、华熙生物作为上游药械国产头部公司，参考韩国市场，应享有龙头估值溢价。预期爱美客现有业务 2020-2022 年收入 7.31/11.38/15.74 亿元，归母净利润 4.03/6.40/8.90 亿元，现价 454.00 元，对应 2021 年 85X PE (PEG=1.5)，维持“买入”评级。预期华熙生物 2020-2022 年收入 24.15/32.74/42.89 亿元、归母净利润 6.78/8.76/11.17 亿元，现价 141.89 元，对应 2021 年 78X PE (PEG=2.2)，维持“买入”评级。

风险提示：成熟类目价格战，疫情反复对医美终端的影响，新技术替代，取证进度，产品安全问题等。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 刘畅

执业证书编号：S0680519070002

邮箱：liuchang@gszq.com

相关研究

- 1、《纺织服装：Q4 品牌服饰投资机会涌现》2020-10-10
- 2、《纺织服装：Q2 趋势向上，关注优质标的——2020 中报分析》2020-09-03
- 3、《纺织服装：从中报看品牌服饰行业变化及投资机会》2020-08-27

重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
300896	爱美客	买入	2.54	3.35	5.33	7.40	178.74	135.52	85.18	61.35
688363	华熙生物	买入	1.22	1.41	1.82	2.33	116.30	100.63	77.96	60.90

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

内容目录

1 医美注射剂概述	4
2 医美消费客群规模演算和画像分析	4
2.1 前提假设与数据来源	4
2.2 下沉市场和年轻市场未来可期	5
2.3 医美微创注射市场消费金额推演和预测	7
3 医美药械链价值分配	7
4 产品：看好国产医美注射剂	8
4.1 以玻尿酸为例衡量国产与进口药械产品差异度	8
4.1.1 交联玻尿酸显微外观区别	9
4.1.2 交联玻尿酸抗形变力	9
4.1.3 交联玻尿酸的体外酶解时间	10
4.1.4 交联玻尿酸的交联技术	10
4.1.5 医美药械具有安全性下限	10
4.2 国产替代要素齐备	10
4.3 中国正规医美注射剂市场产品丰富度提升	11
4.4 医美注射剂产品竞争格局预判保持头部集中	12
4.5 低价高频的产品易放量	13
5 渠道：上游药械享有长期渠道红利	14
5.1 医美渠道下沉空间广阔	14
5.1 水货份额转增正规渠道	15
6 医美药械长期快速增长具备强支撑	16
6.1 居民购买力提升	17
6.2 材料降价促进消费需求提升	17
6.3 医美行业加强 2C 营销力度	18
7 板块标的推荐	18
7.1 全球医美注射剂企业历史增速和估值区间	18
7.2 爱美客——专注于医美注射剂矩阵建设	19
7.3 华熙生物——立足生物活性原料延展全产业链	19
风险提示	20

图表目录

图表 1：医美微整形注射药械分类（三类医疗器械/生物医药类，不含中胚层类）	4
图表 2：中国女性年龄结构（单位：亿人）	5
图表 3：医美消费者城市画像（单位：万人，%）	6
图表 4：医美消费者年龄画像（单位：万人，%）	6
图表 5：2018 年各医美消费大国每千人诊疗次数（单位：次）	6
图表 6：医美注射剂市场规模测算（单位：万人，元，亿元，%）	7
图表 7：医美产业主要环节产值分配	7
图表 8：以爱美客为例拆分上游药械供应商价值分配	8
图表 9：玻尿酸注射剂分类	9
图表 10：主流交联玻尿酸显微外观（x150）	9
图表 11：主流玻尿酸产品型号与价格（不考虑较大折扣情况）	11
图表 12：中国市场未来五年内头部医美上游供应商的大概率涉及的赛道列示	11

图表 13: 取得至少一张医美微创类材料 NMPA 注册证企业名录	12
图表 14: 主流医美玻尿酸注射剂档次划分 (档次定位与质量不直接挂钩)	12
图表 15: 2016-2018 年中国医美玻尿酸产品出货市场品牌竞争格局	13
图表 16: 取得至少一张医美微创类材料 NMPA 注册证企业名录	13
图表 17: 水光针未穿透真皮层属于合规边缘的轻医美产品	14
图表 18: 常被生活美容场所用来进行超范围注射的微针	14
图表 19: 2018 年中国医美机构地域分布占比 (%)	15
图表 20: 2014-2018 年中国各级城市新增机构数量对比 (家)	15
图表 21: 医美行业的合法合规化不断推进。	16
图表 22: 肉毒品牌进入中国的进程列示	16
图表 23: 医美消费者抽样家庭年收入分布情况	17
图表 24: 中、韩、欧、美的人均总收入水平 (单位: 国际元)	17
图表 25: 鹏爱连锁美容医院微创注射和激光类消费次数与次均价趋势	18
图表 26: 医美注射剂出厂价格下降趋势与产品差异化呈反比 (元)	18
图表 27: 新氧医美抗衰节明星代言楼宇广告	18
图表 28: 大热综艺中的明星分享医美项目植入广告	18
图表 29: 国际医美注射剂企业历史增速和估值区间 (收入/净利润数据折合人民币单位)	19

1 医美注射针剂概述

通过微创手术来矫正面部轮廓和平复皱纹，从而实现面部美化，是一种新兴消费潮流，主要形式分为光电仪器类项目和注射针剂。医美注射针剂属于医疗器械，按作用原理可划分为填充剂、补充剂、支撑剂、萎缩剂（肌肉）、溶缩剂（脂肪）五类。玻尿酸是应用最广泛的软组织填充剂；聚左旋乳酸（童颜针）刺激胶原蛋白增生，属于补充剂；线雕、骨性填充材料等长效支撑剂的塑形效果维持期较长；肉毒是以肌肉为标的物的萎缩剂，消除动态纹路；溶脂针是以脂肪为标的物的溶缩剂。其他注射针剂还包括改善肤质作用的中胚层疗法产品，例如水光针、动能素、美白针等。

图表 1：医美微整形注射药械分类（三类医疗器械/生物医药类，不含中胚层类）

	填充	补充	支撑	萎缩	溶缩
玻尿酸	★40 证				
胶原蛋白	★5 证				
聚左旋乳酸		☆在申			
骨性填充材料			★宝尼达、爱贝芙		
线雕			★紧恋等		
肉毒				★5 证	
溶脂针					☆未持证

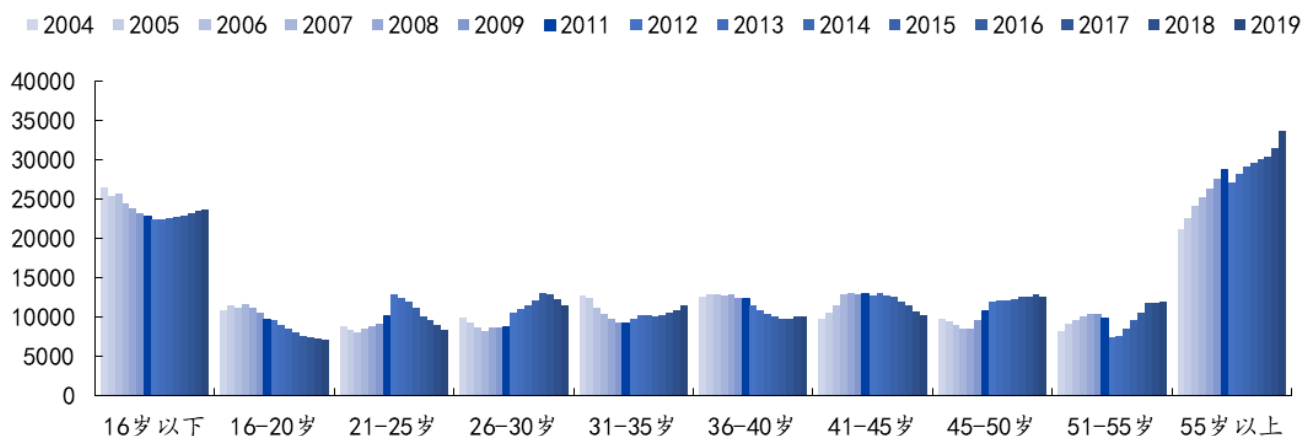
资料来源：NMPA，国盛证券研究所

2 医美消费客群规模演算和画像分析

2.1 前提假设与数据来源

老龄化支撑医美产业长期增长预期，且中国拥有超过 2 亿人的庞大潜在医美消费者流量池。当前主流医美消费者来源是 16-55 岁的城镇女性（65 后-05 前出生），按总人口城镇化率 60%做假设，则医美潜在重点拓展客群——**16-55 岁城镇女性人口基数为 2.5 亿人**。从年龄结构变化可以观察到，中国人口老龄化已潜移默化地影响了消费行为十年，并将在未来较长期内支撑与衰老息息相关的产业发展前景，例如医疗美容。

