

# 医美中期策略:关注高景气细分赛道及新品催化

■ 证券研究报告

# 😈 投资评级:看好(维持)

最近12月市场表现



分析师 刘洋 SAC 证书编号: S0160521120001

liuyang01@ctsec.com

联系人 李梦萱 limx@ctsec.com

#### 相关报告

- 《诺和诺德减重司美获批,医美迈入减法时代》 2024-06-28
- 《医美业绩总结:对标海外具备高成长性,关注品类迭代》 2024-05-22
- 3. 《新股专题报告(二) ——芭薇股份(837023.BJ)》 2024-03-12

# 核心观点

- ❖ 医美 2024H1 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、吴海生科等标的在基数提升的背景下,受行业景气度下降影响,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%)。
- ◇ 下游需求: 高基数下增速承压, 趋于提升自研占比+发力私域。2024H1 医美下游高基数下增速承压, 朗姿股份 2024Q1 医美收入约 6.2 亿元, 同比 +8.3%, 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%, 私域运营发力, 老带新会员同比大幅增长。全年来看, 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, 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 次客户占比达 53%, 客单价来看, 1000-5000 元占据主流地位, 占比 50%。
- ❖ 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材料迭代、技术迭代、适应症扩展三种路径实现。细分赛道来看建议关注: 1)合规水光: 需求庞大,合规产品受益于监管收紧红利; 2)再生材料: 高客单为机构提供足够利润空间,预计为近三年填充市场核心增长点; 3)胶原蛋白:高景气+竞争格局优质,未来扩展空间广阔; 4)减重市场: 诺和诺德减重司美正式获批,体重管理需求广阔、市场庞大,有望推动医美减法时代加速来临。
- ❖ 投資建议: 2024H1 医美市场在高预期下仍存在增长压力,但肉毒、再生等板块重磅新品上市一定程度提振市场情绪,2024H2-2025 医美新品有望迎来密集上市期,同时展望 2024H2 来看,在去年低基数背景下增长具备较高确定性。从标的来看,我们推荐关注: 1)和医美大盘景气度关联偏低,受消费变化影响不明显的胶原蛋白赛道,推荐关注美妆双品牌势能抬升、医美管线有望近期落地的巨子生物(2367.HK);业绩持续兑现的重组胶原医美龙头锦波生物(832982.BJ); 2)具备新品管线催化的江苏吴中(600200.SH)、吴海生科(688366.SH)、复锐医疗科技(1696.HK),建议关注科笛-B(2487.HK);3)机构端建议关注港股低估值标的美丽田园(2373.HK)、利润率持续上行的朗姿股份(002612.SZ)。
- ❖ 风险提示: 医美消费不及预期,核心厂商新品研发获批不及预期,宏观经济 波动。



# 内容目录

1 医美	<b></b>	4
2 医美	<b>e.产业复盘及展望</b>	5
2.1	·游需求:高预期下增长压力偏大,K型消费明显	5
2.2	-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	<b></b>	18
4 投資	「建议	21
5 风险	€提示	22
图表目	7录	
山水		
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 3.202	4 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. 包	8波生物 vs 双美收入及增速	12
图 12. 求	R美 2022Q1-2024Q1 盈利能力变化	12
图 13. 包	\$波生物 2022Q1-2024Q1 盈利能力变化	12
图 14.20	)18-2032E 中国超重/肥胖症药物市场规模(亿元)	17



图 15. 2021-2024Q1Wegovy 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	1
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	10
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	<b>2</b> 1
表 12. 核心标的 2024H1 及 2024E-2026E 业绩前瞻	<b>2</b> 1

