行业研究

行业深度报告

证券研究报告

2022 年业绩增速普遍放缓，上游更具韧性

——医美行业 2022 年业绩综述报告

强于大市(维持)

2023 年 05 月 24 日

行业核心观点：

2022 年以来医美板块由于严监管常态化、疫情、以及业绩增速放缓等因素迎来震荡调整，从股价表现来看，上游器械耗材表现更佳。整体来看，除却疫情反复的外部环境，2022 年医美行业继续延续 2021 年以来的趋势，集中在产品更新和政策监管层面。再深入看，产品端持续更新迭代，再生类、胶原蛋白成为后起之秀；监管端不断强化细化，主要集中在产品监管和营销宣传方面。具体到业绩层面，2022 年医美上市公司营收增速均有所放缓，其中上游业绩增速更高，整体表现更具韧性。**从短期来看，**医美行业在 23 年存在疫后需求回补的逻辑，医美需求复苏趋势明朗，即将进入医美消费旺季，且叠加去年下半年低基数影响，医美需求环比、同比均会改善；**从中长期来看，**国内医美渗透率较低，长期来看提升空间大，且随着产品推新和结构升级，以及行业合规化发展后竞争格局优化，行业龙头的盈利能力有望持续优化。

投资建议：医美板块在 22 年年底疫情放开后迎来一波反弹，2 月份调整至今，目前来看医美行业复苏趋势逐步明朗，我们认为当前是比较好的配置时机。**我们从产业链的角度出发，优选附加值最高、护城河深、竞争格局最优的上游耗材仪器板块，重点关注重视需求、管线布局丰富、渠道信息流通畅的龙头标的。**

投资要点：

行情回顾：医美板块迎来震荡调整，上游器械耗材更具韧性。2022 年医疗美容市场严监管常态化，引导和促进行业健康有序发展，行业头部企业获得更多市场机会，主导板块自 22 年 3 月份以来结束持续 3 个季度的下调，触底反弹，22 年 7 月末由于疫情趋严再次下调，22 年 11 月份开始呈回暖态势，但 2023 年 2 月份以来进入持续向下调整。**分板块来看，**2022 年上游器械耗材股价表现更具韧性，大部分跑赢大盘指数，中游医美机构和下游获客渠道表现较差，大部分跑输大盘指数；2023 年，医美板块整体进入下调，截止 5 月 19 日收盘价，除获客渠道和上游器械耗材中的个别股票跑赢大盘外，大部分跑输大盘，其中上游器械耗材较中游医美机构调整幅度小。

行业趋势：轻医美、合规化成为行业主旋律。产品推新：2022 年新品主要为四大类产品：玻尿酸、胶原蛋白、再生类、肉毒毒素类，具体包括：①**玻尿酸**：四环医药独家代理的玻尿酸铂安润正式获得国家药监局颁发三类医疗器械注册证；华熙生物旗下的丝丽动能素 516 及 532 通过海南省药品监督管理局批复按 III 类械监管；新氧成为玻尿酸产品爱拉丝提中国境内独家总代理并成功上市；Dong Bang Medical“注射用交联透明质酸钠凝胶”获批上市；韩国 ACROSS 医美填充剂获批上市。②**胶原蛋白**：江苏吴中重组胶原蛋白生物修复敷料 X 型及 M 型启动销售；无锡贝迪生物申报的“胶原贴敷料”正式获得 NMPA III 类医疗器械注册证；华熙生物收购

行业相对沪深 300 指数表现

数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

行业整体呈现弱复苏态势，上海家化旗下各品牌正增长

2022 年行业整体承压，部分龙头表现亮眼

23Q1 行业整体回暖，龙头表现持续亮眼

分析师： 陈雯
执业证书编号：S0270519060001
电话：18665372087
邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

分析师： 李滢
执业证书编号：S0270522030002
电话：15521202580
邮箱：liying1@wlzq.com.cn

北京益而康 51%的股权，正式进军胶原蛋白产业；四环医药自主研发的重组 III 型胶原蛋白凝胶敷料、皮肤修复敷料及医用皮肤修复敷贴三款产品获得国家药监局颁发的 II 类医疗器械注册证。**③再生类**：远想生物推出爱缇恩 mADM；乔洛施再生医美新干线获得 NMPA 二类医疗器械证批准上市；四环医药“少女针”正式启动 NMPA 注册临床研究。**④肉毒毒素类**：爱美客以研发注册方式引进 Huons BP 的肉毒素产品。**政策监管：2022 年是医美市场合规发展元年，政策层面出台了更多细则、标准制定等文件。具体包括：**2022 年 1 月《中国医疗美容标准体系建设“十四五”规划》公布，给出了医疗美容行业超过 50 个标准。2022 年 3 月国家药品监督管理局对外发布《关于调整《医疗器械分类目录》部分内容的公告》，对部分医美产品监管类别做出调整，明确射频治疗仪、射频皮肤治疗仪、水光针、面部埋植线、面部提拉线、面部锥体提拉线按照三类医疗器械监管。2022 年 10 月 13 日，国家市场监管总局发布《医疗美容行业虚假宣传和价格违法行为治理工作指引》，详细列举了 8 项虚假宣传行为以及 6 项价格违法行为，进一步明确了医疗美容行业的监管依据。

财务：业绩增速放缓，上游企业表现坚韧。由于2022年全国各地疫情反复，国内需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然较大，2022年医美板块收入增速有所放缓。其中，上游药械耗材上市公司医美板块2022年共实现营收76.48亿元，同比增长31.11%，较2021年增速68.26%有所回落；中游医美机构上市公司医美板块2022年共实现营收32.98亿元，同比增长14.63%，较2021年增速44.14%减少29.51pcts。**板块比较来看，**上游业绩增速更高，整体表现更具韧性。**上游药械仪器商：**立足产品自主研发，收入整体向好。华东医药医美板块2022年实现营收19.15亿元，同比增长91.11%，较上期同比大幅上升。爱美客/复锐医疗科技/昊海生科/华熙生物/四环医药2022年医美业务实现营收19.39/24.30/7.48/4.66/1.50亿元，分别同增33.91%/20.45%/61.45%/-7.56%/-62.50%,同比增速均有所放缓。2022年爱美客、复锐医疗科技、华东医药医美业务毛利率同比上升，华熙生物、昊海生科医美业务毛利率同比下降。**中游服务机构：**加速产业链资源整合，规模化发展医美业务，受疫情影响业绩增速下降，净利率普遍下滑。奥园美谷/朗姿股份/苏宁环球的医美业务板块在2022年分别实现营收6.09/14.06/1.93亿元，分别同增41.59%/9.25%/9.54%，较2021年增速均大幅下降。瑞丽医美/华韩股份在2022年分别实现营收1.65/9.25亿元，同比均为负增长(-12.66%/-3.96%)。2022年苏宁环球、瑞丽医美毛利率同比上升，华韩股份、朗姿股份、奥园美谷毛利率同比放缓。各公司的销售净利率普遍下滑，其中奥园美谷的净利率下跌明显。

