

## 内容目录

1	医美行情复盘.....	4
2	医美产业复盘及展望.....	5
2.1	下游需求：高预期下增长压力偏大，K型消费明显.....	5
2.2	上游供给：看好合规水光、再生材料、胶原蛋白、减重市场.....	7
2.2.1	皮肤市场：水光市场庞大，合规产品受益于监管趋严红利.....	7
2.2.2	玻尿酸填充：高端化、交联剂改进、适应症扩展、代工合作为核心路径.....	9
2.2.3	再生材料：已形成四足鼎立格局，国外进口+国产自研待上市产品较多.....	10
2.2.4	胶原蛋白：高景气度持续兑现，行业红利期竞争格局良好.....	12
2.2.5	肉毒市场：合规新品加速上市，趋于差异化、多元化竞争.....	15
2.2.6	减重市场：诺和诺德减重司美获批，医美减法时代有望来临.....	16
3	医美个股复盘及展望.....	18
4	投资建议.....	21
5	风险提示.....	22

## 图表目录

图 1.	年初至今医美板块个股走势（截至 7/1）.....	4
图 2.	利润率承压背景下医美机构端变化.....	6
图 3.	2024 年机构预期科室业绩平均增长.....	6
图 4.	机构客群到店频次分布.....	6
图 5.	机构客单价分布.....	7
图 6.	机构核心客群.....	7
图 7.	水光在 2023 年中高收入医美需求者主要消费的注射类医美项目中排名第一.....	8
图 8.	水光在 2023 年医美潜力人群注射类治疗项目中排名第一.....	8
图 9.	爱美客推出如生形成“双生天使”搭配方案.....	11
图 10.	少女针发布第二代，分为大/中/小微球.....	11
图 11.	锦波生物 vs 双美收入及增速.....	12
图 12.	双美 2022Q1-2024Q1 盈利能力变化.....	12
图 13.	锦波生物 2022Q1-2024Q1 盈利能力变化.....	12
图 14.	2018-2032E 中国超重/肥胖症药物市场规模（亿元）.....	17

图 15. 2021-2024Q1 Wegovy 全球销售额及同比增速.....	17
表 1. 医美板块核心标的整体呈现增速放缓+估值调整 .....	5
表 2. 国内主要水光类产品.....	8
表 3. 国内再生市场四款合规产品.....	10
表 4. 再生市场在研产品.....	11
表 5. 动物源胶原蛋白已获批械三产品.....	13
表 6. 重组胶原蛋白已获批&核心待获批产品 .....	14
表 7. 目前已上市合规肉毒产品.....	15
表 8. 国内待获批肉毒产品对比.....	16
表 9. 国内减重适应症进度靠前管线梳理.....	18
表 10. 2024-2025 年核心厂商待上市产品 .....	19
表 11. 医美板块核心标的 2023&2024Q1 业绩汇总.....	21
表 12. 核心标的 2024H1 及 2024E-2026E 业绩前瞻 .....	21