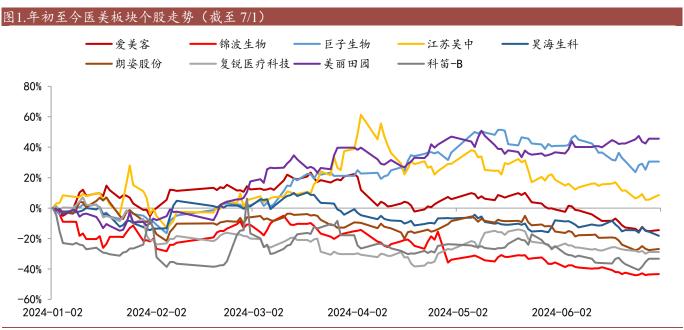


# 1 医美行情复盘

**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、吴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%)。



数据来源: Wind, 财通证券研究所



					20	22							2	023				20	)24
公司	指标	Q1		Ç	<u>)</u> 2	(	<b>Q3</b>	(	Q4	(	Q1	(	Q2		Q3	(	Q4	(	<b>Q1</b>
<i>m</i> - 1	34.33	NT /	母净 削润	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	<b>归母净</b> 利润	收入	归母净 利润	收入	归母净 利润	收入	归母/ 利润
爱美	yoy	66% 6	54%	40%	39%	46%	40%	34%	32%	46%	51%	65%	65%	46%	44%	48%	47%	28%	27%
客」	PE(TTM)	107	7	1.	22	Ģ	94		99	9	96	(	69		52	:	38	2	10
锦波	yoy	29% -	-7%	51%	30%	70%	98%	67%	90%	98%	181%	105%	178%	106%	174%	100%	175%	76%	136%
生物	PE(TTM)	141	Į	13	25	1	06		76	(	54	:	51		67	,	77	4	50
旲海	yoy	24% -3	37%	14%	-69%	24%	-48%	21%	-49%	29%	33%	36%	189%	25%	102%	25%	131%	6%	20%
生科	PE(TTM)	48		5	9	(	51		83		96	,	72		62	,	54	4	10
朗姿	yoy	0% -1	06%	1%	-90%	1%	-89%	1%	-91%	21%	6985%	21%	828%	22%	586%	24%	953%	11%	16%
股份]	PE(TTM)	43		8	3	Ģ	92	2	.63	2	32	1	31		72	4	44	3	38
		2022					2023					20	)24						
			Н	1			全	年		H1 全				全	·年 Q1				
		收入		归母》	争利润	将	Ċλ	归母	净利润	邛	tλ.	归母	净利润	Ą	久	归母	净利润	收入	归母
巨子	yoy	/			/	5:	3%	2	1%	6	4%	5	3%	4	18%	4	5%	/	/
生物	PE(TTM)		/				3	5			4	4			3:	5			/
复锐	yoy	39%	6	26	5%	2	1%	2	9%	-	1%	-:	8%		1%	-2	22%	/	/
医疗 <sup>-</sup> 科技 <sup>I</sup>	PE(TTM)		20	5			1	5			1	4			8	3			/
美丽	yoy	-12%	<b>%</b>	-84	4%	-8	3%	-4	-7%	4	1%	63	39%	3	31%	10	)9%	/	/
田园	PE(TTM)		/				,	,			4	.9			1:	2			/

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:

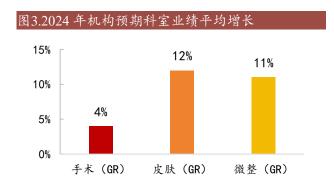


上游本质是 2B 生意, 医美合规产品日益增多+国内厂商销售能力不具备大幅差异的背景下, 机构选择推荐哪些品项对于上游增速至关重要。从下游来看, 利润率承压导致机构倾向于抬高毛利率+降低费用率, 进而趋向于: 1) 选择高利润产品; 2) 侧重于老客复购; 3) 加大自研产品占比; 4) 精简管理+数字化运营。在此背景下, 我们认为高端玻尿酸、再生材料、胶原蛋白等高利润+对新客依赖较小+受自研产品冲击较小的品类具备更高增长动能。

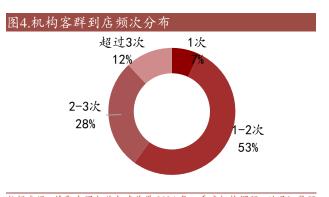


数据来源: 朗姿股份公司公告, 财通证券研究所

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%。

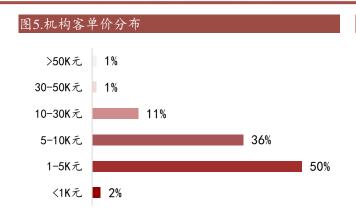


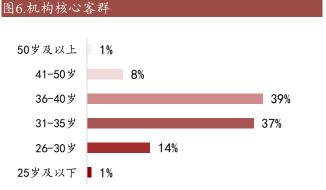
数据来源: 德勤中国与艾尔建美学 2024 年一季度机构调研, 财通证券研究所



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







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

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年海魁收入超2.3亿元,同比增长超129%;
- ▶ <u>适应症扩展:</u>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

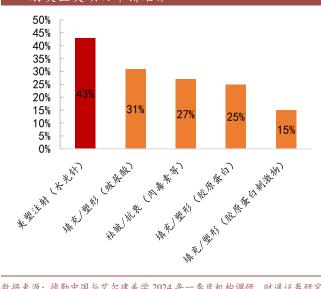
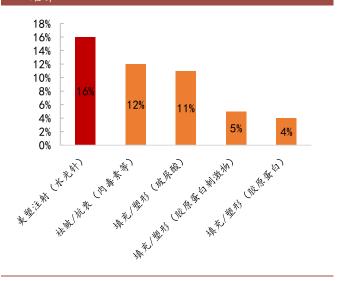


图8.水光在 2023 年医美潜力人群注射类治疗项目中排 名第-



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、氐殊婴儿针、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、锦波生物旗下薇祷美、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
瑞蓝唯瑅	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
薇祷美	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	REVITAC ARE	法国
英诺小棕瓶	谷胱廿肽、维 C、硫辛 酸等	/	/	妆字号	INNOAES THETICS	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	PDRN	/	/	妆字号	MASTELL I	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 年海魁收入超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%
	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(μ m)	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	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