风险因素：1. 监管风险 2. 医疗事故风险 3.经济增速不及预期风险 4.疫情反复风险

正文目录

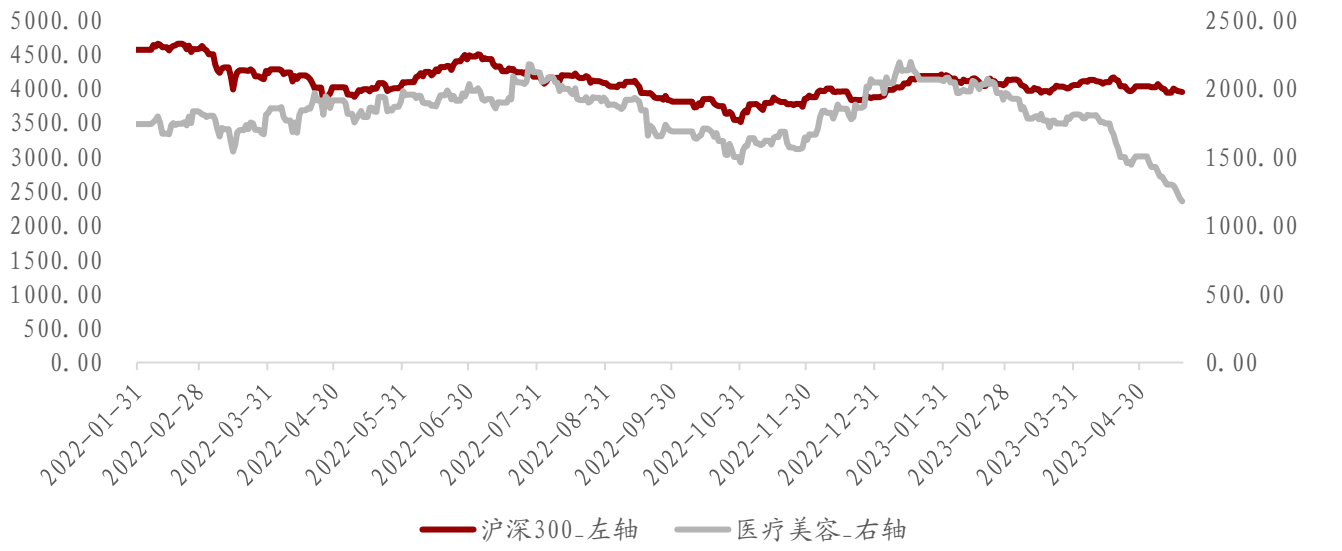
1 行情回顾：医美板块迎来震荡调整，上游更具韧性 4
2 行业趋势：轻医美、合规化成为行业主旋律 5
2.1 产品推新：轻医美成主力市场，新品持续迭代升级 5
2.2 政策监管：监管不断细化，推动机构合规化运营 6
3 财务情况：业绩增速放缓，上游企业表现坚韧 7
3.1 上游药械仪器：立足产品自主研发，收入整体向好 8
3.2 中游服务机构：加速产业链资源整合，规模化发展医美业务 12
4 投资建议及风险因素 14
4.1 投资建议 14
4.2 风险因素 15

图表 1: 2022 年至今医疗美容指数走势图（截至 2023 年 5 月 19 日） 4
图表 2: 医美板块上市公司 2022 年至今相对收益一览（单位：%，截至 2023 年 5 月 19 日） 4
图表 3: 近年医美行业部分监管政策或行动一览 7
图表 4: 2020-2022 年上游药械耗材和中游医美机构的营收和增速 8
图表 5: 主要药械仪器类上市公司医美业务收入及增速 10
图表 6: 主要药械仪器类上市公司医美业务毛利率 11
图表 7: 主要药械仪器类 A 股上市公司年度期间费用率 11
图表 8: 主要药械仪器类 A 股上市年度销售费用率 11
图表 9: 主要药械仪器类 A 股上市公司年度管理费用率 11
图表 10: 主要药械仪器类 A 股上市年度研发费用率 11
图表 11: 主要药械仪器类 A 股上市公司年度净利率 11
图表 12: 主要医美服务机构类公司医美相关收入及增速 13
图表 13: 主要医美服务机构类公司医美业务毛利率 14
图表 14: 主要医美服务机构类公司销售费用率 14
图表 15: 主要医美服务机构类公司管理费用率 14
图表 16: 主要医美服务机构类公司净利率 14

1 行情回顾：医美板块迎来震荡调整，上游更具韧性

2022年以来，医美板块迎来震荡调整，上游器械耗材更具韧性。2022年医疗美容市场严监管常态化，引导和促进行业健康有序发展，行业头部企业获得更多市场机会，主导板块自22年3月份以来结束持续3个季度的下调，触底反弹，22年7月末由于疫情趋严再次下调，22年11月份开始呈回暖态势，但2023年2月份以来进入持续向下调整。分板块来看，2022年上游器械耗材股价表现更具韧性，大部分跑赢大盘指数，中游医美机构和下游获客渠道表现较差，大部分跑输大盘指数，2023年，医美板块整体进入下调，截止5月19日收盘价，除获客渠道和上游器械耗材中的个别股票跑赢大盘外，大部分跑输大盘，其中上游器械耗材较中游医美机构调整幅度小。

图表1：2022年至今医疗美容指数走势图（截至2023年5月19日）



资料来源：同花顺iFind，万联证券研究所

备注：医疗美容指数（884273.TI）成分股包括爱美客、华熙生物、奥园美谷三只股票

图表2：医美板块上市公司2022年至今相对收益一览（单位：%，截至2023年5月19日）

		2022年1月	2022年2月	2022年3月	2022年4月	2022年5月	2022年6月	2022年7月	2022年8月	2022年9月	2022年10月	2022年11月	2022年12月	2022年	2023年至今	PE（LYR）
								上游-器械耗材								
688363.SH	华熙生物	-15.24	2.94	5.49	16.93	7.14	-13.01	19.01	-7.97	-1.71	-11.31	-7.54	24.31	9.02	-33.31	83.19
300896.SZ	爱美客	-10.00	9.32	5.76	14.37	2.67	1.37	4.68	-2.44	-5.63	-6.43	4.20	17.71	27.72	-14.05	127.93
688366.SH	昊海生科	-9.93	0.61	-0.22	-13.84	9.65	11.33	-7.77	-14.52	-3.03	25.00	-11.37	25.10	-0.45	-6.94	48.22
000963.SZ	华东医药	-1.40	3.16	-4.05	6.94	11.94	7.74	6.60	-4.04	1.86	9.80	-9.11	13.05	38.90	-12.78	35.66
0460.HK	四环医药	-3.76	19.75	-2.83	-15.62	-11.86	11.20	-4.71	-9.71	-14.35	-4.06	18.54	9.98	-9.11	-17.27	93.70
1696.HK	复锐医疗科技	-19.33	6.49	17.33	-2.03	-5.88	62.43	-9.02	-16.26	-27.45	1.71	29.87	11.16	10.81	19.16	12.88
								中游-医美机构								
000718.SZ	苏宁环球	-5.74	-0.89	17.59	-17.21	2.80	-8.78	5.91	-1.45	-5.20	5.80	9.38	-7.26	-7.25	-13.10	15.94
002612.SZ	朗姿股份	-11.78	7.41	-4.50	-0.42	18.15	-6.37	22.69	-13.71	-15.06	-4.58	13.25	19.12	9.37	-14.09	65.52
000615.SZ	奥园美谷	-15.01	1.05	9.61	-3.24	-5.67	-9.62	9.78	-12.01	-8.93	0.36	7.74	33.61	-1.74	-70.89	-25.47
2138.HK	医思健康	-21.75	-6.98	8.99	0.41	0.57	-5.49	-7.11	-16.95	-4.48	-9.43	23.25	50.68	-12.46	-41.67	14.66
2135.HK	瑞丽医美	-20.03	-6.21	-9.87	0.92	-4.31	7.58	-1.02	-5.82	0.62	-20.79	-1.63	31.45	-31.32	-2.15	94.46
ATH.O	医美国际	1.22	0.63	-51.55	5.97	25.39	23.85	-0.14	-11.64	-4.83	-9.16	-15.26	-7.68	-29.83	-51.17	-1.12
430335.NQ	华韩整形	-25.06	6.50	-13.41	-4.34	4.98	8.54	-5.29	23.82	-20.85	-21.38	40.19	68.14	-24.89	2.54	20.38
								下游-获客渠道								
SY.O	新氧	-15.78	-4.49	-13.82	-18.05	-11.18	-18.66	-15.03	23.82	-20.85	-21.38	40.19	68.14	-26.46	71.31	152.34

