

## 美容护理/医疗美容

报告原因：专题报告

2021年11月26日

## 医美专题报告

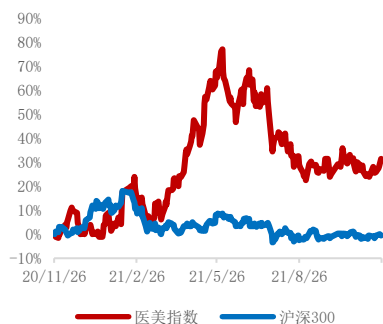
悦己消费市场空间广阔，颜值经济加持医美赛道

## 首次评级

看好

行业研究/深度报告

### 医美指数近一年市场表现



分析师：张晓霖

执业登记编码：S0760521010001

电话：010-83496312

邮箱：zhangxiaolin@sxzq.com

北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

### 投资要点：

➢ **我国消费产品娱乐化趋势明显，医美行业发展空间较大。**2014-2020年，我国医美市场规模由480亿元增长至1795亿元，CAGR达到25%，是同期美国医美市场复合增速的2.7倍。对标美、韩医美高速发展阶段，我国医美行业增速有望保持CAGR12%，到2025年行业规模达到3478亿元。

➢ **医美产业爆发驱动力。颜值经济崛起，新消费群体涌现。**医美作为高端消费，本质发展驱动力是消费升级。Z世代成为消费主力、二线城市医美下沉、男性医美客单价高等带动行业发展。**医美具有成瘾性，复购率高。**医美产业同时具有医疗属性和消费属性，手术类医美具有医疗属性；非手术类医美消费属性强，项目风险较低、见效快、客单价低。**监管日趋严格，肃清行业乱象。**政府严格监管为整顿医美行业的市场乱象提供管控标准，从政策端将医美市场规范化和合法化，为行业营造更健康的发展环境。

➢ **上游产品准入门槛高，市场集中度高。**上游产品具有较高的技术壁垒，准入门槛高、上市审批严格，上游原材料制造商高度集中。2020年全球注射填充项目治疗量1089.04万例，其中透明质酸填充剂市场增幅15.7%，2016-2020CAGR24%。国内肉毒素市场规模以20%的年均复合增长率快速增长，2017-2022保持CAGR20%，2022年市场规模有望达到277亿元。

➢ **中游医美机构高度分散，市场竞争激烈。**国内医美服务主体主要有公立医院整形外科、皮肤科，和非公立医疗美容机构。其中非公立医美机构分为大型连锁医院、中型医院和小型诊所。公立医院因其公立性质，主要承担治疗性医疗服务；医疗美容偏向于消费医疗服务，民营资本充分竞争。

➢ **下游互联网获客平台打破信息不对称性。**互联网医美平台以较低佣金和垂直搜索特性在一定程度上帮助医美行业吸引更多消费者，拓展获客渠道，同时利用大数据更加精准对客户进行挖掘和服务。2020年市场规模达248亿元，占整体医美行业市场规模8%，有望成为高速成长的增量市场。

➢ **投资建议：医美兼具医疗和消费双重属性，高复购率使其具备较强盈利能力。**消费者一旦接受医美对颜值维护、提升的效果，会对医美产品持续消费。上游产品端，注射、填充、光电、支撑等产品均维持较高毛利率、净利率，建议关注华熙生物、爱美客。中游机构市场目前竞争较为激烈，平均医美机构获客成本在30%以上，目前尚未出现盈利能力较强的明星公司。下游引流渠道和平台，具有较强互联网营销效应，市场份额逐步向头部企业集中，口碑度、传播度有效提高客户和平台黏性，建议关注新氧、悦美。**从估值角度看，短期估值较高，长期将去伪存真。**头部公司2021年整体市盈率在100X左右，上游原材料器械产业具有较高成长性，相关公司未来三年预计保持30%-50%复合增长率，业绩兑现有望消化高估值。国内医美渗透率尚处于爬坡期，每千人医美面诊在10人次左右，对标美国50人次、韩国80人次，年轻人对医美消费诉求强烈，行业处于高景气赛道。

**风险提示：**政策管控风险；产品研发不及预期风险；产品质量安全问题风险。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

# 目录

1. 悦己需求爆发带动医美行业高速发展.....	7
1.1 医美行业发展现状：源起战争的面部修复成长为千亿级别美丽赛道 .....	7
1.2 国内医美产业：起步晚，对标美、日、韩，国内医美行业发展空间可观 .....	9
1.2.1 他山之石：政府助力韩国医美渗透率全球第一.....	10
1.2.2 美国是全球最大医美市场.....	12
1.3 医美产业爆发驱动力 .....	12
1.3.1 颜值经济崛起，新消费群体涌现.....	12
1.3.2 医美具有高复购率.....	16
1.3.3 监管日趋严格，肃清行业乱象.....	16
1.4 轻医美非手术类项目带动医美市场渗透率提高 .....	18
1.4.1 抗衰需求激增，轻医美项目逐渐成为市场主导.....	18
1.4.2 我国轻医美项目市场占比持续提升.....	20
1.4.3 面部年轻化、注射类项目领跑轻医美市场.....	21
2. 医美产业链.....	24
2.1 上游：产品准入门槛高，市场集中度高 .....	24
2.1.1 注射填充类以玻尿酸、肉毒素为主.....	24
2.1.2 外资品牌占领中高端光电医美市场.....	29
2.2 中游：医美机构高度分散，市场竞争激烈.....	30
2.3 下游：互联网获客平台打破信息不对称性 .....	33
3. 行业发展痛点.....	35
3.1 庞大医美需求与正规机构数量不匹配 .....	35
3.2 执业医师培养时间漫长，滋生非法从业者 .....	36
3.3 正规药品器械存在缺口，假货水货横行 .....	37
3.4 资本市场更偏爱上游药械企业，医美机构连锁化难度大 .....	37
4. 投资建议.....	38

5.风险提示.....38

## 图表目录

图 1：2016-2021 年全球医美服务市场趋势 .....7

图 2：2014-2020 中国医美市场规模及增速 .....7

图 3：全球医美产业发展历程.....8

图 4：中国医美产业发展历程.....8

图 5：中、美、韩三国各自医美成长十年人均 GDP 增速 .....9

图 6：2014&2019 部分国家医美渗透率对比情况 .....10

图 7：各国医美疗程量对比（单位：每千人医美次数） .....10

图 8：2013-2018 外国人赴韩整容情况（单位：万人） .....11

图 9：2018 年主要医美国家每十万人整形医生数量.....11

图 10：2018 年主要国家整形手术量（单位：万例） .....12

图 11：2019 年医美疗程全球占有率.....12

图 12：颜值经济涉及行业.....13

图 13：2014-2020 中国韩国人均消费支出（单位：美元） .....13

图 14：2014-2020 中国韩国人均消费支出增速 .....13

图 15：2019-2020 国内医美消费者年龄分布情况 .....14

图 16：医美项目用户年龄层.....14

图 17：2020 年中国各级城市医美用户渗透率对比.....15

图 18：2020 年贵州省医美行业机构市场份额占比.....15

图 19：全球医美用户女性仍占 9 成，男性增速可观.....15

图 20：我国医美消费者性别分布.....15

图 21：2016-2023 年中国医美用户规模（单位：万人） .....16

图 22：我国医美行业复购率前十大细分项目.....	16
图 23：中国手术类&非手术类医美市场规模占比.....	20
图 24：中国手术类&非手术类医美市场规模.....	20
图 25：2019 年主要医美国家轻医美需求（单位：万例）.....	21
图 26：中国轻医美行业市场规模.....	21
图 27：2019 年主要医美国家细分市场占比.....	21
图 28：2017-2019 美国整形美容项目治疗量统计情况.....	21
图 29：医疗美容细分市场及市场份额预测.....	22
图 30：全球（除中国外）非手术类医美细分领域占比.....	22
图 31：2016-2019 全球医美细分项目市场规模占比.....	22
图 32：国内头面部手术分布及增速.....	23
图 33：国内注射医美分布及增速.....	23
图 34：中、日、美三国医美总疗程分布情况.....	23
图 35：国内医美消费诉求变化.....	23
图 36：中国医美行业产业链.....	24
图 37：我国医药级透明质酸产品市场规模（单位：亿元）.....	25
图 38：2019 年我国玻尿酸注射针剂品牌占比情况.....	25
图 39：2016-2020 国内医美玻尿酸规模（单位：亿元）.....	25
图 40：全球玻尿酸原料销售占比统计.....	25
图 41：2015-2019 年中国正规渠道肉毒素市场规模.....	28
图 42：2019 年各国肉毒素占非手术类医美项目比例.....	28
图 43：2016-2020 光电类医美市场规模.....	29
图 44：2016-2020 全球光电类医美项目结构情况.....	29

图 45: 医美产业中游机构端竞争激烈.....	30
图 46: 2010-2019 我国医疗美容诊疗人次 .....	31
图 47: 2010-2019 我国医疗美容机构数量 .....	31
图 48: 2010-2019 我国医疗美容机构收入及增速 .....	31
图 49: 2010-2018 我国医疗美容医院诊疗供需比 .....	31
图 50: 国内医疗美容服务市场总收入（单位：亿元） .....	32
图 51: 国内医美市场收入按性质划分（单位：亿元） .....	32
图 52: 国内医美机构竞争格局.....	32
图 53: 国内医美机构成本结构分布情况.....	32
图 54: 中国医美电商市场规模情况（单位：亿元） .....	34
图 55: 2018 年国内医美平台主要市场份额.....	34
图 56: 2019 年全球主要国家整形医生数量及占比统计.....	36
图 57: 2019 主要国家每十万人口整形外科医生数量.....	36
图 58: 2020 年中国医美用户注射针剂使用情况.....	37
图 59: 2020 年中国医美用户肉毒素使用情况.....	37
表 1: 韩国医美产业发展历程.....	10
表 2: 中、韩、美三国医美产品审批时间.....	11
表 3: 国内医美消费者医美项目偏好性别分布情况.....	16
表 4: 美容外科不同级别包含的项目 .....	17
表 5: 中国医疗美容行业监管政策.....	17
表 6: 手术类与非手术类医美指标对比.....	19
表 7: 2019 年全球手术类&非手术类医美 TOP5 项目美容诊疗量 .....	20



表 8：大、中、小分子玻尿酸详解.....	26
表 9：国内通过 NMPA 认证的透明质酸填充产品列表.....	26
表 10：目前国内通过国家药监局审批的肉毒素产品.....	28
表 11：全球医美器械企业及产品.....	29
表 12：国内医疗美容主要机构情况.....	33
表 13：医美平台融资情况.....	34
表 14：医美机构价值分布.....	36

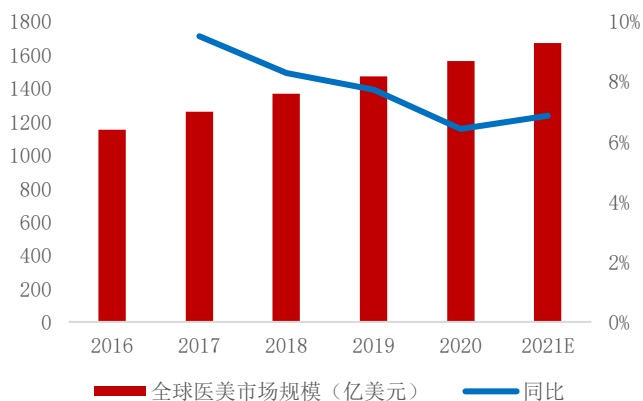
## 1. 悦己需求爆发带动医美行业高速发展

### 1.1 医美行业发展现状：源起战争的面部修复成长为千亿级别美丽赛道

医美是医疗美容的简称，主要指通过手术、药物、医药器械以及具有不可逆或者创伤性的医学技术对人的外貌或身体形态进行提升、修复以及再塑的美容方式，是兼具医疗与消费双重属性的新兴行业。近年来我国医美行业快速发展，消费者对美的追求不再停留在使用化妆品装扮，通过医学美容产品升级美丽，逐渐成为新一代消费群的选择，医疗美容也从原来单一的手术形式逐渐发展成为手术和非手术相结合的多种形式。

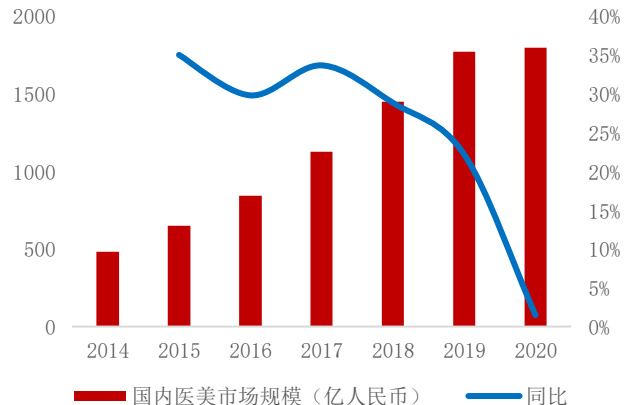
经济发展、人均可支配收入增加、购买力增强、个人医美意识提升等为中国医美市场增长提供强有力支撑。2014-2020年，我国医美市场规模由480亿元增长至1795亿元，年复合增长率达到25%。期间行业高速发展，大量机构涌入，受KOL等宣传媒介影响消费者需求爆发。2018年行业增速有所放缓，大量中小机构面临盈利难等问题，正规公立医院整形美容科以及连锁医院供不应求。2020年疫情影响下需求有所压制，部分中小机构生存困难导致整体增速有所下滑。

图 1：2016-2021 年全球医美服务市场趋势



数据来源：Frost&Sullivan，山西证券研究所

图 2：2014-2020 中国医美市场规模及增速

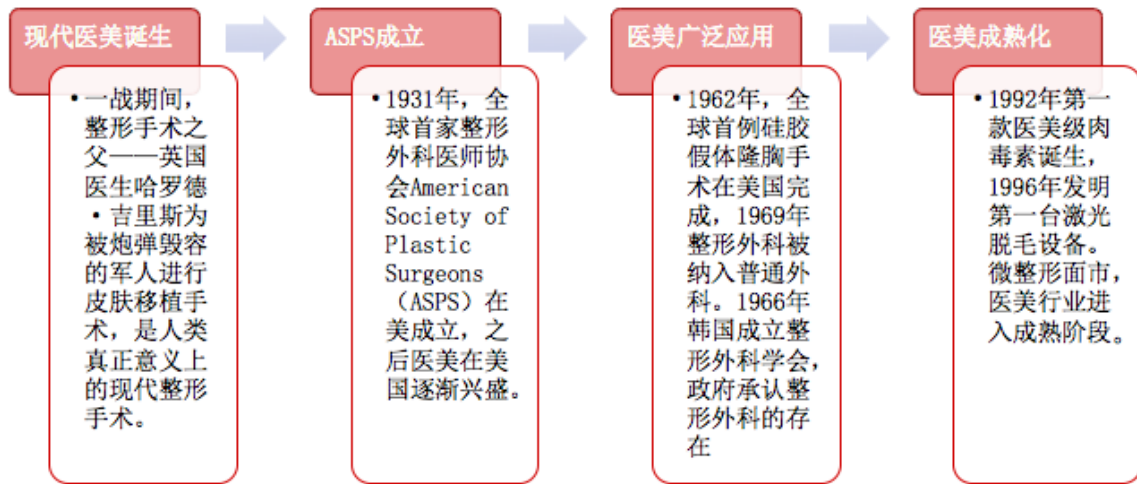


数据来源：Frost&Sullivan，山西证券研究所

受医疗美容技术创新和消费者对医美服务的日益关注，全球医疗美容服务市场总收益由2016年1149亿美元增至2020年1561亿美元，CAGR7.96%。现代整形手术最早在一战期间起源于英国，针对大量毁容的伤员进行外形修复手术是现代医疗美容雏形，此后相继兴盛于美国、巴西、韩国、日本。