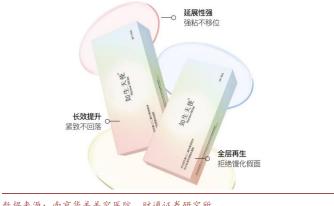
数据来源:各品牌官网,公司公告,新氧医美百科,财通证券研究所



D 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

图10.少女针发布第二代,分为大/中/小微球



数据来源:南京华美美容医院,财通证券研究所



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。

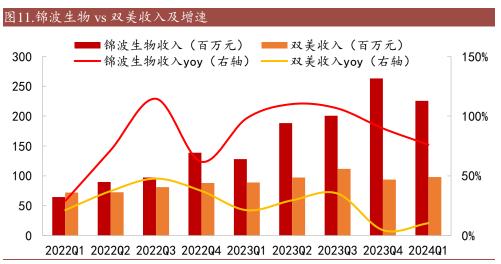
.再生市场在研			
<sup>立</sup> 品类型	产品名	研发企业	研发进展
童颜针	Sculptra	法国 Galderma	临床研究阶段
童颜针	聚左旋乳酸面部填充剂	杭盖生物	临床研究阶段
童颜针	西宏童妍	西宏生物	临床研究阶段
童颜针	普丽妍童颜针	普立蒙	临床研究阶段
童颜针	左旋聚乳酸填充剂	四环生物	临床研究阶段
童颜针	聚乳酸真皮注射填充剂	乐普医疗	临床研究阶段
童颜针	聚左旋乳酸填充剂	思元医疗	临床研究阶段
少女针	西宏欢颜	西宏生物	临床研究阶段
少女针	伊妍仕 M 型	华东医药	临床研究阶段
少女针	注射用聚己内酯填充剂	四环生物	临床研究阶段
少女针	聚己内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



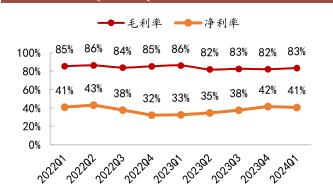
### 2.2.4 胶原蛋白:高景气度持续兑现,行业红利期竞争格局良好

锦波生物 2024H1 业绩超预期,胶原市场景气度持续验证: 2024H1 归母净利润 2.9-3.1 亿元,同比增长 165-183%。其中 2024Q2 归母净利润 1.9-2.1 亿元,同比增长 184-214%,较 24Q1 增速进一步提升。从锦波生物数据表现来看,在医美整体高基数背景下增长承压的市场环境中,重组胶原蛋白医美品类表现出优异增速。对比双美 2023Q4-2024Q1 收入增速相对承压,重组胶原蛋白表现出更具确定性的高增长,且伴随规模化带来的利润率持续上行。



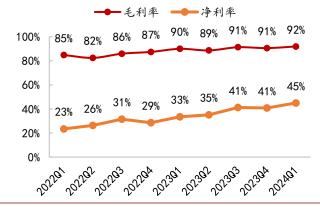
数据来源: Wind, 财通证券研究所

#### 图12.双美 2022Q1-2024Q1 盈利能力变化



数据来源: Wind, 财通证券研究所

#### 图13.锦波生物 2022Q1-2024Q1 盈利能力变化



数据来源: Wind, 财通证券研究所



表5.动物	源胶原蛋白已获	比械三产品				
厂商	品牌	获批时间	主要成分	适应症	规格	治疗周期 维持时间
	肤柔美	2009 年	I 型胶原蛋白 (猪皮纯化)	面部真皮组织填充以纠正额部动力性皱纹(如眉间纹、额头纹和鱼尾纹等)	0.5ml、1ml	1月1次,3 次/疗程 3个月
台湾双美	肤丽美	2012 年	交联 I 型胶原蛋 白(猪皮纯化)	面部真皮组织中 层至深层注射以 纠正鼻唇沟重力 性皱纹	0.5ml、1ml	单次, 可在 4-6 个月后 9 个月 叠加注射
	肤力原	2019年	交联 I 型胶原蛋白+0.3%利多卡因(猪皮纯化)	面部真皮组织中 层至深层注射以 纠正鼻唇沟重力 性皱纹	0.5ml、1ml	单次,可在 12个月后进6-12个月 行再次治疗
	肤漾美	中国台湾 2024 年获 批,大陆尚 未获批	交联 I 型胶原蛋 白+利多卡因	/	/	/ 1年
斐缦医药	弗缦	2012 年	3.5%牛胶原蛋白 +0.3%盐酸利多 卡因	面部真皮组织填 充以纠正中、重 度鼻唇沟	0.5ml、1ml	1-2 次, 3 个 月后进行第 3-6 个月 二次
荷兰汉福生物	爱贝芙	2012年	80%牛胶原蛋白 +20%PMMA 微 球+0.3%利多卡 因	注射到真皮深层 以纠正鼻唇沟 纹,或填充到骨 膜外层以进行 (鼻骨段) 隆鼻	0.5ml、1ml	1-2 次, 1 个 月后进行第 5-10 年 二次
圣诺华	BellaFill	2024年	80%牛胶原蛋白 +20%PMMA 微 球+0.3%利多卡 因	注射到真皮深层 以矫正中度至重 度的鼻唇沟皱纹	/	/ 5-7年