图表 2: 中国女性年龄结构 (单位: 亿人)



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

综合参考新氧、更美、艾瑞三家医美白皮书中给出的医美消费者数量或数量描述, 我们推算中国当前医美消费者规模在 **1400 万人左右**。

- **消费者画像城市划分数据来源:**《新氧 2019 年医美白皮书》基于 100 万份用户抽样数据显示, 中国医美消费者 35%+来自一线城市、40%左右来自新一线城市、15%左右来自二线城市、不足 10%来自三线及以下城市。
- **消费者画像年龄划分数据来源:**《新氧 2019 年医美白皮书》基于 100 万份用户抽样数据显示, 中国医美消费者 15%+来自不满 20 岁的“00 后”、主力军“95 后”和“90 后”分别贡献了 40%-和 25%+的人数、15%-来自“85 后”、“85 前”的人头贡献度不足 5%。
- **消费者画像性别划分数据来源:**《新氧 2019 年医美白皮书》基于 100 万份用户抽样数据显示, 中国医美消费者中男性占比 2018/2019 年分别为 11.12%/9.98%, 假设该比例维持在 10%上下。

2.2 下沉市场和年轻市场未来可期

医美的下沉消费市场规模客观。假设医美消费者均为城镇居民, 结合前述平台数据与国家统计局人口数据, 细化各级城市中 16-55 岁医美适龄城镇女性人口的医美消费渗透率。医美消费在 4 个一线城市 18-55 岁城镇女性的渗透率高达 23.5%, 在成都、杭州等 15 个新一线城市中为 12.2%, 在 30 个以省会为主的二线城市中为 4.6%, 在广袤的 289 个三线及以下城市该数值仅 0.6%。根据新氧 2019 年医美白皮书的私信用户量/消费用户量比例及两类用户结构比例, 推算二线及以上城市医美咨询用户约为消费用户的 2 倍, 而三线及以下城市医美咨询用户约为消费用户的 10 倍, 由此可见, 一二线城市消费者更成熟, 消费转化率较高, 而三四线城市目前处于市场教育阶段。

图表3: 医美消费者城市画像 (单位: 万人, %)

	总人口	城镇人口	城镇人口-女性	城镇人口-女性 16-55 岁	医美消费者	16-55 岁城镇女性人口医美消费渗透率
一线	7270	6510	3255	1876	440	23.5%
新一线	17703	13570	6785	3910	476	12.2%
二线	19024	13465	6732	3879	179	4.6%
三线及以下	96003	51298	25649	14779	95	0.6%
合计	140000	84843	42422	24443	1190	4.9%

资料来源: 国家统计局, 新氧大数据, 国盛证券研究所测算 注: 在总数中剔除了占比 10% 的男性医美消费者和 5% 的尾部女性客户

新生代对医美的接受度更高, 医美未来有渗透率提高趋势。医疗美容作为一种新兴消费和美容进阶消费, 在年轻人群尤其是“95 后”和“00 后”中呈现了更高的接受度; 另外, 16-20 岁的城镇女性人口的医美消费渗透率接近 10%, 确保了医美消费市场未来较长时间的可持续拓展空间。一组来自医美国际 (AIH.O) 的 2019 年财报数据也印证了我们的医美消费者画像: 其旗下鹏爱系 30 多家美容医院覆盖的 25.54 万名客户中, 16-22 岁占比 15.0%、23-30 岁占比 43.1%、31-40 岁占比 26.4%、40 岁以上占比 15.5%; 而 2017-2019 年客户数量复合增速高达 40.8%。

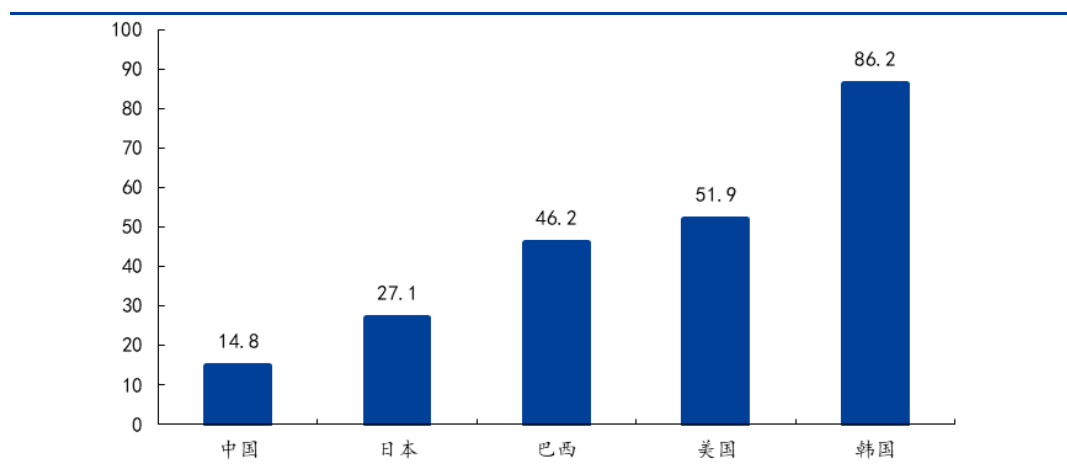
图表4: 医美消费者年龄画像 (单位: 万人, %)

	城镇女性人口	医美消费者-女性	城镇女性人口医美消费渗透率
16-20 岁	1937	184	9.5%
20-25 岁	2320	459	19.8%
26-30 岁	3284	317	9.7%
31-35 岁	3367	176	5.2%
35 岁以上	13044	54	0.4%
合计	43888	1190	2.7%

资料来源: 国家统计局, 新氧大数据, 国盛证券研究所测算 注: 在总数中剔除了占比 10% 的男性医美消费者和 5% 的尾部女性客户

根据沙利文提供的一组市场数据, 尽管中国医美 2018 年总疗程数超过 2000 万例位居世界榜首, 是美国的 1.2 倍左右、分别是日本和韩国的 4 倍有余, 但中国医美每千人诊疗次数为 14.8 次, 约为日本的 1/2、美国的 1/4、韩国的 1/6。14 亿人口基数为新兴的医美消费提供了广阔空间。

图表5: 2018 年各医美消费大国每千人诊疗次数 (单位: 次)



资料来源: 沙利文, 国盛证券研究所

综上所述, 2019 年, 医美消费在适龄潜在客群 (16-55 岁城镇女性) 中的渗透率仅为 5%,

我们推算到 2025 年时，该比例有望提升至 10.5%。按静态基数 2.5 亿适龄城镇女性、男性占比略升至 12% 左右、尾部客群占比 5% 左右的假设计算，预测 2025 年的医美消费者将高达 3000 万人左右，六年复合增速 12.3%。

2.3 医美微创注射市场消费金额推演和预测

根据 ISAPS 和新氧大数据，假设 2019 年中国医美正规市场总疗程 2200 万例，其中非手术类（含微创、激光和其他）项目 1450 万例，占总疗程 65% 左右。按注射类项目占非手术类项目 50% 的假设，得到注射类项目疗程数为 700 万例。假设玻尿酸/肉疗程数分别为 450 万例/250 万例，其他小品类忽略不计。按次均消费额 3000 元，每人年均消费大于 2 次计算，得到 2019 年的医美正规针剂市场覆盖了 300 万人，每人年均消费 7000 元，终端市场规模 210 亿元。预期五年后每人年均消费频次提升至 4 次，次均消费额降至 2000 元，每人年均消费为 8000 元。