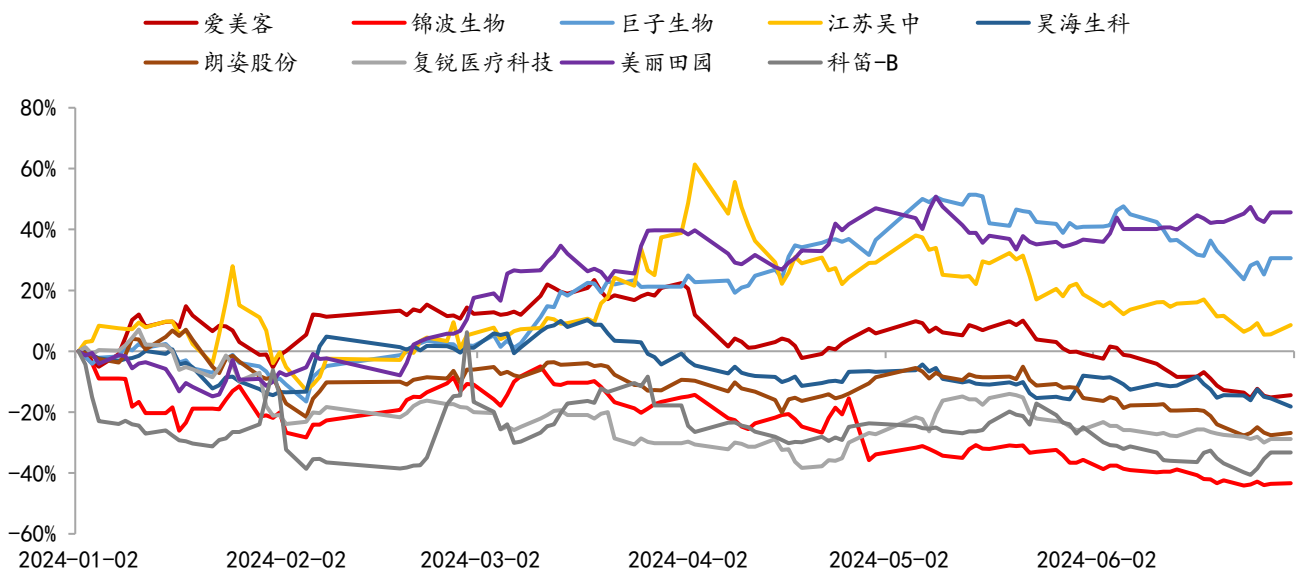
## 1 医美行情复盘

**复盘核心标的增速及估值来看：**2022年至今医美板块整体面临估值回调，业绩端来看爱美客、昊海生科等标的在基数提升的背景下，受行业增速下滑影响，出现增速放缓，锦波生物、巨子生物仍维持强劲增速。我们统计了年初至7/1的医美板块股价走势，其中：

**表现较好的个股**为美丽田园（涨幅 45.6%）、巨子生物（涨幅 30.6%）、江苏吴中（涨幅 8.6%）。

**表现较弱的个股**为锦波生物（跌幅 43.4%）、科笛-B（跌幅 33.2%）、复锐医疗科技（跌幅 28.9%）。

图1.年初至今医美板块个股走势（截至7/1）



数据来源：Wind，财通证券研究所

表1.医美板块核心标的整体呈现增速放缓+估值调整

公司	指标	2022								2023				2024					
		Q1		Q2		Q3		Q4		Q1		Q2		Q3		Q4		Q1	
		收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润
爱美客	yoy	66%	64%	40%	39%	46%	40%	34%	32%	46%	51%	65%	65%	46%	44%	48%	47%	28%	27%
	PE(TTM)	107		122		94		99		96		69		52		38		40	
锦波生物	yoy	29%	-7%	51%	30%	70%	98%	67%	90%	98%	181%	105%	178%	106%	174%	100%	175%	76%	136%
	PE(TTM)	141		125		106		76		64		51		67		77		50	
昊海生科	yoy	24%	-37%	14%	-69%	24%	-48%	21%	-49%	29%	33%	36%	189%	25%	102%	25%	131%	6%	20%
	PE(TTM)	48		59		61		83		96		72		62		54		40	
朗姿股份	yoy	0%	-106%	1%	-90%	1%	-89%	1%	-91%	21%	6985%	21%	828%	22%	586%	24%	953%	11%	16%
	PE(TTM)	43		83		92		263		232		131		72		44		38	

公司	指标	2022				2023				2024	
		H1		全年		H1		全年		Q1	
		收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母
巨子生物	yoy	/	/	53%	21%	64%	53%	48%	45%	/	/
	PE(TTM)	/	/	35		44		35		/	/
复锐医疗科技	yoy	39%	26%	21%	29%	-1%	-8%	1%	-22%	/	/
	PE(TTM)	26		15		14		8		/	/
美丽田园	yoy	-12%	-84%	-8%	-47%	41%	639%	31%	109%	/	/
	PE(TTM)	/	/	/	/	49		12		/	/

数据来源: Wind, 财通证券研究所  
 注: PE 数据时间取 2023/7/19

## 2 医美产业复盘及展望

### 2.1 下游需求: 高预期下增长压力偏大, K 型消费明显

复盘下游机构来看, 2024H1 医美高基数下增速承压, 趋于提升自研占比+发力私域:

