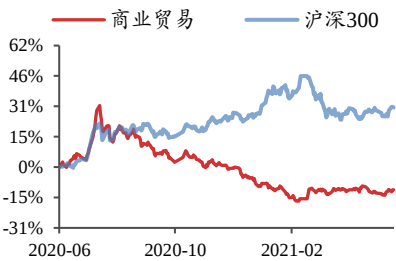


商业贸易

2021 年 05 月 31 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《商贸零售行业周报-618 预售战幕拉开，新老平台入场玩法多样》- 2021.5.30

《商贸零售行业周报-爱美客态活泡针发布，卡位医美抗衰优质赛道》- 2021.5.23

《行业点评报告-4 月社零同比+17.7% 低于预期，珠宝品类持续景气》- 2021.5.17

医美行业深度专题（一）产品篇：颜值经济时代医美需求风起，产品端龙头公司强者恒强

——行业深度报告

黄泽鹏（分析师）

huangzepeng@kysec.cn

证书编号：S0790519110001

杨妍（联系人）

yangyan@kysec.cn

证书编号：S0790121010071

● 医美行业：颜值压力催生旺盛消费需求，大空间低渗透黄金赛道蓬勃发展

颜值经济时代，变美需求驱动医美行业蓬勃发展。首先供给端看，以玻尿酸、肉毒素注射和光电美容等为代表的非手术类“轻医美”项目崛起，风险低、价格友好，显著降低了初尝试门槛；再看需求端，随着观念改变消费者对医美行为接受度明显提高，同时消费群体年轻化也催生美肤、抗衰等日常化项目需求。2019 年，我国医美市场规模（受监管合规口径）已达到 1436 亿元（对应 2015-2019 年 CAGR=22.5%），但渗透率仅有 3.6%，远低于日、美、韩（渗透率高达 20.5%）等医美成熟市场水平，长期看提升空间广阔，行业持续高景气可期。

● 产业链分析：中游医美产品商占据价值链核心环节，技术+资质深筑壁垒

医美产业链主要分为上游原材料厂商、中游医美产品生产商、下游医美服务机构和终端消费者。相较而言，医美产品生产商具备较高技术和资质壁垒，强议价权保障下，头部企业盈利能力突出（毛利率在 85%以上、净利率在 50%以上）。考虑到医美产品从前期市场洞察和产品研发（通常 5 年以上）、注册申报资质审批（1 年以上）到产品推广（机构医生认可+消费者形成认知，上市到放量还需 2-3 年），整体周期漫长，客观上也构筑了优质医美产品的核心竞争壁垒。

● 医美产品：从消费者→医美机构→医美产品链路，关注细分赛道优质产品

医美本质受终端消费者驱动，因此我们按照消费者→医美机构→医美产品的顺序进行需求分析，挖掘有望长期高景气的细分赛道和产品。（1）**透明质酸**：主打抗初老&填充，市场规模达 47.6 亿元（合规产品入院价口径，2019 年数据，下同），对应 2015-2019 年 CAGR=26%，其中国货品牌市占率在逐年提升；目前行业内合规Ⅲ类医疗器械透明质酸产品已多达 40 款，未来重点关注细分赛道优质产品，如抗衰水光类（爱美客太活、华熙生物 Aqua 娃娃针、双子针）和特定部位适应症明星产品（爱美客嗨体等）。（2）**肉毒素**：应用于除皱、瘦身领域，市场规模 35 亿元、CAGR=31%，目前合规获批产品仅保妥适、衡力等 4 款，但爱美客、复星医药等多家企业也正通过自研、代理等方式积极布局。（3）**再生类**：受益于医美终端消费升级，未来可重点关注童颜针、少女针（华东医药）等获批新产品。（4）**光电&射频**：美肤、美白等医美日常化项目代表，明星项目热玛吉深受终端消费者欢迎，目前市场中仍以进口设备为主。

● 医美主题受益标的：爱美客、华熙生物、华东医药、昊海生科等

颜值经济时代，变美需求驱动医美行业蓬勃发展，中游医美产品商竞争力最突出。重点推荐爱美客（玻尿酸产品龙头，已构建嗨体、宝尼达、爱芙莱等明星产品矩阵，壁垒深厚、新品可期）和华熙生物（透明质酸全产业链龙头，四轮驱动打开新成长空间）；受益标的包括华东医药、四环医药、昊海生科、复锐医疗科技等。

● 风险提示：疫情和经济因素影响需求；新品研发推广不及预期；竞争加剧。

目 录

1、 投资概要：医美掘金指南	5
2、 医美行业：高景气黄金赛道，低渗透率&消费观念改变&年轻化趋势推动行业高速增长	13
3、 透明质酸（玻尿酸）：主打抗初老&填充，国产品牌市占率逐渐提升	15
3.1、 抗初老：水光类产品景气度高，目前合规产品少、市场空间广阔	16
3.2、 填充除皱&轮廓塑形：竞争激烈，国货品牌主打低端大众价格带	17
4、 肉毒素：应用于除皱、瘦身领域，市场空间广阔	21
5、 其他医美项目：满足消费者差异化需求	23
5.1、 光治疗设备：强脉冲光（光子嫩肤）、激光（祛斑祛痘）等	23
5.2、 热玛吉：射频类医美项目，深受终端消费者欢迎	25
5.3、 线雕：提拉效果好，目前国内合规产品较少	26
5.4、 少女针&童颜针：从填充到再生，医美持续进阶	27
6、 医美受益标的：爱美客&华熙生物&华东医药&四环医药&昊海生科&复锐医疗科技	28
6.1、 爱美客：差异化产品切入医美优质赛道，业绩高增长、盈利能力强	28
6.2、 华熙生物：透明质酸全产业链龙头，四轮驱动打开新成长空间	29
6.3、 华东医药：少女针获批，医美产品线丰富，崛起正当时	30
6.4、 四环医药：医药+医美双轮驱动，肉毒素市场空间广阔	31
6.5、 昊海生科：眼科、医美双轮驱动，打开成长空间	32
6.6、 复锐医疗科技：能量源医美器械龙头，新布局有望贡献新增量	33
7、 风险提示	34

图表目录

图 1： 上游产品方占据产业链核心环节，优质细分赛道产品有望脱颖而出	6
图 2： 医美产品可根据供给端、需求端两个维度进行分类（市场规模为 2019 年数据，仅考虑合规产品）	7
图 3： 医美产品方上市公司围绕医美赛道进行多方位布局	8
图 4： 上游产品生产方通过差异化定位满足消费者需求（各品类中，产品按照价格从高到低排列展示）	9
图 5： 医美产业链中，产品生产方占据产业链核心利润分配环节（以透明质酸注射产品为例进行分析）	10
图 6： 前期产品研发所需时间较长（以爱美客项目为例）	11
图 7： 产品放量所需时间较长（以爱美客产品为例）	11
图 8： III类医疗器械资质申请较为严格	11
图 9： 分性别、年龄结构医美渗透率：预计 2030 年渗透率达到 6.5%	12
图 10： 预计 25-30 岁年龄段为医美消费客单价最高群体	12
图 11： 我国医美市场未来 5 年 CAGR 有望达 21%	12
图 12： 预计我国医美市场将保持快速增长态势	13
图 13： 我国医美项目渗透率远低于美国与日韩	13
图 14： 近六成消费者对医美消费行为持正面态度	13
图 15： 用户体验医美项目主要为了改善形象与感受快乐	13
图 16： 医美消费者年龄分布呈现明显年轻化趋势	14
图 17： 30 岁以上医美消费者消费能力更强	14
图 18： 医美项目可以分为手术类和非手术类（即轻医美）	14
图 19： 2024 年我国合规医美级玻尿酸有望达 120 亿元	15
图 20： 国产玻尿酸产品市场份额持续提高	15

图 21: “中胚层疗法”可深入滋养真皮层	16
图 22: 知名水光产品菲洛嘉添加多种营养素	16
图 23: 目前市场上主要水光产品中, 国产品牌定位大众、海外品牌定位高端	16
图 24: 华熙娃娃针是国内首款获批水光类 III 类医疗器械	17
图 25: 爱美客太活泡泡针主打抗衰	17
图 26: 中分子玻尿酸常用于填充除皱	17
图 27: 大分子玻尿酸常用于轮廓塑形	17
图 28: 国货塑形产品主打大众价格带(单位: 元/ml)	18
图 29: 肉毒素通过干扰肌肉运动能力达到除皱效果	21
图 30: 预计医美肉毒素市场将保持较高增速	21
图 31: 肉毒素注射项目受到消费者欢迎	21
图 32: 利用选择性光热作用可治疗不同皮肤问题	23
图 33: 激光比强脉冲光更聚焦, 能量更大	23
图 34: 国内光治疗设备市场以进口设备为主	24
图 35: 热玛吉原理: 通过热聚集诱发机体创伤愈合反应以实现除皱、提拉、紧肤	25
图 36: 模拟皮肤各层次线雕效果	26
图 37: 线雕手术示意图	26
图 38: “童颜针”通过刺激自身胶原蛋白生长以抚平皱纹	27
图 39: “少女针”作用原理与“童颜针”类似, 但短期见效更快	27
图 40: 爱美客营收、归母净利润高速增长	28
图 41: 爱美客盈利能力强	28
图 42: 以嗨体为代表的溶液类产品营收占比高	28
图 43: 太活泡泡针通过抗糖、抗氧化实现抗衰效果	28
图 44: 华熙生物发力终端, 营收高速增长	29
图 45: 华熙生物保持较高毛利率水平	29
图 46: 华熙生物功能性护肤品收入占比逐年提升	29
图 47: 华熙生物终端布局丰富, 有望贡献新增长点	29
图 48: 华东医药 2020 年利润在疫情背景下基本持平	30
图 49: 华东医药毛利率保持较高水平	30
图 50: 华东医药 2020 年利润在疫情背景下基本持平	30
图 51: 华东医药少女针产品获批, 有望贡献增量	30
图 52: 四环医药近年来营收增速受政策影响下滑	31
图 53: 2020 年四环医药利润端恢复	31
图 54: 乐提葆受到下游欢迎	31
图 55: 昊海生科营收、归母净利润高速增长	32
图 56: 昊海生科盈利能力强	32
图 57: 昊海生科的营收中眼科产品占比高	32
图 58: 昊海生科四大主营版块产品线	32
图 59: 复锐医疗科技经营业绩受疫情影响明显	33
图 60: 疫情冲击下复锐医疗科技盈利能力较为稳定	33
图 61: 无创医疗美容设备是复锐医疗科技主要营收来源	33
图 62: 能量源医美器械是复锐医疗科技的核心业务	33

表 1: 通常来说, 玻尿酸分子量越大, 留存时间就越长	15
------------------------------------	----

表 2: 截至 2020 年我国已经有 40 种合规医疗美容领域透明质酸获批上市	18
--	----

表 3: 多款肉毒产品处于审批阶段	22
表 4: 光治疗设备市场仍以进口设备为主, 国内企业也在加速布局	24
表 5: 热玛吉效果维持时间可达 2 年	25
表 6: 国内有紧恋和 MINT 等两款面部埋线产品获批	26
表 7: 医美产品赛道受益标的: 爱美客、华熙生物、华东医药、昊海生科、四环医药、复锐医疗科技	34

1、投资概要：医美掘金指南

颜值经济崛起，医美行业蓬勃发展，2019 年我国医美市场规模（受监管合规口径）已达到 1436 亿元，对应 2015-2019 年 CAGR 为 22.5%。相较传统手术类医美项目而言，轮廓塑形、水光针、热玛吉、光子嫩肤等轻医美项目更受消费者青睐。从医美产业链角度看，中游医美产品生产方占据了利润分配核心环节，且国货品牌市占率在逐渐提升；而下游医美服务终端方面，医美机构的资本化进程也在加速。本篇报告是我们医美行业研究的开篇，主要针对占据产业链核心环节的医美产品方进行分析，着重探讨和阐释以下内容：

怎样理解医美产业链？ 医美本质受终端消费者驱动，因此我们按照**消费者→医美机构→医美产品**的顺序进行需求分析，希望找到哪类产品、哪类公司有望脱颖而出。我们认为，同时满足 B 端和 C 端需求的产品最有潜力成为明星产品；在 C 端需求旺盛但对 B 端需求无法较好满足的产品，将主要起到引流作用，下游医美机构的推广意愿会比较有限；而如果对 C 端需求也无法满足，则产品将难以在市场立足。

- **消费者需求分析：**消费群体对医美行为接受度提升（消费者教育普及、产品安全性增强）、颜值焦虑（社交需求、容貌焦虑等）和年轻化趋势驱动行业蓬勃发展。年轻化趋势也使得**美肤抗衰等日常化轻医美项目以及相对低客单价的产品**受到消费者青睐。信息获取方面，在新氧等医美渠道带动下，信息日益透明，消费者也会倾向**安全保障高的明星产品**。此外，**新需求**也在持续被激发。
- **医美机构需求分析：**医美行业趋势是规范化，因此合规龙头企业具备长期优势。而在行业竞争日趋激烈背景下，提高消费者粘性（**高频产品、整体解决方案**）是医美机构的关注重点；若产品都能满足消费者需求，则下游会优先推荐利润空间大的产品。此外，**产品安全性、可操作性**也将长期作为医美机构的考虑要素。

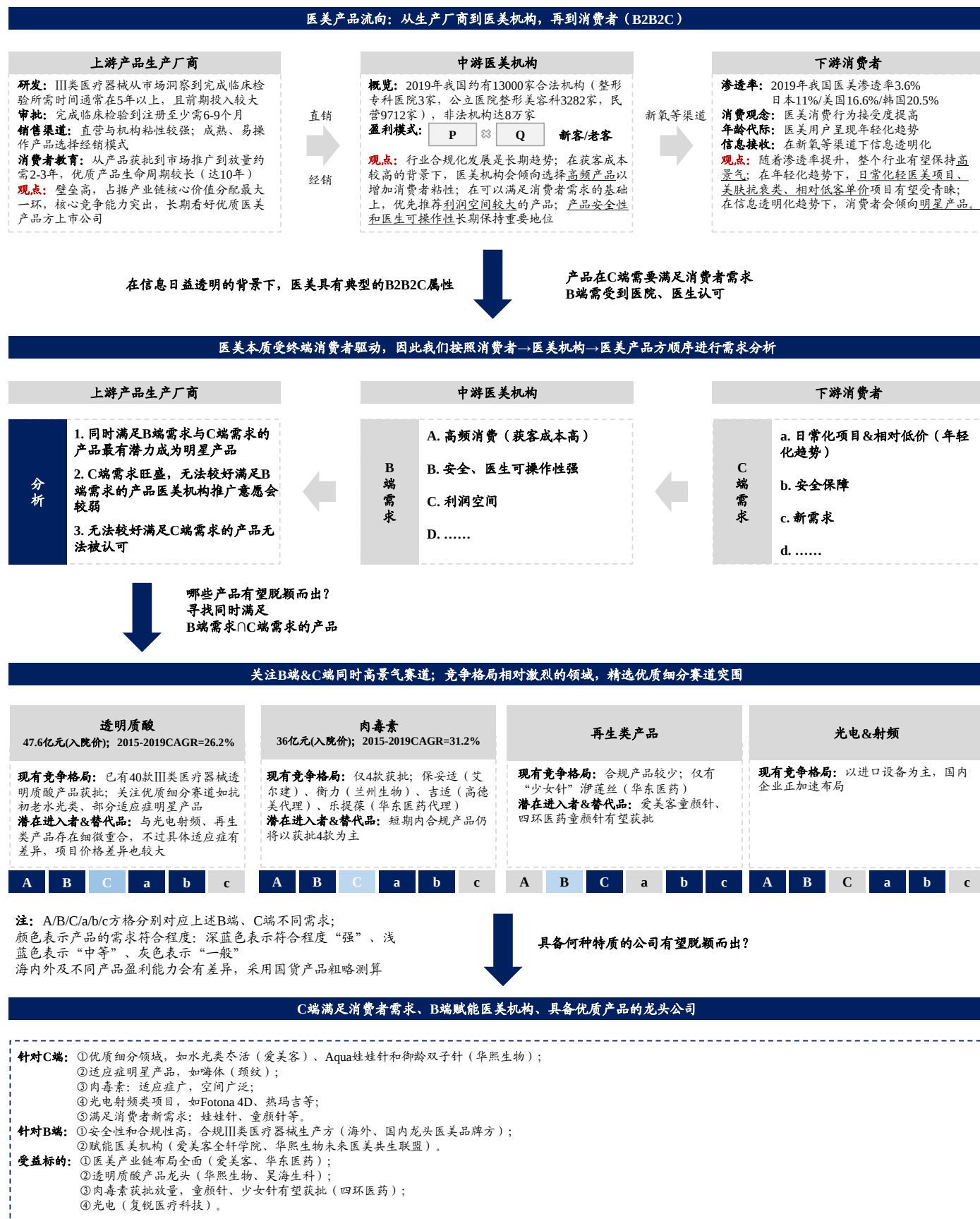
哪些细分领域、细分产品最值得关注？ 完成需求分析后，我们进一步引入行业竞争格局和潜在进入者&替代品因素进行分析，优选以下医美细分领域及对应产品。

