

中信证券研究部

核心观点



徐晓芳
首席美妆及商业
分析师
S1010515010003



陈竹
首席医疗健康产业
分析师
S1010516100003



刘泽序
首席药品行业
分析师
S1010518060001

商业零售行业

评级

强于大市（维持）

2020 年，医美整体规模超 3000 亿元；年轻群体、低线市场、轻医美或推动 2030 年规模超万亿元，预计 2020-2030 年 CAGR 约 14.4%。中外重点医美公司对比：不同阶段，相似路径——增加产品力、直营、自主+并购、爆款+矩阵。医美终端标准化、优质医生、引流获客三大痛点短期内难解，在产业匠心和资本驱动双重作用下持续分化。

■ **长坡厚雪，空间广阔。**2020 年，中国医疗美容正规市场规模约 1518 亿元，同比+6%；2015-2020 年，CAGR+18.9%；我们推算 2020 年医美整体市场规模超 3000 亿元（正规:非正规=1:1.1~1.2）。未来，年轻群体、低线市场、轻医美是主要推动力。我们预测 2030 年，正规/整体医美市场规模分别为 7556/1.3 万亿元，2020-2030 年整体规模 CAGR +14.4%，在 18-64 岁适龄女性中的渗透率约 26%。各环节高毛利率（50%~92%），但净利率分化，中游品牌端附加值最高，国内终端集团化、证券化前景优于海外。

■ **生物材料：透明质酸、肉毒素占据绝对主流；中外比较：不同阶段，相似路径。**
透明质酸：2020 年正品行货出厂规模约 50.9 亿元，正品终端/整体分别约为 127/350 亿元；供给充足，竞争充分：18 家公司，42 个注册证，每年新批 3-5 张；本土品牌占比趋势性提升，海外品牌分化。目前暂无颠覆式填充替代材料出现，但胶原蛋白及刺激自身胶原再生类产品或将对其中产生一定分流。**肉毒素：**2020 年正品行货入院规模 38 亿元，对应终端约 125 亿元，当前 4 张批文，各家差异化定位、有序竞争；应用场景广泛，待批数量有限，现有品牌将充分获益。**胶原蛋白：**技术进步、工艺提升、场景拓展进行时，未来 3 年或将有 3-5 张新注册证落地。**PLLA 童颜针：**微球工艺进步——直径小、更均匀、更光滑，剂型多样——水凝、粉剂，国内表现有望好于海外市场。**PCL+CMC 少女针：**“填充+修复”，消费者教育、医生培训是关键。Allergan、Galderma 启示录：开创性的产品+强产品力，直营渠道、营销融合，自主+并购、爆款+矩阵。

■ **医美终端：产业匠心与资本驱动，“流量”VS“留量”，持续分化。**格局分散，CR5 约 7%~8%。三大痛点：1）难以标准化复制；2）持牌、优质医生稀缺，医生培育周期长；3）高昂获客、人工成本压制盈利能力。终端分化：流量型机构注重以高投入、低价吸引大量用户实现快速增长，盈利性弱；“留量”型机构重视以优质产品、优质医生提升老客复购和客单价，增速稳健、盈利良好（10%±3%）。当前，医美终端再现投资热潮；卫健委、海关等八大部委联合整治非法医美，涤荡清，“良币驱逐劣币”。媒介：提供多元化获客渠道，提供精细化投放，推动消费者教育，减少信息不对称。

■ **风险因素：**整顿短期冲击较大；终端竞争加剧或致失序；资本涌入加剧行业波动。

■ **投资策略。**推荐医美生物材料龙头爱美客、华熙生物，关注昊海生科、华东医药、四环医药、复锐医疗科技、奇致激光、海外公司 ABBVIE（ABV.N，乔雅登、Botox 所属 Allergan 的母公司）；推荐由医美社区到医美生态的新氧（SY.O）；关注医美终端朗姿股份、华韩整形、奥园美谷、苏宁环球、瑞丽医美）、医美国际等，同时建议关注医美终端里的两大未上市龙头企业美莱整形和艺星整形。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	收盘价	EPS				PE				评级
		2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	
爱美客	659.00	4.51	3.66	5.29	7.39	146.1	180.1	124.6	89.2	增持
华熙生物	245.30	1.35	1.84	2.49	3.24	181.7	133.3	98.5	75.7	买入

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2021 年 6 月 18 日收盘价

目录

长坡厚雪，十年万亿	1
增长动力一：低线城市渗透率具备巨大增长潜力	2
增长动力二：非手术类占比将进一步提升	2
2030 年医美整体规模有望过万亿，十年 CAGR 14.4%	7
产业链：上游综合，中游集中，下游分散	8
各环节高毛利，净利率分化	8
中游集团化，证券化	9
生物材料：“医用”转“医美用”，品种日益丰富	11
全球视角：透明质酸、肉毒素占据绝对主流	11
透明质酸：填充王者，高安全性、易操作、高性价比	13
肉毒素：壁垒高，应用广	21
胶原蛋白：技术进步中，工艺提升中，场景拓展中	28
PLLA：“童颜针”，工艺进步，剂型多样	30
聚己内酯(PCL)+羧甲基纤维素(CMC)：“少女针”丰富填充市场	34
中外重点医美公司：不同的阶段，相似的路径	34
全球龙头：Allergan 和 Galderma 发展启示录	34
爱美客：垂直专注，强差异化，储备丰富	38
华熙生物：医美业务战略调整，聚焦核心品牌“润致”	41
昊海生科：医美、生美、家美，三大场景全产品线布局	42
终端：“流量”VS“留量”，持续分化	46
终端终端竞争格局高度分散，存三大痛点	47
痛点一：标准化复制较为困难	47
痛点二：医生资源稀缺且短期内难以解决	50
痛点三：高昂获客、人工成本致盈利水平普遍较低	52
趋势一：医美终端再现投资热潮	53
趋势二：监管趋严，“良币驱逐劣币”	57
媒介：提供多元化获客渠道，推动消费者教育	58
垂直类医美平台代表——新氧	60
综合性互联网平台代表——美团	61
他山之石：RealSelf 的发展历程	62
风险因素	62
投资建议	62

插图目录

图 1：中国医疗美容市场规模分布	1
图 2：中国主要的消费品品类增速	2
图 3：中国医美行业用户分布	2
图 4：医美消费在 18-40 岁人群渗透率（2018 年）	2
图 5：中国正规医疗美容市场规模	3
图 6：中国正规医疗美容市场规模手术类与非手术类占比	3
图 7：全球医疗美容市场服务类型占比（按疗程量分）- 2019 年	4
图 8：瑞丽医美收入结构占比	4
图 9：瑞丽医美各业务活跃用户消费频次	4
图 10：中国医美项目消费占比（2020）	5
图 11：中国注射类医美项目占比（2019）	5
图 12：美国注射类医美项目占比（2019）	5
图 13：日本注射类医美项目占比（2018）	5
图 14：各年龄段医美消费人群占比	6
图 15：美国各年龄段医美消费人群占比	6
图 16：成都市医美消费者年龄占比（2018 年）	6
图 17：医美产业链	8
图 18：医美产业链各环节毛利率	9
图 19：医美产业链各环节净利率	9
图 20：透明质酸应用领域	14
图 21：医美透明质酸填充剂应用	14
图 22：Allergan 旗下 Juvederm Collection 营业收入	15
图 23：Allergan 旗下 Juvederm Collection 营业收入分布	15
图 24：韩国 HUGEL 旗下 Hyaluronic Acid Filler 营业收入	15
图 25：韩国 HUGEL 各类业务营业收入及占比	15
图 26：中国医疗美容透明质酸产品市场规模	16
图 27：透明质酸钠类填充剂（含复合材料）产品获批列表（III 类医疗器械，截至 2021 年 4 月）	17
图 28：各部位可用的透明质酸填充剂注册证数量	17
图 29：透明质酸填充剂注册证：18 家公司持有 42 张（截至 2021 年 4 月）	17
图 30：中国透明质酸填充剂重点公司市占率（2019，按入院销量）	18
图 31：中国透明质酸填充剂重点公司市占率（2019，按入院销售额）	18
图 32：中国透明质酸填充剂厂商集中度分析（按入院销售额）	19
图 33：修饰度 = 交联度 + 垂悬修饰度	19
图 34：交联度越高，组织相容性越低	19
图 35：葡聚糖 MTI12 长效填充剂交联过程及降解情况	20
图 36：肉毒素发展历程	21
图 37：肉毒素在医疗和美容领域的应用	22
图 38：AbbVie 子公司 Allergan 旗下 Botox 业务收入（2020 年）	22
图 39：AbbVie 子公司 Allergan Botox 业务收入按地区拆分（2020 年）	22
图 40：韩国肉毒素市场重点公司市场份额（按销售额，2019）	25
图 41：韩国对中国肉毒素出口规模	25
图 42：中国肉毒素产品市场规模	25

图 43: 皮肤结构	29
图 44: 人体各部位胶原蛋白含量	29
图 45: 全球及医美重点国家 PLLA 诊疗量	31
图 46: 2019 年全球及医美重点国家四大注射类材料诊疗量占比	32
图 47: Allergan、Galderma、Merz 旗下医疗美容类产品线	35
图 48: Allergan 医疗美容业务发展历程	36
图 49: Allergan PLC 营业收入及增速	36
图 50: Allergan PLC 营业收入构成	36
图 51: Allergan PLC 经调整后归属于母公司股东净利润	36
图 52: Allergan PLC 毛利率、净利率	36
图 53: 2017-2019 年爱美客直销和经销业务占比	40
图 54: 2017-2019 年爱美客直销模式的收入构成拆分	40
图 55: 华熙生物按营业收入业务构成	41
图 56: 华熙生物医美业务营业收入及增速	41
图 57: 华熙生物润致系列产品	42
图 58: 昊海生科医美业务发展历程	43
图 59: 昊海生科医美布局和应用场景	43
图 60: 昊海生科透明质酸填充剂营业收入及增速	44
图 61: 昊海生科各业务营业收入占比	44
图 62: 昊海生科透明质酸填充剂布局	44
图 63: 昊海生科旗下欧华美科 HA 填充剂 Cytosial 的薄层交联技术	45
图 64: 中国医疗美容市场按公共及私营机构拆分	46
图 65: 医疗美容机构按医院、门诊部和诊所对比情况（按市场规模）	47
图 66: 医疗美容机构按医院、门诊部和诊所对比情况（按机构数）	47
图 67: 中国主要医美机构数量	47
图 68: 医美国际旗下机构数量	48
图 69: 美年健康旗下参股体检中心和控股体检中心数量	48
图 70: 国内主要连锁眼科、牙科、植发机构数量	48
图 71: 瑞丽医美主要分支运营情况	48
图 72: 英国最大医美机构 sk:n 机构数量	49
图 73: 全球医美项目按实施地拆分	49
图 74: 中国整形外科医院执业医师及助理人数及增速	50
图 75: 每百万人人均整形医师数量	50
图 76: 专科医院单位执业医师平均创造收入	51
图 77: 瑞丽医美员工结构（2020 年）	51
图 78: 瑞丽医美员工成本占收入的比例	51
图 79: 医美国际员工结构（2020 年）	52
图 80: 医美国际员工成本占收入的比例	52
图 81: 2019 年头部医美机构成本和费用构成	52
图 82: 重点医美机构广告营销费用占收入的比例	53
图 83: 重点医美机构员工费用占收入的比例	53
图 84: 终端单个客户价值测算	53
图 85: 上海天大医院主要财务数据	55
图 86: 苏宁环球医美相关联营公司投资收益	55
图 87: 朗姿医美业务收入	55
图 88: 朗姿医美机构数量	55

图 89: 朗姿按机构运营时间的经营情况	56
图 90: 医美终端: 经营性现金净流量/净利润	56
图 91: 医美终端: 自由现金流	56
图 92: 重点上市医疗服务公司 ROIC 对比	57
图 93: 头部医美机构推广渠道投放占比	60
图 94: 中国医美用户决策因素 (2020 年)	60
图 95: 中国医美用户选择机构的考虑因素 (2020 年)	60
图 96: 新氧: 月活跃用户数量	61
图 97: 新氧: 付费机构数及增速	61
图 98: 通过新氧平台促成的交易额	61
图 99: 新氧: 付费用户数	61

表格目录

表 1: 全球不同医美项目消费者年龄占比	6
表 2: 医疗美容市场规模及渗透率预测	7
表 3: 医美产业链不同环节毛利率及龙头企业	9
表 4: 全球重点医疗美容产业链公司	9
表 5: 国际主要医美用生物材料、品牌及特点	11
表 6: 全球非手术类医美项目量前十的项目	12
表 7: 医疗美容注射填充类材料	13
表 8: 注射用透明质酸填充诊疗数	14
表 9: 重点厂家旗下 HA 填充剂首次获 FDA 注册证时间	14
表 10: 部分在注册证申请或临床阶段的透明质酸填充剂产品	18
表 11: 全球、美国肉毒素诊疗量	23
表 12: 已在 FDA 获批的主要肉毒素产品	23
表 13: 韩国现有可国内销售的主要本土肉毒素品牌 (截至 2021/4)	24
表 14: 中国国内 NMPA 批准的肉毒素产品	26
表 15: 中国已获批 4 张肉毒素注册证产品对比分析	26
表 16: 2017-2019 年国内肉毒素品牌格局	27
表 17: 中国已获批 4 张肉毒素注册证产品市场定位	27
表 18: 中国国内处于申报或筹备阶段的肉毒素	28
表 19: 胶原蛋白填充剂获批情况	29
表 20: 获批胶原蛋白填充剂成分、功效及售价	30
表 21: 海外主要 PLLA 童颜针品牌	33
表 22: 国内 PLLA 童颜针获批与申请情况	33
表 23: 2019-2020 年美国注射填充市场格局 (按金额)	35
表 24: Galderma 旗下 Restylane 产品分类、功能及注册证	37
表 25: 爱美客产品矩阵	39
表 26: 爱美客重点在研项目	40
表 27: 华熙生物第三类医疗器械产品 - 透明质酸注射填充类	41
表 28: 昊海生科肉毒素产品线布局	45
表 29: 医疗美容机构按医院、门诊部和诊所分类对比情况	46
表 30: 典型医美机构的费用分拆表	53
表 31: 近期主要上市公司对医美终端的投资	54

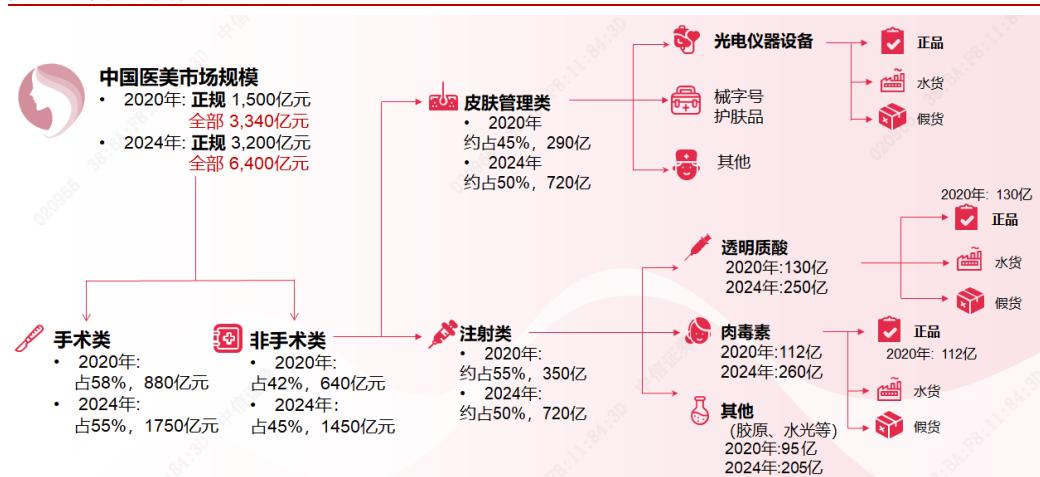
表 32: 医美机构主要政策.....	57
表 33: 中国医美行业营销模式对比	58
表 34: 医美线上渠道主要类别及市场格局	59
表 35: 互联网医美平台比较	59
表 36: 医疗美容板块重点公司盈利预测	62

■ 长坡厚雪，十年万亿

2020 年全口径市场规模约 3,300 亿元：根据爱美客、昊海生科招股书等转引的 Frost & Sullivan 数据显示：2015-2020 年中国医疗美容正规市场规模由 638 亿元增长至 1518 亿元，CAGR+18.9%；其中：2020 年，正规市场同比+6%，手术类和非手术类医疗美容项目规模占比分别为 58%/42%。根据最新的调研，我们测算正规和非正规市场的比例在 1:1~1:1.2，即 2020 年正规和非正规市场合计超 3000 亿元。

随着渗透率不断提升、医美用生物材料获批数量增多及非正规市场不断规范化，预计 2024 年我国正规医美市场规模达 3,185 亿元，2021-24 年 CAGR 20%，其中手术类\非手术类 CAGR 分别为 18%/22%。（转引自爱美客、华熙生物、昊海生科等的招股书等公告内 Frost & Sullivan 数据）

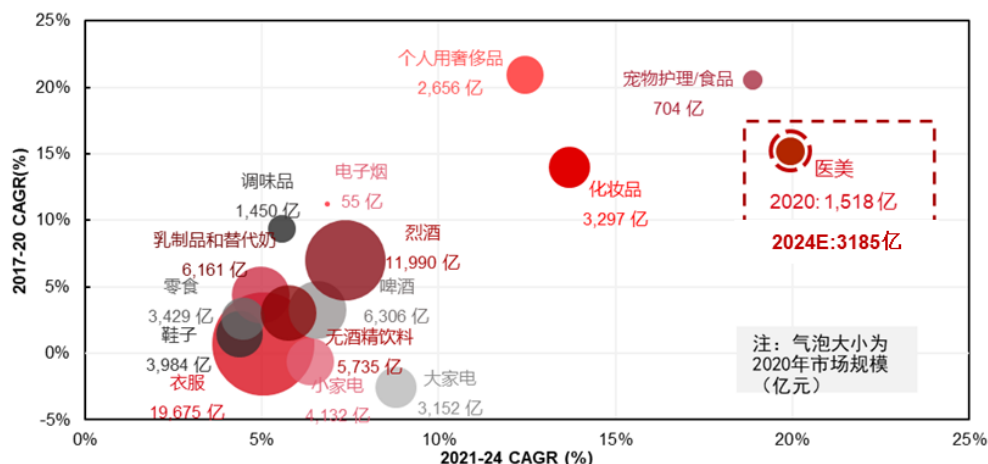
图 1：中国医疗美容市场规模分布



资料来源：Frost & Sullivan（转引自爱美客、华熙生物、昊海生科等的招股书等公告；含 2024 年中国医美市场规模预测数据），中信证券研究部拆分与推算 注：除特别注明外，本图规模指正规监管市场规模

据 Euromonitor 预测，2021-2024 年，在大消费领域，医美市场规模 CAGR+20%，是增速最快的子行业；宠物护理/食品增速位居第 2，CAGR 为 19%；化妆品、个人用奢侈品、大家电、烈酒、电子烟 CAGR 分别为 14%/12%/9%/7%/7%。

图 2：中国主要的消费品类增速

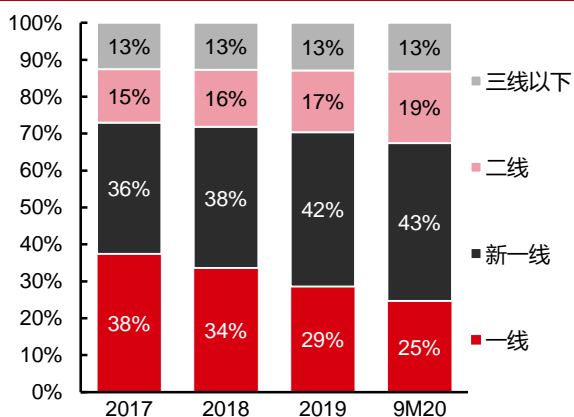


资料来源：Euromonitor（含预测），Frost & Sullivan（转引自爱美客、华熙生物、昊海生科等的招股书等公告），中信证券研究部

增长动力一：低线城市渗透率具备巨大增长潜力

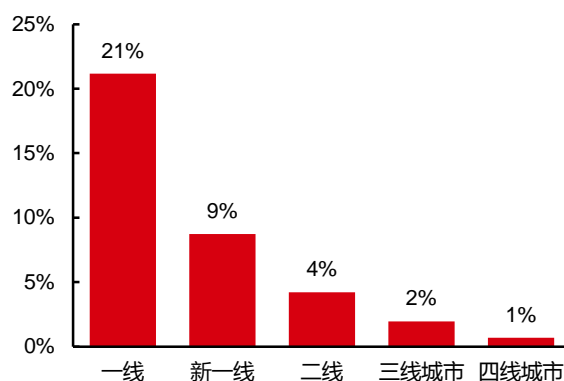
以 18-64 岁城镇人口为基数，假设 50% 手术类消费者同时也是非手术类消费者，2020 年医美在我国的整体渗透率仅 1.7%。据爱美客、华熙生物、昊海生科等招股书等公告转引的 Frost & Sullivan 数据，2018 年中国每千人医美疗程量为 14.5，而韩国、美国、巴西、日本每千人诊疗次数分别为 89.3、52.3、45.4 和 27.1。据 Fastdata 统计，目前我国的医美用户约 67% 分布在一线及新一线城市，仅 13% 的用户居住在三线以下城市。由于医美高客单的特性，以及一二线城市消费者对医美知识的掌握更多，消费转化率更高，合规医美机构和医师主要集中在经济较发达的地区。随着三线及以下城市的购买力逐渐提升，更多医美机构进入低线城市，三线以下城市将成为医美行业的主要增量市场。

图 3：中国医美行业用户分布



资料来源：Fastdata 极数，中信证券研究部

图 4：医美消费在 18-40 岁人群渗透率（2018 年）



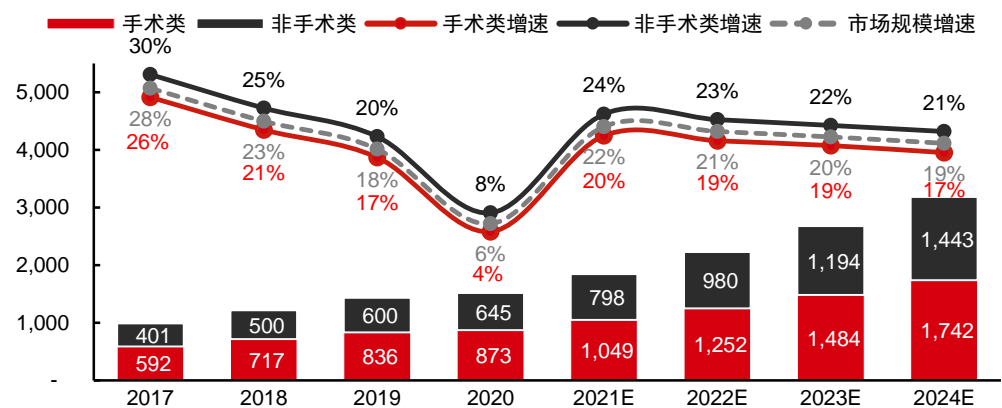
资料来源：新氧，中信证券研究部

增长动力二：非手术类占比将进一步提升

医美服务主要分为手术类和非手术类医疗美容项目，2020 年规模占比分别为 58%/42%。手术类项目指以手术的形式永久性改变人体外观的医美项目，例如隆胸、假体隆鼻、

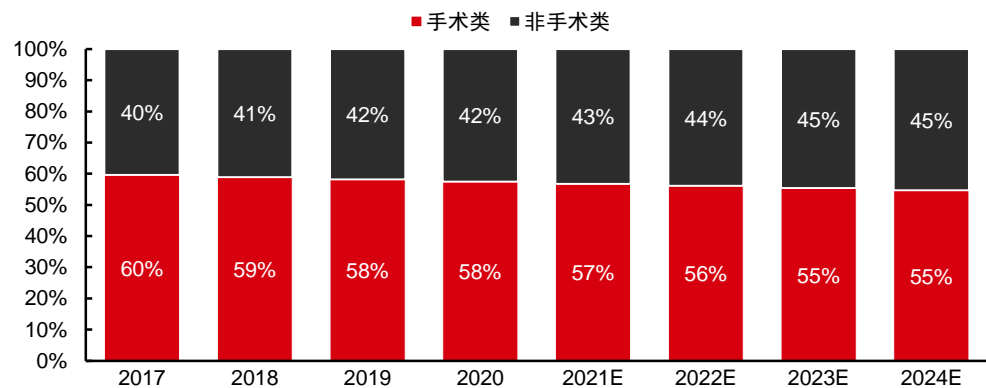
双眼皮手术等，主要满足“修复型”需求。非手术类项目指以微创或者非侵入性的方式暂时性改变人体外观，分成注射类项目、能量类项目、其他项目，主要用于满足“求美型”需求。典型的非手术类项目包括：注射类项目，如透明质酸填充剂注射、肉毒毒素注射、胶原蛋白注射等；能量类，如热玛吉、皮秒激光；其他项目，如化学剥脱、针灸美容等。相比手术类项目，非手术类项目因恢复时间短、单次诊疗费用低且消费粘性高的特点，医美机构通常以相对低价的非手术类产品吸引新客。同时相较手术类项目，非手术类项目操作难度相对较低，从业人员的培养周期也相对较短。Frost & Sullivan 预计 2024 年我国非手术类规模占比将达 45%（转引自爱美客、华熙生物、昊海生科等招股书、年报等公告）。

图 5：中国正规医疗美容市场规模（亿元）



资料来源：Frost & Sullivan（含预测，转引自爱美客、华熙生物、昊海生科等招股书等公告），中信证券研究部

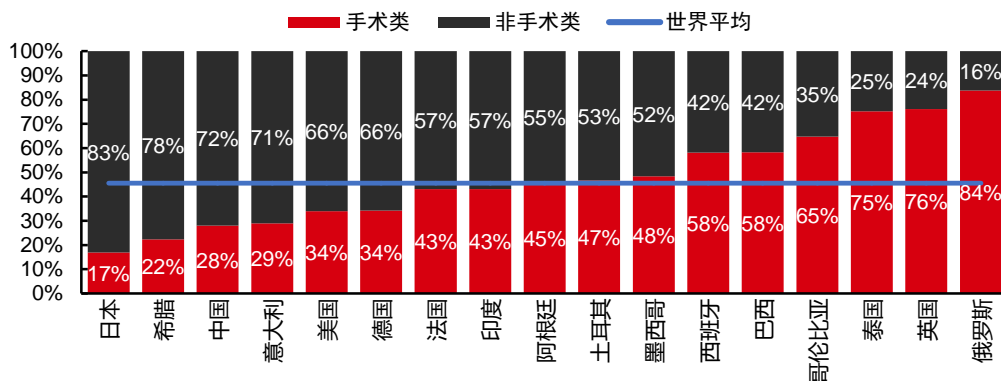
图 6：中国正规医疗美容市场规模手术类与非手术类占比



资料来源：Frost & Sullivan（含预测，转引自爱美客、华熙生物、昊海生科等招股书等公告），中信证券研究部

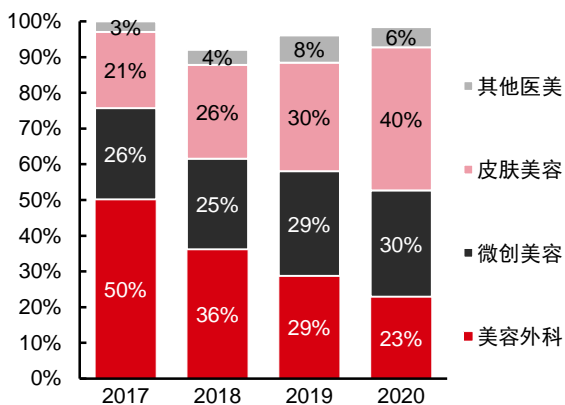
全球来看，非手术类项目占医美项目的比例（按疗程量分）从 2014 年的 51.5% 增加至 2020 年的 54.5%。从细分项目来看，据新氧统计，2019 年 6 月至 2020 年 5 月，注射类项目占非手术类项目 57%，仍低于全球平均水平。据 ISAPS 统计，2019 年，注射类项目占全球非手术项目总服务疗程量 80%，其中肉毒素及玻尿酸分别占 58%/40%。国内市场以瑞丽医美为例，其美容外科业务收入占比已由 2017 年的 50% 下降至 2020 年 23%；皮肤美容项目因客单价相对较低，消费频次最高，收入占比从 2017 年 21% 上升至 2020 年 40%。2017 年，皮肤美容项目每位活跃客户接受的皮肤美容项目约 5-6 次/年。