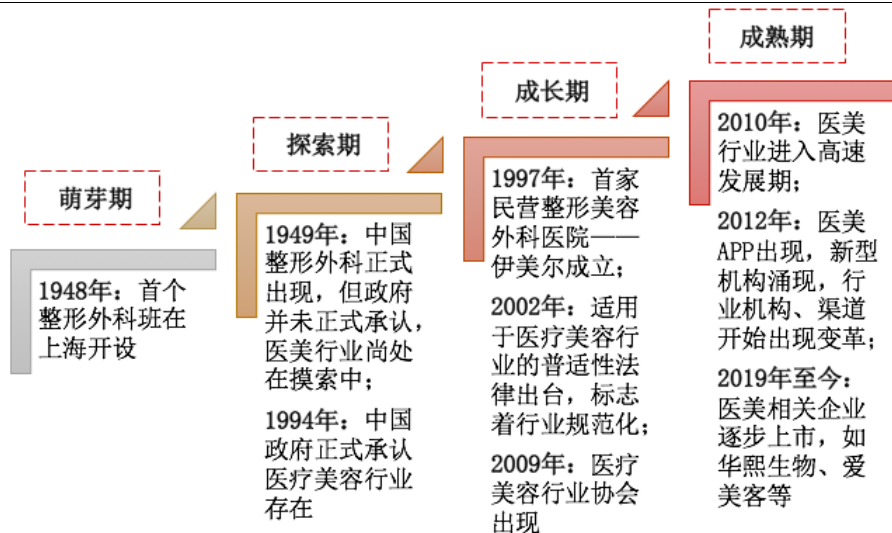
图 3：全球医美产业发展历程



资料来源：ASAPS，山西证券研究所整理

近年来，中国逐渐成为全球医美消费重要市场。相比美国、韩国等成熟市场，中国医美行业起步较晚。医美行业在国内诞生以来，大致经历一下几个阶段：萌芽期（1948）——探索期（1949-1994）——成长期（1994-2009）——高速发展期（2010-至今）。2010年起医美行业进入高速发展期，大量年轻用户进入市场提高渗透率，医美机构也进入激烈的淘汰阶段；2012年医美APP出现，新兴机构开始涌现；2013年之后，受互联网传播与颜值经济影响，医美行业步入高速成长期，大众对美的追求不断多元化和个性化，对医美接受程度不断提升，大量民营机构涌现。

图 4：中国医美产业发展历程



资料来源：iResearch，山西证券研究所整理



## 1.2 国内医美产业：起步晚，对标美、日、韩，国内医美行业发展空间可观

我国消费产品娱乐化趋势明显，医美行业发展空间较大。2014-2017年，中国医美市场规模快速增长，CAGR达到32.79%，是同期美国医美市场复合增速的2.7倍。2015年底，国内人均GDP达到8028美元，消费逐渐升级进入2.0时代，消费产品和服务向娱乐消费转移的趋势明显，传媒、休闲娱乐、网红经济带动医美需求的快速增长。2018年开始，行业高增速有所放缓，主要系我国人均可支配收入同比增速小幅下滑，从2017年9.04%下滑至2019年8.87%。同时市场监管日趋严谨，中小医美机构资质参差不齐，部分盈利能力不佳的企业被市场出清。2020年受疫情影响，国内医美市场整体增速下滑，伴随政策端规范政治，劣币驱逐良币、低价竞争等现象得以管控，医美市场预计持续回暖。

**人均GDP平稳增长，助力医美渗透率上升。**我们选取韩国（1985-1995）、美国（1970-1980）和中国（2010-2020）医美行业快速发展十年，也是人均GDP迈入一万美元大关的一段时间来对比人均GDP增速情况。韩国、美国都经历在医美高速发展初期人均GDP增速冲高，逐渐过渡到平台期增速逐渐回落的过程。以美、韩为例，我国医美行业增速有望保持CAGR12%，到2025年行业规模达到3478亿元。

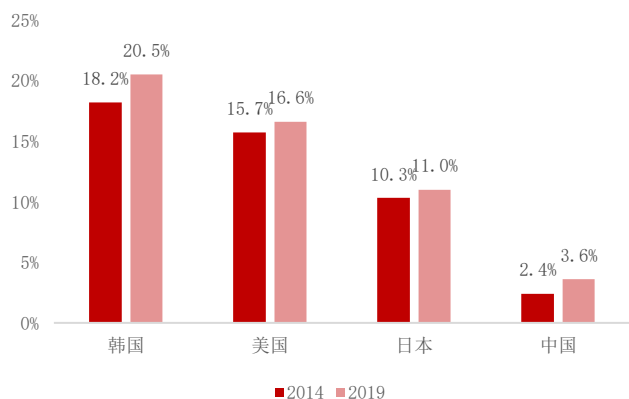
图5：中、美、韩三国各自医美成长十年人均GDP增速



数据来源：世界银行，山西证券研究所整理

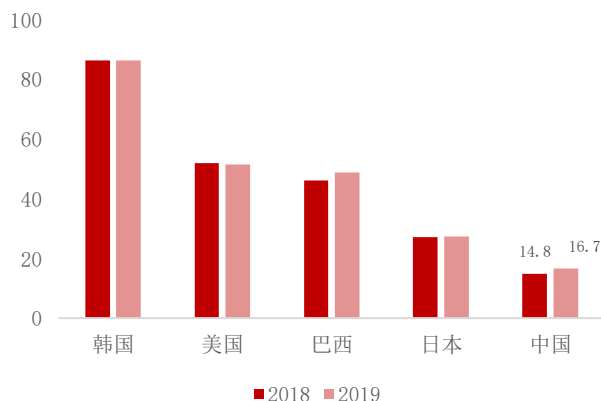
随着行业发展以及消费者认可度提高，国内医美市场渗透率显示出强大增长潜力。中国医美行业起步较晚，经过近年来高速发展目前已经成为全球第三大市场，但与美国、巴西、日本、韩国等成熟市场相比仍有较大提升空间。2014年，医美在国内渗透率仅为2.4%，同期韩国医美项目渗透率高达18.2%。2020年，我国医美市场渗透率接近4%，日本、美国、韩国医美市场渗透率分别为11.1%、16.8%、21%。达到日本医美渗透率，我国医美市场还有接近3倍发展空间。每千人医美次数来看，韩国人均消费次数以每千人86.3次居首，我国2019年每千人16.7次疗程量仅为1/5。

图 6：2014&2019 部分国家医美渗透率对比情况



数据来源：Frost&Sullivan，山西证券研究所

图 7：各国医美治疗量对比（单位：每千人医美次数）



数据来源：Frost&Sullivan，山西证券研究所

### 1.2.1 他山之石：政府助力韩国医美渗透率全球第一

目前韩国医美渗透率全球居首，医美行业逐渐成为本国经济发展重要支柱。韩国的医疗美容产业自上世纪 80 年代逐渐崛起，1988 年汉城奥运会后韩国政府将美容业作为本国名片产业运作，大力推动美容整形业发展。千禧年后，韩国医美市场开始爆发，随着消费结构升级、社会结构多元化、女性就业率持续提升，女性消费者走出家门的同时更加注重外表提升，普通护理、美容护理、整形手术需求持续井喷。期间，1995 年 BK 东洋医院成立，1999 年原辰医院、梦想整形外科成立，目前已经发展成为全球顶尖美容整形机构。从韩国医美人均消费次数和服务总量来看，已经发展为全球最成熟的市场，逐步形成成熟的美容产业链。

政府大力支持是韩国医美产业发展迅速核心原因。韩国政府十分重视医美产业发展，成立专门部门、颁布专门法律从立法层面推动整个产业发展。1999 年韩国政府根据《韩国保健产业振兴法》设立保健产业振兴院，宗旨是培育韩国的保健产业，包括医疗服务、制药、医疗器械、化妆品和食品等细分领域；2009 年，政府出台《医疗观光法》正式批准对外国游客提供医疗服务，主要服务项目包括体检、美容整形、器官移植等，对外国游客开放医美签证；2016 年推出《医疗进步和外国患者吸引综合计划》，国际医疗健康旅游及医疗健康产业国际化发展正式成为韩国国家战略。

表 1：韩国医美产业发展历程

时间	发展事件
1973 年	韩国政府修订医疗法，正式将整容外科确认为专业诊疗科目
1975 年	整容外科专科医生资格考试首次进行，整容外科开始设有专科医生
1985 年	大韩整形外科协会成立，韩国医美产业进入快速成长期
1988 年	东洋美容整形外科学会成立，奠定韩国医美国际化发展基础
2009 年	出台《医疗观光法》，全球医疗保健旅游被政府视为主要增长产业之一

2013 年	韩国法务部批准指定医疗机构为外国个人游客提供代理申请电子签证服务，整形游客可以不经由韩国使领馆而直接在网上申请签证
2016 年	出台《医疗进步和外国患者吸引综合计划（2017-2021）》

资料来源：Frost&Sullivan，山西证券研究所整理

医美产品审核获批速度快。韩国政府对医疗设备、药品政策较为宽松。获得美国 FDA（美国食品药品监督管理局）认证的项目至 MFDS（韩国食品药品安全部）不到 3 个月就可以获得审批认证，保证在韩国医美市场的医疗设备、医美技术与欧美最新技术和项目具有同步性，相应设备、治疗方法居于世界领先。

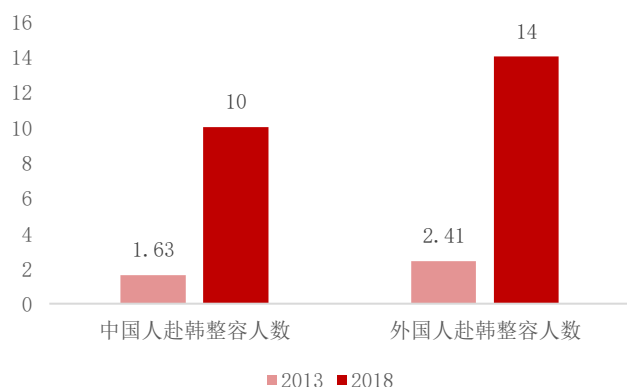
表 2：中、韩、美三国医美产品审批时间

	中国	韩国	美国
审批机构	NMPA 国家药品监督管理局	MFDS（原 KFDA）韩国食品药品安全部	FDA 美国食品药品监督管理局
相关法律法规	《医疗器械监督管理条例》	《医疗器械法案》	《联邦食品、药品和化妆品法案》
平均审批时长	3-5 年，包括临床试验时间	7 个月（仅含审批时间）	15 个月
审批流程特点	审批严格。III 类医疗器械（植入人体）审批默认进行临床试验	较为宽松，审批迅速。临床数据审核快，技术文件在多种条件下可免于审查。	审批严格。由于历史数据资料丰富，申请与已上市产品具有同等效力产品审批速度快。承认国外临床数据

资料来源：FDA、KFDA、NMPA，山西证券研究所整理

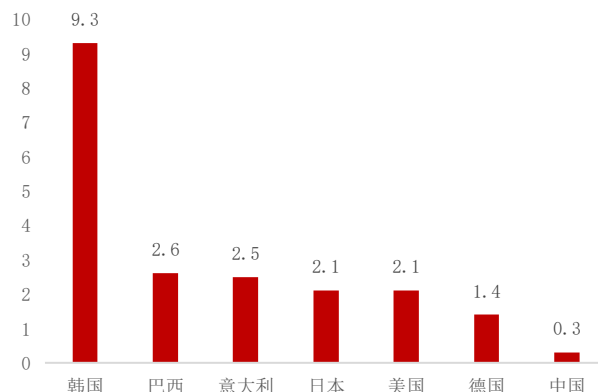
推出医疗观光全方位服务。2009 年韩国政府将医疗旅游合法化，这一期间韩流文化对外输出势头正猛，叠加中国医美企业发展处于起步期，致使中国游客赴韩整形人数激增，使医美逐渐发展成韩国支柱性产业。韩国政府针对医疗旅游出台一系列政策给予全方位支持，从外国游客入境医美签证、到配套翻译服务、旅游套餐、咨询中心，以及治疗后医疗支援、争议解决配备相应制度建设，保障韩国在国际医疗旅游产业的竞争力。

图 8：2013-2018 外国人赴韩整容情况（单位：万人）



数据来源：韩国保健产业振兴院，山西证券研究所

图 9：2018 年主要医美国家每十万人整形医生数量



数据来源：ISAPS，山西证券研究所

韩国医美产业具有稳定的市场需求。2000 年韩国实行医疗改革，医疗服务基本实现对国民广泛覆盖。

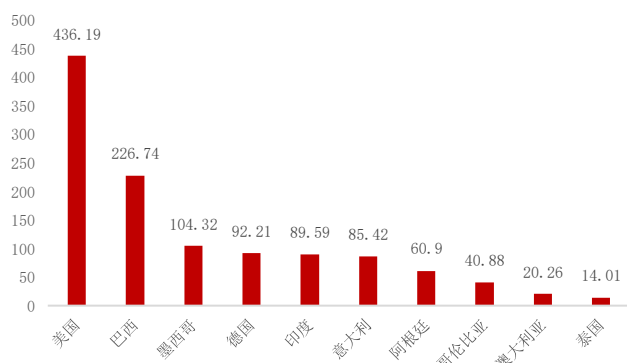
在医保覆盖下，民众诊疗费用迅速降低，在医院、诊所进行日常健康管理逐渐成为健康消费习惯。同时，韩国社会对医美的整体接受程度较高，20岁左右女性中约有30%尝试过医美项目。纵观韩国近40年医美发展史，从审美偏好变迁带动医美成为全民爱美运动的同时，推动监管层面陆续完善，使医美产业逐渐发展成韩国吸引国际消费的新兴支柱产业，带动韩国医疗旅游业发展。

## 1.2.2 美国是全球最大医美市场

美国是全球最大的医美市场，拥有领先于其他国家的医美科研实力。美容整形行业发展较早，肉毒素、激光脱毛、玻尿酸填充等医美技术均由美国发明并首次应用，同时带动行业从手术类重医美走向非手术类轻医美，手术类项目占比从1997年56%减少至2020年15%，上游产品创新与供给端变革是医美行业发展底层驱动力。行业高速发展孕育出Allergan、Realfresh等目前在医美市场盈利能力居首的企业。

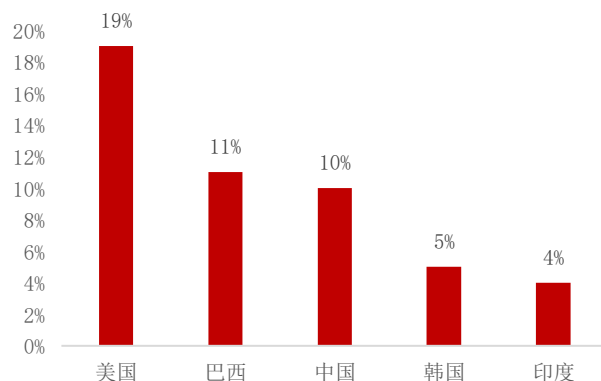
2018年全美实施整形手术量436.19万例，是排名第二国家巴西的2倍左右。2019年ISAPS发布全球医美大数据，美国在全球医疗美容市场占有率以19%位居首位；巴西占有率11%、中国以1%差距位列第三。目前美国医美产业已经进入发展成熟期，全球超过7000名整形外科医生中，美国医生达6000多名，占据全球整形医生数量榜首。

