万联证券 WANLIAN SECURITIES

万联晨会

2021 年 07 月 02 日 星期五

概览

核心观点

周四 A 股两市震荡调整，上证指数收盘跌-0.07%收报 3588.78 点，深证成指收跌-0.81%，两市成交额 10199 亿元；沪深 300 收涨 0.11%，上证 50 收盘涨 1.05%，创业板指跌-0.63%，科创 50 收盘跌-0.53%；海外方面，美国三大股指集体收涨，道指涨 0.38%，标普 500 涨 0.52%，纳指涨 0.13%；欧洲股市普涨，亚太股市普跌。房地产、银行、医药行业涨幅最大，通信、综合、国防军工行业跌幅最大。国家发改委 7 月 1 日消息，国家发改委、国家卫健委等四部门日前联合印发《“十四五”优质高效医疗卫生服务体系建设实施方案》，提出到 2025 年建设 30 个左右国家中医药传承创新中心，打造“医产学研用”紧密结合的中医药传承创新高地。自今年 2 月份开始，中药领域利好政策不断，中药企业有望迎来重要发展机遇。行业方面，可关注：1）着力于中医药科技创新、具备消费属性的中药行业龙头；2）高成长、高景气度的计算机、电子、芯片等；3）中报业绩亮眼的资源品板块和低估值行业。

研报精选

消费：求美不止 拆解产业链上中游竞争要素

国内市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,588.78	-0.07%
深证成指	15,038.88	-0.81%
沪深 300	5,229.66	0.11%
科创 50	1,579.80	-0.53%
创业板指	3,455.36	-0.63%
上证 50	3,535.25	1.05%
上证 180	10,595.20	0.46%
上证基金	7,574.38	-0.53%
国债指数	186.81	-0.02%

国际市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	34633.53	0.38%
S&P500	4319.94	0.52%
纳斯达克	14522.38	0.13%
日经 225	28707.04	-0.29%
恒生指数	28827.95	0.00%
美元指数	92.54	0.18%

主持人： 史玉琢
Email： shiyz@wlzq.com.cn

核心观点

周四 A 股两市震荡调整，上证指数收盘跌-0.07%收报 3588.78 点，深证成指收跌-0.81%，两市成交额 10199 亿元；沪深 300 收涨 0.11%，上证 50 收盘涨 1.05%，创业板指跌-0.63%，科创 50 收盘跌-0.53%；海外方面，美国三大股指集体收涨，道指涨 0.38%，标普 500 涨 0.52%，纳指涨 0.13%；欧洲股市普涨，亚太股市普跌。房地产、银行、医药行业涨幅最大，通信、综合、国防军工行业跌幅最大。国家发改委 7 月 1 日消息，国家发改委、国家卫健委等四部门日前联合印发《“十四五”优质高效医疗卫生服务体系建设实施方案》，提出到 2025 年建设 30 个左右国家中医药传承创新中心，打造“医产学研用”紧密结合的中医药传承创新高地。自今年 2 月份开始，中药领域利好政策不断，中药企业有望迎来重要发展机遇。行业方面，可关注：1）着力于中医药科技创新、具备消费属性的中药行业龙头；2）高成长、高景气度的计算机、电子、芯片等；3）中报业绩亮眼的资源品板块和低估值行业。

分析师　徐飞　执业证书编号　S0270520010001

研报精选

求美不止：拆解产业链上中游竞争要素
——医美行业 2021 年中期投资策略报告

行业核心观点：

医美行业兼具医疗+消费双重属性，本质是医疗为基+需求引领，医疗属性为行业构建起较高的竞争壁垒，而消费属性则为行业带来消费升级下的高天花板。需求端增长逻辑看渗透率及诊疗次数的提高，供给端在资本加持+重视需求+技术进步+监管趋严的驱动下与需求端相辅相成，市场扩容逻辑清晰，长期空间广阔。今年医美板块表现强势，大幅跑赢大盘，估值也处于相对高位，我们认为当前医美板块的估值溢价主要来自于其优异的赛道特性。然而在标的选择上，站在当前时点，我们认为要更加重视业绩增长的确定性下基本面逻辑对估值的不断兑现。据此，我们从产业链的角度出发，优选附加值最高、护城河最深、竞争格局最优的上游耗材仪器板块，推荐生存环境边际改善、整合节奏有望加速的中游医美机构板块，并尝试根据行业发展趋势总结公司核心竞争要素。

投资要点：

未来 10 年我国医美消费者渗透率增长有望驶入快车道，2020-204020 年 CAGR 保守估计可超过 8%，若考虑对非合规市场的替代，合规市场可看万亿。渗透率与诊疗次数的增长预计将是我国医美市场扩容的主要驱动力，渗透率提升主要源自于①人均收入提升，②消费者对医美接受度提高，③下沉市场空间，④岁月变迁带来的熟龄人群的渗透率自然提高；诊疗次数则主要由复购频次提高带动。医美项目相较传统护肤方式的效果更加立竿见影，复购率较高，轻医美兴起，项目维持时间较短，消费黏性较高，进而提高复购频次。以整体人口为基数，2018 年我国医美消费人群渗透率仅为 1.45%，我们预测 2025-2040 年有望逐步提升至 8.10%，综合考虑次单价与诊疗次数变化，保守估计客单价保持不变的前提下，2040 年合规市场规模有望达到 7400 亿元以上，若客单价 CAGR 可达 2%，市场规模即有望超过 1.1 万亿元。