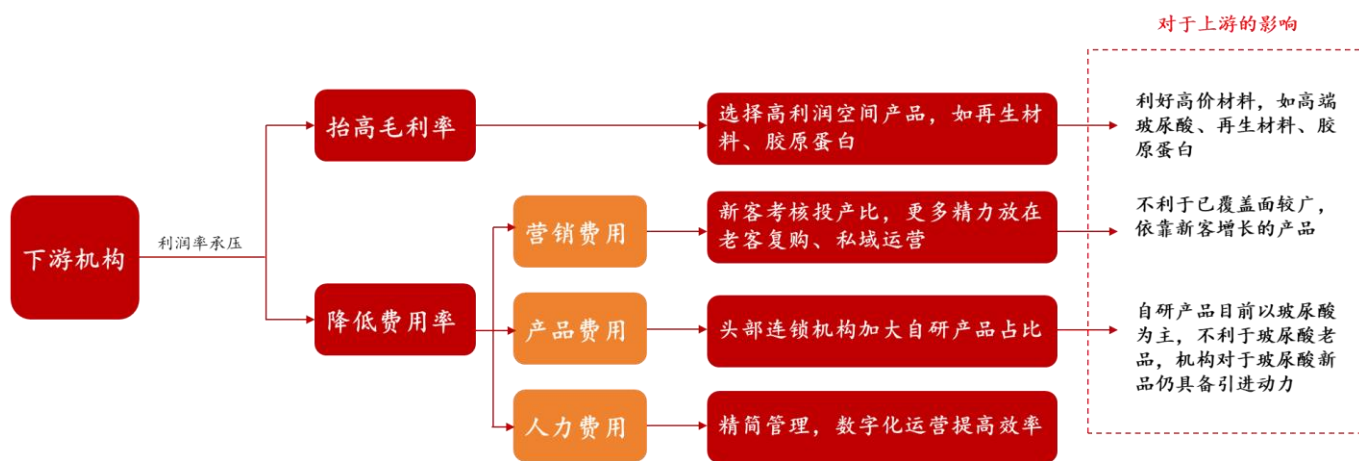
**朗姿股份:** 2024Q1 医美收入约 6.2 亿元, 同比+8.3%; 归母净利润约 0.5 亿元, 同比+12.9%。其中米兰柏羽/晶肤/高一生/韩辰/郑州集美/武汉五洲收入约 2.7/1.2/0.5/1.0/0.3/0.6 亿元, 同比增长 5%/9%/16%/19%/2%/-5%。利润率角度来看, 材料成本占比下降 2.6pct, 主要系库存效率提升+自研产品占比提升。

**美丽田园:** 2024 年女神节期间权益金 5.4 亿元, 同比+13%, 期间到店客流同比+13%, 其中身体保健项目净消费金额同比+55%, 女性特护中心净消费及新客均同比+300%。私域运营发力, 老带新会员增长同比超 2 倍, 小程序转化会员增长同比超 3 倍。

下游变化与上游投资策略密切相关:

上游本质是 2B 生意，医美合规产品日益增多+国内厂商销售能力不具备大幅差异的背景下，机构选择推荐哪些品项对于上游增速至关重要。从下游来看，利润率承压导致机构倾向于抬高毛利率+降低费用率，进而趋向于：1) 选择高利润产品；2) 侧重于老客复购；3) 加大自研产品占比；4) 精简管理+数字化运营。在此背景下，我们认为高端玻尿酸、再生材料、胶原蛋白等高利润+对新客依赖较小+受自研产品冲击较小的品类具备更高增长动能。