图表 6：医美注射剂市场规模测算（单位：万人，元，亿元，%）

	2019 年终端	2025 年终端预测	2019 年出厂	2025 年出厂预测
医美消费者	1400 万人	3000 万人		
注射消费者占比	20%+	40%		
注射消费者	300 万人	1200 万人		
注射人均消费	7000 元	8000 元		
注射市场规模	210 亿元	960 亿元	70 亿元	320 亿元
玻尿酸	135 亿元	510 亿元	45 亿元	170 亿元
肉毒	75 亿元	450 亿元	25 亿元	150 亿元
其他微创项目	30 亿元	90 亿元	10 亿元	30 亿元
微创市场规模	240 亿元	1050 亿元	80 亿元	350 亿元

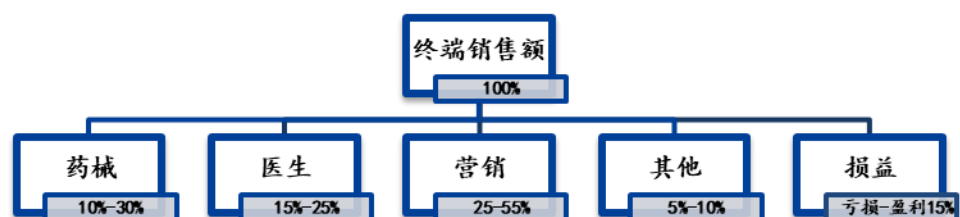
资料来源：新氧，国盛证券研究所测算

我们预测 2025 年轻医美微创类项目终端市场规模将成为千亿市场，对应出货额 350 亿元左右；其中玻尿酸出厂端 170 亿元、肉毒出厂端 150 亿元、其他新兴项目出厂端 30 亿元。

3 医美药械链价值分配

医美药械产业链中最为重要的三类参与者为：药械供应商、医美机构、营销端口。由于医美是绝对线下消费场景，故而终端销售额必然通过医美机构兑现，从总成本结构角度拆分医美行业总产值，上游药械供应商分割行业总产值的 10%-30%。

图表 7：医美产业主要环节产值分配



资料来源：公司公告，国盛证券研究所测算

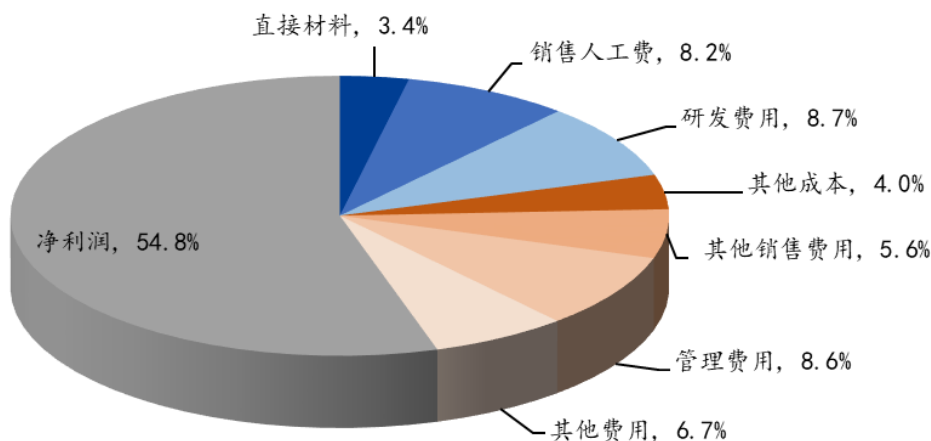
上游药械环节高筑技术研发和国家资质认证壁垒，参与者数量较少，获得较高利润空间。目前，中国内地共 21 家公司拥有医美注射针剂 NMPA 颁发的 III 类医疗器械/生物药品注册证，拥有两张以上注册证的公司 9 家，同时拥有两类以上产品的公司仅艾尔建（玻尿酸、肉毒）、高德美（玻尿酸、肉毒）和爱美容（玻尿酸、线材）3 家。其中，17 家公司合计拥有玻尿酸 III 类医疗器械产品注册证 40 张，对应正规市场中近 60 款产品，另有 20 余款妆字号—II 类医疗器械认证的玻尿酸中胚层疗法产品；3 家公司合计拥有肉毒生物药品注册证 5 张；3 家公司合计拥有胶原蛋白 III 类医疗器械产品注册证 5 张；拥有面部线雕产品的企业仅爱美容 1 家，但有其余进口非面部适应症线材在实操中亦用于面部；其他项目在中国内地正规市场尚处于真空状态。

医美机构环节参与者众多，医生与机构存在缺口，医生薪酬和引流成本较高。艾瑞数据显示，截至 2019 年底，中国有医疗美容资质的终端机构共 1.3 万家，同时点新氧平台入驻医美机构数为 6000 余家。一名正式的医美医生要经过 8 年以上的专业培养（5 年本科、3 年硕士、3 年博士、3 年住院医师），且医美机构以民营为主，而非三甲公立医院，因此专业医美医生稀缺。根据卫健委的统计年鉴，2018 年我国整形外科和美容医院共有 7419 名医生，新氧平台入驻的专业资质医美医生目前有 2.5 万余名（数量差距来源于医美门诊、医美诊所等）。

医美营销平台的下单模式较难推进，广告模式易受流量巨头冲击。医美是高单价且需要专业建议的到店消费，即使通过医美营销平台首次下单，到店即进入门店的私域流量，掐断医美营销平台下单模式的后续收入来源。阿里、美团等流量巨头纷纷开启与医美机构的合作计划，例如阿里拥有 3 亿美妆消费者的流量池，天猫移动端月活在 5000 万人左右，而新氧移动端月活不到 500 万人。

从竞争格局来看，上游药械是医美产业链中投资确定性最高的一环。上游药械供应商的研发、技术、资质和品牌壁垒较高，具有较高水平的毛利率，直接原料成本占上游产品出厂额比例不足 5%，药械企业的核心竞争点在于产品差异化和渠道覆盖度。

图表 8：以爱美容为例拆分上游药械供应商价值分配



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

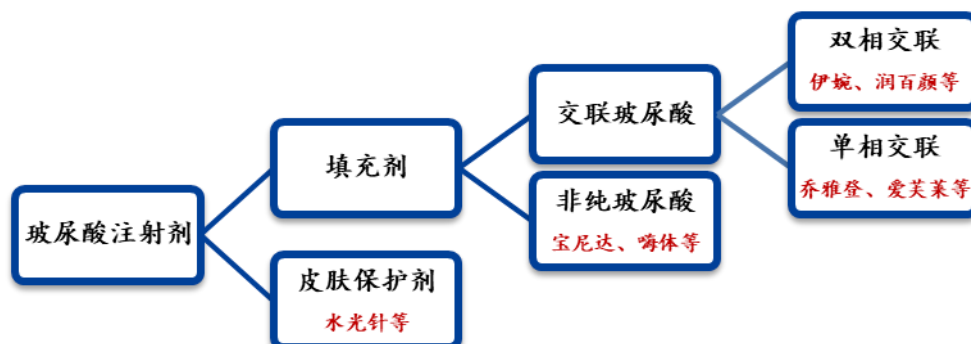
4 产品：看好国产医美注射剂

4.1 以玻尿酸为例衡量国产与进口药械产品差异度

玻尿酸注射剂可以分为填充剂（III 类医疗器械）和皮肤保护剂（水光针等），其中填充剂可划分为交联玻尿酸和非纯玻尿酸（加入除玻尿酸、交联剂以外其它材料）。医美注射剂