上游耗材仪器商：看好重视需求、管线布局丰富、渠道信息流通畅的龙头标的。相比于中游和下游，上游药械类企业具备更高的壁垒，成为产业链上盈利能力最强的核心一环。我们梳理了上游企业间的竞争要素：①资质壁垒比拼研发创新+需求前瞻+审批经验，公司拥有的注册证的丰富度将为公司带来较强的先发优势，国内厂商中华熙生物所

持注册证总数领先，爱美客多为首款且多元（自研）。②比拼产品差异化&管线丰富度构建联合治疗解决方案的能力。求美者需求个性化，叠加渗透率提高后消费者分层预计愈加明显，求美者的审美以及医生的技术水平也均有所提高，不同产品间的差异化及适用需求被挖掘，无论是竞争激烈的填充材料，还是刚刚步入四方竞争的肉毒毒素类产品，均呈现明显的差异化竞争态势。从爱美客的产品生命周期表现看，强差异化+低推广难度或为明星产品的两大要素.此外,面部衰老过程、层次复杂,针对不同问题“对症下药”以及改善原有项目效果使得联合治疗解决方案重要性突显，在此维度占优的企业一方面有望依托自身产品矩阵获得更强的渠道话语权，另一方面也将大大延伸旗下单品的应用场景。华熙生物、爱美客相继推新品，高度契合差异化定位及联合治疗解决方案思路。上市公司产品管线不断丰富，爱美客自研产品矩阵多元，华东、四环借助代理模式强势切入，复锐拥有强势仪器类产品管线。③B2B2C 的商业模式，叠加信息获取渠道重构的背景下，看好具备与 B 端渠道深度绑定能力以及重视 C 端消费者心智教育的耗材仪器龙头。

中游医美服务机构：看好牌照资质优秀、重视优质医生资源、运营管理能力强的头部机构。我国医疗美容机构集中度低，连锁化、集团化、品牌化是行业必由之路，主因需求端求美者信息不对称减少，收入水平提升，对医院品牌资质、医生的技术水平、真实的服务与体验等转移；供给端成本费用的上升倒逼机构通过连锁化、集团化经营以实现规模经济、品牌效应进而提升盈利能力，医美消费地域属性明显致单体机构服务半径有限因此存在一定的天花板。天时：疫情加速中小微及不合规机构出清；地利：产业链上下游竞争格局变化改善中游机构的产业链议价能力，盈利能力提升；人和：监管趋严促进行业健康发展，多点执业放开缓解医美机构扩张痛点。我们认为，连锁扩张模式中“1+N”经营模式下“1”与“N”相辅相成，运营效率高受业内普遍认可，适用于自建+并购并行的扩张模式，其他经营模式同样有发展机会，重要的是与自身禀赋相匹配。连锁扩张中的竞争要素：①在监管趋严的大背景下，牌照及资质的作用有望被放大，优质医生资源仍是机构立足之本；②机遇与挑战并存，核心产品的标准化、品牌形象的一致性、连锁成员之间的管理、管理体系的建立与管理层的管理半径等均需要比拼团队的运营管理能力。我们认为，未来国内医美服务机构市场或形成全国化的医院连锁集团、专注特色化的轻医美连锁以及区域性的强势连锁龙头并行的市场格局。全国化医院连锁集团预计多通过并购进行跨省扩张，比拼前期资本资源与后期投后管理等综合能力。专注特色化的轻医美连锁比拼差异化定位、操作流程标准化、高流量区位抢占、营销服务等多方面能力，由于初期投入较小，门槛较低，叠加近年来出现生美机构向轻医美机构升级趋势，前期或出现激烈竞争，连锁机构有望在门店规模达到一定水平后形成较高壁垒。考虑到行业的地域属性以及管理层的管理半径，稳态格局下全国化医院连锁集团亦并非有能力在每个区域均达到领先，深耕当地的区域性强势龙头亦可依托深厚的品牌及口碑积累占据一席之地。

风险因素：1.监管风险 2.医疗事故风险 3.经济增速不及预期风险

分析师　陈雯　执业证书编号　S0270519060001

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

免责声明

本报告由万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本晨会纪要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本公司的当然客户。

本晨会纪要是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本晨会纪要所载资料、意见及推测不一致的研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本晨会纪要中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本晨会纪要所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本晨会纪要中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本晨会纪要中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本晨会纪要主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为万联证券股份有限公司研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经我方许可而引用、刊发或转载本报告的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心

广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场