数据来源:各公司官网,国家药监局,财通证券研究所

持续看好重组胶原蛋白产业发展空间: 我们认为目前重组胶原蛋白尚未进入存量 竞争时代,对比玻尿酸来看重组胶原医美领域竞争格局良好,欧莱雅、珀莱雅等 国内外美妆头部品牌入场带动成分心智持续提升。重组胶原蛋白符合医美市场从 惰性填充→外源再生→人源化再生的长期趋势,从适应症扩展、型别扩展、结构 延申等维度来看仍具备广阔潜力。

## 展望 2024H2-2025 来看:

趋势 1: 重组胶原蛋白填充类产品或为下一重要风口。目前布局企业包括:
1) 锦波生物: 通过自交联方式增加产品填充效果,面中部增容产品处于在研阶段; 2) 巨子生物: 在研管线中包含重组胶原蛋白凝胶、交联重组胶原蛋白凝胶产品; 3) 江苏吴中、通化东宝: 布局重组人胶原蛋白,其中江苏吴中通



过合作东万生物研发 [型重组人胶原蛋白产品,通化东宝通过投资君合盟布局。

- 趋势 2: 上游合规供给持续丰富助力市场扩容。除锦波生物、巨子生物、创健 医疗多款管线在研以外,江苏吴中、通化东宝、华熙生物、丸美股份、敷尔 佳等企业均陆续从医药/原料/美妆业务转型布局重组胶原蛋白。
- ▶ 趋势3: 一级市场关注度持续火热验证市场高景气。重组胶原"第三股"创健医疗已提交挂牌新三板申报,聚源生物、湘雅生物、粒影生物、福莱明生物等重组胶原蛋白企业已于2023-2024年陆续完成千万级融资。

表6.重组胶原蛋	至白已获	批&核心待获批	产品				
			已初	<b>英批产品</b>			
厂商	品牌	获批时间	主要成分	适应症	规格	治疗周期	维持时间
	薇祷美	2021年	重组   型人源 化胶原蛋白	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)	2-10mg/ 瓶	3次一疗程, 间隔一月进行 一次	3-6 个月
锦波生物	修丽可铂研针	2023年	重组 III 型人源 化胶原蛋白	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)	2ml/支	3次一疗程, 间隔一月进行 一次	3-6 个月
			其他在	研/布局厂商			
厂商	产品		预计取证时间	适应症			
	妇科用	胶原蛋白	2024-2025	妇科用			
的出业业	重组胶	原蛋白凝胶	2024	面中部增容			
锦波生物	17 型重	组胶原蛋白	2025	面部屏障修复			
	17 型重	1组胶原蛋白	2025	毛发			
	重组胶	原蛋白液体制剂	2024	用于皮下/皮内肌肤抗	衰老+滋>	闰保湿, 主要钅	一对面部皮质
巨子生物	重组胶	原蛋白固体制剂	2024	用于皮下/皮内肌肤抗纹、鱼尾纹)	.衰老, 主	要针对面部皱	纹(抬头
	重组胶	原蛋白凝胶	2025	用于皮下/皮内肌肤抗	衰老,主	要针对中度至	重度的皱纹
	交联重	组胶原蛋白凝胶	2025	用于皮下/皮内肌肤抗	.衰老,主	要针对中度至	重度法令纹
	重组 III 入剂	[型胶原蛋白植	2024 年底	面部注射填充			
创健医疗		原蛋白冻干纤维		改善皮肤状态			
<b>以厌区</b> 7】	注射用原蛋白	重组 XVII 型胶 冻干纤维	预计 2024 年 6 月进入临床试 验阶段	雄激素性脱发症状的	辅助治疗		
江苏吴中、华 熙生物、丸美 股份、敷尔佳	预计三	类械产品 24 年_	上临床,26 年有	望获批			

数据来源: 创健医疗新三板转让说明书, 各公司公告, 各公司官网, 国家药监局, 财通证券研究所



### 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

内毒排名全球注射类品项第一,国内具备广阔潜力空间。ISAPS 数据显示,2022年全球内毒疗程数在所有非手术类医美项目中排名第一,占比远高于排名第二的玻尿酸。据百谏方略,内毒素 2023年全球市场规模 77亿美元;据华经产业研究院,国内合规市场规模 2023年约98亿元人民币,增速约18%,我们认为份额提升+合规替代逻辑下国内内毒仍具备较大空间。目前国内市场共有5款合规内毒产品+多款在研产品,合规产品供给增加有望进一步挤压水货市场,拓展内毒合规市场空间。

- ▶ 趋势 1: 适应症拓展, 肉毒市场趋于多元化: 2024H1 保妥适在国内获批咬肌适应症, 肉毒合规使用场景进一步拓展, 对比海外肉毒数十种适应症来看, 国内肉毒应用仍具备高度可拓展空间。
- ▶ 趋势 2: 合规新品加速上市: 2024H1 西马 Xeomin 获批,成为国内第五款合规内毒产品,且具备可常温运输保存的差异化特点,展望 2024H2-2025,复锐 医疗科技旗下长效内毒 RT002、爱美客独家代理的内毒 Hutox 有望陆续上市,为国内内毒市场带来增量选择。