资料来源：Wind，万联证券研究所

注：Benchmark选择：A股-沪深300指数，港股-恒生指数，新三板-三板做市指数，美股-纳斯达克指数。

2 行业趋势：轻医美、合规化成为行业主旋律

目前我国处于“颜值经济”井喷期， 2022年即使受到疫情的负面冲击，医美行业仍蓬勃发展、成绩可观，中国医美行业增速持续领先于全球增速。整体来看，2022年医美行业继续延续2021年以来的趋势，**集中在产品推新和政策监管层面，再深入看，产品端持续更新迭代、监管端不断强化细化。①产品推新**：近年来，非手术类医美的市场规模增速已超过医美市场的整体增速。轻医美有望成为医美主力市场。新品迭代升级让市场看到求美者需求广阔的发掘空间，进而对上游药械仪器类公司中长期保持较强盈利及现金流水平的能力形成较强信心，维持板块较高估值；**②政策监管**：在医美市场高速增长下，行业乱象时有发生，近年国家出台了多部门联合的综合监管政策法规。2022年是医美市场合规发展元年，政策层面出台了更多细则、标准制定等文件。随着监管政策的不断强化和细化，市场担忧情绪得到释放。

2.1 产品推新：轻医美成主力市场，新品持续迭代升级

近年来，非手术类医美的市场规模增速已超过医美市场的整体增速。据弗若斯特沙利文研究报告统计，2021年，按服务收入计，非手术医疗美容市场份额占中国医疗美容市场份额的51.7%，市场规模首次超越手术类医疗美容。**轻医美成为医美主力市场。**聚焦非手术类医疗美容市场，**2022年新品主要为四大类产品：玻尿酸、胶原蛋白、再生类、肉毒毒素类。**

1）**玻尿酸：**由四环医药独家代理并由韩国Hugel Inc.(Hugel)生产的注射用修饰透明质酸钠凝胶“玻尿酸铂安润”于2022年4月正式获得中国国家药品监督管理局颁发的三类医疗器械注册证。玻尿酸铂安润® 是一种无菌、无热原、非动物源性交联透明质酸钠凝胶，适用于面部真皮组织中层注射纠正中重度鼻唇沟皱纹。该产品采用单相交联技术制成，具有支撑力好、不扩散移位、代谢匀速、塑型持久、黏性值高、交联度高、塑形能力强等优点。华熙生物全资子公司——法国Revitacare旗下核心产品“CYTOCARE丝丽动能素516及532”正式通过海南省药品监督管理局批复，作为临床急需医疗器械（III类），可在海南乐城先行区内首先使用。Revitacare核心产品为Cytocare（丝丽）系列产品，其核心成分是Revitacare拥有专利的CT50维养配方，Cytocare系列包括医疗产品透明质酸无源植入物和功能性护肤品丝丽精华液两类不同产品。互联网医美独角兽新氧宣布独家代理玻尿酸独角兽产品爱拉丝提并成功上市。韩国Dong Bang Medical Co.,Ltd.（又称：株式会社东方医疗）“注射用交联透明质酸钠凝胶（商品名：ELASTY®Lumilax）”正式获得NMPA批准，获准上市，ELASTY®Lumilax玻尿酸是Dong Bang Medical在中国市场获批上市的首款医美填充剂产品。ACROSS CO.LTD.申请的“注射用修饰透明质酸钠凝胶”正式获得NMPA批准，获准上市，这也是ACROSS在中国境内获批的首款玻尿酸皮肤填充剂。

2）**胶原蛋白：**江苏吴中全资子公司吴中美学生物科技有限公司首个自有品牌——婴芙源于2022年8月面世，旗下两款首发产品重组胶原蛋白生物修复敷料X型及M型启动销售，进一步扩充医美产品管线，也为公司下一步上市的Aesthe Fill童颜针产品做铺垫。首发产品以“重组III型人源化胶原蛋白”为核心成分，主打修复和抗衰功能，在靶向修复受损细胞、改善干纹细纹和调理肤质等方面有着显著作用。无锡贝迪生物申报的“胶原贴敷料”正式获得NMPA III类医美证，胶原贴敷料由胶原蛋白溶液和无纺布基材组成，适用于皮肤过敏、激光、光子术后创面修复辅助治疗。华熙生物于2022年4月收购北京益而康生物工程有限公司51%的股

权，正式进军胶原蛋白产业领域，8月正式对外发布其推出的动物源胶原蛋白、重组人源胶原蛋白、水解胶原蛋白（肽）等胶原蛋白原料产品。2022年四环医药旗下美颜空间生物科技(吉林)有限公司自主研发的重组III型胶原蛋白凝胶敷料、皮肤修复敷料及医用皮肤修复敷贴三款产品获得中国国家药品监督管理局颁发的医疗器械注册证。本次获批的三款皮肤修复类产品均为含III型胶原蛋白成分的II类医疗器械，主要聚焦于解决医美术后的伤口愈合及疤痕修复这两大痛点。

3）**再生类：**2022年爱缇恩mADM是远想生物全新推出的再生医美进阶产品，其围绕的并不是单一刺激胶原蛋白再生的点，而是将目光放在了“韧带再生，轮廓提升”上。mADM是中国已上市的三类医疗器械中唯一具有促进韧带周围组织再生的多孔材料。其具有多孔的三维网络结构，能快速集聚细胞并使细胞黏附、迁移和分化从而促使胶原合成和新生血管形成的能力。此外，乔洛施再生医美新干线获得NMPA二类医疗器械证批准上市，四环医药“少女针”正式启动NMPA注册临床研究。

4）**肉毒毒素类：**爱美客与韩国Huons BioPharma Co. Ltd.于2022年5月20日签订经销合作框架协议，约定公司以研发注册方式引进Huons BP的肉毒素产品，并在约定经销区域（指中国）内作为Huons BP指定的唯一合法经销商进行产品进口和经销，公司须获取协议项下产品的进口和销售许可证，产品的进口和经销须以公司在经营区域内取得产品注册证为前提。该协议不涉及具体的价格、数量、金额等履约要素，其性质为经销合作框架协议。

2.2 政策监管：监管不断细化，推动机构合规化运营

在医美市场高速增长下，行业乱象时有发生，近年国家出台了多部门联合的综合监管政策法规，进一步规范医疗美容服务行为，加强对药品和医疗器械生产经营使用的管理，推动行业自律，越来越多的“黑医美”和尾部机构逐步出清，一方面提高了医美行业的准入门槛，提升了合规资质公司的市场份额；另一方面推动了优质医美机构朝着精细化运营方向演进，不断丰富产品和服务矩阵，提升市场竞争力。

2022年是医美市场合规发展元年。2022年，政策层面出台了很多细则、标准制定等文件。这一年，国家药监局发文开展药品安全整治行动，重点关注化妆品与医疗器械领域，此后关于医美行业的文件更加细化，从医疗器械级别的调整到生产质量管理规范的设定。**具体包括：**2022年1月《中国医疗美容标准体系建设“十四五”规划》公布，给出了医疗美容行业超过50个标准，内容涉及行业管理标准、行业技术标准、教育培训标准、行业基础标准4个方面，为医美行业的标准体系建立作出了规划（中国整形美容协会），助推市场合规发展文件更加细化，规定医疗美容诊所设立门槛、动态调整医疗器械分类目录，提高医疗器械的生产环节质量，保证药品全生命周期的安全质量，指导药品合规上市。2022年3月国家药品监督管理局对外发布《关于调整<医疗器械分类目录>部分内容的公告》，对部分医美产品监管类别做出调整，明确射频治疗仪、射频皮肤治疗仪、水光针、面部埋植线、面部提拉线、面部锥体提拉线按照三类医疗器械监管。2022年10月13日，国家市场监管总局发布《医疗美容行业虚假宣传和价格违法行为治理工作指引》，详细列举了8项虚假宣传行为以及6项价格违法行为，进一步明确了医疗美容行业的监管依据。