图 10：2018 年主要国家整形手术量（单位：万例）



数据来源：ISAPS，山西证券研究所

图 11：2019 年医美疗程全球占有率



数据来源：ISAPS，山西证券研究所

## 1.3 医美产业爆发驱动力

### 1.3.1 颜值经济崛起，新消费群体涌现

随着经济发展和消费水平提高，可支配收入会更多倾斜到注重体验、过程的产品和服务以及生活中非刚需的可选消费品。消费偏好发生改变，消费者对外表的重视与日俱增，追求美的意愿也越来越强烈。化

妆品给面部带来短暂、即刻的改变无法满足消费者提升整体形象的需求。在求职、恋爱、婚姻等多重社会变化影响下，需要通过医疗整形来改变自己的形象和外貌，促成整形外科、专科医院和医疗美容机构快速发展。

图 12：颜值经济涉及行业

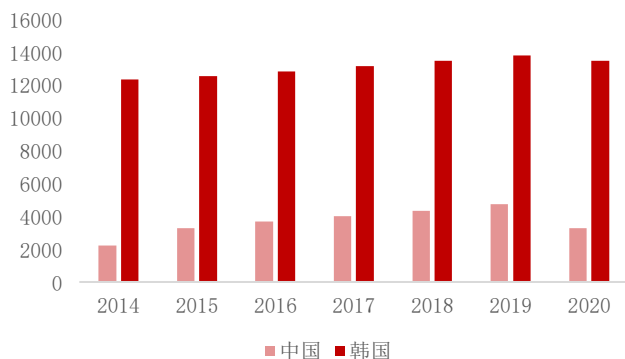


资料来源：Quest Mobile，山西证券研究所整理

医美行业市场规模=总人数\*渗透率\*客单价\*复购率。其中总人数\*渗透率可以看作医美市场目标客户，以及可以转化成目标客户的潜在客户；复购率可以看作人均医美次数。在下面的分析中我们将从这几个维度详解医美产业驱动力。

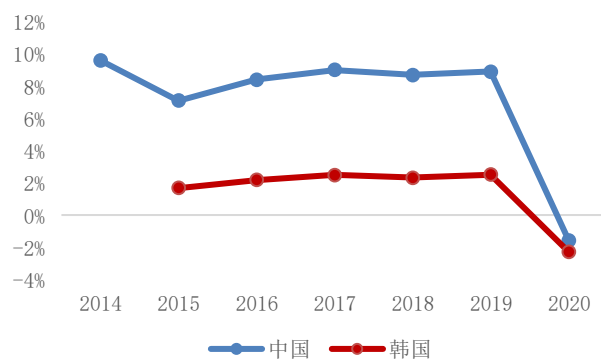
医美作为一种高端消费，其本质发展驱动力是消费升级。当下年轻群体是医美消费主力军，随着年轻一代走出校门走入社会、拥有更多可支配收入，伴随消费能力提升带来医美消费增长和渗透率提高。2019年中国人均消费支出 4728 美元，同比增长 8.9%，与韩国的差距从 2014 年 5.5 倍缩小至 2.9 倍，疫情前正常年份人均消费支出均保持高增速。

图 13：2014-2020 中国韩国人均消费支出（单位：美元）



数据来源：世界银行、国家统计局，山西证券研究所

图 14：2014-2020 中国韩国人均消费支出增速



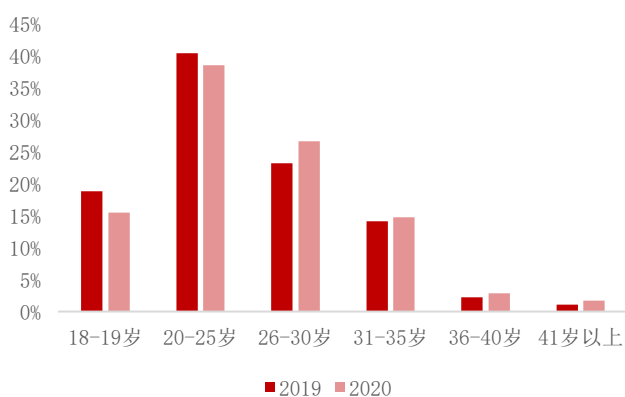
数据来源：世界银行、国家统计局，山西证券研究所



注：中、韩两国人均消费支出均按 2021.11.25 汇率换算

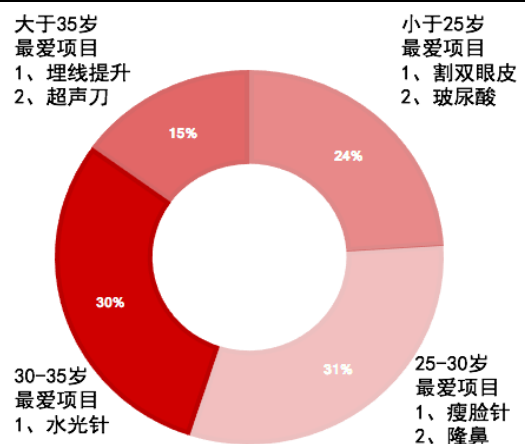
**Z 世代成为医美主要消费群体。**在医美产业链中，消费者的话语权和参与度在不断提升，Z 世代逐渐成为主力人群。他们生活在信息密集的互联网时代，敢于消费、尝试，热爱新鲜美丽的事物。新氧数据显示，2019 年我国医美消费者平均年龄为 24.45 岁，90 后消费者占比达到 65.2%，成为医美行业中绝对消费主力。相比 90 后而言，00 后观念更开放，对医美接受程度更高，目前 00 后消费占比超过 15%，00 后开启医美消费势头预计将超越 90 后。

图 15：2019-2020 国内医美消费者年龄分布情况



数据来源：新氧大数据，山西证券研究所

图 16：医美项目用户年龄层

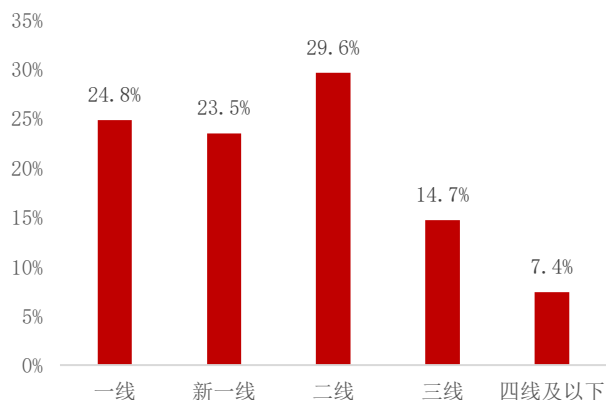


资料来源：新氧大数据，山西证券研究所

**医美需求向二三线城市下沉，二线城市逐渐成为国内医美消费主力军。**目前国内的医疗美容机构，尤其是大型连锁机构和中小型美容医院主要集中在以北上广为核心的一线城市和东部沿海的经济发达地区，三四线城市则主要是小型的医美医院、医美诊所和门诊部。经过数十年发展，一线城市医美需求逐渐趋于饱和，部分细分领域甚至已经开始同质化竞争。低线城市人口众多，渗透率提升空间广阔。艾媒咨询数据显示，中国二线城市医美用户渗透率达 29.6%，其次是一线和新一线城市，占比分别为 24.8%、23.5%。从二线及以下城市人口画像来看，普遍表现出房贷车贷等生活负担较小、生活幸福感较强、自由可支配时间较多、对新鲜事物接受度较高等特点。连锁机构持续下沉加快开店步伐，预计未来广大二线及以下城市人口将是医美市场主要增量人群。

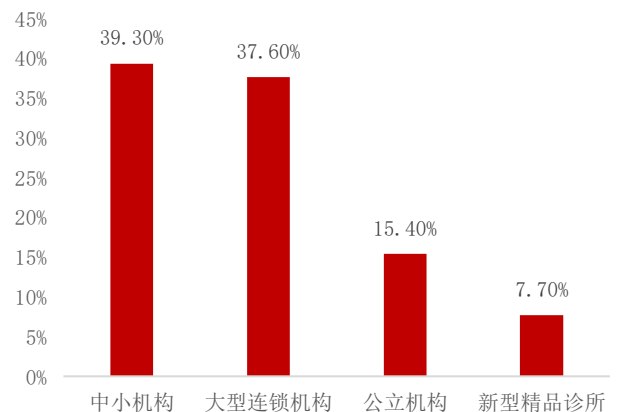


图 17：2020 年中国各级城市医美用户渗透率对比



数据来源：iResearch，山西证券研究所

图 18：2020 年贵州省医美行业机构市场份额占比

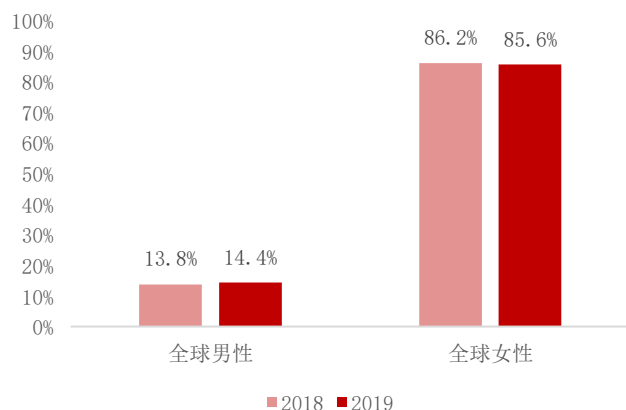


数据来源：新氧大数据，山西证券研究所

**男性医美消费能力更强。**新氧白皮书数据显示，2019 年中国男性医美消费者占比约为 10%，略低于国际水平 13.8%；2019 年我国男性消费者数量增长 52.3%，低于女性消费者 70%增速，未来有很大提升空间。从消费能力来看，男性消费者平均客单价为 7025 元，女性为 2551 元，男性客单价是女性 2.75 倍，展现更强医美购买力。从消费偏好来看，中国男性偏爱植发和塑形。种植毛发价格昂贵，现在年轻人脱发现象并不少见，医美可以有效改善毛发浓度。目前植发的价格为每单位毛囊 10 元起，提取的毛囊单位数量大多以千计，一场植发手术平均需要数万元，这也导致男性医美消费客单价更高。

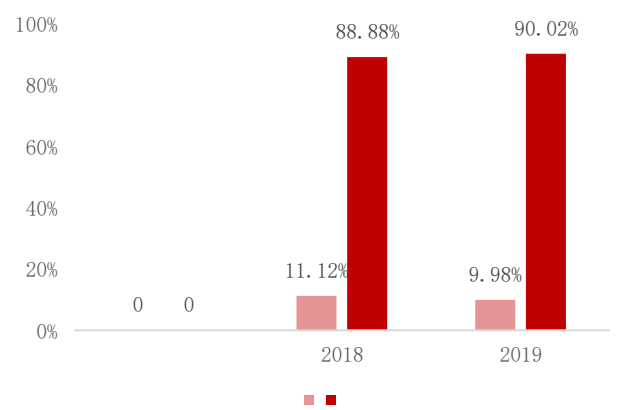
整体医美消费人群逐渐表现出大众化、低龄化、两性化趋势。

图 19：全球医美用户女性仍占 9 成，男性增速可观



数据来源：ISAPS，山西证券研究所

图 20：我国医美消费者性别分布



数据来源：新氧大数据，山西证券研究所

表 3：国内医美消费者医美项目偏好性别分布情况

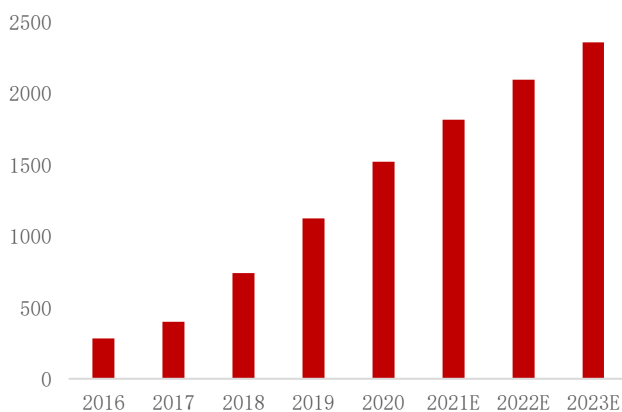
消费偏好排名	女性	男性
1	埋线提升	鼻综合
2	切割双眼皮	自体脂肪丰面颊
3	自体脂肪全脸填充	植发
4	吸脂瘦大腿	双眼皮
5	鼻综合	吸脂瘦腰

资料来源：新氧大数据，山西证券研究所整理

### 1.3.2 医美具有高复购率

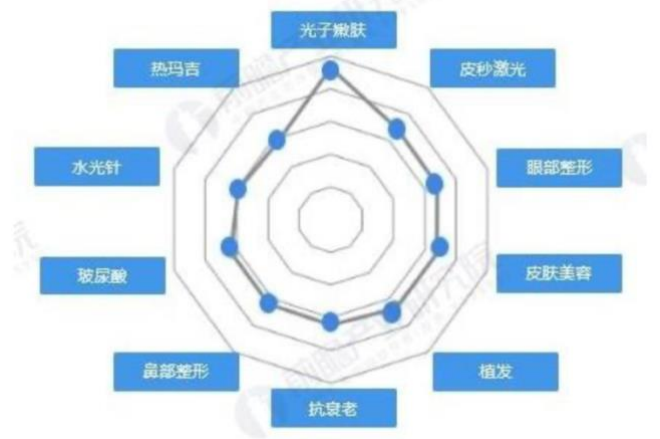
医美产业同时具有**医疗属性**和**消费属性**。手术类医美更具有医疗属性，非手术类轻医美消费属性更强，项目风险较低、见效快、单次客单价低，因此购买决策链较短。非手术类轻医美在一定程度上是生活美容的消费升级，需要持续投入以改善皮肤状态或延缓衰老，因此具有高粘性、高复购率的特性。对于中游服务机构来说，非手术类轻医美项目操作相较简单，消费频次更高，推广—获客时间较短。当前非手术类项目热度远高于手术类项目，其中光子嫩肤、皮秒激光、玻尿酸、水光针、热玛吉等逐渐成为医美爆品项目。

图 21：2016-2023 年中国医美用户规模（单位：万人）



数据来源：iResearch，山西证券研究所

图 22：我国医美行业复购率前十大细分项目



数据来源：前瞻产业研究院，山西证券研究所

### 1.3.3 监管日趋严格，肃清行业乱象

医疗美容项目存在许多风险，轻则项目效果不理想，重则影响生命安全。这促使整形机构不断完善其管理制度、技术水平、引进新设备及规范操作流程。但在暴力驱使下，部分医生或整形机构非法行医、违规操作，增加医疗美容整形项目风险。

卫生部根据项目复杂程度、技术难度和手术风险将美容外科项目分为四级，在《医疗美容项目分级管理目录》对分级做了明确规定。在合法的医疗美容机构中，依然存在 15%机构超范围经营，如诊所没有设置整形外科，却开展双眼皮手术；门诊部不可以做三级、四级风险性较大手术项目，却开展抽脂手术、颧骨降低术。

表 4：美容外科不同级别包含的项目

分级	含义	项目	细分项目
一级项目	操作过程不复杂、技术难度和风险不大	头面部	双眼皮手术、隆鼻、开眼角、去眼袋、隆下巴、瘦脸针、植发等
		乳房、躯干	吸脂量<1000ml的吸脂术、腋臭手术、自体脂肪注射等
		会阴部	阴蒂肥大缩小术、处女膜修补术等
		其他	体表小肿瘤切除术、穿耳孔术、A型肉毒毒素美容注射等
二级项目	操作过程复杂程度一般、有一定技术难度、有一定风险、需使用硬膜外腔阻滞麻醉、静脉全身麻醉等完成	头面部	隐形耳矫正术、鹰钩鼻矫正术、鼻畸形矫正术等
		乳房、躯干	隆胸、乳房下垂矫正手术、1000ml≤吸脂量<2000ml的吸脂手术
		会阴部	阴道缩紧术、阴茎延长术等
三级项目	操作过程较复杂、技术难度和风险较大，因创伤大需术前备血，并需气管插管全麻	头面部	全面部及颈部除皱术、全面部皮肤磨削术、洗纹身
		乳房、躯干	2000ml≤吸脂量<5000ml的吸脂术
四级项目	操作过程复杂、难度高、风险大	头面部	磨颧骨、磨下颌角、上下颌骨其他成形术
		乳房、躯干	巨乳缩小术、腹壁成形术