市场中，交联玻尿酸的产品丰富度最高，有单相/双相、大/中/小分子量、交联技术等区别。

图表 9: 玻尿酸注射剂分类

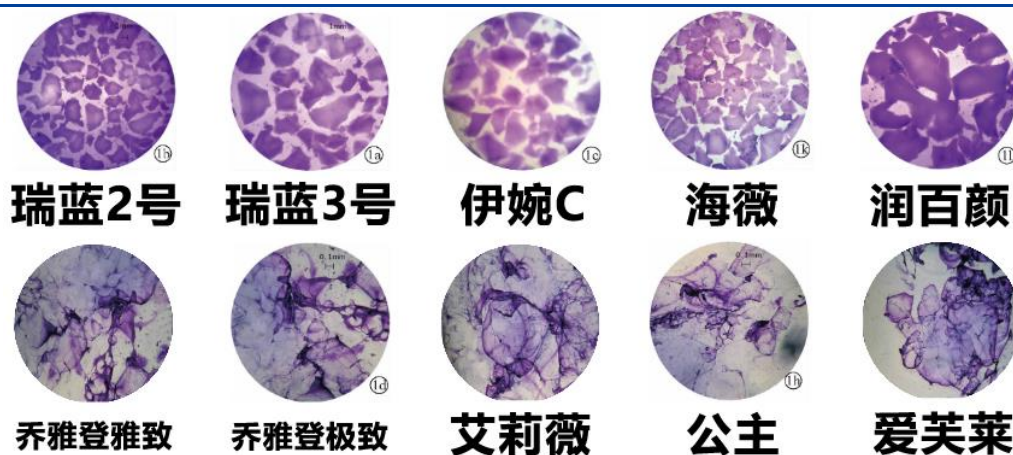


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

4.1.1 交联玻尿酸显微外观区别

玻尿酸的主要交联形式分为双相交联和单相交联，双相产品在显微镜下清晰可见颗粒分布，单相产品则没有边界清晰的颗粒。我们列示了市占率前七企业（外加 CROMA）的主流交联玻尿酸的显微外观，瑞蓝（高德美）、伊婉（LG）、海薇（昊海生科）、润百颜（华熙生物）属于双相产品，乔雅登（艾尔建）、艾莉薇（Humedix）、公主（CROMA、四环医药代理）、爱芙莱（爱美客）属于单相产品。其中瑞蓝 2 号（中分子）与 3 号（大分子）、乔雅登雅致（中分子）与极致（大分子），分别呈现了同款双相产品和单相产品的不同分子量型号的显微外观。

图表 10: 主流交联玻尿酸显微外观 (x150)



资料来源：知网，国盛证券研究所

4.1.2 交联玻尿酸抗形变力

人的面部表情丰富，每个区域都受到来自皮肤张力、肌肉活动和脂肪体积的不同频率和强度的应力，将导致填充剂在注射后发生各种方式的形变。坚硬的产品有更好的抗变形能力、柔软的产品因易变性而可以更好的融入组织中。衡量形状保持力的指标可采用内聚性，内聚性主要与压缩和拉伸力有关，内聚性越高，填充剂的形状可以得到更好地保持，折叠和塌陷的可能性降低。内聚性高的产品更适合注射至受压力频繁的部分，内聚性低的产品则相反。单相玻尿酸内聚性高于双相玻尿酸，同款玻尿酸大分子型号内聚性高于中分子型号。根据知网相关实验报告数据，主流交联玻尿酸内聚性排序：乔雅登极致≈乔雅登雅致≈公主>艾莉薇≈爱芙莱>瑞蓝3号>润百颜≈伊婉C≈瑞蓝2号≈海薇。

4.1.3 交联玻尿酸的体外酶解时间

游离的玻尿酸在人体内的自然代谢周期在两周左右，通过交联修饰可以延长在体内的保存时间，用产品的体外酶解时长可以侧面反映这一理化特性。玻尿酸产品体外酶解时间区间不大，单相产品（90-100 分钟）维持时间长于双相产品（70-80 分钟），同款产品不同型号的维持时长与分子量成正比。根据知网相关实验报告数据，主流交联玻尿酸体外酶解时间排序：乔雅登极致=艾莉薇=公主>乔雅登雅致=爱芙莱=润百颜=瑞蓝 3 号>瑞蓝 2 号=海薇>伊婉 C。

4.1.4 交联玻尿酸的交联技术

交联玻尿酸赛道的原料供应较透明（也可定制原料）、交联剂基本为 BDDE（仅昊海生科的海薇和海魅采用 DVS 交联剂），核心竞争点在于交联技术。以全球双相玻尿酸代表瑞蓝和单相玻尿酸代表为例，瑞蓝的双相交联技术被称为 NASHA，是先进行分子交联工艺得到透明质酸固块，再进行粉碎切割工艺，最后筛分出不同直径的颗粒用于各产品线；乔雅登雅致和极致的单相交联技术被称为 Hyacross，得到具有 3D 矩形结构和均质化的 HA。国产玻尿酸的交联技术主要有华熙生物的梯度 3D 交联、爱美客的固液渐变互穿交联、昊海生科的低温二次交联等。优秀的交联工艺是使用较少的交联剂获得较高的交联度，同时清除无效游离的交联剂，降低致敏率。

4.1.5 医美药械具有安全性下限

医美药械具有安全性下限，口碑随产品生命周期延长而不断积累。玻尿酸产品的优劣无法直接对比，不同理化性状的玻尿酸适宜不同的用途，例如颈部、眼周纹路偏细软，法令纹受到更多的表情牵引，丰唇需要考虑唇部血流丰富，额头、下颌和山根的塑型对内聚性的需求较高等。由于医美药械属于 III 类医疗器械或生物药品，受到国家药监局最高级别的审核把关，因此正规市场中的医美药械具有安全性下限；而医美药械的治疗效果与致敏率需要通过市场检验，上市时间较长的产品可以积累更多的市场检验数据。

4.2 国产替代要素齐备

从医美注射剂发展历程来看，最成熟的玻尿酸赛道的瑞蓝（双相）、乔雅登（单相）两大鼻祖的初代产品分别诞生于 1996 年和 2000 年，国际先进医美注射剂技术发展时间仅 20 余年。国产交联等技术由华熙生物、爱美客等企业于 2005 年后展开研究，国内外医美注射剂在玻尿酸赛道的发展相近。从上述小节的理化实验结果来看，同类型的国产与进口产品理化性状亦较为接近，并且有国家资质认证把关安全性下限，头部国产供应商（爱美客、华熙、昊海）亦发展了 10 年左右，积累了较好的市场口碑。

医美注射剂的价格差距较大，同类型产品的进口价格约为国产的 3-8 倍。年轻市场和下沉市场呈现更高的求美潜力，潜在消费群体的经济能力与国产医美药械适配度更高。

图表 11: 主流玻尿酸产品型号与价格 (不考虑较大折扣情况)

主流品牌	主流型号	主流价格带
乔雅登 (单相)	雅致	5800-9800 元/支
	极致 (较大分子)	8900-14500 元/支
公主 (单相)	/	4580-6800 元/支
艾莉薇 (单相)	有含麻款	3900-5200 元/支
爱芙莱 (单相)	普装 (含麻)	580-1280 元/支
	金装 (较大分子, 含麻)	1580-3280 元/支
瑞蓝 (双相)	2 号 (有含麻款)	3680-5480 元/支
	3 号 (较大分子, 有含麻款)	8900-12800 元/支
伊婉 (双相)	C、C+ (升级且含麻)	980-1380 元/支、1870-2640 元/支
	V、V+ (较大分子, 升级且含麻)	2580-3680 元/支、3680-5420 元/支
润百颜 (双相)	白紫→星耀	380 元/支起
	黑金→月盈 (较大分子)	1580 元/支起
海薇 (双相)	普装	430 元/支起
	M+ (较大分子)	980 元/支起

资料来源: 美莱线上旗舰店, 国盛证券研究所

由于医美药械需要先经过 **NMPA** 审核方可投入正规市场, 因此各适应症的产品并不一定全部由进口品牌主宰。例如, 爱美客凭借适应症独特的去颈纹产品嗨体, 快速实现市场份额增长。透明质酸钠原料全球龙头——华熙生物在水光针市场拥有极高市占率, 同时水光针和动能素亦贡献了华熙生物医美针剂业务 40% 以上收入。

4.3 中国正规医美注射剂市场产品丰富度提升

中国正规医美注射剂市场目前产品种类较匮乏, 例如中国 **NMPA** 批准的各类软组织填充剂合计不超过 50 个品规, 而韩国 **KFDA** 在 2015 年时就已经批准了 112 个品规。所经营药械种类愈多, 提供给医美机构和消费者的组合治疗方案愈完善, 可以创造更高的单人消费, 头部的医美上游供应商呈现多领域覆盖协同的趋势。我们列示了进口及国产供应商未来五年在中国内地市场可能形成的产品梯次, 其中, 爱美客可能陆续落地玻尿酸新型号、聚左旋乳酸、肉毒、胶原蛋白等产品, 形成 4-5 个大类项目的产品供应, 并且除肉毒外以高毛利自主生产模式为主。