图 7：全球医疗美容市场服务类型占比（按疗程量分）- 2019 年



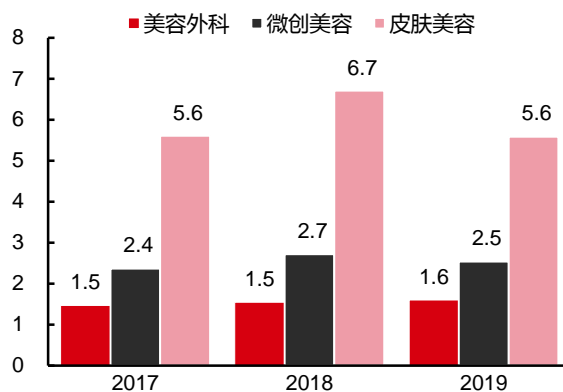
资料来源：国际美容整形外科学会（ISAPS），艾瑞咨询，中信证券研究部

图 8：瑞丽医美收入结构占比



资料来源：瑞丽医美公司公告，中信证券研究部

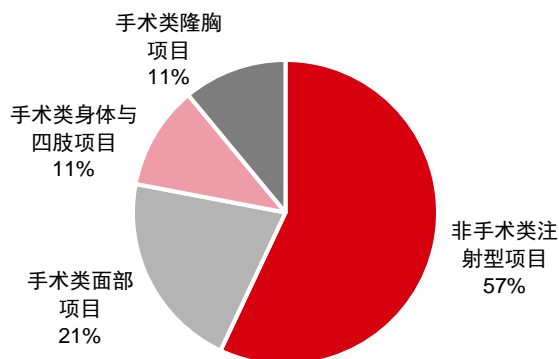
图 9：瑞丽医美各业务活跃用户消费频次



资料来源：瑞丽医美公司公告，中信证券研究部

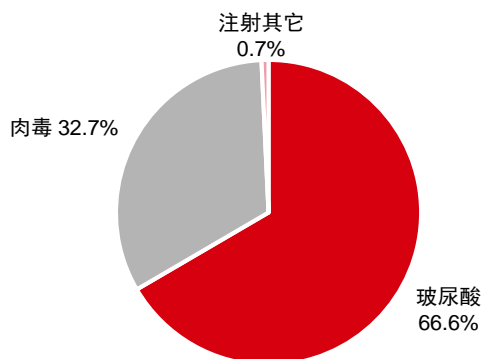
随着国内注射类产品获批种类的增多，注射类项目占整体医美市场比例将进一步提升。根据爱美客、华熙生物、昊海生科等招股书等公告，Frost & Sullivan 预计国内注射类项目占整体市场比例将于 2024 年达到 24.5%（2019 年为 21.9%）。据新氧统计，目前注射类项目中玻尿酸占比 66.7%、肉毒素 32.7%。目前我国肉毒素占比相比其他发达国家仍然较低，主要由于正规获批上市的肉毒素产品只有 3 款产品。以美国和日本为例，肉毒素在注射类项目中的占比分别为 57%/67%，玻尿酸占比分别为 40%/31%。

图 10：中国医美项目消费占比（2020）



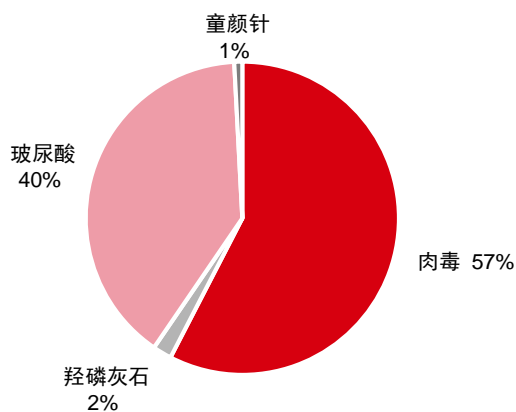
资料来源：新氧，中信证券研究部

图 11：中国注射类医美项目占比（2019）



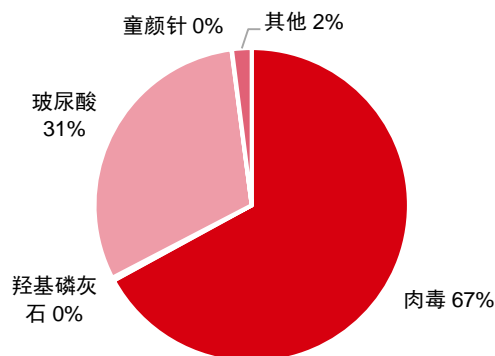
资料来源：新氧，中信证券研究部

图 12：美国注射类医美项目占比（2019）



资料来源：ISAPS，中信证券研究部

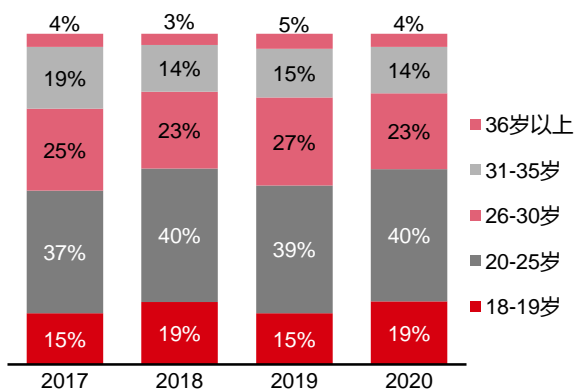
图 13：日本注射类医美项目占比（2018）



资料来源：日本美容整形外科学会，中信证券研究部

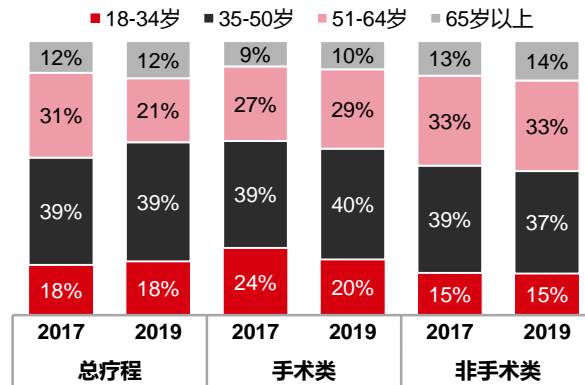
85、90 后是医美消费主力人群：新氧平台显示 2020 年国内 30 岁以下的用户占总体医美消费人群 59%，36 岁以上的消费者仅占 19%。由于新氧平台调查样本主要以线上客群为主，普遍偏年轻，我们推算线下实际 36 岁以上的消费客群会高于 19%，但仍低于其他医美大国，例如美国 35 岁消费者仅占医美总疗程量的 18%、非手术类项目的 15%。以成都为例，根据成都市医疗美容产业协会《成都市 2018 年合法医疗美容机构统计表》显示，24-35 岁的消费者占整个成都医美市场 50.1%。由于互联网医美平台的普及，大量年轻消费者开始加入医美的队伍，同时随着年龄的增长，目前主力的 24-35 岁消费人群对抗衰老项目的需求也会越来越强。

图 14：各年龄段医美消费人群占比



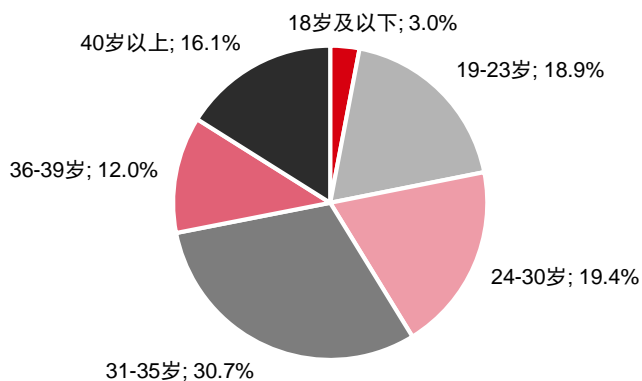
资料来源：新氧，中信证券研究部

图 15：美国各年龄段医美消费人群占比



资料来源：ASAPS，中信证券研究部

图 16：成都市医美消费者年龄占比（2018 年）



资料来源：成都市医疗美容产业协会《成都市 2018 年合法医疗美容机构统计表》，中信证券研究部

表 1：全球不同医美项目消费者年龄占比

	18 岁以下	19-34 岁	35-50 岁	51-64 岁	65 岁以上
隆胸	2.4%	53.9%	35.7%	7.2%	0.9%
隆鼻	6.6%	64.5%	23.9%	4.3%	0.7%
肉毒	1.0%	21.7%	46.1%	25.2%	6.0%
吸脂	2.4%	41.1%	42.4%	12.0%	2.1%
非侵入式减脂	3.6%	36.5%	43.0%	14.0%	3.0%

资料来源：ISAPS，中信证券研究部

2030 年医美整体规模有望过万亿，十年 CAGR 14.4%

表 2：医疗美容市场规模及渗透率预测

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
正规医美规模 (亿元)	1,436	1,518	1,847	2,232	2,678	3,185	3,758	4,397	5,101	5,866	6,687	7,556
YOY		6%	22%	21%	20%	19%	18%	17%	16%	15%	14%	13%
正规:非正规	1.25	1.20	1.15	1.10	1.05	1.00	0.95	0.90	0.85	0.80	0.75	0.70
非正规 (亿元)	1,795	1,822	2,124	2,455	2,812	3,185	3,570	3,957	4,336	4,693	5,015	5,289
YOY		1%	17%	16%	15%	13%	12%	11%	10%	8%	7%	5%
整体医美规模 (亿元)	3,231	3,340	3,971	4,687	5,490	6,370	7,329	8,355	9,436	10,559	11,702	12,846
YOY		3%	19%	18%	17%	16%	15%	14%	13%	12%	11%	10%
客单价 (元)	5,934	5,838	5,754	5,679	5,603	5,520	5,520	5,520	5,520	5,520	5,520	5,520
次数 (万次)	5,445	5,720	6,902	8,253	9,799	11,540	13,277	15,136	17,095	19,128	21,200	23,272
复购	1.20	1.25	1.30	1.35	1.40	1.45	1.50	1.60	1.70	1.80	1.90	2.00
人数 (万人)	4,538	4,576	5,309	6,113	6,999	7,959	8,851	9,460	10,056	10,627	11,158	11,636
总人口 (亿人)	14.00	14.00	14.00	14.00	14.00	14.00	14.00	14.00	14.00	14.00	14.00	14.00
渗透率	3.2%	3.3%	3.8%	4.4%	5.0%	5.7%	6.3%	6.8%	7.2%	7.6%	8.0%	8.3%
总人口 (18 岁以上, 亿人)	10.29	10.29	10.29	10.29	10.29	10.29	10.29	10.29	10.29	10.29	10.29	10.29
渗透率	4.4%	4.4%	5.2%	5.9%	6.8%	7.7%	8.6%	9.2%	9.8%	10.3%	10.8%	11.3%
适龄人口 (18-64 岁)	9.15	9.15	9.15	9.15	9.15	9.15	9.15	9.15	9.15	9.15	9.15	9.15
渗透率	5.0%	5.0%	5.8%	6.7%	7.7%	8.7%	9.7%	10.3%	11.0%	11.6%	12.2%	12.7%
适龄人口 - 女 (18-64 岁)	4.47	4.47	4.47	4.47	4.47	4.47	4.47	4.47	4.47	4.47	4.47	4.47
渗透率	10.1%	10.2%	11.9%	13.7%	15.7%	17.8%	19.8%	21.2%	22.5%	23.8%	25.0%	26.0%

资料来源：国家统计局，ISAPS，Frost & Sullivan（转引自爱美客、华熙生物、昊海生科等公告），Euromonitor，Wind，中信证券研究部预测
 注：鉴于数据可得性，2021E-2030E 的人口数据假设与 2020 年相同，渗透率据此推算。

基于上述分析，我们预测：2025 年，中国医疗美容正规市场规模有望达到 3758 亿元，2020-2025E CAGR 约 19.9%；行业整顿推动“良币驱逐劣币”，非正规市场占比逐渐下降，2025 年医美整体规模有望达到 7329 亿元，2020-2025E CAGR 约 17.0%。展望 2030 年，预计正规市场规模有望达 7556 亿元，2020-2030E CAGR+17.4%；整体规模有望达 1.28 万亿元，CAGR +14.4%。

2020 年，基于转引爱美客、华熙生物等公告转引的 Frost & Sullivan 数据以及瑞丽医美、草根调研等推算，全行业整体客单价在 5800 元左右（推算正规市场平均客单价在 8000 元左右），有至少一次医美项目经历的消费者约 4500 多万人，在总人口中的渗透率约 3.3%，在 18-64 岁适龄人口中的渗透率约 5.0%，在 18-64 岁女性人口的渗透率约 10%；我们预测 2030 年，医美项目在 18-64 岁适龄女性中的渗透率约 26%，即约 4 人中约有 1 人每年至少进行过一次医美项目。

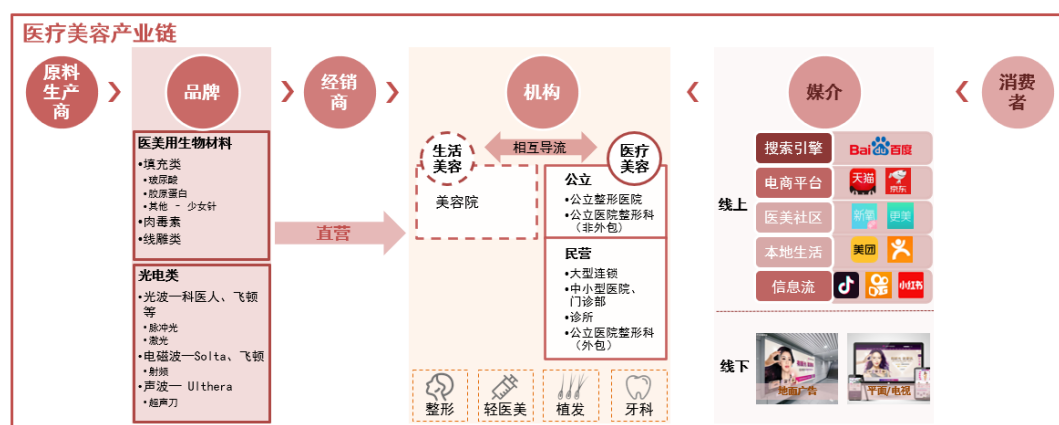
■ 产业链：上游综合，中游集中，下游分散

各环节高毛利，净利率分化

从医美产业链来看，上游主要为原料生产商；中游为医美用生物材料、仪器设备品牌商；下游为医疗美容终端机构，包括公立医院、民营专科医院、门诊部及诊所等；此外，链接消费者和终端机构的媒介，我们将其划分为下游，主要包括搜索引擎、线上垂直类医美平台及生活服务类 APP 等。

原料的成本在医疗美容生物材料、仪器设备中的占比很小，且大部分医美生物材料具有“药、妆、食”不同等级，不同用途的特点，故没有纯粹的医美原料生产商，多为大型集团的业务之一。如全球透明质酸原料龙头华熙生物，2020 年其原料营业收入占比 26.7%。

图 17：医美产业链



资料来源：中信证券研究部绘制 注：logo 来自各公司官网

中游医美生物材料企业集中度高、盈利水平强。中游企业由于研发投入大、认证周期长，导致市场准入壁垒高。医美材料、药品及设备均属于 NMPA 严格管制，要求较高、技术研发较难达标。例如我国肉毒素的认证周期为 5-8 年，目前我国获批上市的产品仅有 4 种；玻尿酸认证周期为 3-5 年。器械方面对技术精密程度要求较高，比较依赖进口产品，准入壁垒也较高。高门槛导致了市场的集中度较高，同时也会产生高利润。医美针剂、仪器设备生产企业毛利率 50%~90%，其中爱美客 2020 年毛利率高达 92%；净利率水平在 10%~60%。

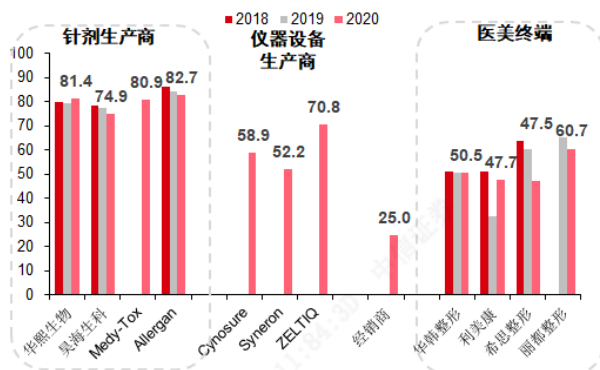
医美终端高度分散，盈利水平普遍较低。2019 年，我国正规医美机构约 13,000 家，另据艾瑞咨询估算，全国还有约超过 80,000 家生活美业的店铺非法开展医疗美容项目。医美机构平均毛利率在 50%以上，然而受高引流费用及人工成本拖累，多数医美机构利润率普遍较低，且多数机构不盈利。

表 3：医美产业链不同环节毛利率及龙头企业

指标	原料	设备类	针剂类	医美终端
毛利率	90%~93%	50%~70%	85%~95%	50%~70%
加价倍数	10~14x	2.0~3.5x	7~20x	2.0~3.0x
典型企业	华熙生物	Cynosure、Syneron、ZELTIQ	Allergan、华熙、爱美客、昊海	美莱、艺星、利美康

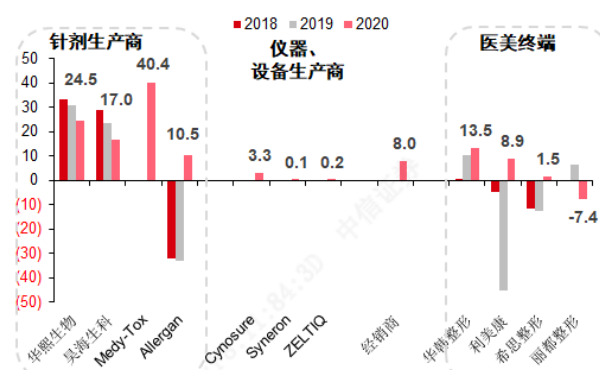
资料来源：各公司官网，各公司公告，中信证券研究部

图 18：医美产业链各环节毛利率（%）



资料来源：Bloomberg, WIND, 各公司公告，中信证券研究部；注：Medy-tox、Cynosure、Syneron、ZELTIQ 为 2016 年数据，Allergan2020 年数据为 2020Q1 数据；丽都整形为 2016、2017 年数据

图 19：医美产业链各环节净利率（%）



资料来源：Bloomberg, WIND, 各公司公告；注：Medy-tox、Cynosure、Syneron、ZELTIQ 为 2016 年数据，Allergan2020 年数据为 2020Q1 数据；丽都整形为 2016、2017 年数据

中游集团化，证券化

相较而言，中游尤其是医美生物材料领域研发投入大、回报期长，相应产品生命周期长、全球普适性强，易于通过药品、功能性护肤品等搭建业务矩阵，发挥研发、渠道、营销等协同效应，故易于集团化、证券化发展。

较欧美、日韩医疗美容市场而言，中国医美市场潜在客群庞大、空间更为广阔，资本在医美终端的介入程度更深，未来有望出现数家大型医疗美容集团并批量证券化。

表 4：全球重点医疗美容产业链公司

产业链	公司	主要业务	国别/币种	营业收入（亿）	归属净利润（亿）	市值（亿）	备注
原料	华熙生物	原料、透明质酸填充剂、功能性护肤品等	中国/人民币	26.33 (2020A)	6.46 (2020A)	1,052	公司全产业链布局：原料-医疗终端产品-功能性快消品；2020A，原料收入占比 26.7%
医美用生物材料 (注射填充、肉毒素等)	Allergan	医美、眼睛、胃肠用药及器械等	美国/美元	160.9 (2019A)	7.2 (2020A)	2019 年末，市值 628 亿美元	2020 年 6 月，Abbvie 以 630 亿美元收购 Allergan PLC 完成
	Q-med AB	注射美容用透明质酸填充剂等	瑞典/法郎	14 (2009A)	7.6 (2009, 税前)	未上市 (收购时交易作价 9.67 亿美元)	2011 年被 Galderma 收购

产业链	公司	主要业务	国别/币种	营业收入 (亿)	归属净利润 (亿)	市值 (亿)	备注
	LG CHEM	石化基础材料、化妆品、透明质酸填充剂	韩国/韩元	300,765 (2020A)	5,126 (2020A)	3,596	
	Medy-Tox	A 型肉毒杆菌毒素生物药物	韩国/韩元	1408.3 (2020A)	-300.4 (2020A)	59.4	
	Hugel	肉毒杆菌毒素、眼睑痉挛、眼睑痉挛、透明质酸(HA)填充剂、水疗、蓝玫瑰和其他化妆品	韩国/韩元	2,110.4 (2020A)	419.9 (2020A)	134.8	2020 年肉毒收入 1,095 亿韩元, 玻尿酸填充剂 678 亿韩元
	大熊制药	药品生产和销售。	韩国/韩元	10,554 (2020A)	127.5 (2020A)	103.4	
	华熙生物	透明针剂、骨关节注射针剂	中国/人民币	26.3 (2020A)	6.5 (2020A)	1,052	
	爱美客	透明质酸钠注射填充剂、面部埋植线	中国/人民币	7.1 (2020A)	4.4 (2020A)	1,337	
	昊海生科	“海薇”及“娇兰”透明质酸产品	中国/人民币	13.3 (2020A)	2.3 (2020A)	229	
仪器设备类	Syneron (赛诺龙)	医疗器械和医疗美容产品	以色列/美元	3.0 (2016A)	0 (2016A)		2017 年退市
	Cynosure (赛诺飞)	美容治疗设备, 代表产品有 Iron, MonaLiza Touch, Picosure 等	美国 /美元	4.3 (2016A)	0.1 (2016A)		2017 年退市
	Lumenis (科医人)	微创临床解决方案供应商, 含外科、眼科、医美; 产品包括 Lightsheer Duet 月光真空脱毛、Encore 超脉冲点阵王、Novus Varia 固体多波长眼底激光系统等	美国 /美元	2.9 (2014A)	0.1		2015 年退市
	Zeltiq Aesthetics	开发及销售冷冻脂技术	美国 /美元	3.5 (2016A)	0.01		2017 年退市
	Cutera	激光美容设备和其他美容产品的开发和销售。产品包括可移除纹身的 Enlighten platform, 脱毛的 excel HR platform 等	美国 /美元	1.48 (2020A)	-0.24 (2020A)	6.8	
	Venus Concept	开发和商业化医疗机器人, 协助医生执行毛囊单位移植术中的重复性任务。	美国 /美元	0.78 (2020A)	-0.82 (2020A)	1.1	
	百度	中文搜索引擎, 提供互联网搜索产品及服务	中国/人民币	1070.7 (2020A)	224.7 (2020A)	687.7 亿美元	
媒介/社区	新氧	互联网医美平台, 提供美丽日记、医美百科、视频直播、药品来源追溯、医生自制查询、电商交易、金融服务等服务	中国/人民币	12.95 (2020A)	0.06 (2020A)	9.9 亿美元	
	更美	互联网医美平台, 提供整形、微整形、齿科、眼科、抗衰老等消费医疗服务	中国/人民币				未上市
医美终端	华韩整形	提供整形美容、皮肤美容、口腔美容、微整形等整形美容服务	中国/人民币	8.88 (2020A)	1.08 (2020A)	38.82	
	朗姿股份	1) 高端女装; 2) 医美, 运营“米	中国/人民币	28.76	1.42	256.35	20 年医疗美容收入

产业链	公司	主要业务	国别/币种	营业收入 (亿)	归属净利润 (亿)	市值 (亿)	备注
		兰柏羽”、“晶肤医美”和“高一生”三大国内医美品牌。	币	(2020A)	(2020A)		占 28.3%
	奥园美谷	围绕“从绿纤新材料出发，进军美丽健康产业”的战略方向，奥园美谷在美丽健康产业上游横向拓展，同时打通上下游产业链，形成了横向贯通、纵向联动的发展格局。	中国/人民币	19.87 (2020A)	-1.35 (2020A)	191.31	
	苏宁环球	房地产开发、医疗美容连锁	中国/人民币	42.87 (2020A)	10.38 (2020A)	263.1	
	医美国际	提供美容外科、皮肤美容、微整形、牙科美容等服务	中国/人民币	9.02 (2020A)	-2.35 (2020A)	12.09	
	瑞丽医美	四家私立营利性医疗美容机构组成的网络，其中三家位于浙江省，一家位于安徽省。	中国/人民币	1.65 (2020A)	0.04 (2020A)	13.63	
	美莱	提供整形美容、皮肤美容、口腔美容、微整形等整形美容服务	中国/人民币	>30 亿		未上市	
	艺星	提供整形美容、皮肤美容、微整形等整形美容服务	中国/人民币	10.37 (2017A)	1.14 (2017A)	拟 H 股	拟 H 股
	利美康	提供整形外科、口腔科、激光微整科、综合科等整形美容服务	中国/人民币	1.74 (2020A)	0.15 (2020A)	2.4	
	丽都整形	提供外科整形美容、皮肤美容、牙齿美容和中医美容等医疗美容服务	中国/人民币	4.79(2017A)	-0.33 (2017A)	2018 年退市	2018 年退市

资料来源：各公司公告，各公司官方网站，Bloomberg，Wind，中信证券研究部

■ 生物材料：“医用”转“医美用”，品种日益丰富

全球视角：透明质酸、肉毒素占据绝对主流

从产品类型上看，医美用生物材料主要包括：注射填充，注射去皱、塑形和埋植线等；其中：注射填充的主要生物材料包括透明质酸、胶原蛋白、聚左旋乳酸 PLLA 等；注射去皱、塑形的生物材料主要为 A 型肉毒素；埋植线所用生物材料由动物蛋白发展到聚对二甲甲基己酮（PDO），目前最常用的为聚对二氧环己酮(PPDO)。

表 5：国际主要医美用生物材料、品牌及特点

类型 Type	生物材料	国际主要品牌	主要成份	效果持续性	生物降解性
注射填充类 INJECTABLE Fillers	透明质酸 Hyaluronic acid	Juvéderm	交联 HA	约 12 个月	可降解
		Restylane	交联 HA	6-12 个月	可降解
		Prelane	交联 HA	6-12 个月	可降解
		Eleveess	交联 HA	数月	可降解
		Hylaform	交联 HA	3-6 个月	可降解
	胶原蛋白 Collagen	Zyderm	牛胶原蛋白、利多卡因	3-4 个月	可降解
		Zyplast	交联牛胶原蛋白、利多卡因	3-6 个月	可降解

类型 Type	生物材料	国际主要品牌	主要成份	效果持续性	生物降解性	
		CosmoDerm	人胶原蛋白、利多卡因	3-5 个月	可降解	
		CosmoPlast	交联人胶原蛋白、利多卡因	3-5 个月	可降解	
		ArteFill	PMMA 微球、牛胶原蛋白、利多卡因	永久	不可降解	
		羟基磷灰石钙 Calcium hydroxyapatite	Radiesse	羟基磷灰石微球、水凝胶	24-60 月	可降解
		左旋聚乳酸 Poly-L-lactic acid	Sculptra	PLLA 微球、羧甲基纤维素钠凝胶	18-24 个月	可降解
注射去皱、塑形	肉毒素 Botulinum Toxin	BOTOX	A 型肉毒	6-12 个月	可降解	
		Dysport（Azzalure，EU）	A 型肉毒	6-12 个月	可降解	
		Xeomin（Bocouture，EU）	A 型肉毒	6-12 个月	可降解	
		Jeuveau	A 型肉毒	6-12 个月	可降解	
埋植线	聚 对 二 氧 环 己 酮 (PPDO)	意大利悦升线 HAPPY LIFT	PLA-CL +X 因子	24-40 月	可降解	
		德国阿普托斯线 APTOS	PLCL	24-36 月	可降解	
		美国快翎线	PPDO	24-36 月	可降解	
		韩国美迪塑	PPDO	24-40 月	可降解	

资料来源: Acta Biomaterialia, 各品牌官方网站, 中信证券研究部

根据 ISAPS 数据, 2019 年全球非手术类医美项目量前十中, 肉毒素、玻尿酸、钙羟基磷灰石(微晶瓷)、聚左旋乳酸(童颜针)的项目量分别为 627 万/432 万/213 万/9.0 万例, 占比分别为 46.1%/31.7%/1.6%/0.7%, 较 2018 年增速分别为 2.9%/15.7%/64.9%/24.1%。相较而言, 肉毒素和玻尿酸的项目量占据绝对优势, 合计占比 77.8%; 而钙羟基磷灰石(微晶瓷)和聚左旋乳酸(童颜针)的绝对量很小。

表 6: 全球非手术类医美项目量前十的项目

序号	非手术医美项目	2019 年		2018 年	2015 年	增速	增速
		操作量(例)	占前十的比例	操作量(例)	操作量(例)	2019 VS 2018	2019 VS 2015
1	肉毒素	6,271,488	46.1%	6,097,516	4,627,752	2.9%	35.5%
2	玻尿酸	4,315,859	31.7%	3,729,833	2,865,086	15.7%	50.6%
3	脱毛	1,042,951	7.7%	916,869	1,099,053	13.8%	-5.1%
4	非手术减脂	462,769	3.4%	473,316	425,315	-2.2%	8.8%
5	面部年轻化	391,415	2.9%	436,656	568,672	-10.4%	-31.2%
6	化学焕肤	369,497	2.7%	408,485	489,344	-9.5%	-24.5%
7	点阵激光	270,759	2.0%	201,797	217,593	34.2%	24.4%
8	钙羟基磷灰石(微晶瓷)	212,762	1.6%	129,038	173,492	64.9%	22.6%
9	激光换肤	190,978	1.4%	192,880	169,098	-1.0%	12.9%
10	聚左旋乳酸(童颜针)	90,259	0.7%	72,756	64,134	24.1%	40.7%
	合计	13,618,737	100%	12,659,146	10,699,538	7.6%	27.3%