资料来源：卫生部，山西证券研究所整理

2002年、2011年，我国陆续发布医美机构基本标准、分级管理目录；自2014年起，每年都会发起打击非法医美行动，从源头的针剂产品到黑医美机构查处；2016年成立中国整形美容协会，针对服务机构的合规化正式开始；2017年，在河南、陕西多个省市发起打击非法医美行动；2019年针对医美广告，明确了医美平台的广告规范；2020年出台《医疗美容服务管理办法》；2021年8部委发布《打击非法医疗美容服务专项整治工作方案》；市场监管局出台《医疗美容广告执法指南》。

表 5：中国医疗美容行业监管政策

时间	名称	发布单位	主要内容
2009	《医疗美容项目分级管理目录》	卫生部	依据手术难度和复杂程度以及可能出现医疗意外的风险大小将美容外科分为四级，对医疗美容项目进行分级管理。
2011	关于征求《美容医疗机构医疗美容科（室）基本标准（2011版征求意见稿）》意见通知	卫生部	要求美容医院加强对医疗人员配置及医疗信息化设置，医疗美容门诊部、诊所及医疗美容对床位设置、医护人员配置和学历要求提升。
2012	《关于进一步加强医疗美容管理工作的通知》	卫生部	从医疗机构、从业人员、美容项目、美容广告、美容机构信息化等方面细化管理内容，为医疗美容的管理规范提供更细致的法规保障。
2013	《国务院关于促进健康服务	国务院	营利性医疗机构建设减半征收有关行政事业性收费，纠正各地自行出台的

	业发展的若干意见》		歧视性价格政策，探索建立医药价格新机制。
2014	《医疗美容机构评价标准》	中国整形美容协会	在全国 7 省、直辖市共 17 家民营医疗美容机构开展《医疗美容机构》评价试点工作，并计划于 3 年内对全国民营医疗美容机构作出评价认证。
2018	《国务院办公厅关于改革完善医疗卫生行业综合监管制度的指导意见》	国务院办公厅	到 2020 年，建立职责明确、分工协作、科学有效的综合监管制度，健全机构自治、行业自律、政府监管、社会监督相结合的多元化综合监管体系，形成专业高效、统一规范、文明公正的卫生健康执法监督队伍，实现医疗卫生行业综合监管法治化、规范化、常态化。
2020	《关于进一步加强医疗美容综合监管执法的通知》	卫健委等 8 部门	《通知》明确各地各部门要强化部门联动，健全部门间信息沟通机制，创新监管手段，严格监督执法，加强行政执法与刑事司法衔接，严厉打击非法医疗美容。
2021	《打击非法医疗美容服务专项整治工作方案》	卫健委等 8 部门	通过开展多部门联合专项整治，进一步提高美容医疗机构（含中医美容医疗机构）依法执业意识，强化医疗服务质量和安全管理，防范医疗纠纷和安全风险，严厉打击非法医疗美容活动。
2021	《医疗美容广告执法指南》	市场监管总局	规范和加强医疗美容广告监管，有效维护医疗美容广告市场秩序，保护消费者合法权益

资料来源：卫生部、国务院办公厅官网，山西证券研究所整理

政府严格监管政策为整顿医美行业的市场乱象提供具体的管控标准，从政策端将医美市场规范化和合法化，为行业营造更健康的发展环境。监管趋严短期可能会让医美行业产生一定震荡，长期来看，监管之下的市场冲击会加速实现医美行业各环节的优胜劣汰。非正规医美机构占据的大部分现有市场份额将逐步转至正规医美机构。正本清源，正规医美机构将突出重围、主导未来市场增长空间。

## 1.4 轻医美非手术类项目带动医美市场渗透率提高

### 1.4.1 抗衰需求激增，轻医美项目逐渐成为市场主导

从项目类型来看，医美主要分为手术类和非手术类。手术类医美主要通过手术直接改变或改善胸、鼻、眼、眼皮等部位的外观；非手术类医美主要包括注射填充类、无创年轻化和激光美容等微整形。手术类整形项目一般具有价格较高、创伤较大、恢复周期长、风险高、效果明显且永久等痛点，适合需要进行大幅调整的消费者。非手术类医美项目具备单次价格较低、风险相对较小、创伤小、恢复期短、可多次进行医美调整需求的特征，但不具备永久性疗效，例如玻尿酸、肉毒素注射等维持时间有限，消费者间隔一段时间之后需要再次消费以维持效果；非手术类医美项目具备较高复购率，适合医美风险承受能力低、追求方便快捷、调整幅度小或需求变化频繁的消费者。

表 6：手术类与非手术类医美项目分类类别

医美部位	手术类（重整形）	非手术类（轻医美）
面部及五官	开双眼皮、隆鼻、正颌手术	玻尿酸注射、肉毒注射、脂肪注射、激光祛斑、激光脱毛、光子嫩肤、超声刀、热玛吉
躯体	隆胸、抽脂、处女膜修复	
皮肤	毛发移植、肿物切除、腋臭手术	
口腔	牙齿畸形拔出及矫正、种植牙	洗牙、抛光、烤瓷牙美容
特点	部分项目价格较高、创伤较大、恢复周期长、风险高、永久性、效果明显、复购率低	价格相对偏低、风险较小、创伤小、恢复快、微调型、效果有期限性、复购率高

资料来源：国家药监局，山西证券研究所整理

受整形美容事故等负面新闻影响，消费者开始追求更安全、更有效的美容服务。轻医美是介于手术整形和生活美容之间的专业医疗美容项目，用无创或微创的医学疗法进行治疗，以注射、超声、激光等项目为主。在行业扩张过程中，轻医美受众面广、门槛低、复购率高，同时兼具安全性较高、康复时间短的特点，有效提升市场整体渗透率，成为我国医美行业主要增量市场。

表 6：手术类与非手术类医美指标对比

医美项目	价格（元）	手术时长	恢复时长	效果保持时长	
手术类	双眼皮全切	5,000-30,000	30-45 分钟/侧	1-3 个月	永久
	硅胶隆鼻	10,000-30,000	1-2 小时	1-3 个月	10 年以上
	假体隆胸	10,000-100,000	2-5 小时	3-6 个月	10 年以上
	磨颧骨	10,000-30,000	1 小时	1-3 个月	永久
	植发	3,000-30,000	根据提取毛囊数量	6 个月	持久
非手术类	肉毒素注射	400-4,000	5-15 分钟	5-7 天	3-6 个月
	玻尿酸注射	500-40,000	20-40 分钟	5-7 天	3-12 个月
	热玛吉	25,000-50,000	1-2 小时	5-7 天	1-2 年
	超声刀	10,000-30,000	1-2 小时	5-7 天	2 年
	水光针	500-7,000	30 分钟	3-5 天	3-6 个月

资料来源：ISAPS，山西证券研究所整理

伴随全球医美市场繁荣，轻医美将成为医美市场发展新趋势。2019 年全球手术类与非手术类美容治疗项目数量共计 2498 万例，其中非手术类项目占比 54.5%，比手术类美容治疗更受欢迎。非手术类医美项目中，注射类项目肉毒素、透明质酸更受欢迎。美国是非手术类医美项目数量最高的国家，2019 年轻医美项目需求超过 260 万例；其次是日本和巴西，轻医美项目数量超过 100 万例。此外，典型欧洲国家如意大利、德国、法国等轻医美需求较高。欧美国家轻医美行业起步早、社会接受度高，非手术类医美项目诊疗人数较多。



表 7：2019 年全球手术类&非手术类医美 Top5 项目美容诊疗量

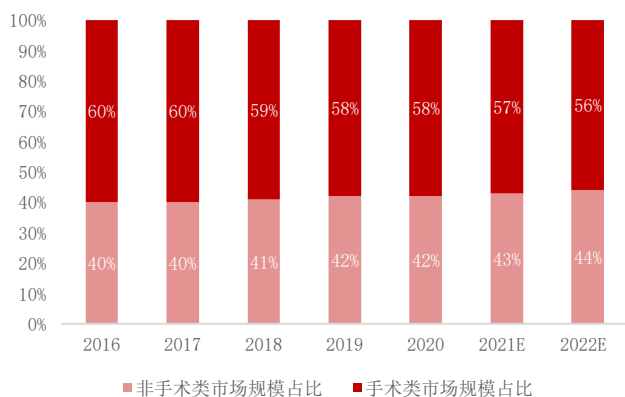
手术类医美项目			非手术类医美项目		
项目	手术量	同比	项目	手术量	同比
隆胸	1795551 例	-3.6%	肉毒素	6271488 例	+2.9%
吸脂	1704786 例	-1.6%	透明质酸	4315859 例	+15.7%
眼睑手术	1259839 例	+14.5%	脱毛	1042951 例	+13.8%
腹部整形	924031 例	+4%	非手术减脂	462769 例	-2.2%
鼻整形	821890 例	+13.1%	光子嫩肤	391415 例	-10.4%

资料来源：ISAPS，山西证券研究所整理

## 1.4.2 我国轻医美项目市场占比持续提升

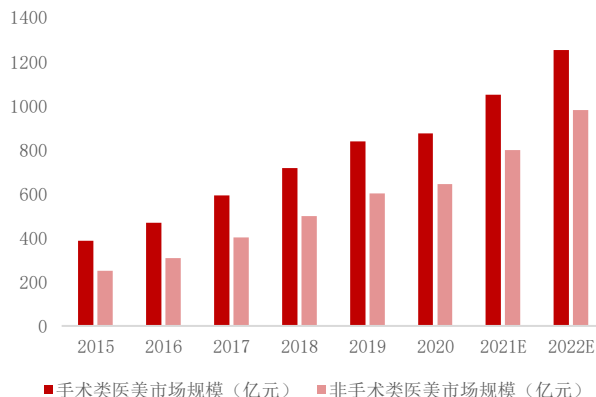
国内轻医美非手术类项目占比预计持续提升。2014-2020 年，我国医疗美容市场由 501 亿元增长至 1795 亿元。其中非手术类轻医美占比不断提升，已成为国内医美行业主流。医美人群扩大和轻医美项目高复购率是驱动国内医美行业增长主要因素。未来轻医美市场规模将不断增加，以 2017-2020 年国内医美市场复合增长率 12% 计算，到 2025 年整体医美市场规模有望达到 3500 亿元；以目前轻医美项目占比增速来看，预计 2024 年轻医美手术占比达到 50%，市场规模有望突破 1500 亿元。

图 23：中国手术类&非手术类医美市场规模占比



数据来源：ISAPS，山西证券研究所

图 24：中国手术类&非手术类医美市场规模

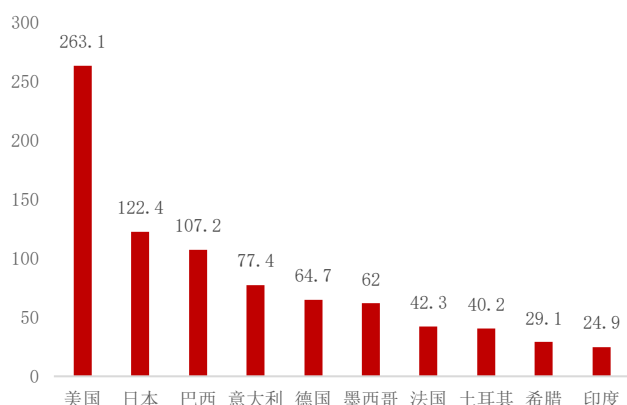


数据来源：iResearch，山西证券研究所

从细分领域来看，目前手术类医美项目市场份额仍占据主导地位，但由于非手术类项目风险相对较低、起始花费低，近年来日渐受到消费者追捧。但国内医美行业细分市场结构与全球市场存在一定差异。2017 年，除中国以外全球医美市场中，非手术类项目已占据明显的主导地位，市场份额为 53.7%。预计中国非手术类医美市场份额将继续扩大。

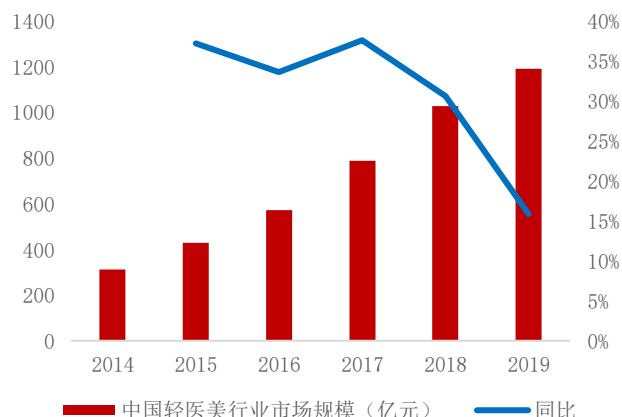


图 25：2019 年主要医美国国家轻医美需求（单位：万例）



数据来源：iResearch，山西证券研究所

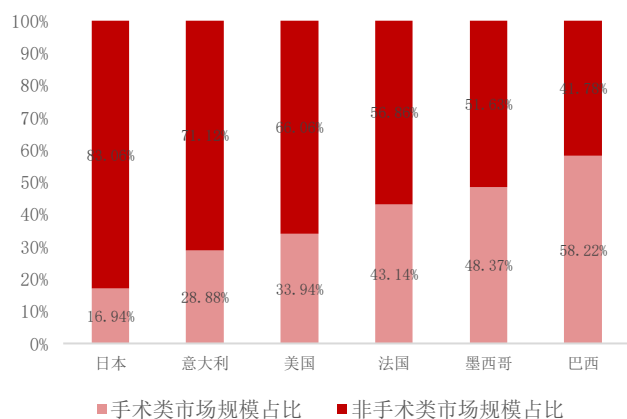
图 26：中国轻医美行业市场规模



数据来源：iResearch，山西证券研究所

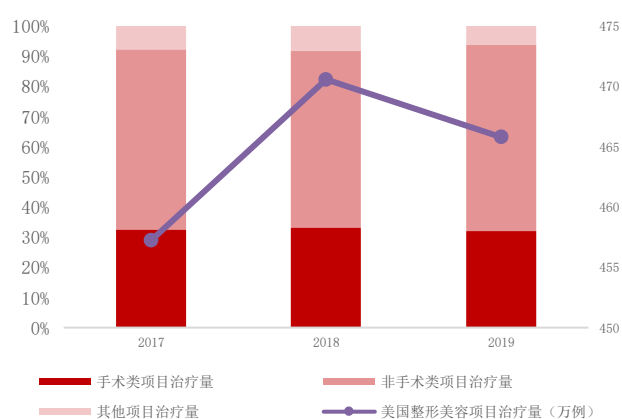
美国每年医疗美容治疗量超过 450 万例，非手术类项目更受欢迎。随着 Facebook、Instagram、Skype 等社交媒体流行，互联网消费者更愿意在社交平台分享自己的照片，P 图软件、变脸拍照软件、轻医美加持使分享美丽的观念广为流传。ISAPS 数据显示，2017 年美国整形美容项目治疗量已经达到 450 万例，2019 年约为 465.8 万例。非手术类轻医美项目占比不断提升，2019 年超过 60%。参考美国轻医美项目诊疗量及占比，我国轻医美市场有望在 2025 年突破 50%，市场规模超过 1500 亿元。