图表3：近年医美行业部分监管政策或行动一览

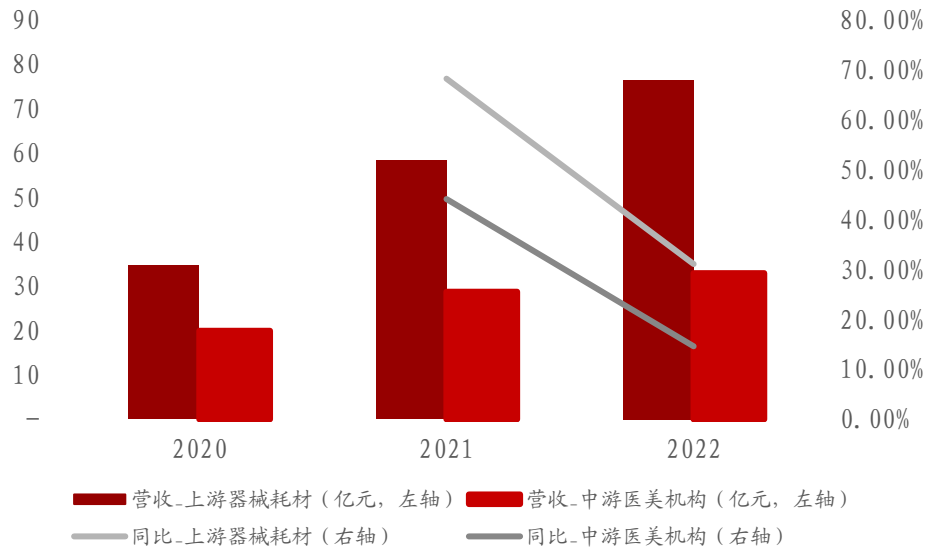
年份	政策或行动	主要内容
2020	《关于进一步加强医疗美容综合监管执法工作的通知》	提出强化自我管理主体责任，积极发挥行业组织自律作用，着力加大政府监管力度。
2020	国家卫生健康委办公厅《关于印发医疗美容主诊医师备案培训大纲的通知》	为进一步提高医疗美容主诊医师备案管理水平，切实保障医疗美容服务质量安全，制订了《说明医疗美容主诊医师培训大纲》。
2021	八部委联合发布《打击非法医疗美容服务专项整治工作方案》	严厉打击非法开展医疗美容的机构，严格规范医疗美容服务行为，打击非法制售药品医疗器械行为，严肃查处违法广告和互联网信息。
2021	《关于规范医疗美容相关金融产品和金融服务的倡议》	倡议：金融机构不与任何不法医疗美容机构开展合作，不向任何不法医疗美容机构客户提供相关金融产品和服务；金融机构应在提供医疗美容相关金融产品和服务时，按照适当性原则，充分评估消费者的还款能力，自主确定客户授信额度和贷款定价标准，做好风险控制等。
2021	《医疗美容广告执法指南（征求意见稿）》	市场监管部门依法整治各类医疗美容广告乱象，着力解决危害性大、群众反映集中的问题，对以下情形予以重点打击，例如：制造“容貌焦虑”、使用患者名义或者形象进行诊疗前后效果对比或者作证明、生活美容机构等非医疗机构开展医疗美容广告宣传等。
2022	**国家卫生健康委医政医管局联合国家中医药管理局医政司发布《诊所备案管理暂行办法（征求意见稿）》及《诊所基本标准（2022年修订版，征求意见稿）》**	**增加了医疗美容诊所、中医（综合）诊所及中西医结合诊所三类诊所，并规定医疗美容诊所设立门槛。**
2022	**中国整形美容协会公布《中国医疗美容标准体系建设“十四五”规划》**	**给出了医疗美容行业超过50个标准，内容涉及行业管理标准、行业技术标准、教育培训标准、行业基础标准4个方面，为医美行业的标准体系建立作出了规划。**
2022	**国家药监局修订发布《医疗器械质量管理体系年度自查报告编写指南》、《禁止委托生产医疗器械目录》、《医疗器械委托生产质量协议编制指南》**	**要求提高医疗器械生产环节质量，强化产品质量安全主体责任的落实。并对分类目录做出了修订：将“整形植入物”详细拆分为整形填充材料、整形用注射填充物以及乳房填入物三种器械。**
2022	**国家药品监督管理局对外发布《关于调整<医疗器械分类目录>部分内容的公告》**	**部分内容调整表对部分医美产品监管类别做出调整，明确射频治疗仪、射频皮肤治疗仪、水光针、面部埋植线、面部提拉线、面部锥体提拉线按照三类医疗器械监管。**
2022	**国家市场监管总局发布《医疗美容行业虚假宣传和价格违法行为治理工作指引》**	**详细列举了8项虚假宣传行为以及6项价格违法行为，进一步明确了医疗美容行业的监管依据。**

资料来源：卫生健康委办公厅，市场监管总局办公厅，国家药品监督管理局等，万联证券研究所

3 财务情况：业绩增速放缓，上游企业表现坚韧

总体情况：2022年收入增速放缓，上游增速更高。由于2022年全国各地疫情反复，国内需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力较大，2022年医美板块收入增速有所放缓。其中，上游药械耗材上市公司因美板块共实现营收76.48亿元，同比增长31.11%，较2021年增速68.26%有所回落；中游医美机构上市公司因美板块共实现营收32.98亿元，同比增长14.63%，较2021年增速44.14%减少29.51pcts。板块比较来看，上游业绩增速更高，整体表现更具韧性。

图表4：2020-2022年上游药械耗材和中游医美机构的营收和增速



资料来源：公司公告，同花顺iFind，万联证券研究所

注：上游器械耗材上市公司包括四环医药、华东医药、爱美客、昊海生科、复锐医疗科技、华熙生物，中游医美机构上市公司包括苏宁环球、朗姿股份、瑞丽医美、华韩股份、奥园美谷，均选取各公司医美板块收入

3.1 上游药械仪器：立足产品自主研发，收入整体向好

收入端：立足产品自主研发，收入整体向好。2022年，由于国内各地疫情反复，医美行业增速受限，但长远来看，我国消费需求依然充分，医美市场增长空间很大。具体来看，上游药械仪器上市公司医美业务在2022年营收同比有涨有跌，分别为华东医药（91.11%）、爱美客（33.91%）、昊海生科（61.45%）、复锐医疗科技（20.45%）、四环医药（-62.50%）、华熙生物（-7.56%）。除了四环医药和华熙生物，其他公司营收同比均实现正增长。与2021年营收增速相比，除了华东医药（2021 YoY+6.26%）增速提高，其他上市公司2022年的医美业务增速均有所放缓。

爱美客：全方位且具有差异化的产品矩阵推动公司业绩持续增长。2022年营收同比增长33.91%至19.39亿元，其中，溶液类注射产品实现营业收入12.93亿元，较上年同期增长23.57%；凝胶类注射产品实现营业收入6.38亿元，较上年同期增长 65.61%。2022年毛利率为94.94%（YoY+1.24pcts）。2022年公司通过夯实学术推广，严谨开展医生培训，产品安全性与有效性逐渐得到了下游医疗机构与终端消费者的充分认可。公司采取医生认证制度，将培训与认证制度结合，高效稳定的渠道建设与完善的学习平台制度为新品的推广带来先发优势，助力濡白天使在全国范围内、不同类型机构之间进行快速渗透。此外，公司进一步夯实了肉毒素品类的布局。公司与韩国 Huons BioPharma Co.,Ltd.签订协议，进一步明确了公司作为中国区（含中国香港、中国澳门）唯一经销商，享有“HUTOX”肉毒素排他性的进口、经销等权利，并丰富了合作产品规格，约定了产品供应价格水平。此前公司已投资 HBP 部分股权，本次深度合作有利于公司夯实肉毒素的管线布局，提升公司综合竞争力，强化双方资源整合协同，促进双方在相关领域的联合研究与开发活动。