资料来源: ISAPS, 中信证券研究部

注射填充类：生物材料为基础，再生材料是方向

在医疗美容领域，注射填充材料主要用于面部轮廓改变和应对面部容量组织缺失，用于鼻梁、下巴等部位的塑形，苹果肌、太阳穴等部位的填充以及法令纹、鼻唇沟、鼻泪沟等沟壑与静态皱纹的填充。

理想的注射用填充材料需要具备的条件：1) 良好的生物相容性：非致热源，无微生物、病毒或其他病原体存在，不过敏、不致畸、不致癌，不导致免疫及组织相关性疾病、不引起炎症或异物反应；2) 与宿主有一定的结合能力；3) 效果持久、可靠。

从发展历程看，材料演进的方向为：人工合成材料 → 生物材料 / “人工合成+生物材料” → 生物活性材料/ “生物材料+生物活性材料”。

表 7：医疗美容注射填充类材料

分类	作用机理	典型材料	备注
人工合成材料	作为永久性填充物,矫正缺陷获得长期持久的效果	硅胶（液体、凝胶、橡胶状）	
		聚丙烯酰胺水凝胶（PAAG）	
	机械填充作用，同时作为异物通过刺激机体成纤维细胞等组织产生胶原和纤维结缔组织等沉积，从而达到填充效果	聚甲基丙烯酸甲酯（PMMA）	
		羟基磷灰石钙（CaHA）	
生物材料	降解后刺激胶原蛋白再生延长填充时间	聚左旋乳酸（PLLA）	童颜针主要成分
	填充，可被组织降解吸收	透明质酸（HA） 胶原蛋白	
人工合成材料与生物材料复合	由生物材料产生即时填充效果，由人工合成材料刺激产生胶原或纤维结缔组织等沉积，从而达到较长时间的填充效果	聚己内酯(PCL)+羧甲基纤维素(CMC)	Ellansé®伊妍仕™少女针主要成分
		聚甲基丙烯酸甲酯(PMMA)+胶原蛋白	汉福生物爱贝芙主要成分
		聚左旋乳酸（PLLA）+透明质酸（HA）	爱美客童颜针主要成分
生物活性材料	自带活性、自我复制、再生，产生自身的组织结构，起到支撑等作用	富血小板血浆（PRP）	
		自体成纤维细胞	
		自体脂肪颗粒与脂肪来源干细胞	

资料来源：《临床皮肤科杂志》、《中国美容医学》，爱美客、华东医药等公告，中信证券研究部

透明质酸：填充王者，高安全性、易操作、高性价比

透明质酸（Hyaluronic acid，简称 HA，又名玻璃酸、玻尿酸）是存在于人体和动物组织中的一种天然直链多糖，人体内主要分布在眼玻璃体、关节、脐带、皮肤等部位。透明质酸具有良好的保水性、润滑性、黏弹性、生物降解性及生物相容性等理化性能和生物活性，广泛应用于医药（骨科、眼科、普外科、泌尿外科、胃肠科、耳鼻喉科、口腔科、整形外科、皮肤科等）、化妆品及食品等。

在医疗美容领域，透明质酸主要应用于塑形和填充，大分子量透明质酸（分子量在 1800-3000kDa）可用于下巴、鼻梁等部位的塑形，中分子透明质酸（分子量在 500~1200kDa）用于法令纹、鼻唇沟、泪沟等部位的填充。分子量在 10 kDa 以下的具有高吸收率的特性且易于渗透到真皮层中促进损伤修复、提供细胞保护等，广泛应用于敷贴、原液等，应用场景包括轻医美如光电、注射等医美术后镇静、修复，也可用于日常护肤。

图 20：透明质酸应用领域



资料来源：华熙生物公告，中信证券研究部

图 21：医美透明质酸填充剂应用



资料来源：中信证券研究部绘制

◆ 国际透明质酸填充剂市场

表 8：注射用透明质酸填充诊疗数（单位：例）

指标	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2014-2019 CAGR
全球 Nonsurgical 诊疗量*	9,559,372	10,699,538	13,196,634	11,337,519	12,659,146	13,618,735	
全球透明质酸填充诊疗量*	2,690,633	2,865,086	3,372,445	3,298,266	3,729,833	4,315,859	
YOY		6.5%	17.7%	-2.2%	13.1%	15.7%	9.9%
占比（全球透质/全球轻医美）	28.1%	26.8%	25.6%	29.1%	29.5%	31.7%	
USA(ISAPS 数据)	556,164	580,320	650,232	679,396	763,000	679,167	
YOY		4.3%	12.0%	4.5%	12.3%	-11.0%	4.1%
占比（USA/world）	20.7%	20.3%	19.3%	20.6%	20.5%	15.7%	

资料来源：ISAPS, ASAPS, 中信证券研究部 注：*, 推算此处全球数据并不包括中国市场以及各国的非监管医美市场。

透明质酸并非完美的医疗美容填充剂，如存在丁达尔现象，即“注射后向皮肤浅层位移，吸水后体积变大形成肿胀，同时可能出现类蓝色色素脱失而皮肤发蓝色”。但是，综合安全性、性价比、适用范围、医生注射难度、修复难易等多因素后，透明质酸是全球范围内应用最广泛的填充剂，且未来在相当长时间仍将是填充的首选；“透明质酸+X(X=PLLA 等)”则为产品创新打开了空间。

表 9：重点厂家旗下 HA 填充剂首次获 FDA 注册证时间

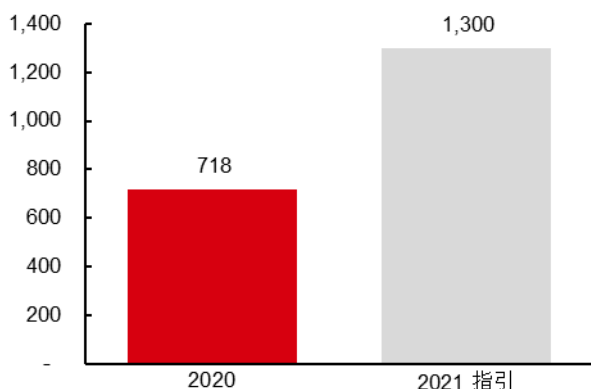
序号	商品名	厂家	FDA 获批日期
1	RESTYLANE	Galderma (Q-Med AB)	2003 年 12 月
2	HYLAFORM	GENZYME BIOSURGERY	2004 年 4 月
3	CAPTIQUE	GENZYME BIOSURGERY	2004 年 11 月
4	JUVEDERM	Allergan	2006 年 6 月
5	HYDRELLE	Anika Therapeutics, Inc.	2006 年 12 月
6	PERLANE	Galderma (Q-Med AB)	2007 年 5 月
7	PREVELLE SILK	GENZYME BIOSURGERY	2008 年 2 月
8	ELEVESS	Anika Therapeutics, Inc.	2008 年 4 月
9	BELOTERO	Merz	2011 年 11 月

序号	商品名	厂家	FDA 获批日期
10	REVANESSE	PROLLENMUM MEDICAL TECHNOLOGIES INC.	2017 年 8 月
11	TEOSYAL RHA 2, RHA 3, RHA 4	TEOXANE S.A.	2017 年 10 月

资料来源: FDA, 各品牌官方网站, 中信证券研究部

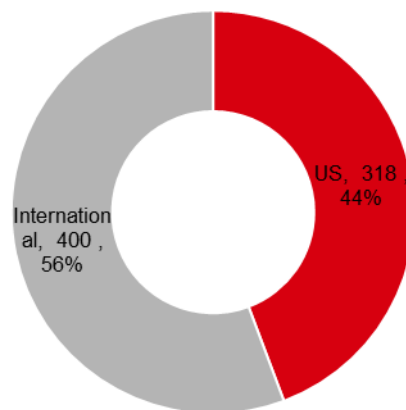
艾尔健 Allergan 旗下透明质酸填充剂 Juvederm 是定位高端的国际头部品牌。2020 年, Juvederm Collection 全球营业收入 7.2 亿美元, 公司指引 2021 年 Juvederm Collection 营业收入有望达到 13.0 亿美元, 同比+81%。2020 年, 分地区看, Juvederm Collection 美国营业收入 3.2 亿美元、海外收入 4.0 亿元, 分别占比 44%/56%。假设全球范围内 Juvederm Collection 在医美终端销售的毛利率为 66%, 则估算 2020 年/2021E 其全球零售额约为 21.1/38.2 亿美元。

图 22: Allergan 旗下 Juvederm Collection 营业收入 (单位: 百万, 美元)



资料来源: AbbVie 公司公告, 2021 年数字为管理层指引, 中信证券研究部

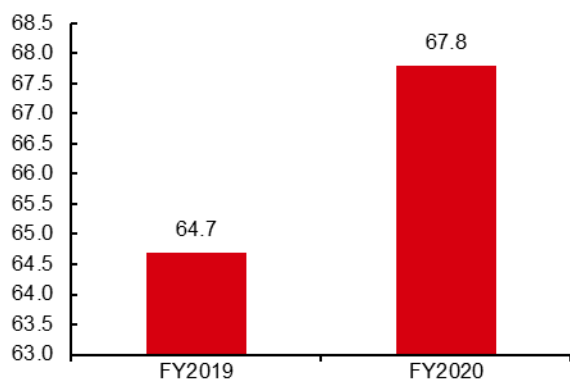
图 23: Allergan 旗下 Juvederm Collection 营业收入分布 (2020 年, 百万, 美元)



资料来源: AbbVie 公司公告, 中信证券研究部

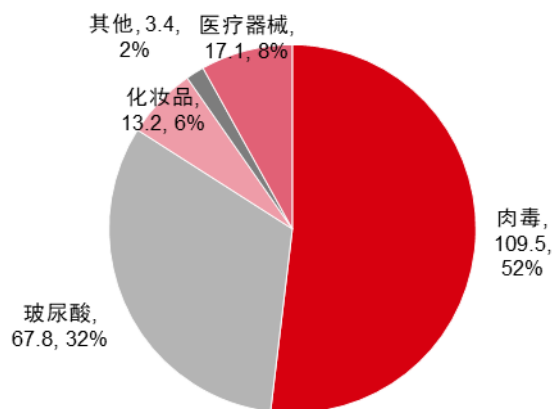
FY2020, 韩国 Hugel 旗下透明质酸填充剂业务营业收入 678 亿韩元 (约 3.8 亿元人民币), 同比 +4.8%; 按其在医美终端毛利率 66%推算, 对应终端销售规模约 1994 亿韩元 (约 11.3 亿元人民币)。

图 24: 韩国 HUGEL 旗下 Hyaluronic Acid Filler 营业收入 (十亿, 韩元)



资料来源: Hugel 公司公告, 中信证券研究部

图 25: 韩国 HUGEL 各类业务营业收入及占比 (FY2020, 十亿, 韩元)



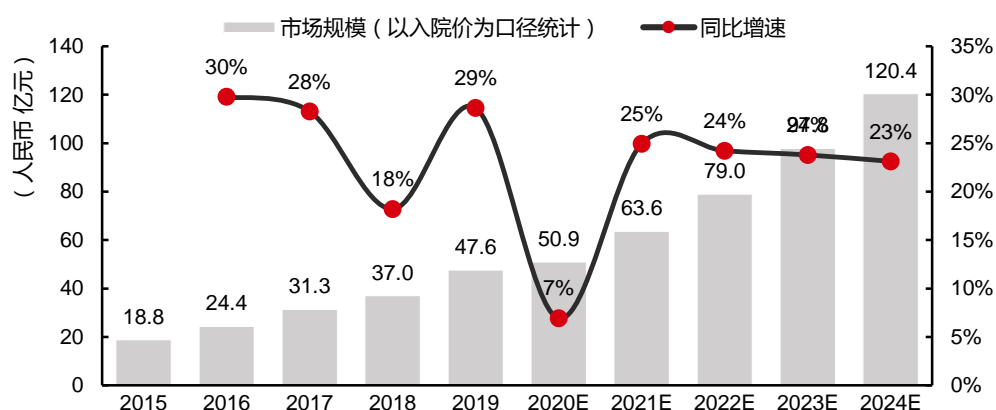
资料来源: Hugel 公司公告, 中信证券研究部

◆ **中国透明质酸填充剂市场：2020 年，监管市场终端规模约 127 亿元，整体约 320~380 亿元。**

正规监管市场：2015-2020 年，入院价口径下，中国透明质酸市场规模由 18.8 亿元增长至 50.9 亿元，CAGR+22.0%；预计 2024 年规模约 120.4 亿元，预测 2020-2024 年 CAGR+24.0%。以终端平均毛利率 60%保守推算（充分考虑打折促销及低端透明质酸产品的引流特征），2020 年终端销售规模约 127 亿元。

2020 年，我们估算监管与非监管市场的比例在 1:1.5~2.0，推算透明质酸填充剂整体终端销售规模约在 320~380 亿元。

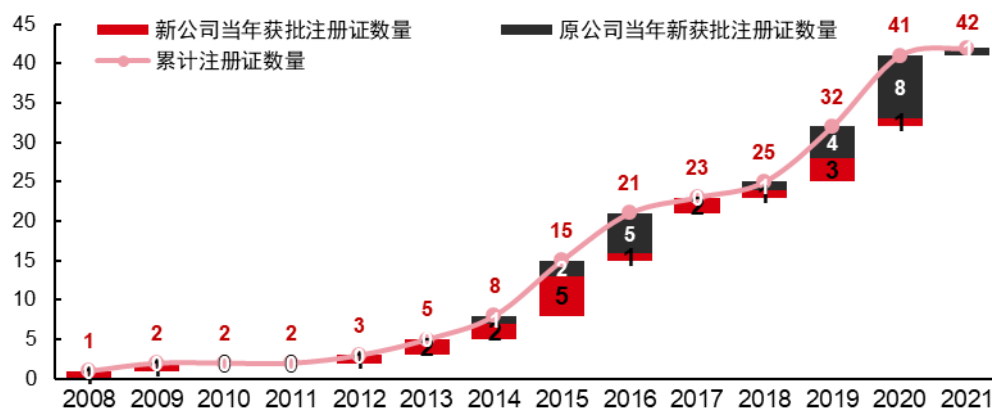
图 26：中国医疗美容透明质酸产品市场规模（单位：人民币，亿元）



资料来源：Frost Sullivan（含预测，转引自爱美客、华熙生物、昊海生科等公司公告），中信证券研究部

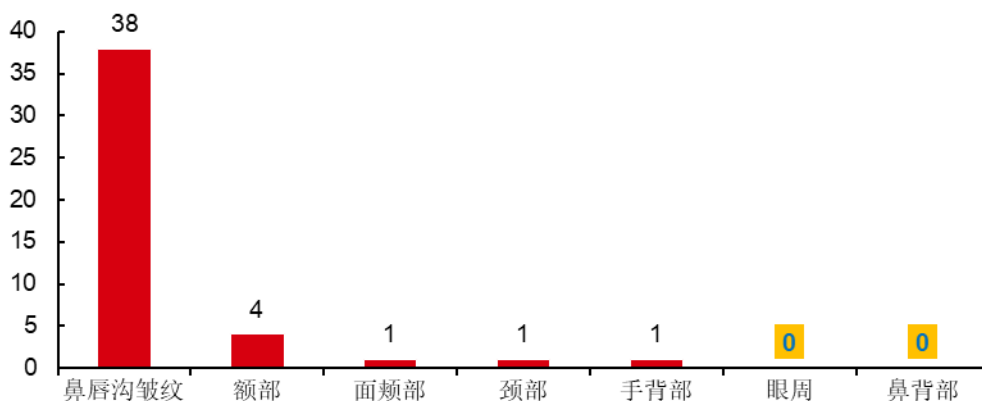
供给充足，竞争充分：18 家公司，42 个注册证，多个临床进程中。2008 年 12 月 15 日，NMPA（更名前为 CFDA）向高德美 Galderma（已被 Q-Med AB 收购）颁布首张注射用修饰透明质酸钠凝胶注册证，适应症为“面部真皮组织中层填充以纠正中重度鼻唇沟皱纹”。截至 2021 年 4 月末，NMPA 已向 18 家公司发出 42 张注册证，适应症包括 5 个，即鼻唇沟皱纹、面颊部、额部、颈部和手背部；反过来，从各身体部位看，鼻唇沟皱纹对应的注册证有 38 张、额部有 4 张、面颊部有 1 家、颈部 1 家、手背部 1 张；眼周、鼻背部有昊海生科的产品在进行临床试验。

图 27：透明质酸钠类填充剂（含复合材料）产品获批列表（III 类医疗器械，截至 2021 年 4 月）



资料来源：NMPA，相关公司公告，中信证券研究部

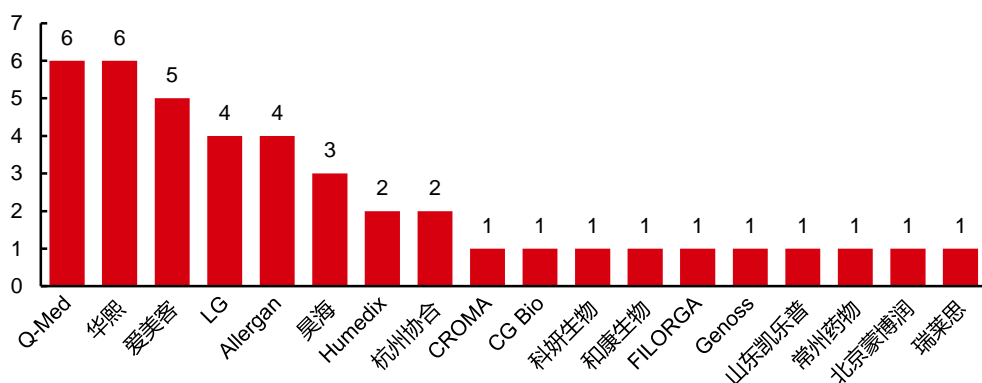
图 28：各部位可用的透明质酸填充剂注册证数量



资料来源：NMPA，相关公司公告，中信证券研究部 注：一张注册证的适应症可能涉及多个部位

从公司角度看，Q-Med 和华熙分别有 6 张透明质酸填充剂的注册证，爱美客有 5 张，LG 和 Allergan 分别有 4 张，昊海有 3 张，Humedix 和杭州协合各有 2 张，CROMA、和康生物、北京蒙博润等 10 家公司各持有 1 张注册证。

图 29：透明质酸填充剂注册证：18 家公司持有 42 张（截至 2021 年 4 月）



资料来源：NMPA，各公司公告，中信证券研究部

表 10：部分在注册证申请或临床阶段的透明质酸填充剂产品

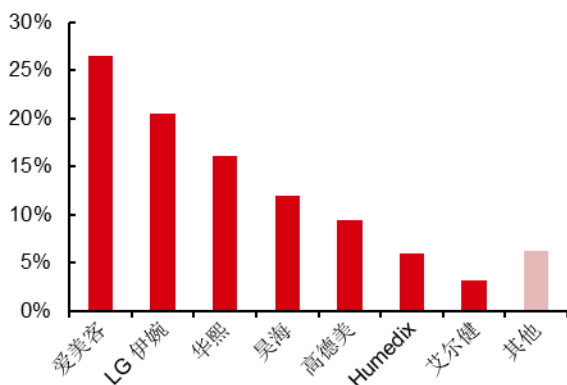
申报公司	适应症	商品名称	备注	进度
昊海生科	鼻背、眼周	Cytosial2		预期 2021 年底至 2022 年底上市
华东医药		MaiLi®	采用 OXIFREE™ 专利技术和工艺的新型高端含利多卡因玻尿酸填充剂	已获欧盟批准上市，2021 年上半年在欧洲市场上市；并已启动中国市场注册工作

资料来源：各公司公告，中信证券研究部

◆ 中国透明质酸填充剂市场格局：入院销售额 CR3 57%\CR5 79%，本土前三 28%

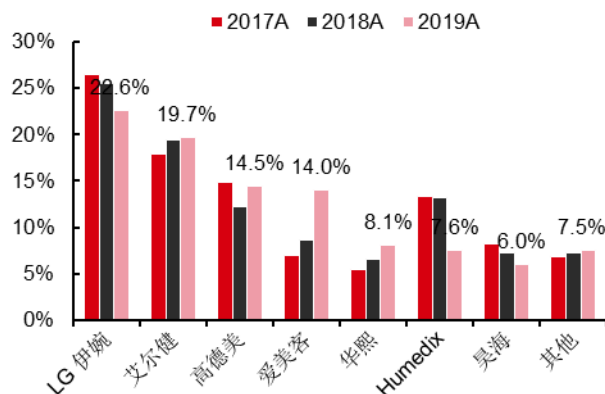
2019 年，按入院销量推算，中国监管市场透明质酸填充剂市占率前三的公司为爱美客、LG、华熙生物，市占率分别为 26.5%/20.5%/16.1%；按入院销售额测算，市占率前三大为 LG、艾尔健、高德美，市占率分别为 26.6%/19.7%/14.5%。

图 30：中国透明质酸填充剂重点公司市占率（2019，按入院销量）



资料来源：爱美客招股书，中信证券研究部 注：以上为监管市场

图 31：中国透明质酸填充剂重点公司市占率（2019，按入院销售额）

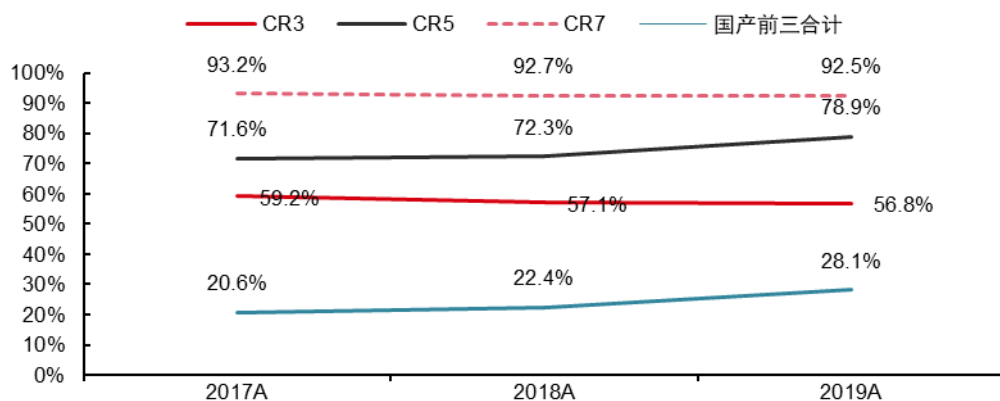


资料来源：爱美客招股书，中信证券研究部 注：以上为监管市场

整体高集中度，具体公司市占率有所波动。从入院销售额的角度看：2019 年，CR3/CR5/CR7 分别为 56.8%/78.9%/92.5%。各公司市占率变化趋势不同：2017-2019 年，爱美客市占率提升 7.0pcts，华熙生物市占率提升 2.7pcts，艾尔健市占率提升 1.8pcts；韩国 Humedix（艾莉薇）市占率下降 5.8pcts，高德美（Q-Med 旗下瑞蓝）市占率下降 0.4pct。

本土厂商市占率趋势性提升。2017-19 年，本土前三大透明质酸填充剂企业爱美客、华熙、昊海的入院价销售额合计占比由 20.6%提升至 28.1%。不考虑经销模式的影响，以各龙头公司医美业务的营业收入来推测市占率的变化：2020 年，爱美客营业收入同比+27.2%（5.6 亿元增长至 7.1 亿元）、华熙医美业务营业收入同比+9.7%（4.0 亿元增长至 4.4 亿元）、昊海医美业务营业收入同比-28.5%（2.0 亿元降至 1.5 亿元）；本土前三大合计营业收入同比+11.4%，市占率进一步提升；我们判断，在透明质酸填充剂领域，本土企业主要在抢占韩国 LG、Humedix 和瑞士高德美（子公司 Q-med，瑞蓝品牌）的份额。我们认为，本土品牌与国际品牌的产品力差距在缩小，而本土品牌在消费者洞察、渠道管控等方面具备优势。

图 32：中国透明质酸填充剂厂商集中度分析（按入院销售额）



资料来源：爱美客招股书，中信证券研究部推算

◆ 对透明质酸填充剂未来趋势的思考

一、从产品力的角度，一看交联技术创新，二看生物材料创新

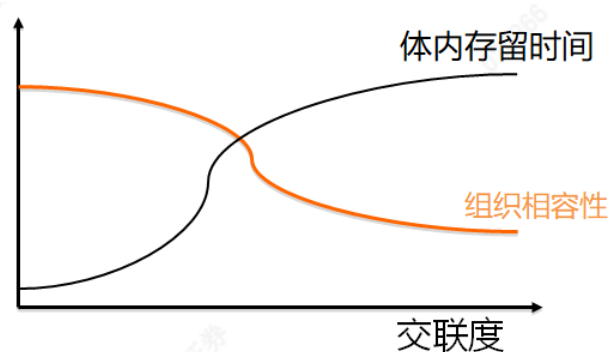
交联技术。截至目前，透明质酸的纯度已不是拉开产品力差距的重点因素，较高的纯度、较低的致敏率是产品力的基本门槛；交联技术是拉开差距的重要因素。透明质酸的修饰度=交联度+垂悬修饰度。相同交联度下，垂悬的修饰越多，耐酶性增强，维持时间越久；但垂悬修饰还可能会影响凝胶的膨胀，导致膨胀系数变大，从而组织相容性降低。如何把控交联的程度在修饰度、组织相容性间取得平衡，以及如何改进交联设备、提升交联工艺，使颗粒均匀、效果自然、推注过程顺滑等方面是提升透明质酸填充剂产品力的关键。

图 33：修饰度 = 交联度 + 垂悬修饰度



资料来源：华熙生物调研，中信证券研究部

图 34：交联度越高，组织相容性越低

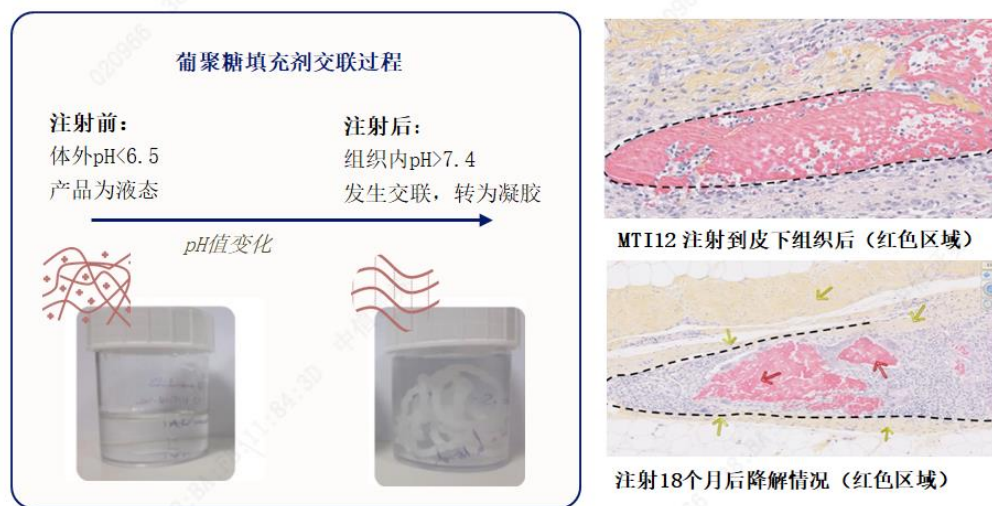


资料来源：华熙生物调研，中信证券研究部

透明质酸+生物聚合物（胶原，多糖，细胞因子，干细胞……）。以透明质酸为基础，结合活性材料，既起到即时填充，同时促进组织再生，即促进自身细胞生长和结构物质的产生，起到填充、塑形等效果。

生物材料创新-高纯度葡聚糖。生物材料创新方面，高纯度医用葡聚糖填充剂是个潜在的方向。利用葡聚糖的材料属性，研发在体内自交联、并维持 2 年以上的注射填充剂。产品在注射过程中根据体内 pH 值的变化，从液体变为凝胶，整个过程不需要交联剂；注射过程中产品保持液态，可精准注射，减少疼痛；稳定性好，无扩散或移动，适合塑形；无特异酶，代谢慢，可刺激胶原再生，维持时间长。