- **透明质酸：**终端需求旺盛，目前我国透明质酸合规Ⅲ类医疗器械已多达 40 款；看好优质细分蓝海领域（如：水光抗衰类；部位适应症明星产品）。
- **肉毒素：**高频、应用场景广，终端需求旺盛。目前我国仅 4 款产品获批，且短期内预计合规产品仍将以该 4 款为主。
- **再生类产品：**受益于终端消费升级，消费者需求从短效向长效过渡；目前市场合规产品较少，看好少女针、童颜针等产品。
- **光电类产品：**医美日常化项目代表，明星项目热玛吉等深受消费者欢迎。

哪些公司有望脱颖而出？

- 医美产业链布局全面（爱美客、华东医药）；
- 透明质酸细分领域领先（华熙生物、昊海生科）；
- 肉毒素产品获批有望放量，童颜针、少女针有望获批（四环医药）；
- 布局光电、射频领域（复锐医疗科技）。

图1：上游产品方占据产业链核心环节，优质细分赛道产品有望脱颖而出



资料来源：Frost & Sullivan、新氧、各公司公告、开源证券研究所（本图仅主要展示和分析“轻医美”相关项目，市场规模为2019年数据）

医美如何分类？各细分赛道规模几何？根据 Frost & Sullivan 数据，2019 年我国医美市场规模 2784 亿元，其中受监管规模为 1436 亿元（2015-2019 年 CAGR=22.5%）。

- **医院：**按操作方式划分，医美项目分为手术类项目（约 836 亿元）和非手术类项目（约 600 亿元）。手术类项目即整形美容，涵盖拉皮、假体、鼻部整形、眼皮手术等；非手术类项目即“轻医美”，主要包括注射类、线技术、光电美容等。
- **需求端：**从医美消费者角度看，通常按照抗初老、去皱提拉、轮廓塑形、减肥等不同需求选择对应项目（下图横轴）。（1）**抗初老**项目：主要包括光电类（光子嫩肤）和注射类（透明质酸水光类产品）；（2）**去皱提拉**项目：主要包括射频、声波、注射类、线雕以及手术类项目；（3）**轮廓塑形**项目：主要包括透明质酸类填充及手术类填充；（4）**减肥**类项目：包括低温、注射、药物等。
- **供给端：**从医美产品生产方看，通常可按照仪器和注射材料来分类（下图纵轴）。以注射类项目为例，同种材料根据应用技术、添加成分、注射部位不同也可以满足不同功效。如透明质酸可以满足抗初老、去皱提拉、填充塑形等功效。

图2：医美产品可根据供给端、需求端两个维度进行分类（市场规模为 2019 年数据，仅考虑合规产品）

项目产品		抗初老	去皱提拉	轮廓塑形	减肥	
非手术类 600亿元 CAGR=24.6%	仪器	光电 光子嫩肤 300-2000元/次 一疗程（3-6次）3500元 维持12个月				
		射频 热玛吉 0.6-2.5万元/次 一疗程（2-3次）6万元 维持1-2年				
		声波 超声刀 2500-8000元/次 一疗程（1-2次）4500元 维持1-2年				
	低温				酷塑冷冻溶脂 1000-8000元/次 一疗程（3-6次）1.2万元 维持1年	
	注射 309亿元 CAGR=24.4%	透明质酸 47.6亿元 （2019，入院价） CAGR=26.2%	水光针 200-4000元/次 一疗程（3次）7000元 维持6个月	玻尿酸填充除皱 1000-8000元/次 一疗程（1-3次）3500元 维持6-12个月	轮廓塑形 2000-10000元/次 一疗程（1次）6000元 维持6-12个月	
		肉毒素 36.0亿元 （2019，入院价） CAGR=31.2%		肉毒素除皱针 600-4000元/次 一疗程（1次）2000元 维持6-12个月		瘦腿&瘦脸 1000-5000元/次 一疗程（1次）2500元 维持6个月
		再生类		少女针 1-1.5万元/次 一疗程（1次）1万元 维持1-3年 童颜针：一疗程需多次治疗		
		溶脂制剂				溶脂针 3000-8000元/次 一疗程（3次）1.5万元 维持1年
		线雕		线雕 3000-20000元/次 一疗程（1次）8000元 维持2-3年		
				拉皮 1-5万元/次 一疗程（1次）3万元 维持5-10年	假体填充（隆胸） 2-20万元/次 一疗程（1次）5万元 维持10年	
	手术类 836亿元 CAGR=21.1%					

资料来源：Frost & Sullivan、新氧、开源证券研究所（CAGR 为 2015-2019 年，非手术类包括仪器、注射等，标灰为暂未获批项目；相同项目不同产品价格差异较大，仅选取有代表性国货产品价格作为产品及疗程价参考）

医美行业相关上市公司各自布局如何？

- **国内：**爱美客、华东医药在各领域布局覆盖较广；华熙生物、昊海生科在透明质酸领域深耕；复锐医疗科技主要布局在光电领域；四环医药在肉毒素领域具有领先优势。
- **海外：**艾尔建是全球医美龙头，在我国市场肉毒素和透明质酸领域布局均较早，销售体系完善；高德美主要布局在透明质酸和肉毒素领域。

总体来看，海内外企业均通过自研、代理等方式，围绕消费者需求布局医美赛道。

图3：医美产品方上市公司围绕医美赛道进行多方位布局

项目/产品	爱美客	华熙生物	华东医药	昊海生科	四环医药	兰州生物	复锐医疗科技	艾尔建美学 (艾伯维)	高德美
仪器	光电			镭科光电激光设备			辉煌精准嫩肤系统 SINON 宝石之光 Pico clear		
	射频			EndyMed射频设备			热拉提Thermolift Accentuate		
	声波						Reshape		
	低温		Cooltech Define Glacial Spa Glacial Rx					酷塑CoolSculpting	
注射	透明质酸	逸美、嗨体、衣活、爱芙莱、爱美飞、逸美一加一、宝尼达	润百颜系列 润致系列	伊婉（代理） Maili（代理） Perfectha	海薇 姣兰 海魅	公主（代理） Hugel玻尿酸 （代理）		乔雅登Juvéderm	瑞蓝Restylane 丽瑛Lyft 唯瑛Vital
	肉毒素	Hutox（代理）	Meditoxin （代理）	Jetema肉毒素 （代理）	ET-01 AI-09	乐提葆Letybo （代理）	衡力	保妥适Botox	吉适Dysport （代理）
	再生类	爱美客童颜针		少女针Ellansé		童颜针 少女针			童颜针Sculptra
	GLP-1 类似物	利拉鲁肽注射液		利拉鲁肽注射液 索玛鲁肽注射液					
	溶脂制剂	爱美客溶脂针					RZL012		
	线雕	紧恋		Silhouette Instalift					
财务概览（2020年）									
营业收入（亿元/美元）	7.09	26.33	336.83	13.32	24.64	-	1.62	160.89	-
营业收入3年CAGR	47.2%	47.6%	6.6%	-0.5%	-3.5%	-	5.7%	-	-
归母净利润（亿元）	4.40	6.46	28.20	2.30	4.73	-	0.13	-	-
归母净利润3年CAGR	74.9%	42.7%	16.6%	-14.8%	-31.1%	-	5.7%	-	-
毛利率	92.2%	81.4%	33.1%	74.9%	77.7%	-	55.7%	84.5%	-
销售费用率	10.4%	41.8%	17.7%	41.7%	15.0%	-	26.6%	-	-
管理费用率	6.1%	6.2%	3.0%	16.1%	19.9%	-	9.8%	-	-
研发费用率	8.7%	5.4%	2.8%	9.5%	29.6%	-	6.8%	-	-
净利率	62.1%	24.5%	8.4%	17.3%	19.2%	-	8.0%	-	-
收入结构	溶液类 63.1%	功能性护肤 51.2%	医药商业 65%	眼科 42.5%	骨科产品 24.9%		无创医美设备 72.2%		
	凝胶类 35.6%	原料产品 26.7%	医药工业 32%	整形美容 与创面护理 18.2%			微创医美设备 12.4%		
	埋植线 0.3%	医疗终端 21.9%	医美 3%	防粘连及止血 12.9%	-	-	生活美容设备 8.9%	-	-
	其他 1.1%	其他 0.2%		其他 1.6%			非能量源设备 2.6%		
							服务及其他 4.0%		

资料来源：新氧、各公司公告、开源证券研究所（标灰为海外合法但国内尚未注册，标蓝为已布局有望获批；复锐医疗科技、艾尔建美学的计价单位为美元，其余公司为人民币；艾尔建数据为2019年数据）

现有主要医美产品各自竞争格局如何？

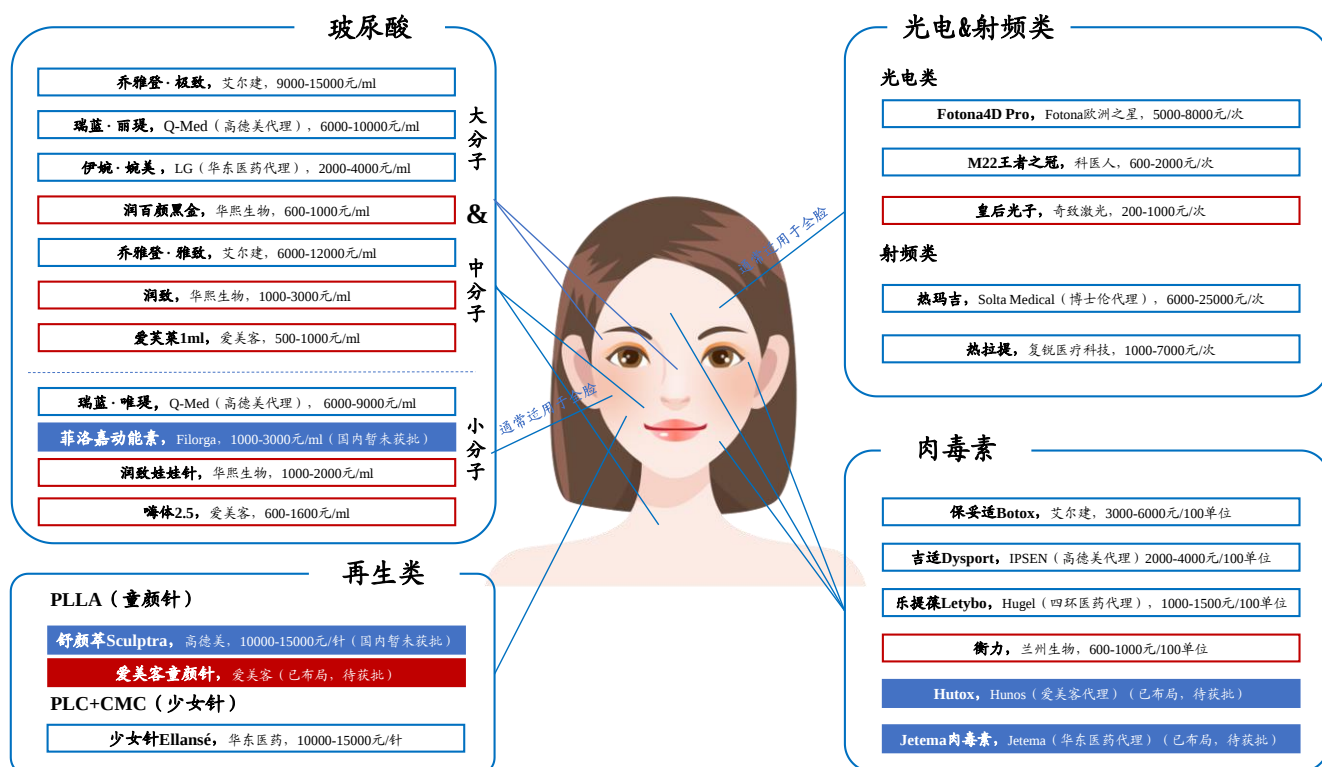
透明质酸：关注优质细分赛道具备差异化竞争优势的产品。**市场规模：**2019 年为 47.6 亿元；**行业增速：**2015-2019 年 CAGR=26.1%，未来有望继续保持高增速；**竞争格局：**竞争较为激烈，目前合规Ⅲ类医疗器械透明质酸产品已达 40 款，国货品牌市占率在逐渐提升；**展望：**具备差异化竞争优势的产品有望脱颖而出。

- **小分子：**主要为满足抗衰类需求的水光类项目，景气度高，目前合规产品较少。水光类产品通常价格较低，近年来终端需求旺盛，市场上不合规产品较多（海外获批、国内未获批Ⅲ类医疗器械，如丝丽、菲洛嘉等）。近期国货上市公司围绕抗衰细分领域进行较多布局，如华熙生物的润致 Aqua 娃娃针、爱美客的太洛等。
- **中分子&大分子：**主要用于填充鼻唇沟除皱、轮廓塑形，竞争较为激烈，差异化产品有望突围。我们对透明质酸产品进行梳理，用于纠正中、重度鼻唇沟的产品竞争激烈，差异化产品有望脱颖而出，如爱美客针对颈纹的嗨体产品。总体来看海外公司布局高端价位，国内产品布局大众赛道。

肉毒素：市场空间大，目前国内仅 4 款合规获批产品。**市场规模：**2019 年为 35 亿元；**行业增速：**2015-2019 年 CAGR=31%，未来有望继续保持较高增速；**竞争格局：**2019 年保妥适、衡力的销售额市占率分别为 55.6%、44.4%，2020 年吉适（高德美代理）、乐提葆（四环医药代理）获批；**展望：**爱美客、复星医药等 5 家企业通过自研、代理等方式入局，目前进度处于Ⅲ期临床、临床获批阶段，鉴于肉毒素资质审核时间较长，我们认为未来 1-3 年时间内，合规的肉毒素产品仍将以上述四款为主。

再生类：此类产品单只价格较高，定位高端，未来重点关注少女针、童颜针等终端需求旺盛产品。

图4：上游产品生产方通过差异化定位满足消费者需求（各品类中，产品按照价格从高到低排列展示）

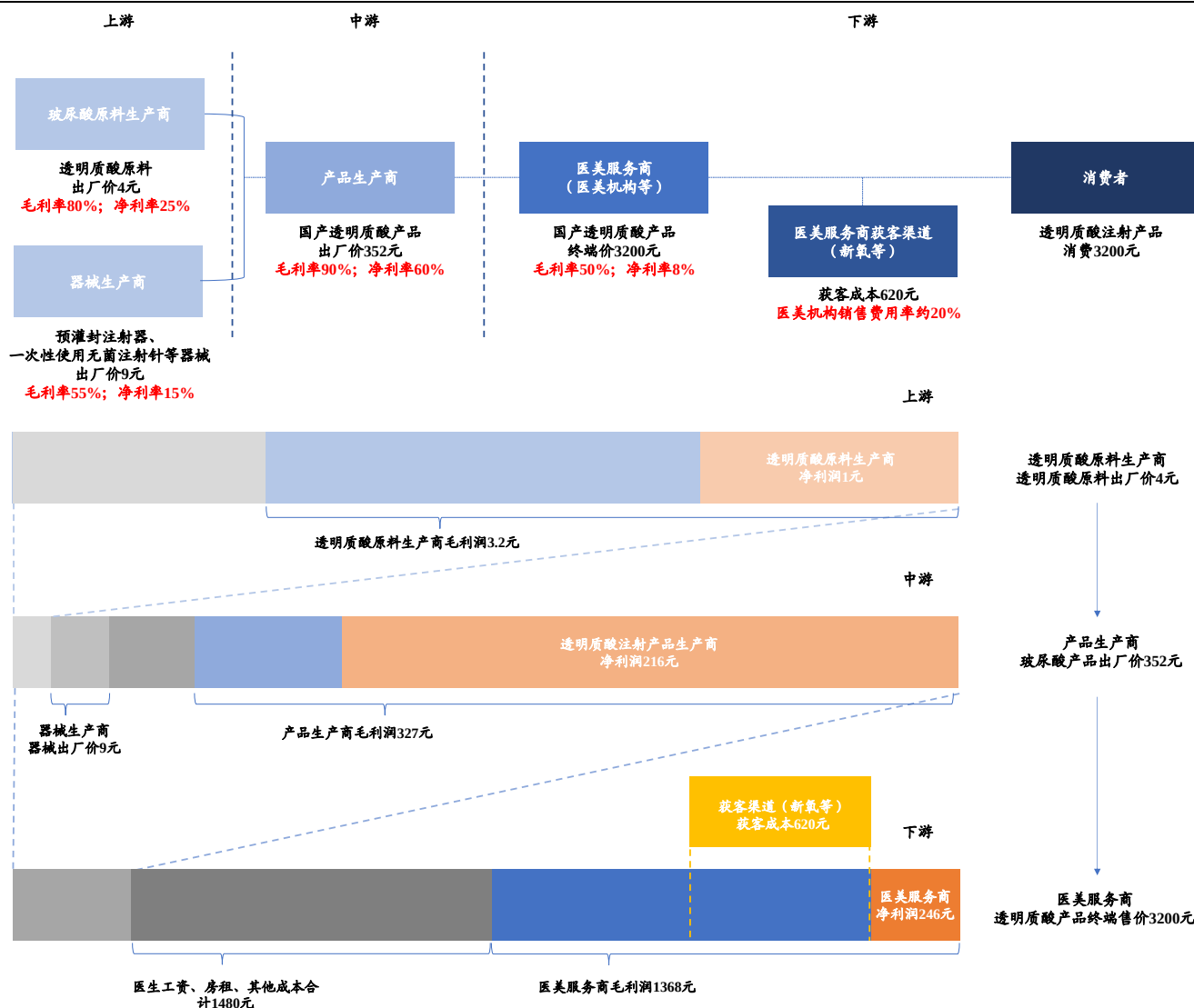


资料来源：新氧、各公司公告、开源证券研究所（蓝色为海外产品、红色为国内产品）

医美产业链的价值如何分配？我们以终端价 3200 元的国货透明质酸注射产品进行测算，中游产品、器械生产商占据产业链中价值的最大一环，议价权较高。

- **上游：透明质酸原料生产商、无菌注射器等原料生产商。**以透明质酸原料生产商为例，受益于终端旺盛需求，行业整体景气度较高。竞争格局属于寡头垄断，头部公司毛利率、净利率较为稳定。**[成本 0.8 元+毛利 3.2 元（其中净利 1 元）=出厂价 4 元]**
- **中游：医美产品生产方，壁垒最高，占据产业链价值最大一环。**中游医美产品生产商拥有核心技术和资质壁垒，毛利率、净利率最高。**[成本 25 元（透明质酸原料 4 元、注射器 9 元）+毛利 327 元（其中净利 216 元）=出厂价 352 元]**
- **下游：医美机构，竞争格局相对分散。**医院、医美机构高度分散，净利率水平受前期资本投入、费用率影响。**[成本 1832 元（医美产品 352 元、医生工资约 960 元、房租约 250 元、其他成本约 270 元）+毛利 1368 元（各类费用合计约 1122 元，若其中获客成本 620 元，则最终净利 246 元）=终端价 3200 元]**