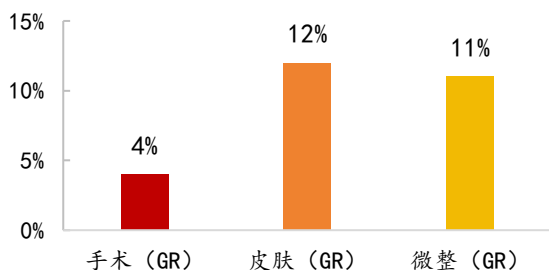
图2.利润率承压背景下医美机构端变化



数据来源：朗姿股份公司公告，财通证券研究所

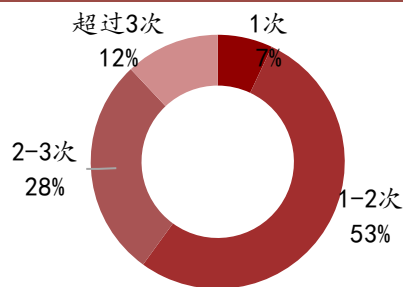
下游需求来看，整体呈现 K 型消费趋势。根据德勤中国与艾尔建美学 2024 年一季度机构调研，机构端预测 2024 年手术/皮肤/微整业绩增速分别为 4%/12%/11%。医美符合 K 型消费趋势，一方面高端客户追求品质医美，机构核心客群为 36-40 岁具备经济基础的客户，胶原蛋白、再生等贵价产品受市场欢迎业绩迅速抬升。另一方面入门级客户追求性价比医美，到店频次 1-2 次的仍为机构主流客户，占比达 53%，客单价来看，1000-5000 元占据主流地位，占比 50%。

图3.2024 年机构预期科室业绩平均增长

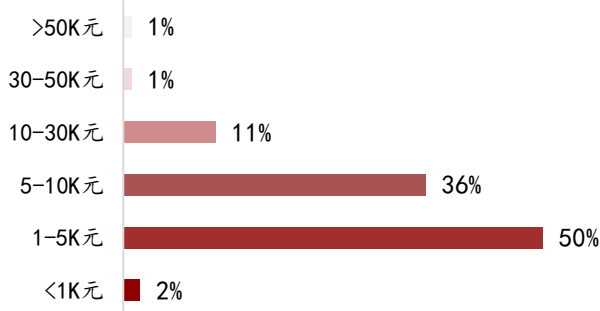


数据来源：德勤中国与艾尔建美学 2024 年一季度机构调研，财通证券研究所

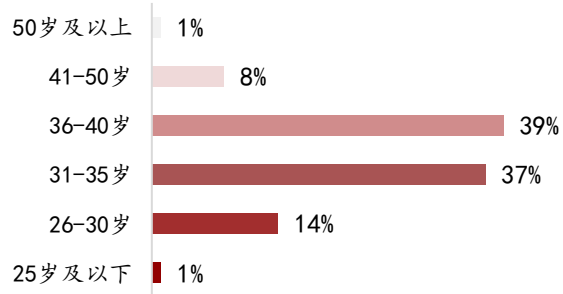
图4.机构客群到店频次分布



数据来源：德勤中国与艾尔建美学 2024 年一季度机构调研，财通证券研究所

**图5.机构客单价分布**


数据来源：德勤中国与艾尔建美学 2024 年一季度机构调研，财通证券研究所

**图6.机构核心客群**


数据来源：德勤中国与艾尔建美学 2024 年一季度机构调研，财通证券研究所

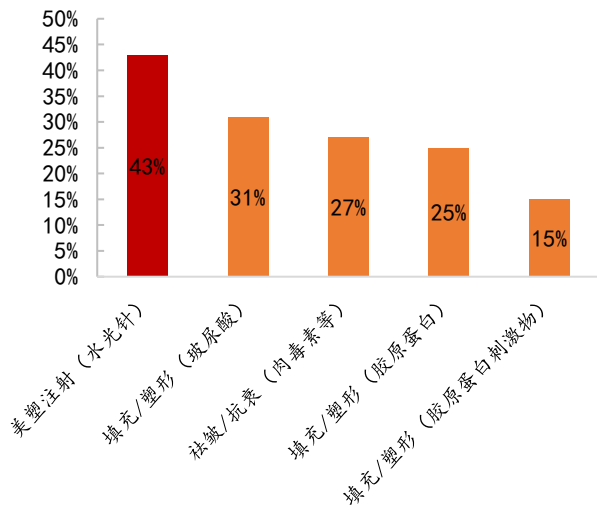
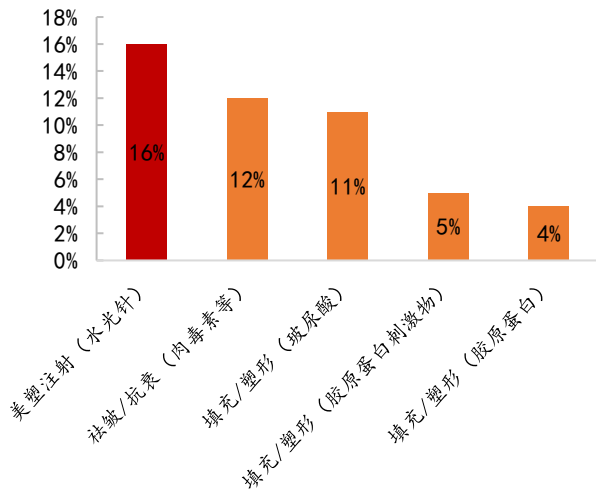
## 2.2 上游供给：看好合规水光、再生材料、胶原蛋白、减重市场