图 35：葡聚糖 MTI12 长效填充剂交联过程及降解情况



资料来源：昊海生科及子公司欧华美调研，中信证券研究部

二、透明质酸填充剂的新品开发，“产品差异化+价格定位”是关键

在没有跨越式材料和工艺创新的情况下，各家公司开发新的透明质酸填充剂，应用部位、概念的创新等是关键。







新品关键点 1：用“注册证+明确的适应症”建立差异化。随着监管的趋严，明确的适应症和对应的注册证是进入大型正规机构、各医生认可的关键，也是在宣传上抢占消费者心智的前提。如爱美客旗下“嗨体”，是首个也是目前国内唯一一个获得三类医疗器械批文、适应症为颈纹的填充剂。2019 年以来，“嗨体”已经在消费者中形成了“填充颈纹=嗨体”的心智；2020 年以来，“熊猫针=眼周”的心智也逐步形成。

新品开发关键点 2：选择合适的价格带定位。从消费者角度，价格是选择产品的重要考量因素；从医美终端的角度，会配置高端、中端、低端品牌和产品，每个定位、价值段产品一般仅配置 1-2 种，同一时期配置品牌总体一般不超过 4 个、大型机构不超过 6 个。为做好品牌和库存管理，部分终端采用“品牌出一、进一”的采购模式。这意味着新公司、新品牌在进入终端时存在一定的难度，老公司、新品牌、新产品相对容易，但也需做好价格定位避开激烈竞争。经销商的角度亦如此，同价位段、相似定位的产品，经销商一般仅代理 1 个品牌或 1 家公司的产品。

肉毒素：壁垒高，应用广

肉毒素发展历程：肉毒素最早可追溯至 19 世纪。1895 年，比利时微生物学家 Ermengem 首次分离出腌制火腿中的肉毒杆菌，并于 1897 年发表该项研究成果，将该肉毒杆菌命名为“Clostridium Botulinum”。1946 年，Edward J. Schantz 博士利用浓缩和晶体技术，分离出肉毒素结晶体，并将制作的毒素供作科学研究。Alan B. Scott 博士利用 Schantz 博士提供的标本制备了肉毒毒素制剂，将其用于治疗斜视病人，并将此药命名为“Oculinum”，于 1978 年成立了同名公司，但由于未能获得产品责任保险导致生产停顿。直至 1989 年，美国 FDA 批准 Oculinum 上市，用以治疗眼睑痉挛、斜视和面肌痉挛。1991 年，Oculinum 公司被 Allergan 收购，Oculinum 产品更名为“Botox”。1992 年，Jean 和 Alastair Carruthers 夫妇在为眼睑痉挛患者注射肉毒素时，发现注射后眉间纹消失。2002 年，美国 FDA 正式批准 Botox 对眉间纹的美容注射。

图 36：肉毒素发展历程

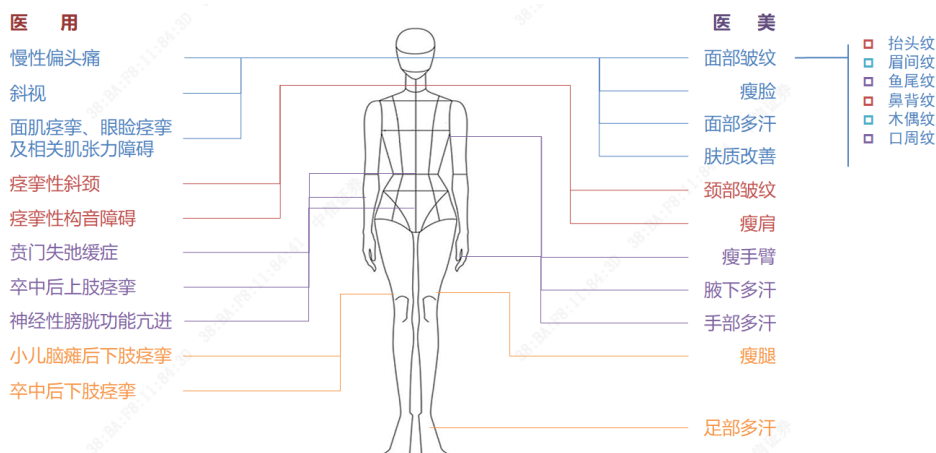
1897	1946	1973-1980	1989	1992	2002
					
<ul style="list-style-type: none"> 比利时微生物学家 Ermengem 首次分离出肉毒杆菌，并将其命名为“Clostridium Botulinum” 	<ul style="list-style-type: none"> Edward J. Schantz 博士分离出肉毒素的结晶体，并将使用的菌株命名为“Schantz” “Schantz”菌株就是今天的“玉毒”，即伊妮宝（NIBO）使用的 ATCC19397 	<ul style="list-style-type: none"> Alan B. Scott 博士解决了制备肉毒毒素制剂的技术问题，并将其用于治疗斜视病人，他将该 A 型肉毒毒素药物命名为“Oculinum” 1978 年，Scott 获 FDA 批准进行该药物用于治疗斜视的测试，并成立 Oculinum 公司 	<ul style="list-style-type: none"> FDA 批准使用 Oculinum® (Botox®) 治疗眼睑痉挛、斜视和面肌痉挛 1991 年，Allergan 以 900 万美元收购 Oculinum 公司 变更产品名：Oculinum → Botox 	<ul style="list-style-type: none"> 1992 年，Jean & Alastair Carruthers 夫妇展示了 Botox® 治疗眉间纹的结果 	<ul style="list-style-type: none"> 2002 年，FDA 正式批准 Botox® 治疗眉间纹（美容适应症）

资料来源：Allergan 官方网站，四环医药调研，中信证券研究部

肉毒素的作用原理：阻断神经-肌肉运动信号的传导，放松靶肌肉。作用过程第一步内吞：神经毒素到达神经细胞外，结合至运动或交感神经的“受体”部位，通过内吞作用进入到神经细胞内。第二步裂解：进入到神经细胞内，肉毒毒素核心作用成分中的轻链裂解出来。第三步阻断：轻链裂解 SNAP-25 蛋白，抑制神经递质乙酰胆碱的释放。

无论在医疗还是医疗美容领域，肉毒毒素均有着广泛的应用。医用：偏头痛、斜视、多部位的痉挛、神经性膀胱功能亢进等。在医美领域，除除皱、脸/肩/腿/手臂等多部位变瘦外，还可与透明质酸组合改善肤质、改善面部/腋下/手部/足部多汗等问题。

图 37：肉毒素在医疗和美容领域的应用

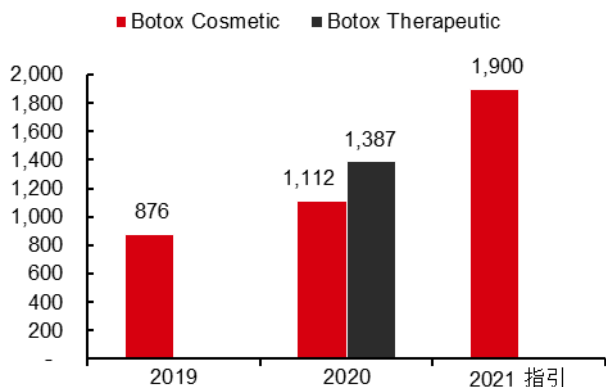


资料来源：Allergan 官网，NMPA，中信证券研究部

透过肉毒素世界龙头 Allergan 旗下 Botox 看规模与分布。2020 年，Allergan（于 2019 年被 AbbVie 公司收购）旗下 Botox 合计营业收入 25.0 亿美元，其中：1）医美用 Botox 营业收入 11.1 亿美元，占比 44%；美国本土/国际业务营业收入分别为 6.9/4.3 亿美元，占比分别为 62%/38%；2）医疗用 Botox 营业收入 13.9 亿美元，占比 56%；美国本土/国际业务营业收入分别为 11.6/2.3 亿美元，占比分别为 83%/17%。

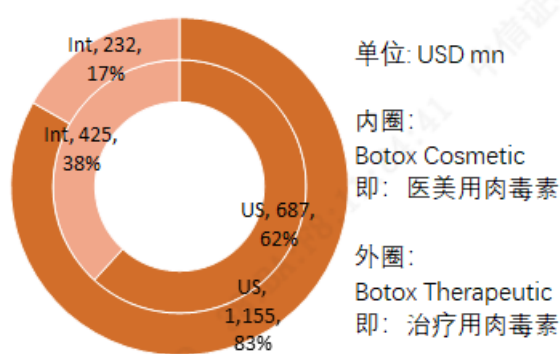
Allergan 医美用 Botox 保持快速增长：2020 年营业收入 11.1 亿美元，同比+27%；公司预计 2021 年营业收入可达 19.0 亿美元，同比+71%。

图 38：AbbVie 子公司 Allergan 旗下 Botox 业务收入（2020 年）



资料来源：AbbVie 公司公告，2021 年数字为管理层指引，中信证券研究部

图 39：AbbVie 子公司 Allergan Botox 业务收入按地区拆分（2020 年）



资料来源：AbbVie 公司公告，中信证券研究部

全球医美用肉毒素：根据 ISAPS 数据：2014-2019 年，肉毒素全球诊疗量由 483 万增长至 627 万，CAGR5.4%；肉毒素诊疗量占全球非手术类诊疗量的比例除 2016 年外，其他年份比例均在 40%以上，其中 2018/2019 年占比分别为 48%/46%；美国肉毒素诊疗量占全球的比例在 20%~25%间波动，美国肉毒素多为高端产品，销售额占比远高于该水

平。展望未来，全球重点国家老龄化为大趋势，同时肉毒素的应用场景更为广阔，医美用和医疗用肉毒素的增速均将加快。

表 11：全球、美国肉毒素诊疗量（单位：例）

指标	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2014-2019 CAGR
全球 Nonsurgical 诊疗量	9,559,372	10,699,538	13,196,634	11,337,519	12,659,146	13,618,735	
全球肉毒素注射诊疗量	4,830,911	4,627,752	4,931,577	5,033,693	6,097,516	6,271,488	
YOY		-4.2%	6.6%	2.1%	21.1%	2.9%	5.4%
占比 (全球肉毒素/全球 Nonsurgical)	51%	43%	37%	44%	48%	46%	
USA(ISAPS 数据)	1,353,996	1,141,595	1,118,370	1,150,560	1,463,409	1,301,823	
YOY		-15.7%	-2.0%	2.9%	27.2%	-11.0%	-0.8%
占比 (USA/world)	28.0%	24.7%	22.7%	22.9%	24.0%	20.8%	

资料来源：ISAPS, ASAPS, 中信证券研究部

表 12：已在 FDA 获批的主要肉毒素产品

商品名	厂家	FDA 获批日期	适应症
BOTOX (Vistabel, EU)	Allergan	2002 年 4 月	用于治疗 65 岁及以下成年男女的中度至重度眉间线
Dysport (Azzalure, EU)	Galderma	2009 年 4 月	用于暂时改善 65 岁以下成人中度至重度眉间线
Xeomin (Bocouture, EU)	Merz Aesthetics	2011 年 7 月	用于暂时改善成人中度至重度眉间线
Jeuveau	Evolus	2019 年 2 月	用于暂时改善成人中度至重度眉间线

资料来源：FDA, 中信证券研究部

> 韩国市场

韩国肉毒素市场供给充分，竞争激烈。2006 年以来，韩国监管机构（MFDS）已发出约 20 个注册证，其中海外品牌 3 张、用于本土销售的本土品牌约 10 张、用于出口的本土品牌 8 张（1 张重合）。在韩国获批的海外品牌分别为：Ipsen 旗下 Dysport 于 2006 年获批，Allergan 旗下 Botox 于 2008 年获批，Merz 旗下 XEOMIN 于 2009 年获批。2006 年，Meditox 旗下 Meditoxin 获批，开启韩国本土肉毒素快速发展的序幕。2020 年-2021 年，Meditox 旗下 3 个品牌 Meditoxin（俗称“粉毒”）、Coretox（俗称“小金瓶”）、Innotox 的产品先后因试验数据不真实等原因被撤销注册证。

截至 2021 年 4 月，韩国境内销售的本土品牌主要为 Hugel 旗下 Botulax（俗称“白毒”）、大熊制药旗下 Natota（俗称“绿毒”）、Huons 旗下 Liztox。韩国肉毒素较欧美品牌具备显著的价格优势，但维持时间普遍较短。

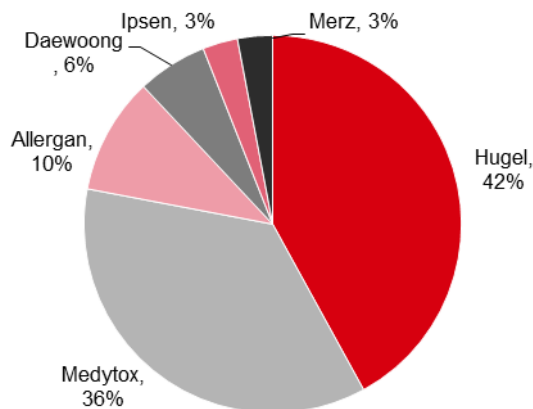
表 13: 韩国现有可国内销售的主要本土肉毒素品牌 (截至 2021/4)

品牌名称	Botulax	Nabota	Liztox (出口名 Hutox)	비비톡신주	제테마더톡신주 Jetema	원더톡스주 Wondertox
厂商	Hugel	大熊制药	Huons	Humedix (Huons 子公司)	Jetema	CKD Pharma (钟根堂)
许可日期	2009	2013	2016	2021	2020	2019
产品示例				暂无		
韩国 获批时间	2009	2013	2016	2021	2020	2019
血清型	A 型	A 型	A 型	A 型	A 型	A 型
菌株	CBFC26					
起效时间	眼睑痉挛: 3 天内 肌肉僵硬: 3-5 周	眉间纹: 24-48h, 肌肉僵硬: 4 周				
药效维持 时间	眼睑痉挛: 3 个月 眉间纹: 3-4 个月	眉间纹: 3-4 个月, 肌肉僵硬: 8-12 周, 眼部皱纹: 3 个月	3-4 个月	3-4 个月		3-4 个月
韩国获批适应症	眼睑痉挛 眉间纹 肌肉僵硬 小儿脑瘫引起的足畸形 眼部皱纹	眉间纹 肌肉僵硬 眼部皱纹 眼睑痉挛	眉间纹 眼部皱纹	眉间纹	眉间纹	眉间纹
赋形剂	人血白蛋白, 氯化钠	氯化钠, 人血白蛋白	人血白蛋白, 氯化钠	人血白蛋白, 氯化钠	人血白蛋白, 氯化钠	人血白蛋白, 氯化钠
储藏条件	2-8°C	2-8°C	2-8°C	2-8°C	2-8°C	2-8°C
规格	50U 100U 150U 200U 300U	25U 50U 100U 150U 200U	100U	100U	100U	100U
有效期	36 个月 (300U: 6 个月)	36 个月 (25U/12 个月)	36 个月	36 个月	36 个月	36 个月
稀释后保存	2-8°C 24h	2-8°C 24h	2-8°C 24h	2-8°C 24h	2-8°C 24h	2-8°C 24h
中国水货市场的通俗名称	“白毒”	“绿毒”	“橙毒”			
中国市场获批情况	四环医药代理, 已获批	已进入临床, 与上海九院合作	爱美客代理, 2020 年进入临床阶段		与华东医药战略合作	

资料来源: MFDS, 中信证券研究部

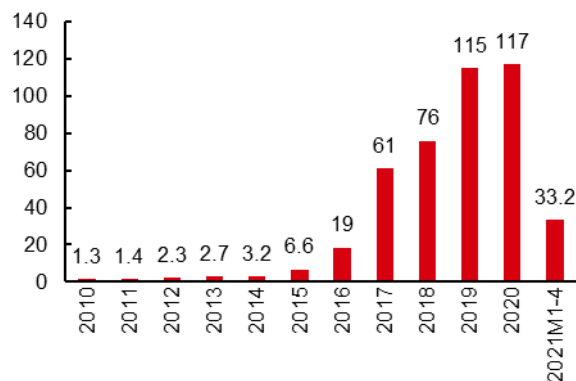
2019 年市场格局: 按销售额各公司市占率约为 Hugel 42%、Medytox 36%、Allergan 10%、Daewoong 6%、Ipsen3%、Merz 3%。2018 年, 韩国肉毒素出口额按国家/地区主要为中国内地 (45%)、泰国 (15%)、巴西 (9%)、中国香港 (5%)、日本 (5%)。2020 年, 韩国对中国肉毒素出口规模 1.2 亿美元, 约合 7.6 亿元人民币, 保守按水货商毛利率 30%、医美终端毛利率 40%推算, 预计终端销售额约 13.8 亿元人民币。2021 年 1-4 月, 韩国对中国肉毒素出口 3,320 万美元, 同比+30.2%。

图 40：韩国肉毒素市场重点公司市场份额（按销售额，2019）



资料来源：各公司年报，CLSA，中信证券研究部

图 41：韩国对中国肉毒素出口规模（单位：USD,mn）

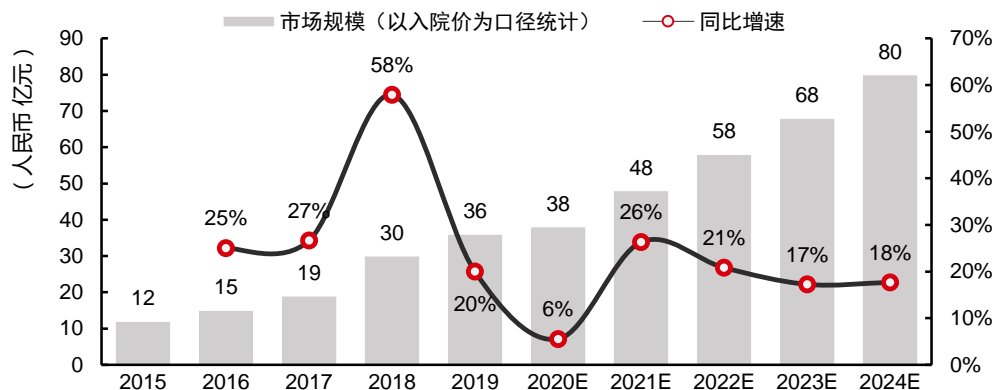


资料来源：Korean Customs，中信证券研究部 注：绝大部分为水货渠道

中国肉毒素市场：需求快速增长，审批严格，有序蓝海

根据 Frost Sullivan 数据，2020 年，中国监管市场肉毒素入院价口径下市场规模约为 38.0 亿元，同比+6%；预计 2024 年可达 80 亿元，2020-2024 年 CAGR+20.5%（转引自爱美客、昊海生科等公告）。我们认为，由于肉毒素的应用范围/场景快速拓展、持证品牌不断增加，2020-2024 年 CAGR 有望高于上述 Frost Sullivan 预测。

图 42：中国肉毒素产品市场规模



资料来源：Frost Sullivan（含预测，转引自爱美客、华熙生物、昊海生科等公司公告），中信证券研究部

A 型肉毒素具有强毒性，医美用肉毒素的新药审批周期一般 8~10 年，强时间壁垒。2008 年，原国家食品药品监督管理局、原卫生部发布《关于将 A 型肉毒素列入毒性药品管理的通知》；随后国家食品药品监管总局等发布多条监管通知。医美用肉毒素的新药审批周期一般 8~10 年，具备强时间壁垒。截至 2021 年 4 月，我国已审批上市的有 4 家肉毒素品牌：Allergan 旗下 Botox、兰州生物所的衡力、英国 Ipsen 旗下的吉适 Dysport、四环医药代理的韩国 Hugel 的乐提葆 Letybo。

表 14：中国国内 NMPA 批准的肉毒素产品

上市申报公司	商品名称	首批时间	适应症	眼睑 痉挛	面肌 痉挛	眉间纹	皱眉纹
			表述				
Allergan (艾尔健)	保妥适 (Botox)	2009-04-01	眼睑痉挛、面肌痉挛及相关局灶性肌张力障碍。暂时改善 65 岁及 65 岁以下成人因皱眉肌/或降眉间肌活动引起的中度至重度皱眉纹	Y	Y		Y
兰州生物	衡力	2020-06-17	用于眼睑痉挛，面肌痉挛等 成人患者及某些斜视；暂时性改善 65 岁及 65 岁以下成人因皱眉肌和/或降眉间肌活动引起的中度至重度眉间纹	Y			
Ipsen (益普生)	吉适 (Dysport)	2020-10-21	中度至重度眉间纹的治疗			Y	Y
Hugel (代理人： 四环医药)	乐提葆 (Letybo)	2012-06-01	针对 18 岁以上，65 岁以下的人群，临时改善因皱眉肌肉或鼻锥肌活动引起的重度眉间皱纹	Y			

资料来源：NMPA，各公司公告，草根调研，中信证券研究部

目前国内已获批的四家肉毒素产品，血清均为 A 型、作用靶点均为 SNAP-25，吉适和衡力采用的艾尔健的 Hall 专利菌株，乐提葆为自有专利菌株 CBFC26；四家产品在弥散度（决定了治疗的精准度、是否自然等）、复合体分子（与起效时间相关）、均一性、稳定性（决定自然度、持续时间等）、赋形剂（与安全性、过敏与否等相关）等方面各有不同。

表 15：中国已获批 4 张肉毒素注册证产品对比分析

品牌名称	保妥适 (Botox)	吉适 (Dysport)	衡力 (Hengli)	乐提葆 (Letybo)
厂商/营销	Allergan/艾尔建	IPSEN LIMITED/高德美	兰州生物制品研究所	Hugel/四环
FDA 通用名	Onabotulinum toxin A	Abobotulinum toxin A	无	letibotulinum toxin A
首次获批	1989, 美国	1991, 英国	1993, 中国	2010, 韩国
血清型	A 型	A 型	A 型	A 型
菌株	Hall (Allergan 专利)	Hall	Hall	CBFC26 (专利)
作用靶点	SNAP-25	SNAP-25	SNAP-25	SNAP-25
弥散度	++	+++	++++	++
复合体分子	900KD	500-900KD	未知	900KD
均一性	均质	非均质	未知	均质
起效时间	48h	24-48h	72h	24-48h
中国获批适应症	眉间纹 鱼尾纹	眉间纹	眉间纹	眉间纹
赋形剂	人血白蛋白 50μg, 氯化钠	人血白蛋白 125μg, 乳糖	蔗糖、右旋糖苷、猪明胶	亚洲人血白蛋白 50μg, 氯化钠
储藏条件	-5°C 以下或 2~8°C	2~8°C	2~8°C	2~8°C
规格	50U, 100U	300U	50U, 100U	50U, 100U
有效期	36 个月	24 个月	36 个月	36 个月
稀释后保存	2~8°C (美国 24h、中国 4h)	24 小时 (英国) 2~8°C	4 小时, 2~8°C	2~8°C 24 小时 (韩国、中国)

资料来源：各公司公告，NMPA，四环医药调研，中信证券研究部

表 16：2017-2019 年国内肉毒素品牌格局

公司名称	占比						价格对比推算 (以兰州生物均价为 1)
	2017		2018		2019		
	按销量	按销售 金额	按销量	按销售 金额	按销量	按销售 金额	
艾尔健（Botox）	28.2%	54.0%	26.3%	56.4%	25.7%	55.6%	3.6
兰州生物（衡力）	71.8%	46.0%	73.7%	43.6%	74.3%	44.4%	1.0

资料来源：草根调研，中信证券研究部估算

结合 Frost Sullivan (转引自爱美客招股书) 数据和草根调研的销量、均价等信息，我们匡算 2019 年艾尔健旗下 Botox 中国按入院价销售规模约为 20 亿元、兰州生物旗下衡力规模约为 16 亿元，二者销量的比例约为 26:74，销售额的比例约为 56:44，Botox 的入院产品均价约为衡力的 3.6x。假设 Botox 和衡力的终端毛利率分别约为 70%/65%，推算 Botox 和衡力的终端销售额分别约为 67 亿、46 亿元，合计约 112.4 亿元。以上测算均为监管市场中的情况。2020 年，由于疫情的影响，消费者由小机构转向大型连锁，龙头价格战阶段性趋缓，我们估算肉毒素终端零售额增速在 10% 左右（高于出厂额增速），对应约 125 亿元。

当前获批的肉毒素仅 4 家公司的 4 个品牌，所属国家、产品功能、市场定位的差异化比较强，彼此错位竞争，竞争有序。

表 17：中国已获批 4 张肉毒素注册证产品市场定位

品牌	产品示例	目标人群	适合部位	定位	主力价位 (100U)	消费者心智
Letybo 乐提葆		时尚年轻人	瘦脸、下颌缘提升	轻奢	2000~3000 元	韩国品牌 经典“白毒” 高性价比
Botox 保妥适		贵妇 高购买力人群	眉间纹、 鱼尾纹等面部皱纹	重奢 高端	3000~4000 元	精准可控 自然持久
Dysport 吉适		贵妇 高购买力人群	瘦脸、瘦腿、瘦肩	重奢 高端	3000 元左右	皇家肉毒
HengLi 衡力		年轻白领 学生	瘦脸、瘦腿、瘦肩	便宜 高性价比	1000 元左右	国货之光 安全有效

资料来源：各公司公告，NMPA，四环医药调研，中信证券研究部

肉毒素在去皱/塑形上的良好效果、配合透明质酸用于水光改善肌肤的应用场景拓展、医美年轻化和人口老龄化对需求的拉动，以及品牌商搭建产品梯队、对医美终端组合营销的需求，使品牌商在肉毒素上的布局是必不可少的。由于肉毒素危险的毒性和菌种的专利保护，当前，全球范围内可生产肉毒素的企业仅十余家。中国国内暂不允许新建肉毒素产

能，因此国内企业与海外肉毒素企业的合作如参股、控股、代理、成立合资公司等形式是必经之路。

当前，国内处于申报流程中的肉毒素有 4 个，其中德国 Merz、Daewoong 大熊制药旗下 Natota、爱美客代理韩国 Huons 的 Liztox 已完成或在临床阶段。预计 2 年内获批的是 Merz 旗下产品，3 年左右获批的是大熊制药、爱美客代理的 Huons；5 年以上有望获批的是昊海生科旗下 Eirion 产品和华东医药合作的 Jetema。届时，市场规模更大，同时竞争日趋激烈。

表 18：中国国内处于申报或筹备阶段的肉毒素

上市 申报公司	登 记 年份	最新 进展	适应症	产品通用名	商品 名称	备注
Merz	2018	完成临床试 验 3 期	眉间纹	注射用 A 型肉毒毒素		
Daewoong 大 熊制药	2020	临床试验 3 期	暂时改善 20 岁至 65 岁成人因皱眉肌和/或 降眉间肌活动引起的 中度至中度皱眉纹	注射用 A 型肉毒毒素	Nabota	与上海九院联合开展临床试验， 预计上市时间 2022-2023 年。
Huons（代 理 人：爱美客生 物）	2020	获批 临床	中度及重度皱眉纹	注射用 A 型肉毒毒素	Liztox	
Eirion (昊海生科)		美国 II 期临 床		外用涂抹型 A 型肉毒毒素		鱼尾纹适应症 IIb 临床试验进行中，预计 将于 2025 年在美国获批上市。当 ET-01 鱼尾纹/腋下多汗症进入美国 III 期临床试 验时，昊海生科拟将在中国境内同时开展 第三期临床试验。
		Pre-IND		注射用 A 型肉毒毒素		上市申请工作推进中，预计将于 2025 年 在美国获批上市。昊海生科拟将在中国境 内同步开展注册申报工作。
Jetema（独 家 代理人：华东医 药）					The Toxin	2020 年 8 月，华东医药与韩国 Jetema 签署战略合作协议，引进其 A 型肉毒素产 品。
Revance（独家 代理人：上海复 星医药产业）		临床 试验			RT002	2018 年 12 月，复星医药产业获 Revance 授权在中国内地、香港及澳门独家代理销 售肉毒素药物 RT002，适应症包括眉间 纹、颈部肌张力障碍、足底筋膜炎、上肢 痉挛和慢性偏头痛等。

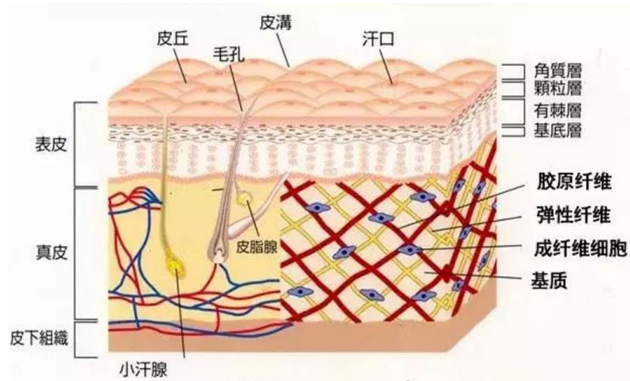
资料来源：NMPA，各公司公告，昊海生科调研，中信证券研究部

胶原蛋白：技术进步中，工艺提升中，场景拓展中

人体缔结组织主要成分，可通过提取法、基因工程发酵等方式获取。胶原蛋白是哺乳动物体内含量最多的一种蛋白质，是细胞外基质、缔结组织的主要成分。人体内的蛋白质大约有一万多种，其中胶原蛋白占总重量的 25%~30%，一个成年人体内约有 3 千克胶原蛋白。胶原蛋白获取有组织提取法和基因工程重组胶原蛋白，其中组织提取法根据工艺的不同可得到活性胶原蛋白和变性胶原蛋白。活性胶原蛋白通过低温的方式从猪皮、牛皮、牛筋腱、鼠尾等中提取，去除免疫原性，不涉及强酸、强碱，过程温和，技术与工艺难度大，进入壁垒高，产能有限，定价较高。基因重组法胶原蛋白处于快速发展阶段，其产品当前主要用于功能性护肤品等领域，国内尚未批准医用、医疗美容用途。