图5：医美产业链中，产品生产商占据产业链核心利润分配环节（以透明质酸注射产品为例进行分析）

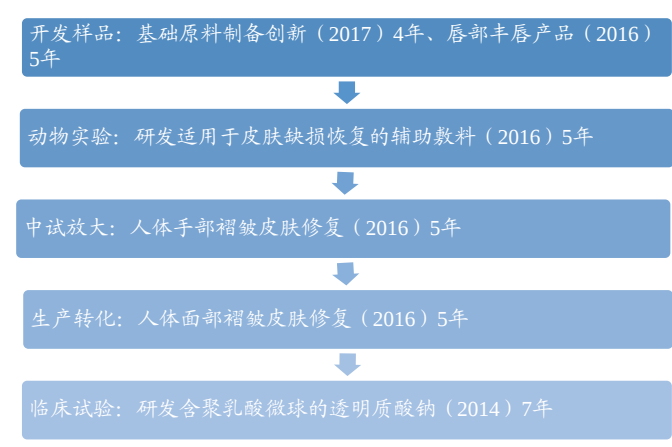


资料来源：爱美客、华熙生物等公司公告、开源证券研究所（图示中灰色为成本、蓝色为费用、橙色为净利润，透明质酸原料生产商参考华熙生物数据测算、产品生产商参考爱美客数据测算、医美机构参考华韩整形、瑞丽医美、朗姿股份等综合测算）

如何看待医美行业的竞争壁垒？前期市场洞察&研发构筑产品竞争壁垒，严资质审批流程利好合规龙头企业。

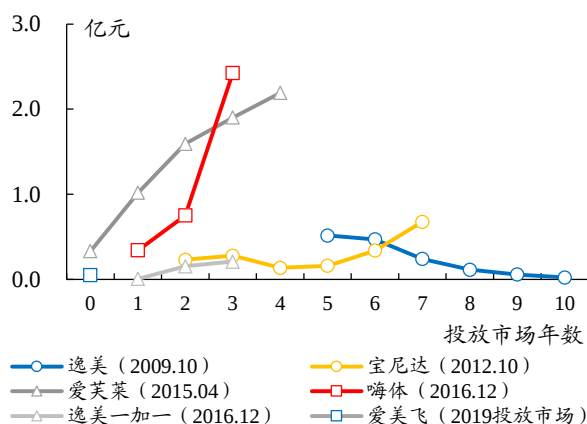
- **前期市场洞察&研发：所需时长较长。**以医疗器械为例，研发项目需要经过开发样品、动物实验、中试放大、生产转化、第三方型式检验、临床检验等程序，从市场洞察到产品开发临床检验完成所需时间较长（整体时长通常在 6 年左右）。
- **资质审批：完成临床试验后注册申报至少需要 6-9 个月。**临床通过后，提交注册申请还需技术审批、行政审批等流程，不确定性因素多，仍需要一年左右时间。
- **产品推广：新产品 2-3 年开始放量。**在产品获批后，市场教育所需时间也较长（产品可以满足消费者新需求——机构医生认可并推广——消费者认知提升）。

图6：前期产品研发所需时间较长（以爱美客项目为例）



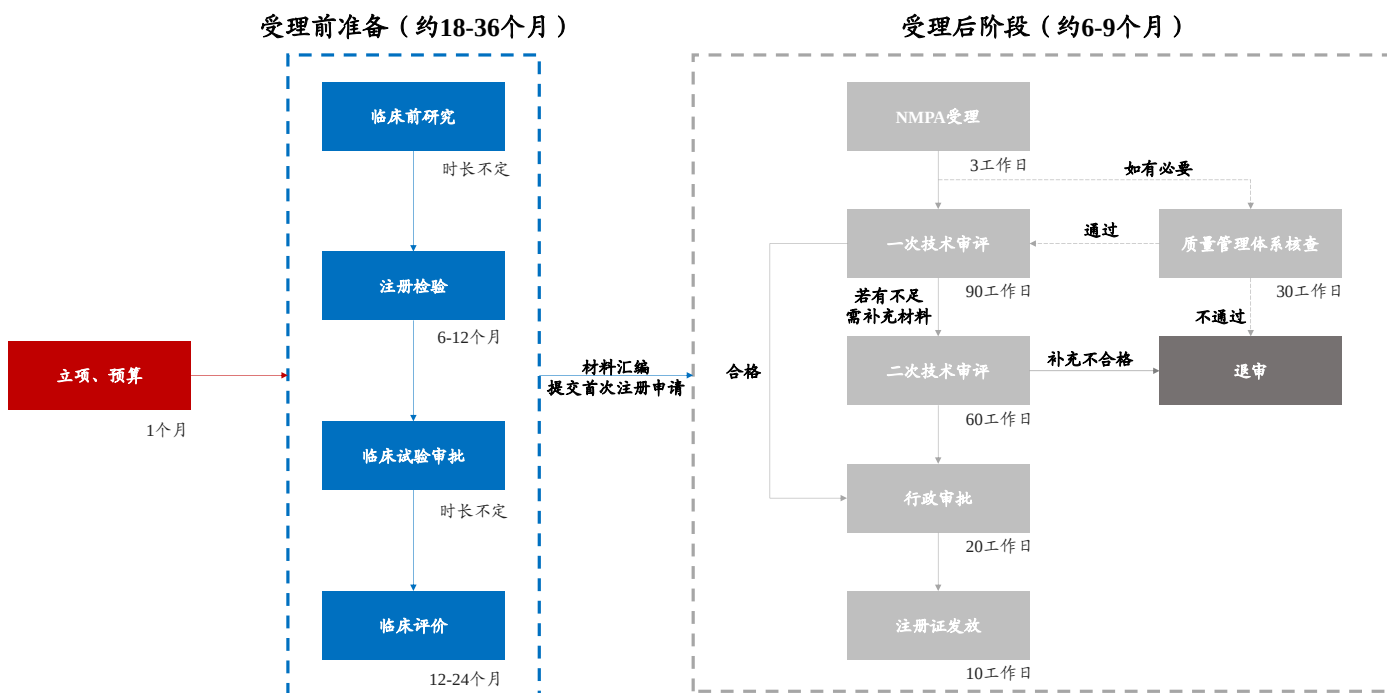
资料来源：爱美客招股说明书、开源证券研究所

图7：产品放量所需时间较长（以爱美客产品为例）



数据来源：爱美客招股说明书、开源证券研究所

图8：Ⅲ类医疗器械资质申请较为严格



资料来源：国家食品药品监督管理局《医疗器械注册管理办法》、开源证券研究所

医美行业空间几何？

参考 Frost&Sullivan、德勤数据，我们对未来我国医美行业市场空间作出如下测算：

- **现阶段分性别、年龄结构医美渗透率的测算：**已知 2018 年、2019 年（1）我国医疗美容服务渗透率分别为 1.4%/1.7%；（2）医美人群性别、年龄分布；（3）真实性别、年龄分布；基于上述数据可测得 2018 年、2019 年分性别、年龄结构的医美渗透率。
- **未来分性别、年龄结构医美渗透率的变化：**考虑到（1）我国经济发展状况良好，未来人均可支配收入会持续提高；（2）随着消费者教育深入，行业也逐渐规范，消费者对医美的接受程度也会逐渐提高；（3）由于治疗后效果维持时间有限，消费者会对医美形成一定程度的依赖，未来各年龄段医美渗透率都会有所提升。因此，假设未来我国医美渗透率会逐渐提高，向韩国等成熟市场水平趋近，由此可测得分性别、年龄结构的医美渗透率变化。

图9：分性别、年龄结构医美渗透率：预计 2030 年渗透率达到 6.5%

	女性						男性						总人口渗透率
	<20	20-25	25-30	30-35	35-40	40>	<20	20-25	25-30	30-35	35-40	40>	
2018	0.1%	9.3%	11.0%	6.5%	3.1%	0.3%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	1.4%
2019	0.3%	17.1%	14.6%	6.7%	3.2%	0.3%	0.1%	1.9%	2.0%	1.2%	0.6%	0.1%	1.7%
2020E	0.6%	23.1%	16.6%	7.7%	4.2%	1.3%	0.2%	2.4%	2.5%	1.7%	1.1%	0.2%	2.4%
2021E	0.8%	28.1%	18.1%	8.7%	5.2%	2.2%	0.3%	2.9%	3.0%	2.2%	1.6%	0.3%	3.0%
2022E	0.9%	32.1%	19.4%	9.7%	6.2%	3.0%	0.4%	3.4%	3.5%	2.7%	2.1%	0.4%	3.6%
2023E	1.0%	35.1%	20.4%	10.7%	7.2%	3.7%	0.5%	3.9%	4.0%	3.2%	2.6%	0.5%	4.1%
2024E	1.1%	37.1%	21.4%	11.7%	8.2%	4.3%	0.6%	4.4%	4.5%	3.7%	3.1%	0.6%	4.5%
2025E	1.2%	38.1%	22.4%	12.7%	9.2%	4.8%	0.7%	4.9%	5.0%	4.2%	3.6%	0.7%	4.9%
2026E	1.3%	39.1%	23.4%	13.7%	10.2%	5.2%	0.8%	5.4%	5.5%	4.7%	4.1%	0.8%	5.3%
2027E	1.4%	40.1%	24.4%	14.7%	11.2%	5.5%	0.9%	5.9%	6.0%	5.2%	4.6%	0.9%	5.6%
2028E	1.5%	41.1%	25.4%	15.7%	12.2%	5.7%	1.0%	6.4%	6.5%	5.7%	5.1%	1.0%	5.9%
2029E	1.6%	42.1%	26.4%	16.7%	13.2%	5.8%	1.1%	6.9%	7.0%	6.2%	5.6%	1.1%	6.2%
2030E	1.7%	43.1%	27.4%	17.7%	14.2%	5.9%	1.2%	7.4%	7.5%	6.7%	6.1%	1.2%	6.5%
2031E	1.8%	44.1%	28.4%	18.7%	15.2%	6.0%	1.3%	7.9%	8.0%	7.2%	6.6%	1.3%	6.8%
2032E	1.9%	45.1%	29.4%	19.7%	16.2%	6.1%	1.4%	8.4%	8.5%	7.7%	7.1%	1.4%	7.0%
2033E	2.0%	46.1%	30.4%	20.7%	17.2%	6.2%	1.5%	8.9%	9.0%	8.2%	7.6%	1.5%	7.3%
2034E	2.1%	47.1%	31.4%	21.7%	18.2%	6.3%	1.6%	9.4%	9.5%	8.7%	8.1%	1.6%	7.6%
2035E	2.2%	48.1%	32.4%	22.7%	19.2%	6.4%	1.7%	9.9%	10.0%	9.2%	8.6%	1.7%	7.9%

数据来源：Frost&Sullivan、德勤、国家统计局、开源证券研究所

- **分年龄结构医美客单价：**考虑到（1）随着人均收入增加，消费者购买力也会增加；（2）随着行业规范化，服务价格也会逐步透明化，但各机构低价引流的做法并不可持续，因此我们认为未来医美客单价会缓慢提升，直至趋于稳定。

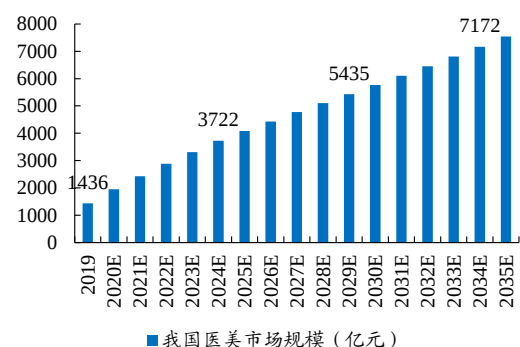
根据我们测算结果，2024/2029/2034 年我国医美市场规模分别为 3722/5435/7172 亿元，以 2019 年为基期，对应未来 5/10/15 年的复合增速分别为 21%/14%/11%。

图10：预计 25-30 岁年龄段为医美消费客单价最高群体

客单价/年龄分布（元）	< 20	20-25	25-30	30-35	35-40	40 >
2019	1000	4500	8000	6000	5000	4000
2020E	1040	4600	8200	6200	5100	4100
2021E	1080	4700	8400	6400	5200	4200
2022E	1120	4800	8600	6600	5300	4300
2023E	1160	4900	8800	6800	5400	4400
2024E	1200	5000	9000	7000	5500	4500
2025E	1227	5091	9091	7182	5545	4545
2026E	1255	5182	9182	7364	5591	4591
2027E	1282	5273	9273	7545	5636	4636
2028E	1309	5364	9364	7727	5682	4682
2029E	1336	5455	9455	7909	5727	4727
2030E	1364	5545	9545	8091	5773	4773
2031E	1391	5636	9636	8273	5818	4818
2032E	1418	5727	9727	8455	5864	4864
2033E	1445	5818	9818	8636	5909	4909
2034E	1473	5909	9909	8818	5955	4955
2035E	1500	6000	10000	9000	6000	5000

数据来源：Frost&Sullivan、德勤、国家统计局、开源证券研究所

图11：我国医美市场未来 5 年 CAGR 有望达 21%

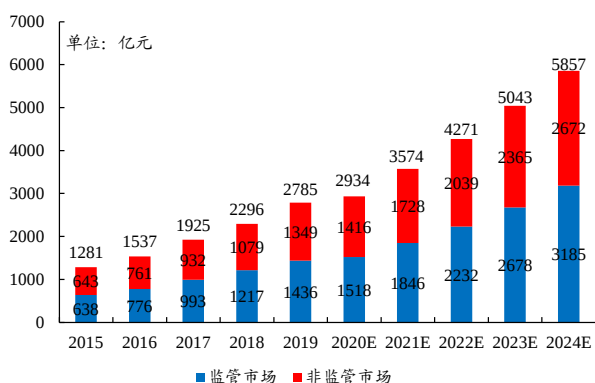


数据来源：Frost&Sullivan、德勤、国家统计局、开源证券研究所

2、医美行业：高景气黄金赛道，低渗透率&消费观念改变&年轻化趋势推动行业高速增长

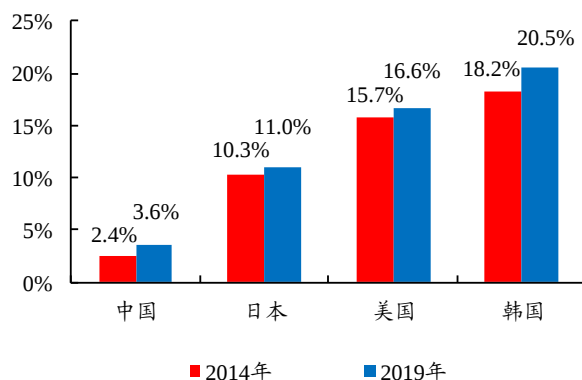
我国医美行业蓬勃发展，但目前渗透率仍较低。随着我国经济增长及中产阶级群体崛起，人均可支配收入增加叠加消费者医美意识提升，推动我国医美市场高速增长。根据 Frost & Sullivan 数据，2019 年我国监管医美市场规模为 1436 亿元，2015-2019 年 CAGR=22.5%，但相比于美国、日本、韩国等发达国家，我国医美市场还处于刚起步阶段。从医美项目渗透率（每千人中接受医疗美容疗程的比率）来看，根据艾瑞咨询数据，我国与其他医美行业发展成熟的国家相比仍处于较低水平：2019 年我国医美项目渗透率仅为 3.6%，相比日本 11.0%、美国 16.6%、韩国 20.5% 的水平仍有很大提升空间。根据 Frost & Sullivan 数据，2024 年我国合规医美市场规模有望达到 3185 亿元，2019-2024 年 CAGR 将保持在 17% 以上。