表7.目前已上市合规肉毒产	F E				
产品名	保妥适 Botox	衡力	吉适 Dysport	乐提葆 Letybo	西马 Xeomin
所处阶段	已上市	已上市	已上市	已上市	已获批
国内获批时间/预计上市时 间	2009	2012	2020	2020	2024
公司	Allergan	兰州生物	Ipsen	Hugel	Merz
国内销售企业	艾尔建美学	兰州生物	高德美	四环医药独家代理	精鼎医药
原产国	美国	中国	英国	韩国	德国
医美适应症	鱼尾纹、眉间纹、 咬肌适应症	眉间纹	眉间纹	眉间纹	眉间纹
分子量	900kDa	900kDa	500-900kDa	900kDa	150kDa
菌株	Hall 菌株	Hall 菌株	Hall 菌株	CBCF26 菌株	Hall 菌株
辅料	人血白蛋白、氯化 钠	. 蔗糖、右旋糖 苷、明胶	人血白蛋白、 乳糖	人血白蛋白、氯化 钠	人血清白蛋白
弥散度	++ (0.5cm <sup>2</sup> )	++++ (1cm <sup>2</sup> )	+++	++ (0.5cm <sup>2</sup> )	/
生产工艺	真空干燥	冻干干燥	冻干干燥	冻干干燥	真空干燥
保存温度	2°C~8°C冷藏或- 5°C以下冷冻保存	2℃~8℃冷藏	2℃~8℃冷藏	.2℃~8℃冷藏	室温储存
国内价格/定位	3000-5000 元/1000	<sub>7</sub> 800-1500 元 /100U	3000-4000 元 /100U	1800-2500 元/100U	高端
单次注射维持时长	3-4 个月左右	3-4 个月左右	4个月左右	3-4 个月左右	3-6 个月
治疗间隔	不少于3个月	不少于3个月	不少于3个月	不少于3个月	/

数据来源:各产品官方说明书,新氧医美百科,各公司官网,国家药监局,财通证券研究所



内毒市场差异化演变趋势显著,爱美客&复锐肉毒临床进度较快。国内现有约 10 款注射用 A 型肉毒素产品处于研发或注册上市流程中,相关布局肉毒素赛道的公司包括爱美客、华东医药、吴海生科、复锐医疗科技、LG 化学等。参考国外已上市地区数据,待获批产品集中在中低端价格带,在维持时间、耐药性、致敏性、精准度等性能以及赋形剂、菌株等工艺上寻求差异化突破点。随后续众多肉毒素产品入场,国内肉毒素市场将进一步向差异化竞争格局演变。

表8.国内4	待获批牌	]毒产品对	比								
产品名	橙毒 Hutox	RT002	绿毒 Nabota	重组 A 型 肉毒 YY001	蓝毒 The Toxin	ATGC- 110	ET-01	AI-09	INIBO	ReNTox	ВМІ
所处阶段	已获 受理	已获 受理	已提交 上市申请	III 期临床 已出组	I期 临床	/	/	/	/	/	/
原产国	韩国	美国	韩国	中国	韩国	韩国	美国	美国	韩国	韩国	韩国
公司				因明生物	Jetema	ATGC	Eirion	Eirion	INIBIO	Pharma Research Bio	BMI KOREA
国内合作	爱美客	复锐医疗 科技	大熊制药	华东医药	华东医 药	华东医 药	昊海	昊海	步长制药	LG 化学	康哲药业
获批适应 症	眉间纹	眉间纹	眉间纹	中度至重度眉间纹	/	中度至 重度眉 间纹	/	/	/	/	/
分子量	900	150	900	150	900	150	/	/	900	900	/
菌株	/	Hall 菌株	KJ997761 菌株	/	欧洲引 进菌株	/	/	/	ATCC193 97 菌株	/	/
赋形剂	人血清 白蛋白	专有稳定 肽	人血清白 蛋白	/	人血清 白蛋白	/	/	/	人血清白 蛋白	人血清白 蛋白	/
合作方式	代理销 售+股 权合作	代理销售	代理销售	代理销售 +股权合 作	代理销售	代理销售	代理销售+ 股权合作	代理销售 +股权合 作	代理销售	代理销售	代理销售

数据来源:各公司官网,动脉网,医美部落公众号,医美行业观察公众号,智慧芽新药数据情报库,财通证券研究所

#### 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

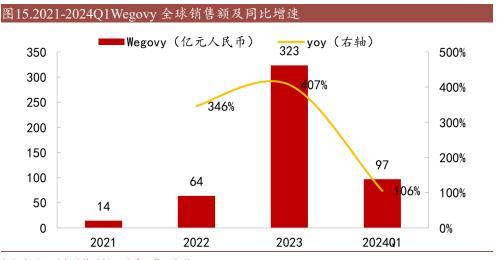
中国体重管理需求广阔、市场庞大, 医美减法时代有望加速来临。国内体重管理市场规模庞大,据 CIC,我国超重及肥胖症药物市场预期将由 2022 年的 13 亿元增长至 2032 年的 472 亿元, CAGR 达 43.7%。相比于填充市场的品类迭代,减法市场有望为整体医美市场带来全新增量空间,同时,除司美直接应用可推进医美市场进入减法时代以外,短时间体重快速下降伴随的皮肤松弛、面部凹陷等"司美脸"副作用预计将提升填充类产品使用需求,利好整体医美市场扩容。





