

推荐 (首次)

轻医美黄金赛道，玻尿酸重塑美丽

风险评级：中高风险

医美行业专题报告

2021年2月1日

投资要点：

魏红梅

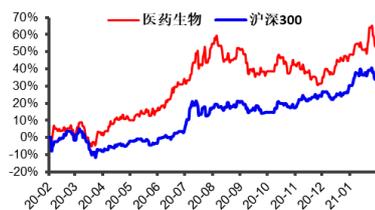
SAC 执业证书编号：

S0340513040002

电话：0769-22119410

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

申万医药生物指数走势



资料来源：Wind，东莞证券研究所

相关报告

- **我国医美市场规模快速增长，轻医美项目备受青睐。**2019年，我国医美市场规模为1769亿元，同比增长22.2%，2014年-2019年CAGR为29.81%。预计到2023年，我国医美市场规模将增加到3115亿元。近年来民营医美机构数量大幅增加，网红文化催生当代人审美变化，医疗美容需求激增。轻医美市场方面，我国轻医美规模占整体医美市场规模的比重维持在65%-70%。2019年，中国轻医美市场规模为1191亿元，同比增长15.86%。
- **我国大陆地区医美渗透率有巨大提升空间。**2019年中国大陆的医美市场渗透率仅为3.6%，远低于韩国20.5%的渗透率。从渗透率增速来看，2014年-2019年中国大陆医美渗透率每年增加0.24个百分点，低于韩国但远高于美国和日本。在颜值经济大环境下，大众对医美的接受度日渐上升。
- **轻医美上游企业占据利润高地。**轻医美上游产品在整条产业链中的确定性最高，行业上游壁垒重重，技术、资金及牌照不可或缺，产品附加值高。上游行业集中度高，企业议价能力强，医美产品毛利率普遍超过90%。我国医美产业链中游鱼龙混杂，在严打黑医美大环境下，短期内医美机构数量减少可能会影响上游企业销量，但长远来看，正规针剂和设备的需求大概率会先降后升，有助于上游企业产能扩张。
- **年轻群体成我国医美消费主力军。**近年来，90后和00后在医美消费者中占比之和维持在80%以上。2020年，20岁-25岁消费者占比高达40%，26岁-30岁消费者占比约23%，18岁-19岁消费者占比为19%。
- **玻尿酸为最热门轻医美项目。**2019年，中国医美非手术之注射类疗程量占轻医美疗程总量比例为84.72%，而注射类项目中玻尿酸占比高达66%。2019年，我国玻尿酸医美终端产品市场规模同比上涨15.41%，达42.7亿元，2015年-2019年CAGR为22.76%。玻尿酸产品中，2019年进口产品规模占整体的68%，在国内企业技术不断革新的前提下，国产替代空间可观。
- **投资策略：首次给予医美行业整体“推荐”评级，重点关注自主研发实力强劲、品牌竞争力上升、推广渠道成熟、产品质量和种类领先的企业。**中国医美行业正快速发展，轻医美火热程度稳超传统整形医美，行业增长的驱动因素主要为当代年轻人的抗老热情以及对医美观念的良性转变。中国人均GDP水平维持高增长，消费升级支撑医美行业扩张。综上所述，医美行业景气度高，企业拓张意愿明显，未来发展潜力巨大，首次给予医美行业整体“推荐”评级。建议优先关注综合实力较强的企业，如爱美客和华熙生物。
- **风险提示：市场竞争加剧风险；新产品市场接受度不及预期；经营资质续期风险；新产品开发和注册风险；产能扩张风险。**

目 录

| | |
|-----------------------------|----|
| 1、医美行业黄金时代，轻医美市场快速发展 | 5 |
| 1.1 走近医美，重拾自信 | 5 |
| 1.2 医美行业黄金赛道，行业规模稳定增长 | 6 |
| 1.3 轻医美热潮不退，受宠度稳超传统整形 | 8 |
| 2、轻医美利润丰厚，“黑医美”急需整治 | 9 |
| 2.1 轻医美行业上游，现重重壁垒，占利润高地 | 9 |
| 2.2 医美行业乱象丛生，黑市整治提上日程 | 10 |
| 3、从需求端看国内医美动向 | 12 |
| 3.1 我国年轻群体爱抗老，90 后成医美消费主力军 | 12 |
| 3.2 男性医美消费群体日渐壮大，市场未来发展可期 | 14 |
| 3.3 医美消费地域性明显，低线城市有望成蓝海市场 | 15 |
| 4、从供给端看轻医美成长 | 16 |
| 4.1 针剂项目在全球脱颖而出，透明质酸在我国备受青睐 | 16 |
| 4.2 玻尿酸备受追捧，大玩家占领市场 | 17 |
| 4.2.1 透明质酸应用广泛，填充护肤各取所需 | 17 |
| 4.2.2 透明质酸市场蒸蒸日上，医美终端产品欣欣向荣 | 19 |
| 4.2.3 玻尿酸原料及医美产品格局良好 | 20 |
| 4.3 肉毒毒素持续火热，国内双雄时代终结 | 22 |
| 4.3.1 肉毒毒素安全高效，除皱瘦脸齐头并进 | 22 |
| 4.3.2 肉毒毒素规模增长，两分天下格局被破 | 23 |
| 4.4 光电设备前景光明，国产替代空间可观 | 25 |
| 5、国内轻医美企业蒸蒸日上，三大玻尿酸巨头各有千秋 | 26 |
| 5.1 三家公司产品布局各有特点 | 26 |
| 5.2 销售渠道对比 | 28 |
| 5.3 财务指标对比 | 29 |
| 5.4 盈利能力对比 | 32 |
| 5.5 研发能力对比 | 34 |
| 6、投资策略 | 36 |
| 7、风险提示 | 36 |

插图目录

| | |
|-------------------------|---|
| 图 1：中国医美历史发展 | 5 |
| 图 2：中国医美消费者审美变化 | 6 |
| 图 3：全球医美疗程数总量稳定增长 | 6 |
| 图 4：2019 年美国医美疗程数总量全球第一 | 6 |
| 图 5：全球医美市场规模稳定增长 | 6 |
| 图 6：美国医美市场规模情况 | 6 |
| 图 7：中国医美市场规模快速增长 | 7 |
| 图 8：中国大陆医美市场渗透率较低 | 8 |
| 图 9：中国每千人医美诊疗次数较低 | 8 |
| 图 10：中国人均 GDP 增速高于韩美日 | 8 |
| 图 11：全球非手术类医美疗程数占比超 50% | 9 |
| 图 12：非手术类医美项目在日本的受欢迎度更高 | 9 |
| 图 13：中国轻医美市场规模占整体规模比重高 | 9 |

| | |
|---------------------------------|----|
| 图 14: 中国轻医美市场规模稳定上升 | 9 |
| 图 15: 轻医美产业链 | 10 |
| 图 16: 我国正规医美机构中诊所占比最高 | 10 |
| 图 17: 我国违法医美机构占比远超正规机构 | 10 |
| 图 18: 我国医美行业正规医师缺口巨大 | 11 |
| 图 19: 我国黑医师在医美市场表现活跃 | 11 |
| 图 20: 医美市场上黑针剂猖獗 | 11 |
| 图 21: 合法医美机构和非法医美机构设备情况 | 11 |
| 图 22: 90 后群体为我国医美消费主力军 | 12 |
| 图 23: 超过半数当代人在 20-30 岁开始考虑抗衰 | 13 |
| 图 24: 改善皮肤松弛是抗衰老的首要需求 | 13 |
| 图 25: 当代青年认为医美是抗衰的第一选择 | 14 |
| 图 26: 皮肤美容系我国最受欢迎医美项目 | 14 |
| 图 27: 中国医美消费者多为女性 | 14 |
| 图 28: 男性医美消费量占比增加 | 14 |
| 图 29: 中国男性医美消费平均客单价超过女性 | 15 |
| 图 30: 新白领人群中男性美容护肤投入占比超过 1/3 | 15 |
| 图 31: 2018 年各线城市 18-40 岁人群医美渗透率 | 15 |
| 图 32: 医美市场规模前 10 的均为一线或新一线城市 | 15 |
| 图 33: 中国二线及以下城市的医美用户在医美平台的活动方式 | 16 |
| 图 34: 全球轻医美项目中注射类备受追捧 | 16 |
| 图 35: 肉毒毒素为全球最受喜爱轻医美项目 | 16 |
| 图 36: 非手术之注射类医美项目在中国热度最高 | 17 |
| 图 37: 注射类细分项目中玻尿酸最受欢迎 | 17 |
| 图 38: 医美类玻尿酸终端产品 | 18 |
| 图 39: 全球透明质酸原料市场销量规模 (吨) | 19 |
| 图 40: 中国透明质酸原料市场销量规模 (吨) | 19 |
| 图 41: 中国医药级透明质酸价格更具优势 | 19 |
| 图 42: 中国医药级 HA 终端市场规模稳定增长 | 20 |
| 图 43: 中国医美类 HA 终端产品市场规模稳定增长 | 20 |
| 图 44: 透明质酸原料销量全球前五的企业为中国企业 | 20 |
| 图 45: 玻尿酸进口产品市场规模力压国货 | 21 |
| 图 46: 国产玻尿酸产品销量占半壁江山 | 21 |
| 图 47: 肉毒毒素用于除皱和瘦脸最受欢迎 | 23 |
| 图 48: 除皱应用最多的部位是鱼尾纹 | 23 |
| 图 49: 全球 A 型肉毒毒素市场规模稳定增长 | 23 |
| 图 50: 中国肉毒毒素市场规模快速增长 | 23 |
| 图 51: 2018 年保妥适规模占比反超国产衡力 | 24 |
| 图 52: 能量源医美产品分类 | 25 |
| 图 53: 2020 年热玛吉晋升新氧平台抗衰 TOP1 项目 | 26 |
| 图 54: 2020 年热玛吉为更美平台订单增速最快项目 | 26 |
| 图 55: 三家公司主要产品布局情况 | 27 |
| 图 56: 爱美客在华东地区渠道下沉最深 | 29 |
| 图 57: 华熙生物的境外业占比最多 | 29 |
| 图 58: 三家公司医美类产品渠道对比 | 29 |
| 图 59: 爱美客主营业务收入情况 | 31 |

| | |
|--------------------------|----|
| 图 60: 华熙生物主营业务收入情况 | 31 |
| 图 61: 昊海生科主营业务收入情况 | 31 |

表格目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 表 1: 医美项目分类 | 5 |
| 表 2: 按用途的玻尿酸分类 | 17 |
| 表 3: 玻尿酸 VS 水光针 | 18 |
| 表 4: 国内认证的玻尿酸产品情况 | 21 |
| 表 5: 肉毒毒素适应症 | 22 |
| 表 6: 肉毒毒素除皱针 OR 瘦脸针 | 22 |
| 表 7: 国内获批的肉毒毒素产品情况 | 24 |
| 表 8: 国内肉毒毒素在研情况 | 24 |
| 表 9: 光电医美项目分类 | 25 |
| 表 10: 三家公司主要医美产品 | 27 |
| 表 11: 各公司营收和归母净利润情况 | 30 |
| 表 12: 各公司 2019 年毛利率情况 (按产品) | 32 |
| 表 13: 各公司毛利率情况 (按渠道) | 33 |
| 表 14: 各公司整体毛利率、期间费用率与净利率情况 | 33 |
| 表 15: 各公司研发支出情况 | 34 |
| 表 16: 各公司医美产品在研情况 | 35 |
| 表 17: 重点公司盈利预测及投资评级 (2021/1/29) | 36 |

1、医美行业黄金时代，轻医美市场快速发展

1.1 走近医美，重拾自信

根据《医疗美容服务管理办法》，医疗美容系运用手术、药物、医疗器械以及其他具有创伤性或者侵入性的医学技术方法对人的容貌和人体各部位形态进行的修复与再塑。

医疗美容可分为手术类（重整形）和非手术类（轻医美）。手术类医美项目包含眼睑整形、鼻整形、口腔牙齿矫正、植发等头面部项目，丰胸等胸部项目，以及吸脂等身体项目。非手术类医美项目包含肉毒毒素、玻尿酸等注射项目，光子嫩肤等面部年轻化项目，以及牙齿美容等其他项目。

表 1：医美项目分类

| 手术类医美项目（重整形） | 非手术类医美项目（轻医美） |
|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> • 头面部： 眼睑/耳部/鼻整形、脂肪/假体填充、修复手术、植发、口腔牙齿矫正等 • 胸部： 丰胸、去副乳、胸部修复等 • 身体： 吸脂、脂肪填充转移、身体塑性等 | <ul style="list-style-type: none"> • 注射类： 肉毒毒素、玻尿酸等 • 面部年轻化： 光子嫩肤、热玛吉、激光脱毛、射频紧肤、果酸换肤、皮秒激光等 • 其他： 牙齿美容等 |

资料来源：艾媒咨询、ISAPS，东莞证券研究所

国内外医疗美容市场均经历了萌芽期、探索期、成长期和成熟期。国际医疗美容行业起步较早，成长迅速。1992 年，肉毒毒素在国际市场上正式投入临床使用，标志着全球医美行业步入成熟阶段。而国内医疗美容行业起步较晚，目前处于高速发展期，景象一片繁荣。萌芽期和探索期，以公立医院整形外科为主，开展项目较少，求美者主要追求自身缺点优化；成长时期，民营医美机构崛起，手术类型增加，针剂注射项目崭露头角，求美者更倾向于追求面部年轻化；成熟时期，行业技术提升，细分项目优化，民营机构成为医美行业主战力。2012 年，国内医美 APP 出现。在中国产业政策和“互联网+”浪潮推动下，医美机构及渠道展开变革之路。2015 年，在颜值经济大环境下，医美市场呈现爆发性增长，大众对医美的接受程度日渐上升，男性亦开始接触医美。2020 年，大众审美需求逐渐回归到追求自然美，“高级脸”成为颜值消费的再次消费升级。

图 1：中国医美历史发展



资料来源：艾媒咨询，东莞证券研究所

图 2：中国医美消费者审美变化

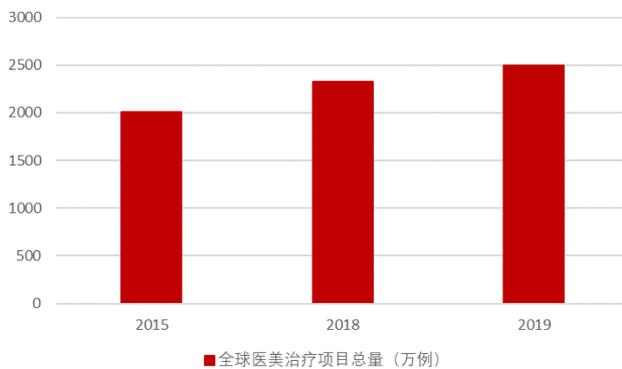


资料来源：艾瑞咨询，东莞证券研究所

1.2 医美行业黄金赛道，行业规模稳定增长

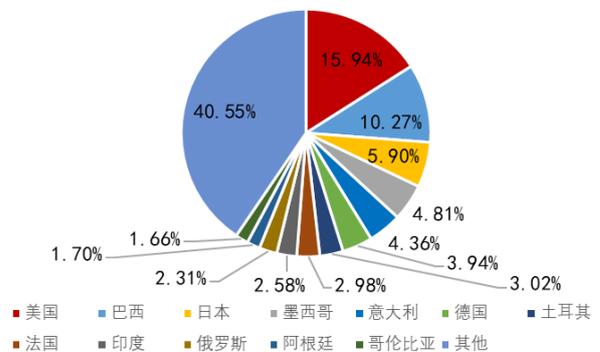
全球医疗美容疗程数总量稳定增长，美国为全球第一医美大国。2019 年，全球医美疗程数总量为 2498 万，同比增长 7.38%，2015 年-2019 年 CAGR 为 5.56%。2019 年，美国医美疗程数总量为 398 万，占全球总量 15.94%，稳居医美大国首位。巴西、日本医美疗程数总量占全球比重分别为 10.27%和 5.90%，分别位居全球第二、第三。