图12：预计我国医美市场将保持快速增长态势



数据来源：Frost & Sullivan、开源证券研究所

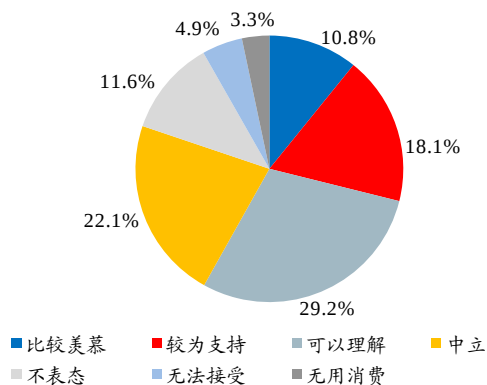
图13：我国医美项目渗透率远低于美国与日韩



数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

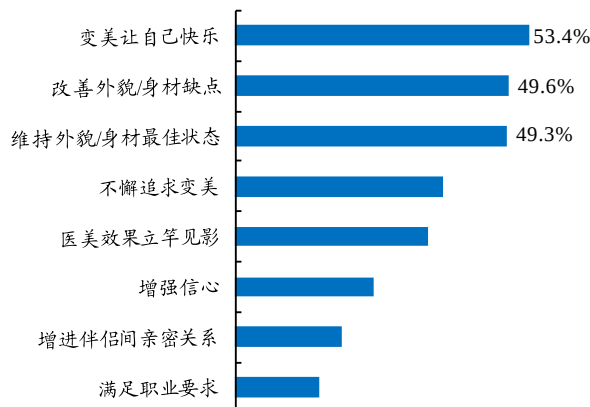
随着消费者观念逐步转变，医美消费行为的接受度在明显提高。随着社交媒体快速发展，医美项目逐步被社会熟悉，居民对医美消费行为的接受度也在明显提高。艾媒咨询数据显示，目前近六成消费者对于医美消费行为持正面态度。艾瑞咨询数据也显示，53%的消费者体验医美项目的目的是认为“变美让自己快乐”，即她/他们将医美项目看作对自己的奖励，作为一种愉悦型消费为“悦己”买单。观念改变提升了消费者对医美消费的接受度，也有力推动了医美行业蓬勃发展。

图14：近六成消费者对医美消费行为持正面态度



数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

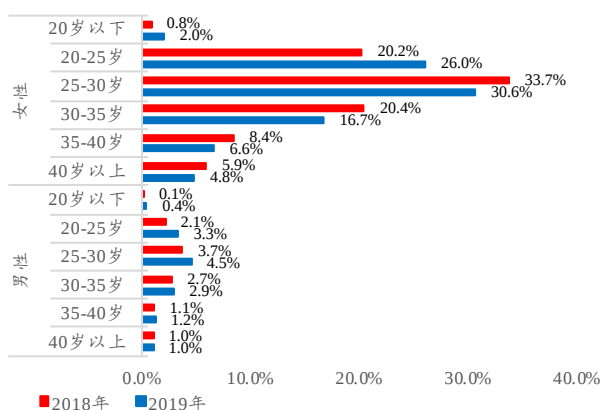
图15：用户体验医美项目主要为了改善形象与感受快乐



数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

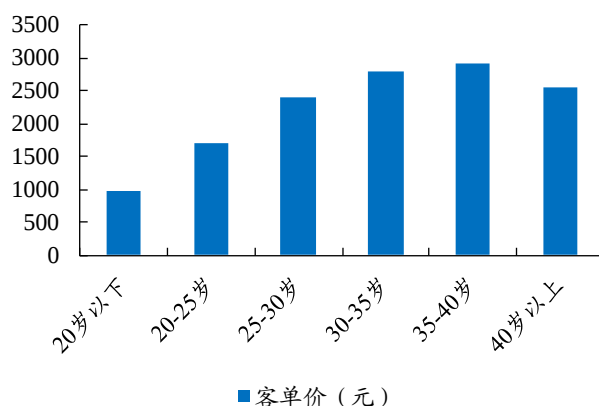
从年龄代际上看，医美用户呈现明显的年轻化趋势。从消费者年龄构成上看，根据德勤&美团《中国医美市场趋势洞察》报告，2018-2019年20岁-35岁消费者是医美的主要消费群体；艾瑞数据也显示，2020年超过60%的消费者为25-35岁女性。除此之外，消费者还呈现出明显的年轻化趋势，德勤&美团数据显示，2019年相对2018年，20岁以下和20-25岁女性消费群体在医美消费者中占比分别提升1.2pct/5.8pct，医美消费总体年龄段在下移。我们认为，年轻消费群体通常而言皮肤状态还较好，医美消费年轻化将尤其有利于抗初老等皮肤类项目。而从消费金额上看，30岁及以上消费者的消费能力较强，客单价均在3000元以上。

图16：医美消费者年龄分布呈现明显年轻化趋势



数据来源：《中国医美市场趋势洞察》、开源证券研究所

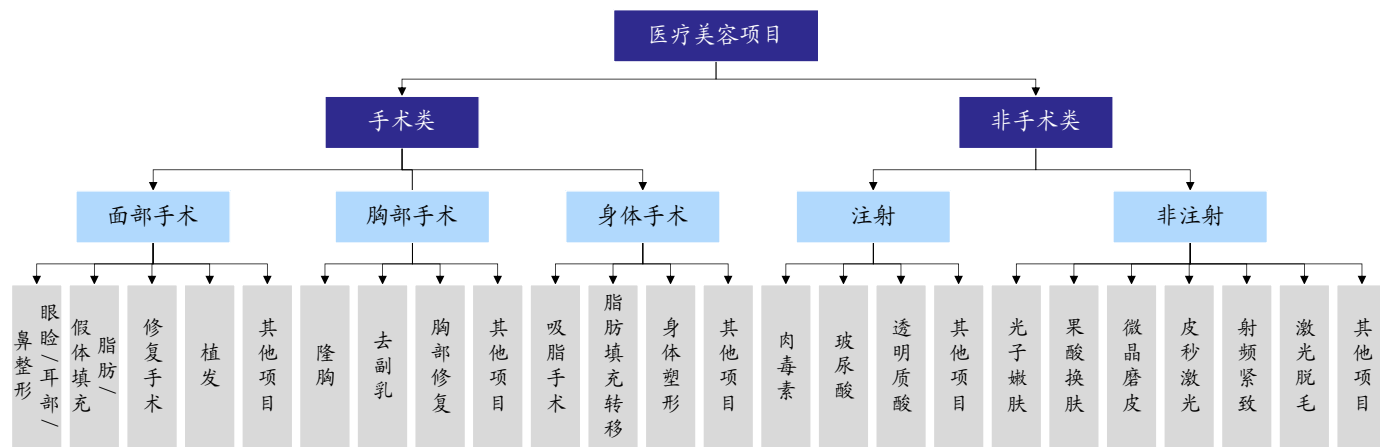
图17：30岁以上医美消费者消费能力更强



数据来源：《中国医美市场趋势洞察》、开源证券研究所

颜值压力催生变美需求，“轻医美”见效更快更明显，未来有望占据行业半壁江山。医美项目可分为手术类及非手术类。手术类即整形美容，如鼻部整形、眼皮手术、抽脂塑身、乳房整形等。而非手术类即“轻医美”，主要包括注射类及能量源类。随着社媒渗透率提高，明星网红的示范效应越来越强，朋友圈、微博等社媒平台上的“晒图”需求不断提升，导致消费者颜值压力日益增大。而相比于传统的护肤品，通过轻医美手段实现颜值升级速度更快、效果更明显，因此需求非常旺盛。未来轻医美市场需求有望进一步增长。根据艾瑞咨询数据，2019年国内非手术类项目收入占比为38%，但2023年这一数字有望达到48%，占据医美市场的半壁江山。

图18：医美项目可以分为手术类和非手术类（即轻医美）



资料来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

3、透明质酸（玻尿酸）：主打抗初老&填充，国产品牌市占率

逐渐提升

透明质酸（玻尿酸）作为重要医美产品，可实现补水、填充去皱、轮廓塑形等功效。透明质酸在人体皮肤中天然存在，是表皮和真皮层主要基质，具有吸收水分、保持湿润、防止皮肤衰老等作用，但会随年龄增长而流失。将透明质酸添加到医美产品中后，通过皮下填充剂方式即可实现对人体透明质酸的补充。从效果来看，根据分子大小不同及填充位置不同，可分别实现抗初老、填充去皱、轮廓塑形等功能。通常来讲，小分子只能注射在较浅的真皮层（水光类项目，抗衰），中分子（填充除皱）及大分子（轮廓塑形）能够注射在深层组织处。对透明质酸而言，分子越大说明交联程度越高，能够留存的时间也越长。

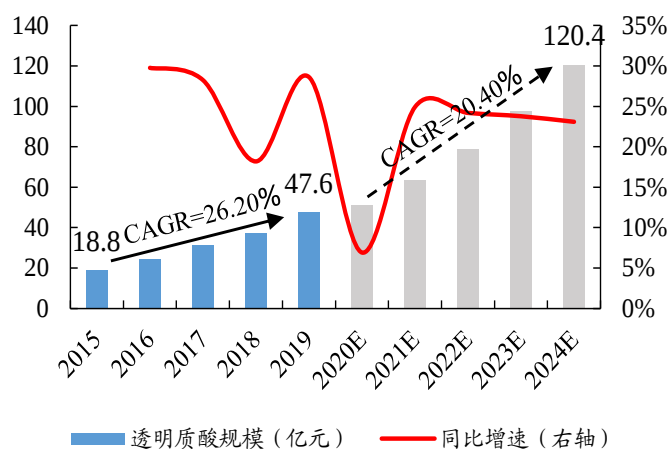
表1：通常来说，玻尿酸分子量越大，留存时间就越长

分类	分子大小	注射深度	交联程度	适用范围
小分子	40~100 万道尔顿	真皮层	程度低，留存时间 1-6 个月	补充真皮层水分，以及修复受损皮肤，保湿嫩肤
中分子	100~180 万道尔顿	深层组织	程度较高，留存时间 6-12 个月	祛除皱纹，注射部位主要为泪沟、唇部
大分子	180~220 万道尔顿	深层组织	程度高，留存时间 12 个月以上	有填充定型的作用，主要用于隆胸丰臀、隆鼻、隆下巴；还可用于除皱、填充凹陷

资料来源：《时尚》、开源证券研究所

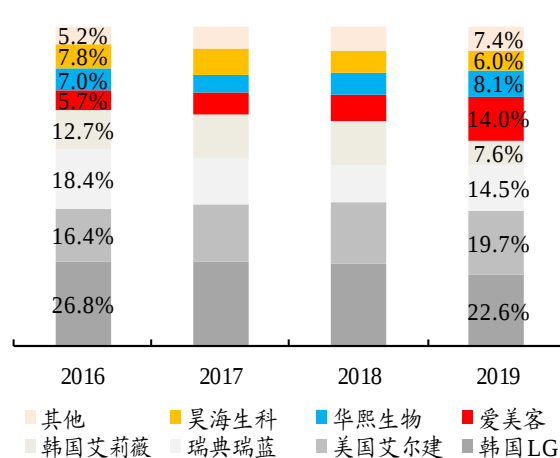
医疗美容级玻尿酸终端市场快速发展，国产品牌的市场份额持续提升。根据 Frost&Sullivan 数据，2019 年我国合规医疗美容级玻尿酸市场规模达 47.6 亿元（入院价），2015-2019 年 CAGR 达 26.20%，行业持续高增长。目前，进口玻尿酸产品占据近 65% 市场份额，其中韩国 LG 化学、美国艾尔建两家公司在 2019 年合计占比达到 42%。国产品牌中，前三名本土企业市场份额已从 2016 年 20.5% 提升至 2019 年 28.1%，其中爱美客 2016-2019 年市占率分别为 5.7%/7.0%/8.6%/14.0%，国产品牌中排名第一。根据 Frost & Sullivan 预测，2024 年我国医美玻尿酸终端产品市场规模有望达到 120 亿元。随着国货品质不断改善、性价比优势凸显，消费者对国产品牌认可度也在不断提升。

图19：2024 年我国合规医美级玻尿酸有望达 120 亿元



数据来源：Frost & Sullivan、开源证券研究所

图20：国产玻尿酸产品市场份额持续提高

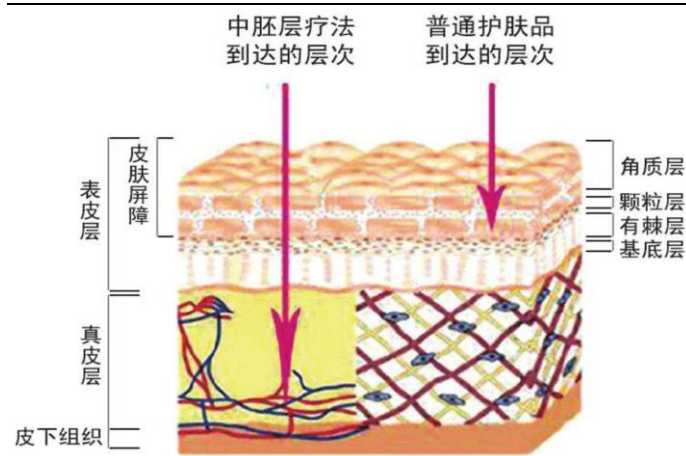


数据来源：Frost & Sullivan、开源证券研究所

3.1、抗初老：水光类产品景气度高，目前合规产品少、市场空间广阔

水光产品主要来源于“中胚层疗法”，可深入滋养真皮层。中胚层位于人皮肤表皮与真皮层之间，是吸收外来养分与储存胶原蛋白的关键。传统的面膜保养仅仅停留在表皮，难以对肌肤进行深层滋养，因此效果远不如水光针明显。水光针的主要成分是无交联或微交联的透明质酸，通过专业的医疗注射设备将针剂直接导入皮肤真皮层，与细胞发生水合作用，促进吸收营养物质，从而起到补水保湿、使肌肤滋润透亮的作用。从注射周期和维持时长看，水光产品通常需注射3-4次（每次间隔周期20-30天），维持效果为6个月-1年。针对个人需要，水光注射时还会添加一些附加成分，一般包括肉毒毒素、维生素C、还原型谷胱甘肽、胶原蛋白、PRP自体血清等。不同成分功能各异，以维生素C为例，主要起到美白淡斑等效果。

图21：“中胚层疗法”可深入滋养真皮层



资料来源：医药联盟

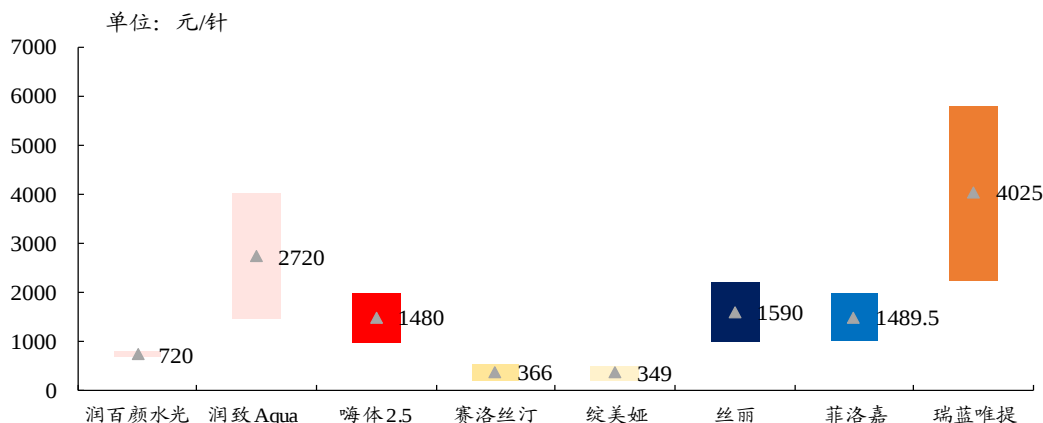
图22：知名水光产品菲洛嘉添加多种营养素



资料来源：新氧

目前市场上合规Ⅲ类医疗器械水光产品仍较少。从价格带角度看，水光类产品通常根据添加营养素成分不同，价格有所差异：主流产品实际终端销售的单针价格通常在1200-2500元之间，疗程价则在4000-8000元之间。从品牌上看，目前水光产品主要品牌包括润致、瑞蓝、乔雅登、丝丽、菲洛嘉等。政策批文方面，目前市场上合规水光产品仍较少，部分海外知名品牌如菲洛嘉（Filorga）、丝丽（Cytocare）等，在国内均未获得Ⅲ类医疗器械牌照。

