

深度受益于合规化发展，引领再生医美新时代

2022 年 03 月 13 日

背景：1) 医美迎来严监管时代：2021 年，全年相关部门共颁布超过 20 项针对医美行业的法规和政策，监管力度超以往，监管深入产业链每一个环节，旨在清理行业中不规范行为，我们认为，在此背景下，已入局者将具备更强的壁垒，行业集中度有望提高，规范化经营的龙头企业或将深度受益。**2) 行业高增长确定性仍较强：**根据新氧数据，截至 2021 年，中国医美产业规模预计将达到 1846 亿/同比+21.6%，医美用户规模达 1813 万人/同比+19.27%，相比 2017 年复合增速为 45.91%，预计随着人均收入的提升，将向低线城市层级和更高年龄段渗透，空间广阔。**公司搭乘行业东风，差异化定位策略带动高质量成长。**2017-2021 年，爱美客营收为 2.22/3.21/5.58/7.09/14.48 亿元，同比增长 44.3%/73.7%/27.2%/104.1%；归母净利润为 0.82/1.23/3.06/4.4/9.58 亿元，同比增长 49.5%/148.7%/43.9%/117.8%，毛利率维持在 85%以上的高水平，2021 年净利率达 66%。

玻尿酸迎来品牌化、系列化时代“嗨体”系列不断延展。1) 丰富产品线+拓宽市场并举，加速收获“独场”红利，核心产品“嗨体”是国内唯一获得 NMPA 批准适用范围含颈部的 III 类药械玻尿酸，已树立强大的品牌口碑。继“嗨体”之后，公司产品线不断丰富。**渠道方面，**截至 2021 年末，公司拥有共 263 名销售和市场人员，渠道实力再度夯实。2) “水光针”纳入三类医疗器械，“颈纹和黑眼圈”外还有蓝海，“嗨体”2.5+新品冻活泡泡针是合规产品中唯一的复合型透明质酸针剂。

轻医美正在从“填充时代”迈向“再生时代”，濡白天使优势凸显。目前合规的再生胶原产品仅三款，竞争格局良好，VS 玻尿酸、少女针和传统童颜针，濡白天使的优势主要体现在复配成分安全、可完全代谢、即刻填充和再生效果兼具，对于机构来说具有价高的加价率，且相对竞品更具性价比。**同时，我们认为，再生医美当前在国内处在加速渗透百花齐放的时期，尚未进入恶性竞争的阶段，濡白天使有望抢占更大的份额，**预计 2025 年，有望为公司创造 14.62 亿元收入，4 年 CAGR 达 110%。

产品矩阵丰富，肉毒素等重磅产品接力，长期高增长可期。公司在研产品线丰富，目前在手 7 张三类医疗器械证，注射用 A 型肉毒毒素已进入 III 期临床试验阶段，有两款产品处于临床试验阶段、四款产品处于临床前研究阶段，未来有望和公司其他产品形成拳头产品矩阵，此外，公司的研发根基逐年加深，2018-2021 年，研发费用分别为 0.34/0.49/0.62/1.02 亿元，年复合增长率达 44.2%，长期高成长可期。

投资建议：我们认为接下来公司业绩主要由以下因素驱动：1) 专门性单品“嗨体”颈纹针+熊猫针进一步渗透，2) 严监管背景下，“嗨体”2.5 和冻活泡泡针市场有望扩容，3) 创新型再生产品濡白天使对传统玻尿酸和不合规产品的快速替代，4) 此外，公司渠道也加速建设以收获对应“赛道”红利。预计公司 22-24 年的归母净利润为 15.00/21.78/29.17 亿元，同比增长 56.6%/45.2%/33.9%，对应 PE 为 65/45/33X，公司为比较纯正的医美材料企业，具备一定稀缺性，维持“推荐”评级。

风险提示：新品推广、产品获批进展不及预期，行业竞争加剧，疫情反复等

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1,448	2,313	3,365	4,542
增长率 (%)	104.1	59.8	45.5	35.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	958	1,500	2,178	2,917
增长率 (%)	117.8	56.7	45.2	33.9
每股收益 (元)	4.43	6.93	10.07	13.48
PE	102	65	45	33
PB	19.3	16.0	12.5	9.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 03 月 11 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

449.78 元



分析师：刘文正

执业证号：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

相关研究

1. 爱美客(300896.SZ)2021 年报点评：归母净利润同增 117%，严监管背景下产品有望再扩容
2. 爱美客：归母净利润预增 105%-107%，医美龙头快速前行
3. 爱美客 2021 半年报点评：“嗨体”带动业绩高速增长，高成长性得到持续验证
4. 【民生商社交运】爱美客 2021 一季报点评：Q1 归母净利润同增近 300%，“嗨体”系列加速渗透
5. 爱美客公司深度报告：挖掘轻医美黄金“赛道”龙头背后的成长逻辑

目录

1 背景：医美迎来严监管时代，增长确定性仍较强	3
1.1 严格监管重在营造健康发展环境，利好头部企业	3
1.2 搭乘行业东风，爱美客高质量快速成长	4
2 玻尿酸迎来品牌化、系列化时代，“嗨体”系列不断延展	6
2.1 “嗨体”系列：丰富产品线+拓宽市场并举，加速收获“独场”红利	7
2.2 “嗨体”系列：“水光针”纳入三类医疗器械，“颈纹和黑眼圈”外还有蓝海	9
3 轻医美正在从“填充时代”迈向“再生时代”，濡白天使优势凸显	13
3.1 聚焦塑形，逆龄抗衰——为什么是童颜针？	13
3.2 濡白天使——自带高光的塑形针，技术创新直击痛点	16
3.3 濡白天使：2025 年有望为公司创造 14.62 亿元收入，4 年 CAGR 达 110%	20
4 、产品矩阵丰富，肉毒素等重磅产品接力，长期高增长可期	22
5 盈利预测与投资建议	25
5.1 业务拆分	25
5.2 投资建议	26
6 风险提示	27
插图目录	29
表格目录	29

1 背景：医美迎来严监管时代，增长确定性仍较强

1.1 严格监管重在营造健康发展环境，利好头部企业

严格的监管将促进医美行业长期健康发展。自 2017 年开始，包括国家卫生计生委、国务院、市场监管总局、中国整形美容协会等在内的主管机构相继发布促进医美合法合规的举措。2021 年，全年相关部门共颁布超过 20 项针对医美行业的法律法规政策，监管力度超以往，其中影响力度最大的当数 6 月的八部委联合发文的《打击非法医疗美容服务专项整治工作方案》，于 6-12 月联合开展打击非法医疗美容服务专项整治工作：严格规范医疗美容服务相关药品和医疗器械生产、流通和使用规范，严厉打击生产、经营和使用不符合国家规定的药品、器械等行为。依法规范医疗美容服务信息和医疗广告行为，严厉打击虚假医疗美容类广告、信息以及不正当竞争行为。

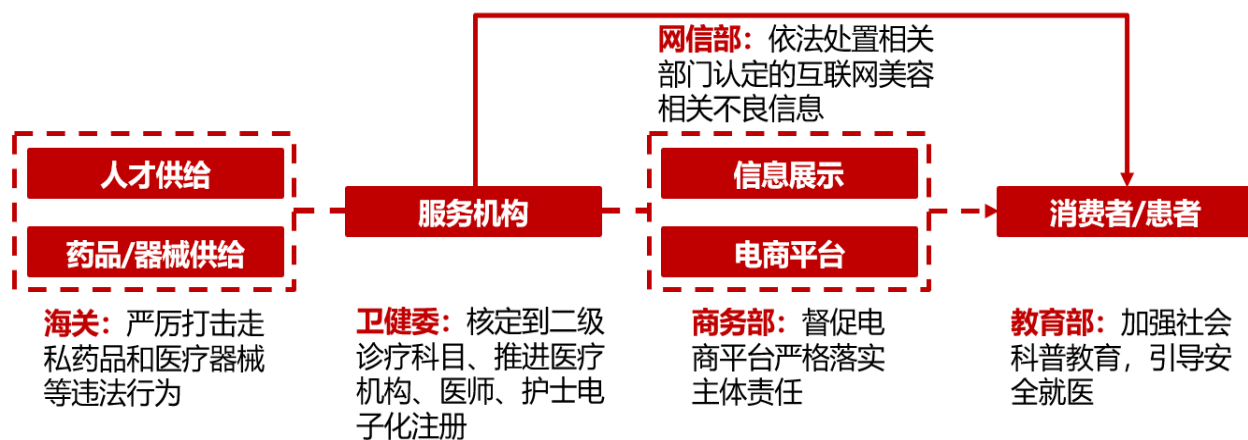
图1: 截至 2021 年末，相关部门共颁布超过 20 项针对医美行业的法律法规政策

发布单位	发布时间	法律法规与政策	主要内容
国务院	2021/1/1	《化妆品监督管理条例》	涉及到使用化妆品的医美机构，对妆字号产品的应用影响巨大
国家卫健委	2021/1/14	《关于开展不合理医疗检查专项治理行动的通知》	严肃查处违反相关法律法规、诊疗技术规范的不合理医疗检查
国家卫健委	2021/1/15	《关于印发病案管理质量控制指标 2021 年版的通知》	涉及医疗文书与病案管理
全国人大	2021/4/15	《生物安全法》	医疗机构作为生物安全法适用的重点部门，需要增加合规管理要素
国家药监局	2021/4/16	《射频美容类产品分类界定指导原则》	将射频美容产品纳入医疗器械管理，加强对美容仪器的监管
市场监管总局	2021/5/1	《网络交易监督管理办法》	涉及直播、网络交易、广告、营销，医美机构第二波受到影响
国务院	2021/6/1	《医疗器械监督管理条例》	医疗器械分类目录随之调整，对射频、注射用玻尿酸等分类，进行调整，提高药械厂商的市场准入门槛，使医美机构产品设计发生变化
全国人大	2021/6/1	《基本医疗卫生与健康促进法》	作为医疗行业的基本法规
国家卫健委	2021/6/10	《打击非法医疗美容服务专项整治工作方案》	卫健委联合其他 7 个部委发布的联合行动方案，打击非法医美
国家市场监督管理总局广告监管司	2021/6/30	《关于加强干细胞广告监管的工作提示》	明确宣传干细胞抗衰老、美容、控糖、抗癌等作用的广告为虚假违法广告，将严查
国家卫健委	2021/7/26	《关于禁止开展“小腿神经离断瘦腿手术”的通知》	规范整形美容外科手术
全国人大常委会	2021/8/20	《中华人民共和国医师法》	专设“保障措施”章节完善医师权益保护，完善医师薪酬制度、规范多点执业、首次提出“终身禁业”
全国人大	2021/9/1	《中华人民共和国数据安全法》	涉及医美行业电子病历的数据安全
国家卫健委	2021/10/26	《关于互联网诊疗监管细则（征求意见稿）公开征求意见的公告》	涉及医美互联网诊疗与互联网营销，决定了行业未来的发展走向
市场监管总局	2021/10/1	《医疗器械注册与备案管理办法》	涉及医疗机构器械采购、验证、管理和使用，对医美机构产品设计影响较大
市场监管总局	2021/11/2	《医疗美容广告执法指南》	涉及医美全行业营销，影响力巨大，将改变医美营销生态
全国人大	2021/11/1	《个人信息保护法》	患者个人信息保护要求登上了新的台阶
市场监管总局	2021/11/2	《医疗美容广告执法指南》	对制造“容貌焦虑”、使用患者名义或者形象进行诊疗前后效果对比或者作证明、利用广告代言人为医疗美容做推荐、证明等 9 大广告行为进行重点打击
药品监督总局	2021/11/9	《关于征求“医疗器械分类目录”调整意见的通知》	涉及上游药械与机构品项，对射频治疗、注射用玻尿酸等分类进行调整，准入门槛提高，水光针正式纳入 3 类医疗器械管理，医美机构品项设计要求发生变化
公安部	2021/11/25	《公安部下发通知要求严厉打击非法制售医美产品等犯罪活动》	进一步加大对非法制售医美产品等药品安全领域突出犯罪活动打击力度，切实保障人民群众身体健康和生命安全

资料来源：中华网，民生证券研究院

监管深入产业链每一个环节，行业整体短期承压，长期来看，监管趋严为医美行业建立良好导向。1) 对行业整体而言：行业加强监管达到了为已经布局的企业构建了更高壁垒的效果，从行业内部竞争格局角度看，**行业清理将提高行业集中度，利好头部企业**；中国医美市场的规模化和规范化，使得终端消费者信任增加，促进整体医美市场的需求扩容，促进行业整体长期良性可持续发展。2) 对上游药械服务商来讲：严监管为合规产品提供较大替代“水货”产品的空间 3) 对中游服务机构来讲：医疗美容广告的严监管短期内或将提高直客机构的获客成本，叠加监管部门对违法违规医美机构的打击，将在中长期放大头部合规机构的资质牌照以及口碑优势。