数据来源: 九源基因招股说明书, CIC, 财通证券研究所

诺和诺德减重司美正式国内上市: 诺和诺德用于长期体重管理的司美格鲁肽产品 "诺和盈"在中国获批,根据III期临床试验,作为全球首个且目前唯一用于长期体 重管理的胰高糖素样肽-1 受体激动剂 (GLP-1RA) 周制剂,诺和盈可以实现平均 17% (16.8kg) 的体重降幅,并带来多重健康获益,包括但不限于减少腰围、降低内脏脂肪、改善血脂、延缓糖尿病前期进展等。诺和盈 (海外名称 Wegovy) 2021 年美国上市,2023 年全球销售额达 46.6 亿美元,同比增长 407%。诺和盈的国内获批意味着司美格鲁肽在国内可以合规应用于体重管理,将为超重和肥胖症患者提供突破性健康体重管理方案,此前,诺和诺德的司美格鲁肽 (诺和泰)已在中国获批用于治疗糖尿病,诺和盈、诺和泰均为处方药。



数据来源: 诺和诺德财报, 财通证券研究所



国产 GLP-1 药物紧随其后,多靶点、口服化、长效化为未来趋势。目前国内已有 贝那鲁肽、司美格鲁肽获批减重适应症,在研管线中信达生物的玛仕度肽已于 2024 年 2 月国内申请上市。展望未来,减重药领域多靶点、口服化、长效化为 未来趋势,替尔泊肽作为双靶点 GLP-1RAs 药物已在海外获批减重适应症,口服 司美格鲁肽处于中美临床 III 期阶段,使用频次来看从日制剂向周制剂发展,未来有望拓展至月制剂。

表9.国内减重适应症进	<b>E</b> 度靠前管线梳理				
药品名称	靶点	公司	国内研发进展	开始/申报/ 获批时间点	用法
贝那鲁肽	GLP-1	仁会生物	上市	2023.7	注射, 3次/日
利拉鲁肽	_		Ⅲ期临床	2011.1	注射,1次/日
司美格鲁肽 (注射液)	GLP-1 i	诺和诺德	上市	2024.6	注射, 1次/周
司美格鲁肽(口服片剂)	_		III期临床	2021.9	口服,1次/日
替尔泊肽	GLP-1/GIP		NDA	2023.8	注射,1次/周
orforglipron	GLP-1	礼来	III期临床	2023.5	口服, 1次/日
retatrutide	GLP-1/GCG/GIP	_	Ⅲ期临床	2023.7	注射,1次/周
玛仕度肽	GLP-1/GCG	信达生物	NDA	2024.2	注射,1次/周
伊诺格鲁肽	GLP-1	先为达生物/凯 因科技	III期临床	2023.3	注射, 1次/周
GX-G6	GLP-1	石药集团/天镜 生物	III期临床	2023.8	注射,1次/周
survodutide	GLP-1/GCG	勃林格殷格翰	Ⅲ期临床	2023.10	注射,1次/周
HRS9531	GLP-1/GIP	恒瑞医药	Ⅲ期临床	2024.5	注射,1次/周

数据来源:各公司官网,医美部落公众号,医美行业观察公众号,智慧芽新药数据情报库,国家药监局,财通证券研究所

# 3 医美个股复盘及展望

2023 年医美新品上市相对停滞, 随 2024-2025 年多款新品上市, 有望提振医美市场热度。2024-2025 年, 建议关注核心厂商新品获批节奏:

- ▶ <u>透明质酸类</u>建议关注爱美客宝尼达 2.0、华熙生物颈纹填充产品、复锐医疗科 技 Profhilo、乐普医疗注射用透明质酸钠溶液、键凯科技 PEG 交联透明质酸 钠:
- 胶原蛋白类建议关注巨子生物重组胶原冻干纤维&液体制剂&植入剂&交联重组胶原蛋白凝胶、锦波生物妇科用胶原蛋白&面部增容填充剂&17型重组胶原蛋白;
- 内毒类建议关注复锐医疗科技 Daxxify、爱美客 Hutox 肉毒;



座疮治疗类建议关注科笛外用4%米诺环素泡沫剂。

## 展望后续来看, 医美新品进入密集上市期的影响主要包括:

- 1) 对于下游: 2023-2024H1 医美机构客单价下滑较为明显,一方面医美待获批产品中高端新品较多,有利于价格提升带动整体下游业绩,另一方面玻尿酸等板块上游竞争增加,有望带动定价权向机构段偏移;
- 2) **对于上游**: 具备优势待上市产品储备的企业,在获证+渠道催化下有望贡献增量业绩,同时下游代工定制趋势下,不具备强技术研发基础及新品储备能力的上游将会逐步成为原料或生产企业。