图 3：全球医美疗程数总量稳定增长



资料来源：ISAPS，东莞证券研究所

图 4：2019 年美国医美疗程数总量全球第一

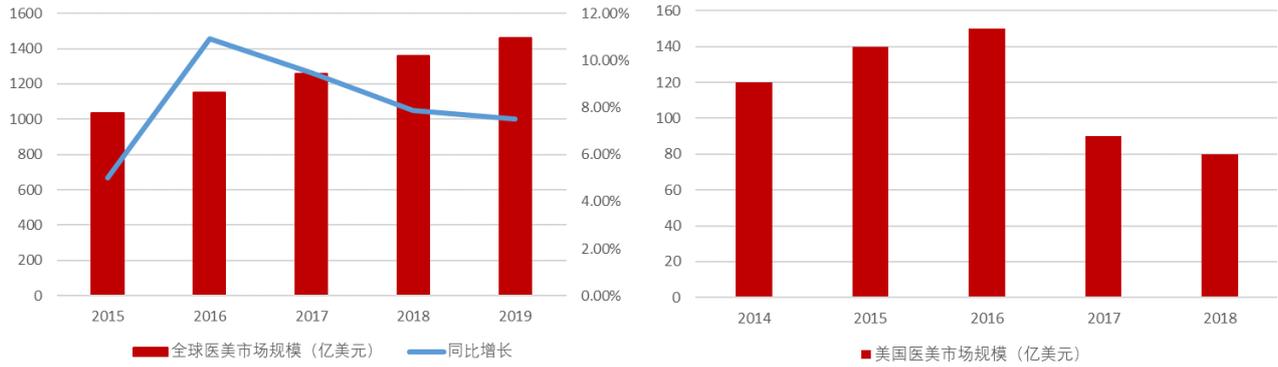


资料来源：ISAPS，东莞证券研究所

全球医美市场规模稳定增长。2019 年，全球医美市场规模为 1459 亿美元，同比增长 7.5%，2015 年-2019 年 CAGR 为 8.94%。单从美国来看，2016 年美国医美市场规模约为 150 亿美元，2014 年-2016 年 CAGR 为 11.80%。2017 年后，美国仅统计正规市场数据。2018 年正规医美市场规模为 80 亿美元，同比下降 11.11%。考虑到医美需求日益增加，非正规医美市场规模有可观利润空间，预计美国医美市场整体规模仍处于增长状态。

图 5：全球医美市场规模稳定增长

图 6：美国医美市场规模情况



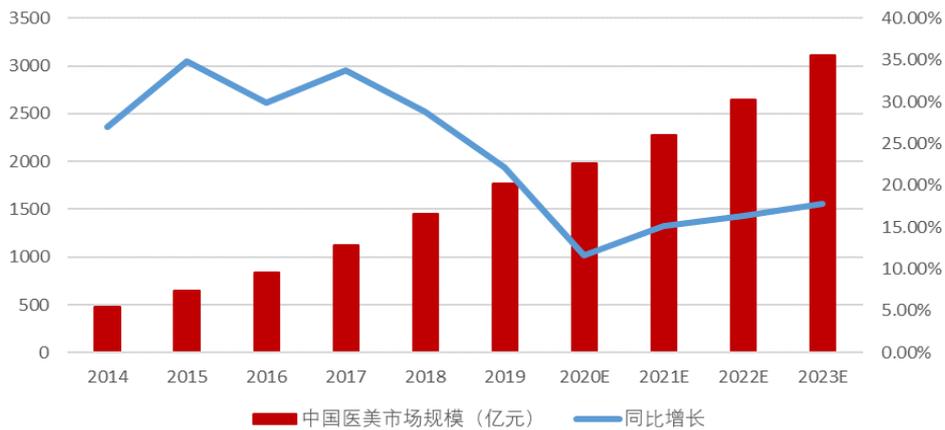
资料来源: ISAPS、Frost & Sullivan, 东莞证券研究所

资料来源: ASAPS, 东莞证券研究所

备注: 2017年、2018年数据为美国正规市场数据

中国医美市场规模高速增长, 近两年增速有所放缓。2014年-2017年, 中国医美市场规模快速增长, CAGR为32.79%, 是美国医美市场规模复合增长率的2.78倍; 期间民营医美机构数量大幅增加, 网红文化催使当代人审美变化, 医疗美容需求激增。2018年开始, 行业增速有所下滑, 主要原因系我国人均可支配收入同比增幅小幅下滑, 从2017年的9.04%下降到8.68%, 2019年我国人均可支配收入同比增速为8.87%; 同时, 市场监管日趋严谨, 中小医美机构资质参差不齐, 部分企业盈利能力不佳。2019年中国医美市场规模为1769亿元, 同比增长22.2%。2020年受疫情影响, 我国医美行业规模增速下滑, 预计经过未来3-5年的行业自身调节, 加以持续整治规范, 正规医美市场可保持健康可持续发展, 医美市场将逐步回暖。根据艾瑞咨询预测数据, 预计到2023年, 我国医美市场规模将增加到3115亿元, 是2019年市场规模的1.76倍。

图 7: 中国医美市场规模快速增长



资料来源: 艾瑞咨询, 东莞证券研究所

我国医美市场渗透率有巨大提升空间。目前我国大陆地区医美市场渗透率远低于国际市场, 但渗透率增长速度处于国际中上水平。2019年, 韩国、美国、日本这前三大医美大国的医美渗透率分别为20.5%、16.6%、11.0%, 而中国大陆的医美渗透率仅为3.6%, 远低于成熟的国际市场, 约有3倍-5倍的增长空间。从每千人诊疗次数来看, 2018年韩

国、美国每千人医美诊疗次数分别为 86.2 次和 51.9 次，而中国每千人医美诊疗次数约 14.8 次，仅为韩国的 1/6。但从渗透率增速来看，2014 年-2019 年中国大陆医美渗透率每年增加 0.24 个百分点，高于美国和日本。

图 8：中国大陆医美市场渗透率较低

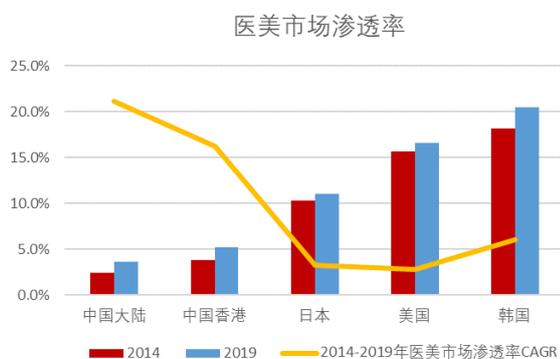
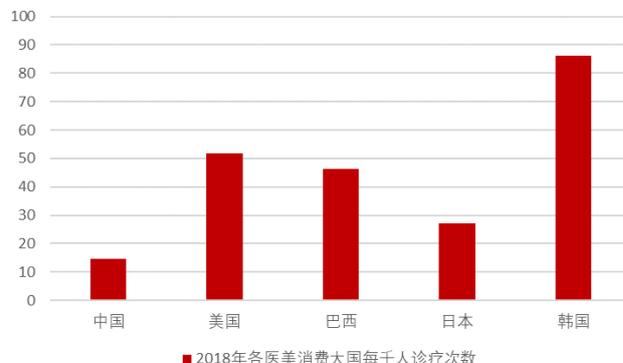


图 9：中国每千人医美诊疗次数较低

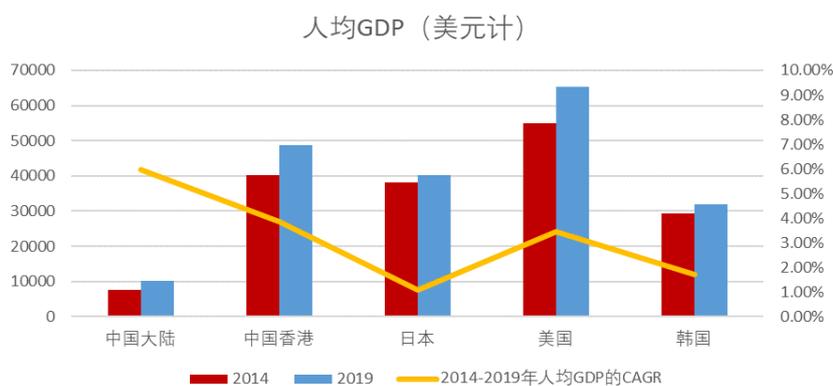


资料来源：前瞻产业研究院，东莞证券研究所

资料来源：Frost & Sullivan，东莞证券研究所

我国人均 GDP 平稳增长，助力医美渗透率上升。医美具有医疗和消费两种属性，所以居民消费能力的提升是医疗美容行业发展的重要根基。2014 年-2019 年，美国、韩国、日本人均 GDP 复合增长率分别为 3.47%、1.72%和 1.10%，均低于中国人均 GDP 复合增长率 5.97%；这与中国医美市场渗透率增速更高的情况相符，国家整体经济快速发展将成为居民消费升级的强力支撑。

图 10：中国人均 GDP 增速高于韩美日

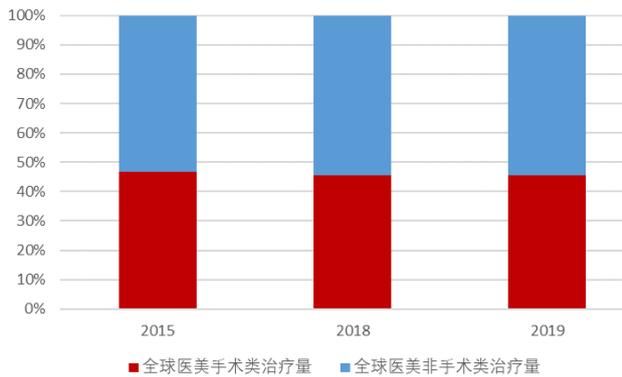


资料来源：Wind，东莞证券研究所

1.3 轻医美热潮不退，受宠度稳超传统整形

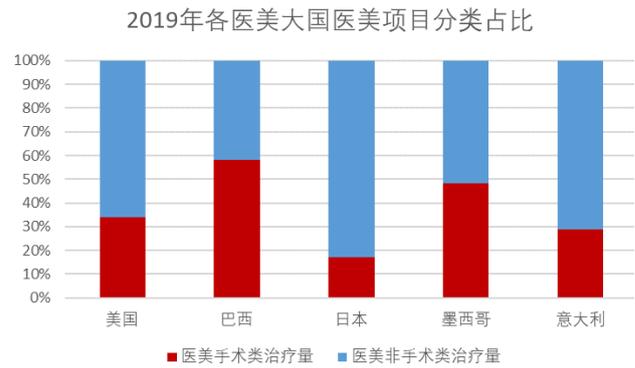
轻医美与重整形在全球医疗美容中并驾齐驱，而医美大国更偏爱轻医美项目。从疗程量看，2019 年全球轻医美疗程量占整体医美疗程量的比重小幅上升至 54.51%，近年来维持在 50%-55%。从国家来看，医美疗程总量前五的国家中，轻医美项目在美国、日本、意大利和墨西哥更受欢迎，其中日本的非手术类医美疗程数总量占比高达 83.06%。

图 11：全球非手术类医美疗程数占比超 50%



资料来源：ISAPS，东莞证券研究所

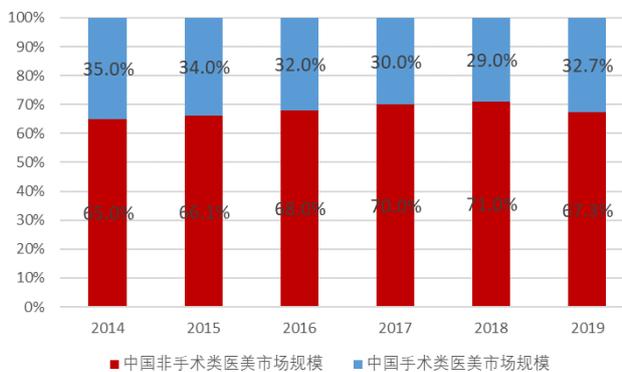
图 12：非手术类医美项目在日本的受欢迎度更高



资料来源：ISAPS，东莞证券研究所

中国轻医美市场容量稳定扩张，占整体医美市场规模的比重稳定。我国轻医美市场占整体医美市场规模的比重远高于手术类美容整形市场，近年来稳定在 65%-70%左右。2018 年，中国轻医美市场规模为 1028 亿元，同比增长 30.62%；2019 年，中国轻医美市场规模为 1191 亿元，同比增长 15.86%。近两年轻医美市场规模增速放缓，主要系受市场中小机构经营困难影响。2014 年-2019 年，中国轻医美市场规模 CAGR 为 30.72%，略高于同期中国整体医美市场规模的 CAGR（29.81%），由此可推国内轻医美市场发展情况优于国内整体医美市场。

图 13：中国轻医美市场规模占整体规模比重高



资料来源：艾瑞咨询，东莞证券研究所

图 14：中国轻医美市场规模稳定上升



资料来源：艾瑞咨询，东莞证券研究所

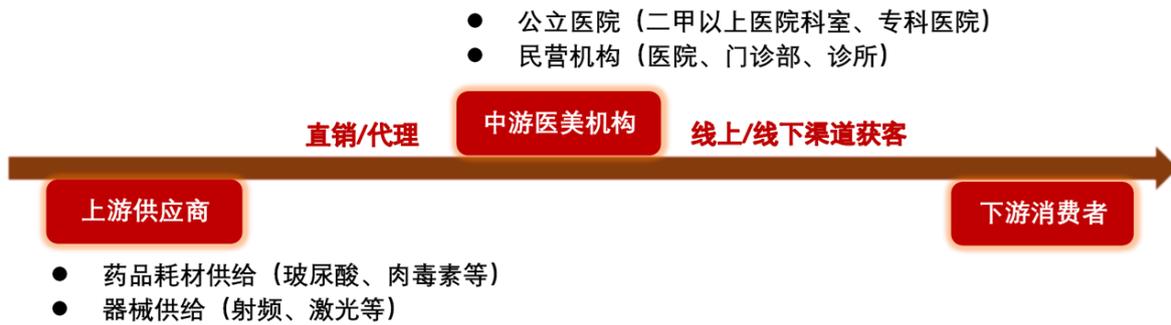
2、轻医美利润丰厚，“黑医美”急需整治

2.1 轻医美行业上游，现重重壁垒，占利润高地

轻医美产业链可以拆分为上游供应商，中游医美机构和下游消费者。上游供应商主要负责射频和激光等仪器、玻尿酸和肉毒毒素等药品耗材的供给；通过直销或者经销，将产品卖给中游医美机构。中游企业是医美服务机构，包括公立医院整形美容科，大型连锁