图23：目前市场上主要水光产品中，国产品牌定位大众、海外品牌定位高端



数据来源：新氧、国家食品药品监督管理局、各公司官网、开源证券研究所

水光产品市场景气度高，国货品牌纷纷加码布局。一方面，由于水光产品主要满足补水保湿等抗衰需求，受众面广；另一方面，水光产品价格低，也更易被消费者接受。近期国货上市公司纷纷围绕水光类产品进行布局。（1）**华熙生物**在2020年中推出了Aqua 娃娃针，定位高端，技术上采用 HEC 高效交联技术，可以有效帮助肌肤实现紧致；成分上添加利多卡因，可以实现阵痛抗炎的作用，添加了18种氨基酸促进胶原蛋白再生，提高肌肤弹性；功效上看，主打补水+紧致+平纹三效合一。（2）**爱美客**在2021年5月推出冬活泡泡针水光类产品，主打抗衰，产品核心成分为L-肌肽，具有抗氧化、抗糖化、赋活细胞三大功能；从治疗手法上看，产品为浅透皮注射；与超皮秒等其他光电类医美项目配合，也具有较好治疗效果。我们认为，在医美接受度普遍提高和年轻化趋势背景下，水光类抗衰产品有望保持较高景气度。

图24：华熙娃娃针是国内首款获批水光类Ⅲ类医疗器械



资料来源：华熙生物官网

图25：爱美客冬活泡泡针主打抗衰

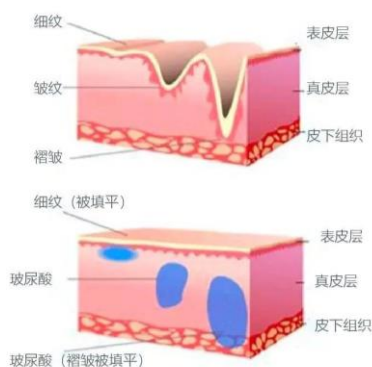


资料来源：爱美客冬活泡泡针线上发布会

3.2、填充除皱&轮廓塑形：竞争激烈，国货品牌主打低端大众价格带

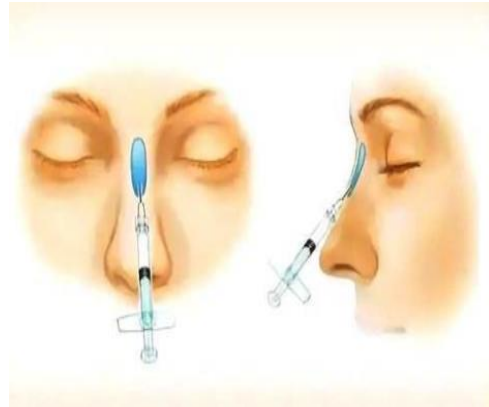
中大分子玻尿酸广泛应用于填充除皱、轮廓塑形。非交联、微交联玻尿酸易被代谢分解，结构松散缺乏力学强度，无法满足填充塑形需求，因此在填充塑形领域，交联程度高的中分子、大分子玻尿酸成为理想选择。其中，中分子玻尿酸常用于填充法令纹、鱼尾纹、抬头纹等面部皱纹，注射深度在真皮组织中层至深层间，代表产品有爱芙莱（爱美客）、乔雅登雅致（艾尔建）等。大分子玻尿酸因稳定性好、力学强度高，常用于隆鼻、隆下巴、隆胸丰臀等轮廓塑形项目，注射深度在真皮组织深层到皮下组织乃至骨膜层间，代表产品有润百颜黑金（华熙生物）、乔雅登极致（艾尔建）等。

图26：中分子玻尿酸常用于填充除皱



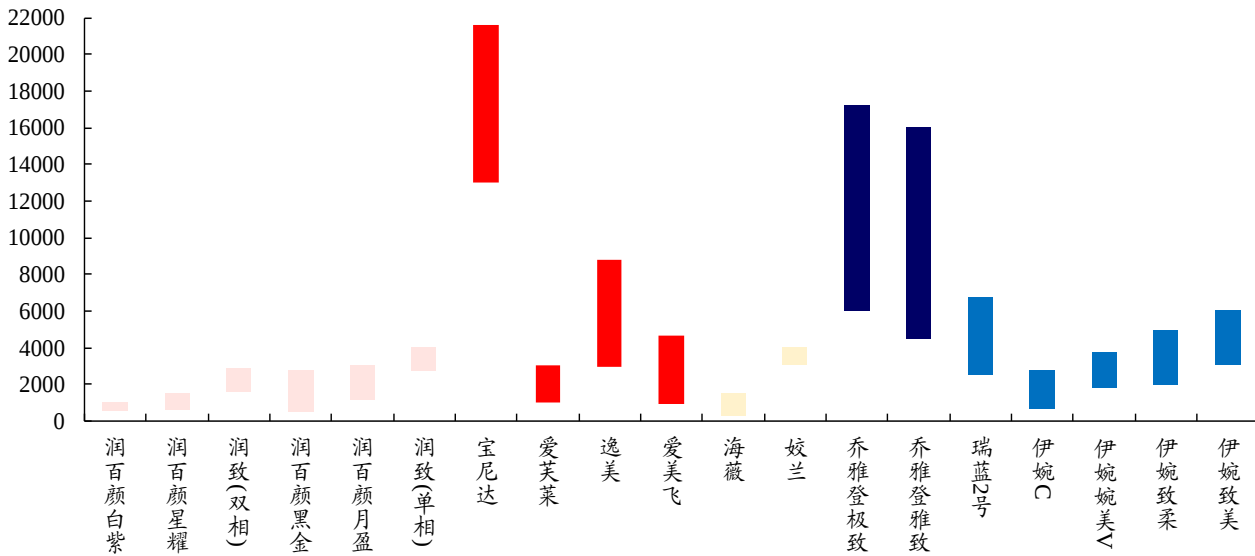
资料来源：蜜颜

图27：大分子玻尿酸常用于轮廓塑形



资料来源：搜狐网

图28: 国货塑形产品主打大众价格带 (单位: 元/ml)



数据来源: 新氧、国家食品药品监督管理局、各公司官网、开源证券研究所 (图中同一公司采用同一颜色标注)

表2: 截至 2020 年我国已经有 40 种合规医疗美容领域透明质酸获批上市

公司	产品名称	NMPA 认证时间	主要成分	功效
LG Life Sciences,Ltd.	伊婉 C	国械注进 20173462005	中分子双相玻尿酸	适用于浅层除皱和浅层塑形 (如眉间纹、鱼尾纹、泪沟、鼻唇沟、丰唇等)
	伊婉 V	国械注进 20183461717	大颗粒双相玻尿酸	补充面部深层脂肪缺失, 改善脸型 and 面部立体度
	伊婉 V plus	国械注进 20163461014	大颗粒中长效玻尿酸	适用于深层软组织填充、面部轮廓塑形 (如隆鼻、丰苹果肌、丰额头等)
	伊婉 C plus	国械注进 20163461014	高分子量透明质酸	含利多卡因可以减轻注射时、注射后的疼痛, 舒适地填充面部凹陷、抚平真性皱纹 (现有单相透明质酸的弹性不足和双相透明质酸的稳定性不足问题)
Allergan 艾尔建	乔雅登雅致	国械注进 20153461709	单相凝胶玻尿酸	更适合软组织填充, 多用于抚平皱纹 (祛除鱼尾纹、嘴角纹、法令纹等中度皱纹)
	乔雅登极致	国械注进 20153461708	单相大分子玻尿酸	多用于丰盈面庞和重塑轮廓 (如丰苹果肌、丰下巴、丰额头、隆鼻等)
	乔雅登丰颜	国械注进 20193130410	交联的透明质酸钠和磷酸	用于面颊部深层 (皮下和

公司	产品名称	NMPA 认证时间	主要成分	功效
Q-Med AB			盐缓冲体系	/或骨膜上) 注射, 可垫下巴、隆鼻等
	乔雅登缇颜	国械注进 20203130165	注射用交联透明质酸钠凝胶	用于面部真皮深层注射, 纠正中重度鼻唇沟皱纹, 更少受到酶和自由基的降解, 注射后可实现“动态填充”的理想效果
	瑞蓝唯瑅	国械注进 20193130625	交联透明质酸钠凝胶	缩小毛孔、抗衰、提亮肤色、嫩肤、补水保湿
	Restylane Lidocaine	国械注进 20173646998	经交联的双相颗粒型中分子玻尿酸	适用于除皱和软组织凹陷填充
爱美客技术发展股份公司	Restylane Perlane	国械注进 20183460227	交联双相颗粒型玻尿酸	用于纠正面部较深的皱纹(如鼻唇沟)和面部塑形
	逸美	国食药监械(准)字 2009 第 3460746 号	羟丙基甲基纤维素、透明质酸钠和平衡盐溶液	塑形、填充和补水
	宝尼达	国食药监械(准)字 2012 第 3461290 号	80%复合玻尿酸和 20%微球	能起到支撑和填充作用, 可以迅速改善皱纹, 填补组织缺失; 不断刺激皮肤内产生新的胶原蛋白, 维持皮下胶原蛋白动态平衡
	爱芙莱	国械注准 20153460674	含利多卡因(麻药)的单相中分子透明质酸	具有较好支撑力, 能持久塑形, 提升轮廓感
	嗨体	国械注准 20163461804	透明质酸、氨基酸、肌肽、维生素	用于纠正颈部中重度皱纹
	逸美一加一	国械注准 20163461809	交联的透明质酸钠、羟丙基甲基纤维素分子	隆鼻、下巴填充、唇部填充
华熙生物科技股份有限公司	润百颜系列	国械注准 20143132037 国械注准 20143462037	注射用修饰透明质酸钠凝胶	适用于改善面部中度皱纹和填充凹陷部位、深层软组织填充、面部轮廓塑形
	润致-双相	国械注准 20163460861	透明质酸钠、盐酸利多卡因	抗衰、去皱、面中部凹陷矫正
	润致-单相	国械注准 20193130257	注射用修饰透明质酸钠凝胶	修复外形、矫正轮廓、塑形更加持久
	Aqua	国械注准 20203130295	注射用修饰透明质酸钠凝胶	补水、紧致、平纹
	II 型注射用交联透明质酸钠凝胶	国械注准 20203130568	——	——
	III 型注射用交联透明质酸钠凝胶	国械注准 20203130569	——	——
Humedix Co.,Ltd.	艾莉薇	国械注进 20153460263	高纯度透明质酸分子	适合于面部真皮组织中层至深层注射
	Elravie Deep Line—L	国械注进 20193130565	注射用交联透明质酸钠凝胶	满足面部组织容量填充及浅表细纹修饰
上海其胜生物制剂有限公司	海薇	国械注准 20153460014	单相交联透明质酸钠凝胶	去皱、垫鼻基底、去面部

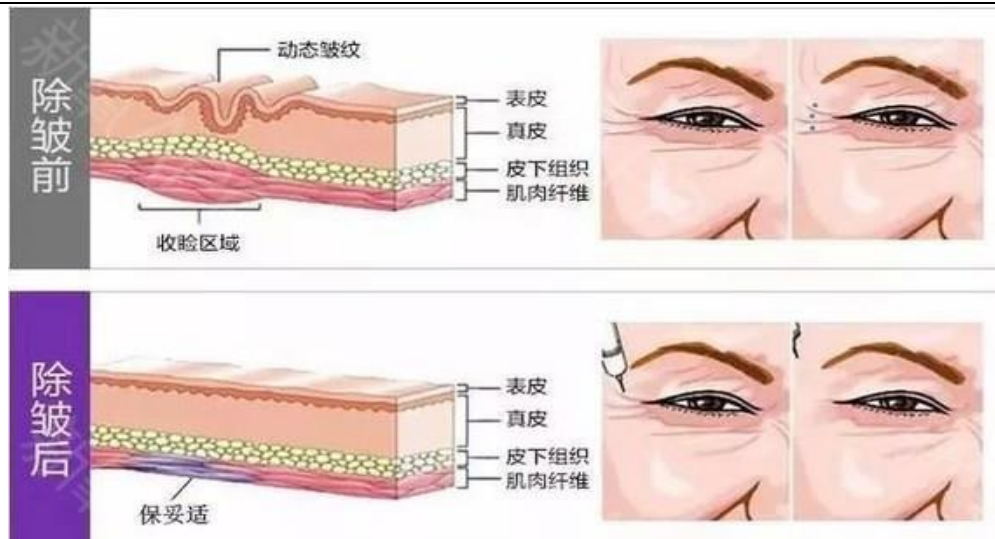
公司	产品名称	NMPA 认证时间	主要成分	功效
司	姣兰	国械注准 20163461492	注射用修饰透明质酸钠凝胶	去面部皱纹、适合唇部、眼周的精细化打造
	海魅	国械注准 20203130314	经交联的透明质酸钠、氯化钠、磷酸氢二钠、磷酸二氢钠	改善面部细纹
北京蒙博润生物科技有限公司	舒颜	国食药监械（准）2014 第 3460382 号	注射用交联透明质酸钠凝胶	用于面部真皮组织中层至深层注射以纠正中重度鼻唇沟皱纹
科妍生物科技股份有限公司	法思丽	国食药监械（许）字 20143460047 号	注射用双相大分子透明质酸钠凝胶	用于面部真皮组织中层至深层注射以纠正中度或深度鼻唇沟
杭州协合医疗用品有限公司	欣菲聆	国械注准 20153461332	双相中分子透明质酸钠凝胶	用于面部真皮组织中层至深层注射以纠正中重度鼻唇沟皱纹
	欣德美	国械注准 20203130096	注射用修饰透明质酸钠凝胶	用于面部真皮组织中层至深层注射以纠正中重度鼻唇沟皱纹
和康生物科技股份有限公司	肤美登	国械注许 20163460035	注射用透明质酸钠凝胶	用于面部真皮组织中层至深层注射以纠正中重度鼻唇沟皱纹
CROMA GmbH	Princess Volume	国械注进 20173465168	注射用透明质酸钠凝胶	用于面部真皮组织中层至深层注射以纠正中重度鼻唇沟皱纹
山东凯乐普生物工程有限公司	玻菲	国械注准 20173463254	微生物发酵 BEED 交联透明质酸	祛除皱纹、填充凹陷
常州药物研究所有限公司	碧萃诗	国械注准 20183460109	注射用透明质酸钠凝胶	用于面部真皮组织中层至深层注射以纠正中重度鼻唇沟皱纹
大熊制药	婕尔	国械注进 20193130095	注射用交联透明质酸钠凝胶	隆鼻、去法令纹、垫下巴、丰太阳穴、丰眉弓、丰鼻基底
菲洛嘉	Artfiller Universal	国械注进 20193130526	注射用透明质酸钠凝胶	多重修复，改善面部中重度皱纹，填充面部组织凹陷。
吉诺斯	蒙娜丽莎	国械注进 20193130627	注射用修饰透明质酸钠凝胶	用于面部真皮组织中层至深层注射以纠正中重度鼻唇沟皱纹

资料来源：新氧、开源证券研究所

4、肉毒素：应用于除皱、瘦身领域，市场空间广阔

肉毒素的作用机理是通过干扰肌肉运动能力达到除皱效果。肉毒素全称肉毒杆菌素，是肉毒杆菌在繁殖过程中产生的毒性蛋白质，在医学上被广泛用于肌肉张力性疾病、斜视等的治疗，临床上用于医疗美容的均为 A 型肉毒素。肉毒素的作用原理是：通过注射肉毒素至皮肤真皮层，阻断神经和肌肉间的信息传导，使得肌肉无法收缩，从而达到皮肤皱纹消失的效果。肉毒素祛皱效果显著，一般可维持 6-8 个月。除去除皱功能外，肉毒素还因为可以使肌肉萎缩而被应用于瘦身领域。

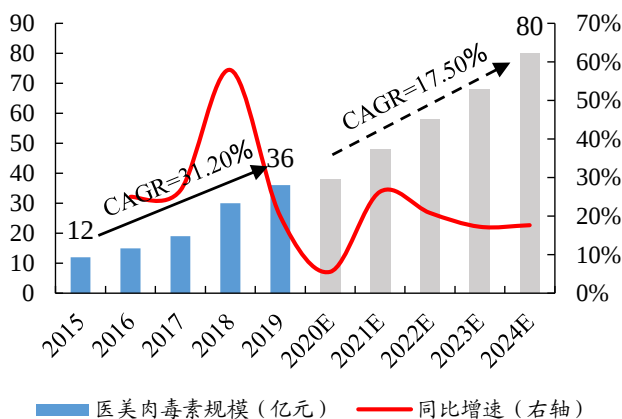
图29：肉毒素通过干扰肌肉运动能力达到除皱效果



资料来源：新氧

肉毒素市场快速增长，未来空间广阔。根据 Frost&Sullivan 数据，2019 年我国合规医美肉毒素市场规模为 36 亿元，2015-2019 年 CAGR 达 31.2%，预计 2024 年将达到 80 亿元（CAGR 为 17.5%），行业有望保持高增长。根据艾瑞咨询数据，在我国医美市场上肉毒素美容位于不同年龄段（从 70 后-00 后）医美需求项目前三；更美 APP 也显示，2019、2020 年肉毒素均为更美平台轻医美订单量前十的产品。考虑到目前医美市场中除皱需求较高，且肉毒素与其他轻医美项目配合使用也有较好效果，我们认为未来肉毒素市场有望保持较高增长。