图表 12: 中国市场未来五年内头部医美上游供应商的大概率涉及的赛道列示

	玻尿酸	肉毒素	线材	童颜针	少女针	胶原蛋白
高德美	面部5证+手部1证	1证		在申		
艾尔建	面部4证	3证				
爱美客	面部4证+颈部1证	在申 (代理HUONS)	1证	在申		研发初期
华东医药	面部4证 (代理LG)	协议 (代理Jetema)	计划申报		在申	
四环医药	面部1证 (代理CROMA)	在申 (代理Hugel)				
华熙生物	面部6证	在申 (代理Medytox)				
昊海生科	面部3证					

资料来源: 公司公告, NMPA, 国盛证券研究所

4.4 医美注射剂产品竞争格局预判保持头部集中

医美注射剂作为一种全球发展历史只有 20 余年（中国 10 余年）的新兴消费，产品的市场检验时长依然有待累积。这类产品兼具专业医疗和可选消费属性，除了医生的专业建议，市场亦可直接教育 C 端消费者，较早推向市场的产品拥有了更多的评价数据积累，推动消费者做出选择。从历史结果来看，头部公司均早于 2015 年取得首证，且拥有多张注册证以支持发售多型号产品。

图表 13: 取得至少一张医美微创类材料 NMPA 注册证企业名录

产地	玻尿酸			肉毒素			胶原蛋白		
	公司名称	首张取证时间	已取证数量	公司名称	取证时间	已取证数量	公司名称	首张取证时间	已取证数量
国产	爱美客	2009.10	5张	兰州生物	2015.06	1张	长春博泰	2012.04	1张
	华熙生物	2012.07	6张						
	其胜生物（昊海收购）	2013.09	3张						
	蒙博润	2014.02	1张						
	杭州协合	2015.07	2张						
	凯乐普	2017.07	1张						
欧美	常州药研所	2018.03	1张						
	Q-Med（高德美收购）	2008.12	5张	艾尔建	2017.07	3张	汉福	2012.03	1张
	艾尔建	2015.05	4张						
	CROMA（纽创代理）	2017.05	1张						
	菲洛嘉	2019.11	1张						
韩国	LG	2013.07	4张						
	Huons	2015.01	2张						
	大熊制药	2019.03	1张						
	吉诺斯	2019.12	1张						
台湾	科研生物（高德美代理）	2014.04	1张				双美生物	2014.07	3张
	和康生物（纽创代理）	2016.04	1张						

资料来源：国家药监局，国盛证券研究所 注：不列举假体等手术类材料

终端医美机构根据适应症需求、品牌知名度、利润空间和医院定位四个维度向上游药械供应商进货，其中品牌知名度包含了两重意义：①知名品牌面世时间长、注射案例多，为安全性背书；②知名品牌拥有较高消费者接受度基础，易于推广。一家医美机构在同类型同档次产品方面，通常选择 1-2 种，知名品牌在渠道中对新品牌形成天然排外屏障。一家中型及以上医美机构的通常玻尿酸产品配置：乔雅登（奢侈单相）、艾莉薇（进口单相）、瑞蓝（进口高端双相）、伊婉（进口大众双相）、爱芙莱（国产单相）、润百颜（国产双相）、海薇（国产双相）、嗨体（颈纹）、润月雅（水光），其余产品的市场占有率较低。

图表 14: 主流医美玻尿酸注射剂档次划分（档次定位与质量不直接挂钩）

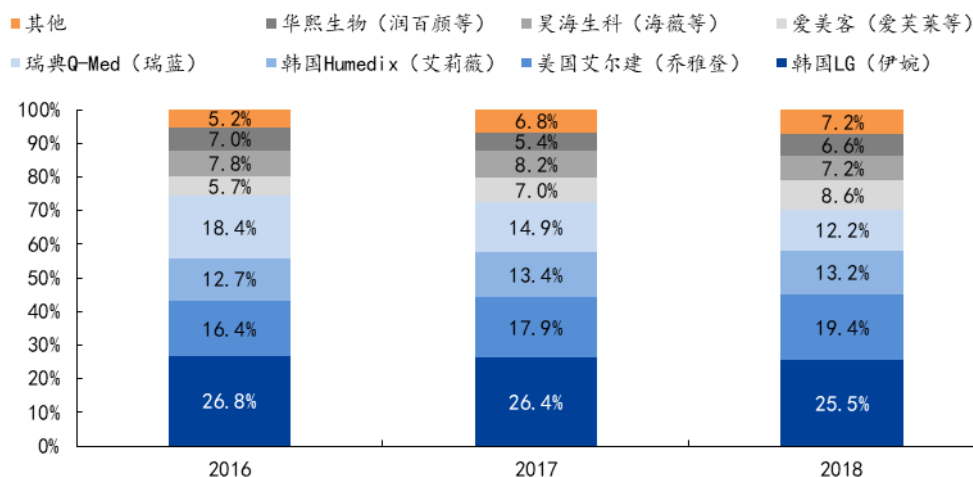
交联方式	产地	档次	品牌
单相	进口	奢侈	乔雅登等
		高档	艾莉薇等
	国产	大众	爱芙莱（爱美客）、润致（华熙生物）等
双相	进口	高档	瑞蓝等
		大众	伊婉等
	国产	中高端	姣兰（昊海生科）等
		大众	润百颜（华熙生物）、海薇（昊海生科）等
非纯	国产	中效	逸美一加一（爱美客）
		长效	宝尼达（爱美客）
颈纹			嗨体（爱美客）
水光			润月雅（华熙生物）、术唯可（昊海生科）、逸美（爱美客）等

资料来源：新氧，国盛证券研究所

参考医美发达度较高的韩国市场，韩国医美玻尿酸注射剂正规市场起始于1999年，至2014年底88款产品获得KFDA认证，根据韩国保健医疗器械行业协会数据，2013年韩国玻尿酸填充剂市场出厂额约合人民币5亿元左右，前五供应商销售额占比高达59%（高德美、LG本土、Humedix本土、艾尔建、Obviline）。

根据Frost&Sullivan市场数据，2016/2017/2018年，中国玻尿酸市场中，前七企业合计占全市场份额高达94.8%/93.2%/92.7%，国产前三企业合计占全市场份额为20.5%/20.6%/22.4%。

图表15：2016-2018年中国医美玻尿酸产品出货市场品牌竞争格局



资料来源：爱美客招股书，国盛证券研究所 注：竞争格局对应医美品牌出货额

我们根据前七家的上市公司财报数据和市场信息，还原整理了2019年玻尿酸正规市场各品牌的金额和销量规模，算上尾部市场，预计正规市场中的2019全年玻尿酸填充剂消耗量在450万支以上（含嗨体），另有若干面部玻尿酸水光产品，总体玻尿酸注射正规市场金额规模应在45亿元左右。从金额角度来看，前四大进口品牌金额市占率在65%左右；从销量角度来看，终端售价较低的国产品牌覆盖了更多的医美消费者，国产玻尿酸填充剂应占据一半左右的销量。

图表16：取得至少一张医美微创类材料NMPA注册证企业名录

品牌/公司	终端销量	出货额	出货价	终端售价
伊婉 (LG)	70-80万支左右	7-8亿元	800-1200元	3000元左右
乔雅登 (艾尔建)	20-30万支	7亿元左右	2000-4000元	5000-15000元
瑞蓝 (高德美)	40-50万支	5-6亿元	1000元左右	3000元左右
艾莉薇 (HUONS)	40万支左右	5-6亿元	1500元左右	3500元左右
爱美客	75万支填充+70万支嗨体	5.6亿元	300-2500元	600-10000元
华熙生物	40-50万支填充+若干水光类	3.5亿元	300元左右	500-3000元
昊海生科	76万支	2亿元	250-750元	500-4000元

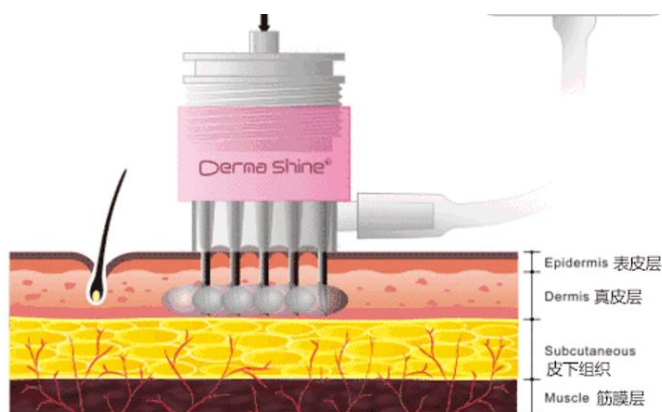
资料来源：国家药监局，国盛证券研究所 注：不列举假体等手术类材料

4.5 低价高频的产品易放量

与年均消费1-2次的玻尿酸、胶原蛋白填充剂或肉毒等高价低频产品相比，水光针、动能素、熊猫针等低价高频产品（年均4次以上）更易推广。一方面，终端医美机构苦于引流，对可无限循环的高频次消费项目更加敞怀欢迎；另一方面，这类项目单价低且注射风险更小，易成为医美潜在消费群体（年轻市场、下沉市场）的入门选择。