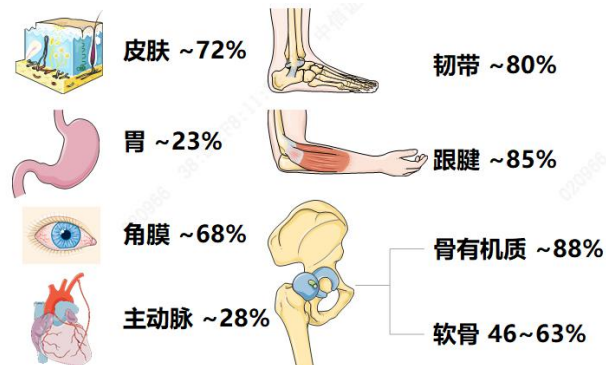
作用机理与用途：活性胶原蛋白有良好的生物相容性、可降解性，具备止血和修复功能；其中，修复机理在于既可以直至网架的支撑作用，还可以通过与细胞表面不同受体的结合去调控细胞的生物学功能，参与细胞生长、分化、迁移、代谢的调控。在医疗美容领域，注射活性胶原蛋白可进行组织填充，恢复皮肤弹性，刺激自身胶原蛋白再生；同时，因为分子中含大量的羟基，故有良好的保湿作用；双美胶原蛋白降解产物中，含有氨基酸组合（精氨酸、苯丙氨酸、缬氨酸、丙氨酸和亮氨酸），可有效抑制络氨酸酶活性，减少黑褐色素和真黑色素的形成，达到美白的效果；胶原蛋白填充剂一般为乳白色，尤其适合眼部美白、填充、去皱等，是缓解黑眼圈、淡化眼周细纹等的首选产品之一。

图 43：皮肤结构



资料来源：更美，sohu

图 44：人体各部位胶原蛋白含量



资料来源：创尔生物，中信证券研究部

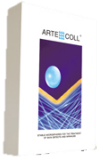




截至 2021 年 4 月末，NMPA 已向 3 家公司发出 5 张胶原蛋白类填充剂牌照，其中：双美生物有 3 张牌照，对应品牌肤柔美、肤丽美和肤力原，是 3 家公司中实际销售额最大的一家。

表 19：胶原蛋白填充剂获批情况

申报公司/商品名	首批时间	适应症陈述	适应症					产地
			鼻唇沟皱纹	鼻骨段	额部	眉间	鱼尾纹	
汉福生物/爱贝芙	2012/3/12	该产品用于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	Y	Y				进口
长春博泰/肤美达 (Fillderm)	2012/4/13	该产品用于面部真皮组织填充以纠正中、重度鼻唇沟	Y					国产
双美生物/肤柔美	2014/7/1	该产品用于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)			Y	Y	Y	进口
双美生物/肤丽美	2017/1/13	该产品适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	Y					进口
双美生物/肤力原	2019/4/16	本产品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	Y					进口

资料来源：NMPA，各公司官网，草根调研，中信证券研究部

表 20：获批胶原蛋白填充剂成分、功效及售价

公司/商品名	商品名称	产品示例	产地	主要成分	终端售价/ml	持续时间	治疗周期
汉福生物	爱贝芙		进口	PMMA 牛胶原蛋白 利多卡因	19000-30000 元	3-5 年	1-2 次 1 个月后进行第二次
长春博泰	肤美达 (Fillderm)		国产	牛胶原蛋白 利多卡因	7000-13000 元	3-6 个月	1-2 次 3 个月后进行第二次
双美生物	肤柔美		进口	Atelocollagen Fibrils, 35mg/ml	4000-9000 元	3-4 个月	1 月 1 次 3 次/疗程
双美生物	肤丽美		进口	Cross-Linked Atelocollagen Fibrils(交联), 35mg/ml	8500-14000 元	8-12 个月	单次 4-6 个月后可叠加注射
双美生物	肤力原		进口	Cross-Linked collagen,35 mg/ml; Lidocaine hydrochloride,3 mg/ml	-	-	-

资料来源：各公司官网，草根调研，中信证券研究部

优劣势：相比透明质酸填充剂，胶原蛋白不易位移、刺激自身胶原蛋白再生、效果自然，具美白功效，尤其适合填充眼睑区如泪沟、黑眼圈。不足之处在于持续时间短、产品价格高，动物源过敏的几率大于透明质酸这类发酵类填充剂。

未来展望：我们认为，未来随着交联技术、微球工艺的进步，以及新材料的搭配使用，胶原蛋白填充剂的效果、持续性、安全性等将进一步提升；同时，提取工艺的进步有助于降低产品成本、厂商及竞品增加推动产品价格下行，从而扩大应用范围和受众群体，提升胶原蛋白在整个医美填充剂市场的渗透率。

PLLA：“童颜针”，工艺进步，剂型多样

童颜针的核心成分为聚左旋乳酸（Poly-L-Lactic Acid, PLLA），是重要的生物相容、可降解高分子材料，无毒、无刺激性、可生物降解吸收、强度高、可塑性好、易加工成型，广泛应用于外科手术缝合线、牙科、眼科、药用控释系统、人造皮肤、人造血管、骨和软组织缺损部分填充剂、生物可吸收支架等医药学领域以及医疗美容领域的面部和其他特定部位如臀部、胸部的组织填充。

PLLA 发展史：

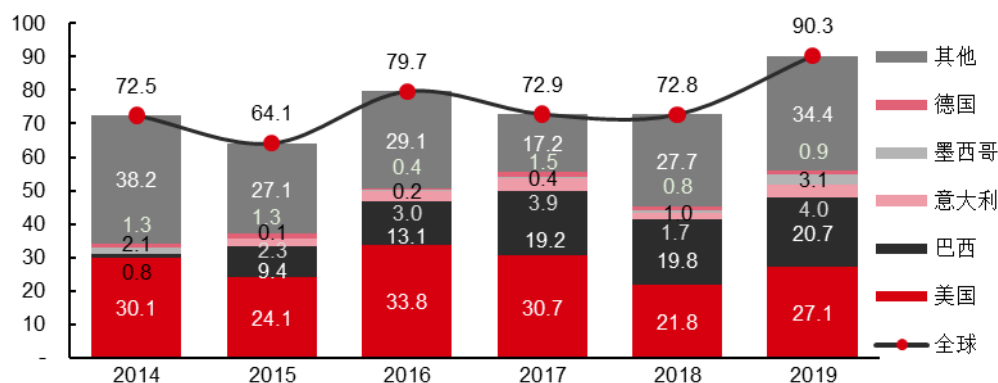
PLLA 的医疗美容（填充、美白等）作用原理：注射童颜针后，核心成分 PLLA 在皮肤组织内逐渐被水解酶分解，诱导免疫反应-特异性防卫，巨噬细胞吞噬 PLLA，再经过一系列反应，PLLA 的聚合状态和分子结构被破坏，逐渐降解为乳酸微粒和 CO₂。CO₂ 随呼吸排出体外，乳酸微粒进一步吸收分解，其羧基释放出质子而形成乳酸根离子进入三羧酸循环最终被分解为 CO₂ 和水。该过程刺激成纤维细胞产生胶原蛋白和弹性纤维等，从而起到支撑、美白等效果，使皮肤具有弹性和光泽，达到年轻化的目的。

PLLA 一般以微球颗粒存在，颗粒的大小、形状、均一程度，在溶液中的悬浮均匀度，注射的皮肤层次深度，注射的剂量等因素影响着安全性与美容效果。如果品质不过关或操作不当，可能会出现注射部位免疫反应过激形成肉芽肿。

海外童颜针使用情况：根据 ISAPS，2019 年全球 PLLA 诊疗量 90,259 例，其中美国 27,100 例、巴西 20,700 例，二者合计占全球的 53.0%；意大利约 4000 例、墨西哥约 3000 例，前四大合计占比约 60.8%。

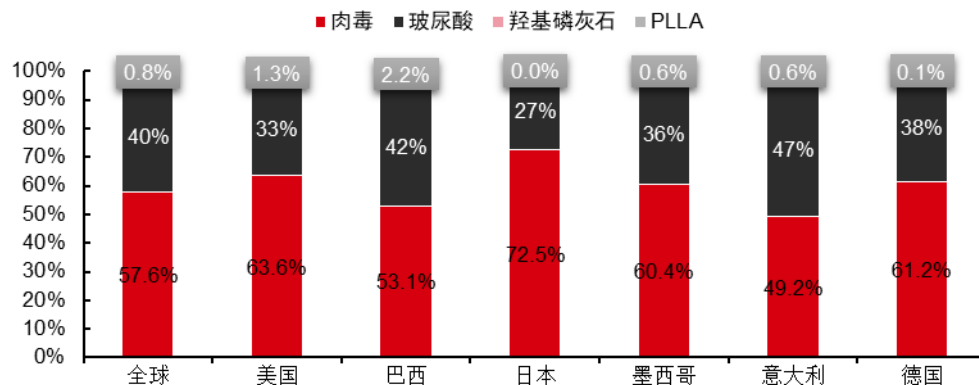
在各国的注射类医美项目中，PLLA 的诊疗量占比很低。2019 年，全球 PLLA 诊疗量占注射类医美的比例为 0.8%，其中美国、巴西占比分别为 1.3%/2.2%。

图 45：全球及医美重点国家 PLLA 诊疗量（单位：千）



资料来源：ISAPS，中信证券研究部

图 46：2019 年全球及医美重点国家四大注射类材料诊疗量占比




资料来源：ISAPS，中信证券研究部

Sculptra 是全球首款 PLLA 填充剂。2004 年 8 月，Sculptra 获 FDA 批文，用于治疗 HIV 病人的面部脂肪萎缩（Facial Lipoatrophy in HIV Patients）。2009 年 7 月，Sculptra 获 FDA 批文，用于鼻唇沟和其他面部褶皱的矫正。Sculptra 的 PLLA 微球直径在 50 微米左右，相对较大；剂型为冻干粉，注射前需无菌水提前浸泡，且颗粒易沉淀。

海外 PLLA 填充剂发展欠佳原因初探：1) PLLA 微球颗粒直径较大且易沉淀，对医生技能要求高，需要注射部位和皮肤层次精准、用量适当、注射速度较快，不然注射过程易引发血管栓塞、注射后可能导致肉芽肿；2) 剂型多为粉剂，速溶或浸泡，费时费力，染菌概率高；3) 价格高，用透明质酸填充剂替代相对性价比高。

表 21：海外主要 PLLA 童颜针品牌

商品名称	产品示例	公司	产地	认证	适用范围	持续时间	主要成分	浸泡激活时间	微球粒径	剂型	规格	最小针头
塑然雅/舒颜萃 Sculptra		Galderma	法国	FDA	面部	2 年以上	PLLA	浸泡 72h, 震荡 30min	40-60 μ m	粉剂	150mg 360mg	26G
得美颜/提颜萃 Derma Veil		Anteco Pharma	美国	FDA	面部	2 年以上	PLLA	速溶 (20min)	40-60 μ m	粉剂	150mg	26G
百佳丽 Bellezza		Elastem	韩国	-	面部、手部、颈部	2 年以上	PLLA	速溶 (20min)	不明	粉剂	365mg	不明
加纳菲 Ganafill		GANA	韩国	KFDA	面部、颈部、手部、身体	1-2 年	PLLA、PLA	速溶	不明	粉剂	210mg 520mg	21G
爱塑美 AestheFill		Regen Biotech	韩国	KFDA	面部	1.5-2 年	PDLLA	速溶 (20min)	50 μ m	粉剂	200mg	26G

资料来源：各品牌官网，各公司官网，FDA，KFDA，草根调研，中信证券研究部

截至 2021 年 4 月末，国内三类医疗器械 PLLA 面部填充剂仅长春圣博玛一家产品获批。爱美客旗下“医用含修饰聚左旋乳酸微球的透明质酸钠凝胶”已完成三期临床及资料补充等流程，有望于 2021 年获批。四环医药的 PLLA 童颜针和 PLLA 童颜水凝在临床阶段，有望在三年左右获批。此外，杭盖生物、远想生物等公司已有 PLLA 相关的一类和二类医疗器械注册证产品，未来或将在产品推新、注册三类医疗器械方面努力。

表 22：国内 PLLA 童颜针获批与申请情况

申报公司	当前阶段	产品通用名	商品类型/名称	获批时间
长春圣博玛	已获批	聚乳酸面部填充剂	NA	2021/4/19
爱美客	已完成临床、待获批	医用含修饰聚左旋乳酸微球的透明质酸钠凝胶	NA	预计 2021 年
四环医药	临床阶段	-	童颜水凝	预计三年左右
		-	童颜针	预计三年以上
Galderma	临床阶段	-	Sculptra	-

资料来源：NMPA，各公司公告，各公司官网，草根调研，中信证券研究部

亚洲人对皮肤白皙、细腻的诉求强于欧美。我们认为：一方面，PLLA 填充类产品在国内将获得比海外更高的市场份额——工艺进步、剂型多样、对医生操作要求降低、消费者面临风险降低：1）微球的直径更小、颗粒更均匀、表面更光滑：国内普遍将微球直径做到 40 微米以下，用于浅层注射的做到 10 微米以下，血管栓塞风险小；2）除粉剂外，设计为悬浮凝胶等剂型，不必预混、颗粒分布均匀，不易染菌；此外，“PLLA+X”带来更多的应用和概念创新。另一方面，PLLA 产品的作用机理不变，对透明质酸类产品是分流而非替代。

聚己内酯(PCL)+羧甲基纤维素(CMC)：“少女针”丰富填充市场

聚己内酯(PCL)+羧甲基纤维素(CMC)类产品属于前文提到的“人工合成材料与生物材料复合”类填充产品；该产品作用机理为由生物材料产生即时填充效果，由人工合成材料刺激胶原或纤维结缔组织等沉积，从而达到较长时间的填充效果。

羧甲基纤维素(CMC)是纤维素（和透明质酸同为多糖）经羧甲基化后得到的产物，一般做成钠盐以白色粉末状存在，其水溶液具有增稠、成膜、黏接、水分保持、胶体保护、乳化及悬浮等作用，广泛应用于消费领域的食品、医药以及轻工业、重工业等领域。

聚己内酯(PCL)为有机高分子聚合物，柔软、延展性强，具有良好的生物相容性，可用作细胞生长的支持材料；生物降解性好，自然环境下6-12个月可完全降解为CO₂和H₂O。聚己内酯有着广泛的应用，医用领域包括用于缓释药物载体、细胞和组织培养基架、手术缝合线等。

Ellansé®伊妍仕是“聚己内酯(PCL)+羧甲基纤维素(CMC)”医美填充剂典型产品，俗称“少女针”；羧甲基纤维素(CMC)占比70%，起即时填充效果；聚己内酯(PCL)占比30%，刺激皮下胶原再生起到支撑等作用；故具备“填充+修复”双重效果，持续时间在1-4年；其作用机理决定了注射的皮肤层次较深，具有一定的操作难度。

Ellansé®伊妍仕™属于华东医药全资子公司英国Sinclair旗下产品，注册人为Sinclair Pharma Limited全资子公司荷兰AQTIS Medical B.V.，负责Ellansé®伊妍仕的生产。2021年4月13日，Sinclair Pharma Limited作为注册人收到中国国家药品监督管理局颁发的《医疗器械注册证》，产品名称“注射用聚己内酯微球面部填充剂”，型号、规格“Ellansé-S”，适用范围“用于皮下层植入，以纠正中到重度鼻唇沟皱纹”；该产品预计将于2021年下半年上市，首年覆盖范围在100-200家医美终端机构。

■ 中外重点医美公司：不同的阶段，相似的路径

全球龙头：Allergan 和 Galderma 发展启示录

Allergan 和 Galderma 是世界两大医美生物材料集团。2019-2020 年，美国注射填充市场 Allergan 旗下透明质酸 Juvederm 市占率 59.2%；Galderma 旗下透明质酸 Restylane 占比 28.8%、童颜针 Sculptra 占比 3.1%，合计占比 31.9%；Merz 旗下微晶瓷（30%CaHA +70%CMC）占比 3.2%。Allergan 是全球医用和医美用肉毒素开创者，全球约 80%肉毒素品牌采用 Allergan Botox 菌株和技术并为之付专利费。Galderma 旗下 Restylane 为全球首款透明质酸钠填充剂；代理 Ipsen 的两款肉毒素，Azzalure（欧洲版，在欧洲约 16 个国家销售）和 Dysport（美国及欧洲以外的部分国家和地区版本），收购 Sculptra。

图 47：Allergan、Galderma、Merz 旗下医疗美容类产品线



资料来源：各公司官网，各公司公告，Bloomberg，中信证券研究部

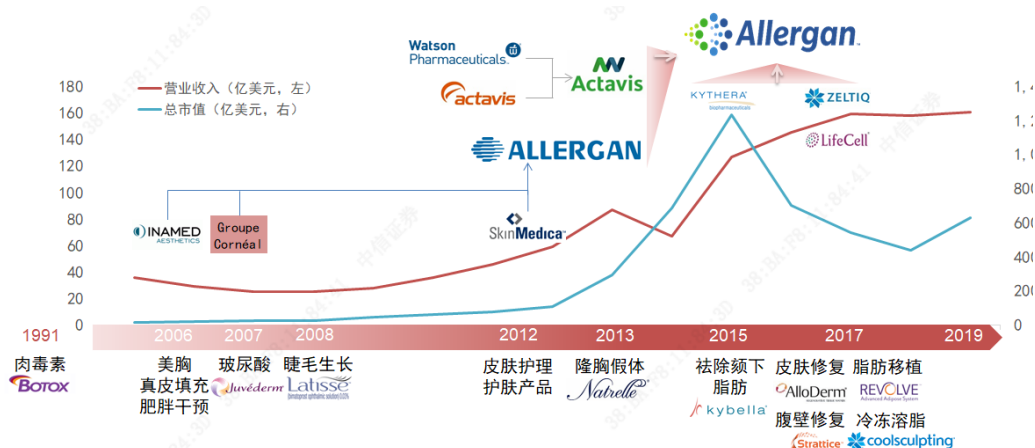
表 23：2019-2020 年美国注射填充市场格局（按金额）

Company	Brand	Market Share
Allergan	Juvederm	59.2%
Galderma	Restylane	28.8%
Merz	Radiesse	3.2%
Galderma	Sculptra	3.1%
Other	other	5.7%

资料来源：ASAPS，FDA，中信证券研究部

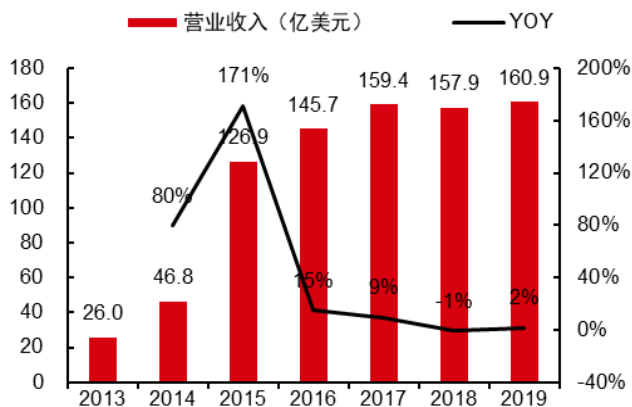
Allergan：“手握 Botox 和 Juvederm 两张王牌，定位高端，全医美线布局”。1948 年，Allergan 在美国洛杉矶创立，从生产眼药水起步；到 20 世纪 70 年代，已发展成为全球性公司。1978 年，Alan B. Scott 博士发明的 A 型肉毒毒素药物“Oculinum”获 FDA 批准进行治疗斜视的测试。1991 年，Allergan 以 900 万美元收购 Oculinum 公司并将“Oculinum”更名为“Botox”。2002 年，FDA 正式批准 Botox®治疗眉间皱纹，Allergan 由此开启了在医疗美容领域的快速发展与布局。公司发展上几个里程碑式的并购：2006 年，收购 INAMED，增加了美胸产品、真皮填充剂和肥胖干预产品；2006 年 6 月，Juvederm 乔雅登透明质酸填充剂在 FDA 获批；2007 年，公司收购 Groupe Corneal 实验室巩固在高端透明质酸填充剂领域的地位，随后 Juvederm 乔雅登取代 Restylane 成为美国 and 全球医美填充剂的绝对龙头。此后的 2013-2017 年，经历了一系列并购、整合，Allergan 完善了在隆胸假体、皮肤修复、腹壁修复、冷冻溶脂、脂肪移植等领域的布局。2020 年 6 月，Abbvie 以 630 亿美元收购 Allergan PLC 完成，随后将其更名为 Allergan Aesthetics。

图 48: Allergan 医疗美容业务发展历程



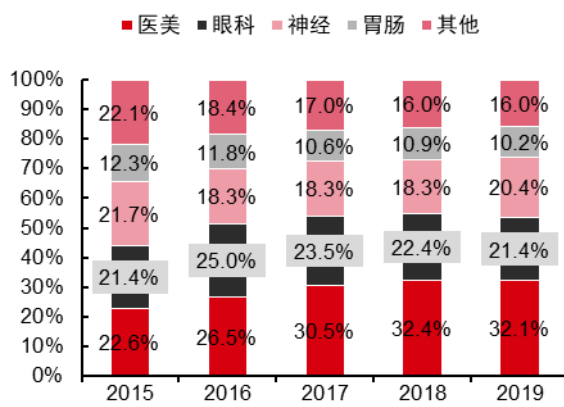
资料来源: Abbvie 公司官网, Abbvie 公司公告, Bloomberg, 中信证券研究部

图 49: Allergan PLC 营业收入及增速



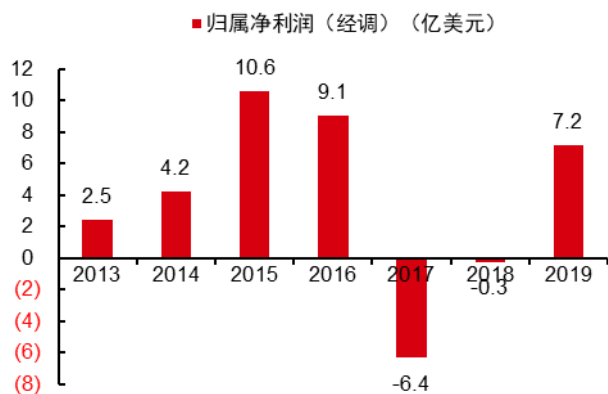
资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部

图 50: Allergan PLC 营业收入构成



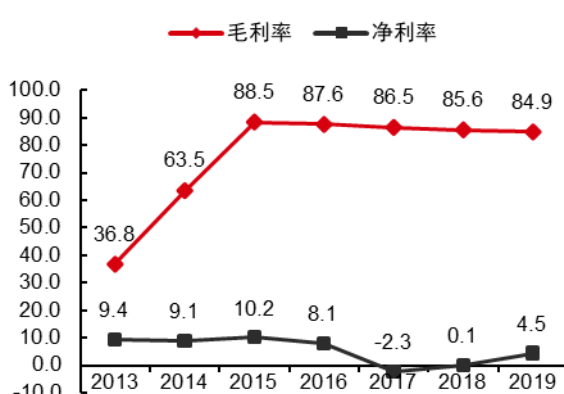
资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部 注: 此处医美含 Womens Health, 其 2018-2019 年占比分别为 5.0%/5.6%。

图 51: Allergan PLC 经调整后归属于母公司股东净利润



资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部

图 52: Allergan PLC 毛利率、净利率 (%)



资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部

从 Q-Med 到 Galderma: Restylane, 全球透明质酸填充剂开创者。1995 年, 瑞典公司 Q-Med 基于 NASHA(Non-Animal Stabilized Hyaluronic Acid, 非运动源, 发酵法)技

术开发出第一只安全、稳定的透明质酸填充剂 Restylane。1996 年，Restylane 2#获 CE 认证，在欧洲上市。当时，市场上的医美填充剂主要为动物源胶原蛋白产品以及不可完全降解的生物材料。透明质酸填充剂因高安全性（非运动源、低致敏率）、易操作（对医生注射要求难度小、溶解酶可快速修复）、良好持久性（相对胶原蛋白填充剂而言）、高性价比而快速放量。1999-2000 年，Restylane 的多款针对不同部位的填充剂陆续获 CE 认证；2003-2005 年，多款产品获 FDA 认证，美国市场放量；2008 年，Restylane 2#获 CFDA 认证成为中国市场首款透明质酸钠填充剂。2011 年，瑞典公司 Galderma 以 11.6 亿美元全资收购 Q-Med，随后 Q-Med 业务被精简，聚焦在 Restylane 透明质酸填充剂的整合升级。

Galderma 于 1981 年由雀巢集团和欧莱雅集团共同合资成立，致力于皮肤疾病和皮肤护理开发相应产品，经典产品有药妆品牌 Differin、Cetaphil 等；公司在肉毒素、童颜针等医美产品线上均有布局。

表 24：Galderma 旗下 Restylane 产品分类、功能及注册证

Restylane 系列	下属子品牌	曾用名	功能	注册证			
				CE	FDA	NMPA (CFDA)	TW
面部年轻化 Restore a youthful appearance: Fill lines and wrinkles Replace lost fullness and volume due to aging	Restylane Fynesse™	Emervel Touch	用于可见的细皱纹，例如敏感的口唇周围和眼眶皱纹，注射区域常见鱼尾纹，嘴唇和静态抬头纹，轻度颈纹等处并恢复饱满	2008	-	-	2007
	Restylane Refyne™	Emervel Classic	能够重塑并填充细微至中度的皱纹，比如法令纹，嘴角纹等	2008	2016	-	2018
	Restylane	Classic	主要用于细微至中度的凹陷，比如鱼尾纹，轻微法令纹，黑眼圈，抬头纹，唇边纹	1996	2003	2008/12/15 2020/01/23 含 Lidocaine	2003
	Restylane Volyme™	Emervel Volume	可以填补脸颊深层凹陷和皱纹，比如太阳穴，鼻子，下巴等。	2008	-	/	2017
面部塑形 Enhance the appearance: To create harmony and balance To enhance shape, contour and definition	Restylane Defyne™	Emervel Deep	可以解决深层凹陷和皱纹，改善脸部轮廓，抚平皱纹。具有很强的提拉能力，可平滑细腻至正常皮肤的皱纹。	2010	2016	2021/3/1	2017
	Restylane Lyft™	Restylane Perlane	主要用于增加脸颊的提拉力，中面部区域，下颌和手背	1999	2005	2018/6/25 2020/02/28 含 Lidocaine	2010
	Restylane Kysse™	Emervel Lips	具有中等的丰盈效果。最常用于敏感的嘴唇周围，比如嘴角下垂，嘴唇扁平不饱满，嘴唇轮廓消失等。	2008	2016	-	2017

资料来源：Restylane 官网，CE，FDA，NMPA，中信证券研究部

Allergan 与 Galderma (Q-med) 发展启示初探

1. 产品：开创性的产品+强产品力

开创性的产品开辟新的子赛道，创新性解决消费者痛点，即使出现模仿者，仍可通过专利权保护、注册证红利、领先占领消费者心智等获得丰厚收益；如：Allergan 的 Botox 为动态皱纹、局部塑形等提供了全新的解决方案，“Botox+X”也打开了更广的应用空间；Galderma 的 Restylane，为面部填充、塑形、年轻化等提供了更安全、高性价比的解决方案。

强产品力=安全性+功效+操作难易。我们认为，对医疗美容用生物材料来讲，强产品力首先是安全性，分析国际上几大类注射医美材料可见，生物相容性程度高、稳定性好、中长期不良反应率低的材料在市场占据主导份额；从细分品类或品牌的角度也是如此。其次，是自然度、持续时间等功效性指标；第三，是医生操作的难易程度。

2. 营销与渠道：高度融合，医美终端、医生是关键，“透 B 打 C”。注射用医美生物材料作为“药”或“医疗器械”监管，各国均在其营销推广方面有所约束，如我国对医疗美容用三类医疗器械或作为“药”监管的肉毒素等明确的约束，特定形式的形象露出也需要进行报备。产品通过医院、医生完成消费过程，属于典型的 B2B2C 类产品。因此，相比较消费品 B2C、直接触达消费者、营销和渠道相对分离的特点，医美生物材料的营销和渠道高度融合：**Allergan、Galderma（Q-Med）旗下医美产品在全球多数国家均为直营非经销的模式，高度注重对重点医美终端的服务、对医生群体的培训、医美学术及交流体系的搭建，以及透过医美终端和医生与消费者对话。**