图 27：2019 年主要医美国国家细分市场占比



数据来源：ISAPS，山西证券研究所

图 28：2017-2019 美国整形美容项目治疗量统计情况



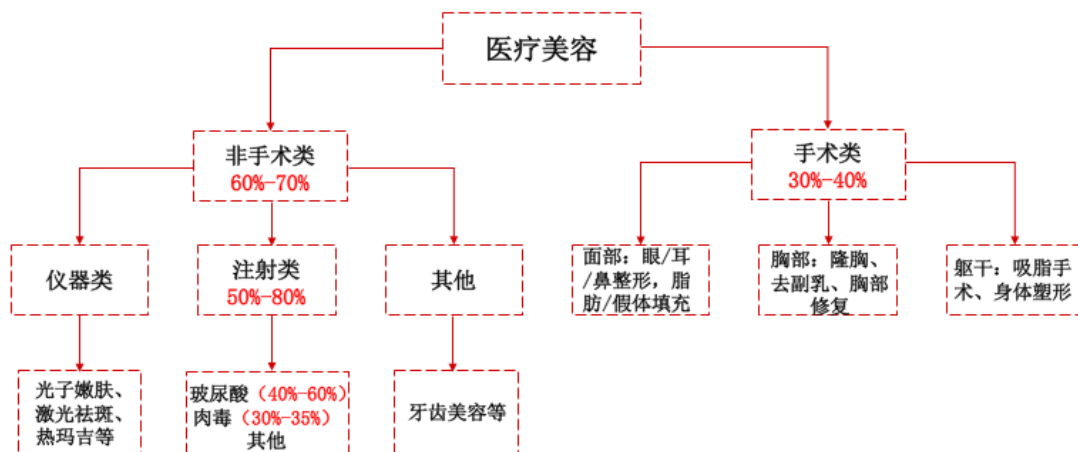
数据来源：ISAPS，山西证券研究所

### 1.4.3 面部年轻化、注射类项目领跑轻医美市场

与其他美容项目相比，注射类可以达到“快餐美容”的效果。相比身体其他部位，面部美容更受追捧，已逐渐成为轻医美项目第一大细分市场。其特点主要表现为：价格相较于手术类医美便宜、见效快、恢复

期短，且多数可逆，安全性更高。全球医美市场根据部位分类，主要可以分为牙科、面部美容、激光美容和胸部植入。其中面部美容主要通过皮下注射填充玻尿酸和肉毒杆菌以帮助减轻静态纹、动态纹以及复原面部皮肤。2016-2019年，面部美容医美项目占比不断提升，并首次超过牙科成为第一大类医美项目类型。未来随着消费者对面部美容接受程度不断提高，对于玻尿酸和肉毒毒素的需求趋于扩大。

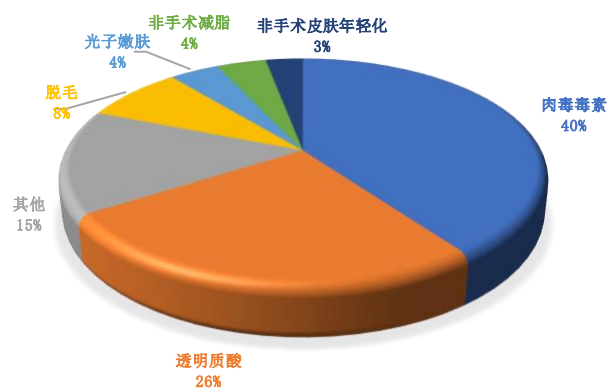
图 29：医疗美容细分市场及市场份额预测



资料来源：iResearch，山西证券研究所整理

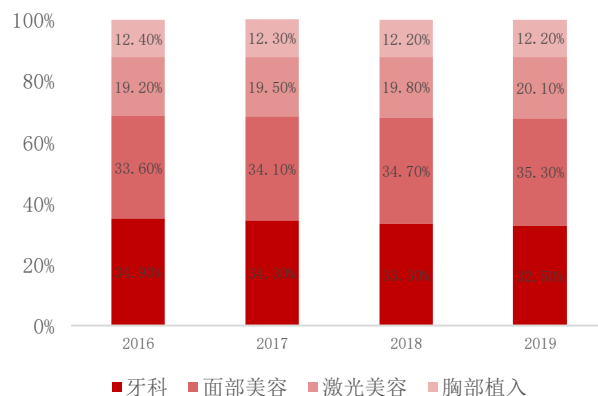
从非手术类医美项目具体细分领域来看，玻尿酸和肉毒素在微整形市场最受青睐。玻尿酸作为美容填充剂被广泛使用于微整形领域，如隆鼻、下巴充盈、丰唇和抗皱等，或作为保湿水光针的注射产品；肉毒素是一种肉毒杆菌分泌的毒性蛋白质，作用于横纹肌、内脏肌和胆碱能系统等，达到除皱目的。

图 30：全球（除中国外）非手术类医美细分领域占比



数据来源：前瞻经济学人，山西证券研究所

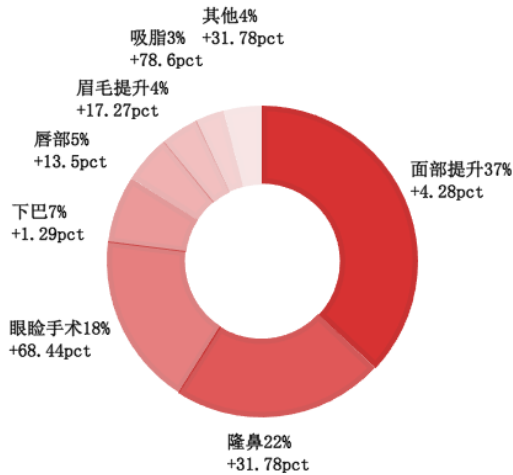
图 31：2016-2019 全球医美细分项目市场规模占比



数据来源：前瞻经济学人，山西证券研究所

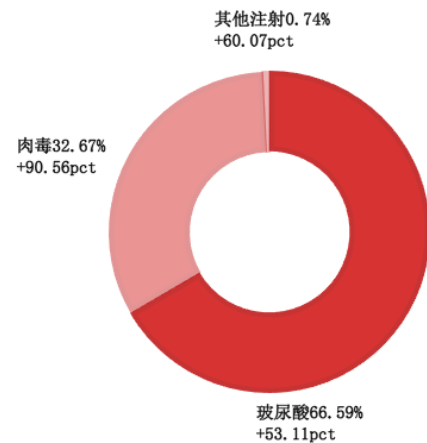
我国非手术类项目中注射类发展相对成熟。2020 年面部提升（包含面部脂肪填充和面部注射）在头面部手术占比达 37%（+4.28pct），其中玻尿酸注射在注射医美中占比达 66.59%（+53.11pct）、肉毒注射占比 32.67%（+90.56pct），面部年轻化等项目近年来保持高增速。

图 32：国内头面部手术分布及增速



数据来源：ISAPS、新氧大数据，山西证券研究所

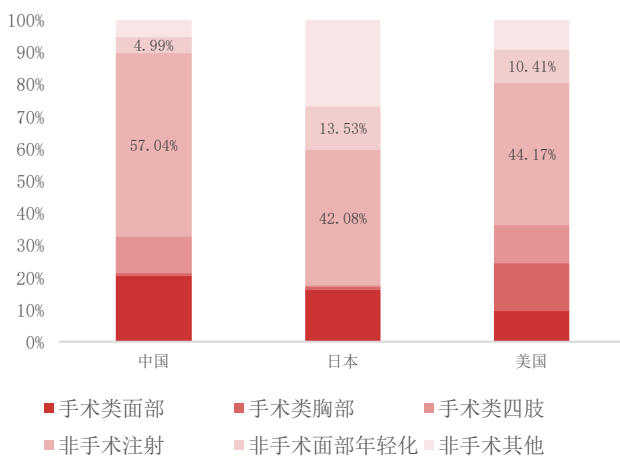
图 33：国内注射医美分布及增速



数据来源：ISAPS、新氧大数据，山西证券研究所

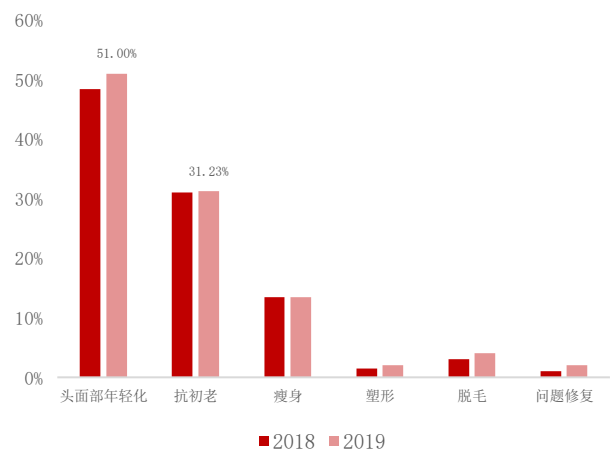
对标国美、日等医美大国，我国面部年轻化医美项目占比有较大提升空间。中国 / 日本 / 美国非手术医美项目中，注射类项目占比分别为 57.04% / 42.08% / 44.17%。但从整体面部年轻化项目在总诊疗量占比来看，我国面部年轻化占比仅为 4.99%，远低于日本和美国的 13.53%、10.41%，国内抗老项目有 1-2 倍增长空间，预计在未来五年相继释放。

图 34：中、日、美三国医美总疗程分布情况



数据来源：ISAPS、新氧大数据，山西证券研究所

图 35：国内医美消费诉求变化

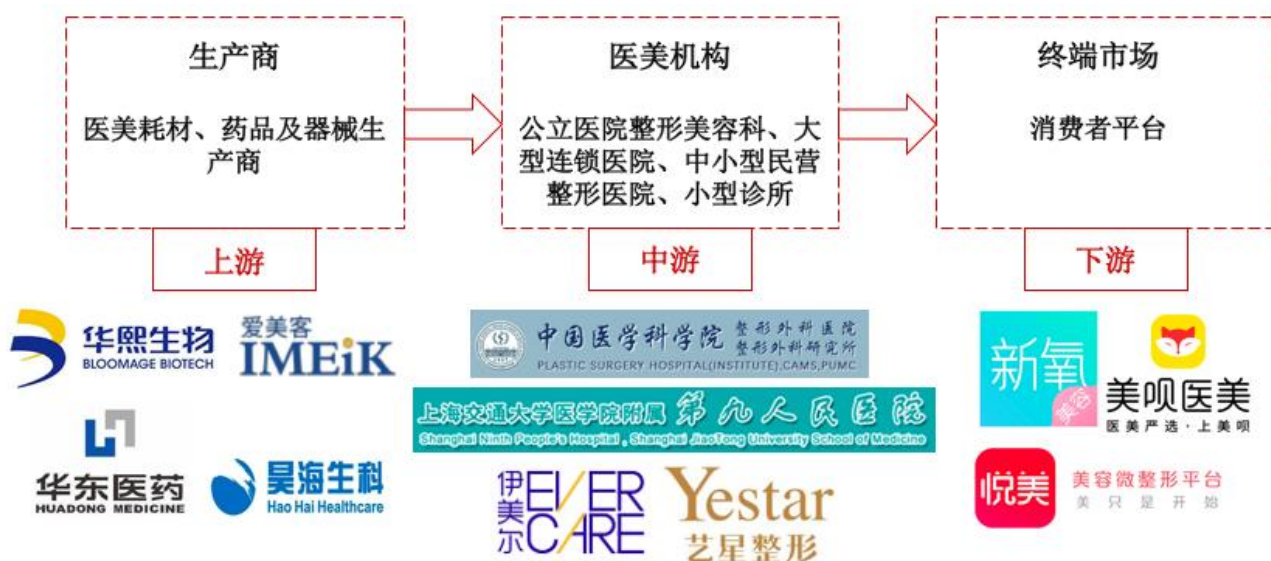


数据来源：ISAPS、新氧大数据，山西证券研究所

## 2. 医美产业链

医美行业产业链庞大，从产业链各环节参与者类型看，总体呈现枣核状结构。行业上游为医疗美容耗材的生产商和器械设备的制造商；中游为医疗美容机构，包括公立医院的整形美容科、皮肤科，大型连锁医院，中小型民营整形医院，小型私人诊所，构成较为庞大且分散；下游包括线上线下引流渠道和平台，覆盖医美信息、广告宣传、用户反馈、疗程购买，最终触及终端消费者。

图 36：中国医美行业产业链



资料来源：前瞻产业研究院，山西证券研究所整理

### 2.1 上游：产品准入门槛高，市场集中度高

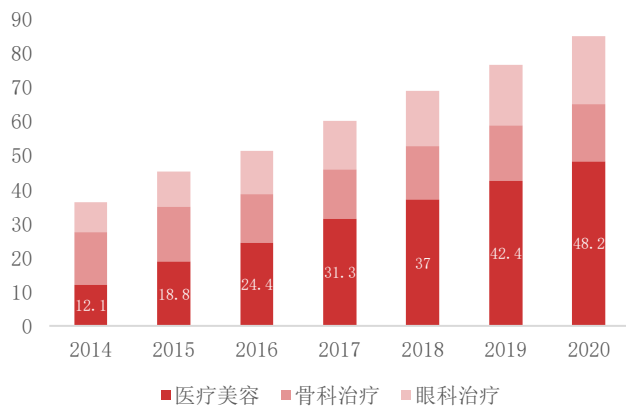
上游产品具有较高的技术壁垒，准入门槛高、上市审批严格，致使上游原材料制造商高度集中。在我国拿到玻尿酸 III 类医疗器械证需要 3-5 年临床试验以及审批时间，肉毒毒素药品上市注册证需要 5-8 年之久。因此，医美上游药品器械环节凭借严苛的政策和技术壁垒，构筑较高行业护城河。截至目前，我国共有 16 家企业拥有国家药监局颁发的玻尿酸 III 类医疗器械注册证，拥有肉毒毒素生物药品注册证企业仅有 4 家，国产仅有 1 家。非手术类轻医美治疗主要分为注射医美和光电医美。

#### 2.1.1 注射填充类以玻尿酸、肉毒素为主

玻尿酸被广泛应用在非手术医美项目中。相比于手术类医疗美容服务，非手术类由于安全性高、康复时间短、价格大众化等特点受到越来越多消费者青睐。ISAPS 数据显示，2019 年玻尿酸和肉毒素在全球医

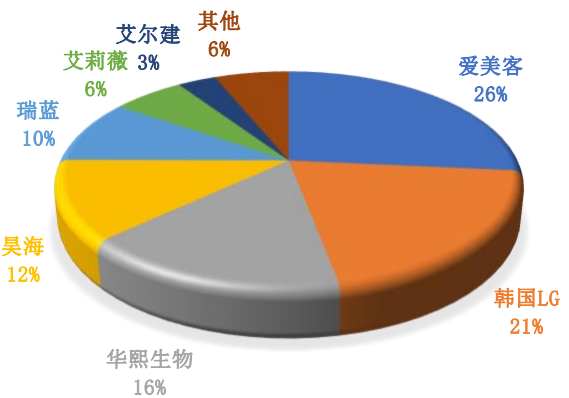
医美消费占比达到 17.3%和 25.1%，在中国玻尿酸消费占比 37.98%远超肉毒 18.63%。ISAPS 数据显示，2020 年全球注射填充项目治疗量 1089.04 万例，是所有整形美容细分市场中最受市场青睐的项目。其中透明质酸填充剂治疗市场的增幅达到 15.7%，2016-2020 复合增长率为 24%。