目前中国仅三种水光拥有Ⅲ类医疗器械注册证，即高德美旗下的瑞蓝唯瑅、华熙生物的润致 Aqua 和爱美客的嗨体。广义的玻尿酸类注射还包括动能素，例如菲洛嘉动能素、丝丽动能素等，动能素目前注册认证状态以妆字号为主。无医疗资质的生活美容场所超范围经营水光、动能素类产品注射时，通常以滚轮微针或水光枪为导入仪。

图表 17: 水光针未穿透真皮层属于合规边缘的轻医美产品



资料来源: 新氧, 国盛证券研究所

图表 18: 常被生活美容场所用来进行超范围注射的微针



资料来源: 新氧, 国盛证券研究所

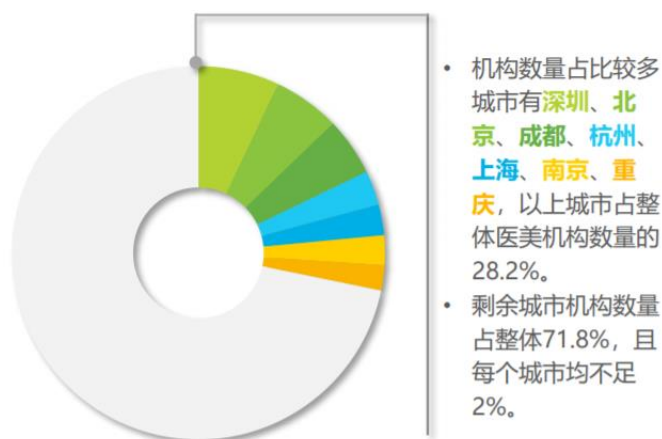
2018 年，华熙生物的水光针和动能素分别实现 4962 万元和 5422 万元收入，合计同比增长 43.5%，合计占公司医美业务收入 42.3%，按每毫升均价和次均注射量测算华熙当年水光针和动能素销量可供给 200 万次左右注射。爱美客 2017 年推出嗨体，至 2019 年实现当年销售收入 2.4 亿元、销量 68.8 万支（约可供给 35 万次左右注射）。

5 渠道：上游药械享有长期渠道红利

5.1 医美渠道下沉空间广阔

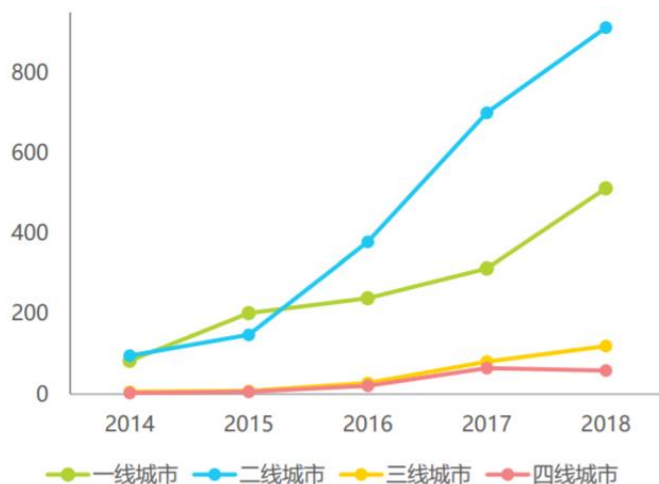
渠道在未来中长期的逐级下沉将帮助下沉市场需求释放。根据艾瑞发布的天眼查数据，至 2019 年底，中国有医疗美容资质的终端机构约为 1.3 万家。目前，中国的医美机构主要分布在一线及新一线城市，但从增长速度来看，二线城市表现突出，三四线城市尚未启动。根据新氧 2019 年医美白皮书的私信用户量/消费用户量比例及两类用户结构比例，推算二线及以上城市医美咨询用户约为消费用户的 2 倍，而三线及以下城市医美咨询用户约为消费用户的 10 倍，由此可见，一二线城市消费者更成熟，消费转化率较高，而三四线城市目前处于市场教育阶段。

图表 19: 2018 年中国医美机构地域分布占比 (%)



资料来源: 艾瑞, 天眼查, 国盛证券研究所

图表 20: 2014-2018 年中国各级城市新增机构数量对比 (家)



资料来源: 艾瑞, 悦美, 国盛证券研究所

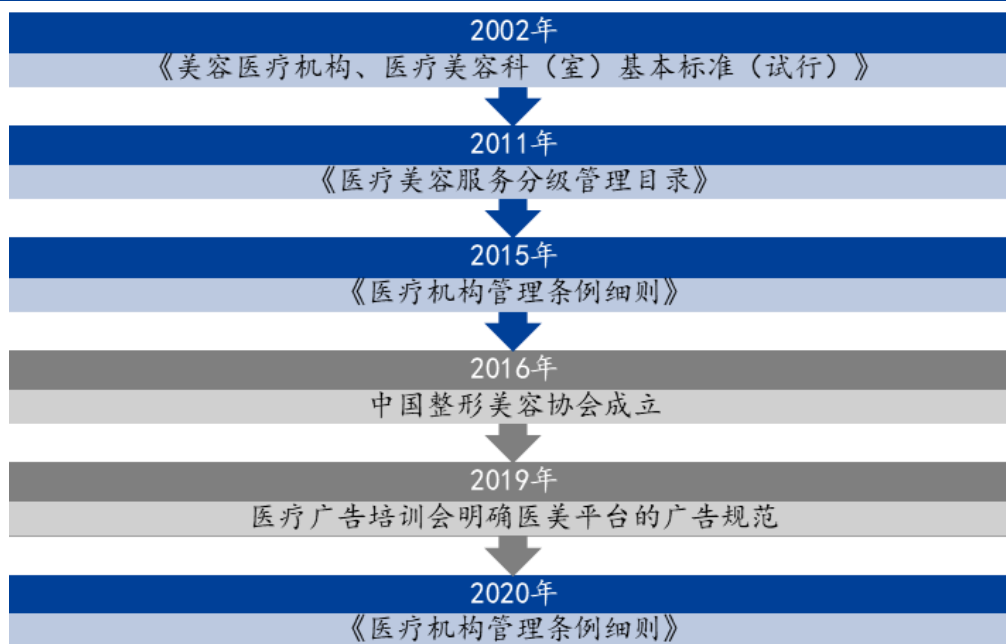
上游合规药械供应商合计 21 家 (17 家供应玻尿酸), 对应下游 1.3 万家医美机构, 终端覆盖率远未饱和。以爱美客为例, 公司截至 2019 年末客户数量为 1503 家 (2018/2019 年分别净增 278/318 家), 其中直销客户 1425 家, 经销商 78 家, 公司主力产品嗨体和爱芙莱均覆盖了超过 1200 家直销客户。由爱美客的客户数量可以侧面推断医美注射剂市场的渠道渗透率有较大提升空间。

5.1 水货份额转增正规渠道

由于正规医美渠道可提供的持证项目数量有限, “黑针剂”市场容量较大, 随着正规持证产品增多, 医美市场中水货类型的“黑转白”有望提速见光。例如, 肉毒项目在 2020 年之前仅衡力和 BOTOX 两个正规持证品牌, 较难满足消费者需求。韩媒 JTBC 曾报道: 根据韩国关税厅数据可推测, 韩国市占率最高的肉毒产品 Meditoxin (粉毒), 2019 年应通过水货渠道进入中国市场出厂价值超过 4000 万美元的产品, 约合人民币 2.5-3 亿元, 按地下市场 1000-1500 元左右的售价, 推算粉毒在中国水货市场出货量为 20-30 万支。