和中小民营医美机构等；主要通过线上广告和线下合作等渠道吸引客户。受益于互联网高速发展，新氧、悦美等网上医美平台成为医美机构获客的重要渠道之一。

图 15：轻医美产业链



资料来源：艾瑞咨询，东莞证券研究所

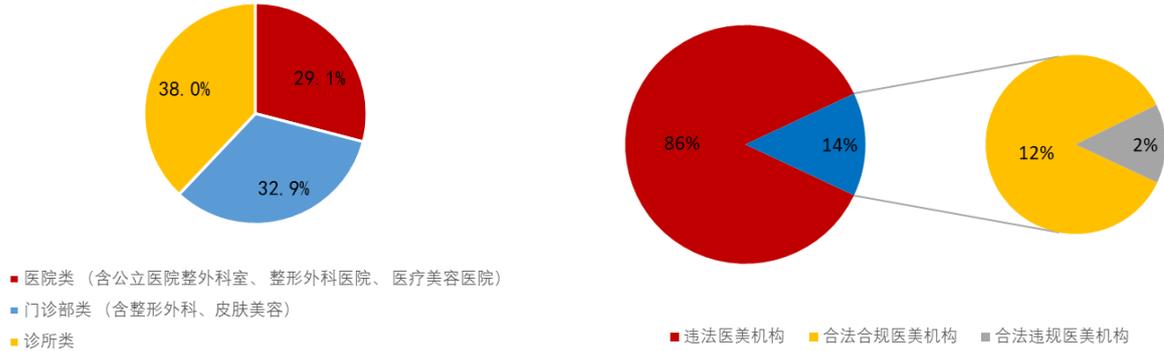
轻医美上游生产商占据利润高地。轻医美产品在整条产业链中的确定性最高，因为行业上游的生产价值最高。研发和生产医美产品的前提是企业具备完善的生产设备、充足的研发支持和先进的工艺技术，可见技术壁垒和资金壁垒较高。同时，国内医美监管日趋严格，牌照壁垒的重要性逐渐凸显。得益于行业上游重重壁垒，行业集中度高，企业议价能力强，医美产品毛利率普遍超过 90%。而中游企业中，民营医美机构为主力军，根据 Frost&Sullivan，2018 年民营机构收入占整体医美行业规模的 81.5%。医美机构的进入门槛较低，行业分散且竞争激烈，大型/连锁企业较少，中小企业利润被销售费用侵蚀。以专治颈纹的玻尿酸产品嗨体为例，供应商爱美客的嗨体 2019 年平均售价约为 353 元，毛利率高达 92.99%。而新氧平台的嗨体售价在 780 元-3280 元之间，是出厂价格的 2.21 倍-9.30 倍；除去平台利润抽成，价差区间较大的主要原因系医美机构资质不尽相同、获客能力差异较大、整形外科医生资历参差不齐。虽然医美产业链中游的整体利润空间庞大，但单个企业利润率不及上游企业。

2.2 医美行业乱象丛生，黑市整治提上日程

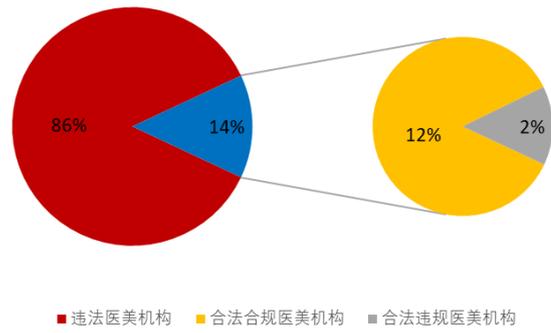
我国医美产业链中游鱼龙混杂，黑医美、黑机构喧宾夺主。2019 年，我国正规医美机构中医院类占 29.1%，门诊部占 32.9%，诊所类占比最高，达到 38.0%，总计合法医美机构数量约为 1.3 万家。而我国不具备医疗美容资质的黑机构超过 8 万家，约为正规医美机构数量的 6 倍，占医美机构总数的比例高达 86%。同时，约有 14% 的正规医美机构存在违规经营现象。如医疗美容门诊部违规开展脂肪抽吸术等三级项目和颧骨降低术等四级项目，医疗美容诊所违规开展隆胸术等二级项目，或在未设置整形外科的情况下开展割双眼皮、隆鼻术等一级项目。

图 16：我国正规医美机构中诊所占比最高

图 17：我国违法医美机构占比远超正规机构



资料来源：艾瑞咨询，东莞证券研究所

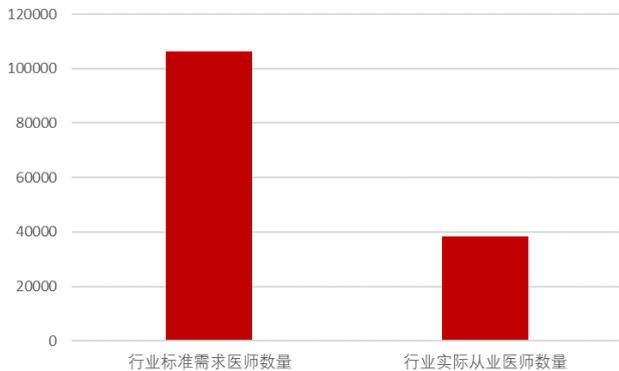


资料来源：艾瑞咨询，东莞证券研究所

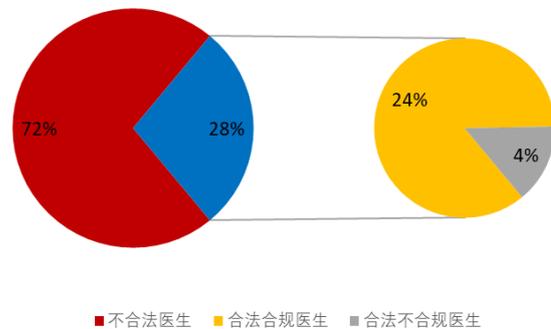
我国医美行业医师匮乏，飞刀医生、黑医师涌现。根据艾瑞咨询，按 1.3 万家医美机构推算，非多点执业情况下正规医师需求数量约为 10 万名；而在多点执业情况下，2019 年我国实际从业的医美医师数量仅 3.83 万名，行业正规医师缺口巨大。但培养正规医师需要 5-8 年，而行业黑市利润高诱惑大，导致行业黑医师频频涌现。根据中整协，医美非法从业者数量超过 10 万人，不合法医生约占医美医生总人数的 72%。同时，约有 14% 的合法医师进行不合规操作。

图 18：我国医美行业正规医师缺口巨大

图 19：我国黑医师在医美市场表现活跃



资料来源：艾瑞咨询，东莞证券研究所

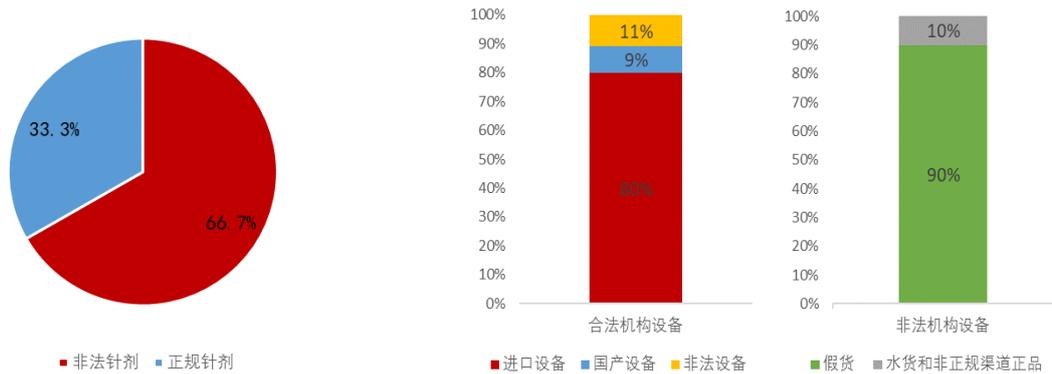


资料来源：艾瑞咨询，东莞证券研究所

我国医美市场上黑针剂、黑设备猖獗。由于医美针剂易携带、流动快、隐秘性强的特点，针剂造假和走私现象频发。目前我国市面上流通的医美针剂中，约 2/3 都为水货和假货，安全隐患问题不可忽视。光电设备方面，我国合法医美机构的光电设备中，约 80% 来自海外，9% 为国产设备，11% 为水货和假货。非法医美机构的光电设备中，90% 都是假货，主要原因系正规光电设备管控严而且价格高。

图 20：医美市场上黑针剂猖獗

图 21：合法医美机构和非法医美机构设备情况



资料来源：艾瑞咨询，东莞证券研究所

资料来源：艾瑞咨询，东莞证券研究所

我国对医美行业的监管日趋严格。自 2002 年起，国家陆续发布了医疗美容服务管理办法、机构标准和分级管理目录，出台了医美机构评价标准及细则。2016 年，中国整形美容协会成立，医美服务机构正式进入合规化时代。2020 年，卫健委等八部委联合下发了《关于进一步加强医疗美容综合监管执法工作的通知》，严打黑医美，进一步整治医美行业。

3、从需求端看国内医美动向

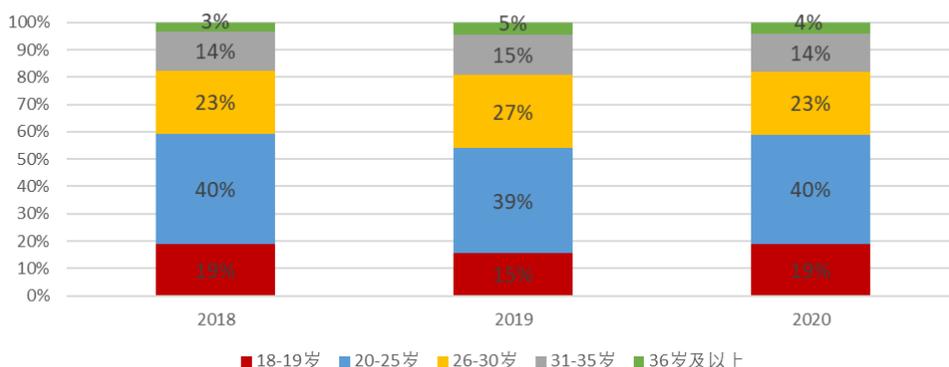
3.1 我国年轻群体爱抗老，90 后成医美消费主力军

年轻群体为我国医美消费主力军。2020 年，医美消费者中，20 岁-25 岁消费者占比高达 40%，26 岁-30 岁消费者占比约 23%，18 岁-19 岁消费者占比 19%。近年来，90 后和 00 后群体为主要医美消费群体，医美人数占比之和维持在 80% 以上，这表明 90 后和 00 后的求美行动更积极，体现了当今社会共识的改变。

长远来看，医美消费未来有望进入价量同步增长阶段。德勤发布的《中国医美市场趋势洞察报告》显示，医美消费水平是随着消费者年龄增长而提高，并且 35-40 岁人群的平均消费客单价最高；20-25 岁医美人群虽然占比最高，但相对消费力度较弱。在此逻辑下，十年后 90 后群体将进入整体消费力较强的阶段，同时推动医美消费年龄结构上移。由于医美消费具有较高黏性和使用频次，预计彼时医美行业规模增长势头更猛。

图 22：90 后群体为我国医美消费主力军

中国医美消费者年龄分布



资料来源：新氧大数据，东莞证券研究所

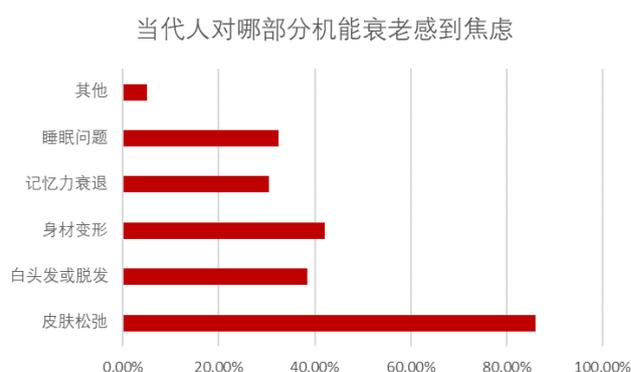
年轻群体的衰老焦虑程度严重，消费者的抗老意识增强。当代人面对机体衰老时呈现不同态度，约 59.20% 的人群在 20-30 岁的年龄段开始出现抗衰压力，26.76% 的人在 31-40 岁时才开始重视抗衰，而 20 岁以前就开始考虑抗老问题的人群占比达到 6.69%。90 后和 00 后群体比 60 后、70 后以及 80 后群体更早出现抗衰意识，表明随着经济发展，居民的抗衰意识在逐渐增强。从具体细节来看，当代人在抗衰层面最关心的是皮肤松弛问题，约 85.95% 的人认为改善皮肤状态是抵抗衰老的第一需求。其次，身材变形、白头发或脱发问题是当代人抗老的第二、第三需求。抗衰成年轻群体刚需，医美服务逐渐生活化，预计未来消费频次会更高。

图 23：超过半数当代人在 20-30 岁开始考虑抗衰



资料来源：新氧大数据，东莞证券研究所

图 24：改善皮肤松弛是抗衰老的首要需求

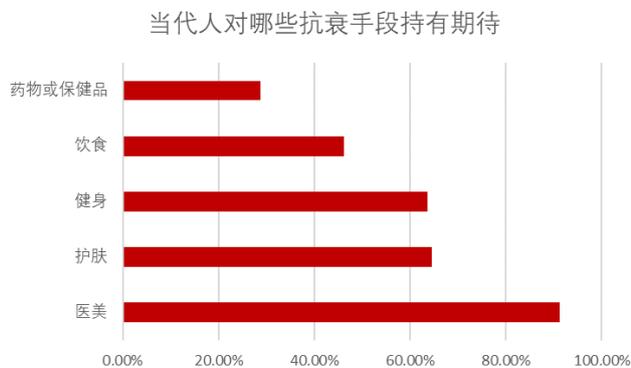


资料来源：新氧大数据，东莞证券研究所

医疗美容为抗衰首选，美肤抗衰成火爆项目。新氧的《新青年抗衰老调查报告》显示，约 91.30% 的青年群体认为医疗美容是抗衰的最有效途径，64.55% 的青年群体同意护肤是防老的重要方式，63.55% 的青年人接受以健身作为抗老的备选方案之一。就医美消费项目而言，艾瑞咨询《2020 年中国医疗美容行业洞察白皮书》调查结果显示，约 69.0% 的医美消费者都购买过皮肤美容项目（轻医美），其中美白亮肤和抗皱抗初老是最受欢迎的美肤紧致项目；热度排名第二的医美项目是面部整形（手术类医美），约 60.6% 的医