华熙生物：主动调整产品策略，优化产品结构。2022年，公司医疗终端业务实现收入6.86亿元，同比下降2.00%，毛利率为80.86%。其中，皮肤类医疗产品实现收入4.66亿元，同比下跌7.56%。2022年，公司重新制定不同系列产品的业务定位，依据产品

特点及发展现状将不同产品系列分别定位为成熟业务、增长业务和种子业务，以成熟润百颜小颗粒产品实现机构的广泛覆盖及消费者的品牌认知渗透；聚焦发力差异化优势品类微交联润致娃娃针，带动皮肤类医疗产品增长；通过润致系列产品的定制化组合方案，为求美者打造分层抗衰效果；同时通过修护精华液、喷剂敷料、皮肤修护贴，修护乳等“润致臻活”医美术后修复产品，养护求美者术后肌肤。

昊海生科：重点打造高端玻尿酸产品，多层次业务布局。2022年公司医疗美容与创面护理产品共实现营业收入7.48亿元，较上年同期增幅达61.45%。玻尿酸产品线实现营业收入3.08亿元，同比增长27.90%，目前，第四代有机交联玻尿酸产品已完成国内的临床试验，进入注册申报阶段，公司在玻尿酸产品布局进一步完善。人表皮生长因子产品产品实现营收1.51亿元，同比增长17.73%，“康合素”作为国际第一个获得注册的人表皮生长因子产品，市场份额有望进一步提升。射频及激光设备产品线实现营业收入2.90亿元，同比增长205.49%，表现亮眼。

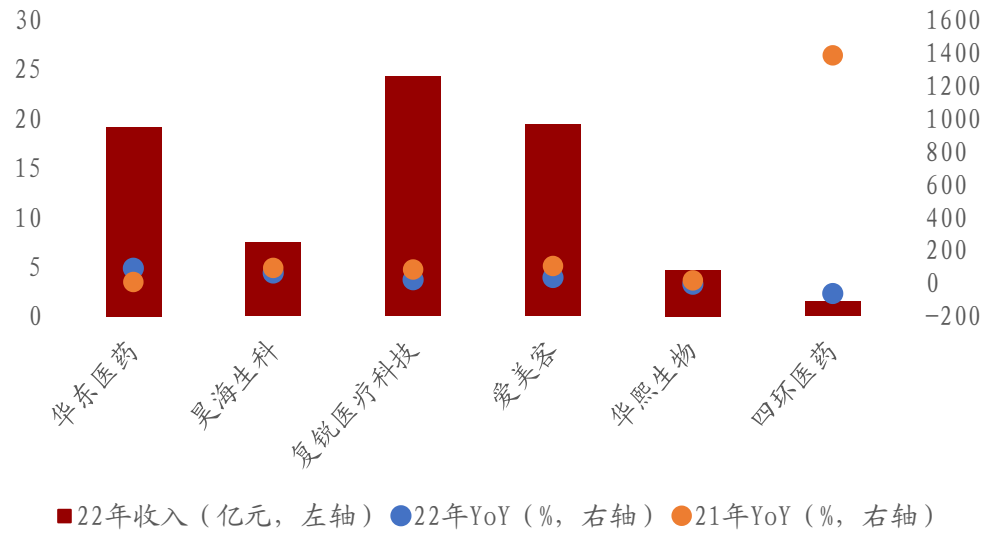
华东医药：医美业务增速亮眼，持续聚焦全球医美高端市场。公司旗下医美板块2022年实现营收19.15亿元，同比增长91.11%。其中，海外医美业务实现营收11.44亿元，同比增长71.88%，国内医美业务实现营收8.84亿元，同比增长141.14%。**从海外医美业务看**：2022年海外市场强劲需求驱动，Sinclair 核心注射类产品收入持续保持快速增长。Ellansé®以其独家的STAT™专利微球制备技术聚焦长效与安全；公司新型高端含利多卡因透明质酸 MaiLi®系列，使用全球首创保留长分子透明质酸链的OxiFree™专利制造技术，能够产生“Smart Spring”智能弹簧凝胶矩阵；Lanluma®为左旋聚乳酸类胶原蛋白刺激剂，是目前全球唯一一款被批准可用于臀部和大腿填充的再生型产品，已成为海外医美业务增长的主要驱动力。**从国内医美业务看：**公司核心产品Ellansé®伊妍仕®凭借再生及抗衰技术与理念，已成为国内医美注射剂领域的明星产品；酷雪 Glacial Spa®在国内成功完成了全球首发，目前已与国内超过40 家美业机构开展商业化合作，2023 年将进一步拓宽合作模式；Sinclair 从爱尔兰EMA Aesthetics独家引入能量源设备——多功能面部皮肤管理平台Préime DermaFacial，计划于2023年在中国上市。

四环医药：诸多产品取得新进展，美颜空间将成增长新引擎。2022年医美板块创收1.50亿人民币，同比下降62.50%，主要是因为持续的新冠疫情导致下游终端无法开展服务以及集团进行渠道库存清理和销售结构的调整等。立足于高增长、低渗透率的中国医美市场，四环医药致力于以制药企业的严谨，创新打造旗下医美平台美颜空间成为医美全产品矩阵龙头企业。2022年，美颜空间开启多个项目，包括启航项目、医学调研项目、正品验真活动等，不仅加大对销售渠道赋能，与头部机构达成战略合作协议，进一步深入合作，还同时通过与机构的合作覆盖众多消费者，并提升产品力及品牌宣传。2022年1月，美颜空间与韩国VIOL就SYLFIRM XTM黄金微针产品达成独家代理协议，获得该产品在中国大陆、香港及澳门的独家代理权。2022年3月，美颜空间与瑞士Suisselle SA就Cellbooster®系列产品达成独家代理协议，获得该产品在中国大陆及港澳台的独家代理权。同时，集团还进一步拓展产品组合，切入核心领域，与蓝晶微生物签署协议，双方已成立合资公司，共同开发包括PHA微球及基于生物制造的再生医学材料，双方将共同完成产品的研发、合规化申报和后续商业化推广。此外，美颜空间独家代理并由韩国Hugel生产的注射用修饰透明质酸钠凝胶（商品名：铂安润®）已于2022年4月获得国家药监局颁发的三类医疗器械注册证。自主研发的近20款皮肤敷料敷贴类产品均取得了国家药监局颁发的II类医疗器械注册证。随着疫情管控的全面放开，美颜空间更多产品上市销售，及团队销售策略的落地及美颜空间有望在2023年成为集团业务增长的新引擎。

复锐医疗科技：推陈出新，多市场覆盖。2022年实现营收3.54亿美元（YoY+20.45%），业绩增长的原因主要是三款创新产品的推出、现有旗舰产品的销售增长以及复星牙