艾瑞专家调研数据显示: 2019 年中国医美市场中的针剂正品率仅 1/3; 渠道层面, 2019 年合法合规的医美机构约有 1.1 万家, 占全市场 (白+黑) 约 12%, 合法的医美机构 (含违规超范围经营) 约有 1.3 万家, 占全市场约 14%。2002-2015 年, 中国医美行业对渠道端口完成了基本立法工作, 2016 年起, 随着中国整形美容协会等行业协会的成立, 中国医美市场的合规性逐渐成为关注重点。过去正规产品数量的匮乏助长了医美注射剂市场劣币驱逐良币, 随着正规产品丰富度提升, 正规渠道所面临的竞争环境将有所改善。

图表 21: 医美行业的合法合规化不断推进。



资料来源: 卫健委, 中国整形美容协会, 国盛证券研究所

以肉毒为例, 肉毒产品通常是采取中国本土企业代理进口品牌的形式进入中国市场, 目前数亿规模的肉毒水货市场有望在未来 5 年内陆续转入正规渠道销售。除衡力 (2015.06) 和 BOTOX (2017.07) 外, 丽舒妥 2020 年 6 月取得 NMPA 认证; 华熙生物与太平洋制药合资引入粉毒的审核流程虽已至最后环节, 但粉毒 2020 年 6 月在韩国本地被撤销批号, 或将影响粉毒在中国的取证结果; Hugel 在 2017 年与四环医药达成引进白毒的协议; Huons 在 2018 年 9 月与爱美客达成引进橙毒的协议, 其余海外肉毒产品如绿毒等部分品牌处于 NMPA 独立注批流程中。

图表 22: 肉毒品牌进入中国的进程列示

品牌	厂商	中国区代理商	原产地	NMPA	市场地位
衡力	兰州生物	国药控股	中国	持证	中国前二
BOTOX	艾尔建	国药经销	美国	持证	全球第一、中国前二
丽舒妥	益普生	高德美系	英国	持证	全球第二
西马	Merz	-	德国	-	全球第三
粉毒 (韩国撤销批号)	太平洋制药	华熙生物代理	韩国	-	全球第四、韩国第一
白毒	Hugel	四环医药代理	韩国	-	韩国第二、日本第一
绿毒	大字制药	-	韩国	-	-
橙毒	Huons	爱美客代理	韩国	-	-

资料来源: NMPA, 相关上市公司财报, 国盛证券研究所

6 医美药械长期快速增长具备强支撑

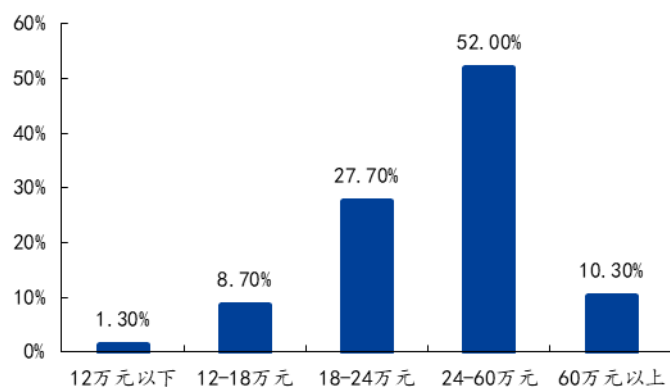
中国医美市场正快速发展。根据国家卫健委编制的历年《中国卫生健康统计年鉴》数据, 中国 2018 年整形外科医院和美容医院两类医美机构的门诊数量合计 776.6 万人次, 同比增长 45.3%。沙利文市场调研数据显示 2018 年, 中国医美正规市场疗程总量在 2000 万次左右 (疗程总量高于卫健委的门诊数量的原因为, 除了医院类, 医美机构还有门诊

部和诊所两大类形式)，同比增长 **26.4%**；更美 APP 的市场调研数据则显示 **2018 年/2019 年** 的医美正规市场疗程总量分别为 **2200 万次/2500 万次**。连锁美容医院鹏爱的母公司医美国际（AIH.O）财报显示，2018/2019 年其医院顾客人数同比增速分别为 38.6%/43.0%。

6.1 居民购买力提升

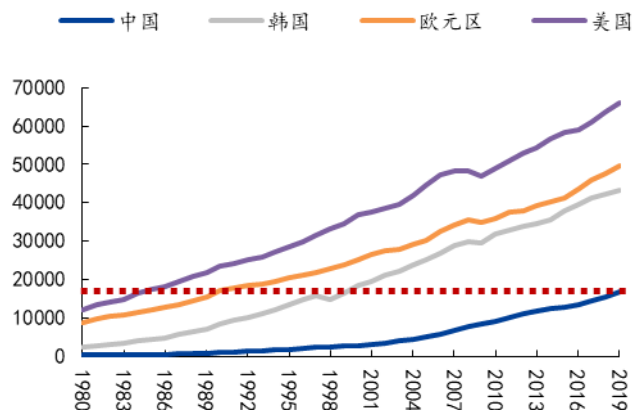
中国城镇居民收入水平达到支持医美消费需求的基本经济条件。从艾瑞咨询的医美消费者调查问卷结果来看，医美消费动力与收入水平正相关度很高（剔除家庭年收入 60 万元以上的少数人群），家庭年收入超过 12 万元后，医美消费需求将得到较基本的财力支持，家庭年收入 25 万元以上则是 60%+ 的主流医美消费者画像。根据世界银行的数据（国际元统一单位），对比中、韩、欧、美的人均国民总收入，中国 2019 年的人均 GNI 达到美国 1985 年、欧元区 1990 年、韩国 2000 年水平，欧美和韩国的医美快速发展分别始于 20 世纪 90 年代和 21 世纪初。

图表 23: 医美消费者抽样家庭年收入分布情况



资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

图表 24: 中、韩、欧、美的人均总收入水平 (单位: 国际元)



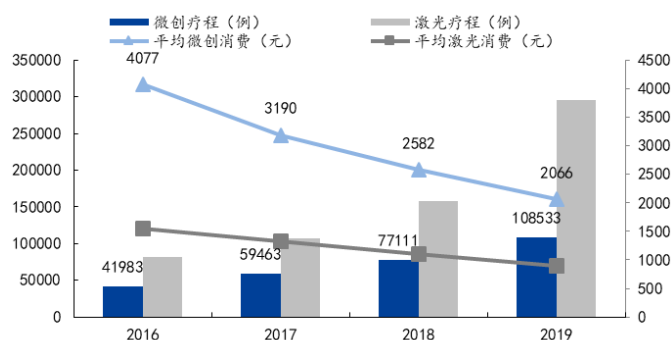
资料来源: 世界银行, 国盛证券研究所

6.2 材料降价促进消费需求提升

微整形类（注射和光电）和皮肤美容类项目的客单价逐年走低，令医美在价格上更加靠近普罗大众。根据医美国际财报数据，在鹏爱连锁美容医院体系内，微创类消费次数 2016-2019 年的三年复合增速为 37%，微创类次均消费额的三年复合降速为 20%，微创类次均消费额由 2016 年的 4000 元左右，下降至 2019 年的 2000 元左右。根据艺星医疗美容的招股书数据，在艺星连锁美容医院体系内，2015-2017 年注射类消费疗程数的复合增速高达 120%，次均注射消费的复合降速为 25.7%，由 2015 年的 4900 元左右，下降至 2017 年的 2700 元左右。在通常医美皮肤类项目顾客的年消费次数根据项目的不同时效需要 2-10 次不等，以 3-4 次为主，则微创注射类消费者年人均消费在 6000-8000 元左右（约当于两套高档-贵妇级品牌护肤品的价格），与医美消费群体的美容付费度较为相符。

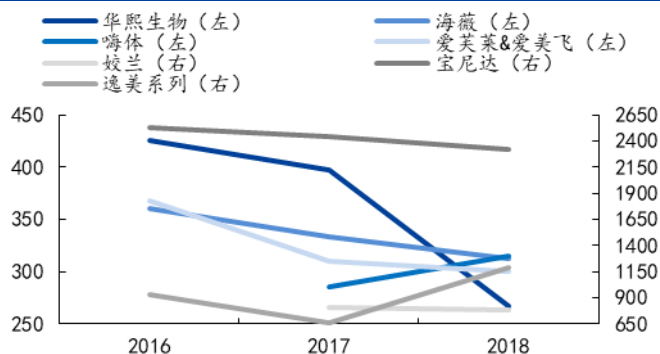
上游药械出厂价格的下滑幅度与产品的差异化程度成反比，差异化程度高的特色产品价格基本持平，竞争相对激烈的交联玻尿酸赛道，例如润百颜&润致、海薇、爱芙莱&爱美飞的单价呈现较大降幅；特色产品嗨体则呈现价格稳中有升。