图 37：我国医药级透明质酸产品市场规模（单位：亿元）



数据来源：Frost&Sullivan，山西证券研究所

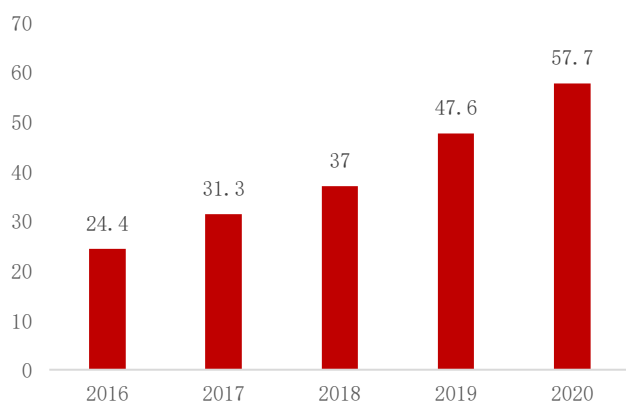
图 38：2019 年我国玻尿酸注射剂品牌占比情况



数据来源：Frost&Sullivan，山西证券研究所

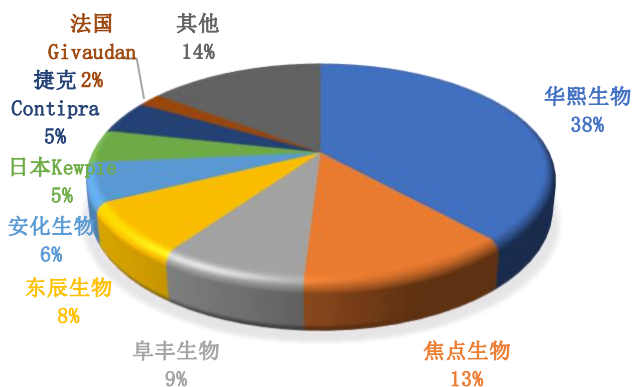
1934 年，美国科学家在牛眼玻璃体中发现透明质酸；20 世纪 80 年代，日本资生堂公司开始用微生物来合成玻尿酸；目前国内华熙生物有自有的微生物合成平台，玻尿酸的合成生产技术，也逐渐成为华熙生物的核心技术。除了合成技术外，生产玻尿酸另一个关键技术是交联。因为单链玻尿酸分子在人体内很快会被酶代谢掉，如果想用玻尿酸这类天然物质在填充身体的一些部位，需要把玻尿酸先交联成比较有硬度、有韧性，不那么容易被代谢的高分子玻尿酸。不同分子大小、弹性和硬度的玻尿酸可以应用到不同场景中。单分子或小分子玻尿酸主要通过涂抹的方式达到保湿补水的功效；交联后硬度大、弹性更好的玻尿酸，主要通过注射的方式用来填充，让脸部更有弹性。

图 39：2016-2020 国内医美玻尿酸规模（单位：亿元）



数据来源：Frost&Sullivan，山西证券研究所

图 40：全球玻尿酸原料销售占比统计



数据来源：Frost&Sullivan，山西证券研究所



全球玻尿酸原料销量排名前五均为中国企业，其中华熙生物是世界最大的玻尿酸生产及销售企业，销量占比 39%。其他销量排名靠前的中国企业有焦点生物（占比 13%）、阜丰生物（占比 9%）、东辰生物（占比 8%）、安化生物（占比 6%），海外企业有日本 Kewpie、捷克 Contipro 等，市场集中度较高。2020 年华熙生物收购东辰生物，独占玻尿酸原料市场半壁江山。

玻尿酸应用场景主要分为注射类填充和水光针类填充，两者成分主要区别在于分子大小。大分子玻尿酸用于填充塑形，属于注射填充类，含有交联物质；小分子用于水光针，保护养肤。按照分子大小划分为三个品类，大分子有填充塑形的作用，质地坚硬，用于面部深陷部位填充，比如隆鼻、丰下巴等；中分子玻尿酸用于填充除皱，一般用于填充真皮组织中层至深层，不能填充皮肤表层；小分子玻尿酸主要用于改善肤质，具有较强的消费属性，通过水光枪注射至皮下，让皮肤水润光泽。

表 8：大、中、小分子玻尿酸详解

玻尿酸类别	质地	注射层次	注射部位	作用	优缺点
大分子玻尿酸	较硬	皮下组织	隆胸、丰臀、隆鼻、填充下巴、填充额头	填充塑形	相对于硅胶和自然脂肪：无创、自然、恢复期短、安全温和； 维持时间 6-12 个月，需多次注射、价格昂贵
中分子玻尿酸	较软	真皮层深层	泪沟、唇部、卧蚕、静态皱纹	除皱	玻尿酸原理重在“填充”，用于去静态纹； 肉毒素原理在“软化”，用于去动态纹
小分子玻尿酸	水质	真皮层上层	颈部、全脸真皮层	更精细部位除皱、补水	皮肤基质成分之一，安全温和可降解； 效果循序渐进

资料来源：悦美整形，山西证券研究所整理

表 9：国内通过 NMPA 认证的透明质酸填充产品列表

生产商	品牌	产品名称	产地	NMPA 认证时间	终端零售参考价
爱美客	逸美	逸美	北京	2009.10	2000-4000 元/ml
		逸美一加一		2016.12	5980 元-10800 元/ml
	宝尼达	2012.9		6400-11100 元/0.5ml	
	爱芙莱	2015.4		1000-3000 元/ml	
	嗨体	2016.12		3000-5000 元/2.5ml	
	爱美飞	2019.12		800-1600 元/0.75ml	
华熙生物	润致	润致	山东	2016.5	2500-4000 元/ml
	润百颜	润百颜白紫		2012.7	500-1000 元/ml
		润百颜黑金			480-2800 元/ml
		润百颜月盈			1200-3000 元/ml
		润百颜星耀			600-1500 元/ml
	TWINHA	TWINHA（大分子）		2019.4	3980-5980 元/ml
		TWINHA（小分子）			1680-2680 元/ml



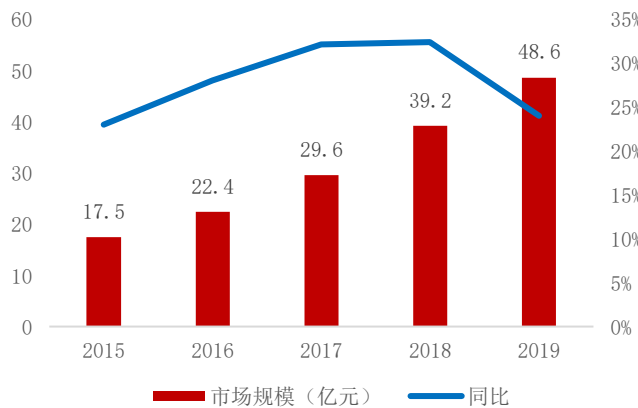
昊海生科	海薇	海薇 Matrifill	上海	2013.9	300-1500 元/ml
	姣兰	姣兰 Janlane		2016.9	500-1500 元/ml
	海魅	海魅 Hyalumatrix		2020.3	8800 元/ml
蒙博润生物	舒颜	舒颜 Through Young	北京	2014.2	500-2000 元/ml
科妍生物	法思丽	法思丽 FACILLE	台湾	2018.2	1800-7800 元/ml
协和医疗	欣菲聆	欣菲聆 Singfiller	浙江	2015.7	880-2800 元/ml
	欣德美	欣德美 Singderm		2020.1	1900-3980 元/ml
和康生物	芙媵登	芙媵登 Formaderm	台湾	2016.4	980-3880 元/ml
常州药物研究所	碧萃诗	碧萃诗 BEATRICE	江苏	2018.3	2980 元/ml
凯乐普	玻菲	Perfectfill	山东	2017.4	2000-4300 元/ml
Allergan	乔雅登	丰颜 Juvéderm VOLUMA	法国	2019.8	14800-23000 元/ml
		雅致 Juvéderm ULTRA		2015.5	4000-13800 元/0.8ml
		极致 Juvéderm ULTRAPLUS		2015.5	3800-10000 元/0.8ml
		缇颜 Juvéderm VOLIFT with Lidocaine		2020.4	13800-22380 元/ml
		质颜 Juvéderm VOLBELLA		2021.4	-
Q-Med	瑞蓝	Restylane	瑞典	2008.12	1000-4800 元/ml
		Restylane Perlane		2018.6	-
		Restylane Vital		2019.12	6800-9800 元/ml
LG	伊婉	YVOIRE classic s	韩国	2013.7	650-2800 元/ml
		YVOIRE volume s		2014.4	1800-3800 元/ml
		YVOIRE classic plus		2016.3	2000-5000 元/ml
		YVOIRE volume plus		2015.12	3000-6000 元/ml
Humedix	艾莉薇	Elravie Deep Line Plus	韩国	2015.1	3500-6800 元/ml
		Elravie Deep Line-L		2019.11	-
CROMA	Princess	Princess Volume	奥地利	2017.5	6800-9800 元/ml
DAEWOONG	婕尔	DANAE Line Z1	韩国	2019.3	7800 元/次
菲洛嘉	菲洛嘉	Art Filler Universal	比利时	2019.11	3000-6000

资料来源：国家药监局、新氧大数据，山西证券研究所整理

**肉毒素是肉毒杆菌在生长过程中产生的一种毒素。**肉毒素是一种神经肌肉传导的组胺剂，最初仅被用于临床治疗，如通过注射肉毒素治疗颈部肌张力障碍、斜视的问题，没有被应用在医美领域。1992 年，Allergan 公司买下生产肉毒素的专利，开发了抑制皱纹的肉毒素产品保妥适。如将肉毒素针扎在咬肌上，会促进咬肌周围的肌肉收缩，咀嚼时咬肌会保持相对静止，达到瘦脸效果。又如将肉毒素注射在额头，抬头时运动信号无法传导至额头的肌肉，达到消除动态皱纹的效果。

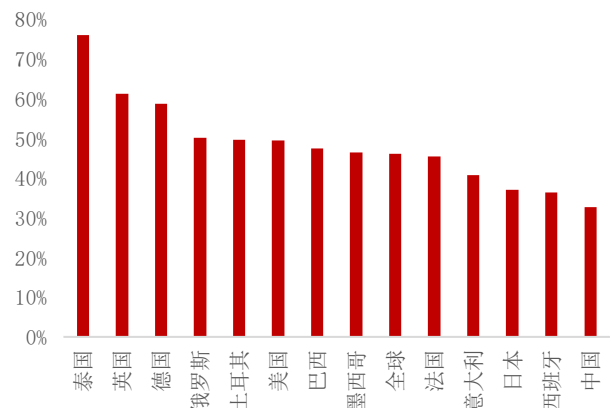
**国内肉毒素行业市场规模以 20% 的年均复合增长率快速增长。**2017 年中国肉毒毒素市场规模约 109 亿元，2017-2022 期间 CAGR 保持 20%，预计 2022 年市场规模有望达到 277 亿元。其中正规渠道肉毒素市场规模约为总规模 1/5。随着监管严格、新产品获批上市，国内肉毒毒素行业市场规模将加速扩容，需求端和消费频次逐渐释放，终端领域应用广泛也将影响合规医美市场规模。

图 41：2015-2019 年中国正规渠道肉毒素市场规模



数据来源：iResearch，山西证券研究所

图 42：2019 年各国肉毒素占非手术类医美项目比例



数据来源：iResearch，山西证券研究所

肉毒素监管审批更为严格，目前国内市场通过国家药监局认证的肉毒素产品只有 4 款，市场中 70% 产品均为来自国外的水货。中国肉毒素市场集中度较高，仅有衡力和保妥适两个品牌获批上市的局面维持了近 10 年。2018 年保妥适市场占有率为 53.52%，衡力为 46.48%。2020 年英国 Dysport 和韩国 Letybo 获批，国内肉毒素市场增加为 4 个品牌。目前医美行业使用的肉毒素主要为 A 型肉毒素，A 型肉毒素的分子形态较为固定。肉毒素被注射进肌肉存在一定的代谢周期，一般一支的剂量可以维持 6-12 个月。

表 10：目前国内通过国家药监局审批的肉毒素产品

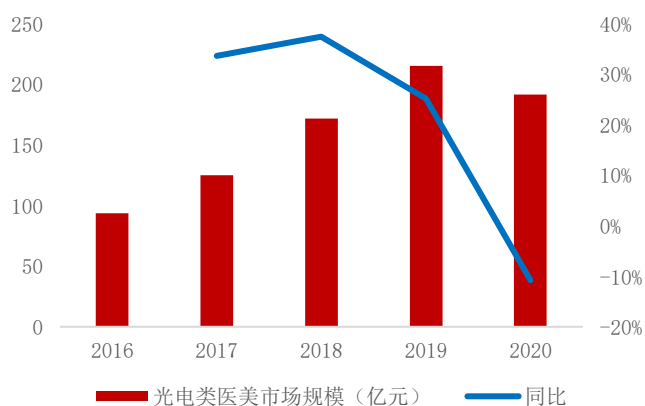
产品名称	衡力	保妥适	吉适	乐提薄
原产国	中国	美国	英国	韩国
公司	兰州生物	Allergan	Lpsen	Hugel
国内合作企业	-	国药控股为国内总经销商	博福-普益生（天津）制药有限公司	四环医药独家代理
国内获批时间	2012	2009	2020	2020
产品定位	中低端	高端	中高端	中高端
分子量	300-900KD	900KD	300/500/900KD	900KD
赋性剂蛋白质	医用明胶	人血白蛋白	人血白蛋白	人血白蛋白
弥散度	1cm (++++)	0.5cm (++++)	(+++)	(++)
生产工艺	冻干干燥	真空干燥	真空干燥	真空干燥
价格	800-1500 元/100unit	3000-5000 元/100unit	3000-4000 元/100unit	1800-2600 元/100unit

资料来源：国家药监局、iResearch，山西证券研究所整理

## 2.1.2 外资品牌占领中高端光电医美市场

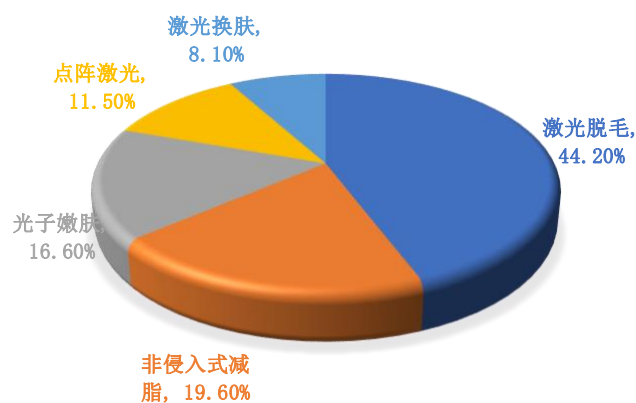
光电医美市场近年保持 12% CAGR 高速增长。光电医美是将激光或射频等光电技术应用于皮肤治疗，以此达到紧致皮肤、改善肤质、治疗痤疮、痘印、疤痕、祛除色斑、胎记、红血丝、脱毛等功效。近年来微创、无创治疗逐渐成为医美发展趋势，我国光电市场规模 2016-2020 年以 19.63% 复合增速增长，2020 年受疫情影响市场规模达到下滑 10.8 至 191.73 亿元，预计到 2023 年市场规模突破 400 亿元。

图 43：2016-2020 光电类医美市场规模



数据来源：智研咨询，山西证券研究所

图 44：2016-2020 全球光电类医美项目结构情况







数据来源：ISAPS，山西证券研究所

国内主流激光医疗设备以进口为主。以色列飞顿 (Alma)、美国科医人 (Lumenis)、美国赛诺秀 (Cynosure)、欧洲之星 (fotona)、赛诺龙 (Syneron) 占据我国激光医疗美容 80% 以上中高端市场，广泛应用于公立医院及大型连锁整容医院。

表 11：全球医美器械企业及产品

投资/控股公司	所在国家	公司	经典产品及治疗领域	品牌
Apex Partners 安佰深	英国	Syneron (赛诺龙, 美国)	PicoWay 皮秒激光、扩展静脉曲张、激光辅助溶脂	
XIO Group	英国	Lumenis (科医人, 美国)	Stellar M22、Lightsheer Duet 月光真空脱毛、Encore 超脉冲点阵王	
Clayton Dubilier&Rice	美国	Cynosure (赛诺秀, 美国)	PicoSure 755nm 蜂巢皮秒, Medlite C6 Q 开光激光	