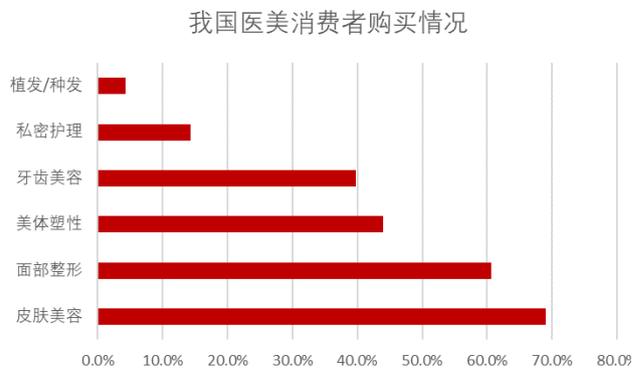
美消费者有过购买历史，其中开双眼皮和隆鼻是最受喜爱的面部整形项目。这表明众多求美者的关键出发点是满足自身社交需求和个人发展需求，而轻医美项目是多数医美消费者抗衰和求美的第一选择。

图 25：当代青年认为医美是抗衰的第一选择



资料来源：新氧大数据，东莞证券研究所

图 26：皮肤美容系我国最受欢迎医美项目



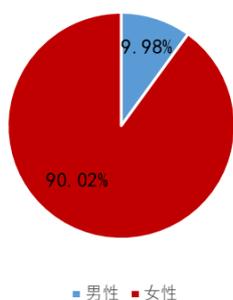
资料来源：艾瑞咨询，东莞证券研究所

3.2 男性医美消费群体日渐壮大，市场未来发展可期

我国医美消费者中男性比例偏低，但男性医美人数增速乐观。从比例来看，2019 年我国医美消费者中，男性占比 9.98%，女性占比 90.02%。对比 2017 年全球男性医美消费者 14.40% 的比例，仍有一定提升空间。从数量来看，2019 年我国男性医美消费者数量同比增长 52.30%，虽然不及女性消费者数量 70% 的同比增速，但增长潜力仍较可观。从医美消费量看，男性对医美消费的积极性上升。更美 APP 公布数据，2020 年双十一期间男性医美消费下单量占比达到 8.1%，比 2019 年增加 1.40 个百分点。

图 27：中国医美消费者多为女性

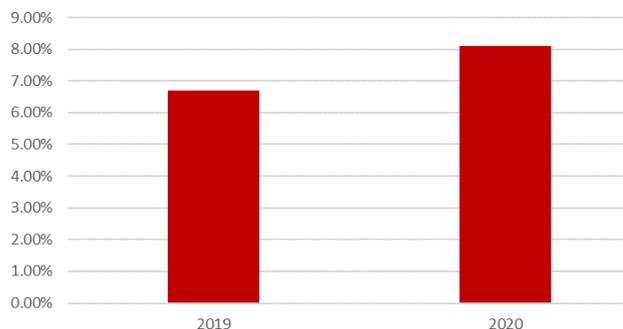
2019年中国医美消费者男女比例



资料来源：ISAPS、新氧大数据，东莞证券研究所

图 28：男性医美消费量占比增加

双11期间更美APP的男性医美消费下单量占比



资料来源：更美 APP，东莞证券研究所

职业男性注重外表，更青睐轻医美项目。艾瑞咨询的《2020 新白领消费行为研究报告》调查结果显示，我国男性新白领的美容和面部护理投入占总收入的 22.7%，医美投入占总收入的 17.2%。虽然男性白领在美肤和医美的投入比例不及女性白领的 2/3，但其月

均医美消费达到 1131 元，仅比女性白领月均医美消费少 66 元。从全球角度来看，国际美容整形外科学会（ISAPS）数据显示，全球男性消费疗程量最多的医美项目是轻医美中的肉毒毒素注射项目，其次是轻医美中的玻尿酸注射项目，2019 年由男性消费的肉毒毒素注射数量和玻尿酸注射数量分别为 84 万和 49 万。职位越高的男性一般更注重形象，消费能力更强，同时消费决策时间更短。随着男性医美消费者不断增加，未来男性轻医美市场潜力可观。

图 29：中国男性医美消费平均客单价超过女性

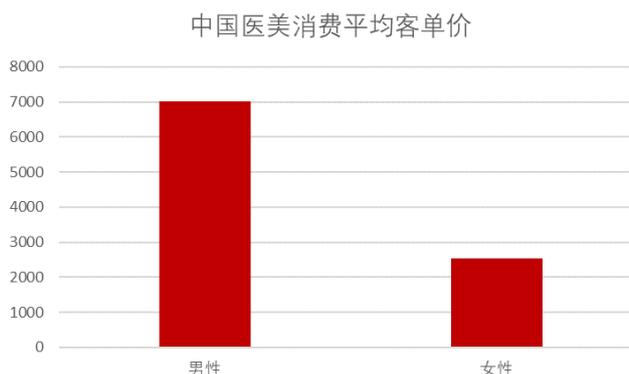
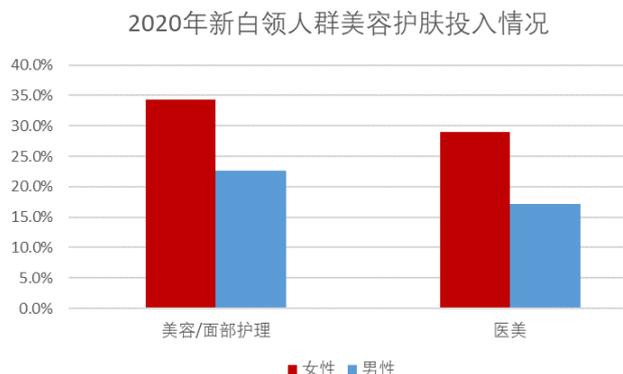


图 30：新白领人群中男性美容护肤投入占比超过 1/3



资料来源：前瞻产业研究院，东莞证券研究所

资料来源：艾瑞咨询，东莞证券研究所

3.3 医美消费地域性明显，低线城市有望成蓝海市场

一线、新一线城市医美行业下沉较深，二线及以下城市蕴含可观潜力。我国医美消费者主要分布在 18-40 岁。以该部分人群作为基数，一线城市医美渗透率遥遥领先，2018 年已经达到 21.16%；新一线城市跟随其后，18-40 岁人群医美渗透率为 8.73%。2020 年，我国医美市场规模前十的城市均为一线或新一线城市，主要分布在东部和中部地区，其中北京连续 4 年夺得桂冠。相对而言，低线城市的医美教育深度欠佳，且合规医美机构数量偏少，医美行业发展较缓慢。我国二线城市人口数量远超一线城市，但医美渗透率仅为一线城市的五分之一，提升空间广阔。

图 31：2018 年各线城市 18-40 岁人群医美渗透率

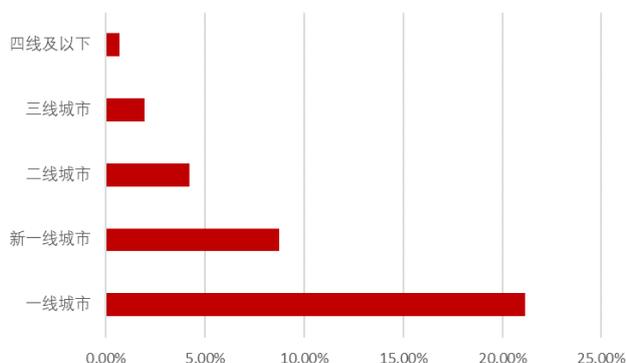


图 32：医美市场规模前 10 的均为一线或新一线城市

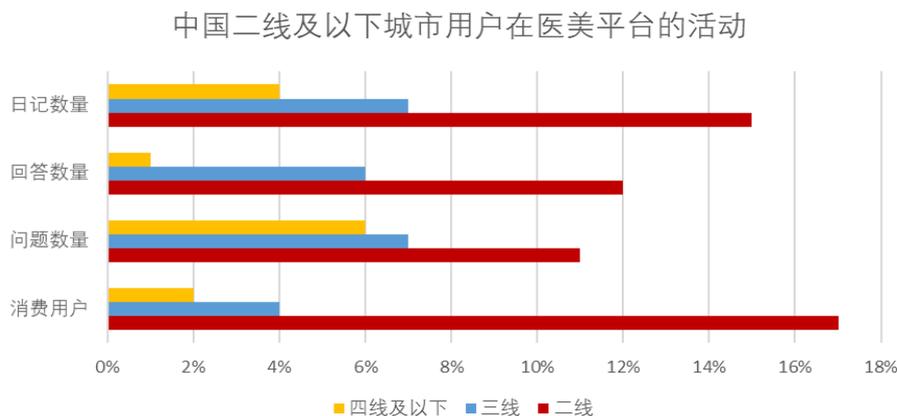


资料来源：新氧大数据，东莞证券研究所

资料来源：更美《2020 医美行业白皮书》，东莞证券研究所

低线城市处于医美渗透初期，有望为医美行业发展续航。新氧用户中，二线以下城市的医美用户，问的多，买的少。一方面，二线城市消费用户数量占整体医美消费用户的17%，三线及以下城市用户占比仅6%；另一方面，三线及以下城市用户对医美问题的回答数量明显低于二线城市。根据新氧《2020 医美行业白皮书》，一线和新一线城市的医美用户注册量较为稳定，二三线城市用户数量持续上升。随着医美教育深化和渠道下沉，低线城市居民对医美的了解加深，医美消费转化率的提高指日可待。

图 33：中国二线及以下城市的医美用户在医美平台的活动方式



资料来源：新氧大数据，东莞证券研究所

4、从供给端看轻医美成长

4.1 针剂项目在全球脱颖而出，透明质酸在我国备受青睐

注射类项目风靡全球，肉毒毒素和玻尿酸为轻医美双宠。2019年，全球注射类疗程量占轻医美疗程数总量的比重高达79.97%。全球轻医美细分项目中，2019年疗程量排名前五的有肉毒毒素、玻尿酸、激光脱毛、非手术溶脂和光子嫩肤。其中肉毒毒素疗程量为627万例，占轻医美疗程数总量的46.1%；玻尿酸疗程量为432万例，占比为31.7%。五个项目中，疗程量增速最快的是玻尿酸，2019年同比增长15.7%；激光脱毛次之，2019年同比增长13.8%。

图 34：全球轻医美项目中注射类备受追捧

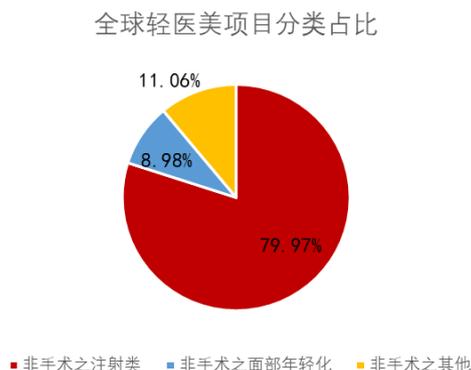


图 35：肉毒毒素为全球最受喜爱轻医美项目



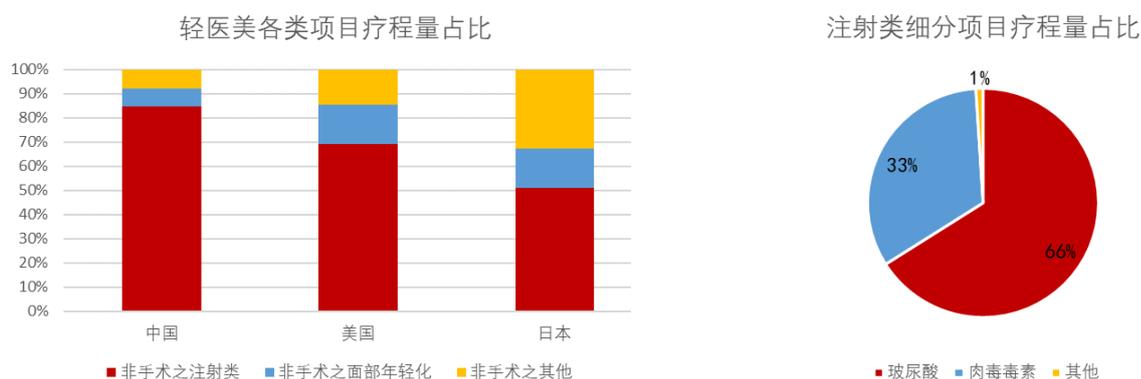
资料来源：ISAPS，东莞证券研究所

资料来源：ISAPS，东莞证券研究所

注射类项目在中国的受欢迎程度遥遥领先，玻尿酸超越肉毒毒素成最受宠品类。轻医美项目中，注射类项目在大多数国家的受欢迎程度位居首位。2019年，中国医美非手术之注射类疗程量占轻医美疗程数总量的84.72%，远高于美国和日本的占比（69.27%和51.03%）。不同于全球市场，2019年国内注射类项目中，玻尿酸占比高达66%，肉毒毒素占比33%，仅为玻尿酸的一半。

图 36：非手术之注射类医美项目在中国热度最高

图 37：注射类细分项目中玻尿酸最受欢迎



资料来源：ISAPS、新氧大数据，东莞证券研究所

资料来源：新氧大数据，东莞证券研究所

4.2 玻尿酸备受追捧，大玩家占领市场

4.2.1 透明质酸应用广泛，填充护肤各取所需

玻尿酸被广泛应用于多个领域。玻尿酸，又称透明质酸（HA），是一种不含硫的酸性粘多糖，广泛地分布于人体的结缔组织、上皮组织和神经组织内。玻尿酸的透明质分子可携带500倍以上的水分，被誉为理想的天然保湿因子。按用途分类，玻尿酸可分为注射液玻尿酸、滴眼液玻尿酸、外敷玻尿酸和食品用玻尿酸。针对美容方面来看，医疗美容主要使用注射用玻尿酸，属于分子量较大的透明质酸，具有更强的支撑性、抗降性和黏弹性；生活美容主要使用外敷玻尿酸，属于分子量较小的透明质酸，能够穿透表皮实现深层吸收。