图2: 监管深入产业每一环节

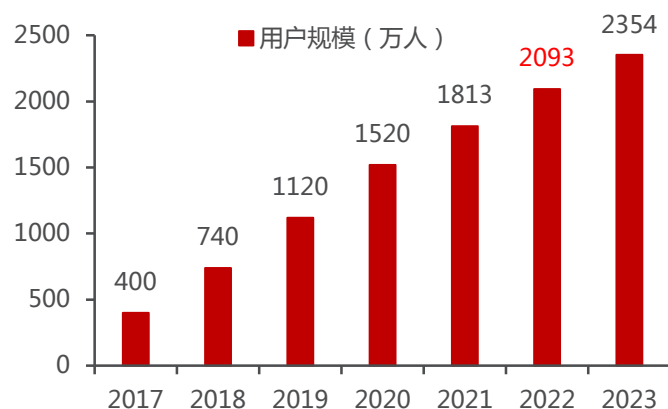


资料来源: 新氧, 民生证券研究院

1.2 搭乘行业东风, 爱美客高质量快速成长

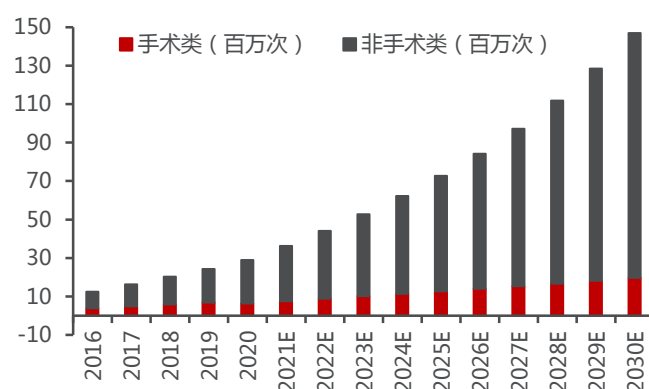
行业高增长确定性仍然非常强, 发展前景广阔。根据新氧数据, 截至 2021 年, 中国医美产业规模预计将达到 1846 亿元, 同比增长 21.6%, 医美用户规模达到 1,813 万人, 同比增长 19.27%, 相比 2017 年复合增速为 45.91%, 预计 2022 年, 医美用户将达到 2,093 万人。**城市等级分布:** 中国的大部分医疗美容消费者来自一线城市。同时, 尽管医疗美容在中国更发达地区的渗透率较高, 但由于人口基数较大的因素, 低线城市的医疗美容消费人口正在迅速追赶, 表明潜力巨大。**年龄层次:** 年轻消费者是医美消费的主要群体, 2021 年, 20 至 30 岁之间的消费者在医疗美容服务的消费群体中占比大约 63%, 同时具备更强购买力 31 岁以上群体占比逐年提升。且**渗透按年龄层次划分均处于较低水平**, 其中 19 岁以下、20-25 岁、26-30 岁、31-35 岁医美渗透率分别是 1.3%、7.7%、4.9%、3.1%, 综上, 我们预计随着人均收入的提升, 未来医美在消费者群体中的渗透率将持续提升, 空间广阔。

图3: 医美用户规模

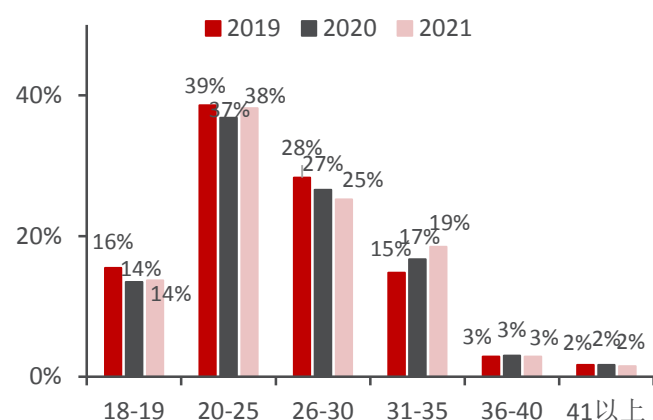


资料来源: 新氧, 民生证券研究院

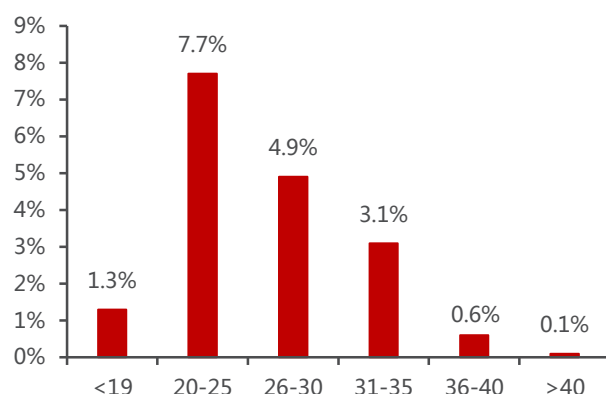
图4: 手术和非手术类医美次数



资料来源: 爱美客 H 股招股书, 民生证券研究院

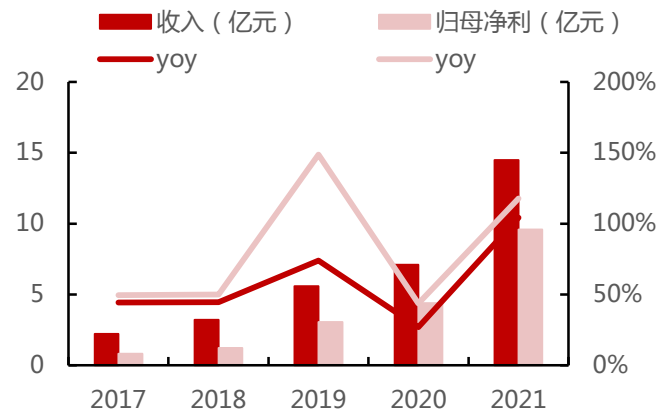
图5: 按年龄划分的医美消费者结构


资料来源：新氧，民生证券研究院

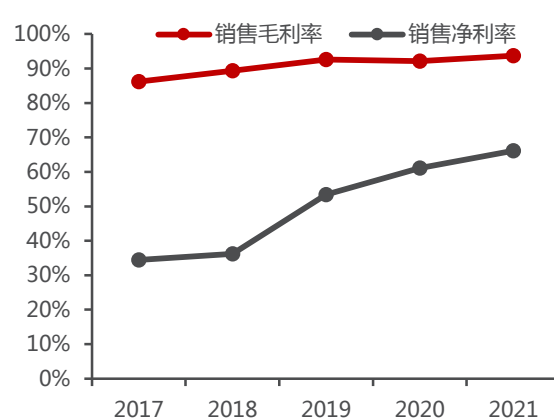
图6: 按年龄层划分的医美渗透率


资料来源：爱美客 H 股招股书，民生证券研究院

爱美客营收净利持续高增,毛利、净利双升,溶液类注射产品为主要营收来源。2017-2021, 爱美客营业收入分别为 2.22/3.21/5.58/7.09/14.48 亿元, 同比增长 44.3%/73.7%/27.2%/104.1%, 归母净利润分别为 0.82/1.23/3.06/4.4/9.58 亿元, 同比增长 49.5%/148.7%/43.9%/117.8%。2017-2021, 公司销售毛利率维持在 85%以上的较高水平, 销售净利率分别为 34.49%/36.18%/53.43%/61.10%/66.12%。

图7: 爱美客收入 (亿元) / 归母净利润 (亿元) 及增速


资料来源：Wind，民生证券研究院

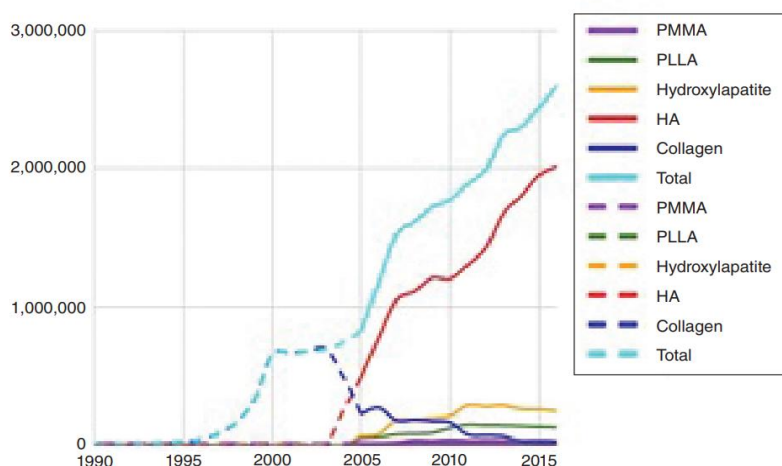
图8: 爱美客销售毛利率和净利率


资料来源：Wind，民生证券研究院

2 玻尿酸迎来品牌化、系列化时代，“嗨体”系列不断延展

牌照和效果护城河为基，品牌是玻尿酸注射剂的另一支羽翼。玻尿酸注射剂两大阶段：1) 以单品挑战行业前辈，填充材料成功换代，竞争格局较佳。Restylane 作为全球玻尿酸注射剂产品 1996 年通过 CE 认证后初面世时，直接竞品主要为胶原蛋白针剂，间接的有肉毒素、以及一些侵入式的假体植入等，而透明质酸的不致敏、微创以及非毒素的性质优于竞品。就 Restylane 而言其不仅不良反应率低，而且保持的时间更长，性价比更高，在未通过 FDA 之时便积累了不少的声誉和期待，在 05 年时已占据了美国四分之三的市场，远远超过了胶原蛋白针剂，实现了产品的更替，主要适应症为鼻唇沟等。2) 市场端和产品端越来越成熟，卖点走向细分化、精准化，系列化出品成主要趋势：伴随行业的发展，玻尿酸注射产品适应症范围从鼻唇沟、额头、鼻部等传统部位延伸至颈部、手部、唇部等，市场上大型玻尿酸厂商在形成一定品牌力后逐渐推出了同一品牌下的不同部位的系列产品，以精准、差异化的定位直击痛点，同时其形成的品牌影响力减少新品的倾斜成本。主流玻尿酸系列产品：

图9：注射各医美填充材料的项目数量



资料来源：Learning Curves: Historical Trends of FDA-Reported Adverse Events for Dermal Fillers，民生证券研究院

瑞蓝 (Restylane)：全球及中国首个获批的玻尿酸填充剂品牌，系采用了 NASHA 盈韧填充专利技术的双相交联玻尿酸产品，由瑞典著名的玻尿酸制造商 Q-Med 公司于 1995 年研发制造；2011 年高德美全资收购 Q-Med 公司取得瑞蓝产品。经过二十余年产品线的扩张，瑞蓝在适应症和功效上不断拓展，包含面部除皱、面部塑形、丰唇、丰体、水光等细分功效，进一步满足消费者对玻尿酸注射的需求。瑞蓝于 2008 年取得国内医疗器械注册证成为国内首款获 CFDA 认证的玻尿酸产品（瑞蓝 2 号）；截至 2021 年 10 月瑞蓝在国内经 NMPA 认证产品共 6 项，产品功效包括面部除皱、塑形、水光。

伊婉：伊婉 C 是 LG 化学于 2010 年推出韩国第一款交联玻尿酸注射剂产品，推出后即在韩国和中国一直保持着较高市场占有率。目前，“伊婉”已出口到全球 30 余个国家。价格较低，定位中低端，主打“更适合亚洲人的玻尿酸”定位，伊婉凭借两大特有技术（HICE、HESH）具有优越的弹性和粘性以及更加持久的塑型效果，此外，伊婉为中国求美者量身打造 D-lite 注射技术，对面部进一步精细化分，由中面部塑造升级为全面部综合打造方案，提升消费者体验。伊婉于 2013 年获得 CFDA 认证进入中国市场，截至 2021 年 10 月伊婉在国内共四款 NMPA 获批产品。据沙利文数据，伊婉国内市占率连续多年第一，销售额在国内医美玻尿酸终端市场占比超过 20%。