表10.2024-20 <u>25</u> 年	核心厂商待上市产品			
	公司	产品	所属品类	
	爱美客	宝尼达 2.0*	透明质酸填充剂	
	巨子生物	重组胶原蛋白冻干纤维*	胶原蛋白水光	
	科笛	外用 4%米诺环素泡沫剂	皮肤外用药物	
024	华熙生物	透明质酸钠复合溶液 (颈纹适应症)	透明质酸填充剂	
024	乐普医疗	注射用透明质酸钠溶液	透明质酸水光	
	<b>与以压点到</b> 计	长效肉毒 Daxxify	肉毒毒素	
	及犹齿介秆技	透明质酸 Profhilo	透明质酸填充剂 胶原蛋白 水光 皮肤外用药物 透明质酸填充剂 透明质酸填充剂 透明质酸 水光 内毒素 透明质 酸填充剂 透明质蛋蛋白 水光 透照质蛋蛋白白 水光 透明质蛋蛋白白 其充剂 胶原蛋蛋白白 其充剂 胶原蛋蛋白白 其药物 透明质酸填充剂 磨牛 上 黄明质酸填充剂 麻牛生 原明质酸水光 透明质酸水光 透明质酸水光	
爱美客       巨子生物       科笛       2024	约中山北	面部增容适应症胶原蛋白*	透明质酸填充剂	
	<b></b>	妇科用胶原蛋白*	胶原蛋白	
	重组胶原蛋白液体制剂*	胶原蛋白水光		
	键凯科技	聚乙二醇交联透明质酸钠*	透明质酸填充剂	
024	爱美客	Hutox 肉毒*	肉毒毒素	
		重组胶原蛋白植入剂	胶原蛋白填充剂	
0024	已丁生初	交联重组胶原蛋白凝胶	胶原蛋白填充剂	
	科笛	外用非那雄胺喷雾剂	外用毛发药物	
	华东医药	MaiLi Extreme 透明质酸*	透明质酸填充剂	
0025	江艾旦由	HARA 玻尿酸*	透明质酸填充剂	
2025	<b>一</b>	麻膏*	麻膏	
		聚乳酸真皮注射填充剂	再生产品	
2024-2025	乐普医疗	注射用透明质酸钠复合溶液	透明质酸水光	
		注射用交联透明质酸钠凝胶	透明质酸填充剂	
	键凯科技	注射用复合透明质酸钠溶液*	透明质酸水光	
	华熙生物	械三水光产品	透明质酸水光	

数据来源:各公司公告,财通证券研究所

注:标\*产品预计获批时间根据公开资料披露所处阶段估算



- 爱美客:肉毒获药监局受理,继玻尿酸、再生之后有望再出明星大单品,展望 2024H2 在低基数背景下具备较高确定性,叠加如生天使有望加速放量+宝尼达 2.0 获批预期,低估值下有望迎来边际改善。
- ▶ 錦波生物: 发布 2024H1 业绩预告, 预期归母净利润 2.9-3.1 亿元超预期, 展望 2024H2 有望通过 4mg 销售深化+矩阵化布局+在研管线稳步推进实现全年高增。
- ▶ 巨子生物: 美妆基本面表现优异,618 大促期间可复美/可丽金分别同比增长超过60%/100%,其中可复美胶原棒仍未达天花板+新品焦点系列超预期,可丽金线上低基数保持高增势能,我们预计存在中报超预期+全年业绩上调机会。医美管线获批预期有望提振估值+情绪,管线落地后预计借助渠道、人群复用等方面快速起量,目前巨子已覆盖约4000家医美渠道。
- ➤ **江苏吴中**: 2024H1 艾塑菲获批上市, 4 月首批机构发布会+6 月品牌发布会以来, 覆盖机构超过 200 家, 终端产品反馈优异, 展望 2024H2 在产能受限解除后有望加速放量, 同时关注年底胶原蛋白产品上临床预期。
- **吴海生科:** 姣兰唇部适应症&海魅持续表现优异,推出海魅云境主打高定再生,第四代有机交联玻尿酸已正式获批,有望通过氨基酸交联解决目前市场对于交联剂安全性的担忧。
- ▶ **复锐医疗科技:**目前处于估值低位,建议关注注射管线获批进展,长效肉毒 Daxxify 有望 2024 年底上市,相比于普通肉毒 3-4 个月持续性, Daxxify 注射 后可维持 6-9 个月, 具备高度差异性。
- ▶ 科笛-B: 已形成毛发+妆品产品矩阵,商业化取得初步成果,多款在研管线进度顺利,其中重磅管线外用米诺环素泡沫剂、外用非那雄胺喷雾剂分别预计于2024、2025年落地。
- 朗姿股份:通过自研产品占比提升+控制营销费用率提升医美利润率,同时加速体外机构并入,女装业务支持下有望稳健发展。
- ▶ 美丽田园: 三美业务协同建立护城河,收购生美龙二奈瑞儿强强联合,38 大促期间增速 13%,作为传统生活美容服务龙头,有望通过生美拓店+医美/亚健康转化率提升同步驱动发展。