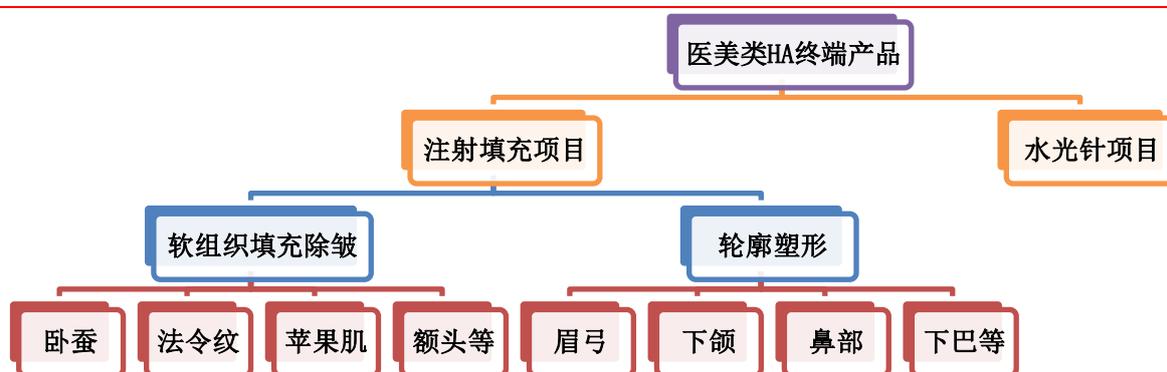
表 2：按用途的玻尿酸分类

| 分类 | 用途 |
|--------|---------------------|
| 注射液玻尿酸 | 用于预防手术黏连、抗衰老、注射美容等。 |
| 滴眼液玻尿酸 | 用做减轻药物刺激、延长药效的药物载体。 |
| 外敷玻尿酸 | 用于各种保湿类护肤品中。 |
| 食品用玻尿酸 | 用于营养补充食品中。 |

资料来源：沙利文研究院，东莞证券研究所

就医美产品而言，透明质酸主要用于填充类玻尿酸和护肤式水光针。注射填充项目一方面可用于组织填充除皱，如祛除法令纹、填充苹果肌等，另一方面可用于鼻子、下巴等轮廓塑形。填充类玻尿酸和水光针项目的区别主要是由透明质酸的交联程度和分子大小的差异造成。填充类玻尿酸主要是分子量较大的透明质酸，交联程度高，硬度和粘度较高，适合用作祛除皱纹和填充塑性。水光针的玻尿酸成分主要是分子量较小的透明质酸，交联程度低，容易被分解吸收，适合用作保湿嫩肤。同时，根据客户需求，还可以在水光针中添加左旋维生素 C 等其他成分，从而达到美白嫩肤、收缩毛孔、紧致肌肤等功效。就注射层次而言，水光针只需要注射到真皮浅层或中层便可发挥效果，而填充类玻尿酸至少需要注射到真皮深层。就维持时间而言，玻尿酸注射一次可以维持 6-12 个月；而水光针一个疗程需要注射三次，不同产品的维持效果从几周到几个月不等。

图 38：医美类玻尿酸终端产品



资料来源：Frost & Sullivan，东莞证券研究所

表 3：玻尿酸 VS 水光针

| 区别 | 玻尿酸 | 水光针 |
|------|--|--|
| 成分 | 透明质酸 | 透明质酸 + 可选成分（肉毒毒素、左旋维生素 C、胶原蛋白、还原型谷胱甘肽等） |
| 交联程度 | 交联程度高，产品的硬度和粘度高 | 交联程度低，可以理解为玻尿酸原液 |
| 分子量 | 分子量较大，塑形和支撑力更好 | 分子量小，易降解 |
| 功效 | <ul style="list-style-type: none"> 中分子玻尿酸：填充泪沟、唇部、皱纹横生处，同时也能填充凹陷，如丰面颊。（软组织填充除皱） 大分子玻尿酸：用于塑形，如隆胸丰臀、隆鼻隆下巴等。（轮廓塑形） | <ul style="list-style-type: none"> 补水保湿为主，让干燥的皮肤恢复弹性。 水光针中含左旋维生素 C 成分，有改善肤色和收缩毛孔的作用。 |
| 注射深度 | <ul style="list-style-type: none"> 注射范围：真皮中层（去除皱纹）——真皮深层（苹果肌填充）——骨膜层上方（隆鼻）。 做填充塑形时，注射用玻尿酸会被注入到更深的层次，至少要到真皮深层，隆鼻之类的塑形甚至要到骨膜层。 | <ul style="list-style-type: none"> 注射范围：真皮浅层——真皮中层，一般为皮下 0-3mm。 |
| 维持时间 | 一次可维持 6-12 个月，3 个月左右补打的效果能维持更久。 | 水光补水一般三次一疗程，每次注射隔 2~3 周。维持时间从几周到几个月不等，跟选择的玻尿酸或其他美容针剂性质有关。 |

资料来源：新氧、更美，东莞证券研究所

4.2.2 透明质酸市场蒸蒸日上，医美终端产品欣欣向荣

全球透明质酸销量呈现高增长状态，中国是透明质酸原料产销大国。2019年，全球透明质酸销量580吨，2015年-2019年CAGR为19.97%。中国透明质酸原料销量占全球首位，2019年其销量为470吨，占全球比重高达81.03%。2015年-2019年，中国透明质酸原料销量CAGR为18.20%，高复合增长率的主要原因系中国贸易政策鼓励。其中，2019年全球医药级透明质酸原料销量占整体的3.97%，我国医药级透明质酸原料销量占国内整体透明质酸原料市场的2.6%，与世界平均水平相比仍有一定差距，表明中国医药级透明质酸产业仍存有上行空间。

图 39：全球透明质酸原料市场销量规模（吨）

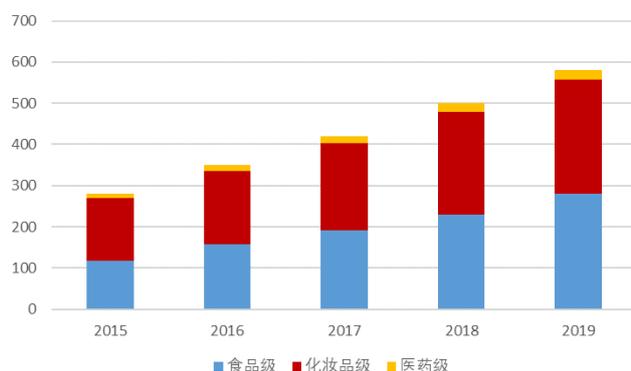
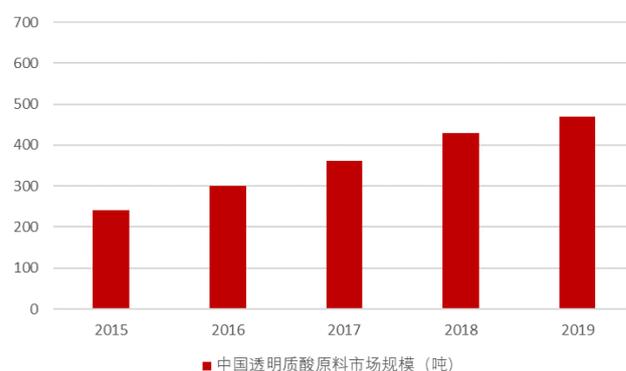


图 40：中国透明质酸原料市场销量规模（吨）

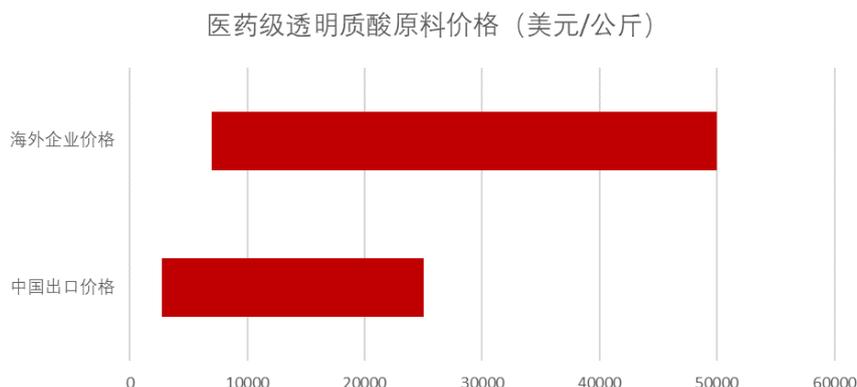


资料来源：Frost & Sullivan，东莞证券研究所

资料来源：Frost & Sullivan，东莞证券研究所

中国玻尿酸原料价格在国际上竞争力突出。虽然医药级玻尿酸原料销量所占比重较小，但由于其多用于医疗美容，附加值高，单价远超化妆品级和食品级透明质酸原料。中国医药级透明质酸原料出口价格约2700美元/公斤-25000美元/公斤，海外企业医药级透明质酸原料约7000美元/公斤-50000美元/公斤。对于其他级别透明质酸原料，中国出口价格在150美元/公斤-500美元/公斤，海外企业价格在400美元/公斤-1200美元/公斤。整体来讲，中国玻尿酸原料出口价格不到海外企业售价的一半，具有明显优势。凭借原料价格优势，我国玻尿酸终端产品价格优势不言而喻。

图 41：中国医药级透明质酸价格更具优势



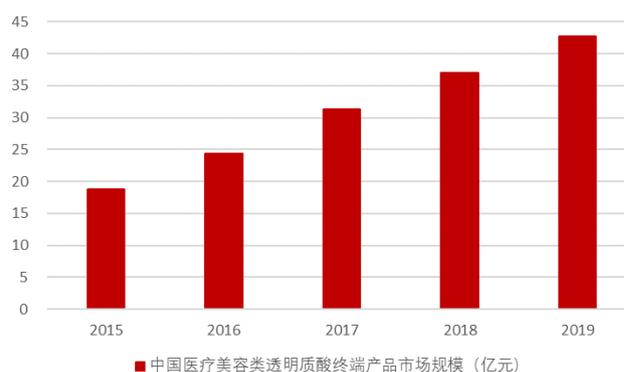
资料来源：头豹研究院，东莞证券研究所

中国医药级透明质酸原料和医美类透明质酸终端产品市场规模双双增长。医药级玻尿酸原料可用于医疗美容类、骨科治疗类、眼科治疗类以及其他医药级透明质酸终端产品。透明质酸终端产品方面，2018年我国医药级市场规模68.8亿元，2014年-2018年CAGR为17.41%。医美类透明质酸终端产品方面，2018年规模为37.0亿元，占整体医药级透明质酸终端产品规模的53.78%。2019年，我国医美类透明质酸终端产品市场规模同比上涨15.41%，达到42.7亿元，2015年-2019年CAGR为22.76%。

图 42：中国医药级 HA 终端市场规模稳定增长



图 43：中国医美类 HA 终端产品市场规模稳定增长



资料来源：Frost & Sullivan，东莞证券研究所

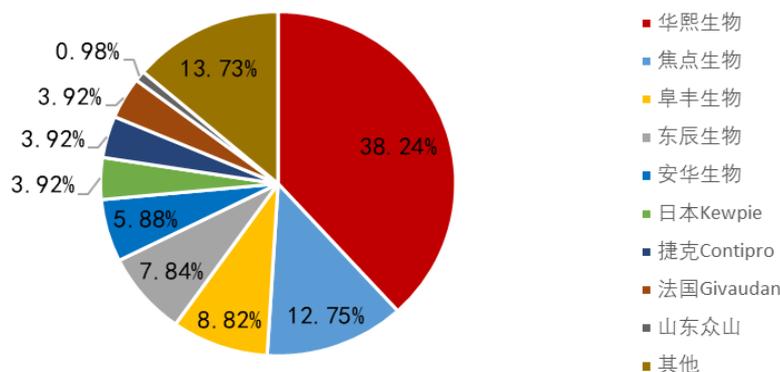
资料来源：Frost & Sullivan，东莞证券研究所

4.2.3 玻尿酸原料及医美产品格局良好

透明质酸原料市场全球竞争格局较好，销量前五的企业均为中国企业。中国透明质酸在发酵技术、产量、质量上已经达到国际先进水平，前五大中国企业原料销量合计占比超过七成。华熙生物是全球最大的透明质酸原料供应商，2019年销量占比高达38.24%。焦点生物于2019年12月被鲁商发展收购其60.11%股份，华熙生物在2020年6月收购东辰集团佛思特全部股权。资本推动下，透明质酸头部企业整合加速，玻尿酸产能有望进一步扩张。

图 44：透明质酸原料销量全球前五的企业为中国企业

2019年全球透明质酸原料市场销量竞争格局



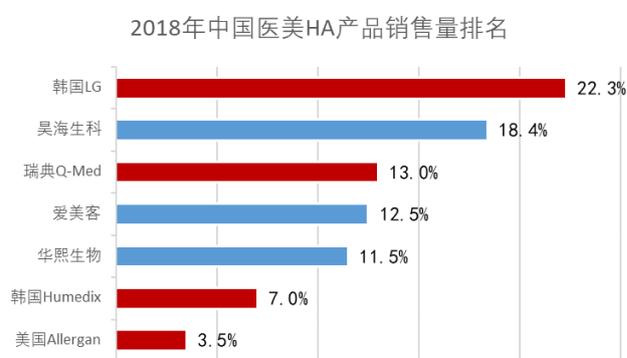
资料来源：Frost & Sullivan，东莞证券研究所

填充类玻尿酸产品丰富，国产替代空间较大。目前通过国家药品监督管理局（NMPA）的玻尿酸细分产品有 20 余种，国外厂家主要有韩国 LG、美国 Allergan、韩国 Humedix 和瑞典 Q-Med，国内厂家主要是爱美客、昊海生科和华熙生物。从销售额来看，玻尿酸产品市场规模排名前四的企业均为外资企业，2019 年的合计占比达到 68%，进口产品占主导地位。其中韩国 LG 公司稳居第一，玻尿酸产品销售额占整体玻尿酸产品市场的 24.2%。国产品牌方面，爱美客、昊海生科和华熙生物的玻尿酸产品销售额占比分别为 10.1%、6.5%和 7.2%。从销售量来看，国产玻尿酸销量在 2018 年已超四成，国产品牌逐渐崛起，其中昊海生科排行业第二，占比达 18.4%。随着国产玻尿酸产品的交联方法和生产工艺不断提高，使国产产品在浓度、交联度、颗粒大小、硬度、凝聚性等方面与进口产品的差距逐渐缩小，玻尿酸国产替代进程将日渐深化。

图 45：玻尿酸进口产品市场规模力压国货



图 46：国产玻尿酸产品销量占半壁江山



资料来源：Frost & Sullivan，东莞证券研究所

资料来源：Frost & Sullivan，东莞证券研究所

表 4：国内认证的玻尿酸产品情况

| 企业类别 | 企业名称 | 企业玻尿酸产品 |
|----------|----------|---|
| 内资 | 爱美客 | 逸美、宝尼达、爱芙莱、爱美飞、逸美一加一、嗨体 |
| | 华熙生物 | 润百颜白紫、润百颜黑金、润致（双相）、润致（单相） |
| | 昊海生科 | 海薇、姣兰、海魅 |
| | 蒙博润生物 | 舒颜 |
| | 科研生物 | 法思丽（靓致） |
| | 协合医疗 | 欣菲聆 |
| | 和康生物 | 贝利姿、肤媠登 |
| | 常州药物研究所 | 碧萃诗 |
| 外资 | 凯乐普 | 波菲 |
| | Q-MED | 瑞兰 2 号、瑞兰 3 号 |
| | Allergan | 乔雅登雅致、乔雅登极致 |
| | LG | 伊婉 classics、伊婉 volumn s、伊婉 classics plus、伊婉 volumn plus |
| | Humedix | 艾莉薇 |
| | CROMA | Princess |
| | CG Bio | 达纳伊 |
| DAEWOONG | 婕尔 | |