乔雅登：艾尔建持续推出玻尿酸全球前沿优质产品，2015 年乔雅登系列的极致、雅致通过 CFDA 认证，分别针对深层面部填充塑型和浅层皮肤修饰填充；乔雅登丰颜于 2019 年被 NMPA 批准用于重塑面部体积，采用 VYCROSS 技术交联大小分子玻尿酸，有效延长面部重塑维持时间；2020 年引进“缇颜”成为在中国获批的首款含利多卡因的乔雅登系列产品，**2021 年引进“质颜”中国首个用于唇部注射的玻尿酸产品。**根据艾尔建美学公布的数据，2021 年乔雅登全球实现净收入 15.35 亿美元/YOY+113.79%，较 2019 年+23.39%，其中，美国本土收入 6.58 亿美元/+106.92%，较 2019 年增长 12%。除美国外国际市场实现收入 8.08 亿美元/+90.12%。

复盘优质的玻尿酸巨头发展历程，我们发现离不开以下几点：1) 提供优质的产品，并通过培训医生保证注射效果，减少副作用；2) 完整的产品线布局，多个型号和不同功效的透明质酸，构成产品组合；3) 占据先机，全球布局，与销售伙伴灵活合作，抢占主流市场。4) 同时，我们发现，拥有先发优势并不意味着之后能保持领先份额，如果对手拥有超高的行业声誉以及对对手对市场更好的理解，即使后来也有机会反超。

图10： 主要玻尿酸品牌均系列化出品

伊婉	瑞蓝	乔雅登	嗨体
 伊婉C (Yvoire Classic S) 2013年上市 2013/7/5国内获批 功效：浅层除皱和浅层塑形(如眉间纹、鱼尾纹、泪沟、鼻唇沟、丰唇等) 分子大小：中分子  伊婉 C Plus (致柔) (Yvoire Classic Plus) 2016年上市 2016/3/8国内获批 功效：在伊婉C的基础上加入了0.3%的利多卡因 分子大小：中分子  伊婉V(婉美) (Yvoire Volume S) 2014年上市 2014/4/25国内获批 功效：苹果肌、面颊、下巴等)持久塑形和深层除皱(如太阳穴、额头、鼻部) 分子大小：大分子  伊婉 V Plus (致美) (Yvoire Volume Plus) 2016年上市 2015/12/07国内获批 功效：在伊婉V的基础上加入了0.3%的利多卡因 分子大小：大分子  伊婉 Contour (Yvoire Contour) 国内未获批 功效：弹性好，支撑力强，注射后不易变形 分子大小：超大分子  伊婉 Contour Plus (Yvoire Contour Plus) 国内未获批 功效：在伊婉Contour的基础上加入了0.3%的利多卡因 分子大小：超大分子  伊婉 hydro (Yvoire hydro) 国内未获批 功效：水光注射，面部补水及增强皮肤弹性 分子大小：小分子	 瑞蓝1号 (Restylane Touch) 国内未获批 功效：纠正浅表皱纹，针对真皮层浅层，特别是眼周、口周的浅表皱纹 分子大小：小分子  瑞蓝2号 (Restylane) 2017年上市 2008/12/5国内获批 功效：纠正中重度鼻唇沟皱纹，针对面部真皮组织中层填充 分子大小：中分子  瑞蓝3号 (restylane perlane) 2019年上市 2018/6/25国内获批 功效：纠正面部较深的皱纹(如鼻唇沟)和面部塑形，针对真皮深层填充 分子大小：大分子  瑞蓝4号 (Restylane SubQ) 国内未获批 功效：大面积范围的填充，注射在皮下脂肪组织至真皮以上组织 分子大小：大分子  瑞蓝5号 (Restylane Vital) 2020年上市 2020/3/10国内获批 功效：水光治疗，治疗在真皮的表层 分子大小：小分子  瑞蓝6号 (Restylane Lipp) 国内未获批 功效：唇部、丰唇、提嘴角、美化唇型 分子大小：大分子  瑞蓝7号 (Restylane Macrolane) 国内未获批 功效：丰体针，用于更大范围的面积填充及身体雕塑 分子大小：超大分子  瑞蓝面提 (Restylane lyft) 2019年上市 2020/1/23国内获批 功效：瑞蓝2号的升级版，含利多卡因，减少注射疼痛感 分子大小：中分子  瑞蓝面提多 (Restylane lyft lidocaine) 2021年上市 2021/9/16国内获批 功效：面提的升级版 分子大小：大分子  瑞蓝 Defyne (Restylane Defyne) 2021年上市 2021/3/36国内获批 功效：修正深层面部皱纹和面部塑形 分子大小：大分子	 乔雅登雅致 2015年上市 2015/05/29国内获批 生产技术：HYLACROSS 功效：用于注射到面部真皮组织的中层到深层部位，以纠正中度鼻唇沟皱纹。 产品包装：一盒含有2支独立包装，含有0.8ml的注射器，每支配有2个27G的针头  乔雅登极致 2015年上市 2015/05/29国内获批 生产技术：HYLACROSS 功效：用于注射到面部真皮组织的中层到深层部位以纠正重度鼻唇沟皱纹。 产品包装：一盒含有2支独立包装，含有0.8ml的注射器，每支配有2个27G的针头  乔雅登丰颜 2020年上市 2019/08/19国内获批 生产技术：VYCROSS 功效：用于面部深层(皮下和/或骨膜上)注射，以重塑面部容积。 产品包装：一盒含有2支独立包装，含有1.0ml的注射器，每1支配有2个27G的针头  乔雅登缇颜 2020年上市 2020/4/10国内获批 生产技术：VYCROSS 功效：用于面部真皮深层注射，以纠正中度鼻唇沟皱纹利多卡因存在的目的是为减少治疗过程中患者的疼痛。 产品包装：一盒含有2支预深装乔雅登#缇颜M的注射器，4支用于注射透明质酸钠凝胶的一次性使用30G½注射针  乔雅登质颜 2021年上市 2021/4/19国内获批 生产技术：WYCROSS 功效：通过注射至唇红体和唇红缘的唇粘膜、真皮浅层或中层，以修正唇部不对称、轮廓畸形和容积缺损等结构缺陷。利多卡因可减轻治疗过程中患者的疼痛。 产品包装：一盒含有2支1ml注射器、4支一次性使用30G½/2注射针、一份说明书及可追踪的产品标签。	 嗨体1.0 (熊猫针) 2020年上市 注射层次：皮肤真皮深层 功效：填充泪沟，去黑眼圈、眼袋、眼周皱纹，增加眼周皮肤弹性 维持时间：单次注射可维持 3 个月左右，两次注射后可维持 12 个月左右  嗨体 1.5 (颈纹) 2017年上市 注射层次：皮肤真皮深层 功效：填充颈纹、提拉紧致、增强弹性 维持时间：单疗程治疗结束后可维持 6-12 个月(维持时间根据个体差异不同而异)  嗨体2.5 2017年上市 功效：一般与嗨体 1.5 配合使用，类似水光针，增加弹性，提升皮肤紧致度 维持时间：单次注射维持 4 周左右，连续注射 6次效果可维持 6-8 个月

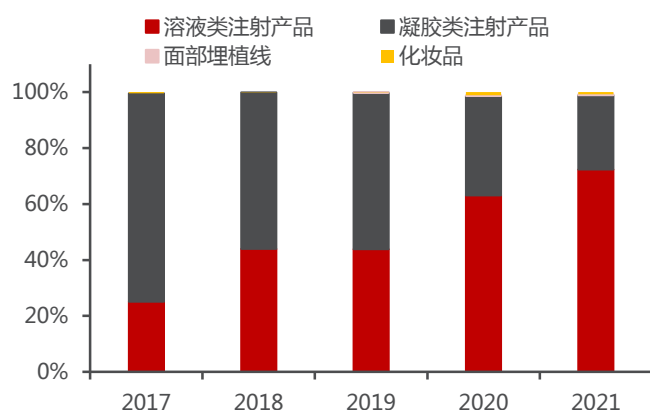
资料来源：新氧，民生证券研究院

2.1 “嗨体”系列：丰富产品线+拓宽市场并举，加速收获“独场”红利

纵向深入细分市场，“嗨体”1.0、1.5、2.5 系列品线不断拓展。核心产品“嗨体”，作为公司 2017 年获批后唯一取得 NMPA 批准适用范围含颈部的III类药械玻尿酸注射剂，“嗨体”颈纹针

已树立强大的口碑。2017-2019 年量价齐升，平均出厂价由 285 元上升至 353 元，实现销售额 0.34/0.75/2.43 亿元，继“嗨体”颈纹 1.5 和“嗨体”2.5 后，“嗨体”系列于 2020 年 7 月推出“嗨体”1.0（熊猫针）精准定位眼周市场，满足消费者填充泪沟、去黑眼圈及眼袋等需求，采用零交联小分子玻尿酸高浓度溶液作为注射剂，质地柔软、粘滞性更强且不含交联剂，减少了传统玻尿酸在眼周填充时易出现的肿胀及丁达尔现象的发生，成为玻尿酸产品填充眼周的更优解，**并且相比颈纹，眼周市场具有更广泛市场基础**。2020 年-2021 年，以“嗨体”为核心产品的溶液类注射针剂实现营业收入 4.47/10.46 亿元，同比+230.38%/+133.84%。

图11: 公司各类产品占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

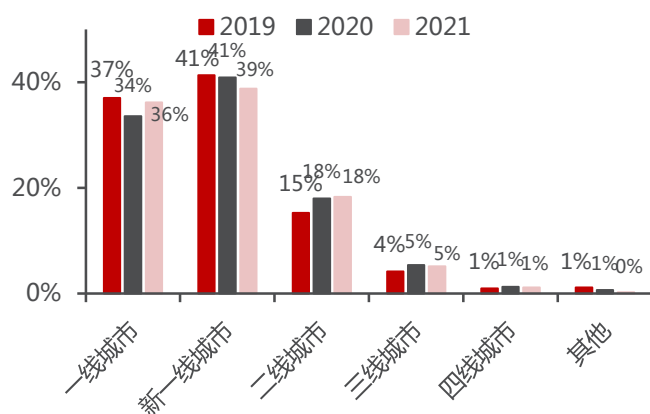
图12: 玻尿酸用于隆鼻、去黑眼圈和去颈纹的占比较高

玻尿酸隆鼻	20.29%
玻尿酸去黑眼圈	17.05%
嗨体去颈纹	8.87%
玻尿酸全脸填充	8.74%
玻尿酸垫下巴	8.16%
玻尿酸丰卧蚕	7.97%
玻尿酸丰唇珠	3.74%
玻尿酸丰唇	3.64%
玻尿酸去法令纹	3.34%
玻尿酸丰面颊	3.04%

资料来源：新氧，民生证券研究院

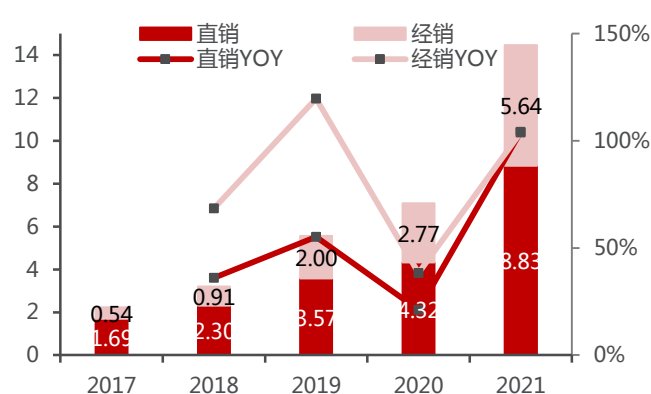
经销商数量逐年增加，拓宽覆盖范围。直销团队触及一、二线城市大型机构，精准把握一线需求，经销模式助力产品向低线下沉，拓展市场覆盖范围。截至 2021 年末，公司拥有 170+ 名销售和营销人员，120+ 个经销商，覆盖全国 31 个省、市、自治区，超过 5000 家医美机构。全轩学院提供全周期产品服务与学习平台，提高品牌知名度与接受程度，树立专业的品牌形象。截至 2021 年末，已有超过 10,000 名医师在全轩课堂注册，**我们认为，公司稳定且优质的渠道能力有望驱动其加速收获“独场”红利。**

图13: 医美客户城市级分布



资料来源：新氧《2021 医美白皮书》，民生证券研究院

图14: 各销售类型收入占比（亿元）



资料来源：爱美客港股招股书，民生证券研究院

2.2 “嗨体”系列：“水光针”纳入三类医疗器械，“颈纹和黑眼圈”