图表 25: 鹏爱连锁美容医院微创注射和激光类消费次数与次均价趋势



资料来源: 医美国际, 国盛证券研究所

图表 26: 医美注射剂出厂价格下降趋势与产品差异化呈反比 (元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

6.3 医美行业加强 2C 营销力度

医美行业营销模式发生变化, 互联网营销和明星带头效应, 将加速大众的医美消费意识觉醒, 发掘大众医美消费需求。网络信息革命在不同消费品板块的进度不同, 2020 年医美营销“阳光化”, 医美 APP 联合上游供应商开始运用综艺植入、楼宇广告等普通消费品营销形式向大众普及医美, 深化“科技变美”的消费者教育。例如, 在 2020 年上半年的热门青春女团选秀节目《青春有你》中, 练习生们公开分享瘦脸针、热玛吉等医疗变美之法; 在 2020 年下半年的热门超龄女团选秀节目《乘风破浪的姐姐们》中, 知名熟龄女星们为医美 APP 和医美项目做植入代言。2020 年 7 月 27 日, 伊能静和新氧 CEO 合体直播热玛吉, 播放量超过 695 万人次、点赞量超过 20 万人次、累计超过 9.1 万人次参与话题讨论, 打响了“医美第一直播”。

图表 27: 新氧医美抗衰节明星代言楼宇广告



资料来源: 微博, 国盛证券研究所

图表 28: 大热综艺中的明星分享医美项目植入广告



资料来源: 微博, 国盛证券研究所

7 板块标的推荐

7.1 全球医美注射剂企业历史增速和估值区间

全球专注于医美注射剂产业链或终端产品的上市企业 (年收入 5 亿元人民币及以上) 有瑞蓝的母公司 Q-Med、韩国第一大肉毒供应商 Medytox、白毒的母公司 Hugel、艾莉薇

的母公司 Humedix。(考虑到业务专注度,未将美国艾尔建、韩国大熊制药等列入对比范畴;考虑到规模体量,未将台湾科妍、韩国 jetema 等列入对比范畴)

Q-Med、Medytox 和 Hugel 是专注于医美注射剂的企业,并相应衍生了部分医美仪器或功能性护肤品业务,与爱美客相似度较高。Humedix 是全产业链型企业,业务覆盖了玻尿酸原料、化妆品原料、玻尿酸骨科/眼科制剂、医美玻尿酸注射剂、肉毒、功能性护肤品等业务,与华熙生物相似度较高。

从四家公司可得数据时间范畴来看,3-17 年的收入复合增速区间在 20%-40%,反映了医美药械行业的高成长性。国际医美上游药械上市公司的 PE (LTM) 中枢区间在 20X-40X, PS (LTM) 中枢区间在 5X-10X; Medytox 作为当地龙头享有溢价, PE (LTM) 区间在 30-70X, PS (LTM) 区间在 10X-30X。

图表 29: 国际医美注射剂企业历史增速和估值区间 (收入/净利润数据折合人民币单位)

公司	收入构成	2019 年收入	2019 年净利润	收入复合增速	估值区间
Q-Med	80%以上收入为玻尿酸	14 亿元(2010 年)	2 亿元 (2010 年)	收入 CAGR17=24.6% 业绩 CAGR17=30.2%	收购价 35X PE、5X PS PE: 5X-140X, PS: 2X-20X
Medytox	肉毒、玻尿酸、医美仪器等	12 亿元	1.5 亿元	收入 CAGR7=28.2% 业绩 CAGR7=7.9%	PE (LTM): 30X~70X PS (LTM): 10X~30X
Hugel	肉毒 45%、玻尿酸 30%、化妆品 13%、线材等药械	12 亿元	2.6 亿元	收入 CAGR7=38.8% 业绩 CAGR7=33.5%	PE (LTM): 20X~45X PS (LTM): 7X~10X
Humedix	原料、骨科/眼科制剂、玻尿酸、肉毒、化妆品	4.6 亿元	0.6 亿元	收入 CAGR3=18.6% 业绩 CAGR3=0.5%	PE (LTM): 20X~35X PS (LTM): 2.5X~7X

资料来源: bloomberg, 国盛证券研究所 注: Q-Med 于 2010 年被高德美收购, 故而数据可得期间为 1997-2010 年

中国消费市场的成长潜力远大于韩国、欧洲等市场,且中国医美行业发展阶段更初级,应相对海外享有估值溢价。爱美客、华熙生物作为上游药械国产头部公司,参考韩国市场,应享有龙头估值溢价。

7.2 爱美客——专注于医美注射剂矩阵建设

爱美客产品矩阵逐渐形成完整梯次,增强长期销售协同效应。未来 3-6 年公司有望建成包含玻尿酸、线材、聚左旋乳酸、肉毒、胶原蛋白、纤体等材料在内的丰富产品矩阵,每类材料亦建立丰富的型号梯次,成为中国内地产品梯次最完整的医美注射剂集团。

公司根据适应症开发差异化产品,实现单品快速增长。爱芙莱作为国内首款含麻交联玻尿酸、嗨体作为唯一颈纹修复产品,均在推出后曾经或正在获得超高增速。公司开发战略眼光前瞻性较高,新品熊猫针、线材、以及预期即将落地的童颜针具有继续维持公司 3-5 年高增长的潜力。

预计公司现有业务 2020/2021/2022 年将实现 7.31/11.38/15.74 亿元收入,对应归母净利润 4.03/6.40/8.90 亿元,现价 454.00 元,对应 2021 年 85X PE (PEG=1.5),维持“买入”评级。

风险提示:成熟类目价格战,疫情反复对医美终端的影响,新技术替代,取证进度,产品安全问题等。

7.3 华熙生物——立足生物活性原料延展全产业链

华熙具有较高成长性，当期乘药妆红利积极加大对功能性护肤品业务的营销投入力度。同时公司加大研发投入，目前有 98 项围绕透明质酸、 γ -氨基丁酸及其他多糖及氨基酸类物质在医疗、美容、保健食品、生活用品等领域的在研项目。我们认为华熙生物作为一家立足于发酵生物活性物研产的高科技企业，拥有未来拓展相应广阔下游市场空间的潜力。

公司在稳坐透明质酸原料全球龙头的同时，不断研产新原料，并已实现 γ -氨基丁酸、聚谷氨酸钠、麦角硫因等生物活性成分的量产和升级，2020 上半年非透明质酸原料推广取得较大突破，收入同比显著增长。我们认为，受消费升级辐射，高端生物活性原料在日用品、食品、宠物用品等领域的市场需求将快速提升，预期公司原料业务长期可保持增长趋势。

公司的医美和化妆品业务线均大幅提升推新频率，产品线不断丰富。医美产品 2020 年推出娜楚、润致 Aqua 等新品；化妆品主品牌润百颜推出粉底液、水光系列水乳霜、水光系列眼霜、三款面膜、新款次抛原液等新品。公司上半年积极运用楼宇广告、直播、IP 联名等传播形式扩大品牌知名度与市场份额，主品牌润百颜收入同增超过 100%，夸迪、米蓓尔、肌活成为天猫旗舰店月销售额千万级的新锐品牌。

预期 2020-2022 年收入 24.15/32.74 /42.89 亿元、归属净利润 6.78/8.76/11.17 亿元，现价 141.89 元，对应 2021 年 78X PE (PEG=2.2)，维持“买入”评级。

风险提示：全球疫情对原料业务冲击，疫情反复对医美终端的影响，化妆品营销 ROI 低于预期。

风险提示

成熟类目价格战风险。例如交联玻尿酸领域，近年来呈均价下降趋势。

疫情反复对医美终端的影响。新冠疫情地区性发生反复，对绝对线下消费场景造成一定影响。

新材料、新技术替代风险。若市场研发出同用途、效果更好、安全系数更高的新材料或新技术，将对旧材料和旧技术造成冲击。

取证进度风险。医美药械需取得 III 类医疗器械或生物药品注册认证方能进入正规市场，但取证进度受多重因素影响，无法准确预期。

产品安全问题等。消费者对医美药械的安全性要求较高，一旦发生产品安全问题，将对品牌产生较长期负面影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com