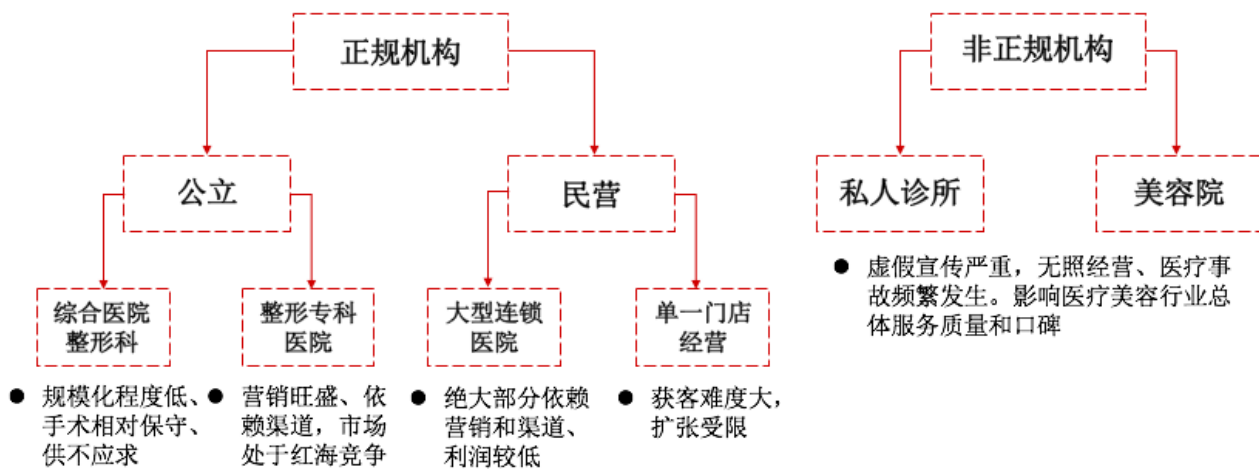
Fotona	德国	Fotona (欧洲之星, 德国)	飞梭点阵铒激光、Q Max 祛斑净肤激光、Fotona 4D 极塑提拉系统	
Solta Medical	美国	Solta medical (美国)	热玛吉 Thermage	
Allergan	爱尔兰	ZELTIQ Aesthetics (美国)	Cool Sculpting 酷塑冷冻减脂	
复星医药	中国	Alma Lasers (飞顿医疗, 以色列)	热拉提、超级冰点 TM 半导体脱毛激光	
		Chindex (美中互利, 中国)	Skinbreeze 皮肤焕氧仪	
华东医药	中国	R2 Technologies (美国)	Cryomodulatio 冷冻祛斑	

资料来源：思宇医械观察，山西证券研究所整理

## 2.2 中游：医美机构高度分散，市场竞争激烈

目前国内医美机构竞争格局呈现高度分散状态。我国医疗美容服务主体主要有公立医院的整形外科、皮肤科，和非公立医疗美容机构，其中非公立医疗美容机构分为大型连锁医院、中型医院和小型诊所。公立医院因其公立性质，主要承担治疗性医疗服务；医疗美容偏向于消费医疗服务，民营资本充分竞争。目前国内具有医美服务属性的机构中，中小型民营医美机构处于主导地位，占比超过 50%；大型连锁医美机构市占率仅为 10%左右，行业集中度较低。此外伴随成本提升，医美机构经营者大多选择试水中小型机构，以应对快速变化的消费者，因此近几年医美机构市场分散度会进一步提升。

图 45：医美产业中游机构端竞争激烈



资料来源：iResearch，山西证券研究所整理

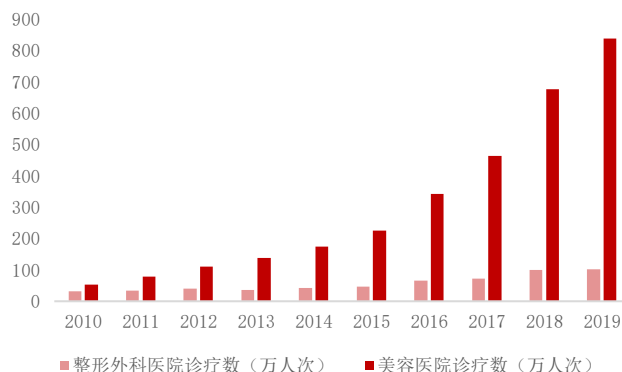
卫健委发布《卫生健康统计年鉴》显示，2010-2019年，我国整形外科医院和美容医院的诊疗人次持续增长。其中，整形外科医院的诊疗数由31.18万人次增加至101.54万人次，CAGR14%；美容医院诊疗数由53.15万人次增加至837.71万人次，CAGR36%。非手术类轻医美社会接受度不断提高、消费人群持续拓宽，2020年整形外科医院诊疗数突破110万人次，美容医院诊疗数突破1000万人次，轻医美步入快速发展期。从机构数来看，2010-2019年我国整形外科医院数量由38家增长至48家，保持平稳增长态势；美容医院数量由82家增加至450家，呈现井喷高速增长态势。

图 46：2010-2019 我国医疗美容诊疗人次



数据来源：卫生健康统计年鉴，山西证券研究所

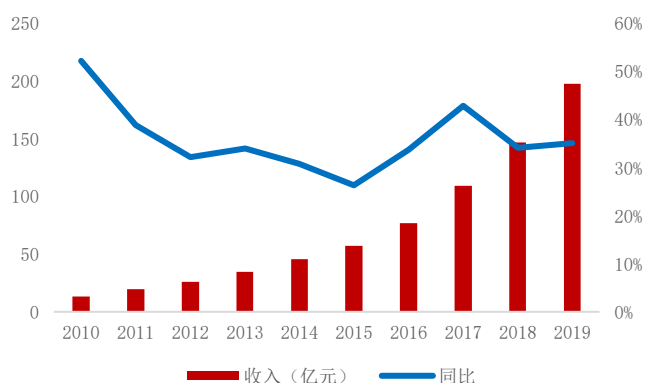
图 47：2010-2019 我国医疗美容机构数量



数据来源：卫生健康统计年鉴，山西证券研究所

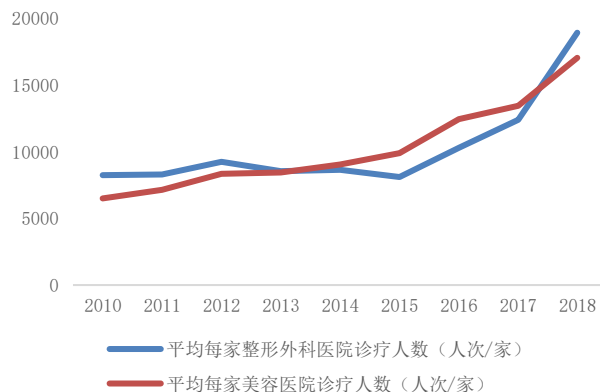
与诊疗人次相对比我国整形外科医院和美容医院数量差距较为明显。2018年，我国共有医疗美容医院451家，其中整形外科医院53家，比2017年减少5家。医美市场持续增长，增加消费者对整形外科的需求和认识，但并没有全面带动公立整形外科医院快速发展，造成公立整形外科医院数量不升反降。

图 48：2010-2019 我国医疗美容机构收入及增速



数据来源：卫生健康统计年鉴，山西证券研究所

图 49：2010-2018 我国医疗美容医院诊疗供需比



数据来源：卫生健康统计年鉴，山西证券研究所

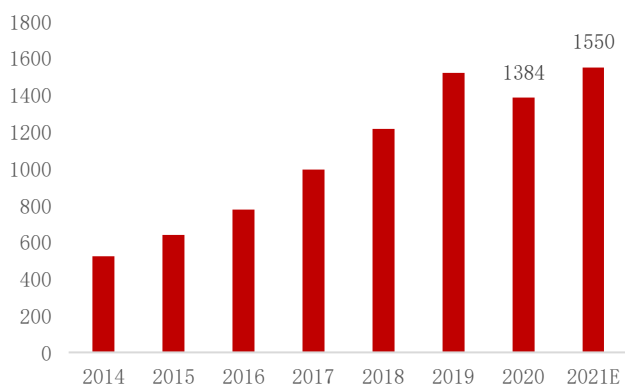
我国医疗美容医院接待诊疗人次增速较快。2018年平均每家整形外科医院诊疗人次达到18878人次/



家，平均每家美容医院诊疗人次达到 16999 人次/家，医美医院供需比率较大，市场需求增长明显。

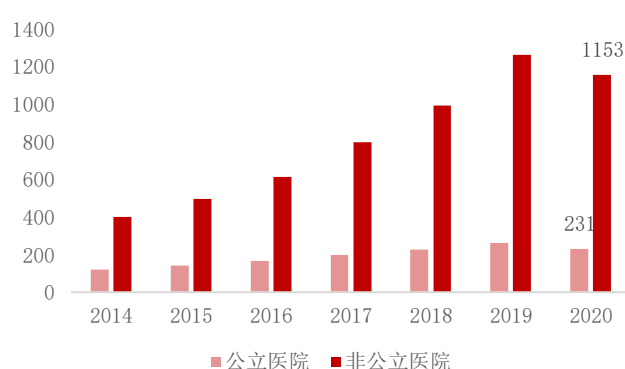
私人医疗美容服务市场潜力较大。2018 年，非公立医疗美容机构收入总收入达 992 亿元，占市场总收入 81.5%，2014 年仅有 400 亿元收入，2014-2018 年均复合增长率为 25.5%。2020 年受疫情影响，医疗美容消费有所减少。但由于医美需求持续增长，随着疫情好转，医美需求逐渐释放，预计 2021 年非公立医美机构总收入将突破 1200 亿元。公立医美服务市场增长相对缓慢，2014-2018 年均复合增长率 16.7%。

图 50：国内医疗美容服务市场总收入（单位：亿元）



数据来源：ISAPS，山西证券研究所

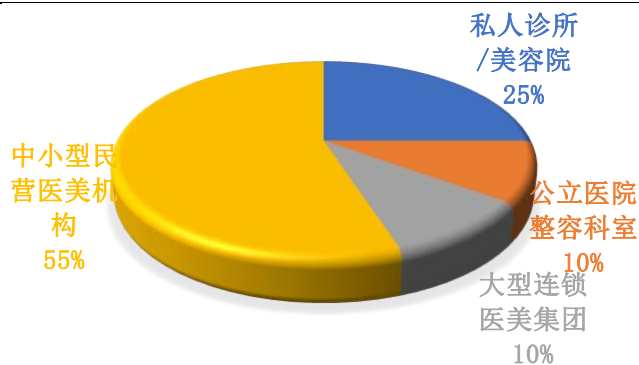
图 51：国内医美市场收入按性质划分（单位：亿元）



数据来源：ISAPS，山西证券研究所

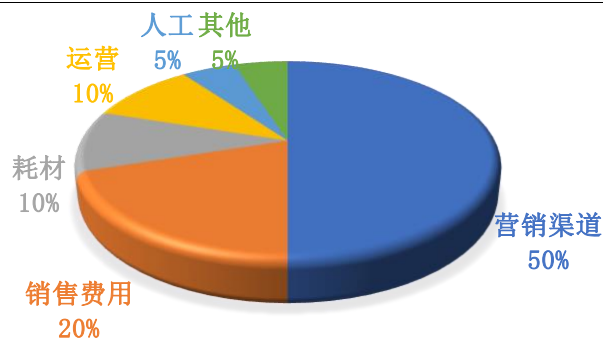
医美项目具有消费个性化、地域差异化等特征，因此机构将运营经验跨省市复制难度较大。目前国内的连锁医美集团大多采用各地区自主经营形式，主要大型医疗美容机构的连锁家数和医师数量相对较少，市场占有率仅有 7.5%，相对欧美市场连锁美容企业超过 48% 市占率，我国医美行业存在较大整合空间。从机构分布来看，国内医美资源主要集中在一线城市、长三角、珠三角、川渝等医美需求较旺盛、消费能力较高的地区。面对市场广度更大的中西部以及二三线城市，市场需求相对疲弱，资源分布不均，医美机构地域特征明显。

图 52：国内医美机构竞争格局



资料来源：新氧大数据，山西证券研究所

图 53：国内医美机构成本结构分布情况



资料来源：新氧大数据，山西证券研究所



表 12：国内医疗美容主要机构情况

机构名称	成立时间	主要分布区域	连锁数量	主营产品	机构认证
杭州华山	1983	杭州、上海、武汉、苏州等		美容外科、中医美容、微整形、牙齿美容等	5A 级医美机构
伊美尔	1997	北京、天津、西安、哈尔滨、沈阳、济南、青岛等	30 家左右	整形美容、形体塑形、注射、激光美容、中医美容、口腔管理、毛发移植等	5A 级医美机构
美莱医疗	1999	北京、上海、广州等一线及省会城市	35 家左右	整形美容、皮肤美容、无创治疗等	5A 级医美机构+JCI 认证
朗姿股份	1999	成都、西安、重庆、长沙、深圳、宝鸡和咸阳等地区	20 家	女装、医美机构	JCI 认证
上海艺星	2005	北京、上海、杭州、温州、成都等	23 家左右	整形美容、皮肤美容、微整形、抗衰老等	JCI 认证
瑞丽医美	2008	杭州、瑞安、芜湖	4 家	医疗美容、美容外科、美容牙科、美容皮肤科等	5A 级医美机构
华韩整形	2010	北京、青岛、南京、成都、长沙等	6 家	整容美容、美肤、微整形等	三级整形外科医院+5A 级医美机构+JCI 认证
医美国际	2011	深圳、重庆、北京、香港等	30 家	非手术医美服务、手术类医美服务和其他医美服务	-

资料来源：公司年报、JCI 官网，山西证券研究所整理

医美机构获客成本高，销售费用占总成本比重大。从整个医疗美容机构价值链来看，营销渠道占比达 50%，销售费用占比 20%，耗材及运营成本占 10%，人工成本及其他各成本占比约 5%。线下门店获客成本最高，成为医美市场较大痛点。受制于巨额营销费用，医美机构盈利空间较为有限，业内盈利机构占比不足 30%。目前国内医美机构的营销方式主要通过传统广告、互联网平台和机构导流。其中传统广告形式花费最高占比约 60%-90%，但 ROI 表现较差。其次为互联网平台导流，花费占比 10%-40%。最后为美容院及 KOL 转诊，该类方式按单次消费计费，佣金比例通常高达 30%-70%，获客变现能力强。

### 2.3 下游：互联网获客平台打破信息不对称性

医美电商平台可以细分为垂直型和综合型。垂直型电商聚焦医美产业，以新氧、更美、悦美等平台为主，为消费者提供医美精细化信息、用户体验分享、网上面诊咨询等服务，在获取流量的同时艰巨社交属性。综合型电商更有流量优势，以美团、天猫、大众点评、阿里健康为代表，更多侧重于导入消费入口。2016 年一牵，极美机构多通过户外、电视、报纸、百度竞价等方式营销，所依赖的传统获客渠道成本过高。对于潜在医美消费者，垂直医美平台相比综合型平台更加专业，这部分用户群未来更有可能通过专业化医美平台获取信息，垂直医美 APP 竞争优势将逐渐凸显。新氧于 2019 年登陆纳斯达克，成为互联网医美平台

第一股：悦美于 2016 年在线下开设第一家互联网医美门诊部——悦美好医，面积为 1500 平米，设立了 4 个诊室，包括美容外科、美容皮肤科、美容牙科和麻醉科，运营半年实现盈亏平衡。