图30：预计医美肉毒素市场将保持较高增速



数据来源：Frost & Sullivan、开源证券研究所

图31：肉毒素注射项目受到消费者欢迎



资料来源：更美 APP

我国肉毒素监管审批严格，目前市场上合规产品仅有 4 家。截至 2021 年 3 月，国内仅批准四种注射用 A 型肉毒素，分别为国产兰州生物的“衡力”、美国艾尔建公司的“保妥适”、英国益普生公司的“吉适”以及韩国 Hugel 公司的“乐提葆”。

- **保妥适（2019 年销售额市占率 56%）：**定位高端，多应用于面部、眼部；
- **衡力（2019 年销售额市占率 44%）：**价格低，主要用于腿、肩、脸部；
- **吉适：**定价相对较高，主要用于瘦腿、瘦肩膀；
- **乐提葆：**是韩国 2019 年市占率第一的肉毒素产品，目前由四环医药代理，弥散面积较小，定价相对较低，与保妥适可实现错位竞争的效果。

正规获批产品的供给不足，使得目前国内肉毒素市场仍充斥较多“水货”。根据中国整形美容协会，国内市场 70% 玻尿酸肉毒素注射类产品为“水货”（主要来自韩国）。但我们认为，未来随着市场规范化程度提升与监管趋严，“水货”占比将越来越低，而正规获批产品的竞争优势将愈加明显。

众多企业纷纷加速布局肉毒领域，但短期内合规市场仍将以上述四款产品为主。从进度来看，目前精鼎医药和 Merz 合作的 Bocouture/Xeomin（西马肉毒）已经完成 III 期临床，大熊制药的“绿毒” III 期临床进行中；Huons（旗下产品为“橙毒”，与爱美客合作）、Revance（与复星医药合作）已经临床获批；Jetema（旗下产品为蓝毒）也与华东医药签署了战略合作协议。鉴于肉毒素资质审核时间较长，我们认为未来 1-3 年时间内，合规市场肉毒素品牌仍将以上述四款为主。

表3：多款肉毒产品处于审批阶段

	产品	企业	代理公司	获批时间/进度	价格	分子量	规格	赋形剂蛋白质	理论弥散面积	适用部位
已获批	保妥适	艾尔建 (Allergan)	葛兰素史克	2009 年	2000-3000 元/50unit	900kDa	50/100U	人血红蛋白	0.5cm	面、眼部
	衡力	兰州生物	-	2012 年	1000-1500 元/50unit	300/500/900 kDa	50/100U	医用明胶	1cm	腿/肩、脸部
	吉适	益普生 (Ipsen)	高德美	2020 年 6 月	1200-2000 元/50unit	500/900kDa	500U	人血红蛋白	>0.5cm	腿/肩、脸部
	乐提葆	Hugel	四环医药	2020 年 10 月	1500-2000 元/50unit	900kDa	20/100U	人血红蛋白	<0.5cm	面/眼部
审批中	Bocouture/Xeomin 西马肉毒	Merz	精鼎医药	完成 III 期临床	2000 元/50unit	150kDa	50/100U	不含辅助蛋白	<0.5cm	眉间纹
	Nabota/Neurotoxin 绿毒	大熊制药	-	III 期临床进行中	1000-2000 元/50unit	900kDa	100U	人血红蛋白	<0.5cm	
	Hutox 橙毒	Huons	爱美客	获批临床	未知	900kDa	100U	人血红蛋白	<0.5cm	中度至重度皱纹
	RT002	Revance	复星医药	获批临床	未知	150kDa	未知	人血红蛋白	未知	中重度眉间纹治疗
	蓝毒	Jetema	华东医药	签署协议	未知	900kDa	100U	人血红蛋白	未知	未知

资料来源：小红书、新浪、新氧、开源证券研究所

5、其他医美项目：满足消费者差异化需求

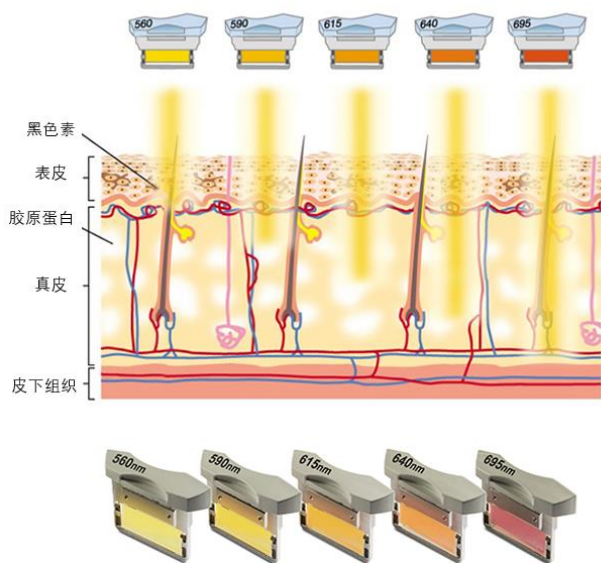
5.1、光治疗设备：强脉冲光（光子嫩肤）、激光（祛斑祛痘）等

根据发射光类型（复合光、单色光）不同，医美行业中常见的光治疗方案可分成强脉冲光治疗和激光治疗两种。

强脉冲光（即光子嫩肤）通过选择性光热作用起到嫩肤功效。强脉冲光治疗，俗称“光子嫩肤”，采用特定光谱范围（500-1200 纳米）的复合光（光束中包含不同波长的光），以脉冲光形式照射皮肤表面，通过选择性光热作用（不同组织对特定波长光的吸收系数不同）来治疗特定问题。例如，500 纳米左右的波长对血管起作用，可治疗面部毛细血管扩张；600-700 纳米左右的波长易被黑色素吸收，可治疗黑色素斑。“脉冲光”可理解为“间隔固定时间发出的光”，因其间隔性类似脉搏而得名，相较连续光可达更高瞬时输出功率，且避免伤及正常组织。光子嫩肤项目技术不断更迭，基于传统的 IPL 强脉冲光技术（代表设备：武汉奇致的皇后光子）又发展出脉冲波形为方形的 OPT（科医人的王者之心）、可调节脉冲宽度的 AOPT（科医人的超光子）、宽光谱的 BBL（Sciton 的 Profile）和窄光谱的 DPL（飞顿的辉煌 360）等技术，在治疗效果和体验上不断突破。

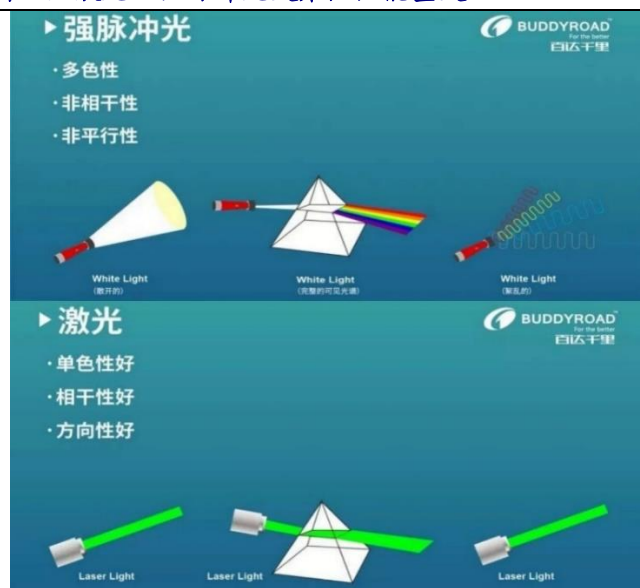
激光治疗与强脉冲光治疗原理类似，但更聚焦、能量更高。激光治疗，又称“镭射治疗”，采用特定波长的单色光照射皮肤表面，作用原理与强脉冲光治疗类似（为避免伤及正常组织，激光治疗同样采取脉冲光形式，美国赛诺秀的蜂巢皮秒 Picosure 正是因其发出脉冲激光的脉宽在皮秒级别而得名）。相较强脉冲光治疗而言，激光治疗的主要区别在于采用单色光，激光更聚焦、能量更高，因此除无创的嫩肤项目之外也可用于微创项目，如激光祛斑、点阵激光等。事实上，根据《医疗器械分类目录》（2017），强脉冲光治疗设备只按 II 类管理（如武汉奇致的皇后光子），而用于皮肤的激光治疗设备则按 III 类管理。常见设备中，科医人的王者之冠因为同时综合了强脉冲光治疗与激光治疗两种功能，因此按 III 类医疗器械注册管理。

图32：利用选择性光热作用可治疗不同皮肤问题



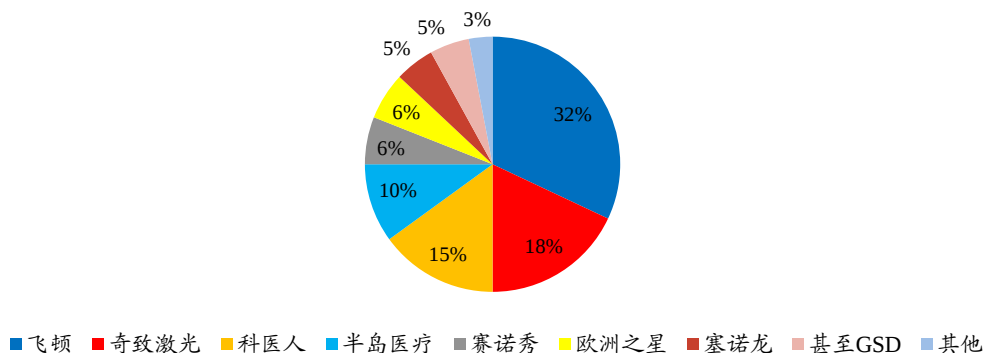
资料来源：蜜颜

图33：激光比强脉冲光更聚焦，能量更大



资料来源：百达千里公众号

图34: 国内光治疗设备市场以进口设备为主



数据来源: 中关村产业研究院、开源证券研究所

目前国内光治疗设备市场仍以进口设备为主, 国内企业也在加速布局。国外光治疗设备发展起步较早、技术较成熟, 因此目前国内市场以进口产品为主, 代表公司有 Fotona 欧洲之星、Candela、Cynosure 赛诺秀、Lumenis 科医人及 Alma Lasers 飞顿激光等; 国内企业通过自主研发及投资并购等路径, 也在快速迎头赶上。

表4: 光治疗设备市场仍以进口设备为主, 国内企业也在加速布局

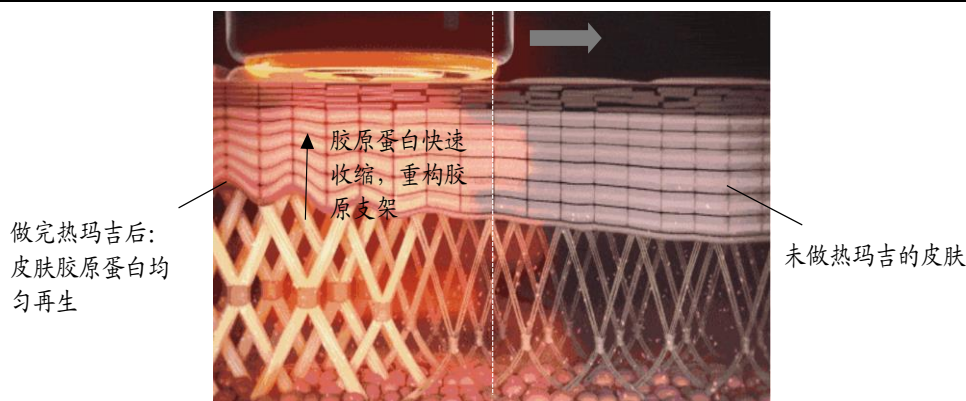
产品名称	产品示意图	NMPA 注册证编号	注册人名称	价格	管理类别	批文有效期至
CC 光金皇后无痛光子		鄂械注准 20192092744	武汉奇致激光技术有限公司 (中国)	198-899 元/次	第二类	2024-07-28
M22 王者之冠		国械注进 20173247065	科医人有限公司 Lumenis Limited (美国)	580~2000 元/次	第三类	2022-11-21
辉煌激光		国械注进 20143245102	飞顿激光 Alma Lasers (以色列)	800-1200 元/次	第三类	2024-10-14
Profile 超级平台		国械注进 20173240118	美国 Sciton 公司	2800~6000 元/次	第三类	2022-01-12
美国赛诺秀超级平台 Icon		国械注进 20163243102	Cynosure, Inc.	1000-1200 元/次	第三类	2021-11-13
Fotona4D Pro		国械注进 20183012266	Fotona 欧洲之星 (德国)	5000-8000 元/次	第三类	2023-08-19

资料来源: 国家药品监督管理局、新氧 APP、采美 365 网、开源证券研究所

5.2、热玛吉：射频类医美项目，深受终端消费者欢迎

热玛吉通过热聚集诱发机体创伤愈合反应以达到提拉、紧肤及抗皱的功效。热玛吉是射频医疗设备的一种，利用独有的诊治探头将高频电波传导至肌肤的真皮层和筋膜层，通过热聚集诱发机体创伤愈合反应，使胶原母纤维细胞开始不断释放胶原蛋白，一次治疗即可达到提拉、紧肤及抗皱的功效。根据新氧平台整理发布的《2020 医美行业白皮书》，抗衰紧致项目已经成为医美消费者的“最爱”，而热玛吉凭借良好的抗衰效果，受到消费者青睐。

图35：热玛吉原理：通过热聚集诱发机体创伤愈合反应以实现除皱、提拉、紧肤



资料来源：新氧、开源证券研究所

热玛吉定位中高端市场，单次项目费用平均 2 万，维持时间可达 1 年。热玛吉主要面向中高端市场：根据新氧数据，热玛吉的价格定位在 1~4 万元/次，平均为 2 万元/次。由于热玛吉的热效应会激发胶原蛋白更新机制，新的胶原蛋白生长需要时间，因此治疗效果往往在 3~6 个月达到最佳。热玛吉的疗效持续时间主要根据使用者皮肤状况及老化过程而定，通常可维持 1 年。值得注意的是，由于热玛吉工作时需要进行麻醉等操作，因此对不适合部分年龄过大、皮肤严重松弛、皮肤炎症、体内有金属植入物或电子植入装置、瘢痕过敏体质等情况的消费者。为了实现热玛吉的理想除皱功效，需要注意后期补水保湿、防晒护理修护等工作。

第五代热玛吉设备在舒适度、精准度、效果维持时间等方面改善明显。热玛吉隶属于美国 Solta Medical 公司，自 2002 年第一代热玛吉 Thermacool TC 面世以来，经过多次升级迭代，目前已发展至第五代（热玛吉 Thermage FLX）。新设备主要改善在于舒适度（一二代设备治疗时痛感明显，升级到第五代基本没有痛感）、精准度（从由医生凭借肉眼判断选择能量，到设备智能检测皮肤状态微调优化每一发的射频能量）、效果维持时间（第五代效果长达 3 年左右）等方面。目前，正版进口热玛吉设备售价在 50 万元以上，且使用时必须搭配官方认证的一次性探头（探头成本也较高），因此存在部分不具备热玛吉认证资质的美容院，或采用成本便宜的射频美容仪假冒热玛吉，或多次使用一次性探头以节省成本，造成行业乱象较为严重。

表5：热玛吉效果维持时间可达 2 年

治疗原理	可作用部位	治疗深度	治疗次数	维持时间	价格	优势	劣势
单极射频电流 产热能刺激胶原纤维再生	面部、眼周、 颈部、手臂、 大腿、臀部	前四代 1.5~3mm（作 用部位不同，治疗深 度不同），第五代热玛 吉深度可达 4.3mm	1	24 个月	1~4 万/次	第五代可作用于 筋膜层，作用温度 可达 75℃	国内正版少

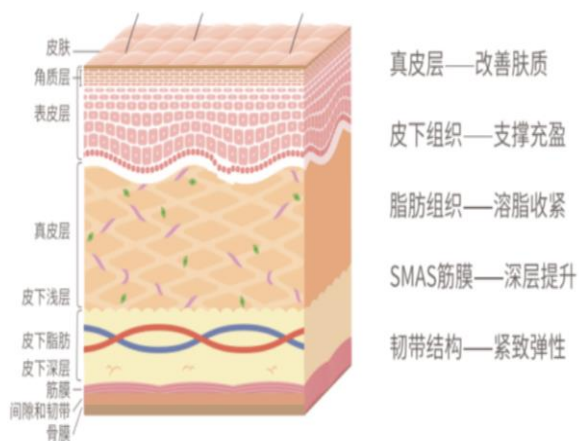
资料来源：小红书、新氧、开源证券研究所（第五代国内尚未获批）

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

5.3、线雕：提拉效果好，目前国内合规产品较少

线雕即埋线提升，通过医用可降解线材埋植于皮肤不同层次实现缓解皮肤松弛功效。线雕是将医用可降解线材埋植到皮肤不同层次，针对面部松弛下垂进行提拉紧致，具有祛除法令纹、帮助苹果肌复位、消除双下巴等效果。与传统拉皮手术相比，面部埋植线对组织的破坏较小，同时效果也更自然，具有恢复期较短、风险较低、效果可逆等优势，已成为最热门的抗衰型医美方式之一。价格方面，根据使用埋植线材质、持续时间和线雕作用部位与面积不同，每次线雕美容项目定价从4000~20000元不等，疗效维持时间从8月至2年。不同线材的区别在于成分和形态，这两点很大程度上决定了线材在人体内的吸收速度、支撑强度以及异物感程度。随着中老年人口比重不断增加，以及消费者对于埋植线产品的了解更加深入，线雕市场潜力也将逐步释放。