外还有蓝海

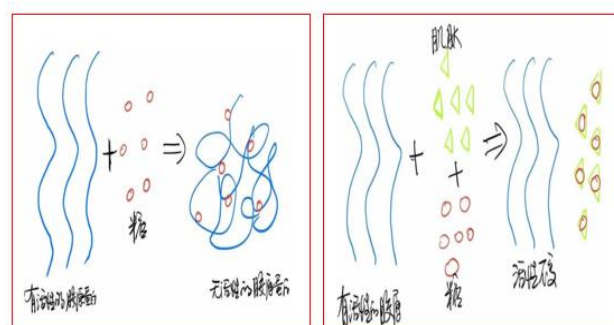
“嗨体”系是合规产品中唯一的复合型透明质酸针剂。其中新品姣活泡泡针是公司于2021年5月发布上市的水光针产品，是全国认证III类医疗器械，主要由透明质酸钠、L-肌肽、甘氨酸、丙氨酸、脯氨酸、维生素B2和注射用水组成，不同于纯透明质酸制剂，除补水保湿，有抗糖抗氧的功能，可以有解决皮肤缓解皮肤因糖化和氧化所引起的松弛、暗沉、衰老问题，是目前唯一获批的复合溶液类中胚层产品。**肌肽抗氧原理**：清除自由基及一些氧化产物；**肌肽抗糖原理**：减少体内高级糖基化终末氧化产物(AGEs)等的形成。因为与重磅童颜针产品发布时间距离较近，公司在2021年Q4集中资源推广濡白天使，预计2022年公司将加大对“嗨体”系列的支持力度。

图15: 姣活泡泡针



资料来源：公司新品发布会，民生证券研究院

图16: 肌肽抗糖化过程



资料来源：知乎，民生证券研究院

药监局拟将水光针纳入三类医疗器械管理办法，或将迎来巨大的洗牌。2021年11月9日，国家药品监督管理局医疗器械标准管理中心对外发布关于征求《医疗器械分类目录》调整意见的通知，通知表明注射用透明质酸钠溶液，由注射器以及预装在注射器中的填充材料（一般以透明质酸钠为主要成分）组成，产品用于注射至面部真皮层，主要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，**拟按照III类器械监管**，此前药监局的规定中仅对注射用途为增加组织容积的透明质酸注射液（即透明质酸填充剂）采用第三类器械管理办法，而水光针的用途为保湿、补水，因而不被认定为医疗器械。**然而水光市场一直存在乱象**：1）化妆品备案，但被部分机构当作针剂注射；2）II类或I类医疗器械，但被部分机构当作III类医疗器械使用。

水光市场因新规定出现真空期，完全“合规”的“嗨体”将成为公司重要增长点。目前，市场上主流的合规水光针主要包括华熙生物的“润致娃娃针”和“润致熨纹针”、爱美客的“嗨体”系列和“姣活”以及瑞典Q-Med的瑞蓝唯堤，其他合规医美产品还包括胶原蛋白类水光针“肤柔美”，以及锦波生物的薇旖美。同时，终端机构为避免处罚，经营层面会尽量选择合规产品，且在医美广告同样被管制的背景下，价格相对较低且合规面部营养补充项目和产品成为拓客的重要手段。

图17:药监局拟将水光针纳入三类医疗器械管理办法



资料来源：NMPA，民生证券研究院

图18:主流合规营养补充医美产品

类别	生产商	产品名	NMPA认证情况	NMPA认证时间	产品批号	终端价格	示例
透明质酸	华熙生物	润致娃娃针/聚收针	III类医疗器械	2020/3/20	国械注准20203130295	2500-3000元/2000-2700元	
	爱美客	嗨体系列/泰活	III类医疗器械	2016/12/2	国械注准20163461804	1500-6000元/3000-4000元	
	Q-Med	瑞蓝唯瑅	III类医疗器械	2020/3/10	国械注进20193130625	4800-6500元	
胶原蛋白	双美	聚美	III类医疗器械	2009/9/25	国械注进20193130064 (国食药监械(进)字2009第3460037号)	4000-5000元	
	锦波生物	薇旖美	III类医疗器械	2021/06/28	国械注准20213130488	6800-8800元	

资料来源：NMPA、新氧，民生证券研究院

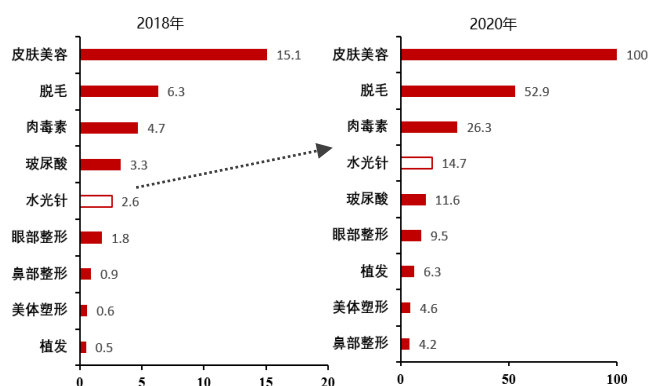
表1： 监管前部分市面面部营养补充医美产品

产品名称	产地	价格(元/支)	资格证	证书编号
菲洛嘉 135ha (银盒)	法国	3000-7000	化妆品	国妆备进字 J20166918
瑞蓝唯瑅	瑞典	6800-9800	III类医疗器械	国械注进 20193130625
东国	韩国	300-1000	I类医疗器械	津械备 20180395
达美伽	瑞典	2600-2800	化妆品	国妆备进字 J201811506
术唯可(海薇)	中国	300-600	III类医疗器械	国械注准 20153140476
海月兰	中国	500-2000	III类医疗器械	国械注准 20153140593
德美颜	中国	249-1000	I类医疗器械	浙杭械备 20180372 号
蔓白薇	中国	200-1000	II类医疗器械	苏械注准 20172640849
碧萃诗/益术康	中国	500-2000	III类医疗器械	国械注准 20153141157
润致超水光(娃娃针)	中国	400-2000	III类医疗器械	国械注准 20203130295
丝丽动能素	法国	500-2300	化妆品	国妆备进字 J20174357; 国妆备进字 J20174673; 国妆备进字 J20173176
“嗨体” 2.5	中国	1500-2500	III类医疗器械	国械注准 20153130674
泰活泡泡针	中国	3980	III类医疗器械	国械注准 20153130674

资料来源：国家药品监督管理局，新氧，民生证券研究院

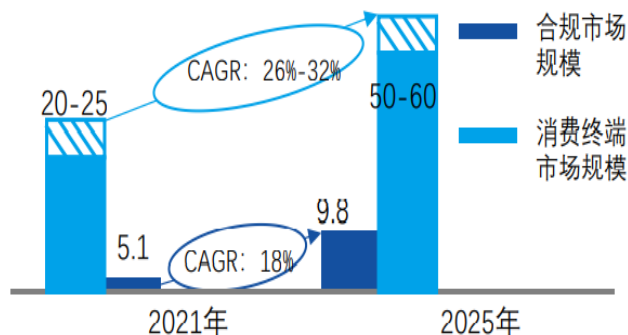
水光针市场空间广阔，当前合规市场仅占比不足 1/3。据德勤和亿渡数据显示，在医美项目的消费者中，超过 3 成消费者体验过水光针产品，且水光针在医美细分品类订单量、排名和规模都快速提升。2016-2021 年，水光针合规市场规模由 0.7 亿元增长至 5.1 亿元，复合增速达 48.76%，预计，2025 年合规+非合规两个市场合计将达 60-70 亿元，空间广阔，我们认为，“嗨体”系列有望凭借其牌照的稀缺性和较优的效果分享更大红利。

图19: 中国主要医美细分品类订单量（百万单）及排名变化趋势



资料来源：德勤，民生证券研究院

图20: 2021-2025E 水光针市场规模（亿元）



资料来源：亿渡数据，民生证券研究院

“嗨体”系列空间有几何？“嗨体”系的差异化专业定位和已经形成的品牌力赋予其独特市场价值，其中颈纹针目前尚无其他厂商进行类似产品的报批，而报批流程一般在4-6年，先发优势明显。

同时，根据NMPA规定，玻尿酸针剂中每添加一种成分都要至少两年的审核时间，这意味着4-5年内将无合规型复合溶液产品过审。我们预计2022-2025年“嗨体”系列可实现收入14.8/19.69/25.23/31.76亿元，同比增长51.66%/33.01%/28.17%/25.86%，假设如下：

假设1：根据国家统计局，2016-2021年人口增长率由0.54%下降至0.34%，我们假设未来5年总人口数维持在14亿人左右。假设2：18岁以上人口占比以每年0.5%的速度上升；假设3：2020年全国城镇非私营单位就业人员年平均工资为93979元，比上年增长7.6%，根据人均工资的涨幅我们设定医美人群的人均消费以每年500元上升（增长率5%左右）；假设4：轻医美大势背景下，假设非手术占比以每年3%速度上升；假设5：根据ISAPS数据，2019年全球非手术类医美项目中，玻尿酸占比32%，假设透明质酸占比非手术规模以每年0.5%速度上升，假设6：“嗨体”业务逐渐成熟，假设“嗨体”系列收入占比维持在75%。

表2：“嗨体”系列规模测算

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
医美市场规模								
总人口			14.0	14.0	14.0	14.0	14.0	14.0
18 岁以上人口占比 (%)				80%	81%	82%	83%	84%
18 岁以上人口 (亿人)				11.2	11.34	11.48	11.62	11.76
以 18 岁以上人口计算的渗透率 (%)				1.62%	1.70%	1.80%	1.90%	2.00%
医美人口 (亿人)				0.18	0.19	0.21	0.22	0.24
人均消费 (元)				10425	11000	11500	12000	12500
医美市场规模 (亿元)	1217	1436	1549	1890	2121	2376	2649	2940
yoy (%)		18.00	7.87	22.01	12.20	12.06	11.49	10.97
医美透明质酸规模								
非手术消费占比 (%)	41%	42%	42%	49%	52%	55%	58%	61%
非手术医美规模 (亿元)	499	603	651	926	1103	1307	1537	1793
合规透明质酸占比 (%)	7.50%	7.50%	8.50%	9.53%	10.50%	11.00%	11.50%	12.00%
医美级透明质酸钠市场规模 (亿元)	37	47.6	57.7	77.5	98.7	119.3	143.2	169.4
yoy (%)	18.21%	28.65%	21.22%	27.60%	25.80%	25.80%	25.80%	25.80%
爱美客透明质酸收入 (除濡白天使)								
爱美客市占率 (%)	8.60%	11.70%	14.3%	17.99%	20.00%	22.00%	23.50%	25.00%
爱美客透明质酸 (亿元)	3.18	5.57	6.98	13.94	19.73	26.25	33.64	42.34
yoy (%)		75.00%	25.38%	99.68%	41.55%	33.01%	28.17%	25.86%
“嗨体”系列收入								
“嗨体”系列收入占比 (%)	23.36%	43.50%	63.07%	70.00%	75.00%	75.00%	75.00%	75.00%
“嗨体”系列收入 (亿元)	0.74	2.42	4.40	10.12	14.80	19.69	25.23	31.76
yoy (%)		225.92	81.81	130	46.24	33.01	28.17	25.86

资料来源：新氧，沙利文数据，wind，民生证券研究院预测

3 轻医美正在从“填充时代”迈向“再生时代”，濡白天使优势凸显

3.1 聚焦塑形，逆龄抗衰——为什么是童颜针？

什么是童颜针？童颜针的主要成分为聚左旋乳酸（Poly-L-lactic acid/PLLA），属于 α -羟基酸家族（Alpha Hydroxy Acid, AHA），最开始是外科医生用来做心脏缝合的一种材料，经过超过 20 年的外科手术临床的验证，FDA 证实，这一款材料可以在人体内 100% 的代谢。在 2010 年美国 FDA（食品药品监督管理局）认证，被允许作为填充剂用在医疗美容领域，PLLA 具有良好的生物相容性，并可被生物代谢。**童颜针刺激胶原再生原理：**PLLA 和水分注射到真皮层后首先会起到一些即时填充的效果，PLLA 微球会会在体内的水环境下匀速代谢并最终转化为乳酸和 CO₂，乳酸进而可刺激皮肤生成新的纤维细胞，并大量合成胶原，新生胶原蛋白逐渐增多从而达到提升紧致、增加弹性、改善皱纹的效果。