复盘 2023-2024 年的医美明星大单品来看，均具备①差异化+②安全有效+③为机构提供高利润空间三大特征。其中差异化主要可从三种路径实现：

- **材料迭代**：针对医美产品材料进行改进，如国内 2021 年推出再生品类，随市场快速扩容，少女针、濡白天使、艾维岚均在业绩端迎来快速增长；
- **技术迭代**：如昊海生科通过交联技术改进迭代推出高端玻尿酸海魅，对于海外产品形成有效替代，为下游机构提供足够利润空间，2023 年海魅收入超 2.3 亿元，同比增长超 129%；
- **适应症扩展**：如嗨体熊猫针定位眶周解决方案，在品类和技术不发生本质改变的基础上，通过差异化定位打开增量空间。

### 2.2.1 皮肤市场：水光市场庞大，合规产品受益于监管趋严红利

水光作为偏刚性皮肤治疗项目，市场需求庞大。由于水光项目破皮较小、客单价较低，通常作为长期皮肤维养项目，需要间隔 1-3 个月再次进行项目，具备低门槛、高复购属性。据德勤中国与艾尔建美学 2024 年一季度需求者调研，2023 年中水光在中高收入医美需求者/医美潜力人群的注射类医美治疗项目中均排名第一，消费占比分别达 43%/16%。

**图7.水光在 2023 年中高收入医美需求者主要消费的注射类医美项目中排名第一**

**图8.水光在 2023 年医美潜力人群注射类治疗项目中排名第一**


数据来源：德勤中国与艾尔建美学 2024 年一季度机构调研，财通证券研究所

数据来源：德勤中国与艾尔建美学 2024 年一季度机构调研，财通证券研究所

**合规产品供给稀缺，在研水光产品厂商有望受益。**目前终端机构使用的水光包含械三、械二及妆字号产品，譬如菲洛嘉、丝丽动能素为械二产品，英诺小棕瓶、伊肤泉、意大利三文鱼针、氏殊婴儿针、丽珠兰为妆字号产品。监管趋严背景下预计械二及妆字号产品逐步出清，爱美客旗下嗨体 2.5、锦波生物旗下薇旖美、华熙生物旗下润致娃娃针等械三产品有望受益于合规红利，实现快速增长。

**表2.国内主要水光类产品**

品牌	主要成分	适用范围	适用部位	获批类型	厂商	产地
瑞蓝唯琨	透明质酸钠	18 岁以上手背部需要增加组织容量的人群，用于手背部真皮层，最佳为真皮深层的注射，以改善手部皮肤外观。	手部	械三	高德美	法国
术唯可	透明质酸钠	辅助用于预防或减少腹(盆)腔手术的术后黏连	腹(盆)腔	械三	上海其胜	中国
RENSHE	透明质酸钠	辅助用于预防或减少腹(盆)腔手术的术后黏连	腹(盆)腔	械三	上海建华	中国
嗨体 2.5	透明质酸钠、L-肌肽、甘氨酸、丙氨酸、脯氨酸、维生素 B2	该产品用于皮内真皮层注射填充，以纠正颈部中重度皱纹。	颈部	械三	爱美客	中国
艾维岚童颜	聚乳酸微球、甘露醇和羧甲基纤维素钠组成的冻干粉	适用于注射到真皮深层，以纠正中重度鼻唇沟皱纹	鼻唇沟	械三	圣博玛	中国