4. 爆款与矩阵：“一手抓爆款，一手抓矩阵”。对品牌方，爆款量大、规模效应强、易占领消费者心智；对医美终端，爆款引流效果好，便于进行关联消费营销。2020 年，Allergan 的 Botox Cosmetic 占 Aesthetics 业务营业收入的 43%、Juvederm 占 28%，合计占比 71%。2011 年，Galderma 收获 Q-Med，其估值主要基于 Restylane。但任何产品均存在生命周期，医美新材料、新技术、新工艺、新解决方案等也在不断发展，一家医美生物材料类企业发展壮大、集团化、全球化的过程，多品牌、多品类、多赛道布局是必经之路。

爱美客：垂直专注，强差异化，储备丰富

爱美客于 2004 年在北京成立，自成立以来一直聚焦于医美主业，围绕“新医美、新经济”探索医疗美容的理论前沿和技术创新，针对国内医疗美容行业从“产品、技术、服务到生态”进行了战略性布局。

爱美客的优势主要体现在三个方面：

1. 持续抢先卡位，产品差异化强

持续抢先卡位：“五个一”“一个唯一”。“五个一”：2009 年，首个国产 HA 填充剂；2012 年，首个获批的含 PVA 微球的 HA 注射填充剂；2015 年，首个获批的含利多卡因的 HA 填充剂；2016 年，首个获批的适应症为颈纹的 HA 注射填充剂；2019 年，首个获批的面部埋植线产品。“一个唯一”：截至目前，嗨体仍然是唯一获 NMPA 三类医疗器械注册证的颈部填充产品。

产品差异化强：公司现有的 5 张填充剂注册证和 1 张埋植线注册证，在功能、部位、持续时间等方面均存在显著的差异；其中：宝尼达是仅有的、获批的两款含 PVA 微球的 HA 注射填充剂之一，紧恋是仅有的、获批的两款面部埋植线产品之一。

表 25: 爱美客产品矩阵

品牌名	逸美	宝尼达	爱美莱/爱美飞	嗨体	逸美一加一	紧恋	
商品名	医用羟丙基甲基纤维素一透明质酸钠溶液	医用含聚乙烯醇凝胶微球的透明质酸钠一羟丙基甲基纤维素凝胶	注射用修饰透明质酸钠凝胶	注射用透明质酸钠复合溶液	医用透明质酸钠一羟丙基甲基纤维素凝胶	聚对二氧环己酮面部埋植线	
产品图							
产品特点	-	长效 HA 填充剂，持续时间 1-2 年	含利多卡因，减轻注射疼痛	修复颈纹	自然、不良比率低,定价高	创新埋线类+玻尿酸，“钢筋+混凝土”	
首批时间	2009/10/11	2012/10/23	2015/04/28	2016/12/02	2016/12/13	2019/05/08	
首批注册证情况	首 个 国 产 HA 填 充 剂	首个获批的含 PVA 微球的 HA 注射填充剂	首个获批的含利多卡因的 HA 填充剂	首个获批的适应症为颈纹的 HA 注射填充剂	-	首个获批的面部埋植线产品	
当前注册证情况	-	仅有的两款含 PVA 微球的 HA 注射填充剂之一	-	仍是唯一适应症为颈纹的 HA 产品	-	两张面部埋植线批文之一	
2019 年 -公告	营业收入（万元）	-	6,750	21,899	24,259	2,079	8.5
	售价（元/支）	-	2,547	311	353	1,221	-
	销量（万支）	-	2.7	70.4	68.7	1.7	-
2020 年 -（含）推算	营业收入（万元）	-	5,738	17,574	44,738	1,907	184
	售价（元/支）	-	2,547	311	360	1,221	-
	销量（万支）	-	2.3	57	124	1.6	-

资料来源: 爱美客公司公告, 中信证券研究部推算

2. 产品储备丰富

爱美客在研管线包括: 1) 童颜针——医用含修饰聚左旋乳酸微球的透明质酸钠凝胶, 有望于 2021H2 获批; 2) 肉毒素: 代理韩国 Huons 公司产品“橙毒”, 2020 年已进临床, 有望于 2023-2024 年获批; 3) 基因重组蛋白药物利拉鲁肽——减肥注射针剂, 2020 年已进临床, 有望于 2023-2024 年获批; 4) 面部埋植线: 与韩国东方医疗株式会社成立子公司, 代理、合作开发线雕产品, 有望于半年或 1 年内进临床; 5) 其他储备产品如生物补片、手术防粘连产品等。

表 26: 爱美客重点在研项目

序号	产品名称	功能和用途	模式	开发阶段	预计获批时间
1	医用含修饰聚左旋乳酸微球的透明质酸钠凝胶（童颜针）	皮肤填充剂，促进胶原蛋白再生	自主研发	注册申报阶段	2021 年
2	注射用 A 型肉毒毒素	去除动态皱纹、塑形	代理韩国 Huons 公司产品“橙毒”	2020 年进入临床试验	2023-2024 年
3	基因重组蛋白药物拉鲁肽	肥胖症的治疗	自主研发	2020 年进入临床试验	2023-2024 年
4	面部埋植线	提拉、紧致	代理、共同研发	与韩国东方株式会社合作产品有望于 2021 年底进入临床	2023-2024 年
5	医用聚羧甲基葡萄糖胺凝胶	手术防粘连产品		注册申报阶段	2021-2022 年
6	医用生物补片	用于硬脑膜和软组织修复		注册检验阶段	2023-2024 年

资料来源：爱美客公司公告，中信证券研究部推算

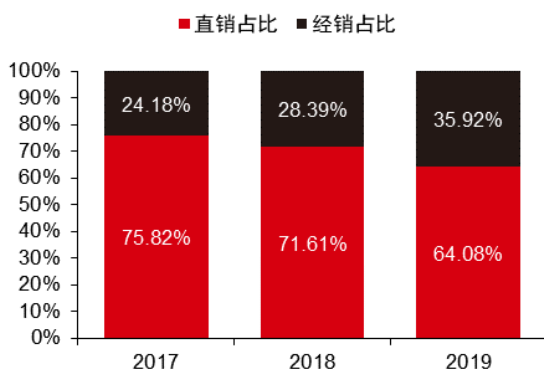
3. 直营为主，B 端营销获渠道，C 端营销占心智

长期以来，在渠道方面，爱美客并未刻意追求终端覆盖率，而是重点以直营的方式向民营大型医美连锁、少数大型公立整形医院、重点公立医院的医疗美容部等，以经销方式兼顾小型医美机构。因此，公司收入直营占比高：2017-2019 年，公司直营销售占比分别为 75.8%/71.6%/64.1%；随着嗨体的“破圈”、渠道下沉等原因，经销占比有所上升，但直营仍占据绝对大头。

不同于快消品 B2C 直接面向消费者的模式，公司直接销售的对象是 B 端医美机构，产品是否安全、效果如何、是否易于操作是医生重点考虑的问题，品牌力如何、销售该产品是否赚钱、客户粘性如何等，是医院重点考虑的问题。公司保持较高的研发投入比率、产品力强、不参与价格战、重视对医生的培训等，将渠道拓展和营销良好结合。

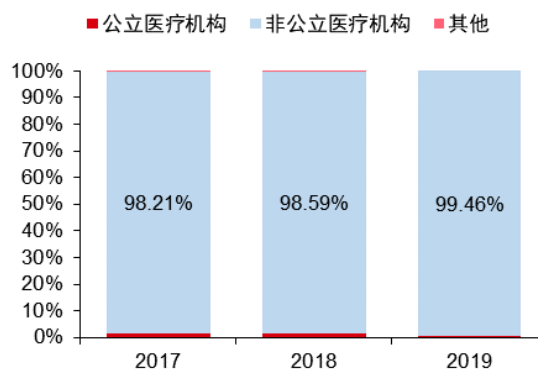
C 端方面，上市红利、内容营销、医生推荐、客户口碑等多管齐下，结合注册证优势成功将“嗨体=颈部修复”“熊猫针=眼周修复”。这种“品牌等同于部位”类似于快消品领域的“品牌=品类”，占据了消费者心智。即使将来其他颈纹适应症产品获批，公司建立的护城河也已较深、较宽。

图 53: 2017-2019 年爱美客直销和经销业务占比 (%)



资料来源：爱美客招股说明书，中信证券研究部

图 54: 2017-2019 年爱美客直销模式的收入构成拆分 (%)



资料来源：爱美客招股说明书，中信证券研究部

如同国际重点医美龙头的发展历程，预计爱美客也将“自主研发+并购”齐驱并进。公司公告拟在 H 股上市。我们认为，若 H 股成功发行，将对海外并购、产品出海等产生有力支撑，加快爱美客国际化、集团化的进程。

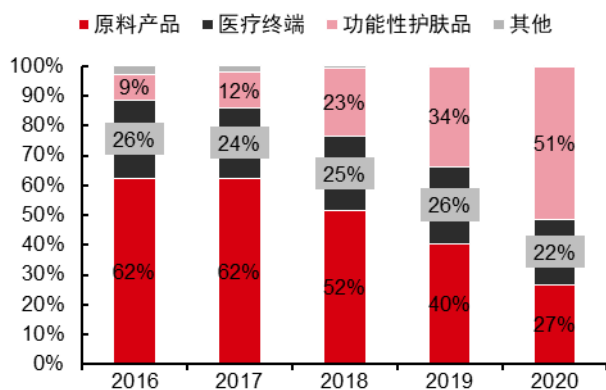
华熙生物：医美业务战略调整，聚焦核心品牌“润致”

华熙生物以透明质酸、Gaba-氨基丁酸等生物活性物质的研发为引擎，依托微生物发酵和交联两大技术平台，拓展生物活性物在医疗终端产品、功能性护肤品、功能性食品、生活用品等领域的应用。公司业务涵盖原料、B2B2C、B2C 三大模式；其中，在原料领域公司优势突出，是“标准制定者、资源输出者、边界拓展者”。

2020 年，公司皮肤类医疗产品营业收入 4.4 亿元，同比+9.7%；2017-2020 年，CAGR +37.1%，由于公司功能性护肤品的突破式增长，皮肤类医疗产品的公司营业收入占比由 20.6%降至 16.5%。

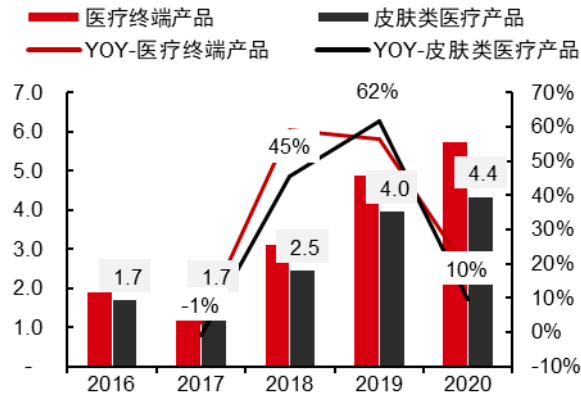
公司皮肤类医疗产品业务包括：1) 透明质酸填充剂：截至目前，公司有 6 张医疗美容用途的第三类医疗器械注册证；2) 动能素等：2017 年 1 月，公司以 1428 万欧元全资收购法国 Revitacare，其主要产品为动能素和软组织填充剂。此外，2015 年，公司与韩国 Medytox 成立合资公司，推动其肉毒素产品在中国大陆的注册申请，目前因对方原因暂停。

图 55：华熙生物按营业收入业务构成



资料来源：华熙生物公告，中信证券研究部

图 56：华熙生物医美业务营业收入及增速



资料来源：华熙生物公告，中信证券研究部 注：皮肤类医疗产品为医美类产品；医疗终端产品包括医美类、骨关节类、眼科类产品等。

表 27：华熙生物第三类医疗器械产品 - 透明质酸注射填充类

产品通用名	商品名称	首批时间	利卡多因	适应症			特点
				表述	鼻唇沟皱纹	额部	
注射用修饰透明质酸钠凝胶	润百颜	2014-11-19	否	面部真皮组织中层至深层注射以纠正中重度鼻唇部皱纹	Y		国产第一款交联 HA 填充剂
注射用修饰透明质酸钠凝胶	润致 (双相)	2016-05-06	是	面部真皮组织中层至深层注射以纠正中重度鼻唇部皱纹	Y		
注射用修饰透明质酸钠凝胶	润致 (单相)	2019-04-28	是	面部真皮组织中层至深层注射以纠正中重度鼻唇部皱纹	Y		
注射用修饰透明质酸钠	Aqua	2020-03-20	是	面部真皮组织浅层到中层注射		Y	首款以额部为唯

产品通用名	商品名称	首批时间	利卡	适应症	特点
凝胶				以纠正额部皱纹	一适应症的 HA 填充剂
注射用交联透明质酸钠凝胶 (II 型)		2020-06-19	是	面部真皮组织中层至深层注射以纠正中重度鼻唇部皱纹	Y
注射用交联透明质酸钠凝胶 (III 型)		2020-06-19	是	面部真皮组织中层至深层注射以纠正中重度鼻唇部皱纹	Y

资料来源：华熙生物公告，NMPA，中信证券研究部 注：截至 2020/5。

2021 年是公司医疗美容业务板块的变革之年，从品牌形象、产品矩阵、销售渠道、营销推广到组织架构、考核与激励等均在进行大幅度的调整。品牌形象：注射填充类产品统一为“润致”品牌，润百颜将专注于功能性护肤品。产品矩阵：打造针对不同部位、不同技术、不同功能的产品矩阵。销售渠道：搭建“医美共生联盟”；提升直营比例。营销推广：探索爆款之路，重点打造润致“御龄双子针”。组织架构：更垂直扁平，从产品开发和营销一线到董事长的链路更短，信息传递、反馈决策等更快更高效。考核与激励：考核更严格，激励更到位。

图 57：华熙生物润致系列产品



资料来源：润致品牌官网，华熙生物公司调研，中信证券研究部

产品储备：1. 透明质酸填充剂：针对不同部位、不同交连技术、不同适应症的多款产品在研，部分处于临床阶段；2. 胶原蛋白类填充剂等；3. 动能素、水光针：1) 海外产品引入中国，部分产品在海南博鳌乐城国际医疗先行区先行先试；2) 自主研发高端水光；4. 涂抹式肉毒素。此外，公司在积极探索合成生物技术在医美用生物材料领域的应用。

昊海生科：医美、生美、家美，三大场景全产品线布局

2019 年以来，昊海生科在医疗美容业务上的布局提速，先后投资 Recros、并购欧华美科 63.64% 的股权、投资美国生物医药研发公司 Eirion。目前，公司产品应用场景包括医疗美容、生活美容及家用美容，业务涵盖医美耗材、医美设备、医美药品及皮肤护理产品四大领域，产品组合包括“透明质酸填充剂 (HA filler) + 光电设备 + 肉毒素 (在研)”。

图 58：昊海生科医美业务发展历程



资料来源：昊海生科公告，中信证券研究部

图 59：昊海生科医美布局和应用场景

医美布局	产品	应用场景
医美耗材	玻尿酸、几丁糖填充剂、水光针	医疗机构
医美设备	激光/强光、射频、物理旋切	医疗机构、专业美容机构、家用
医美药品	肉毒毒素、小分子药物、表皮生长因子	医疗机构、专业美容机构、家用
皮肤护理产品		家用

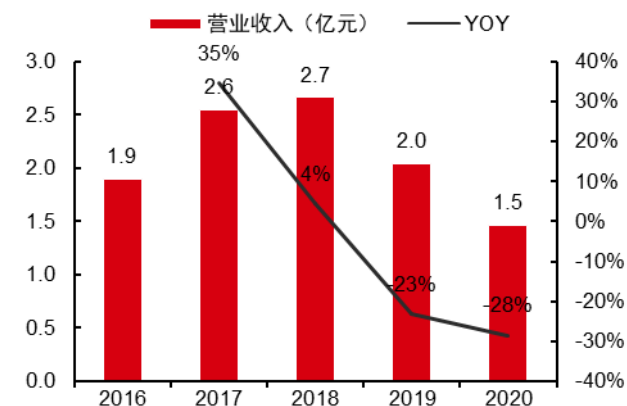
资料来源：昊海生科公司公告，昊海生科公司公众号，中信证券研究部

➤ 透明质酸填充剂

截至目前，昊海生科旗下有三个透明质酸填充剂品牌，分别为：1. 注射用交联透明质酸钠凝胶“海薇”，2013/9/18 首批，主打“塑形”，是国产第二个获批的 HA 填充剂，也是第一款获批的单相交联、大分子塑形填充剂；2. 注射用修饰透明质酸钠凝胶“姣兰”，2016/9/8 首批，主打“容量填充”；3. 注射用交联透明质酸钠凝胶“海魅”，2020/3/30 首批，线性无颗粒化交联技术，主打“精准雕琢”。

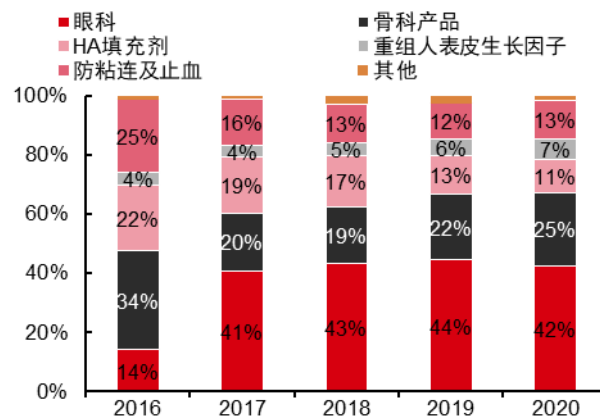
2018 年，公司 HA 填充剂营业收入达历史峰值 2.7 亿元；2019/2020 年营业收入分别为 2.0/1.5 亿元，占公司营业收入的 13%/11%。

图 60: 昊海生科透明质酸填充剂营业收入及增速



资料来源: 昊海生科公告, 中信证券研究部

图 61: 昊海生科各业务营业收入占比



资料来源: 昊海生科公告, 中信证券研究部

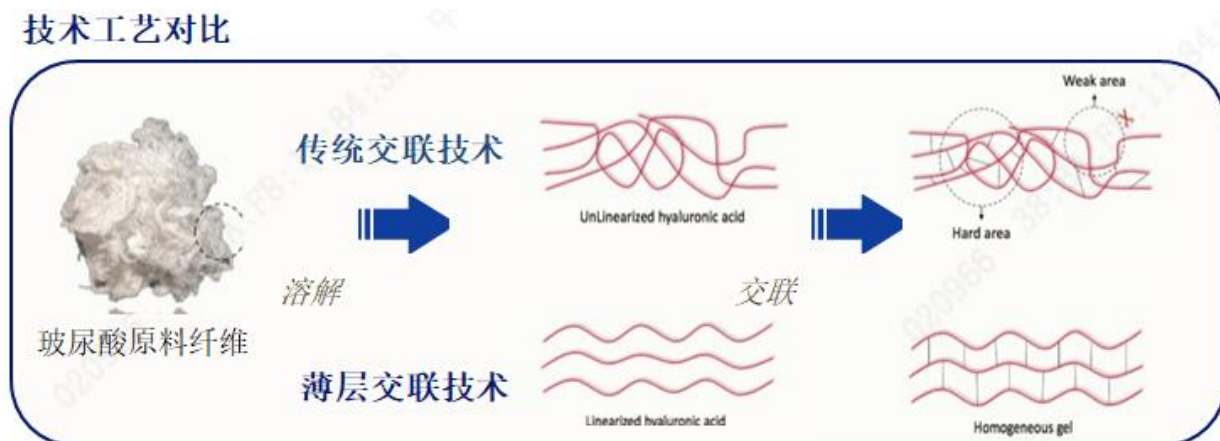
图 62: 昊海生科透明质酸填充剂布局

产品图示	品牌名称	适应症	零售价格
	海薇	鼻唇沟	800-1000元/ml
	姣兰	鼻唇沟及身体*	2680-3800元/ml
	海魅	鼻唇沟	8800元-12800元/ml
	Cytosial	鼻背*、眼周*	预计2021年底至2022年底上市

资料来源: 昊海生科公告, 昊海生科公众号, 中信证券研究部 注: * 姣兰适应症“身体”在研, Cytosial 在研

公司旗下欧华美科投资的创新型 HA 填充剂 Cytosial 运用薄层交联技术, 提升了交联后共价键的均匀性和规律性, 注射推力稳定, 安全性高、疼痛感小、效果自然; 其 3 款型号产品已获 CE 注册证并已在欧洲上市, 目前在进行 FDA 和 NMPA 的临床试验, 有望在 2021 年底或 2022 年初获 NMPA 注册证。

图 63：昊海生科旗下欧华美科 HA 填充剂 Cytosial 的薄层交联技术



资料来源：昊海生科调研，中信证券研究部

➤ 光电仪器设备

欧华美科在中国、法国、以色列拥有多个研发中心，在半导体激光、生物材料和射频领域均建立了国际领先的自主核心技术，并打造了多个核心产品，包括多元相控射频技术。相比单极射频项目，欧华美科旗下 EndyMed 研发的多元相控射频产品，不容易造成皮肤表面烧伤和刺痛问题；而相比双极射频，射频能量能够集中到真皮层以下，效果更明显。欧华美科旗下镭科光电自主研发的垂直共振腔表面放射激光（VCSEL）高能激光属于半导体激光，可用于激光美容以及激光脱毛等功能。

医美仪器设备监管从严，国家药监局发布关于征求《射频美容类产品分类界定指导原则》（征求意见稿）意见的通知，拟将射频美容类产品界定为第二类、第三类医疗器械。而欧华美科旗下 EndyMed Pro, Pure 专业射频美容仪是目前国内唯一获得 III 类医疗器械注册证的射频设备，已获先发优势。

➤ 肉毒素

2021 年 3 月，公司以 3100 万美金认购美国生物医药研发公司 Eirion 的 A 轮优先股，持有 Eirion 约 13.96% 股权，拓展“外用涂抹+经典注射”肉毒毒素。

表 28：昊海生科肉毒素产品线布局

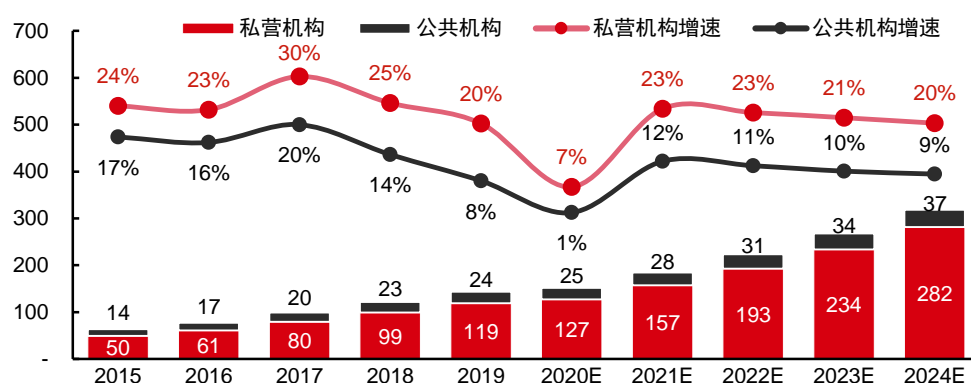
产品线	适应症	剂型	研发阶段	上市时间
ET-01	鱼尾纹 腋下多汗症	外用乳液	美国 II 期临床	美国 2025-2026 年
AI-09	-	液体 注射剂	Pre-IND	美国 2025 年。 采用 Allergan Botox 相同菌株，NMPA 免 I -II 期临床，将与 FDA 同步进 III 期临床
ET-02	白发、脱发	-	临床前	-

资料来源：昊海生科公告，昊海生科调研，中信证券研究部

■ 终端：“流量” VS “留量”，持续分化

2019 年，我国正规医美机构约 13,000 家，另据艾瑞咨询估算，全国还有约超过 80,000 家生活美业的店铺非法开展医疗美容项目。终端机构从规模和专业性角度分为医院、门诊部和诊所，其中医院占 29%、门诊部占 33%、诊所占 38%。医院可以提供高难度级别的美容外科服务且在资质要求上最为严格，门诊部和诊所主要提供非手术类项目和难度不复杂的外科服务。按公立和私立机构拆分：私立机构数量多且扩张速度快，2020 年占整体规模的 84%；公立机构数量较少且增长相对缓慢，占 16%。根据 Frost & Sullivan 的预测，2024 年私立机构的规模占比将提升至 88%（转引自爱美客、华熙生物、昊海生科等公告）。

图 64：中国医疗美容市场按公共及私营机构拆分（十亿元）



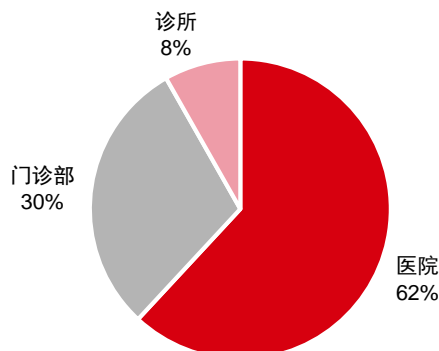
资料来源：国家卫生和计划生育委员会、Frost & Sullivan（转引自爱美客、华熙生物等公告，含预测），中信证券研究部

表 29：医疗美容机构按医院、门诊部和诊所分类对比情况

	美容医院	门诊部	诊所
市场规模 (2019)	889 亿人民币	429 亿人民币	118 亿人民币
特点	医院通常包括综合医院和专科医院，在场地、人员、设备、医师资质上要求最为严格，可以提供较高难度级别的美容外科服务	门诊部通常为医疗美容专科门诊部，在资质要求方面位于医院和诊所之间，可以提供非手术类项目和难度不复杂的美容外科服务	诊所通常为医疗美容专科诊所，在资质要求方面最低，可以提供非手术类项目和简单的手术类项目
面积	每床建筑面积不少于 60 平方米	>200 平	>40 平
医师配备	· 每床（椅）至少配备 1.03 名卫生技术人员； · 每床（椅）至少配备 0.4 名护士； · 至少有 8 名具有副主任医师以上职称的医师	>5 名 医疗美容专科医师； >5 名 护士	>1 名 医疗美容专科医师； >1 名 护士
床位	>20 张 美容床； >50 张 总住院床位	>4 张 美容床； >2 台 手术床	

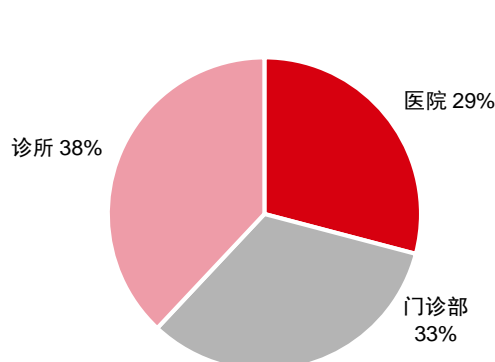
资料来源：国家卫生和计划生育委员会，各地方卫计委，中信证券研究部

图 65：医疗美容机构按医院、门诊部和诊所对比情况（按市场规模）



资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部

图 66：医疗美容机构按医院、门诊部和诊所对比情况（按机构数）



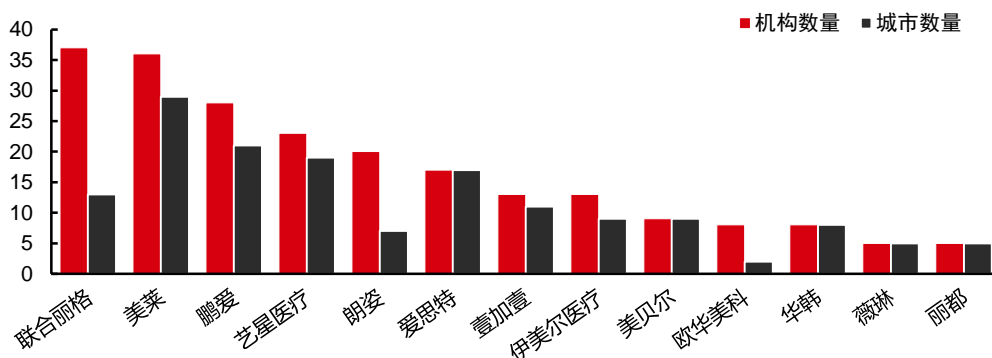
资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部

终端终端竞争格局高度分散，存三大痛点

痛点一：标准化复制较为困难

医美机构通常具有一定的服务半径，且多为重资产运营模式，同时由于中国各个地区对于医美行业牌照的管理各不相同，目前大多数医美机构多为区域化发展。另外因门槛较低、同质化较严重，单个机构很难形成垄断竞争。据 Frost & Sullivan 统计，2017 年中国排名前 5 的私立医疗美容连锁集团仅占总市场的 5.7%（转引自爱美客、昊海生科等公告）。若取目前在营机构数量前五的医疗美容连锁为样本，我们推算前 5 大医疗美容连锁在 2020 年仅占总市场的 7-8%。相较其他专业连锁医疗机构，医美消费者对于美的定义各不相同，治疗效果标准化难度较大，可复制性相对较弱。随着监管力度的不断加大，消费者认知不断成熟，对于机构精细化运营的要求不断提高，我们认为终端机构在未来将逐渐走向规范化、连锁化。