资料来源：NMPA、Frost & Sullivan，东莞证券研究所

4.3 肉毒毒素持续火热，国内双雄时代终结

4.3.1 肉毒毒素安全高效，除皱瘦脸齐头并进

肉毒毒素适应症丰富。肉毒毒素，又称肉毒杆菌素，是肉毒杆菌在繁殖过程中产生的毒性蛋白质。A型和B型肉毒杆菌素可用于医疗美容和临床治疗，其中A型肉毒毒素效果更好且使用更广泛，B型主要用于对A型肉毒毒素产生抗体的患者。迄今为止，肉毒毒素已在眼科、神经科、康复科、消化科、泌尿科、皮肤科及美容科等多个科室有50余种病症治疗的记录。

表 5：肉毒毒素适应症

| 医美用途 | 治疗用途 |
|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"> 祛除动力性皱纹：眉间纵向皱纹、抬头纹、鱼尾纹、口周治疗、下巴凹痕、颈阔肌皱褶等。 放松肌肉：瘦脸、瘦小腿、瘦肩颈等。 | <ul style="list-style-type: none"> 眼睑痉挛、斜视、第七神经功能紊乱，颈部肌张力障碍，重度原发性腋窝多汗症，成人上肢/下肢痉挛，慢性偏头痛，神经性尿失禁，膀胱过度活动综合征，痉挛性斜颈等。 |

资料来源：《中国医疗美容》，东莞证券研究所

肉毒毒素在医美上主要用于祛除皱纹和放松肌肉。主要原理是对乙酰胆碱释放过程进行干扰，从而达到维持肌肉细胞放松的目的。一方面，肉毒毒素被广泛应用于面部的祛皱抗衰，对抬头纹、鱼尾纹等动力性皱纹具有明显功效。另一方面，肉毒毒素可用于缩小面部咬肌、瘦肌肉型小腿、瘦肩部肌肉等，其中瘦脸针在亚洲地区广受欢迎。就注射深度而言，除皱针一般注射到肌肉浅层，瘦脸针、瘦腿针需要注射到更深层次。就维持时间而言，除皱针、瘦脸针、瘦腿针等一般注射一次可以维持6个月左右，可根据个人情况重复注射或选择其他疗程法。

表 6：肉毒毒素除皱针 OR 瘦脸针

| | 除皱针 | 瘦脸针 |
|------|---|---|
| 成分 | A型肉毒杆菌素 | A型肉毒杆菌素 |
| 注射层次 | 肌肉浅层 | 肌肉中层-肌肉深层，不接触骨膜 |
| 维持时间 | <ul style="list-style-type: none"> 一次注射可维持6个月左右。 第二次注射时间一般在半年到一年，根据个人的情况重复注射。 | <ul style="list-style-type: none"> 一次注射可维持6个月左右。 部分医院采用疗程瘦脸法，一年注射3次，2-3年内无明显反弹。 |

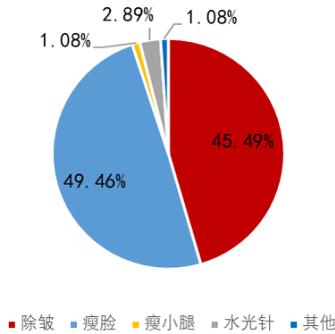
资料来源：新氧，东莞证券研究所

除皱针和瘦脸针大受欢迎。肉毒毒素使用较多的适应症是瘦脸和除皱，2017年占比分别为49.46%和45.49%。除皱方面，肉毒毒素应用最多的治疗部位是鱼尾纹，占比高达68.60%，皱眉纹和额纹次之，占比分别为15.88%和14.44%。肉毒毒素注射操作简单，无须动刀，

副作用小，见效迅速，凭借其治疗效果的稳定性和安全性逐步得到认可。

图 47：肉毒毒素用于除皱和瘦脸最受欢迎

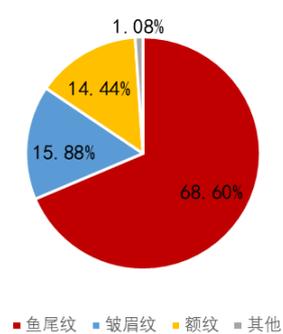
美容领域医生使用肉毒毒素针对的主要适应症分布



资料来源：肉毒毒素白皮书，东莞证券研究所

图 48：除皱应用最多的部位是鱼尾纹

美容领域医生肉毒毒素最常见治疗部位

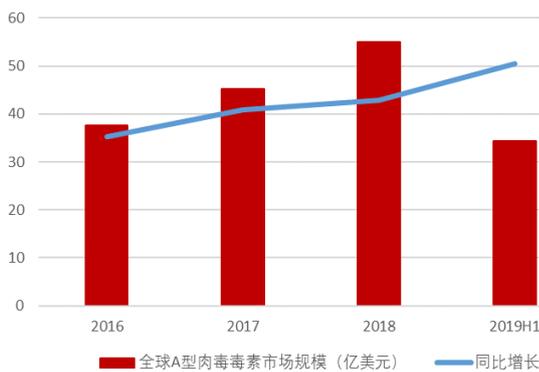


资料来源：肉毒毒素白皮书，东莞证券研究所

4.3.2 肉毒毒素规模增长，两分天下格局被破

肉毒毒素全球市场规模稳定增长，中国市场增速高于全球平均水平。根据美国整形外科医师学会（ASPS），2019 年美国肉毒毒素销售额约 31.4 亿美元。全球市场来看，2018 年全球 A 型肉毒毒素市场规模约 55 亿美元，2016 年-2018 年 CAGR 为 20.9%。2018 年中国肉毒毒素正规市场规模为 39.2 亿元，2016 年-2018 年 CAGR 为 32.3%，远高于国际平均水平。由于中国市场上充斥着大量非法产品，水货和假货数量是合法产品的 2 倍，肉毒毒素实际年消耗量至少是正规产品的 3 倍。

图 49：全球 A 型肉毒毒素市场规模稳定增长



资料来源：立木信息咨询，东莞证券研究所

图 50：中国肉毒毒素市场规模快速增长



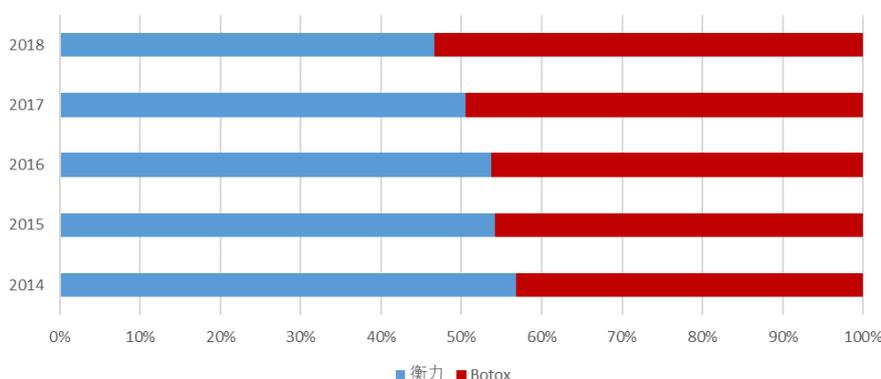
资料来源：立木信息咨询，东莞证券研究所

2020 年以前，我国肉毒毒素市场竞争格局较好。2020 年 6 月前，我国 NMPA 通过的肉毒毒素产品只有中国生物兰州所的衡力以及美国 Allergan 的 Botox（保妥适），获批时间均超过 20 年，肉毒毒素市场长期处于两分天下的状态。双雄对比之下，国产衡力具有明显价格优势，价格约为 Botox 的三分之一，弥散面积大，更适合瘦肩瘦腿；进口 Botox 具有明显质量优势，不易产生抗体，扩散速度较慢，弥散面积小，更适合祛皱，稳定性

更好。由于 Botox 产品质量更高，效果更持久，其国内市场份额不断增加。IQVIA 样本医院数据显示，Botox 的市场份额从 2014 年的 43.24% 上升到 2018 年的 53.39%，首次反超国产衡力。

目前我国合法的肉毒毒素品牌已增加到 4 个，其产品定位各有千秋。2020 年 6 月和 10 月，英国的 Dysport（吉适）和韩国的 Letybo（乐提葆）前后获批。Dysport 在欧洲销量第一，在韩国市占率第四；Letybo 在韩国的市占率位居首位，超过 40%。价格方面，Botox 最高，Dysport 第二，Letybo 次之，国产衡力保持最低价优势。因肉毒毒素行业价格梯度明显，低端消费客户可选择衡力，中高端消费客户可选择 Letybo 或 Dysport，或者更贵的 Botox。两个知名品牌的加入，将使得中国肉毒毒素市场格局将出现新的变化。预计衡力因价格亲民而受影响较小，剩余三家进口品牌之间的竞争将逐步激烈。

图 51：2018 年保妥适规模占比反超国产衡力



资料来源：IQVIA，东莞证券研究所

表 7：国内获批的肉毒毒素产品情况

| | 衡力 | Botox（保妥适） | Dysport（绿骑士） | Letybo |
|--------------|--------------------------|-------------|----------------|----------|
| 企业名称 | 兰州生物制品研究所 | 美国 Allergan | 英国 Ipsen | 韩国 Hugel |
| 复合体分子量 (kDa) | 300/500/900 | 900 | 300/500/900 | 900 |
| 生产工艺 | 冷冻干燥 | 真空干燥 | 冷冻真空干燥 | / |
| 弥散性 | 大，半径 10mm | 小，半径 5mm | 大 | / |
| 辅料 | 明胶 | 人血白蛋白 | 人血白蛋白 | 人血白蛋白 |
| 适用部位 | 大面积区域 | 精细化部位 | 大面积区域 (>Botox) | 精细化部位 |
| 价格 | 衡力 < 乐提葆 < 吉适 < 保妥适（供货价） | | | |

资料来源：NMPA、美业观察，东莞证券研究所

肉毒毒素在研企业较多，未来市场格局可能继续变革。四环制药、华熙生物和爱美客等多个公司代理国际肉毒毒素品牌，在国内开展临床试验。在研企业中，北京大熊伟业、四环制药、华熙生物已进入上市申请阶段，爱美客处于临床阶段。

表 8：国内肉毒毒素在研情况

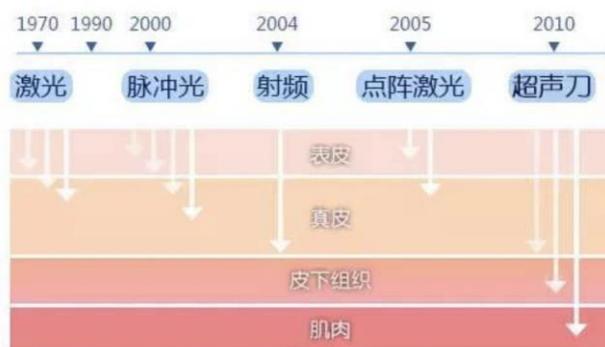
| 产品 | 企业 | 在研进度 |
|-------------|--------------------|------|
| 注射用 A 型肉毒毒素 | 北京大熊伟业医药科技/大熊制药 | 上市申请 |
| 注射用 A 型肉毒毒素 | 北京四环制药有限公司 & Hugel | 上市申请 |
| 注射用 A 型肉毒毒素 | 华熙生物 & Medytox | 上市申请 |
| 注射用 A 型肉毒毒素 | 爱美客 & Huons | 临床试验 |
| 长效肉毒毒素 | 复星医药 & Revance | 临床申请 |

资料来源：CDE、NMPA，东莞证券研究所

4.4 光电设备前景光明，国产替代空间可观

近年来，光电美容逐渐火热。光电医美又称能量源医美，是指将激光、射频、超声和离子等能量形式应用于医疗美容，针对不同皮肤层对应解决不同问题。从皮肤层次来看，针对表皮皮肤主要进行美白、祛斑、祛痘项目；针对真皮层，主要进行紧致除皱项目，刺激胶原蛋白再生；针对皮下脂肪层，可以开展减脂瘦身的项目。从技术类别来看，医美光电设备主要分为光波医疗设备、电磁波医疗设备和声波医疗设备。目前比较热门的光电医美项目有热玛吉、光子嫩肤、射频紧肤、激光脱毛、热拉提、皮秒激光等。

图 52：能量源医美产品分类



资料来源：美柏医健，东莞证券研究所

表 9：光电医美项目分类

| 类型 | 技术原理 | 代表项目 | 代表企业 |
|-----|------|-------------------|-------------------------|
| 光波 | LED | 红蓝光 | 技术含量低的厂家多 |
| | 脉冲光 | 光子嫩肤、IPL/OPT/DPL | 科医人 (Lumenis) |
| | 激光 | 皮秒、蜂巢皮秒、点阵激光、白瓷娃娃 | 赛诺秀 (Cynosure) |
| 电磁波 | 射频 | 热玛吉、热拉提 | Solta Medical、飞顿 (Alma) |
| 声波 | 超声刀 | 艾拉提 | Merz |

资料来源：美柏医健，东莞证券研究所

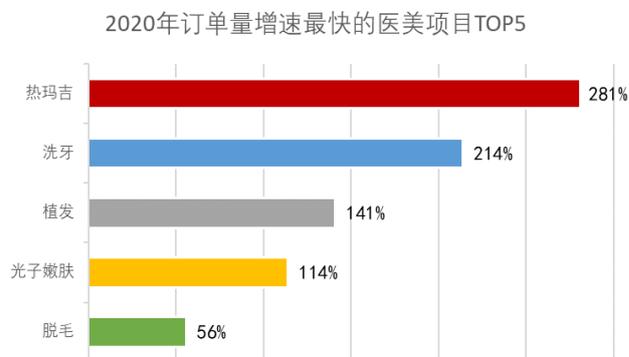
热玛吉走红，在光电项目中脱颖而出。热玛吉又称电波拉皮，是一种单极射频美容紧肤设备，治疗效果可维持 1-2 年。新氧《2020 医美行业白皮书》显示，抗衰紧致医美项目

是医美消费者最爱，其中热玛吉最受欢迎。同年，更美平台订单量增速最快的医美项目为热玛吉，2020年同比增长281%，增速前五的项目中有3个是光电项目。

图 53：2020 年热玛吉晋升新氧平台抗衰 TOP1 项目 图 54：2020 年热玛吉为更美平台订单增速最快项目



资料来源：新氧，东莞证券研究所



资料来源：更美，东莞证券研究所

国内医美光电设备依赖进口，国产替代空间巨大。虽然我国激光医疗美容设备企业众多，但主流设备多为进口产品。光电设备行业中，外资巨头和本土优势企业相对成熟，行业集中度较高。目前常见的进口激光医疗设备供应商有以色列飞顿（Alma）、美国科医人（Lumenis）、美国赛诺秀（Cynosure）、欧洲之星（Fotona）、赛诺龙（Syneron）等，在正规设备中占比高达80%，占据主导地位。国内医美器械行业起步较晚，企业技术基础相对薄弱。通过外延投资并购及自主研发等形式，国内激光医疗美容企业不断增强自身研发能力，提高产品质量，市场份额逐步得到提升。具体产品来看，武汉奇致激光的光子治疗仪和半导体激光脱毛仪、深圳半岛医疗的痤疮治疗仪、深圳吉斯迪（GSD）的多元射频美容仪等产品，在市场上逐渐被认可。