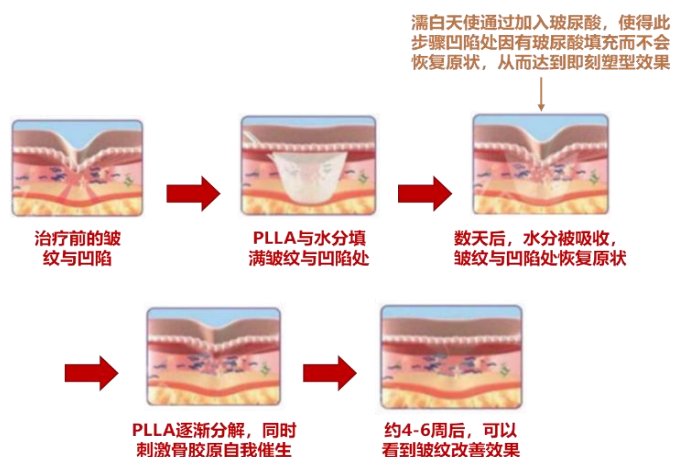
图21: 童颜针发展史

时间	事件
1962	美国将童颜针试用于感染艾滋病的极度消瘦患者的面部，以改善消瘦的面容
1997	开始被广泛应用于医疗美容领域
1999	欧洲CE认证了聚左旋乳酸产品Sculptra(塑然雅)，批准可用于修复软组织缺损、皱纹、凹陷性瘢痕等一些容貌的不足
2004	2月，欧盟CE认证可适用于面部脂肪萎缩的矫正
2004	8月，美国FDA批准用于HIV阳性患者的面部脂肪萎缩及双侧不对称的矫正治疗
2010	7月，FDA认证可用于健康人注射填充来改善鼻唇沟以及其他面部深度皱纹，并证实其效果持续时间可达3年以上
2010	我国台湾省与香港特别行政区的卫生署批准童颜针可用于医疗美容领域
2021	4月，圣博玛旗下艾维岚“童颜针”获得国家药品监督管理局（NMPA）医疗器械三类证，成为国内首款获批的聚乳酸面部填充剂，并于5月获得欧盟CE认证
2021	6月，爱美客旗下濡白天使获得国家药监局批准上市，运用悬浮分散两亲性微球技术，是国产及世界首款获批的含左旋乳酸-乙二醇共聚物微球的皮肤填充剂

资料来源：沙利文数据，民生证券研究院

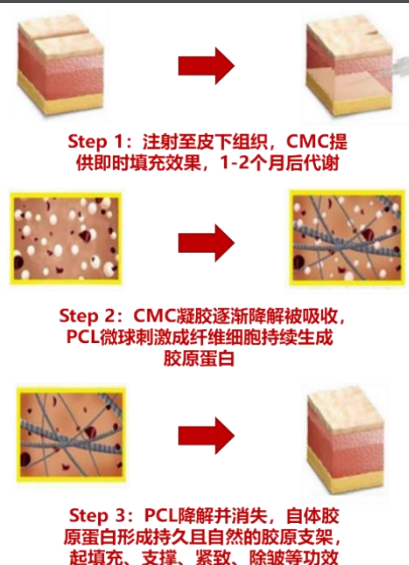
童颜针 VS 少女针。成分：少女针是由 30%PCL（聚己内酯微球）+70%CMC（羧甲基纤维素）组成，**原理：**CMC 具有较好的粘度和弹性，注射后先由 CMC 发挥作用进行填充，所以能第一时间恢复肌肤弹性，改善皱纹，紧接着 PCL 会刺激胶原蛋白增生，提拉紧致肌肤，最终可完全代谢成二氧化碳和水，但相较于童颜针其代谢速度偏慢。核心产品 ELLanse 伊妍仕于 2009 年在欧洲上市，已有 10 余年的应用历史。ELLanse 也是目前国内首个且唯一获批的具有三类医疗器械资质的少女针产品。

图22: 童颜针作用过程



资料来源：蜜颜，民生证券研究院

图23: 少女针作用过程



资料来源：蜜颜，民生证券研究院

童颜针 VS 玻尿酸：当前的注射填充市场上，玻尿酸仍是主流产品，但相比再生童颜针和少女针，缺点较为明显：1）玻尿酸的作用原理是将其直接注射到真皮组织中，以物理填充的方式填补组织凹陷，效果可能会不自然、且有移位风险；2）尽管玻尿酸能够起到即时填充的作用，但其维持时间相对较短，为 0.5-1 年；3）目前玻尿酸的注射范围还比较局限，主要适用于鼻子、下巴等强塑型部位。相比之下，童颜针/少女针采用 PLLA/PCV 刺激的非物理方法实现胶原再生，拥有更为自然的术后效果且持续时间长、适用范围广。**价格：**玻尿酸作为医美行业中较为成熟的产品，定价相对较低，定价区间位于 1,000-10,000 元内，而童颜针则以 6,000-20,000 元的中高端定价，瞄准 30 岁以上消费能力较强的客户群，从而形成和玻尿酸差异化的产品定位以更好地打开市场，未来仍有望取代部分玻高端尿酸填充市场。

表3： 不同类别注射填充产品的对比

针剂类型	玻尿酸	童颜针	少女针
代表品牌	乔雅登、瑞蓝、伊婉、润百颜	艾维岚、濡白天使、瑞博、塑然雅、爱塑美	Ellanse
核心成分	透明质酸	PLLA 聚左旋乳酸	CMC 凝胶+PCL 微球
作用机理	作为物理填充物填补凹陷	通过 PLLA 刺激真皮层胶原和弹性纤维增生	CMC 为类似于玻尿酸的物理填充剂，PCL 刺激胶原蛋白生成
起效时间	即时填充	短暂肿胀，后续有 1-2 个月的胶原增生	即时填充，持续性胶原蛋白增生
持续时间	6-12 个月	1-3 年	1-4 年
效果	明显	自然	明显且自然
针对问题	填充轮廓	皮肤改善，紧致提升，回龄	填充轮廓，皮肤改善，紧致提升，回龄
定价	0.1w-1w 元/次	1w-2w 元/次	1.8w-4w 元/次
优点	- 即刻塑型 - 效果不满意可即时溶解	- 自体填充效果自然+无移位风险 - 适用范围广 - 胶原再生，效果持续时间较长 - 人体自行代谢	- 自体填充效果自然+无移位风险 - 适用范围广 - 即刻塑型 - 胶原再生，效果持续时间长

- 濡白天使通过加入玻尿酸也能够起到即刻塑型的作用
- 人体自行代谢

缺点	• 液态假体不自然，移位风险大	• 有水肿期	
	• 物理填充维持时间短	• 传统童颜针无即刻塑型效果	• PCL 降解时间长
	• 栓塞风险高	• 传统童颜针需要复溶，对医生的预判能力要求较高	• 技术要求高，大陆医生经验不足
	• 只适用于强塑型部位，应用范围局限		

资料来源：蜜颜，紫一网，民生证券研究院整理

海外童颜针尚未完成 NMPA 认证，且采用大颗粒微球，有结节风险。国外童颜针产品主要有法国的塑然雅、美国的得美妍和韩国的爱塑美等，但目前在国内尚未取得 NMPA 认证。其中，塑然雅的 PLLA 微球粒径为 40-80 μ m，爱塑美的为 50 μ m 左右，均为大颗粒微球，在注射过程中容易产生硬结，因此海外主流童颜针仍以浅层注射产品为主。**微球粒径多大才合适？**当微球粒径小于 20 μ m 时，人体内的巨噬细胞会将微球吸收，即产品失效。当微球粒径 50 μ m 时，胶原蛋白裹在外面就可能就会产生结节的风险，目前新一代的童颜针多处于 20~50 μ m 之间。

表4： 胶原再生产品对比

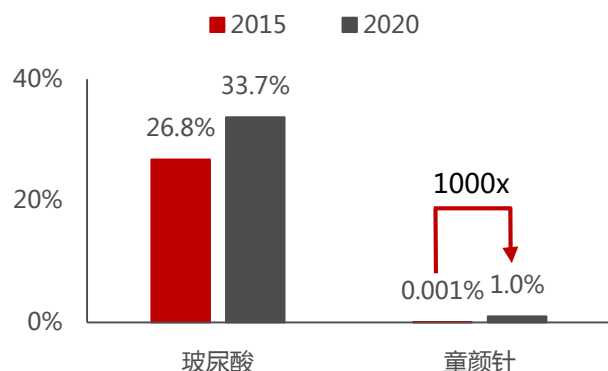
种类	品牌	所属公司	国家	PLLA 微球粒径 (μ m)	参考价 (元/支)	持续时间	NMPA 认证情况	认证时间
III 类器械	艾维岚	长春圣博玛	中国	20-50	18,800	30 个月左右	III 类器械	2021 年 4 月
	濡白天使	爱美客	中国	20-45	12,800	2 年左右	III 类器械	2021 年 6 月
国外产品	塑然雅	Galderma	法国	40-80	6,000	2 年左右	未取得	2024
	得美妍	Anteco	美国	3-7	4,200	1-2 年	未取得	-
	爱塑美	Regen	韩国	50	3,050	30 个月	未取得	2022-2023
其他国内产品	瑞博	Regen	中国	3-7	15,390	1-2 年	II 类器械	2019 年
	贝洛芙	浙江维度	中国	3-7	11,500	1-2 年	I 类器械	2019 年 4 月

资料来源：新氧，NMPA，民生证券研究院整理

童颜针在中国市场前景广阔。根据头豹数据，从全球来看，2020 年全球童颜针项目占非手术项目的比例已提升至 1%，相比 2015 年的 0.001%翻了 1000 倍。但 2021 年之前在我国合规注射医美中，仍以玻尿酸和肉毒素为主（99%以上）。**一方面：**我国胶原蛋白再生目前仍处于发展初期，**产业链发展不完善**，**另一方面：**在我国，童颜针需获需符合适用范围 III 类医疗器械证书，**审批严格，供给端匮乏**。但从需求端来看，截至 2021 年 4 月，中国医美抗衰市场的用户数量达到了 1163 万人，其中通过注射类项目进行抗衰的用户数占比达 78.7%。

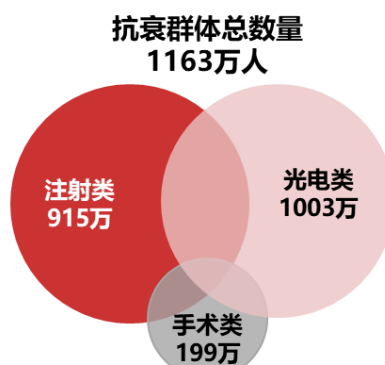
2021 年以来产品审批加速，再生医美进入蓬勃发展期，2021 年以来，随着长春圣博玛的艾维岚-Löviselle 童颜针、Ellansé-S 少女针及爱美客的濡白天使产品陆续获得 III 类医疗器械证书，四环医药、江苏吴中等也在布局深化，亦有童颜针产品处于申报状态。我们认为，随着未来胶原蛋白再生剂产品接连进入市场，再生医美市场将快速蓬勃发展。据沙利文数据，2020 年中国玻尿酸填充产品的市场规模已达到 49.0 亿元，童颜针/少女针的可替代空间较大；此外，其预计 2022 年我国 PLLA 填充产品市场为 5.2 亿元，2026 年有望进一步上涨至 19.7 亿元，2021-2025 年 CAGR 为 63.23%，市场前景广阔。