润致娃娃针	透明质酸	用于面部真皮组织浅层到中层注射以纠正静态额部皱纹。	额部	械三	华熙生物	中国
肤柔美	I型胶原蛋白	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。	鼻唇沟	械三	双美生物	中国台湾
薇旖美	重组III型人源化胶原蛋白冻干纤维	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）	上面部	械三	锦波生物	中国
艾维岚童颜	聚乳酸微球、甘露醇和羧甲基纤维素钠组成的冻干粉	适用于注射到真皮深层，以纠正中重度鼻唇沟皱纹	鼻唇沟	械三	圣博玛	中国
菲洛嘉	透明质酸钠+维他命+氨基酸	/	/	械二	FILLMED	法国
丝丽动能素	透明质酸钠+氨基酸	/	/	械二	REVITACARE	法国
英诺小棕瓶	谷胱甘肽、维C、硫辛酸等	/	/	妆字号	INNOAESTHETICS	西班牙
伊肤泉	胶原蛋白	/	/	妆字号	广州远想生物	中国
意大利三文鱼针	PDRN	/	/	妆字号	MASTELLI	意大利
氏殊婴儿针	PDRN	/	/	妆字号	韩国 PRP	韩国
丽珠兰	PN	/	/	妆字号	韩国 PRP	韩国

数据来源：国家药监局，各公司官网，医美部落，新氧医美百科，财通证券研究所

### 2.2.2 玻尿酸填充：高端化、交联剂改进、适应症扩展、代工合作为核心路径

玻尿酸填充仍为医美市场核心赛道，竞争激烈下需差异化突围。仍存在核心痛点比如交联剂残留、过度注射导致馒化等问题有待解决，目前玻尿酸发展方向主要包括：

- 1) **高端化**：如昊海生科第三代玻尿酸海魅定位于国产高端产品，对于海外产品形成有效替代，为下游机构提供足够利润空间，2023年海魅收入超2.3亿元，同比增长超129%。
- 2) **交联剂改进**：如键凯科技通过自身PEG化衍生物技术平台优势从0起步，定位目前较为稀缺的安全+长效特点，其使用新型PEG衍生物作为交联剂的注射用交联透明质酸钠凝胶于2024年4月获药监局受理，有望2024-2025年上市。
- 3) **适应症扩展**：海外头部厂商如乔雅登、瑞蓝布局适应症扩展较为领先，为防守性布局，当药监局审核逐步趋严，对于超适应症使用进一步审查时，海外厂商有望通过适应症的完善布局挤占非合规厂商产品，进一步扩大市场份额。



4) **代工合作**: 如华熙生物等具备原料+生产优势的企业, 有助于通过代工合作增加收入来源, 但对于核心厂商来说收入贡献有限, 打造自有品牌并树立品牌力&产品力仍为医美大厂的核心选择。

### 2.2.3 再生材料: 已形成四足鼎立格局, 国外进口+国产自研待上市产品较多

目前再生市场共4款产品, 机构高利润空间支撑高增速。2024年1月江苏吴中旗下艾塑菲获批, 4月底召开首批机构发布会, 定位于中层法令纹。目前再生市场合规产品4款, 逐步覆盖各大玻尿酸使用场景。价格体系来看, 终端呈现显著降价趋势, 但是相对于低价玻尿酸仍然为下游机构提供较高利润空间, 驱动再生品类持续增长。