5、国内轻医美企业蒸蒸日上，三大玻尿酸巨头各有千秋

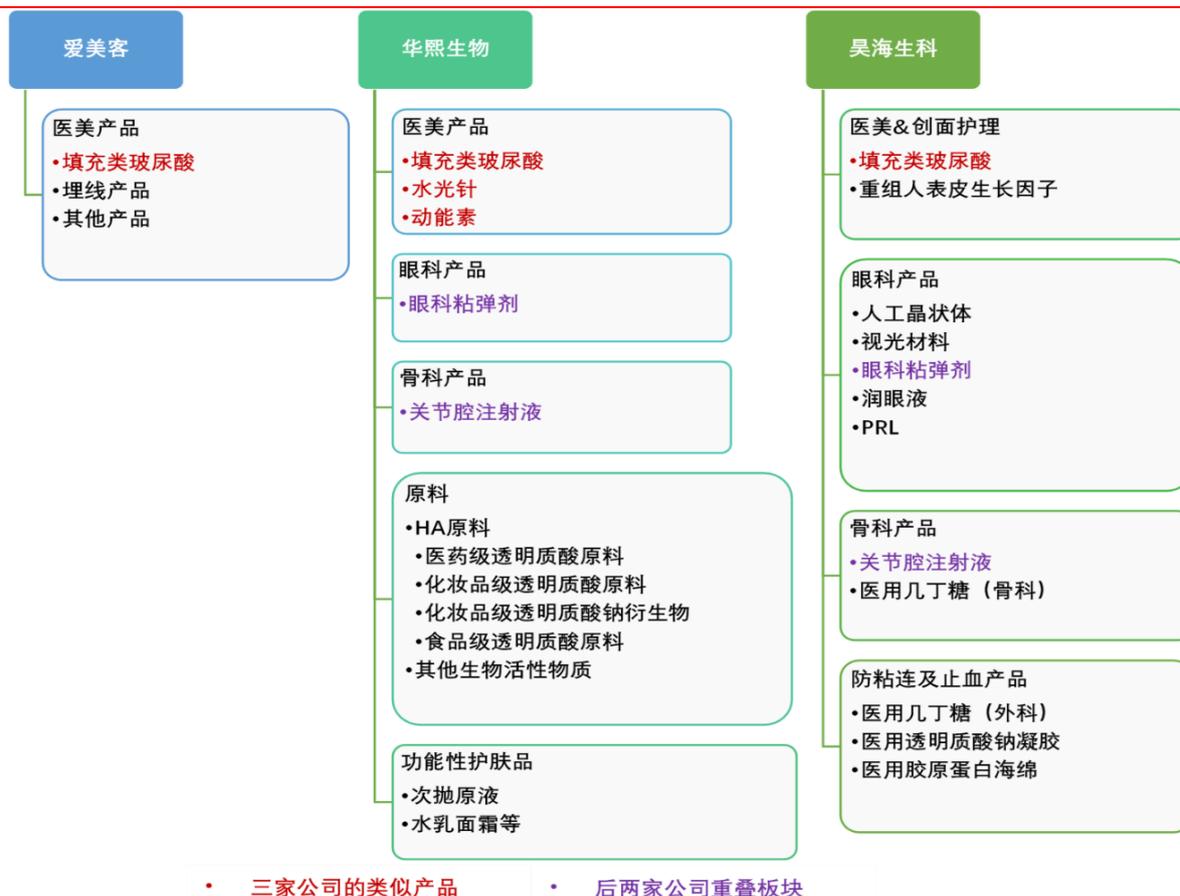
目前医美行业上游的国内上市公司主要包括爱美客、华熙生物和昊海生科。

5.1 三家公司产品布局各有特点

爱美客、华熙生物和昊海生科的专注领域有所不同，医疗美容系三者重叠板块。爱美客专注于医美填充类产品，是国内生物医用软组织修复材料领域的创新型领先企业，已成功实现注射类透明质酸钠系列产品及聚对二氧环己酮面部埋植线的产业化。华熙生物是全球透明质酸行业的领军企业，以透明质酸微生物发酵生产技术为核心，业务覆盖透明质酸原料及相关终端产品的完整产业链；主要产品包括透明质酸原料及其他生物活性物质、医疗终端产品和功能性护肤品，其中医美产品主要为注射用玻尿酸。昊海生科专注于医疗器械领域，是一家应用生物医用材料技术和基因工程技术进行医疗器械和药品研发、生产和销售的科技创新型企业；通过多年兼并收购和自主研发，产品覆盖眼科、医美、骨科、防粘连及止血四大领域。三家公司的共同业务是填充类玻尿酸产品的研发、

生产和销售。

图 55：三家公司主要产品布局情况



资料来源：各公司招股说明书，东莞证券研究所

就医美业务而言，爱美客和华熙生物的产品种类更多，竞争优势更明显。爱美客深耕轻医美产品，针对面部和颈部褶皱皮肤进行修复，主要产品包括“逸美”、“宝尼达”、“爱美莱/爱美飞”、“嗨体”和“逸美一加一”五款玻尿酸产品，以及国内首款埋线产品“恋紧”。华熙生物的医美产品覆盖了填充类玻尿酸、水光针和动能素，适用于祛皱填充或者补水嫩肤，主要品牌为“润百颜”、“润致”和“丝丽”。同时，华熙生物功能性护肤品方面比较强势，公司旗下护肤品牌包括润百颜、丝丽、米蓓尔、润月雅、夸迪、德玛润等，具体涵盖次抛原液、膏霜、水乳、面膜、手膜等产品。昊海生科的医美产品为填充类玻尿酸，共有三代，分别为“海薇”、“姣兰”和“海魅”。

表 10：三家公司主要医美产品

| 企业名称 | 产品种类 | 产品名称 | 适用范围 | 产品用途和描述 |
|------|--------|------|---------|----------------------------------|
| 爱美客 | 填充类玻尿酸 | 逸美 | 额部/鼻唇部等 | 针对褶皱皮肤修复。 |
| | | 宝尼达 | 额部/鼻唇部等 | 国内首款含 PVA 微球的长效玻尿酸，微球不断刺激胶原蛋白生长。 |

| | | | | |
|------|--------|-------------|----------------|--|
| | | 爱美莱、爱美飞 | 鼻唇沟等 | 爱美莱为国内首款含利多卡因的透明质酸钠注射材料，利卡多因降低注射疼痛感。爱美飞功效类似爱美莱，针对年轻群体，主打性价比。 |
| | | 嗨体 | 颈部 | 国内首款修复颈纹的复合注射材料。嗨体产品添加了肌肤（国内独家），肌肤具有抗炎、抗糖化、抗氧化和螯合作用。 |
| | | 逸美一加一 | 额部/鼻唇沟等 | 针对褶皱皮肤修复的新型复合注射材料。 |
| | 埋线产品 | 紧恋 | 鼻唇部 | 国内首款面部埋植线产品。 |
| 华熙生物 | 填充类玻尿酸 | 润百颜黑金 | 鼻部/下巴/鼻基底 | 大分子双相颗粒型玻尿酸，深层软组织填充、面部轮廓塑型。月盈是黑金款的升级款，适合做深层软组织填充。 |
| | | 润百颜月盈 | 鼻部/下巴/鼻基底 | |
| | | 润百颜白紫 | 额部/太阳穴等 | 中分子双相玻尿酸，改善面部中度皱纹和填充凹陷部位。星耀是白紫款的升级款，适合浅层的皱纹凹陷填充。 |
| | | 润百颜星耀 | 额部/唇部/太阳穴等 | |
| | | 润致玻尿酸 | 唇部/鼻部等 | 利多卡因快速起效，治疗过程较为舒适；凭借高黏弹性与支持力，能够准确塑形及长效定型，但不适合浅层填充。 |
| | 水光针 | 润百颜水光针 | 面部 | 润百颜水光针将拥有高水分保持力的透明质酸剂，均匀地渗透于皮肤内，在皮下层形成水分膜，从而达到补水保湿、收缩毛孔的作用。 |
| | | 润月雅水光针 | 面部 | 润百颜水光针通过玻尿酸，由真皮浅层多点深度补充进全面部皮肤，刺激胶原蛋白再生，延缓皮肤因胶原蛋白流失和缺水引起的衰老。 |
| | | 润致水光针 | 面部 | 4种玻尿酸黄金配比，润致玻尿酸网状结构高效补水，梯度酶解，有效长效储水。 |
| | 动能素 | 丝丽动能素 | 面部/颈部/皮肤/手背中胚层 | 补水保湿，去皱去细纹，收缩毛孔，嫩肤。 |
| | | 润致动能素/润致动能液 | 面部 | 采用中胚层疗法鸡尾酒配方，立体保湿，长效补水，淡化细纹、紧致肌肤、提亮肤色。 |
| 昊海生科 | 填充类玻尿酸 | 海薇 | 鼻部/下巴等 | 单相交联，除皱效果可保持较长时间；其空间网络组织致密，有效降注射后的肿胀反应。 |
| | | 姣兰 | 唇部/眼周 | 眼唇专用玻尿酸，注射后效果柔美灵动，表情自然，被称为柔软的玻尿酸。 |
| | | 海魅 | 鼻唇沟 | 具有无颗粒化和内聚性的特点，用于祛皱填充，特别是纠正中重度鼻唇沟皱纹。 |

资料来源：各公司招股说明书、新氧，东莞证券研究所

5.2 销售渠道对比

华熙生物医美渠道延伸范围较广。爱美客销售范围在境内，主要集中于华东、华北和华南地区，2019年三个地区的收入占整体营收的比例分别为42.61%、14.74%和10.42%，占比合计67.77%。华熙生物的透明质酸产业化规模位居国际前列，其玻尿酸原料、终端产品（含医美）、功能性护肤品销往海外60余个国家和地区。2019年，华熙生物中国地区收入占整体营收的81.0%，境外占19.0%。相比之下，昊海生科境外收入占比较少，

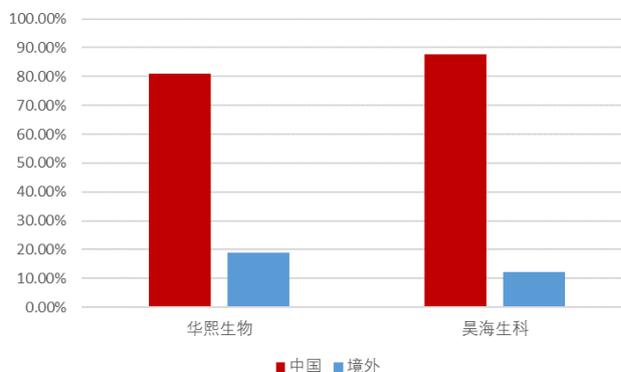
2019 年为 12.23%，境外收入主要来源于视光材料和高分子聚合物产品；玻尿酸产品方面，公司销售渠道分布在境内。

图 56：爱美客在华东地区渠道下沉最深

爱美客主营业务收入按地区构成情况



图 57：华熙生物的境外业占比最多

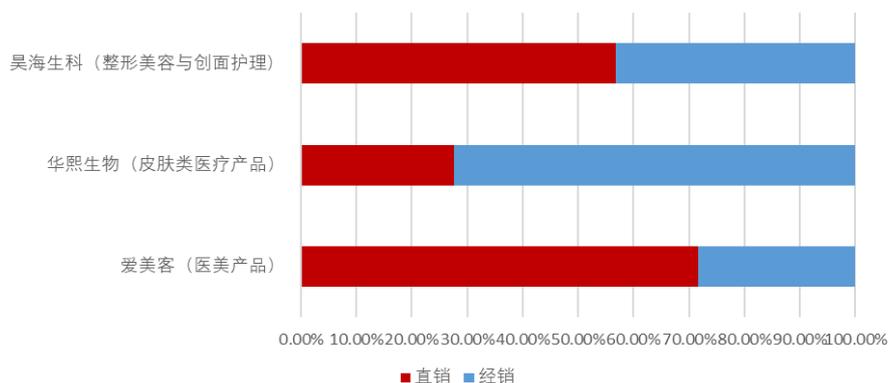


资料来源：吴海生科公司年报，东莞证券研究所

资料来源：吴海生科公司年报，东莞证券研究所

就医美产品而言，爱美客以直销为主，华熙生物以经销为主。爱美客专注医美，销售以直销为主，经销为辅；2018 年和 2019 年直销收入占营收比重分布为 71.61%和 64.08%。在坚持直销为主的前提下，爱美客战略布局继续引进部分新增经销商，进一步提升产品的市场覆盖率和渗透率。华熙生物整体采用直销结合经销的模式，但皮肤类医疗产品以经销渠道为主，经销收入规模约占当期同类产品的 70%，占比基本稳定。吴海生科也采取直销结合经销的模式，其中整形美容和创面护理产品以直销渠道为主，直销收入占当期同类产品的 56.75%。

图 58：三家公司医美类产品渠道对比



资料来源：各公司招股说明书，东莞证券研究所

5.3 财务指标对比

(1) 三家公司整体业绩情况

爱美客业绩增长表现亮眼。虽然爱美客的营收和归母净利润在三家公司中规模最小，但复合增长率最高。爱美客业绩多年来保持快速上升趋势，2016 年-2019 年公司营收 CAGR

为 58.25%，归母净利润 CAGR 为 78.88%，增速较快。2019 年公司营收为 5.58 亿元，同比增长 73.74%；归母净利润为 3.06 亿元，同比增长 148.68%。业绩增长的主要原因系增值税从 16%降低到 3%，嗨体等产品的不含税价格大幅增长，同时嗨体作为国内唯一一款颈部皱纹修复产品，2019 年销量大涨，接近 2018 年的 3 倍。2020 年前三季度，公司实现营业总收入 4.64 亿元，同比增长 17.40%；实现归母净利润 2.90 亿元，同比增长 31.83%；实现扣非净利润 2.80 亿元，同比增长 29.91%；期间增速有所放缓，主要系受新冠疫情影响。

华熙生物近两年业绩增速落后于爱美客，但成长性较稳定。华熙生物的业绩规模在三家公司中排位第一，表现稳健。2016 年-2019 年公司营收 CAGR 为 37.01%，归母净利润 CAGR 为 29.54%。2019 年公司营收为 18.86 亿元，同比增长 49.28%；归母净利润为 5.86 亿元，同比增长 38.16%。业绩增长主要原因是受益于市场对公司产品的需求增长，医疗终端产品和功能性护肤品销售收入较上年实现较快增长，同时原料产品持续保持增长势头。2017 年公司开始在终端产品上进行改革创新，营收强势增长，2018 年归母净利润高达 90.70%。2020 年前三季度，公司实现营业总收入 15.96 亿元，同比增长 23.96%；实现归母净利润 4.38 亿元，同比增长 5.12%。