图24: 全球玻尿酸和童颜针占非手术比例



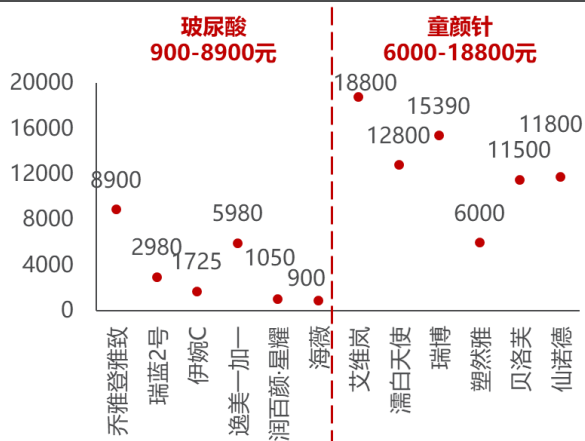
资料来源：头豹数据，民生证券研究院

图25: 中国医美抗衰市场不同项目用户数量



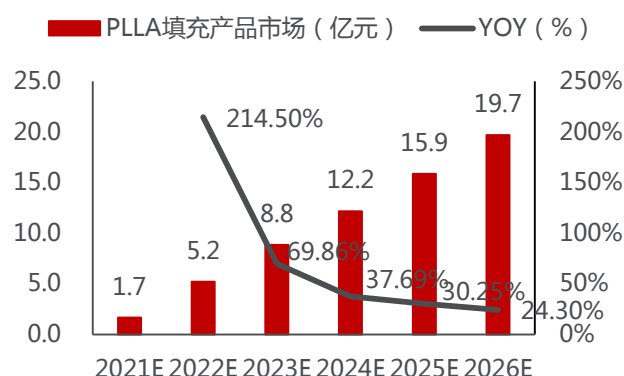
资料来源：新氧数据研究院，民生证券研究院

图26: 玻尿酸和童颜针价格对比



资料来源：沙利文，民生证券研究院

图27: 中国 PLLA 填充产品市场



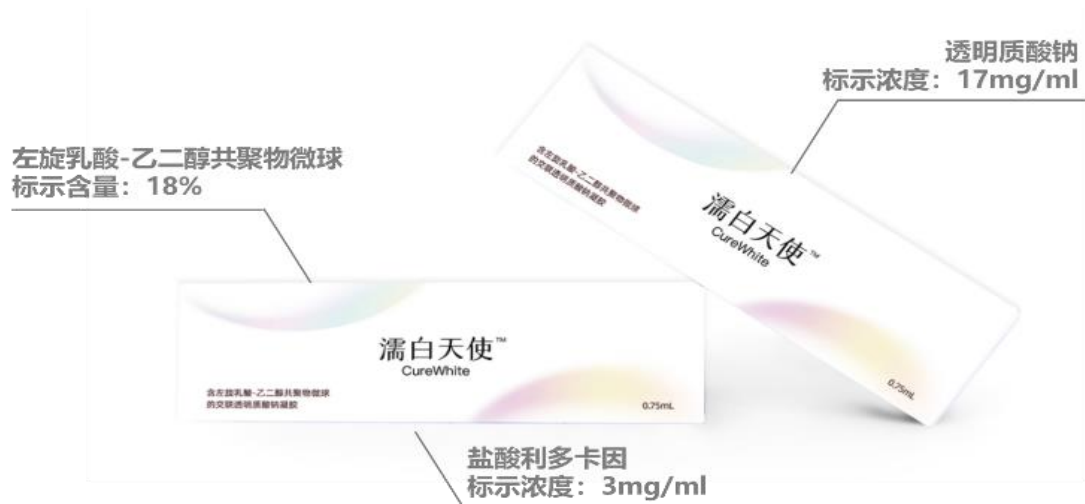
资料来源：沙利文，民生证券研究院

3.2 濡白天使——自带高光的塑形针，技术创新直击痛点

濡白天使上市，适用于真皮深层、深层注射的填充等领域，起到紧致回龄、改善皮肤的作用。

濡白天使是爱美客旗下一款由 NMPA 批准的乳白色填充剂，核心成分中含有左旋乳酸-乙二醇共聚物微球（18% PLLA）、交联透明质酸钠（80% 玻尿酸）和利多卡因（2%），于 2021 年 6 月获 NMPA 批准，属于第三类医疗器械，适用于真皮深层、皮下浅层及深层注射填充，以及纠正中、重度鼻唇沟皱纹。

图28: 濡白天使



资料来源：公司官网，民生证券研究院

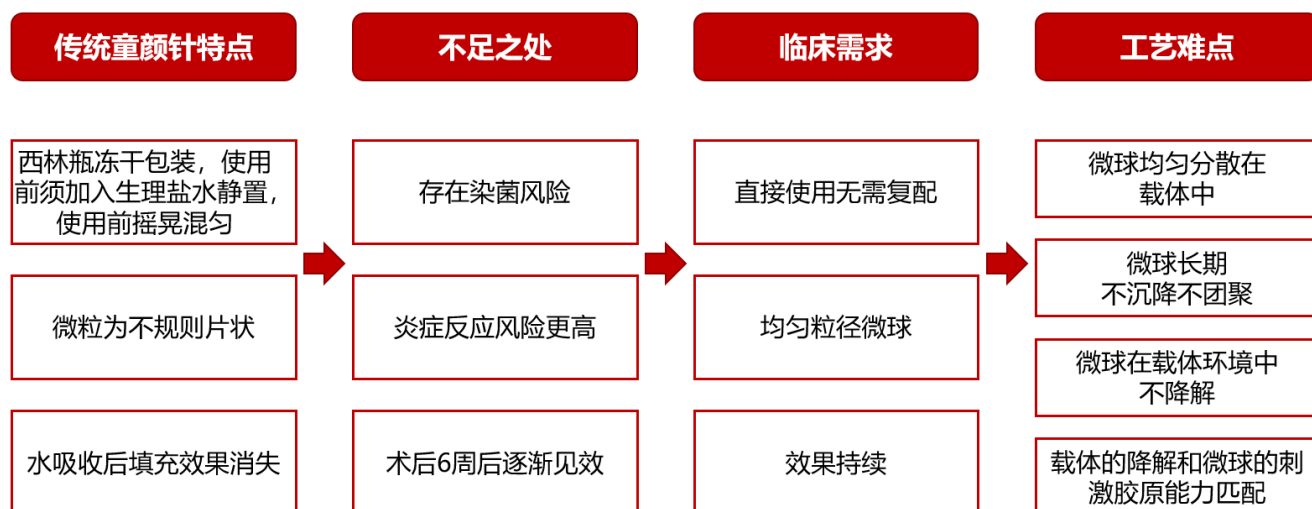
表5： 濡白天使产品介绍

定义	相关内容介绍
批准时间及有效期	2021 年 6 月-2026 年 6 月
上市时间	2021 年
管理类别	第三类医疗器械
成分	左旋乳酸-乙二醇共聚物微球（PLLA）、交联透明质酸钠（玻尿酸）和利多卡因
型号规格	0.5mL、0.75mL、1.0mL、1.5mL、2.0mL、2×0.5mL、2×0.75mL、2×1.0mL
适应症	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
作用	强支撑、不位移、不肿胀、不透光、提升松弛肌肤
维持时间	2 年左右
价格	12800 元左右不等
优势	具有较强的支撑力，塑型作用好，维持时间长，全生物自体成分可代谢，副作用少
补打周期	注射一支可维持 24 个月左右： (1) 注射后 6-9 个月微球会刺激再生，维持 9-18 个月左右； (2) 微球生成的乳酸会再度刺激再生，维持 18-24 个月。

资料来源：彩贝整容，NMPA，民生证券研究院整理

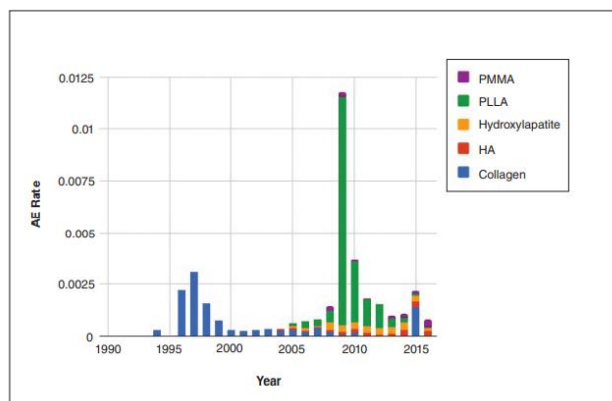
VS 传统童颜针，濡白天使针对痛点技术升级，是一种全新的差异化注射品类。传统的童颜针因自身产品特点在使用中存在多种问题：1）多采用西林瓶冻干包装，使用前需加入生理盐水复溶静置，**存在染菌风险**；2）为例为不规则片状，**炎症反映风险较高**；3）水吸收后填充效果消失，**术后 6 周才能逐渐见效**。由于传统童颜针存在的痛点，对于无需复配、效果持续等临床需求的诞生。

图29: 传统童颜针不足之处衍生出新的临床需求



资料来源: 全轩课堂, 民生证券研究院

图30: 不同填充材料的不良反应比率



资料来源: Learning Curves: Historical Trends of FDA-Reported Adverse Events for Dermal Fillers, 民生证券研究院

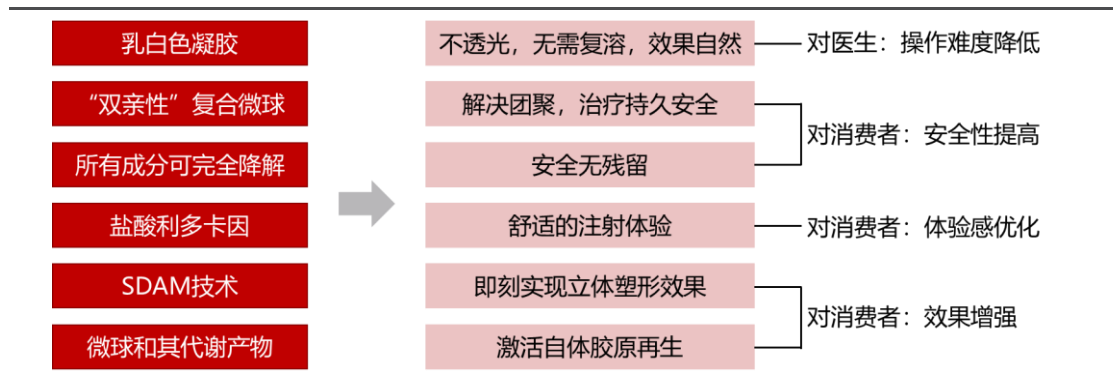
图31: 传统童颜针 VS 濡白天使



资料来源: 全轩学院, 民生证券研究院

濡白天使优在哪里? 产品力凸显。注射方式更简单: 濡白天使采用 SDAM 专利技术, 将左旋乳酸-乙二醇共聚物微球 (PLLA-PEG) 均匀混悬在交联透明质酸内, 生产时已经做了复配, 完全不需要复溶, 拿到以后就可以像传统玻尿酸一样直接注射;**即刻填充效果:** 复配的交联玻尿酸成分, 会起到即刻填充作用, 在后期聚左旋乳酸起效前, 有承上启下的作用;**舒适注射感:** 加入了利多卡因减痛成分, 显著增加了注射的舒适感;**解决了结块和肿胀问题:** 濡白天使特有的亲水成分聚乙二醇修饰后, 形成粒径均匀的 (20-45um 范围内) 左旋乳酸-乙二醇共聚物微球, 呈现亲水和亲脂的“双亲性”特点, 解决传统聚乳酸产品易过分聚集和组织排斥严重所产生的炎症结块和炎性肿胀等问题;**不透光, 塑形效果自然:** 濡白天使是乳白色的复合凝胶, 可以有效减少塑形部位的透光问题, 效果更加真实;**完全代谢, 无残留:** 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代谢, 100%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, 安全无残留。

图32: 濡白天使的应用技术、核心成分和产品优势



资料来源：中华网，民生证券研究院

终端机构为什么选择濡白天使？ 1) **B端C端驱动力强**：医美机构更愿意参与上游的营销能力强大的品项，濡白天使在小红书上“种草”已超过100篇，同时关于濡白天使的注射方法等公司的全轩学院已做了多场培训，对B端教育充分。2) **价格杠杆高**：濡白天使出厂价格为3200元/支，终端价格为12800元/支，高达4倍的加价率，提供了充足的盈利空间，以远低于少女针的价格使消费者取得类似效果。3) **合规性考虑**：2021年前，国内童颜针市场乱象较多，“水货”充斥市场，2021年艾维岚和濡白天使补了三类器械领域正规针剂的空白，同时，濡白天使使用专利技术额外添加了玻尿酸和利卡多因保证安全的同时增强了使用效果，具备被优先选择优势。

图33: 濡白天使的C端教育



资料来源：小红书，民生证券研究院

图34: 濡白天使的B端教育



资料来源：全轩学院，民生证券研究院

相较竞品濡白天使销售和市场推广方面具有先发优势。 爱美客深耕医美行业近18年，在国内渠道和销售团队成熟，且销售策略符合产品定位，根据公司官网，公司已经采用医生授权的方式进行两个批次的覆盖，截至2021年底，公司已和华美医疗、美莱医疗、华美紫馨等多家美容医院达成合作，产品目前的认证机构有119所、认证医生251位。**而竞品1**：艾维岚团队均为新建，在机构覆盖范围速度和范围层面目前稍微逊色；**竞品2**：Ellanse团队虽也为新建，但因产品已在国际上有较高知名度，目前和濡白天使在终端覆盖上基本上处于同一水平，但注射难度相较更大。**我们认为，再生医美当前在国内处在加速渗透百花齐放的时期，尚未进入恶性竞争的阶段，濡白天使有望凭借博取传统填充剂和再生材料之长，以及更为合理的定价，抢占更大的份**