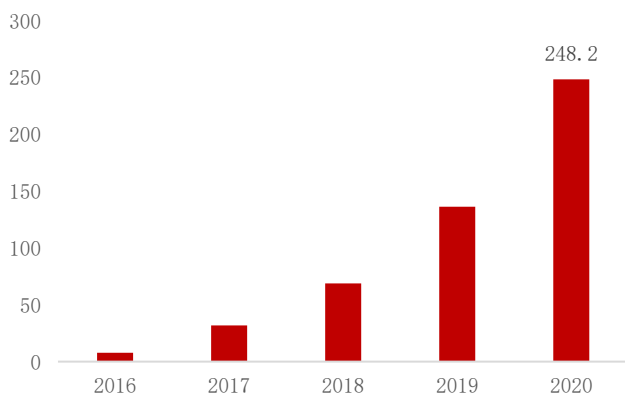
表 13：医美平台融资情况

平台	成立时间	主营业务	融资情况
美呗	2011.3	一对一咨询+电商	2019 年 3 月，获得千万人名币 B+融资
悦美	2011.6	咨询+电商+线上医疗诊所	2017 年 8 月，获得 8000 万人民币 C 轮融资
新氧	2013.11	电商+社区+线上咨询+云诊所	2018 年 9 月，获得 7000 万美元 E 轮融资，2019 年 5 月 IPO 登陆美股
更美	2013.8	电商+社区+2B 咨询	2018 年 7 月，获得 5000 万美元 D 轮融资
美黛拉	2014.8	电商+社区	2015 年 12 月，获得 1200 万美元 B 轮融资

资料来源：新氧大数据，山西证券研究所整理

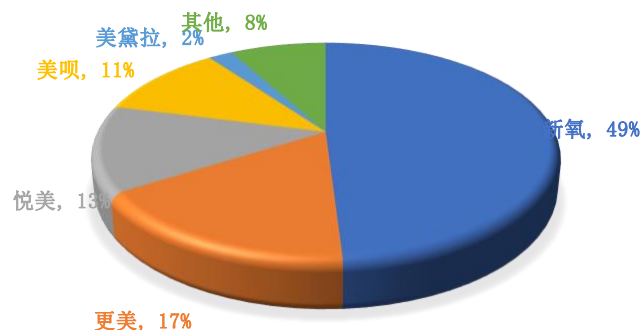
医美电商目前处于用户积累和市场教育阶段。中游医美机构营销成本占总成本 50%-70%，很大程度降低医美机构利润率。互联网医美平台以较低佣金和垂直搜索特性在一定程度上帮助医美行业吸引更多消费者，拓展获客渠道，同时利用大数据做到精细营销，更加精准对客户进行挖掘和服务。2020 年市场规模达 248 亿元，占整体医美行业市场规模 8%，未来有望发展为快速发展的增量市场。

图 54：中国医美电商市场规模情况（单位：亿元）



数据来源：前瞻产业研究院，山西证券研究所

图 55：2018 年国内医美平台主要市场份额



数据来源：前瞻产业研究院，山西证券研究所

纵观医美产业链，上、中、下游特征、盈利能力各不相同。上游产品端具有市场集中度高、先发企业竞争格局较好、企业对下游医美终端话语权强的特征，因此上游医美药品、器械生产企业普遍具有高毛利、盈利能力强的特点。中游医美机构端虽然规模庞大，但由于机构数量众多，导致竞争激烈、获客成本高，盈利能力相较于眼科、牙科等专科服务终端明显偏低。下游获客端目前处于市场培育阶段。

上游产业链关键在于产品研发和差异化发展。从产品端看，目前国内拿到玻尿酸 III 类器械批文的企业较多，玻尿酸同质化竞争激烈，合规性稀有产品发展成爆品将直接带动企业市占率大幅提升。例如童颜针

/ 娃娃针等诞生于快速增长的特定市场，相关产品一经国家药监局正式批准上市，将有效填补原先被水货、假货占据的灰色地带。

**中游产业链关键在于规模化和连锁化经营。**医美机构作为整个产业链直接面对消费者的重要一环，市场空间广阔，随着医美渗透率提高行业有望持续增长，机构端将大幅受益。当前我国医美机构端市场规模接近 2000 亿元，70%以上市场以中小民营机构为主。门诊操作标准化难度大，对医美从业人员操作规范、美学素养以及与消费者沟通等要求较高。因此具备在异地新建大型综合性医美医院、将消费者对于品牌的黏性转化为连锁化能力的机构品牌将在中端市场脱颖而出。

**下游产业链关键在于流量转化率。**长期以来，医疗美容行业存在信息不透明、渠道获客成本高的痛点，新兴互联网医美平台通过信息公开化为消费者提供多维度参考信息，倒逼暴利项目回归合理，降低获客成本。随着渗透率进一步提高，未来流量转换率高的互联网医美平台有望取代传统搜索渠道，成为线上第一大医美流量入口。

### 3.行业发展痛点

**黑医美存在的根源在于市场供给与需求不匹配。**医美行业在发展初期经历高速增长，但由于信息不对称、监管规定延时等原因，市场在呈现乱象丛生状况，阻碍行业健康发展。具体表现在庞大的医美需求与正规机构和执业医师数量不匹配，合法医美机构对医生、药品、器械、操作规范等要求程度高且严格，机构成立与审批需要花费较长时间与较高成本，导致消费者等待时间较长、需求难以被及时满足，部分需求迫切、预算较低的消费者转向黑医美就诊。医美非法产业链的存在不仅扰乱市场价格秩序，也使医疗事故比例激增，降低社会大众对于医美产业的信任，行业呈现劣币驱逐良币现象。

#### 3.1 庞大医美需求与正规机构数量不匹配

**合法合规开展医美项目的机构仅占行业 12%。**2011-2019 年，正规医美机构数量年均复合增速 12.69%，呈现快速增长。但与整体医美市场规模从 2012-2019 年年均复合增速 28.97%来看，医美机构增速不及同期医美整体市场需求规模的一半，无法匹配满足快速增长的市场需求。2019 年中国具备医疗美容资质的机构约 13000 家，其中医院类占 29.1%、门诊部类占 32.9%、诊所类占 38%。新氧大数据统计，目前国内非法经营的医美机构数量超过 8 万家，合法医美机构仅占行业机构总数 12%。正规机构提供的医美就诊量有大量空缺，为黑医美进入市场留下缺口。

**重获客营销，轻专业治疗。**民营医疗美容医院容易倾向消费属性，过分注重营销，削弱医学专业程度，治疗品质无法得到 100%保障；公立医院整形外科由部队医院烧伤整形科室发展而来，一般通过在医院内部设立整形美容科室开展医美服务，效果和品质得到保障，但很难提供与其匹配的服务流程和服务体验，无法满足消费者体验需求，缺乏服务激励。

表 14：医美机构价值分布

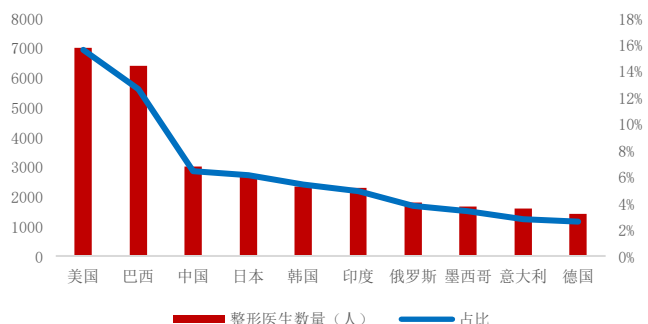
成本结构	占比区间
获客营销占比	30%-50%
医疗服务	15%-25%
药品器械采购	10%-20%
咨询销售占比	3%-7%
行政管理占比	2%-3%

资料来源：iResearch，山西证券研究所整理

### 3.2 执业医师培养时间漫长，滋生非法从业者

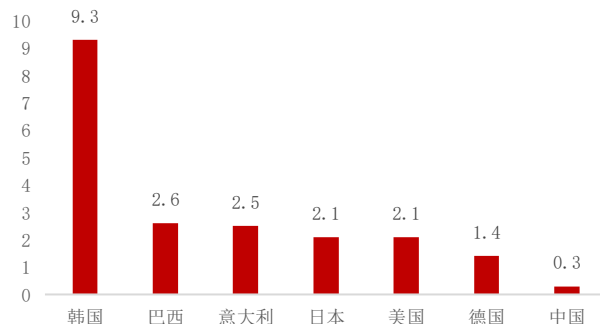
医美非法从业者十万以上，合法医师仅占行业 28%。2019 年国内医美行业实际从业医师数量为 38343 人，2020 年卫健委统计年鉴显示整形外科专科医院医师（含助理）仅 3680 人。按照目前国内医美渗透率，每千人有 14.5 人接受医美治疗，以此推算 13000 家具备医疗美容资质的机构标准需求数量达 10 万名，行业医师缺口量巨大。根据我国相关法律规定，一个合格的整形医生须有《医师资格证》《医师执业证》《医疗美容主诊医生职业资格证》。正规医师培养需要 5-8 年，致使行业内滋生大量非法从业者，仅通过非法培训机构短期速成无证行医，没有医学经验的美容师通过最短一周时间的非法培训即可上岗为顾客进行操作。同时在合法医美机构中，存在非合规医生“幽灵整容”现象，术前承诺名医操刀、麻醉后换成新人操作，大大增加医美项目治疗风险。

图 56：2019 年全球主要国家整形医生数量及占比统计



数据来源：ISAPS，山西证券研究所

图 57：2019 主要国家每十万人人口整形外科医生数量



数据来源：iResearch，山西证券研究所

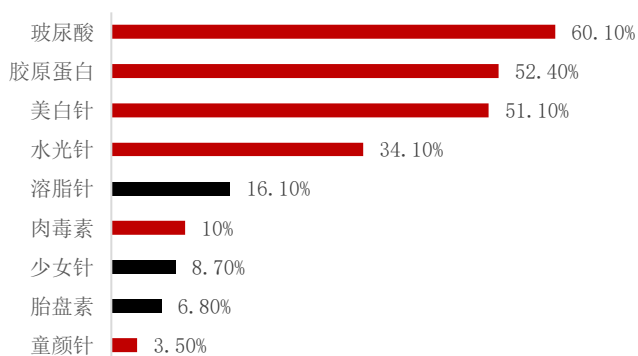
ISAPS 报告显示，我国整形医生数量位于全球第三位，但是与排在前两位的美国与巴西相比有一定差距，其整形医生数量分别是我国的 3 倍、2 倍。与我国庞大的人口数量与医疗美容市场需求相比，国内专业的整形医生数量仍有较大缺口。

### 3.3 正规药品器械存在缺口，假货水货横行

从上游产业来看，水货、假货药械在市场流通比例高达 70%。目前市面上一些没有得到食药监局审批的医美级食品、药品、器械通过走私等方式在国内流通，国内水货、假货市场规模甚至超过正规产品。近几年国家药监局不断审批上游玻尿酸、肉毒素、相关复合溶液新品上市，每年注射用玻尿酸审批通过产品在 3-8 个，审批一个产品完整流程需要 3 年以上时间。正规产品研发时间长、审批流程繁琐、消费者缺乏较强的分辨能力，为非法产品进入医美机构交易带来便利。

艾瑞数据显示，目前医美市场上流通的针剂正品率仅为 33.3%，即每 3 支针剂当中，有 2 支是水货、假货等非法针剂。46.3% 用户曾经注射过非法针剂，如溶脂针、少女针、胎盘素等，此类针剂目前尚未通过国家药监局认证；48.4% 用户注射过非法肉毒素品牌，目前国内通过国家药监局认证的肉毒素品牌仅有兰州衡力、美国保妥适、英国吉适、韩国乐提薄，韩国“粉毒、白毒、绿毒”等均为水货、假货、或通过非法渠道走私入境。

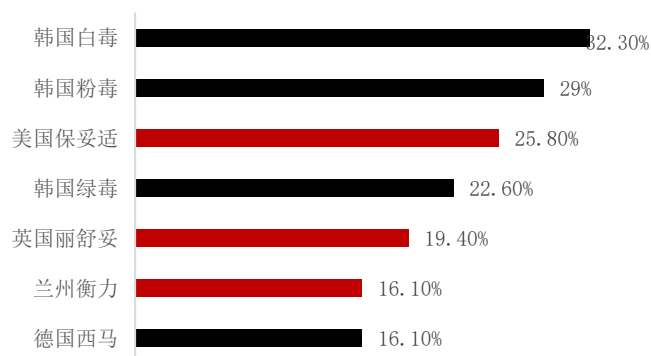
图 58：2020 年中国医美用户注射针剂使用情况



数据来源：新氧大数据，山西证券研究所

注：黑色为目前尚未取得国家药监局批文针剂

图 59：2020 年中国医美用户肉毒素使用情况



数据来源：新氧大数据，山西证券研究所

注：黑色为目前尚未取得国家药监局批文肉毒素

### 3.4 资本市场更偏爱上游药械企业，医美机构连锁化难度大

医美产业链上中下游盈利模式不同，造成各产业链在二级市场表现各不相同。受到资金热捧的医美类上市公司多数处于行业上游。上游原料器械生产企业凭借技术壁垒和先发优势筑起行业进入门槛，行业高



度集中下分享高毛利率、高净利率。带动华熙生物、爱美客、奥园美谷、华东医药、四环生物先后登陆资本市场。

**中游整形美容机构与资本市场对接难度较大。**随着行业竞争日趋激烈，美容整形机构的获客成本水涨船高，不少规模小、不规范的整形机构很难实现盈利。资本更关注医美整形机构连锁化进程。医美服务机构非常具有地域性，异地复制难度较大。对资质要求非常高，消费者对于品牌认可粘性大。所以在异地新建大型医美综合性医院，盈利平衡点大概在 5-7 年。难以参照眼科医院、牙科医院实现单品牌全国连锁规模。同时中游医美机构直面消费者，肩负着向消费者传递正确价值的社会责任，通过医疗美容手段提升整体形象，但切忌容貌焦虑带来过度整容。

## 4.投资建议

**合规监管趋势严格利好国内医美行业长期发展。**医美行业在国内属于新兴产业，在近 20 年逐渐被市场认可和传播。近年来有关部门针对水货、假货等没有得到国家药监局审批的产品严厉打击，配合医美广告法和消费观念引导，从源头到产业链缓解肃清不法环节。行业内不合规的非法药品、器械、机构将逐渐退出市场，长期有利于行业正规化、连锁化发展。

**医美兼具医疗和消费双重属性，高复购率使其具备较强盈利能力。**消费者一旦接受医美对颜值维护、提升的效果，会对医美产品持续消费。上游产品端，注射、填充、光电、支撑等产品均维持较高毛利率、净利率，建议关注华熙生物、爱美客。中游机构市场目前竞争较为激烈，平均医美机构获客成本在 30%以上，目前尚未出现盈利能力较强的明星公司。下游引流渠道和平台，具有较强互联网营销效应，市场份额逐步向头部企业集中，口碑度、传播度有效提高客户和平台黏性，建议关注新氧、悦美。

**从估值角度看，短期估值较高，长期将去伪存真。**头部公司 2021 年整体市盈率在 100X 左右，上游原材料企业具有较高成长性，相关公司未来三年预计保持 30%-50%复合增长率，业绩兑现有望消化高估值。同时国内医美渗透率尚处于爬坡期，每千人医美面诊在 10 人次左右，对标美国 50 人次、韩国 80 人次以上，年轻人对医美消费诉求强烈，行业正处于高景气赛道。

## 5.风险提示

政策管控风险；

产品研发注册不及预期风险；





产品质量安全问题风险：

市场竞争加剧风险：

消费者购买力不及预期风险

### 分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（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。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海  
国际中心七层  
电话：010-83496336