科开始贡献收入所致。公司销售覆盖地区均实现收入增长，其中北美、中东及亚太地区表现尤为突出。北美地区取得收入143.7 百万美元，同比增加28.2%；亚太地区取得收入98.1百万美元，同比增加15.1%；中东地区取得收入36.6百万美元，同比增加18.7%。**在产品推新方面：**公司持续研发投入，实现新品推出，2022年成功推出三款全新产品：1）全新经皮给药设备（Alma TED™）是一款基于超声波的能量设备平台，旨在解决当今日益增长的脱发问题；2）CBD+专业护肤解决方案™ 是一款能显著改善皮肤发红并舒缓敏感肌肤表层的专业护肤解决方案；3）首款 B2C 家用美容仪 LMNT one™是一款基于光波能量的嫩肤治疗产品，旨在通过即刻亮肤、促进胶原新生等多重维度助力消费者在家轻松实现肌肤年轻化。

图表5：主要药械仪器类上市公司医美业务收入及增速

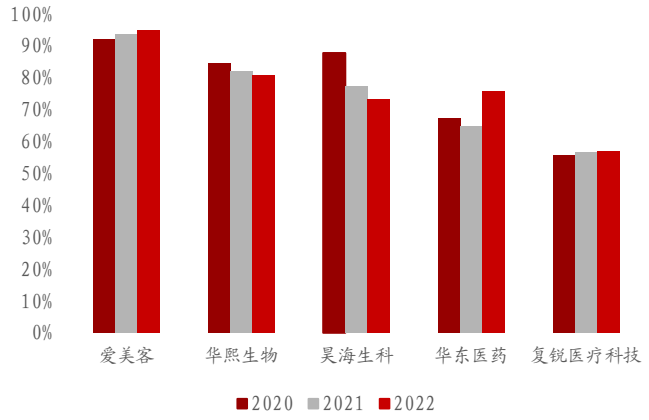


资料来源：公司公告，同花顺iFind，万联证券研究所

注：华熙生物采用医疗终端业务中皮肤类医疗产品业务，昊海生科采用医疗美容与创面护理业务，华东医药采用医美业务

利润端：2022年爱美客、复锐医疗科技、华东医药医美业务毛利率同比上升，华熙生物、昊海生科医美业务毛利率同比下降。2022年，爱美客已经形成全方位的已上市产品及在研产品组合推动持续增长，从而实现了毛利率同比增长1.24pcts至94.94%，销售净利率为65.40%（YoY-0.72pcts），期间费用率同比为21.46%（YoY+2.70pcts），整体维持行业高盈利水平。复锐医疗科技2022年实现销售毛利率57.00%（YoY+0.30pcts），毛利率保持稳定。华熙生物2022年医美业务毛利率为80.86%（YoY-1.19pcts），销售净利率为15.12%（YoY-0.55pcts），主要是公司主动调整产品策略、优化产品结构所致。华东医药2022年医美业务毛利率为75.77%（YoY+10.91pcts），大幅增长的主要原因是公司积极克服市场需求波动影响，持续深耕医美注射类高端市场，公司期间费用率较为稳定（YoY+1.04pcts），销售净利率为6.72%（YoY-0.75pcts）。昊海生科2022年医美业务毛利率为73.11%（YoY-4.29pcts），净利率同减10.72pcts至8.93%，主要是受到新冠疫情以及产品销售渠道重新整合的影响。

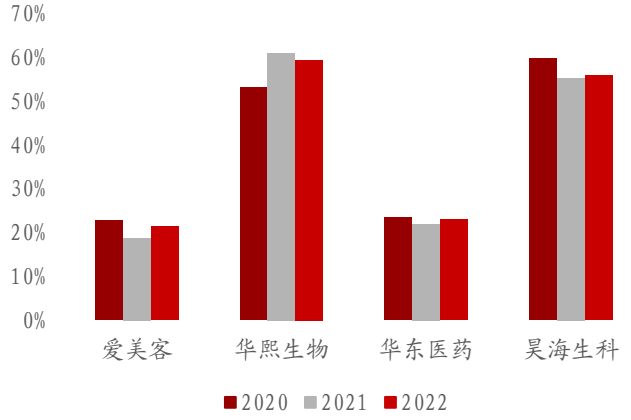
图表6：主要药械仪器类上市公司医美业务毛利率



资料来源：公司公告，同花顺iFind，万联证券研究所

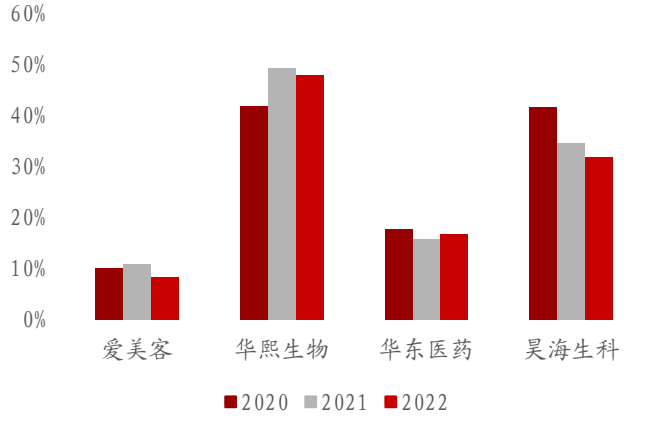
注：华熙生物采用医疗终端业务，昊海生科采用医疗美容与创面护理业务，华东医药采用医美业务。