图 67：中国主要医美机构数量

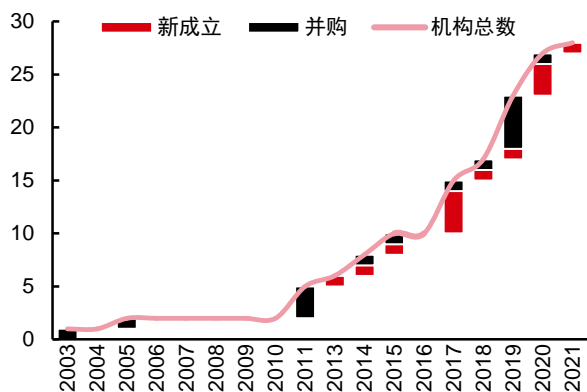


资料来源：各机构官网，中信证券研究部

参考医美国际的发展历程，在 2011-2020 年期间，其一共新设立 13 家机构（其中 6 家医院、7 家诊所），平均每年仅新开设 1.6 家机构。由于标准化程度低，医美连锁的扩张速度远低于其他标准化程度较高的医疗服务连锁，例如美国健康在 2016-20 年期间平均美

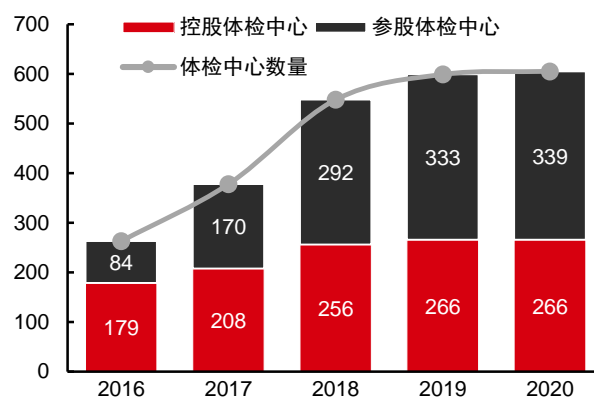
年新增 85.5 家体检中心。医美机构的前期投入大，同时需要一定时间培养客户资源，投资回报周期相对较长，通常一个新的医美机构需要约 2-3 年达到收支平衡。以瑞丽医美为例，其运营的四家医美机构平均需要 21 个月达到收支平衡、46 个月收回初始投资。

图 68：医美国际旗下机构数量



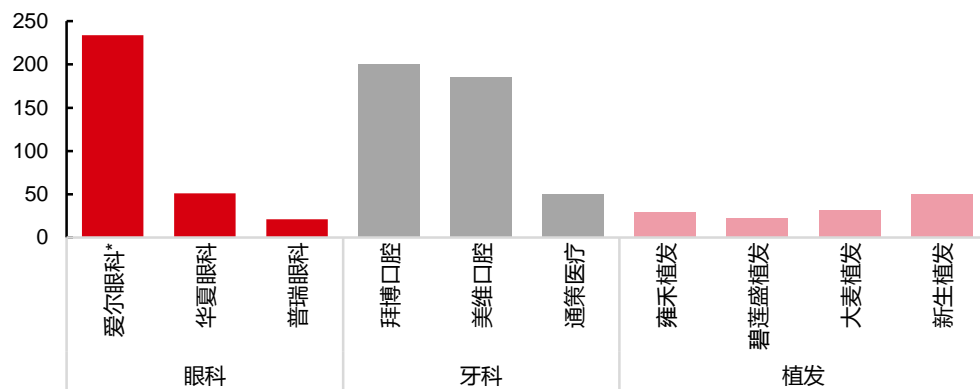
资料来源：医美国际招股书，中信证券研究部

图 69：美年健康旗下参股体检中心和控股体检中心数量



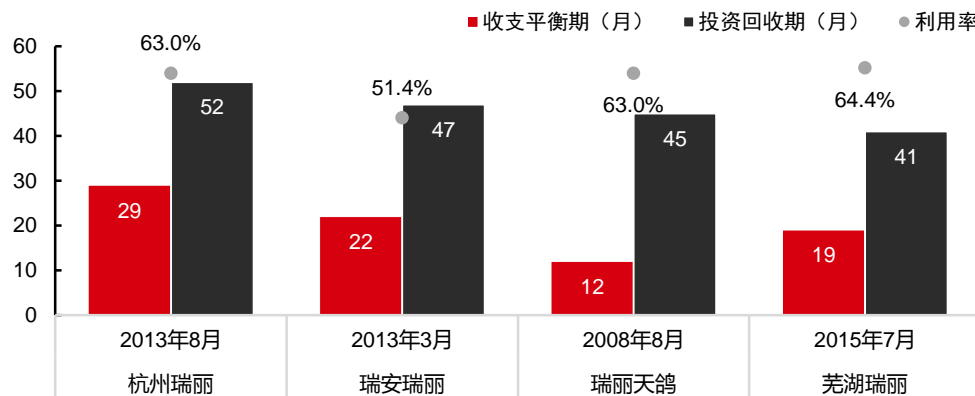
资料来源：美年健康公告，中信证券研究部

图 70：国内主要连锁眼科、牙科、植发机构数量



资料来源：各公司公告，各公司官方网站，中信证券研究部

图 71：瑞丽医美主要分支运营情况

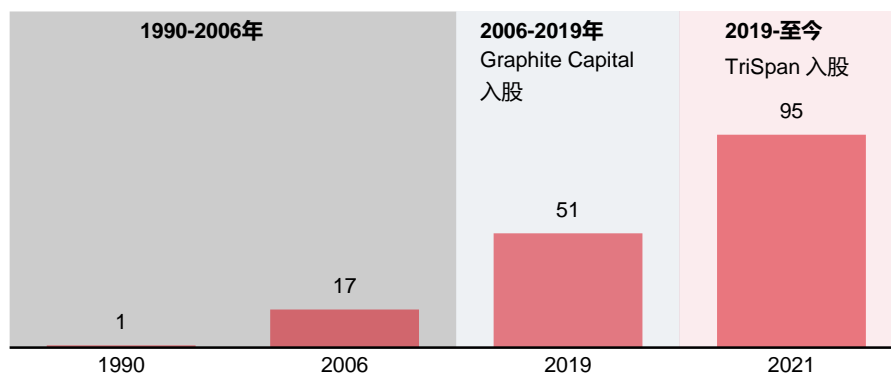


资料来源：瑞丽医美招股书，中信证券研究部

海外成熟市场普遍以小型诊所为主：据 ISAPS 统计，成熟市场例如美国、中国台湾、日本、韩国，超过 60% 的医美项目是在小型诊所实施的。美国曾经最大的整形美容连锁机构 Lifestyle Lift 也仅占全美整形诊所的 3%。在美国一周内便可开设一家整形诊所，平均每家诊所仅 9 人。

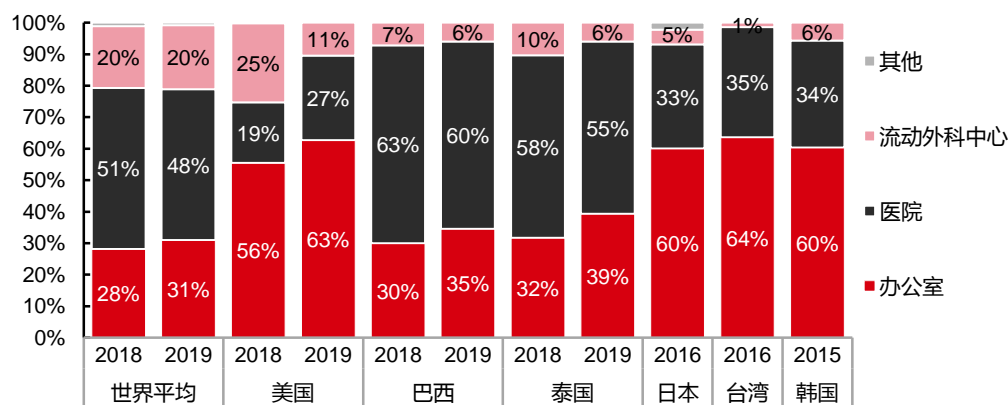
以英国为例，sk:n 是目前英国规模最大的非手术整形美容（注射/医学换肤/激光/药妆等）的诊所连锁，目前共拥有 95 家诊所。sk:n 成立于 1990 年，经历 16 年发展仅 17 家店。在 2006 年，Graphite Capital 入股 sk:n 以后，加大了品牌建设强调其高端重医学属性，同时通过加强数字渠道。sk:n 会为自己的每一位顾客建立详细的档案，记录他们的基本信息、治疗动机、目的、所消费的产品、社交媒体的使用状况等，从而进一步了解自己的现有顾客并针对其特征进一步制定详细的营销策略。截至 2019 年 1 月，机构数量从 17 家上升至 51 家。在 2019 年 2 月，私募基金 TriSpan 从 Graphite Capital 处收购了 sk:n，主要通过外延并购将机构数量提升至 95 家。

图 72：英国最大医美机构 sk:n 机构数量



资料来源：Graphite 官网，TriSpan 官网，中信证券研究部

图 73：全球医美项目按实施地拆分



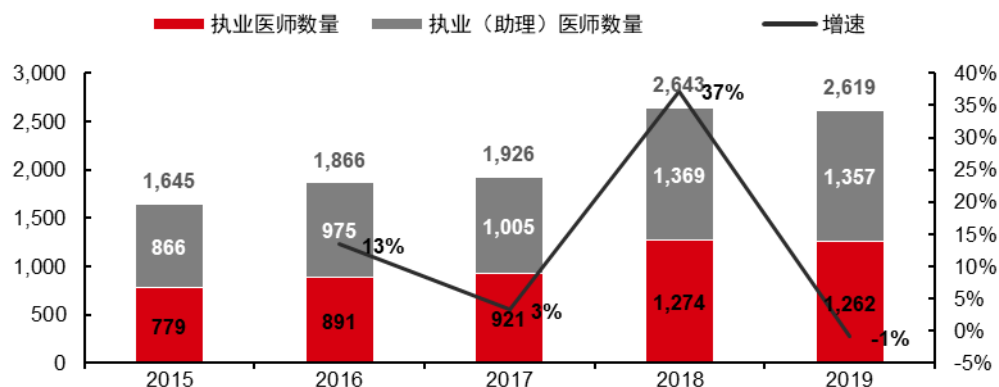
资料来源：IASPS，中信证券研究部

痛点二：医生资源稀缺且短期内难以解决

医疗美容服务尤其是手术类项目非常依赖医生的技术经验及审美，优质医生是整个行业的核心资源。据艾瑞咨询统计，超过 50% 的医美用户在选择机构时会选择医生。据卫健委统计，美容医院的单位执业医师创造的收入也高于其他专科医院。尽管中国已成为全球第二大医美市场，中国每百万人拥有的整形外科医师的数量仅 2.1 人，远低于美国的 20.8 人、日本的 21.4 人及韩国的 50.2 人。据艾瑞咨询推算，我国医师数量（按照按多点执业情况下）需达 10 万人，然而目前从业医生数量（且在多点执业情况下）仅 3.9 万人，因而行业医师缺口依然巨大，同时也催生了大量“无证行医”的现象。

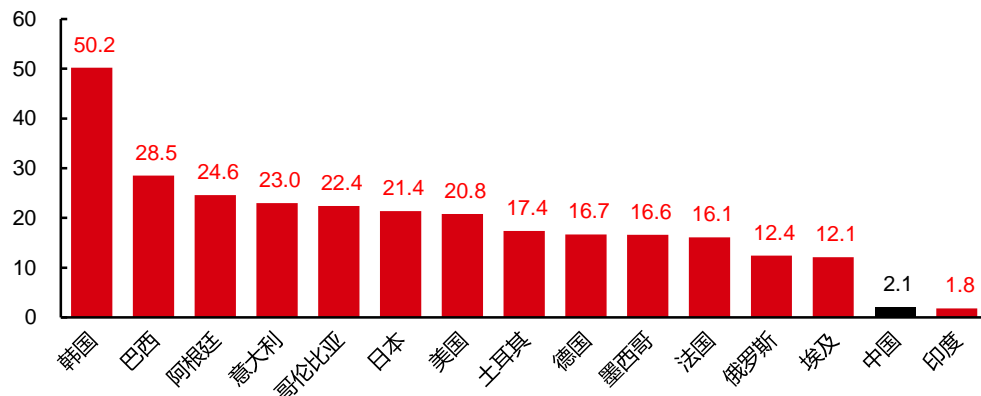
目前我国的教育体系中并没有专门的医美专业，从业医生主要来自皮肤科、整形科、口腔科、中医科等科室，每年招生名额十分有限。根据《医疗美容服务管理办法》规定，培养一个整形美容外科医生至少需要 12 年以上的时间（至少五年的医科大学、至少三年的住院医师培训、至少三年的医学二级专科医生的工作经历、至少一年的整形美容外科的专科学习），因此医师资源的储备是连锁医美机构能规模化复制的关键之一。

图 74：中国整形外科医院执业医师及助理人数及增速



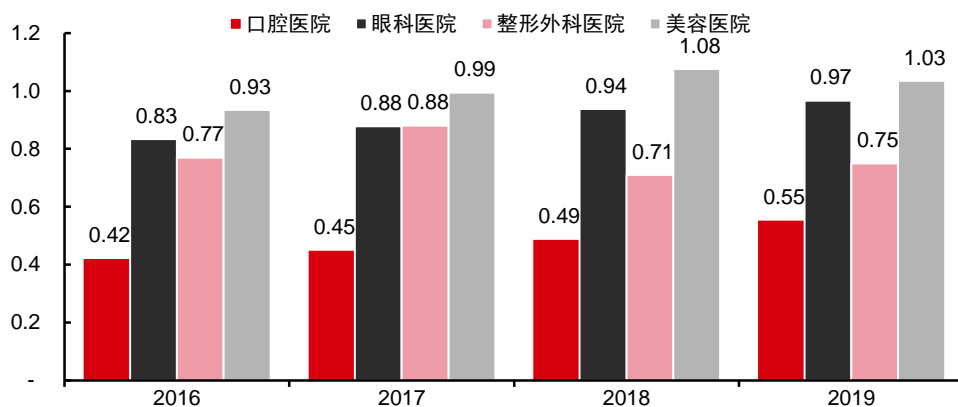
资料来源：国家卫健委，wind，中信证券研究部

图 75：每百万人人均整形医师数量（人）



资料来源：ISAPS，中信证券研究部

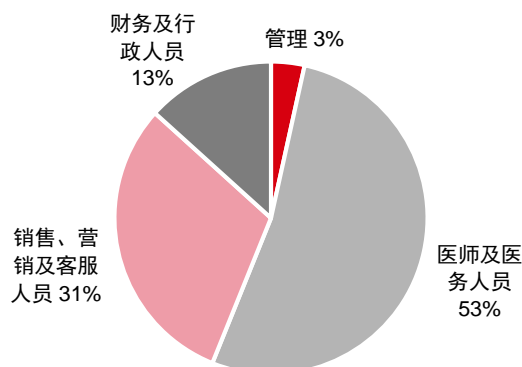
图 76：专科医院单位执业医师平均创造收入（百万元）



资料来源：国家卫健委，中信证券研究部

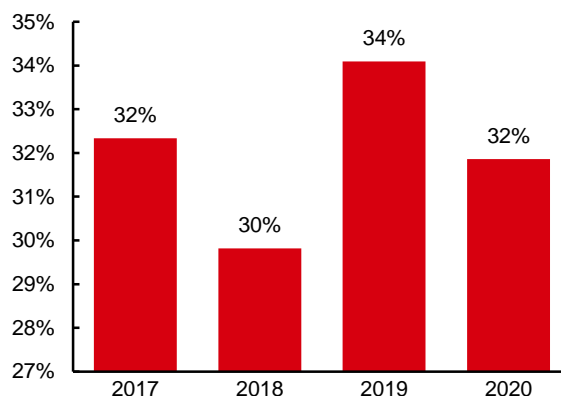
医师是医美终端的核心资源，从员工构成角度来看，医务人员占员工数的 30%-50%。总员工（含营销、管理人员）成本占收入的 30%-40%。根据瑞丽医美 2020 年年报数据，2020 年公司拥有医师及医务人员 198 名，占比 53%；医师及医务人员的费用占营业成本的 40%。根据医美国际 2020 年年报数据，2020 年公司拥有医师及医务人员 590 名，占总员工数 35%。

图 77：瑞丽医美员工结构（2020 年）



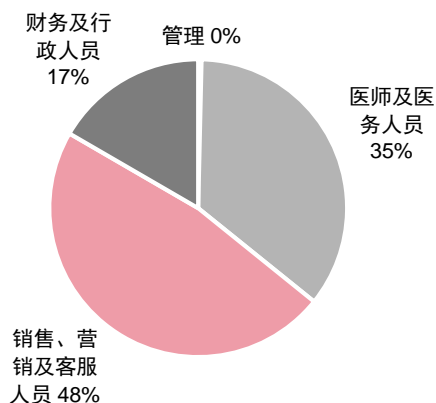
资料来源：瑞丽医美公告，中信证券研究部

图 78：瑞丽医美员工成本占收入的比例



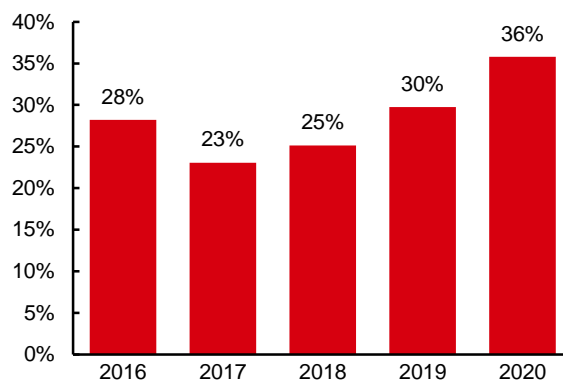
资料来源：瑞丽医美公告，中信证券研究部

图 79：医美国际员工结构（2020 年）



资料来源：医美国际公告，中信证券研究部

图 80：医美国际员工成本占收入的比例



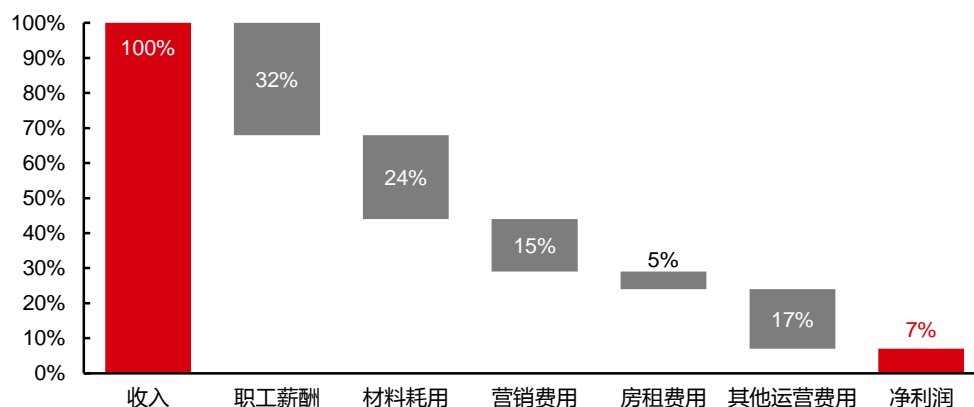
资料来源：医美国际公告，中信证券研究部

痛点三：高昂获客、人工成本致盈利水平普遍较低

医美机构平均毛利率在 50% 以上，然而受高引流费用及人工成本拖累，医美机构利润率普遍较低且多数机构不盈利。据艾媒咨询统计，从整个医美机构的价值链来看：营销渠道费用占比约 50%；销售费用占比 20%；耗材及运营成本各占 10%；人工成本及其他成本各占比约 5%。受高营销费用拖累，只有不到 30% 的机构是盈利的。

医美机构按照运营模式大致可以分为强调医生资源、口碑型的机构以及流量型的机构，前者基本无推广营销，后者则需要投入大量营销资源来获客。流量型的医美机构的增长逻辑可以分为两个阶段，首先是导流，其次是深挖。目前行业平均获客成本在 1,000-3,000 元，大约能占到终端销售收入的 30%-50%。假设 2,500 元的客单价、1,500 元的获客成本、55% 的毛利率、10% 的管理费用率、50% 的留存率，单个医美客户需要消费 3 次以上（或累计消费达 7,500 元以上）才能为机构带来正的利润贡献。终端想要提升盈利水平，关键在于能否深挖单个客户的价值，提高客户黏性及客单价。

图 81：2019 年头部医美机构成本和费用构成



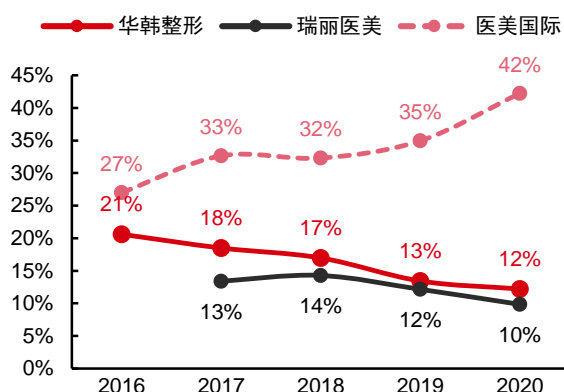
资料来源：德勤，中信证券研究部

表 30：典型医美机构的费用分拆表

	瑞丽医美			医美国际		
成本费用占销售比例	2018	2019	2020	2018	2019	2020
耗用物资成本	21.6%	24.8%	29.4%	14.0%	13.0%	18.2%
员工成本及费用	29.8%	34.1%	31.9%	25.1%	29.7%	35.8%
推广及营销开支	14.3%	12.2%	9.8%	32.3%	35.0%	42.2%
其他销售及管理费用	28.7%	24.0%	12.5%	21.5%	24.2%	25.6%
整体费用率	94.3%	95.0%	83.6%	92.9%	101.9%	121.8%

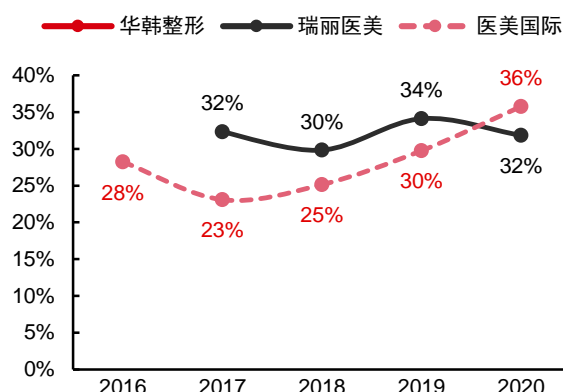
资料来源：各公司公告，中信证券研究部 注：瑞丽医美的管理费用中不含上市费用

图 82：重点医美机构广告营销费用占收入的比例



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 83：重点医美机构员工费用占收入的比例



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 84：终端单个客户价值测算（单位：元）

消费总次数	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
客单价	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500
累积消费	5,000	7,500	10,000	12,500	15,000	17,500	20,000	22,500	25,000	27,500	30,000	30,000
客单价变化 (%)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
(-) 营业成本	(1,500)	(1,500)	(1,500)	(1,500)	(1,500)	(1,500)	(1,500)	(1,500)	(1,500)	(1,500)	(1,500)	(1,500)
(-) 管理费用	(250)	(250)	(250)	(238)	(238)	(238)	(225)	(225)	(225)	(213)	(213)	(213)
单次消费利润	750	750	750	763	763	763	775	775	775	788	788	788
毛利率	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%
管理费用率	10.0%	10.0%	10.0%	9.5%	9.5%	9.5%	9.0%	9.0%	9.0%	8.5%	8.5%	8.5%
留存率	50%	55%	60%	65%	70%	75%	80%	85%	90%	95%	100%	100%
客户价值	750	750	750	763	763	763	775	775	775	788	788	788
客户价值累计	750	1,125	1,331	1,457	1,539	1,596	1,640	1,675	1,704	1,731	1,757	1,783

获客成本	33%	56%	62%	66%	68%	69%	70%	71%	71%	72%	72%
500	33%	56%	62%	66%	68%	69%	70%	71%	71%	72%	72%
1,000	-33%	11%	25%	31%	35%	37%	39%	40%	41%	42%	44%
1,500	-100%	-33%	-13%	-3%	3%	6%	9%	10%	12%	13%	16%
2,000	-167%	-78%	-50%	-37%	-30%	-25%	-22%	-19%	-17%	-16%	-12%
2,500	-233%	-122%	-88%	-72%	-62%	-57%	-52%	-49%	-47%	-44%	-40%
3,000	-300%	-167%	-125%	-106%	-95%	-88%	-83%	-79%	-76%	-73%	-68%

资料来源：中信证券研究部测算 注：除各种比率外，单位均为“元”。

趋势一：医美终端再现投资热潮

早在 2015-17 年，医美行业曾因同样高景气度吸引了大量资本跨界布局，仅 2015 年，医美行业共有 249 起投资。2016 年 1 月，苏宁与韩国 ID 健康产业集团共同设立中国境内合资公司，并于 7 月宣布收购 11 家医美机构。2016 年 6 月，恒大宣布与韩国原辰医学美

容医院合作，正式进军医美行业。然而，随着大量资本的入局，新进玩家缺乏稳定客源且同质化严重从而掀起了一轮价格战。同时 2017 年 6 月开始，原国家卫计委等 7 部门印发《严厉打击非法医疗美容专项行动方案》，打击非法“微整形”等违法犯罪活动。医美行业开始进入洗牌期，2018 年 3 月注销医美企业的数量达到 2 年前的 3.8 倍。

2020 年以来，随着医美行业公司陆续上市，上游原料市场壁垒高且集中，设备类公司研发投入大、更新速度快导致好标的稀缺，众多资本将目光重新投向医美终端。目前下游企业虽然集中度低且竞争激烈，但是随着行业逐渐规范化，涌现了众多新玩家跨界发力医美行业并纷纷开始寻找并购对象。相比新开设机构，并购现有医美终端速度快、风险小，可快速形成规模，从而成为跨界资本和现有区域型医美龙头扩大规模采用的主流方式。

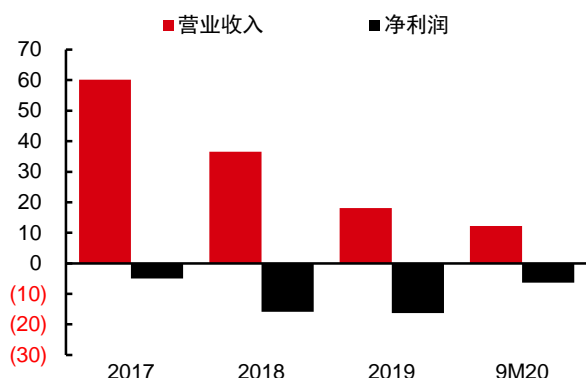
表 31：近期主要上市公司对医美终端的投资

公司	股票代码	主要内容
奥园美谷	000615.SZ	21 年 3 月：奥园美谷收购浙江连天美两家医美医院；4 月：与暨源生物、肌源医药、韩国 KDM 分别签署战略合作协议；奥园美谷莱赛尔(Lyocell)纤维一期 4 万吨项目正式进行投产，推进绿纤产业转型升级为医美材料供应商。
金发拉比	002762.SZ	21 年 4 月：拟出资 2.38 亿元获得广东韩妃医院投资有限公司 36% 股权，正式进军医美领域；联合嘉禾资产成立产业基金，专注投资医疗美容领域企业。
麦迪科技	603990.SH	21 年 5 月：拟以超 2 亿元的价格收购美贝尔集团持有的两家医院各不低于 80% 的股权。麦迪科技也将借此打造“辅助生殖+医疗美容”的消费医疗服务模式。
拉芳家化	603630.SH	21 年 5 月：拉芳家化拟以 9706 万元的价格认购鹏爱医疗 533 万股股权，发行完成后，拉芳家化将持有公司 7% 股权。
特一药业	002728.SZ	21 年 5 月：拟出资 1 亿元新设全资子公司作为大健康产业投资运营平台，全力布局医美服务领域的开发和投资。
朗姿股份	002612.SZ	21 年 5 月：朗姿股份旗下全资子公司朗姿医美与艾尔建美学宣布达成战略合作共识，双方将整合各自优势资源，未来有望在医美人才培养、消费者教育、运营能力提升等方面进行深度合作，共同推进医美行业的规范化和高效化发展。
苏宁环球	000718.SZ	目前拥有 5 家医美医院：上海天大医院属于公司的控股公司，另外四家医美医院在产业基金旗下（占股 45%），分布在北京、石家庄、唐山、无锡。公司将持续加大对医美产业的投入和支持力度，推动医美产业快速发展壮大，未来优质的医美标的公司将直接并入上市公司；具有较好增长潜力仍需进一步培育的医美标的由医美基金进行收购，待培育成熟后再并入上市公司。