图36：模拟皮肤各层次线雕效果



资料来源：爱美客公司官网

图37：线雕手术示意图



资料来源：大众网

市场上获批的面部埋植线产品，仅有爱美客公司旗下紧恋和韩士生科旗下 MINT。紧恋和 MINT 的原材料聚对二氧环己酮（PPDO）和对氧环己酮（PDO）都是纯化学性的，其中 PPDO 线是 PDO 线基础上进一步提纯而来，相比从动物蛋白提纯得到的蛋白线具有不易过敏的优点。目前 MINT 仅有一款线型供消费者选择，应用场景相对有限。与 MINT 相比，紧恋产品线更为丰富，有平滑线、螺旋线、短锯齿线三种线型，分别满足用户皮肤紧致、表情区紧致、精细部位凹陷填充和皮肤提升的需求，同时可与其他手术、非手术年轻化手段联合应用，分层解决结构性衰老问题，具有较强的产品竞争力。

表6：国内有紧恋和 MINT 等两款面部埋线产品获批

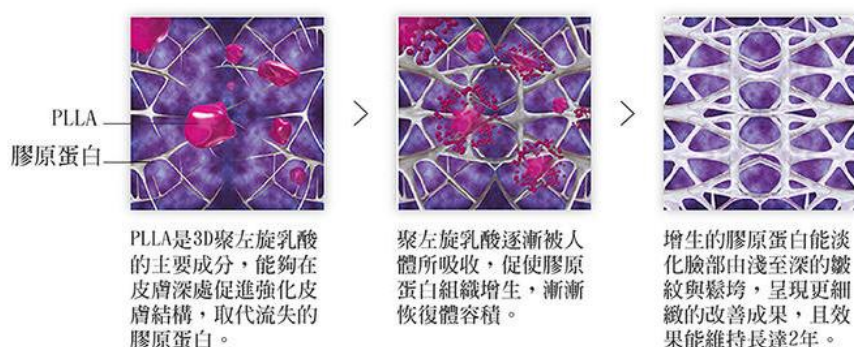
产品	公司	获批时间	产品特点
紧恋	爱美客	2019.5	采用聚对二氧环己酮（PPDO）作为原材料，具有优异的生物相容性、可吸收性和降解性，体内降解试验表明其在 180-220 天可被完全吸收；有平滑线、螺旋线、短锯齿线三种线型。
MINT	韩士生科	2019.6	采用可吸收的材质对氧环己酮（PDO）作为原材料，结合独有的压印制模工艺，形成 3D 立体结构突出型的 360 度螺旋锯齿线。

资料来源：国家药品监督管理局官网、开源证券研究所

5.4、少女针&童颜针：从填充到再生，医美持续进阶

“童颜针”通过刺激胶原蛋白生长达到长期除皱效果。“童颜针”本是 Sculptra 舒颜萃（高德美）的俗称，现业内将主要成分为聚左旋乳酸（PLLA）微球的注射剂统称为“童颜针”。其作用机理为：PLLA 微球可在人体内缓慢降解，在一个较长周期内刺激人体免疫系统，而被吸引来的免疫细胞所分泌的细胞因子，会促使成纤维细胞产生大量胶原蛋白（待 PLLA 全部分解后，这部分胶原蛋白依然存在），从而达到支撑提拉皮肤及抚平皱纹的效果。与物理填充的玻尿酸以及通过阻断神经对肌肉传导达到除皱效果的肉毒素相比，童颜针通过促进胶原蛋白分泌从深层改善皮肤状态，因此维持效果会更长久。“童颜针”代表产品除法国 Sculptra 舒颜萃外，还有美国 DermaVeil 德美颜、韩国 Aesthefill 爱塑美，目前国内尚未有取得III类医疗器械产品注册证的童颜针产品。

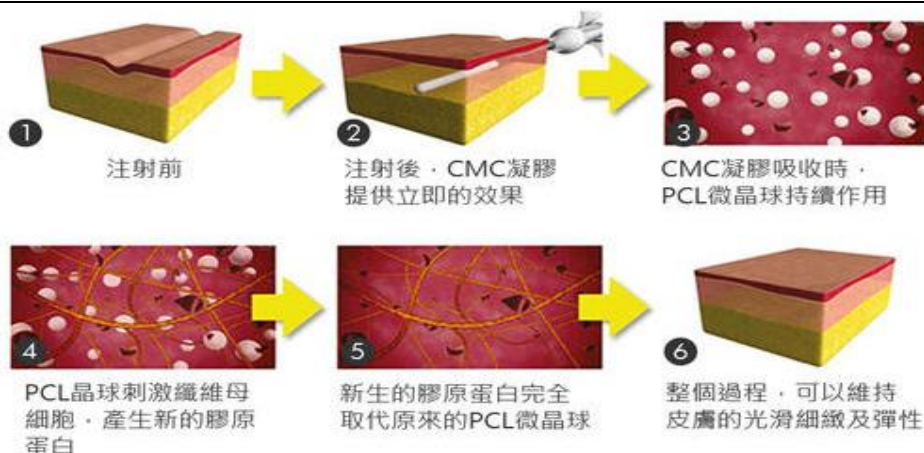
图38：“童颜针”通过刺激自身胶原蛋白生长以抚平皱纹



资料来源：教主医美外科整形诊所

“少女针”作用原理与“童颜针”类似，但短期见效更快。“少女针”是华东医药全资子公司 Sinclair 旗下系列产品 Ellansé 的俗称，该系列有 S/M/L/E 四款产品，分别对应效果维持时间 1/2/3/4 年。四款产品主要成分均为聚己内酯（PCL）微球和羧甲基纤维素（CMC）。PCL 微球与“童颜针”的 PLLA 作用原理类似，通过在人体内缓慢降解刺激免疫反应，促进成纤维细胞分泌胶原蛋白；而另一主要成分 CMC 则具有一定黏度和弹性，注射后可以快速填充凹陷。因此“少女针”与“童颜针”的最大区别在于，“少女针”见效更快。目前 Ellansé-S 已取得中国III类医疗器械注册证（国械注进 20213130100），预计 2021 年下半年在中国大陆正式上市销售。

图39：“少女针”作用原理与“童颜针”类似，但短期见效更快



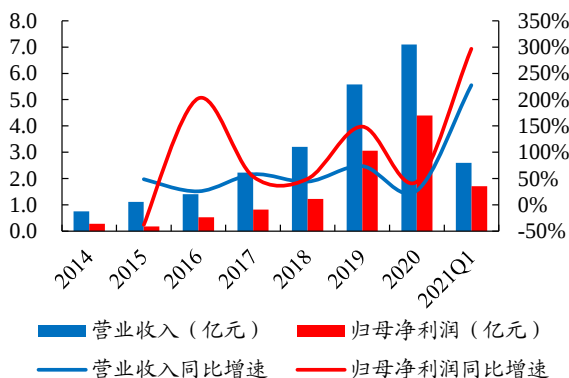
资料来源：绮丽嘉美型诊所

6、医美受益标的：爱美客&华熙生物&华东医药&四环医药&昊海生科&复锐医疗科技

6.1、爱美客：差异化产品切入医美优质赛道，业绩高增长、盈利能力强

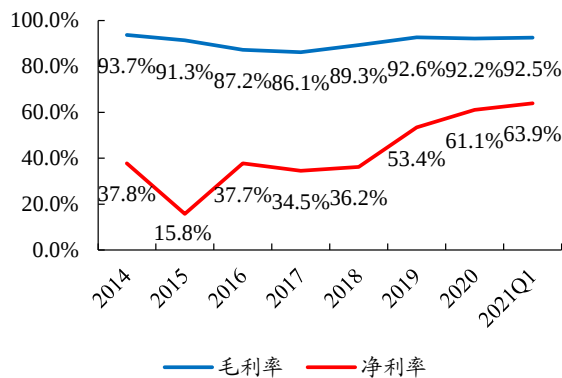
爱美客是国产医美龙头，业绩高速增长，盈利能力突出。公司是国产医美龙头（玻尿酸产品市占率国内品牌第一），产品技术、安全性和有效性已得到下游医美机构和终端消费者认可，“嗨体”、“爱芙莱”、“宝尼达”等品牌影响力突出。2020 年公司实现营收 7.09 亿元（+27.18%），归母净利润 4.4 亿元（+43.93%）；2021Q1 实现营收 2.59 亿元（+227.52%）、归母净利润 1.71 亿元（+296.50%），营收、经营业绩高速增长，且盈利能力（2021Q1 公司毛利率为 92.5%，净利率为 63.9%）也保持在很高水平。

图40：爱美客营收、归母净利润高速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

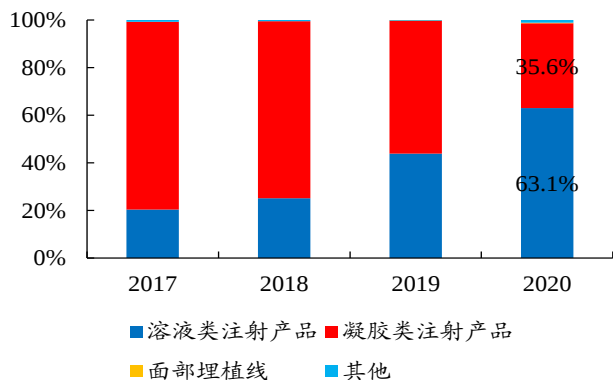
图41：爱美客盈利能力强



数据来源：Wind、开源证券研究所

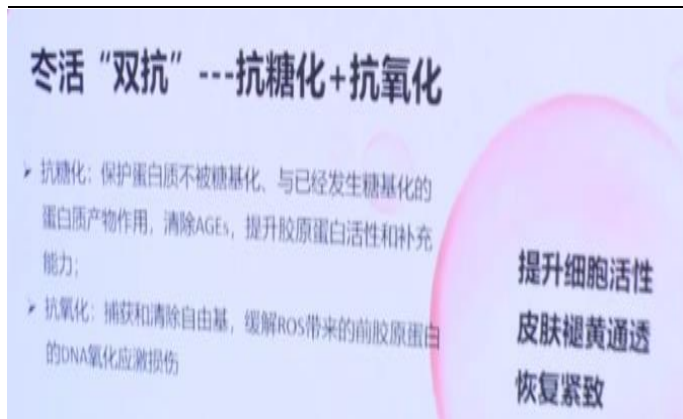
爱美客深耕医美领域，明星产品嗨体引领高增长，新品有望贡献增量。2020 年公司以明星玻尿酸产品嗨体为核心的溶液类注射针剂表现亮眼，全年营收 4.47 亿元（+82.85%），占总营收比重达到 63%；凝胶类产品实现营收 2.52 亿元（-19.21%），相对体量较小的埋线和化妆品类产品分别实现 21 倍/9 倍增长。未来，公司在渠道端深度参与机构运营、增强黏性；产品端通过自主研发、合作研发、投资入股等方式推动产品升级与新品研发，深筑竞争壁垒。近期，公司发布冬活泡泡针，切入医美抗衰优质赛道；此外公司童颜针产品有望年内获批，均有望为公司不断贡献增量。

图42：以嗨体为代表的溶液类产品营收占比高



数据来源：爱美客公司公告、开源证券研究所

图43：冬活泡泡针通过抗糖、抗氧化实现抗衰效果

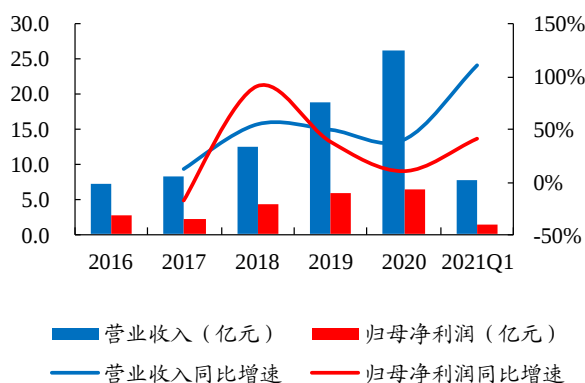


资料来源：爱美客新品线上发布会

6.2、华熙生物：透明质酸全产业链龙头，四轮驱动打开新成长空间

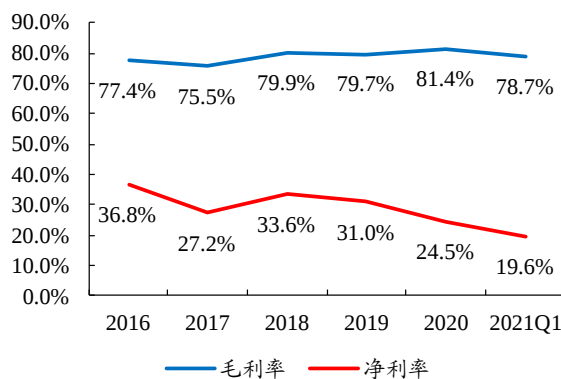
华熙生物是透明质酸全产业链龙头，发力终端业绩高速增长。公司是全球透明质酸产业龙头，目前已构建“原料+终端”的全产业链布局。具体看，公司原料业务竞争优势突出，终端医美和功能性护肤品业务受益赛道高景气步入持续高成长阶段，叠加透明质酸作为食品原料获批，四轮驱动有望推动公司高成长。2020 年公司实现营收 26.33 亿元（+39.6%）、归母净利润 6.46 亿元（+10.3%）；2021Q1 实现营收 7.77 亿元（+111.1%）、归母净利润 1.52 亿元（+41.1%）实现高增长。盈利能力方面，2021Q1 公司毛利率为 78.7%保持较高水平，但费用方面销售费用率受公司发力终端业务影响有较明显提升，带来净利率水平（2021Q1 为 19.6%）小幅下降。

图44：华熙生物发力终端，营收高速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

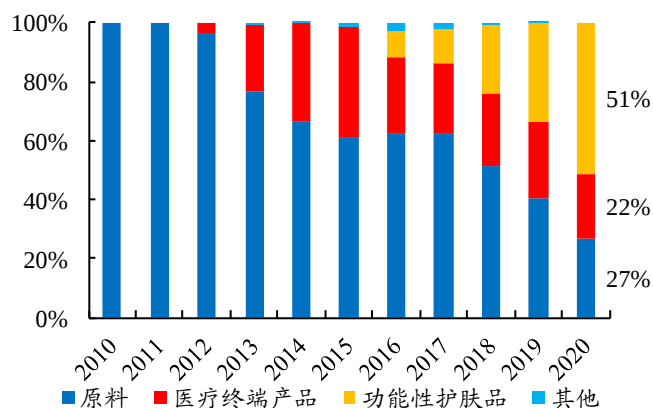
图45：华熙生物保持较高毛利率水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

华熙生物原料业务稳健，终端化妆品、医美景气度高，功能性食品第四轮驱动打开成长空间。分业务收入占比看，2020 年公司原料、医疗终端产品、功能性护肤品分别实现营收 7.0 亿元/5.8 亿元/13.5 亿元，收入占比分别为 26.7%/21.9%/51.2%，原料业务 2020 年受海外疫情影响较大；医疗终端产品和功能性护肤品呈现高增长。我们认为，华熙生物始终走在透明质酸领域发展前沿，引领行业发展；通过内部深耕&外引活水，强研发实力构筑科技护城河。化妆品业务方面，随着公司营销投入，有望保持较高增速；医美方面，2020 年公司推出润致 Aqua 娃娃针，2021 年 5 月发布新品御龄双子针，有望贡献新增量；功能性食品方面，公司也陆续推出水肌泉、黑零，四轮驱动打开新成长空间。