额。

图35: 濡白天使的应用技术、核心成分和产品优势

	艾维岚	濡白天使	Ellanse
获批时间	2021年4月	2021年6月	2021年4月
所属公司	长春圣博玛	爱美客	华东医药
渠道特点	研发实力强劲，但在品牌力、渠道力方面相对较弱，仍处于发展阶段	产品力、渠道力较强，深耕一二线城市的大型头部机构，例如艺星、美莱等	医美渠道布局相对较晚，以地方型头部机构（例如丽都）为主
成分	PLLA	交联玻尿酸 + PLLA-乙二醇共聚微球	30%PCL + 70%CMC
提前配置	提前15-20分钟混合	无需	无需
起效时间	无即刻效果，渐进式	立即起效+渐进式	立即起效+渐进式
终端价格	18,800元/支	12,800元/支	18,800元/支
规格	340mg/支	0.75ml/支	1ml/支
疗程方案	3次注射为一个疗程，每次间隔1个月	初次注射最多(全脸)需5-6支，二次补打(如有)一般需1-2支	3-4次为一个疗程，每次间隔1个月
一个疗程维持时间	30个月	24个月	国内获批的S型号为12个月
适应症	适用于注射到真皮深层以纠正中重度鼻唇沟皱纹	适用于真皮深层、皮下浅层及深层注射填充以纠正中、重度鼻唇沟皱纹	用于皮下植入以纠正中到重度鼻唇沟皱纹

资料来源：新氧，民生证券研究院

3.3 濡白天使：2025 年有望为公司创造 14.62 亿元收入，4 年 CAGR 达 110%

经测算，我们预计 2021 年童颜针正规针剂出厂规模为 1.85 亿元，2025 年将达到 22.49 亿元，4 年 CAGR 为 86.61%；濡白天使的出厂规模 2021 年为 0.74 亿元，2025 年将达到 14.62 亿元，4 年 CAGR 为 110.69%。假设如下：

假设 1 诊疗次数：2022-2025 年，总人口数量保持稳定，根据新氧数据，2017-2021 年，我医美人口复合增速高达 45%，且轻医美具有较强的复购属性；据国家统计局数据，2021 年中国人口总数为 14.12 亿人，因此假设 2022-2025 年总人口量稳定为 14 亿人；根据沙利文数据，2021 年国内的医美消费疗程总量为 2778.38 万次，因此经测算，2021 年每千人诊疗次数为 19.68 次，基于谨慎考虑，我们假设 2022-2025 年中国每千人诊疗次数的同比增速分别为 26%/20%/16%/14%。

假设 2 “水货”替代：2021-2025 年，基于医美监管趋严以及 2021 年正规童颜针上市且将随着推广的落实快速放量，假设“水货”童颜针的市场占比逐年下降 0.5%，同时假设 2021-2025 年正规针剂代替“水货”针剂的比率为 15%/30%/50%/70%/90%。

假设 3-玻尿酸替代：根据新氧数据，非手术注射类项目因其安全性和有效性越来越受到求美者青睐，2019、2020 年非手术注射类占总疗程的比例达 57.04%/56%（2020 年略受疫情影响），我们假设，2021-2025 年，注射项目占总疗程的比重每年上升 1pcts，分别为 57%/58%/59%/60%/61%；玻尿酸人均消费次数为 1.5 次；童颜针替代玻尿酸比例为 0.5%/3.0%/6.0%/9.0%/11.0%。

假设 4-濡白天使市占率：鉴于童颜针市场上的三类器械合规产品仅有艾维岚和濡白天使，且艾维岚上市略早，假设 2021 年濡白天使市占率为 40%，后续考虑到爱美客较强的渠道能力且优势凸显，同时，其采用的 SDAM 技术为公司专利技术，预计未来市占率将逐步提升至 65%并保持稳定，即 2021-2025 年濡白天使市占率分别为 40%/50%/60%/65%/65%。

表6： 濡白天使市场空间测算

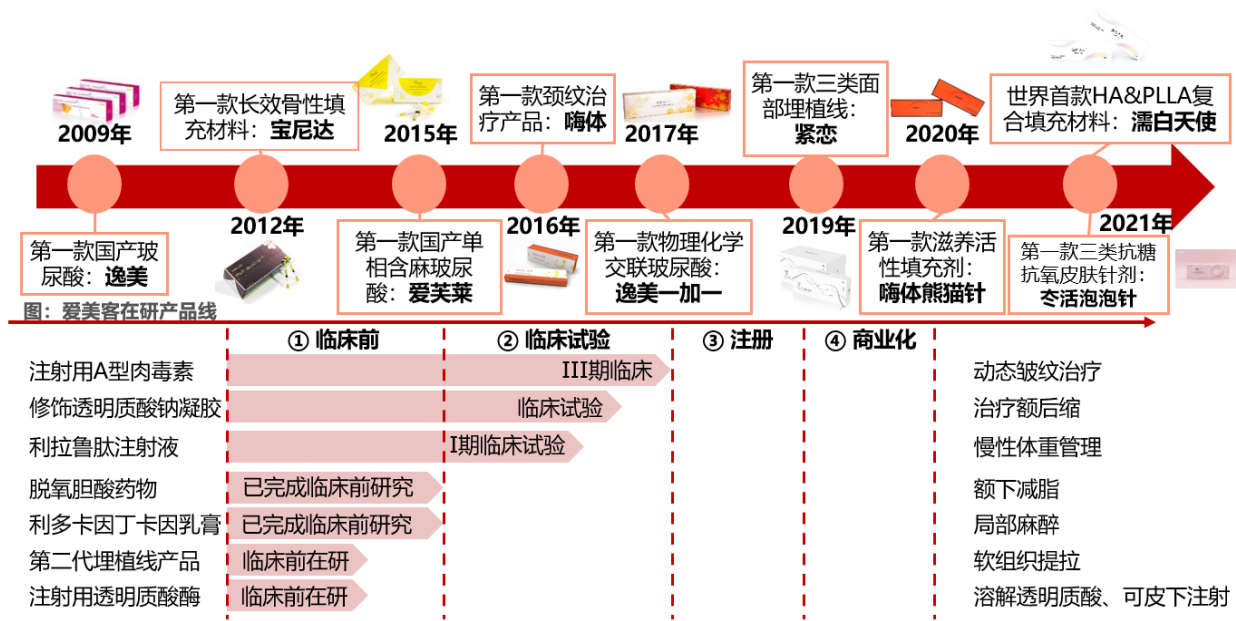
	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
人群基数					
医美消费疗程（万次）	2,778.38	3,471.55	4,165.86	4,832.40	5,508.94
人口总数（万人）	141,178	140,000	140,000	140,000	140,000
每千人诊疗次数（次）	19.68	24.80	29.76	34.52	39.35
yoy		26%	20%	16%	14%
替代“水货”					
“水货”童颜针占比总疗程（%）	3.00%	2.50%	2.00%	1.50%	1.00%
“水货”童颜针疗程（万次）	83.35	86.79	83.32	72.49	55.09
“水货”童颜针平均出厂价（元）	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
“水货”童颜针出厂规模（万元）	100,022	104,147	99,981	86,983	66,107
童颜针正规针剂替代“水货针”剂比率（%）	15.00%	30.00%	50.00%	70.00%	90.00%
替代“水货”的正规童颜针出厂规模（万元）	15,003	31,244	49,990	60,888	59,497
替代玻尿酸					
非手术之注射类占比总疗程（%）	57.00%	58.00%	59.00%	60.00%	61.00%
玻尿酸占比注射人次（%）	66.59%	66.59%	66.59%	66.59%	66.59%
玻尿酸注射人次（万次）	1,054.57	1,340.79	1,636.69	1,930.74	2,237.72
玻尿酸年人均消费次数（次）	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
玻尿酸平均出厂价（元）	448	448	448	448	448
玻尿酸出厂规模（万元）	708,672	901,011	1,099,854	1,297,455	1,503,751
童颜针替代玻尿酸比例（%）	0.50%	3.00%	6.00%	9.00%	11.00%
替代玻尿酸的正规童颜针出厂规模（万元）	3,543	27,030	65,991	116,771	165,413
童颜针正规针剂出厂规模					
替代“水货”+替代玻尿酸（万元）	18,547	58,274	115,982	177,659	224,909
濡白天使出厂规模					
濡白天使针市占率（%）	40%	50%	60%	65%	65%
濡白天使针出厂规模（万元）	5,919	29,137	69,589	115,479	146,191

资料来源：民生证券研究院预测

4、产品矩阵丰富，肉毒素等重磅产品接力，长期高增长可期

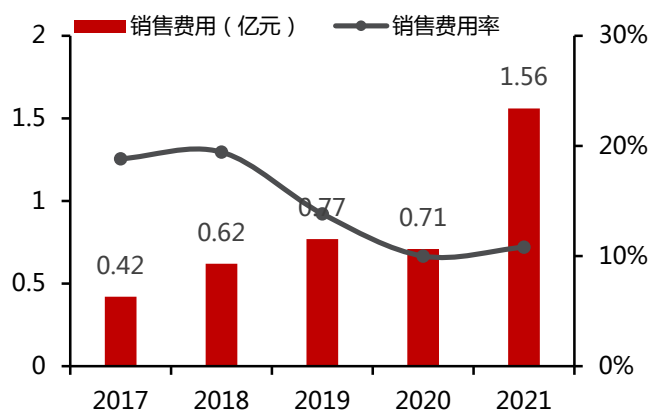
国内厂商中连续三年市占率第一，份额稳步提升。公司多款医疗美容产品在获得国家药监局批准或商业化上市，包括逸美、宝尼达、爱芙莱、“嗨体”、紧恋等在内的多款医疗美容产品陆续成为中国同类首创产品，产品的安全性和有效性得到了下游医疗机构以及终端消费者的充分认可，品牌影响力日益增强，多款产品处于上升期。2018-2020 年，公司透明质酸钠注射产品在国产厂商中市场份额排名第一，2020 年，公司透明质酸钠类注射产品，按销售量计算的国内市场份额达到 27.2%，同比提升 0.7pct；按金额（入院价）计算的国内市场份额已达到 14.3%，同比提升 0.3pct。2021 年 6 月，濡白天使针成功上市，成为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，作为一种创新型产品，我们认为，其不仅将成为近年公司业绩增长的主要驱动力，同时，也将引领填充市场进入全新时代。

图36: 爱美客产品矩阵

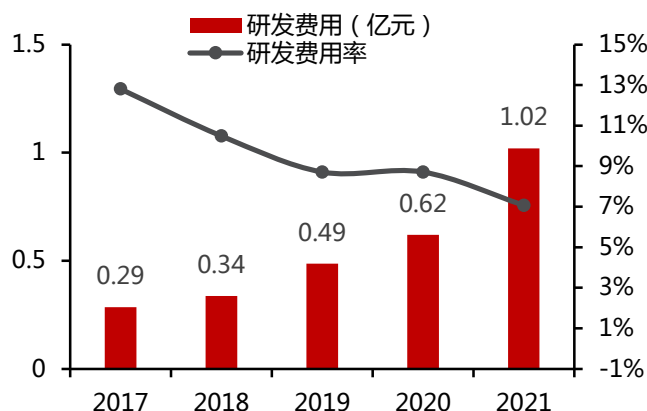


资料来源：公司官网，民生证券研究院

重视研发投入产品持续创新，多款重磅产品待接力。2018-2021 年，研发费用分别为 0.34/0.49/0.62/1.02 亿元，年复合增长率达 44.2%。2021 年公司研发投入占营收 7.07%，研发投入金额同比增长 65.54%，销售投入持续增长助力产品市场潜力充分释放，但费率稳中有降。公司在研产品线丰富，其中注射用 A 型肉毒素已进入 III 期临床试验阶段，有两款产品处于临床试验阶段、四款产品处于临床前研究阶段，未来有望和其他产品形成拳头产品矩阵，为公司长期发展续航。

图37: 销售及销售费用率


资料来源：wind，民生证券研究院

图38: 公司研发费用及研发费用率


资料来源：wind，民生证券研究院

再度携手 Huons 拓展海外市场，全球化布局可期。爱美客 2018 年 9 月与韩国 Huons 公司签订 A 型肉毒毒素在中国的合作协议，获得后者 A 型肉毒毒素产品在中国的进口、注册及经销授权，产品获批后将作为中国独家代理销售肉毒毒素产品，代理期为 10 年。同时，根据公司公告，公司于 2021 年 9 月，以 8.86 亿收购 Huons Bio 25.4% 的股权，Huons Bio 于 2021 年 4 月由 Huons Global 分拆其肉毒业务线而成立，目前 Huons Bio 仅有一款产品，即“Liztox/Hutox”肉毒素，于 2019 年 4 月在韩国取得产品注册证，2019 年 6 月在韩国上市，目前适应症包括眉间纹和鱼尾纹，已在 10 个境外国家获批/进入注册程序。Liztox/Hutox 上市后 2019 年实现收入约 4000 万元人民币，2020 年肉毒毒素业务线收入约 1.2 亿元人民币，快速盈利 2803.8 万元人民币。此外，Huons Bio 还有三款在研产品，分别为 150 KDa 肉毒毒素、液体制剂肉毒毒素和胶原酶。我们认为，爱美客与 Huons Bio 的整合，实现了业务协同效应的同时，提升了公司国际化战略布局能力。