表3.国内再生市场四款合规产品

产品	AestheFill	濡白天使	艾维岚	伊妍仕/Ellanse
原产地	韩国	中国	中国	英国
国内销售公司	江苏吴中(代理)	爱美客	长春圣博玛	华东医药
微球材料	聚双旋乳酸(PDLLA)	修饰聚左旋乳酸微球(PLLA-PEG)	聚左旋乳酸(PLLA)	聚己内酯微球(PCL)
微球材料占比	78.00%	18.00%	44.00%	30.00%
其他成分	羟甲基纤维素(CMC)	单相交联玻尿酸; 盐酸利多卡因	甘露醇; 羟甲基纤维素钠(CMC)	羟甲基纤维素钠(CMC)
国内获批上市时间	2024年1月	2021年6月	2021年4月	2021年4月
核心成分空间结构	空心微球	玻尿酸混悬物	实心结晶体	实心结晶体
作用机理	CMC填充+胶原刺激剂	玻尿酸填充+胶原刺激剂	实心颗粒, 周围刺激胶原包裹微球	CMC填充+胶原刺激剂
形态规格	冻干粉	凝胶	冻干粉	凝胶
规格	200mg/支	0.75ml/支	稀释后3.5ml/支	1ml/支
注射层	前期推广主打真皮中层	真皮深层、皮下浅层及深层	真皮深层	皮下层
微球粒径(μm)	20-53	24-45	20-50	25-50(77%); 50-100(23%)
塑形效果	含CMC, 即刻填充	含交联HA, 即刻填充	塑形效果低	含CMC, 即刻填充
是否即刻效果	即刻效果	即刻效果	无即刻效果	即刻效果
参考价格(元/支)	19800	12000-15000	18000-21000	18000-21000
间隔周期	3次注射为一疗程, 每次间隔4-6周左右	补打时间间隔不少于9个月	3次注射为一疗程, 每次间隔1个月左右	3-6次一疗程, 每次间隔1个月
维持时间	1-2年左右	1-3年	2-3年	1-2年
适应症	纠正中、重度鼻唇沟皱纹	纠正中、重度鼻唇沟皱纹	纠正中、重度鼻唇沟皱纹	纠正中、重度鼻唇沟皱纹

数据来源: 各品牌官网, 公司公告, 新氧医美百科, 财通证券研究所

- **趋势 1: 再生品类矩阵化, 打造品牌整体解决方案优势。**爱美客旗下濡白天使、华东医药少女针均发布于 2021 年, 分别在 2023 年 7 月/2024 年 6 月发布新品展开矩阵化。1) 濡白+如生: 濡白主要针对深层支撑, 如生主要针对浅层收紧及软组织填充; 2) 少女针第二代: 与 Ellansé 伊妍仕 S 为同一注册证, 升级之后分为三款产品, 分别为臻妍(大微球)、致臻(中微球)和紧妍(中微球), 基于三种不同尺寸的微球, 从不同度解决不同年龄段用户需求。

图9.爱美客推出如生形成“双生天使”搭配方案



数据来源: 南京华美美容医院, 财通证券研究所

图10.少女针发布第二代, 分为大/中/小微球



数据来源: 深圳联合丽格医疗美容门诊部, 财通证券研究所

- **趋势 2: Sculptra 上市在即, 在研国产童颜针竞争激烈。**中国医美再生注射剂市场相比欧美及韩国等区域而言起步较晚, 目前国内待上市的再生产品较多, 包括海外进口+国内自研两种形式, 其中海外进口的成熟产品包括初代童颜针 Sculptra, 国内上市后可有望依托高德美销售力+渠道覆盖迎来快速增长, 同时杭盖生物、西宏生物等国内多家厂家通过自主研发形式进入再生市场。

表4.再生市场在研产品

产品类型	产品名	研发企业	研发进展
童颜针	Sculptra	法国 Galderma	临床研究阶段
童颜针	聚左旋乳酸面部填充剂	杭盖生物	临床研究阶段
童颜针	西宏童妍	西宏生物	临床研究阶段
童颜针	普丽妍童颜针	普立蒙	临床研究阶段
童颜针	左旋聚乳酸填充剂	四环生物	临床研究阶段
童颜针	聚乳酸真皮注射填充剂	乐普医疗	临床研究阶段
童颜针	聚左旋乳酸填充剂	思元医疗	临床研究阶段
少女针	西宏欢颜	西宏生物	临床研究阶段
少女针	伊妍仕 M 型	华东医药	临床研究阶段
少女针	注射用聚己内酯填充剂	四环生物	临床研究阶段
少女针	聚己内酯微球面部注射填充剂	益诚生物	临床研究阶段
少女针	注射用聚己内酯微球面部填充剂	兴科蓉	临床前研究阶段
微晶瓷	Radiesse	德国 Merz	临床研究阶段

数据来源: 头豹研究院, 财通证券研究所

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/906040013225010210>