图46：华熙生物功能性护肤品收入占比逐年提升



数据来源：华熙生物公司公告、开源证券研究所

图47：华熙生物终端布局丰富，有望贡献新增增长点

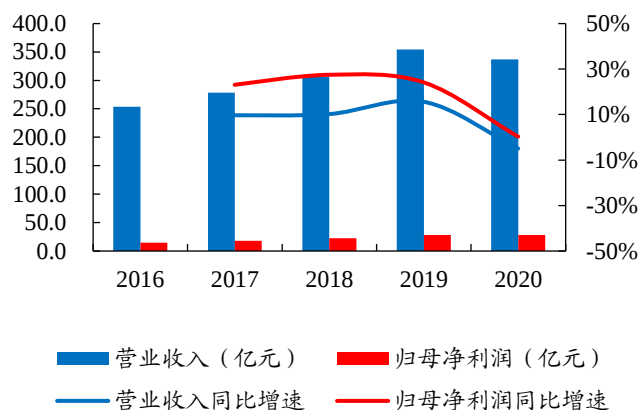


资料来源：华熙生物公司公告、各品牌官网、开源证券研究所

6.3、华东医药：少女针获批，医美产品线丰富，崛起正当时

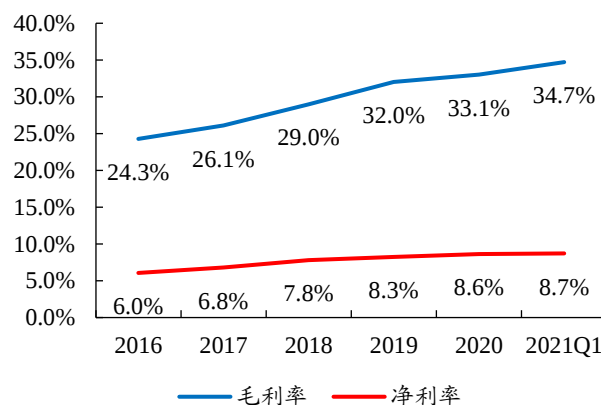
华东医药是医药领域龙头，近年来营收、归母净利润高速增长。华东医药主营业务涵盖医药商业、医药工业、医美三大领域。2020 年公司实现营收 336.8 亿元（-5.0%）、归母净利润 28.2 亿元（+0.2%），2015-2020 年营收、归母净利润复合增速分别为 9.2%/20.8%，业绩高速增长；2021Q1 实现营收 89.0 亿元（+3.5%），归母净利润 7.6 亿元（-33.9%），主要是受到政策影响。盈利能力方面，受益于业务结构优化，公司毛利率、净利率水平持续提升（2021Q1 分别达到 34.7%/8.7%）。

图48：华东医药 2020 年利润在疫情背景下基本持平



数据来源：Wind、开源证券研究所

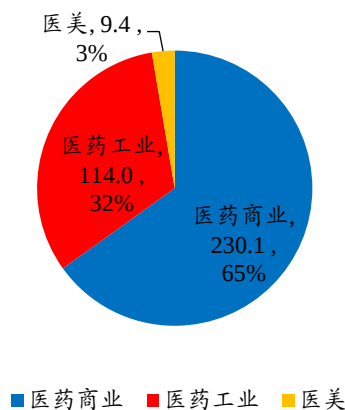
图49：华东医药毛利率保持较高水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

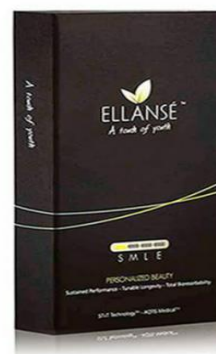
华东医药医美领域布局丰富，少女针获批有望贡献增量。公司三大业务分业务收入占比看，2020 年公司医药商业、医药工业、医美分别实现营收 230.1 亿元（-8.3%）/114.0 亿元（+4.9%）/9.4 亿元（-29.0%），收入占比分别为 66.3%/32.8%/2.8%，其中医美业务下滑主要是由于受海内外疫情影响较大。公司通过代理、收购、战略合作等方式布局医美产品线，独家代理热销透明质酸品牌伊婉系列，Ellanse-少女针也于 4 月获批，能够刺激胶原蛋白再生，终端需求广阔而目前市场合规产品少，随着产品推广，有望贡献增量。除此之外，公司在肉毒素、线雕类、减脂塑形类、光电仪器类均有布局，未来也有望陆续获批。

图50：华东医药 2020 年利润在疫情背景下基本持平



数据来源：华东医药公司公告、开源证券研究所（未考虑部分抵消）

图51：华东医药少女针产品获批，有望贡献增量

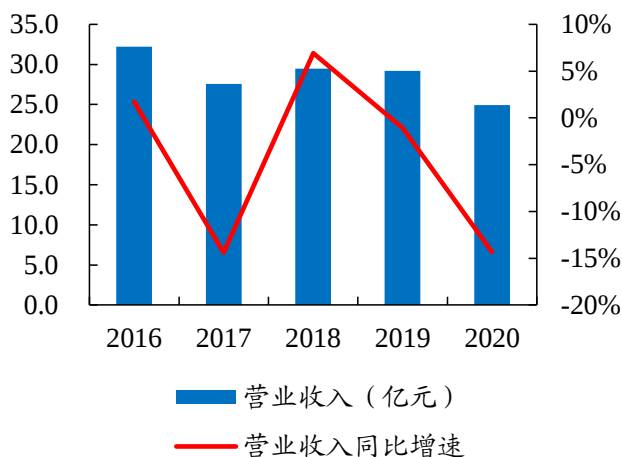


资料来源：华东医药公司官网

6.4、四环医药：医药+医美双轮驱动，肉毒素市场空间广阔

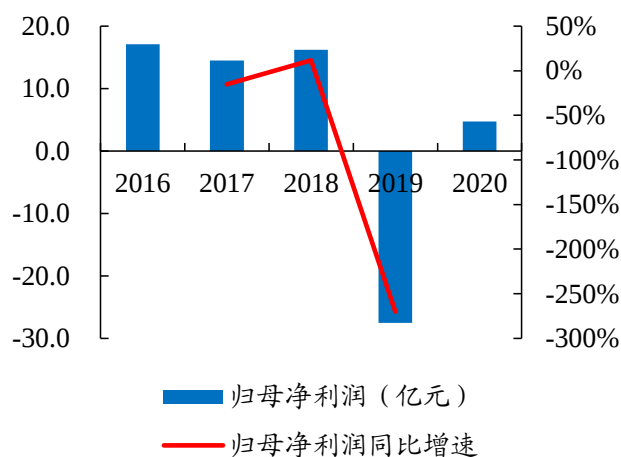
四环医药是心脑血管医药企业龙头。公司聚焦心脑血管、消化系统、抗感染、抗肿瘤、神经系统、医美六大领域，形成医药+医美双轮驱动战略布局。营收及经营业绩方面，2020年公司实现营收24.6亿元（-14.4%），归母净利润4.73亿元。

图52：四环医药近年来营收增速受政策影响下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图53：2020年四环医药利润端恢复



数据来源：Wind、开源证券研究所

乐提葆肉毒素获批，医美业务有望打开新成长空间。医美业务方面，2014年公司与Hugel公司签订合作协议，旗下肉毒素产品乐提葆2020年10月在我国获批，四环医药在中国具有独家经销权。从产品方面看，乐提葆（俗称“白毒”）是韩国市占率排名第一的肉毒素产品，产品弥散度小且价格略低于保妥适，与目前市场上其他三款产品可以实现错位竞争，有望抢占肉毒素蓝海市场。从营销团队来看，目前公司医美销售团队来自艾尔建、辉瑞等跨国企业，运营经验丰富，随着产品铺货有望贡献增量。除肉毒素外，公司还在透明质酸、童颜针、少女针布局，未来有望陆续获批，医美业务有望打开新成长空间。

图54：乐提葆受到下游欢迎

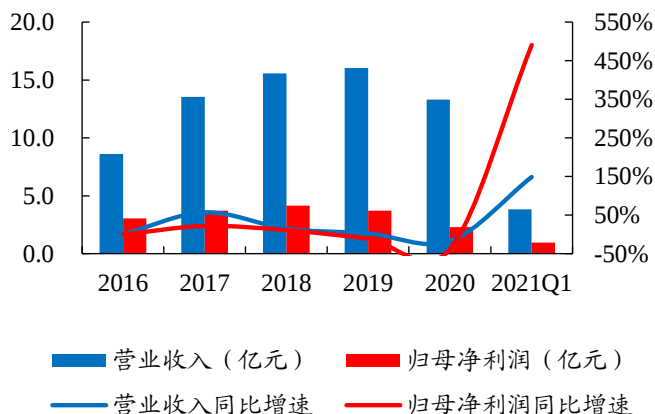


资料来源：四环医药投资者关系公众号

6.5、昊海生科：眼科、医美双轮驱动，打开成长空间

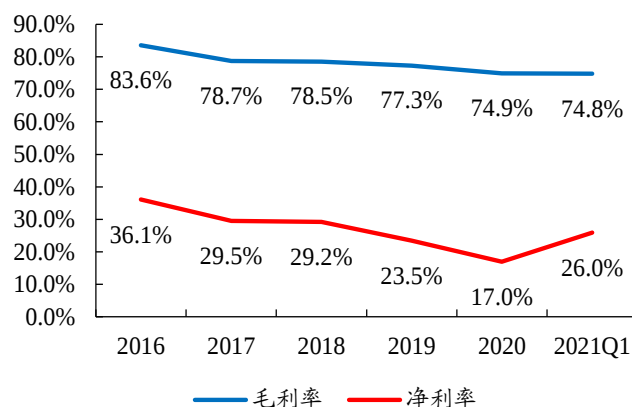
昊海生科是眼科医疗器械领导者，公司业绩增长快、盈利能力强。昊海生科成立于2007年，主营业务涵盖眼科、骨科、医疗美容与创面护理、防粘连及止血四大业务。营收及经营业绩方面，2020年公司实现营收13.32亿元（-16.95%），归母净利润2.3亿元（-37.95%）；2021Q1实现营收3.83亿元（+149.05%）、归母净利润0.97亿元（+490.23%），疫情影响退却后，营收、经营业绩恢复高速增长。盈利能力方面，2021Q1公司毛利率为74.8%、净利率为26.0%，盈利能力保持在较高水平。

图55：昊海生科营收、归母净利润高速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

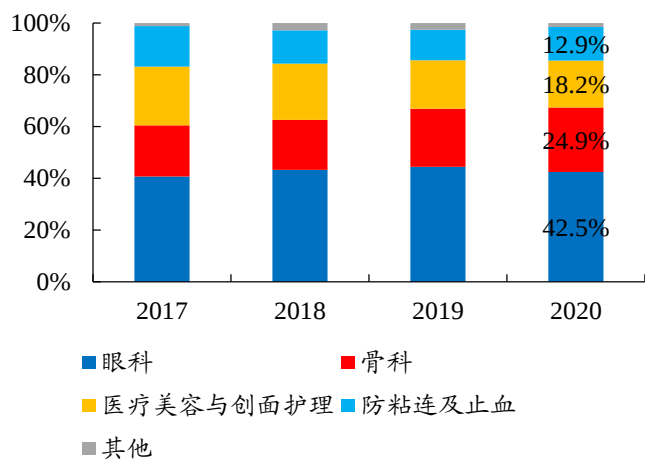
图56：昊海生科盈利能力强



数据来源：Wind、开源证券研究所

昊海生科在医美领域通过投资、收购等方式完善布局，有望打开新的成长空间。分业务收入占比看，2020年公司眼科、骨科、医疗美容与创面护理、防粘连及止血分别实现营收5.7亿元/3.3亿元/2.4亿元/1.7亿元，收入占比分别为42.5%/24.9%/18.2%/12.9%。医美方面，公司注重研发，玻尿酸产品迭代储备丰富，“海魅”于2020年上市，聚焦高端市场。除此之外，公司2021年2月收购欧华美科（全球医美科技公司，在光电、射频、注射填充领域均有布局）63.64%股权；在3月投资美国Eirion，布局肉毒素、防脱发药物领域。总体来看，公司在医美各细分领域布局完善，眼科、医美双轮驱动公司发展。

图57：昊海生科的营收中眼科产品占比高



数据来源：昊海生科公司公告、开源证券研究所

图58：昊海生科四大主营版块产品线

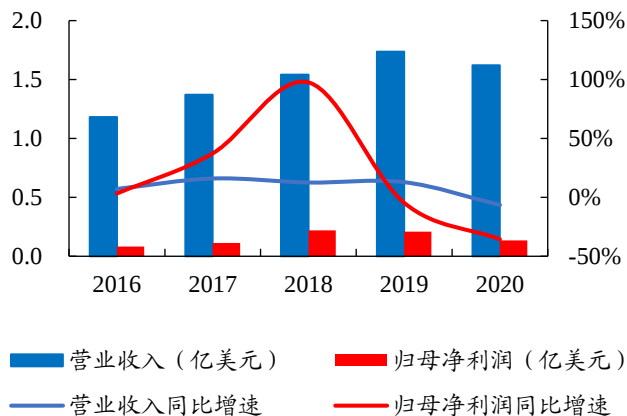


资料来源：昊海生科官网、开源证券研究所

6.6、复锐医疗科技：能量源医美器械龙头，新布局有望贡献新增量

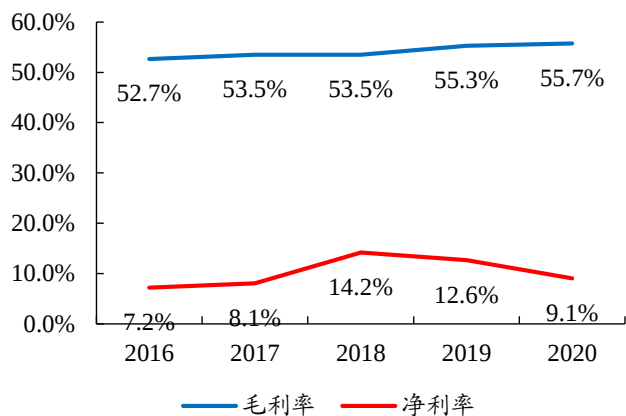
复锐医疗科技是全球能量源医疗美容器械龙头，受疫情冲击 2020 年业绩略有下滑。据 Medical Insight 数据，2016 年全球能量源医疗美容器械市场中，公司市场份额排名第五（4.4%），中国市场中排名第一（16.2%）。2020 年公司实现营收 1.62 亿美元（同比-6.6%），归母净利润 0.13 亿美元（同比-35.8%），公司业绩受疫情影响明显。盈利能力方面，2020 年公司毛利率为 55.7%，同比上升 0.4pct，主要原因是直销业务比重的提升，2020 年公司净利率为 9.1%，疫情冲击下仍维持较好盈利水平。

图59：复锐医疗科技经营业绩受疫情影响明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

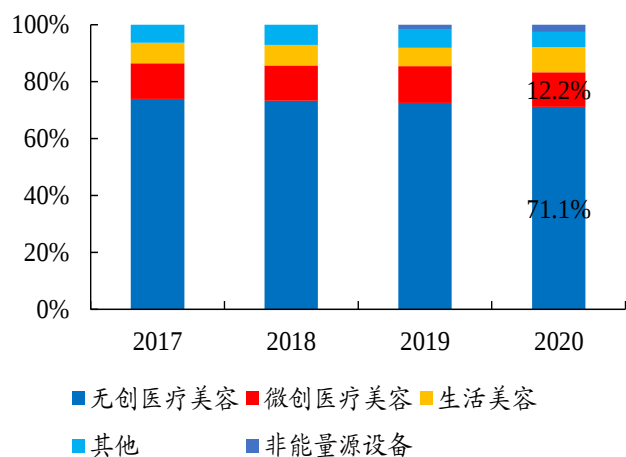
图60：疫情冲击下复锐医疗科技盈利能力较为稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

核心业务医美设备业绩稳健，新方向布局有望贡献增量。2020 年公司无创、微创医疗美容设备业务分别实现营收 1.17/0.2 亿美元（同比分别-5.9%/-9.2%），受疫情影响略有下滑，占总营收比重合计达到 83.3%；2020 年公司生活美容设备、非能量源设备（真皮填充剂等）分别实现营收 0.14/0.04 亿美元（同比分别+30.7%/+34.2%），疫情下实现逆势增长。公司核心业务能量源医美器械方面技术实力、研发能力强大，龙头地位稳健。自 2019 年起，公司涉足注射填充领域，近期公司通过投资天津星魅布局溶脂针（RZL-012），新布局有望在未来为公司贡献新增量。

图61：无创医疗美容设备是复锐医疗科技主要营收来源



数据来源：复锐医疗科技公告、开源证券研究所

图62：能量源医美器械是复锐医疗科技的核心业务



资料来源：飞顿激光官网

表7：医美产品赛道受益标的：爱美客、华熙生物、华东医药、昊海生科、四环医药、复锐医疗科技

证券代码	股票简称	评级	总市值 (亿元/港元)	收盘价 (元/港元)	EPS			PE		
					2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
300896.SZ	爱美客	买入	1,464	676.67	3.24	4.85	6.93	209	139	98
688363.SH	华熙生物	买入	1,292	269.10	1.65	2.26	2.93	163	119	92
000963.SZ	华东医药	未评级	924	52.82	1.72	1.99	2.37	31	26	22
688366.SH	昊海生科	未评级	311	202.98	2.50	3.31	4.28	81	61	47
0460.HK	四环医药	未评级	360	3.80	0.08	0.12	0.17	48	32	22
1696.HK	复锐医疗科技	未评级	92	20.80	-	-	-	-	-	-

数据来源：Wind、开源证券研究所（注 1：收盘价日期为 2021 年 5 月 31 日；注 2：爱美客、华熙生物 EPS 为开源证券预测值，其他公司为 Wind 一致预期预测值；注 3：四环医药、复锐医疗科技总市值、股价和 EPS 单位为港币，其他公司单位为人民币）

7、风险提示

- （1）疫情反复和宏观经济下行等因素影响终端医美消费需求；
- （2）新产品研发、审批和推广进度不及预期；
- （3）行业竞争加剧风险。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。