



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



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，2020-2040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

**预览已结束，完整报告链接和二维码如下：**

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_33569](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_33569)

