



Research and
Development Center

论证爱美客迈向平台型公司的投资新公式

—爱美客（300896.SZ）深度报告

2024年01月18日

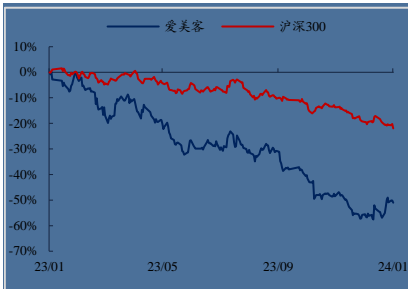
相关研究

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

证券研究报告
公司研究
深度报告
爱美客(300896)

投资评级 买入

上次评级 买入



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

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

资料来源：聚源，信达证券研发中心

爱美客(300896.SZ)深度报告：论证爱美客迈向平台型公司的投资新公式

2024年01月18日

本期内容提要：

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

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

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

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

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

目录

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

图目录

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

表目录

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

写在前面

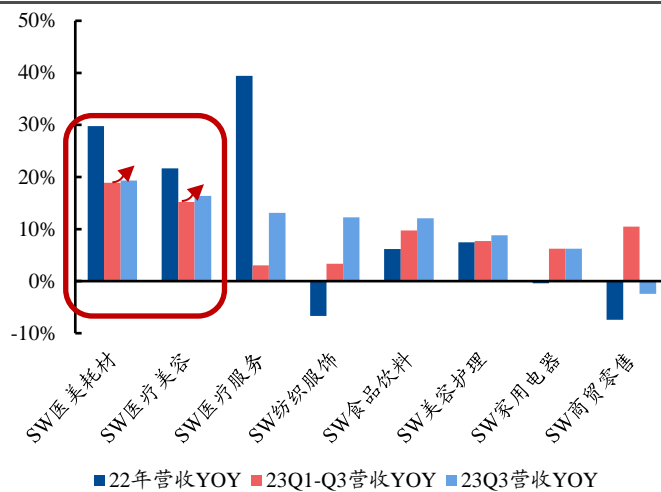
2023 年以来，市场信心较弱，美护板块出现大规模估值回撤，龙头爱美客回到上市初的市值水平，核心矛盾或为对于未来增长驱动力理解的不一致。我们在路演中发现，市场对于爱美客的理解，一来当作医美行业风向标，以短期行业 β 判断公司表现，二来以产品型公司看待爱美客，基于嗨体、濡白天使销售表现线性外推未来预期，也因而当担忧经济复苏节奏较缓和看到短期大单品嗨体品牌增速放缓的情况下对公司未来的预期转为悲观，忽视医美 β 仍然坚挺，尤其是细分医美赛道的 β ，以及暂时不考虑公司自身 α 的重要性，在医美供给创造需求&渗透率仍在持续提升背景之下，若公司能在 24 年展现多明星单品共同增长的销售能力并在 25 年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

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

1、医美处消费第一梯度，渗透率提升空间充足

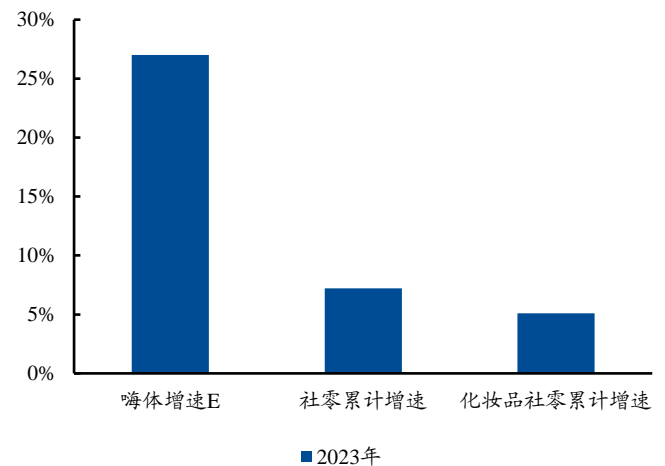
23 年以来，医美仍为消费板块中展现出较强韧性的细分赛道。23 年经济环境较弱，消费者信心不足，市场对于“偏奢侈品消费”的医美增长存疑，但无论从 23 年前三季度还是第三季度增速来看，我国医疗美容和医美耗材的增速均优于其他消费赛道，且基于正常甚至略高基数的 Q3 增速较上半年略有提升，仍然展现较强的韧性。医美具备以下属性：（1）老客黏性较足，持续复购意愿强，此外高单价新品的推出有效提升老客客单价，布局新品类的上游公司有望享受更高增长确定性；（2）医美整体渗透率偏低，参考爱美客港股招股说明书的数据进行测算，21 年我国医美人群渗透率仅 2.0%，我们认为虽经济环境较弱减弱渗透率提升速率，但不改渗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

图 1、23 年以来，医美仍为消费板块中展现出较强韧性的细分赛道



资料：wind，信达证券研发中心

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



资料：国家统计局，信达证券研发中心

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

表 1、再生材料、胶原蛋白材料 23 年表现亮眼

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

资料：公司公告，信达证券研发中心预测

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

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

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

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



资料 : 信达证券研发中心绘制

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

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

表 2、海内外化妆品集团布局医美/功能性护肤品赛道

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

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

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

2、现有产品线有望支撑公司业绩三年实现翻倍以上增长

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

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

2.1、嗨体空间仍足，渗透率提升&合规宣传教育为核心驱动力

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

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

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

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

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

◇ 颈纹针：①假定植入剂渗透人群中18%的消费者重视颈部美学，②保守假设

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

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

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

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

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

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

表 3、嗨体空间仍足，医美渗透率/相关产品渗透率提升为核心假设

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

资料：信达证券研发中心测算

2.2、天使系列仍处发展初期，濡白+如生增长确定性较强

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

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

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

表 4、天使系列仅处于发展初期，未来空间较足

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

资料：信达证券研发中心测算

2.3、其他产品稳定增长，肉毒有望贡献新增量

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

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

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

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

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/588135105037006027>