图表7：主要药械仪器类A股上市公司年度期间费用率



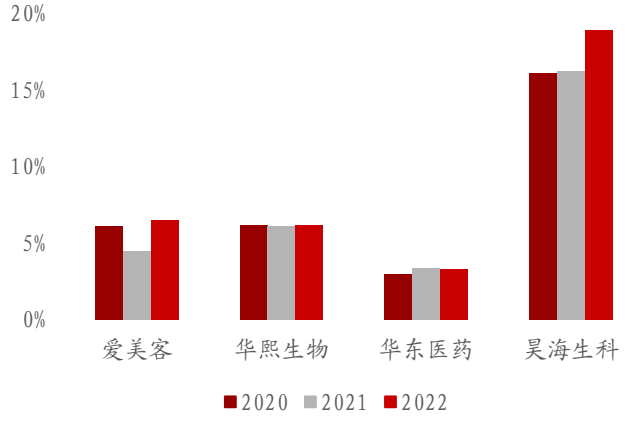
资料来源：公司公告，同花顺iFind，万联证券研究所

图表8：主要药械仪器类A股上市年度销售费用率



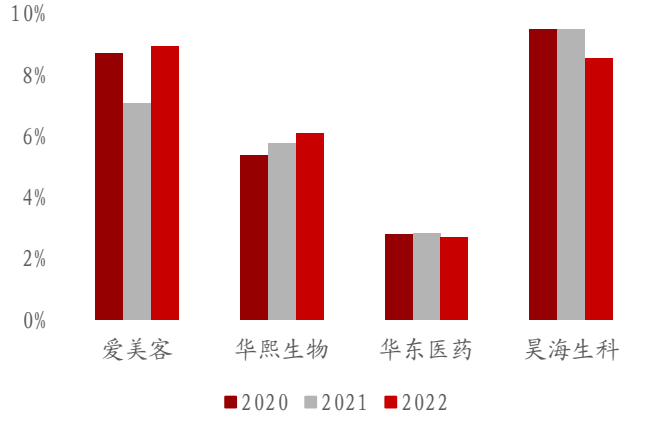
资料来源：公司公告，同花顺iFind，万联证券研究所

图表9：主要药械仪器类A股上市公司年度管理费用率



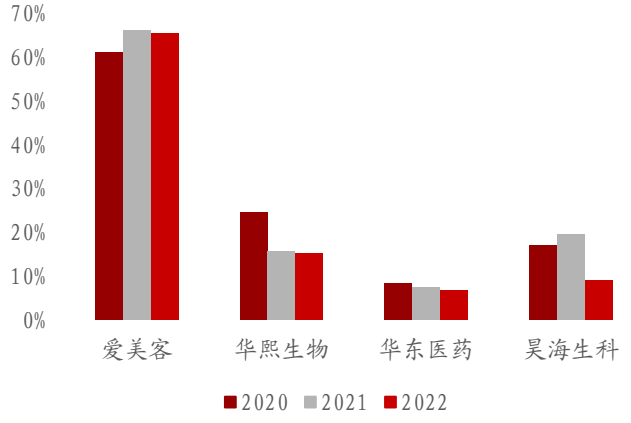
资料来源：公司公告，同花顺iFind，万联证券研究所

图表10：主要药械仪器类A股上市年度研发费用率



资料来源：公司公告，同花顺iFind，万联证券研究所

图表11：主要药械仪器类A股上市公司年度净利率



资料来源：公司公告，同花顺iFind，万联证券研究所

3.2 中游服务机构：加速产业链资源整合，规模化发展医美业务

收入端：加速产业链资源整合，规模化发展医美业务。2022年，医美行业受到了疫情造成的负面冲击，但长期来看，行业的外部环境未发生改变，驱动行业增长的医疗消费和美丽消费两大领域仍保持热度，行业仍将保持高速发展。具体来看，奥园美谷/朗姿股份/苏宁环球的医美业务板块在2022年分别实现营收6.09/14.06/1.93亿元，分别同增41.59%/9.25%/9.54%，较2021年增速均大幅下降。瑞丽医美/华韩股份在2022年分别实现营收1.65/9.25亿元，同比均为负增长（-12.66%/-3.96%）。

奥园美谷：并购医美服务机构，医美业务成功布局长三角。奥园美谷的医美业务板块在2022年实现营业收入6.09亿元，同比增长41.59%。目前，奥园美谷已通过对杭州连天美医疗美容医院和杭州维多利亚医疗美容医院、广东奥若拉健康管理咨询有限公司的并购，快速进入医美产业链。公司将医美事业深耕长三角、大湾区，构建“1+N”模式。同时，为丰富公司医美产业生态，公司携手合作伙伴就医美产品、激光射频仪器、光电美容设备等开展深入合作。2022年，秉承“成就美丽人生”的品牌理念，公司在旗下医美医院和医美服务机构继续实施优化医生激励、品牌形象打造、产品技术升级、客户管理优化、渠道扩张和创新等举措，加强投后内部精细化和标准化运营管理，持续提升市场竞争力与核心资源的积累。公司以安全和品质医美为理念，以自身规范发展为己任，着力“医院管理、医院服务、患者安全、医疗质量管理与持续改进”四大板块的管理提升，以浙江最高分通过杭州连天美医疗美容医院“5A”级医院复评工作。

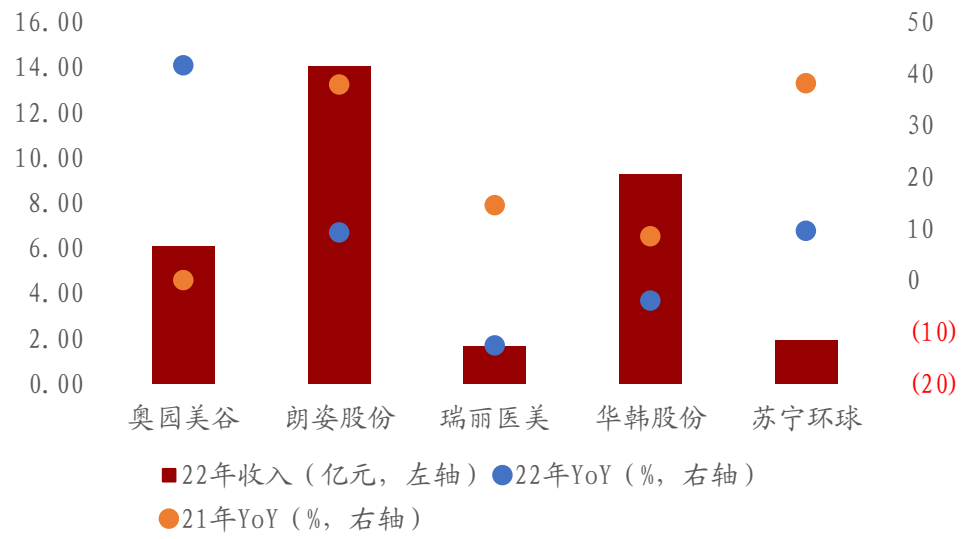
朗姿股份：积极搭建医美行业多区域、多层次联动协同的平台。2022年，朗姿股份医疗美容业务板块实现营业收入14.06亿元，较上年同期增长9.25%；实现毛利润6.96亿元，毛利率49.54%。截至2022年底，朗姿股份已拥有30家医疗美容机构，其中综合性医院 6 家、门诊部或诊所 24 家，主要分布在成都、西安、昆明、重庆、深圳、长沙、宝鸡和咸阳等地区，目前在运营的有“米兰柏羽”、“晶肤医美”、“高一生”和“昆明韩辰”四大国内医美品牌。朗姿医美以“安全医美、品质医美、口碑医美”为经营理念，为顾客提供领先的医疗技术和优质服务，始终坚持医疗本质，致力于研究行业前端的医疗技术。2022年，公司收购昆明韩辰医疗美容医院有限公司控股权，本次收购是公司外延发展和内生增长的双重驱动下加快泛时尚产业布局速度，提升医美业务的规模化和行业竞争力水平，加快推动朗姿医疗美容业务的全国布局并力争成为行业领先者的重要举措。目前，公司在成都、西安两大城市已初步实现区域头部医美品牌的阶段目标，并辐射西南部区域，正在朝布局全国医美的战略版图迈进。

苏宁环球：聚焦产业链中上游板块，发展动能持续优化。公司自确定生物医药科技转型以来，聚焦消费者对美的诉求，通过内生增长、外延扩张方式拓展新业务，2022 年医美板块在克服不利因素影响下，实现营业收入 1.93 亿元，同比增长 9.54%。在医美机构业绩稳步增长的同时，公司聚焦产业链中上游板块，围绕再生医学和抗衰领域投资，进一步实现公司产业布局目标，通过收购，公司医美板块的资源整合能力进一步提升，从下游优质医美医院资产到中上游医疗美容产品，医美产业链得到更好的整合和发展。2022年，公司医美板块重点工作为：**（1）运营方面：**医美板块拥有高端整形外科和轻医美产品，在管理、服务、技术等方面建立起标准化、高质量的规范体系，2022 年获得实用新型专利授权，持续提高技术标准，重视自身能力壁垒的建设，已形成独特的经营及盈利模式，不断满足客户多元化需求。**（2）品牌建设方面：**医美板块不断增强公司品牌美誉度建设，将品牌与医疗安全和高品质服务深度绑定，树立品牌认知。采用多种营销方式，完善数字创新建设健全客户会员体系，建立与客户连

结的新方式实现精准营销，提高复购率，提升客户黏性。**(3)服务方面：**不断创新运营模式，针对轻医美产品类别，完善标准化的产品库存单位（SKU)和 SOP服务流程，抢占轻医美赛道，紧抓双美模式新趋势，撬动业绩新增长。

华韩股份：坚持医教研相结合，促进学术交流和学科建设。华韩股份2022年实现营业收入9.25亿元，同比增长-3.96%。营业收入下滑主要受到两方面因素影响：第一，报告期内受各地疫情管控影响，公司下属医院停诊或暂停营业；第二，各地疫情反复对消费者的消费行为与心理带来了影响，消费意愿下降，消费项目偏好发生改变。公司旗下南京医科大学友谊整形外科医院、四川悦好医学美容医院、南京华韩奇致美容医院、青岛华韩整形美容医院、北京华韩医疗美容医院等5家医院先后9次通过JCI评审。南京医科大学友谊整形外科医院和南京华韩奇致美容医院先后3次通过中国整形美容协会的5A医院评审。公司坚持医教研相结合，促进学术交流和学科建设。公司长期坚持对实验室软硬件的投入和医学科研团队的招募，公司旗下实验室的医学科研团队由众多学者共同组建而成，主要瞄准干细胞与组织工程、抗衰老、体表器官先天性畸形及创伤修复与瘢痕防治等研究方向。截止2022年末，公司累计已结题的各级学术类科研项目共计22项，正在开展的学术科研课题4项。