表7： Liztox 在各国的审批进展

国家	适应症	技术来源	注册进展
伊拉克	眉间纹	自主研发	已获批
玻利维亚	眉间纹	自主研发	已获批
哈萨克斯坦	眉间纹	自主研发	已获批
中国	眉间纹	自主研发	临床 3 期
俄罗斯	眉间纹	自主研发	临床 3 期
乌兹别克斯坦	眉间纹	自主研发	上市申请
多米尼克	眉间纹	自主研发	上市申请
厄瓜多尔	眉间纹	自主研发	上市申请
菲律宾	眉间纹	自主研发	GMP 注册结束
美国	眉间纹	自主研发	计划提交临床 IND

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表8： Huons Bio 在研产品

在研产品	适应症	技术来源	研发进展	预计上市时间
900KDa 肉毒毒素	良性咬肌肥大	自主研发	临床 2 期	预计 2023 年获批
	中风后-上肢痉挛	自主研发	已提交 3 期临床 IND	预计 2023 年获批
150KDa 肉毒毒素	眉间纹	自主研发	临床 1 期	预计 2023 年获批
液体制剂肉毒毒素	眉间纹	自主研发	研发阶段	预计 2026 年获批
胶原酶	脂肪团	自主研发	研发阶段	预计 2027 年获批

资料来源：公司公告，民生证券研究院

此外，根据公司港股说明书，公司未来计划寻求与医疗美容和健康管理相关的国内外战略投资、合作和收购的机会，以提高研发能力、优化产品组合。在投资或收购方向上，公司拟投资或收购额方向包括皮肤填充剂、能量源类仪器设备等产品的公司；产业链上下游相关的具备研发人才的公司、营销公司；生物及化学药品相关公司等。

5 盈利预测与投资建议

5.1 业务拆分

公司业务主要分为溶液类/凝胶类注射产品和面部埋植线三类业务，均处于快速上升通道。

1) 因为以酶体系列为主的溶液类产品仍在快速渗透期，且在合规化背景下有望快速扩容，我们预计 2022-2024 年爱美客溶液类产品可实现收入 15.00/20.00/25.50 亿元，同比增长 43.40%/33.33%/27.50% ;2) 我们预计凝胶类产品将在再生类产品-濡白天使和长效玻尿酸宝尼达的驱动下实现增长，预计 2022-2024 年可实现收入 7.80/13.20/19.20 元，同比增长 46.20%/69.23%/45.45%，3) 当前公司业务仍以医美产品为主，预计 2022-2024 年面部埋植线和化妆品实现收入 0.33/0.45/0.72 亿元，同比增长 94.11%/36.36%/60.00%。综上，我们预计公司 2022-2024 年可实现总收入 23.13/33.65/45.42 亿元，同比增长 59.8%/45.5%/35%。

表9： 公司业务拆分及盈利预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
总收入（亿元）				
溶液类注射产品	10.46	15.00	20.00	25.50
yoy		43.40%	33.33%	27.50%
凝胶类注射产品	3.85	7.80	13.20	19.20
		46.20%	69.23%	45.45%
面部埋植线和化妆品	0.17	0.33	0.45	0.72
yoy		94.11%	36.36%	60.00%
总收入	14.48	23.13	33.65	45.42
yoy	104.1%	59.8%	45.5%	35.0%
毛利（亿元）				
溶液类注射产品	9.81	14.08	18.80	23.97
毛利率	93.82%	93.90%	94.00%	94.00%
凝胶类产品	3.64	7.58	12.66	18.28
毛利率	94.55%	96.00%	95.90%	96.50%
面部埋植线及化妆品	0.11	0.12	0.17	0.27
毛利率	65.51%	37.44%	37.44%	35.44%
毛利	13.57	21.78	31.63	42.52
毛利率	93.69%	94.16%	94.00%	93.62%
费用（百万元）				
销售费用率	10.81%	8.30%	8.00%	8.20%
研发费用率	7.07%	7.10%	7.50%	7.30%
管理费用率	4.47%	4.00%	3.50%	3.50%
总费用（亿元）	3.2	4.5	6.4	8.6
净利润（亿元）				
利润总额（亿元）	11.22	17.29	25.24	33.89
所得税（亿元）	1.65	2.5	3.6	4.9
净利润（亿元）	9.58	14.84	21.60	28.94
yoy	117.8%	54.91%	45.55%	33.98%
净利率	66.12%	64.16%	64.20%	63.72%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

5.2 投资建议

公司作为国内医美类针剂龙头厂商，向多元化与全球化迈进，核心产品“嗨体”系列增长可持续，重磅新品再生针剂前景广阔。公司在研项目丰富，支持公司长期收入业绩高增长。公司享有国内纯正医美材料企业市场的稀缺度、头部国产玻尿酸针剂品牌和“嗨体”颈纹/熊猫针赛道独家品牌等溢价，基于濡白天使等新品推广预期，**根据前文测算**，我们预计2022-2024年，公司可实现收入23.13/33.65/45.42亿元，同比增59.8%/45.5%/35.0%，**2022-2024年归母净利润为15.00/21.78/29.17亿元，同比增长56.6%/45.2%/33.9%。对应EPS6.93/10.07/13.48元，PE为65/45/33X。**

我们选取医美上游产品商华熙生物、昊海生科以及化妆品龙头贝泰妮作为可比公司，爱美客利润增速高于可比公司，且2022PEG为0.92X，低于1，可见其较高的成长性，我们维持公司“推荐”评级。

表10：可比公司盈利预测与估值表

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE			2020-2023	PEG
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	CAGR	2022E
688363.SH	华熙生物	114.48	1.63	2.16	2.98	70	53	38	30.33%	1.75
688366.SH	昊海生科*	95.49	2.00	3.45	4.55	48	28	21	51.70%	0.54
300957.SZ	贝泰妮	166.99	2.04	2.83	3.79	82	59	44	43.40%	1.36
平均						67	47	34		1.21
300896.SZ	爱美客	449.78	4.43	6.93	10.07	102	65	45	70.43%	0.92

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测（注：股价为2022年3月11日收盘价，未覆盖公司数据采用wind一致预期）

6 风险提示

1) 新品推广进度不及预期。不同产品卖点不同，且当下可宣传渠道也在快速变化，新品推广不及预期将有可能影响公司未来的收入及业绩增长；

2) 产品获批进展不及预期。医疗美容产品作为医疗器械，临床、审批等流程严格且复杂，若其他竞品获批上市，公司的市场份额将有可能受到损失；

3) 行业竞争加剧。医美行业作为朝阳行业逐渐被悉知，吸引越来越多企业加入，竞争加剧可能会导致公司的费用增加；

4) 疫情反复导致需求不及预期。疫情导致人均收入增速放缓，作为可选消费或将受到影响，从而影响公司未来的收入和业绩增长。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,448	2,313	3,365	4,542
营业成本	91	135	202	290
营业税金及附加	7	12	17	24
销售费用	156	192	269	372
管理费用	65	93	118	159
研发费用	102	164	252	332
EBIT	1,029	1,717	2,506	3,365
财务费用	-52	0	0	0
资产减值损失	-0	0	0	0
投资收益	18	15	16	16
营业利润	1,127	1,740	2,529	3,390
营业外收支	-5	-2	-3	-3
利润总额	1,122	1,737	2,526	3,387
所得税	165	251	364	490
净利润	957	1,486	2,163	2,898
归属于母公司净利润	958	1,500	2,178	2,917
EBITDA	1,049	1,729	2,518	3,378

资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	3,264	3,785	4,955	6,836
应收账款及票据	72	119	166	218
预付款项	15	18	28	41
存货	35	52	77	109
其他流动资产	418	467	495	526
流动资产合计	3,803	4,442	5,721	7,729
长期股权投资	1,001	1,496	2,071	2,685
固定资产	143	139	135	131
无形资产	12	12	12	12
非流动资产合计	1,462	1,952	2,524	3,134
资产合计	5,265	6,394	8,245	10,863
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	9	14	19	28
其他流动负债	170	240	356	500
流动负债合计	179	254	375	528
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	57	57	57	57
非流动负债合计	57	57	57	57
负债合计	235	311	432	585
股本	216	216	216	216
少数股东权益	0	-14	-30	-49
股东权益合计	5,030	6,083	7,813	10,278
负债和股东权益合计	5,265	6,394	8,245	10,863

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	104.13	59.75	45.48	34.98
EBIT 增长率	117.93	66.91	45.94	34.29
净利润增长率	117.81	56.65	45.19	33.92
盈利能力 (%)				
毛利率	93.70	94.16	94.00	93.62
净利润率	66.12	64.26	64.27	63.80
总资产收益率 ROA	18.19	23.47	26.42	26.86
净资产收益率 ROE	19.04	24.61	27.78	28.25
偿债能力				
流动比率	21.30	17.47	15.25	14.64
速动比率	21.02	17.19	14.97	14.36
现金比率	18.27	14.89	13.21	12.95
资产负债率 (%)	4.47	4.86	5.24	5.38
经营效率				
应收账款周转天数	18.24	8.84	13.06	12.52
存货周转天数	139.71	141.50	138.40	136.70
总资产周转率	0.28	0.36	0.41	0.42
每股指标 (元)				
每股收益	4.43	6.93	10.07	13.48
每股净资产	23.25	28.12	36.11	47.50
每股经营现金流	4.36	6.67	10.04	13.51
每股股利	3.50	2.00	2.00	2.00
估值分析				
PE	102	65	45	33
PB	19.3	16.0	12.5	9.5
EV/EBITDA	89.7	54.1	36.7	26.8
股息收益率 (%)	0.78	0.44	0.44	0.44

现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	957	1,486	2,163	2,898
折旧和摊销	20	12	12	13
营运资金变动	2	-42	12	26
经营活动现金流	943	1,443	2,173	2,923
资本开支	-23	-10	-11	-11
投资	-652	-495	-575	-614
投资活动现金流	-648	-490	-571	-609
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-487	-433	-433	-433
现金净流量	-192	521	1,170	1,881

插图目录

图 1:	截至 2021 年末, 相关部门共颁布超过 20 项针对医美行业的法律法规政策	3
图 2:	监管深入产业每一环节	4
图 3:	医美用户规模	4
图 4:	手术和非手术类医美次数	4
图 5:	按年龄划分的医美消费者结构	5
图 6:	按年龄层划分的医美渗透率	5
图 7:	爱美客收入(亿元)/归母净利(亿元)及增速	5
图 8:	爱美客销售毛利率和净利率	5
图 9:	注射各医美填充材料的项目数量	6
图 10:	主要玻尿酸品牌均系列化出品	7
图 11:	公司各类产品占比	8
图 12:	玻尿酸用于隆鼻、去黑眼圈和去颈纹的占比较高	8
图 13:	医美客户城市级分布	8
图 14:	各销售类型收入占比(亿元)	8
图 15:	交活泡泡针	9
图 16:	肌肤抗糖化过程	9
图 17:	药监局拟将水光针纳入三类医疗器械管理办法	10
图 18:	主流合规营养补充医美产品	10
图 19:	中国主要医美细分品类订单量(百万单)及排名变化趋势	11
图 20:	2021-2025E 水光针市场规模(亿元)	11
图 21:	童颜针发展史	13
图 22:	童颜针作用过程	14
图 23:	少女针作用过程	14
图 24:	全球玻尿酸和童颜针占非手术比例	16
图 25:	中国医美抗衰市场不同项目用户数量	16
图 26:	玻尿酸和童颜针价格对比	16
图 27:	中国 PLLA 填充产品市场	16
图 28:	濡白天使	17
图 29:	传统童颜针不足之处衍生出新的临床需求	18
图 30:	不同填充材料的不良反应比率	18
图 31:	传统童颜针 VS 濡白天使	18
图 32:	濡白天使的应用技术、核心成分和产品优势	19
图 33:	濡白天使的 C 端教育	19
图 34:	濡白天使的 B 端教育	19
图 35:	濡白天使的应用技术、核心成分和产品优势	20
图 36:	爱美客产品矩阵	22
图 37:	销售及销售费用率	23
图 38:	公司研发费用及研发费用率	23

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 监管前部分市面面部营养补充医美产品	10
表 2: “嗨体”系列规模测算	错误!未定义书签。
表 3: 不同类别注射填充产品的对比	14
表 4: 胶原再生产品对比	15
表 5: 濡白天使产品介绍	17
表 6: 濡白天使市场空间测算	21
表 7: Liztox 在各国的审批进展	23
表 8: Huons Bio 在研产品	23

表 9：公司业务拆分及盈利预测.....	25
表 10：可比公司盈利预测与估值表.....	26
公司财务报表数据预测汇总.....	28

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001