表11.医美板块核心标的 2023&2024Q1 业绩汇总										
股票代码	企业简称	2023 年(亿元)				2024Q1(亿元)				
		营收	yoy	归母净利润	yoy	营收	yoy	归母净利润	yoy	
上游厂商										
832982.BJ	锦波生物	7.80	100.0%	3.00	174.6%	2.26	76.1%	1.01	135.7%	
300896.SZ	爱美客	28.69	48.0%	18.58	47.1%	8.08	28.2%	5.27	27.4%	
688389.SH	普门科技	11.46	16.5%	3.29	30.7%	3.06	10.1%	1.07	21.7%	
688363.SH	华熙生物	60.76	-4.5%	5.93	-39.0%	13.61	4.2%	2.43	21.4%	
688366.SH	昊海生科	26.54	24.6%	4.16	130.6%	6.46	5.7%	0.98	20.2%	
600200.SH	江苏吴中	22.40	10.5%	-0.72	亏损收窄	7.03	15.0%	0.05	-82.0%	
2367.HK	巨子生物	35.24	49.0%	14.52	44.9%	/	/	/	/	
4728.TWO	双美	3.91	20.8%	1.45	17.2%	/	/	/	/	
1696.HK	复锐医疗科技	25.60	1.4%	2.24	-21.6%	/	/	/	/	
2487.HK	科笛-B	1.38	1110.8%	-19.64	亏损扩大	/	/	/	/	
下游机构										
002612.SZ	朗姿股份	51.45	24.4%	2.25	953.4%	14.00	11.4%	0.82	15.8%	
2373.HK	美丽田园	21.45	31.2%	2.16	109.2%	/	/	/	/	
2138.HK	医思健康	33.91	32.7%	0.61	-64.7%	/	/	/	/	
2279.HK	雍禾医疗	17.77	25.8%	-5.38	亏损扩大	/	/	/	/	
000615.SZ	ST 美谷	13.64	0.6%	-3.43	亏损收窄	2.75	-15.6%	-0.24	亏损扩大	

数据来源: Wind, 财通证券研究所

注:单位为人民币

表12.核心标的 2024H1 及 2024E-2026E 业绩前瞻											
公司	归母净利润 (亿元)				归母净利润(亿元)			收入(亿元)			
	2023H1	2024H1(min)	yoy	2024H1(max)	yoy	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
爱美客	9.6	11.4	18%	11.6	21%	24.5	31.6	39.7	38.3	49.9	63.2
锦波生物	1.1	2.9	165%	3.1	183%	6.2	8.7	11.3	13.8	19.4	25.0
巨子生物	6.7	9.0	35%	9.2	38%	19.9	25.3	31.2	49.9	64.3	79.5
江苏吴中	0.3	0.4	39%	0.4	46%	1.3	2.5	3.9	28.0	33.2	38.4
普门科技	1.3	1.7	23%	1.7	25%	4.3	5.3	6.5	14.0	16.4	18.9
复锐医疗科技	1.4	1.4	0%	1.4	5%	3.2	4.1	5.0	30.0	37.1	45.3

数据来源: Wind, 财通证券研究所

# 4 投资建议

2024H1 医美市场在高预期下仍存在增长压力,但肉毒、再生等板块重磅新品上市一定程度提振市场情绪,2024H2-2025 医美新品有望引来密集上市期,同时展望2024H2来看,在去年低基数背景下增长具备较高确定性。从标的来看,我们推荐关注:



- 1) 和医美大盘景气度关联偏低,受消费变化影响不明显的胶原蛋白赛道,推荐关注美妆双品牌势能抬升、医美管线有望近期落地的巨子生物 (2367.HK);业绩持续兑现的重组胶原医美龙头锦波生物 (832982.BJ);
- 2) 具备新品管线催化的江苏吴中(600200.SH)、吴海生科(688366.SH)、复锐医疗科技(1696.HK),建议关注科笛-B(2487.HK);

# 5 风险提示

医美消费不及预期, 核心厂商新品研发获批不及预期, 宏观经济波动。



## 信息披露

#### ● 分析师承诺

作者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,具备专业胜任能力,保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点,力求独立、客观和公正,结论不受任何第三方的授意或影响,作者也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。

#### ● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

#### ● 公司评级

以报告发布日后6个月内,证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准:

买入: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%;

增持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间;

中性:相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间:

减持:相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%;

无评级:由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法 给出明确的投资评级。

A股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准;香港市场代表性指数以恒生指数为基准;美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

#### ● 行业评级

以报告发布日后6个月内, 行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准:

看好:相对表现优于同期相关证券市场代表性指数;

中性: 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平;

看淡:相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准;香港市场代表性指数以恒生指数为基准;美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

#### ● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。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。

本报告的信息来源于已公开的资料,本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、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邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此,客户应注意,在法律许可的情况下,本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下,本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策,而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见:

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。