图表12：主要医美服务机构类公司医美相关收入及增速

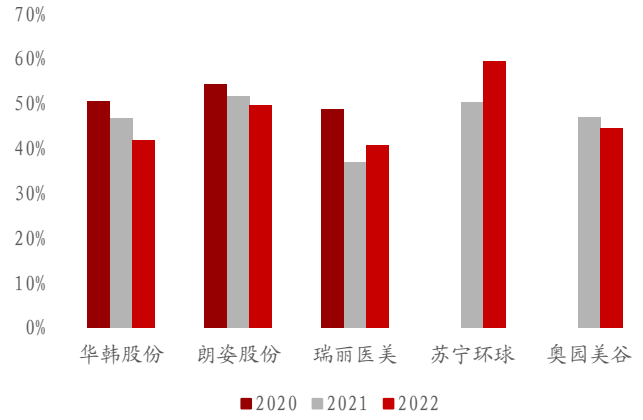


资料来源：公司公告，同花顺iFind，万联证券研究所

注：朗姿股份采用旗下朗姿医美数据，奥园美谷采用医疗美容服务数据，苏宁环球采用医疗美容数据，下同。

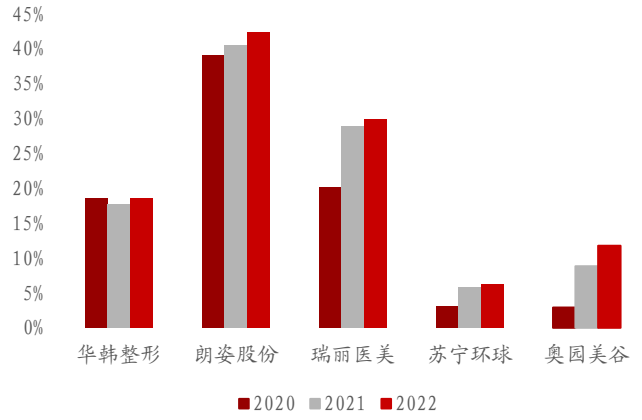
利润端：2022年苏宁环球、瑞丽医美毛利率同比上升，华韩股份、朗姿股份、奥园美谷毛利率同比放缓。由于2022年国内疫情仍不断反复，对消费者的消费行为与心理带来了影响，消费意愿下降，消费项目偏好发生改变，从而使得医美行业服务机构受到负面打击。具体来看，苏宁环球/瑞丽医美2022年毛利率分别为59.36%/40.60%，同比增加9.02/3.60pcts。华韩股份/朗姿股份/奥园美谷2022年毛利率分别为41.78%/49.54%/44.47%，同比减少-4.99/-2.05/-2.58pcts。此外，2022年各公司的销售净利率普遍下滑，其中奥园美谷的净利率下跌明显。

图表13：主要医美服务机构类公司医美业务毛利率



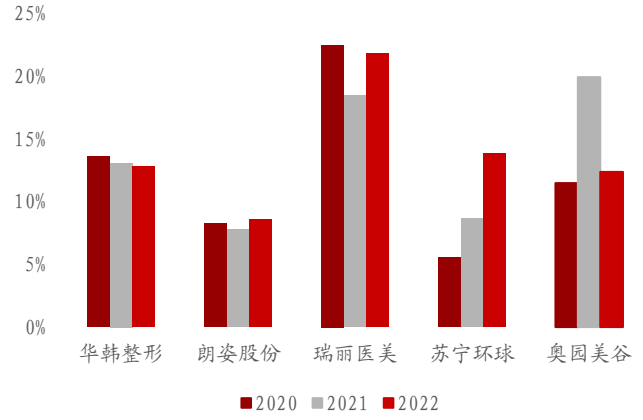
资料来源：公司公告，同花顺iFind，万联证券研究所

图表14：主要医美服务机构类公司销售费用率



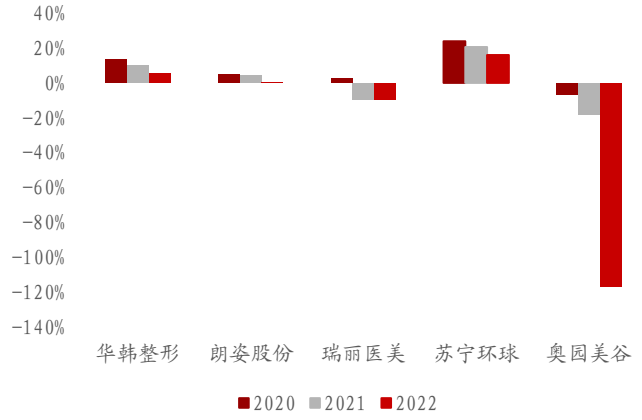
资料来源：公司公告，同花顺iFind，万联证券研究所
注：朗姿股份、苏宁环球、奥园美谷采用公司整体数据。

图表15：主要医美服务机构类公司管理费用率



资料来源：公司公告，同花顺iFind，万联证券研究所
注：朗姿股份、苏宁环球、奥园美谷采用公司整体数据

图表16：主要医美服务机构类公司净利率



资料来源：公司公告，同花顺iFind，万联证券研究所
注：朗姿股份、苏宁环球、奥园美谷采用公司整体数据。

4 投资建议及风险因素

4.1 投资建议

从2022年业绩表现来看：上游药械仪器商立足产品自主研发，密集推新，龙头企业收入同比保持较高增速，但受到疫情反复带来的负面冲击，业绩增速相较上年有所放缓；**中游服务机构**加速产业链资源整合，规模化发展医美业务，受疫情影响业绩增速下降，净利率普遍下滑。

从短期来看，医美行业在23年存在疫后需求回补的逻辑，医美需求复苏趋势明朗，即将进入医美消费旺季，且叠加去年下半年低基数影响，医美需求环比、同比均会改善；**从中长期来看，**国内医美渗透率较低，长期来看提升空间大，且随着产品推新和结构升级，以及行业合规化发展后竞争格局优化，行业龙头的盈利能力有望持续优化。

建议关注：医美板块在22年年底疫情放开后迎来一波反弹，2月份调整至今，目前来看医美行业复苏趋势逐步明朗，我们认为当前是比较好的配置时机，**我们从产业链的角度出发，优选附加值最高、护城河深、竞争格局最优的上游耗材仪器板块，重点关注重视需求、管线布局丰富、渠道信息流通畅的龙头标的。**

4.2 风险因素

1. **监管风险：**由于一方面目前我国医美乱象仍多，另一方面我国药械上市、机构执业均受到严格的监管，监管政策的出台和执行力度对行业的盈利能力与发展趋势均有较大影响。

2. **医疗事故风险：**无论是对耗材仪器商，还是对服务机构来讲，医疗事故都将对其经营产生重大影响。

3. **经济增速不及预期风险：**因行业具有一定的可选消费属性，经济增速不及预期，消费升级受限将影响行业发展。

4. **疫情反复风险：**因医美消费场景为线下，疫情反复将直接影响医美消费，导致医美行业经营受损。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％至-10％之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10％以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15％以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5％至15％；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5％至5％；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5％以上。
基准指数 ： 沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

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登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责条款

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。
本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。
市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。
本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所
上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦
北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳福田区深南大道 2007 号金地中心
广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场