资料来源：Wind，各公司公告，中信证券研究部

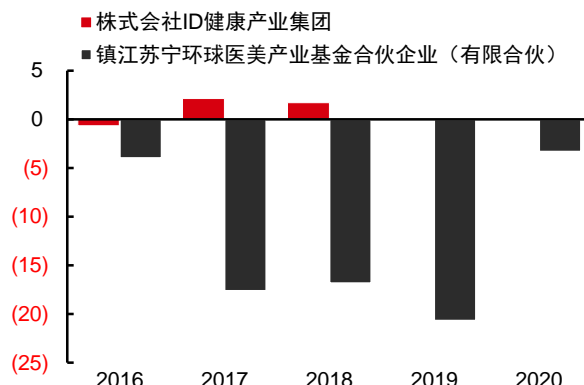
苏宁环球：仍处于探索期，尚未摸索出可复制的商业模型。苏宁环球于 2016 年与苏宁环球集团共同设立 50 亿元规模的产业基金，并通过该产业基金并购了四家医美医院，分布在北京、唐山、无锡和石家庄。2017 年，其收购上海天大医疗美容医院有限公司 90% 的股权。截至目前，苏宁环球一共拥有 5 家医美机构。经过五年的布局，医美板块对苏宁环球的财务贡献仍有限。

图 85：上海天大医院主要财务数据（百万元）



资料来源：苏宁环球公告，中信证券研究部

图 86：苏宁环球医美相关联营公司投资收益（百万元）

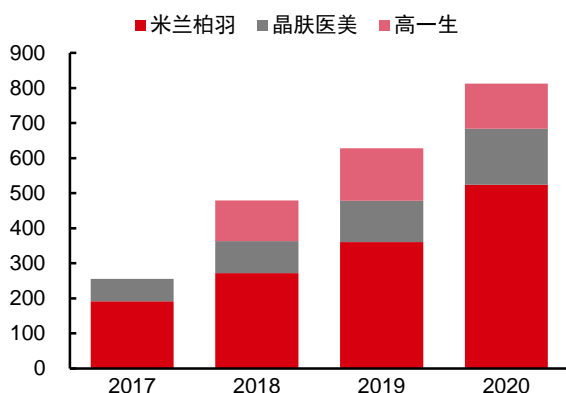


资料来源：苏宁环球公告，中信证券研究部

朗姿：聚焦区域市场。朗姿于 2016 年开始布局医美行业，通过外延并购及内生增长两种模式，截至 2020 年末已拥有 19 家医美机构，参股并受托管理机构 1 家，其中医院 4 家、门诊及诊所 16 家。朗姿拥有米兰柏羽、晶肤医美、高一生等三大品牌专注于不同的医美领域。各品牌之间前端保持独立运营，采购、服务和 IT 等中后台相互打通。截至 2020 年末，米兰柏羽品牌旗下共 4 家机构（3 家医院、1 家门诊部）；晶肤医美品牌旗下 13 家机构；高一生品牌旗下 2 家机构。2020 年，公司医美业务收入 8.1 亿元，2017-20 年复合年增长率为 47%。

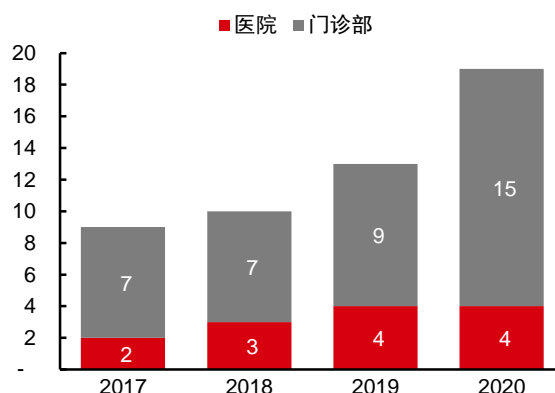
朗姿经过 5 年的摸索已初步探索出一套可复制的盈利模型，并于 2019 年开始加速扩张：1）对并购品牌的原始股东及管理人员激励到位，并购控股后针对中高层管理开展员工持股计划，朗姿占并购标的的 70%-80%股权，剩下 20%-30%留给原始股东及管理人员做股权激励。2）并购标的均为当地排名靠前的机构，已积累了一定的客户资源，新客消费占比低于 40%，引流成本低于行业平均水平。运营 3 年上的老机构净利润率稳定在 12%-14%，同时新设机构以 2019 年为例在运营的一年以内也达到 5.6%。

图 87：朗姿医美业务收入（百万元）



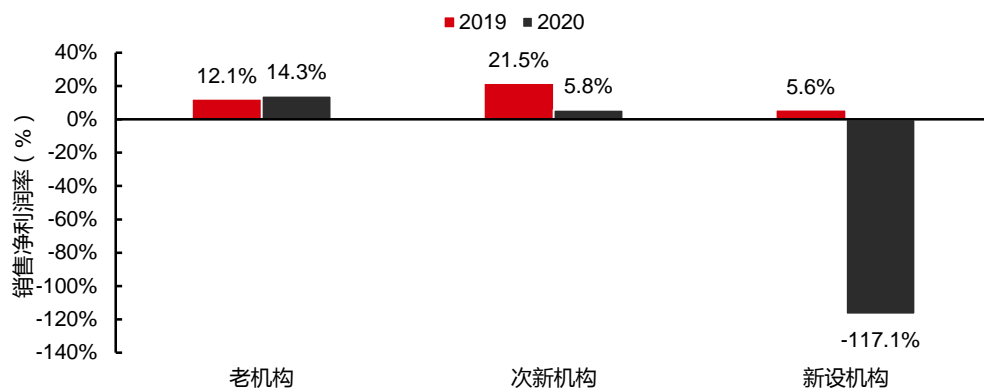
资料来源：朗姿公司公告，中信证券研究部

图 88：朗姿医美机构数量



资料来源：朗姿公司公告，中信证券研究部

图 89：朗姿按机构运营时间的经营情况

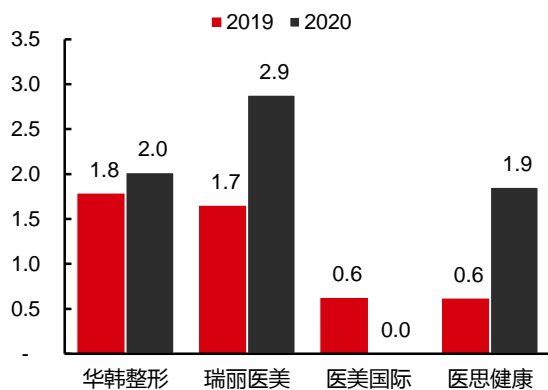


资料来源：朗姿公司公告，中信证券研究部

终端财务特点：

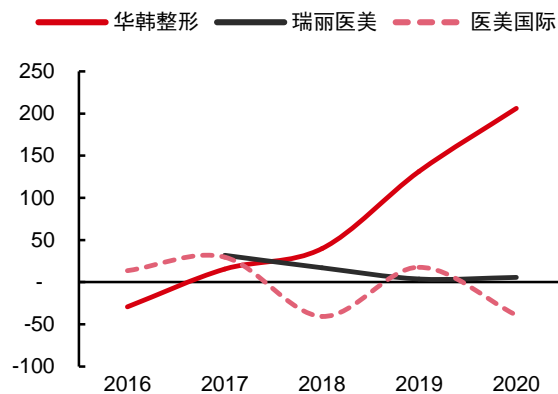
- 1) 现金流良好：行业平均经营性现金净流量/净利润约 2x；
- 2) ROIC 高：重点上市医美终端企业平均 ROIC 约 15%-20%；
- 3) 投资回报周期较长：一个新的医美机构需要约 2-3 年达到收支平衡。

图 90：医美终端：经营性现金净流量/净利润



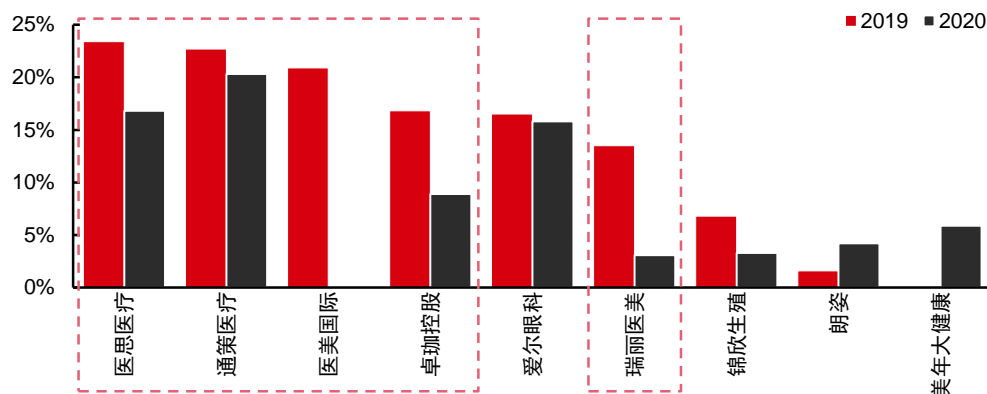
资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 91：医美终端：自由现金流（百万元）



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 92：重点上市医疗服务公司 ROIC 对比



资料来源：Eikon，中信证券研究部

趋势二：监管趋严，“良币驱逐劣币”

2017-18 年，原国家卫生计生委等 7 部门联合开展了为期一年的严厉打击非法医疗美容专项行动。2019 年国家卫健委将医疗美容纳入国家监督抽查以及 8 部门联合开展医疗乱象专项整治行动。2020 年，国家卫健委联合中央网信办、教育部、公安部、商务部、海关总署、市场监管总局、国家药监局八部门发布了《关于进一步加强医疗美容综合监管执法工作的通知》，从医疗美容机构自我管理、行业组织自律、政府监管、社会监管四个方面加强监管。长期来看，随着国家监管趋严，消费者日渐成熟以及互联网平台推动行业透明度不断提升，消费者将逐步转向正规高质量的医美机构，下游的盈利空间也将逐步改善。

表 32：医美机构主要政策

政策文件	发布单位	类型	发布时间	主要内容
《美容医疗机构、医疗美容科（室）基本标准》	卫生部	法律法规	2002 年 4 月	对美容医疗机构（美容医院、医疗美容门诊部、医疗美容诊所）、医疗美容科（室）的床位、科目设置、人员、医疗用房、设备规章制度、资金进行规定
《医疗美容服务管理办法》（2016 年修订版）	卫生部	法律法规	2002 年 5 月	对开展医疗美容服务的机构和个人在机构设置和登记、执业人员资格、执业规则、监督管理等方面做出规定
《医疗事故处理条例》	国务院	法律法规	2002 年 9 月	规定医疗事故的预防与处置、技术鉴定、行政处理与监督、赔偿等内容
《医疗美容项目分级管理目录》	卫生部办公厅	法律法规	2009 年 12 月	对美容外科项目进行分级，美容牙科项目、美容皮肤科项目、美容中医科项目暂不分级
《国家卫生计生委关于加强医疗美容主诊医师管理有关问题的通知》	国家卫生计生委	通知	2017 年 3 月	加强医疗美容主诊医师管理
《关于进一步加强医疗美容综合监管执法工作的通知》	国家卫生健康委办公厅	通知	2020 年 4 月	八部门联合发布，强调加强医疗美容综合监管执法工作，具体包括强化自我管理主体责任、积极发挥行业组织自律作用、着力加大政府监管力度、强化社会监督推进社会共治
美容院服务规范（SB/T10991-2013）	商务部	行业标准	2013 年	对从事生活美容服务、美容院、面部美容护理、美体塑身、SPA、化妆等美容机构的经营服务场所要求、服务用品和设施设备、服务内容流程及主要环节要求、服务人员要求、服务管理要求做出规定
《医疗美容机构评价标准实施	中国整形美容	评价标准	2021 年 2 月	从医院管理、患者安全、医疗质量管理与持续改进、医

政策文件	发布单位	类型	发布时间	主要内容
《医疗美容机构评价标准实施细则-医院标准》（2021 年版）	协会			院服务将机构划分为 A、B、C
《医疗美容机构评价标准实施细则-诊所标准》（2021 年版）	中国整形美容协会	评价标准	2021 年 2 月	从诊所管理、患者安全、医疗质量管理与持续改进、诊所服务将机构划分为 A、B、C
《医疗美容机构评价标准实施细则-门诊部标准》（2021 年版）	中国整形美容协会	评价标准	2021 年 2 月	从门诊部管理、患者安全、医疗质量管理与持续改进、门诊部服务将机构划分为 A、B、C
《医美互联网运营师职业技能要求》	中国整形美容协会	团体标准	征求意见阶段	规定了医美互联网运营师的职业概况、基本要求、工作要求和权重分配等要求

资料来源：国务院、中国整形美容协会、卫生部等官方网站，中信证券研究部

■ 媒介：提供多元化获客渠道，推动消费者教育

医美机构的营销方式主要包括传统广告、互联网平台及机构导流。据艾媒咨询统计，医美机构在传统广告形式（户外、搜索引擎等）花费最高约 60%-90%；其次为互联网平台导流占比 10%-40%；最后为美容院及 KOL 转诊，通常按单次消费计费，佣金比例 30%-70%。因互联网平台投放精准度更高，线上获客渠道已从传统单一的百度平台竞价广告逐渐转向各类垂直类医美平台、服务类电商和综合电商平台等多渠道投放。

表 33：中国医美行业营销模式对比

	传统广告引流	互联网平台导流	机构及其他方式导流
运作方式	传统媒体、户外广告、搜索引擎	医美 APP、自媒体、信息流、转诊平台	美容院、KOL、异业合作等
花费占比	60-90%	10-40%	按分成收取费用，分成比例约 30-70%
适用机构	大型连锁	适用于直客类中小型医院、门诊部、诊所等	美容院转诊多适用于渠道医院，如思瑞国际
获客效果	提高机构曝光	营销形式多样，可打造明星 IP 医生或旗舰店	客户信任度高、客单价高
局限性	投产比逐年降低，受舆情影响较低	人群覆盖有限，目前多为年轻人群	渠道依赖性强，客户随渠道流动，人群覆盖有限
案例	机场、户外 LED 投屏、百度竞价	新氧、悦美案例展示等、微博、小红书、微信公众号、知乎、美呗转诊等	

资料来源：艾媒咨询，中信证券研究部

目前医美机构线上获客渠道主要为搜索引擎、垂直类医美平台及综合性电商平台。早期医美机构获客渠道主要以传统广告及搜索引擎为主，由于搜索引擎竞价广告不断上涨，叠加搜索引擎引起的负面事件增加，投产比逐年下滑。德勤数据显示，医美机构在百度的获客成本约 4,700 元。根据 Mobdata 数据，通过搜索引擎引流到医美官网的用户平均停留时间约 40 秒，跳出率高达 90%。垂直类平台因更聚焦在医美领域，主要通过平台内容影响消费者决策，投放精准度相较百度竞价更高。综合性电商平台因平台优势整体流量大，同时产业链资源整合能力更强。据德勤统计，头部医美机构在医美获客平台的广告投放比例于 2019 年已达 33.7%（2017 年仅为 6.4%）。

表 34：医美线上渠道主要类别及市场格局

	搜索引擎	垂直类医美平台	综合性电商平台
获客模式	通过竞价排名广泛营销获取客户。	通过 APP 导流，通过用户原创内容（UGC）和专业生产内容（PGC）影响消费者决策。	利用平台大众流量有事，为医美机构谋求多场景、多渠道的铺设和导流。
特点	<ul style="list-style-type: none"> · 营销方式粗放，获客成本高； · 单向、纯广告传播，用户信用度降低。 	<ul style="list-style-type: none"> · 聚焦医美专业领域，易获取用户信任； · 已形成丰富内容积累，互动性强，基于平台内容和多元社交功能，打造内容生态。 	<ul style="list-style-type: none"> · 用户流量优势，拥有大量医美核心用户群体（一线城市、25-34 岁、女性）； · 联合上游厂家和医美机构，形成上中下游产业闭环。
市场格局	百度着手改变现有竞价模式，从医美内容”分发“向”自营“转变，推出医美服务平台“百度柠檬爱美”。	已进入行业整合期，形成以新氧为龙头的稳定格局。 · 新氧：2021 第一季度平均月活规模达 840 万； · 更美：2020 年 9 月月活规模 76 万。	美团、阿里和京东等加速医美领域布局。 · 美团：成立事业部，开放平台，用户撰写体验报告； · 阿里、京东：为医疗机构开放流量入口。

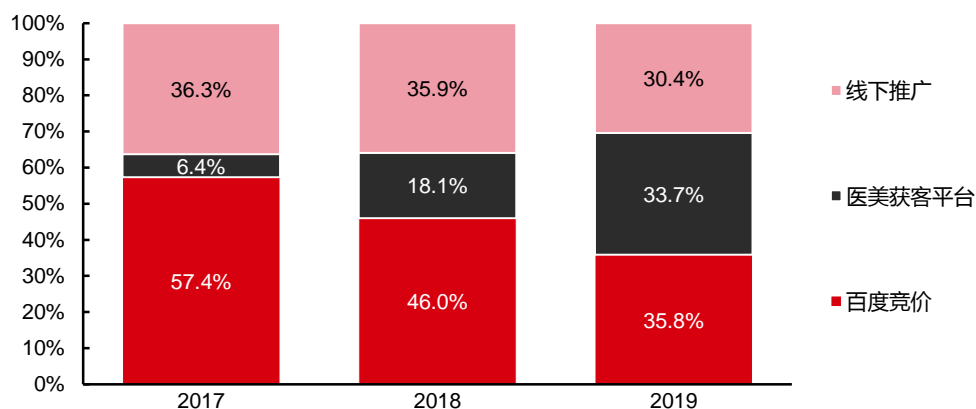
资料来源：德勤，中信证券研究部

表 35：互联网医美平台比较

	垂直医美平台	搜索引擎	综合电商平台	泛女性社区
服务				
· 精准用户群	✓	✗	✗	✗
· 综合性排名	✓	✗	✓	✗
· 在线预约	✓	✗	✓	✗
内容				✗
· 专业内容	✓	✗	✗	✗
· 整形日记	✓	✗	✓	✓
· 视频直播	✓	✗	✗	✓
技术				
· 人工智能诊断	✓	✗	✗	✗
· 模拟整形	✓	✗	✗	✗
· 个性化推荐	✓	✗	✗	✗
保障				
· 正规机构和医生	✓	✗	✓	✗
· 产品扫码验真	✓	✗	✓	✗
· 意外和效果保险	✓	✗	✓	✗
· 事故先行垫付	✓	✗	✗	✗

资料来源：新氧白皮书，中信证券研究部

图 93：头部医美机构推广渠道投放占比

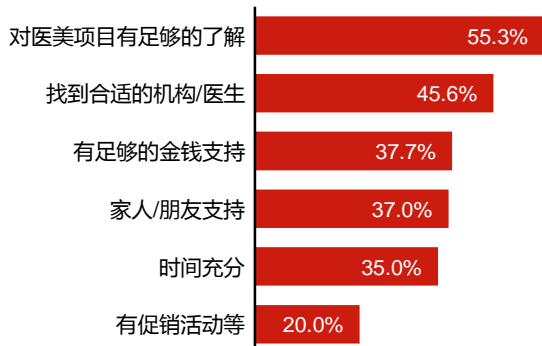


资料来源：德勤，中信证券研究部

据艾瑞咨询统计，手术类医美用户的决策周期平均 44.5 天、非手术类用户的决策周期平均 39.3 天，其中 55.3% 的用户是在对医美项目有足够的了解之后做的决定。相较综合性电商平台，垂直类医美平台上用户目的性更强，一般都为医美需求的用户，并且已经在平台上实现了一定用户教育，机构投放更精准、转化效率更高。

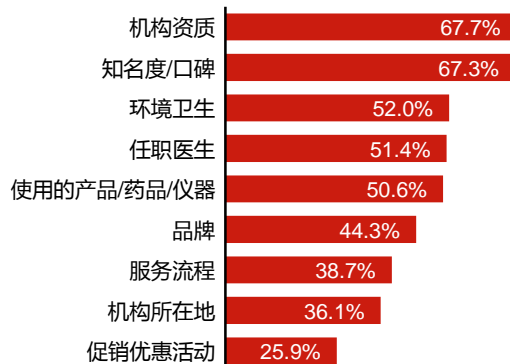
从消费者角度，互联网平台解决了传统医美获客模式的信息不透明的痛点，通过其他用户的案例分享、平台对机构医生的过滤，将价格、机构资质信息公开。同时相较于传统模式，部分线上平台还可以提供事故先行赔付等增值服务，有助于保护消费者权益。

图 94：中国医美用户决策因素（2020 年）



资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部

图 95：中国医美用户选择机构的考虑因素（2020 年）



资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部

互联网医美平台发展现状

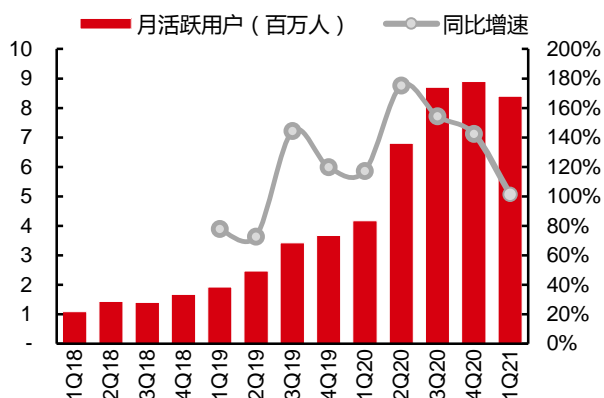
垂直类医美平台代表——新氧

作为目前我国最大的医美电商平台，新氧主要通过“媒体+社区+电商”的模式帮助机构降低获客成本，同时通过平台积累的内容缩短消费者决策周期。2021Q1，新氧 APP 平均月活用户达 840 万，同比增 101%；付费医疗机构数 4702 家，同比增 42.7%；付费用户数 17.3 万人，同比大涨 123.3%；平台促成医美服务交易总额超 8.8 亿元，同比增 85.2%。

从转化效果来看，有优质体验案例及评价的机构订单转化率更高。新氧平台目前月产超过 15,000 篇真实、优质的体验案例和评价，同时组织超过 15 场官方体验活动，平均单场活动产生超过 1,000 篇体验日记。20 年新氧上线了“VR 智能展厅”让用户能更全面直观地了解机构环境及配置。同时，新氧也开发了视频面诊、直播、AI 小工具、魔镜测脸等数字化工具加强用户与平台互动，帮助用户提升决策效率。从变现角度，新氧的收入主要分为：

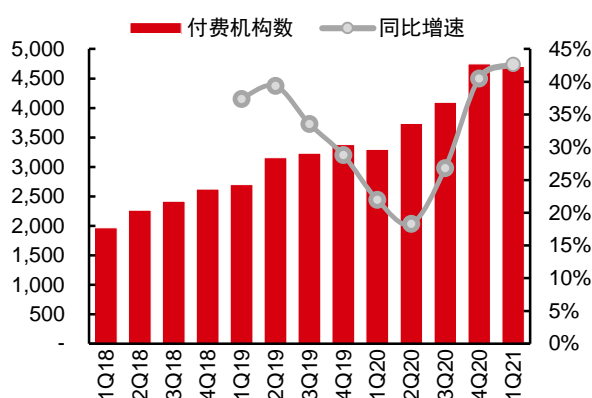
- 1) 信息服务收入（21Q1 占比 77%，同比增 121%），主要为商家在新氧投放广告的收入；
- 2) 预定服务费（21Q1 占比 23%，同比增 45%），用户在新氧下单后，新氧一般从商家收取 10% 的佣金。

图 96：新氧：月活跃用户数量



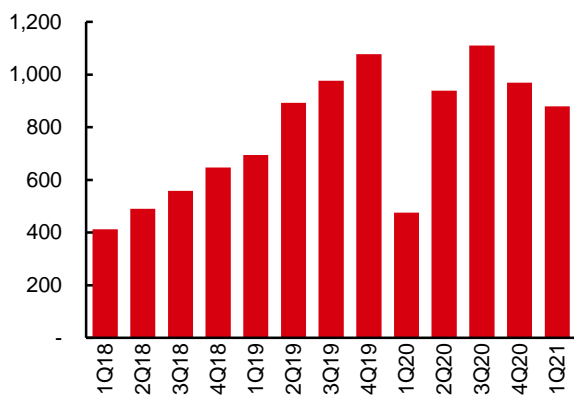
资料来源：新氧公司公告，中信证券研究部

图 97：新氧：付费机构数及增速



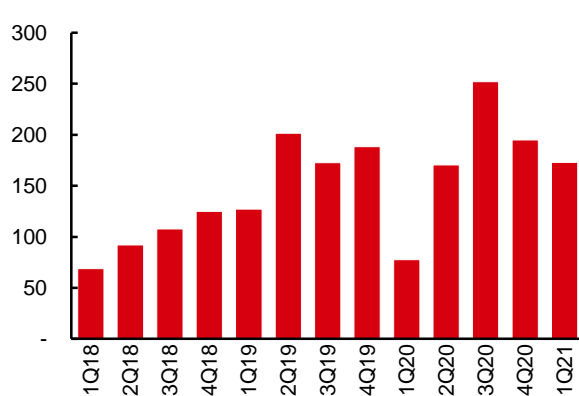
资料来源：新氧公司公告，中信证券研究部

图 98：通过新氧平台促成的交易额（百万元）



资料来源：新氧公司公告，中信证券研究部

图 99：新氧：付费用户数（千人）



资料来源：新氧公司公告，中信证券研究部

综合性互联网平台代表——美团

综合性电商平台因本身自带流量资源，同时又兼具生活服务的属性，在医美业务的获客成本以及和其他板块的协同方面都有较强的优势。2017 年，美团开始进入医美市场，并于 2018 年将医美升级为独立业务部。美团基于本地生活服务的平台优势，通过内容、补贴、平台生态等方式将平台流量为医美机构导流。2019 年，美团付费合作的医美及医疗类机构数量达到了 11,000 家，覆盖近 400 个城市，平均每月通过平台了解医美项目的

用户超过 2,400 万人次。20 年 Q4 美团医美业务销售同比增长超过 70%。相较垂直性医美平台，美团主打的是客单价相对较低但高频的轻医美服务项目。

他山之石：RealSelf 的发展历程

成立于 2007 年，RealSelf 目前是全球最大的医美信息分享平台，主要为消费者提供医美知识科普、真实的用户评价及专业的医生推荐等。发展初期，RealSelf 对入驻的医生并没有限制，随着一些医疗事故的发生，RealSelf 开始对每一位医生进行资质认证，只有认证过的医生才能在平台为用户提供意见。在核心的业务模式上，RealSelf 主要是通过为医生导流收费。即使在疫情的影响下，20 年全平台访问量也实现了同比 84% 的增长。21 年开始，RealSelf 开始通过外延并购进入更多的市场。21 年 1 月 RealSelf 收购专供中东市场的医美信息分享平台 Tajmeeli，21 年 5 月 RealSelf 又收购了主打欧洲及拉丁美洲市场的 YNS 集团。RealSelf 预计 21 年全平台用户数提升至 1 亿，同时预计 21 年收入同比增长 40%。

风险因素

整顿从严从速，短期冲击较大；终端竞争加剧或致失序；资本涌入加剧行业波动。

投资建议

继续推荐医美生物材料龙头爱美客、华熙生物，关注昊海生科、华东医药、四环医药、复锐医疗科技、奇致激光，海外公司 ABBVIE（ABBV.N，乔雅登、Botox 所属 Allergan 的母公司）；推荐由医美社区到医美生态的新氧（SY.O）；关注医美终端朗姿股份、华韩整形、奥园美谷、苏宁环球、瑞丽医美（2135.HK）、医美国际（AIH.O）等，同时建议关注医美终端里的两大未上市龙头企业美莱整形和艺星整形。

表 36：医疗美容板块重点公司盈利预测

产业链/公司	市值	营业收入(亿元)				净利润(亿元)				P/E	
	亿元	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E
上游											
华熙生物	1,177	26.3	47.4	67.6	93.1	6.5	8.9	12.0	15.6	182	133
爱美客	1,426	7.1	12.6	18.3	25.5	4.4	7.5	11.4	16.0	324	189
昊海生科*	252	13.3	19.3	24.5	31.9	2.3	4.4	6.0	7.7	109	57
上游-代理/综合布局											
华东医药*	754	336.8	372.2	413.5	456.7	28.2	29.8	34.2	40.8	27	25
四环医药*	306	24.9	37.0	50.3	72.6	4.7	7.8	11.0	17.1	65	39
终端											
朗姿股份*	207	28.8	35.3	41.1	47.7	1.4	2.5	3.6	4.7	146	82
奥园美谷*	165	19.9	25.1	30.2	39.5	-1.3	1.7	3.2	4.8	-122	98
苏宁环球*	232	42.9	44.1	47.5	57.9	10.4	14.1	15.1	20.0	22	16
华韩整形*	38	8.9	10.7	12.9	15.4	1.1	1.3	1.7	2.3	35	29

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

备注：股价为 2021/6/18 收盘价，标星公司系 wind 一致预期

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：(i) 根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。(ii) 本期报告涉及新三板挂牌企业华韩整形（430335），按照企业公告的信息，该企业的股票转让方式为做市转让，中信证券股份有限公司系其做市商。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号 53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券和投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。