同业公司中，昊海生科业绩表现较弱，市场波动导致增速回落。2016 年-2019 年公司营收 CAGR 为 23.04%，归母净利润 CAGR 为 6.72%，双指标复合增速均落后于其他两家公司。2019 年公司营收为 16.04 亿元，同比下降 22.06%；归母净利润为 3.71 亿元，同比减少 10.56%。公司 2018 年以前业绩增长较稳定，2018 年受公司并购活动以及规模扩张的影响，2019 年医美终端市场行业整治对市场造成一定波动，使得公司在 2018 年后业绩出现下滑趋势。2020 年前三季度，公司营收为 8.92 亿元，同比减少 22.06%；归母净利润 1.13 亿元，同比减少 55.13%。2020 年业绩下滑主要系受新冠肺炎疫情影响，因公司产品主要用于眼科门诊及择期手术、整形美容门诊、骨关节腔注射诊疗以及非急诊外科手术等，在疫情期间业务受限明显。随着国内疫情控制及社会活动恢复，公司业务进入复苏状态，其中眼科产品国内业务、骨科产品业务和防粘连及止血产品销售收入在 2020 年 Q3 均已实现双位数增长。

表 11：各公司营收和归母净利润情况

单位：亿元

| 公司名称 | 2020Q1-Q3 | | 2019 | | 2018 | | 2017 | |
|------|-----------|---------|-------|----------|-------|---------|-------|---------|
| | 营收 | 同比 | 营收 | 同比 | 营收 | 同比 | 营收 | 同比 |
| 爱美客 | 4.64 | +17.40% | 5.58 | +73.74% | 3.21 | +44.28% | 2.22 | +58.09% |
| 华熙生物 | 15.96 | +23.96% | 18.86 | +49.28% | 12.63 | +54.41% | 8.18 | +11.58% |
| 昊海生科 | 8.92 | -22.06% | 16.04 | +2.94% | 15.58 | +15.06% | 13.54 | +57.27% |
| | 归母净利润 | 同比 | 归母净利润 | 同比 | 归母净利润 | 同比 | 归母净利润 | 同比 |
| 爱美客 | 2.90 | +31.83% | 3.06 | +148.68% | 1.23 | +49.47% | 0.82 | +53.99% |
| 华熙生物 | 4.38 | +5.12% | 5.86 | +38.16% | 4.24 | +90.70% | 2.22 | -17.50% |
| 昊海生科 | 1.13 | -55.13% | 3.71 | -10.56% | 4.15 | +11.31% | 3.72 | +22.08% |

资料来源：Wind，东莞证券研究所

(2) 三家公司产品收入情况

爱美客：

产品差异化成就王者，嗨体稀缺性奠定增长。爱美客产品在配方组份、适用部位、修复效果有所不同，全面覆盖低中高端消费者，价格梯度可满足多个细分市场的消费需求。其中，2019年嗨体销售收入占公司营收的43.50%，爱芙莱销售收入占39.27%，成为公司最受欢迎的两大产品。爱芙莱含盐酸利多卡因成分，可舒缓减痛，性价比较高，消费者体验良好，市场认可度较高。而嗨体是国内目前唯一一款获得国家药监局批准用于颈部皱纹的获国家发明专利授权的注射用透明质酸钠复合溶液修复产品，治疗效果较好，客户黏性较强，且注射频次一般会高于公司其他玻尿酸填充产品。

华熙生物：

各类产品销量稳定上升，功能性护肤品增长吸睛。从产品销售额来看，华熙生物的功能性护肤品收入增长最快，2019年收入6.34亿元，同比增长118.53%，占营收比重33.66%。从主要产品销量来看，2019年，公司透明质酸原料（不含衍生品）销量199.92吨，同比增长14.16%；医疗终端产品中针剂类产品销量390.57吨，同比增长29.48%；功能性护肤品中次抛原液销量4741.11吨，同比增长56.48%。次抛原液是功能性护肤品的主打产品，其收入在2019年占护肤品业务的63.2%。次抛原液利用次抛包装结合玻尿酸原液作为卖点，深受消费者喜爱，有望成华熙生物的明星单品。

昊海生科：

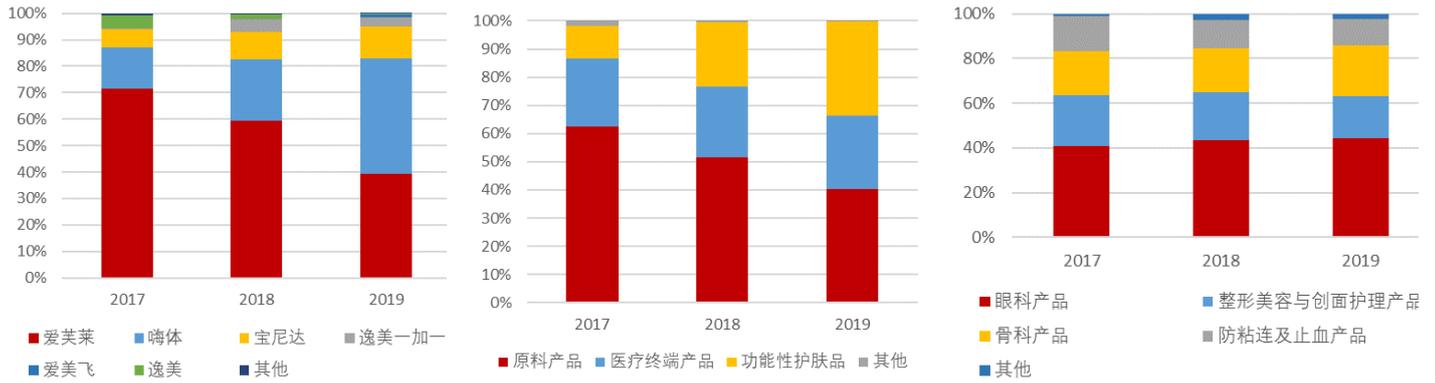
公司在眼科医疗领域全面布局。自2016年起，公司先后并购了多家公司，在润眼液和手术粘弹剂的基础上，增加了人工晶体和视光材料，全面布局眼科医疗。2019年，公司眼科产品销售收入占整体营收比重达44.49%。值得注意的是，公司的眼科产品人工晶体和骨科产品关节腔注射液等产品的集采风险相对较大，同时眼科产品占营收比重较高，因此公司未来业绩不确定性比其他两家公司大。

三代玻尿酸“海魅”有望引领公司医美业务重回轨道。2019年，公司整形美容与创面护理业务占整体营收的18.75%，其中玻尿酸销售收入占整形美容与创面护理产品的68.03%。公司玻尿酸业务收入从2014年的0.26亿元增长到2019年的2.04亿元，CAGR为50.98%，增速可观。2019年玻尿酸产品收入同比下滑23.31%，主要系医美终端市场阶段性行业整治以及竞品玻尿酸售价大幅下降所致；但公司玻尿酸销量仍然位居行业第二，是销量最大的国产厂商。公司第一代玻尿酸“海薇”主要销售对象为低端客户，专攻塑形；第二代玻尿酸“姣兰”主要销售对象为中高端客户，专攻软组织填充。2020年4月，公司三代玻尿酸“海魅”获得NMPA认证，其抗高温、抗酶解、无颗粒、高内聚性的特征，使得玻尿酸填充的时效性得以延长。预计三代玻尿酸产品上市后，公司医美业务有望重回增长轨道。

图 59：爱美客主营业务收入情况

图 60：华熙生物主营业务收入情况

图 61：昊海生科主营业务收入情况



资料来源：爱美客年报，东莞证券研究所 资料来源：华熙生物年报，东莞证券研究所 资料来源：昊海生科年报，东莞证券研究所

5.4 盈利能力对比

爱美客的盈利能力最吸睛。整体毛利率方面，爱美客的整体毛利率高于其他两家公司，主要是因为三者的产品结构不尽相同，其中医美产品毛利率普遍较高。爱美客专注于医美领域，毛利率在 2014 年-2019 年基本维持在 90%以上，2019 年毛利率达到 92.63%。而华熙生物除了销售玻尿酸产品外，还销售毛利率较低的玻尿酸原料产品。其毛利率在 2016 年-2019 年基本保持 75%-80%，2019 年毛利率为 79.66%。昊海生科的产品涉及眼科、骨科、外科、医美和创面护理领域，近年来因顺应国家招投标政策而降低了眼科和骨科产品的价格。2019 年昊海生科整体毛利率为 77.31%，同比小幅下降，主要是由毛利率较高的玻尿酸产品营业收入占比下降所致。就医美产品毛利率来看，爱美客玻尿酸细分产品毛利率普遍高于华熙生物和昊海生科，后两者的医美产品毛利率无明显差异，均在 92%左右。

三家公司的直销毛利率均持续高于经销毛利率，爱美客的直销毛利率与经销毛利率差异最小。两种模式相比，直销毛利率普遍高于经销毛利率主要是因为经销商需承担终端客户的开拓，公司对于经销商的销售平均价格相对较低。爱美客直销与经销毛利率相差较小的主要原因系公司对直销和经销客户都执行统一的价格体系，最终平均价格差异不大，整体上经销毛利率低于直销毛利率。2019 年，因增值税简易征收，爱美客直销和经销的毛利率均突破 92%。华熙生物和昊海生科的直销毛利率与经销毛利率的差异相对稳定，符合行业合理情况，不存在通过经销毛利率和其他销售模式实现的毛利率差异较大的情况。

表 12：各公司 2019 年毛利率情况（按产品）

| 爱美客产品 | 嗨体 | 爱美莱 | 宝尼达 | 逸美一加一 | 爱美飞 | 逸美 | 其他 |
|--------|--------|-------------|----------------|--------|----------|--------|--------|
| 毛利率 | 92.99% | 90.22% | 98.73% | 96.37% | 91.39% | 96.07% | 37.44% |
| 华熙生物产品 | 原料产品 | 医疗终端产品 | (注射用修饰透明质酸钠凝胶) | 功能性护肤品 | 其他 | | |
| 毛利率 | 76.12% | 86.67% | 92.18% | 78.54% | 36.17% | | |
| 昊海生科产品 | 眼科产品 | 整形美容与创面护理产品 | (玻尿酸) | 骨科产品 | 防粘连及止血产品 | 其他 | |
| 毛利率 | 68.44% | 90.38% | 92.16% | 85.50% | 77.90% | 59.63% | |

资料来源：各公司年报、爱美客招股说明书，东莞证券研究所

备注：文字加粗的产品为三家公司类似产品。

表 13：各公司毛利率情况（按渠道）

| 公司名称 | 2019 | | 2018 | | 2017 | |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 直销 | 经销 | 直销 | 经销 | 直销 | 经销 |
| 爱美客 | 92.98% | 92.01% | 89.86% | 88.02% | 86.57% | 84.81% |
| 华熙生物 | 81.52% | 72.89% | 83.09% | 75.57% | 78.47% | 71.43% |
| 昊海生科 | 80.27% | 73.48% | 85.80% | 72.39% | 84.77% | 74.80% |

资料来源：各公司招股说明书，东莞证券研究所

备注：华熙生物只公布了 2019Q1 渠道毛利率数据，昊海生科只公布了 2019H1 渠道毛利率数据。

近年来，玻尿酸三巨头中只有爱美客的净利率逐步提高。2018年起，爱美客的净利率逐步攀升，主要原因系产品毛利率逐步提升，提升公司产品从推广期进入成熟期，销售费用率和管理费用率有所下降，财务费用率相对稳定。2019年，爱美客的净利率达到53.43%；2020年前三季度，净利率更是高达61.51%。相比之下，华熙生物的净利率基本维持在30%左右，2019年净利率为31.00%，近年来有小幅下滑趋势，主要系销售及研发费用提高所致。昊海生科的净利率在三家公司中排名最后，2019年公司净利率为23.46%，同比下滑5.74个百分点，主要系研发费用上升较多，用于扩充公司眼科和医美创新产品线。由于昊海生科的一系列并购和业务规模扩大，公司管理费用率较高；同时公司近两年扩大销售团队和加大推广力度，销售费用率较高。从整体期间费用率来看，爱美客的整体费用率控制最为妥当，远低于其他两家公司。

表 14：各公司整体毛利率、期间费用率与净利率情况

| 公司名称 | 2020Q1-Q3 | 2019 | 2018 | 2017 |
|--------------|-----------|--------|--------|--------|
| 销售毛利率 | | | | |
| 爱美客 | 91.54% | 92.63% | 89.34% | 86.15% |
| 华熙生物 | 80.88% | 79.66% | 79.92% | 75.48% |
| 昊海生科 | 76.76% | 77.31% | 78.54% | 78.68% |
| 销售费用率 | | | | |
| 爱美客 | 9.05% | 13.84% | 19.44% | 18.83% |
| 华熙生物 | 40.43% | 27.65% | 22.46% | 15.34% |
| 昊海生科 | 50.90% | 33.92% | 31.77% | 30.57% |
| 管理费用率 | | | | |
| 爱美客 | 5.74% | 8.62% | 13.84% | 11.55% |
| 华熙生物 | 5.93% | 9.66% | 13.42% | 21.40% |
| 昊海生科 | 17.86% | 16.61% | 15.42% | 14.25% |
| 财务费用率 | | | | |
| 爱美客 | -0.27% | -0.31% | -0.53% | -0.31% |
| 华熙生物 | -0.74% | -0.66% | -1.84% | 1.90% |
| 昊海生科 | -9.03% | -3.96% | -3.99% | -3.67% |

| | 销售净利率 | | | |
|------|--------|--------|--------|--------|
| | | | | |
| 爱美客 | 61.51% | 53.43% | 36.18% | 34.49% |
| 华熙生物 | 27.38% | 31.00% | 33.56% | 27.17% |
| 昊海生科 | 11.48% | 23.46% | 29.20% | 29.53% |

资料来源：Wind，东莞证券研究所

5.5 研发能力对比

爱美客的研发支出占整体营收的比重略高于其他两家公司。2017年-2019年，爱美客的研发支出占当年营收的比例分别为12.81%、10.49%和8.71%。虽然该指标有逐步下降趋势，但在三家公司中仍排名第一。从绝对数量上看，爱美客研发支出实际上是逐年增加的，在2018年同比上升18.20%，2019年研发支出为4856.37万元，同比增长44.20%，主要是公司研发人员增多导致人工费增加，同时公司增加了化合物开发、临床前研究和试验导致服务费增加，其中2019年公司新增注射用A型肉毒毒素研发项目。昊海生科的研发支出占营收比重略低于爱美客，近年来逐渐上升，2019年研发支出营收占比为7.24%。近年来，昊海生科的研发支出亦同步增加，2019年研发支出为1.16亿元，同比增长21.71%，主要系公司持续加大对眼科和医美领域在研产品的研发投入所致。华熙生物的研发支出营收占比虽然偏低，但研发支出比较稳定，研发费用也在逐年增加。2019年，华熙生物研发费用为9388.62万元，同比增长77.59%，主要系报告期内公司购入研发设备导致折旧费用增加、研发人员数量增加导致职工薪酬增长。除费用化的研发支出外，华熙生物还进行了投入肉毒毒素的安全性及药效评价研究及产品注册、Revitacare核心研发人员薪酬奖励等研发投资。

表 15：各公司研发支出情况

单位：万元

| 公司名称 | 2019 | | | 2018 | | | 2017 | | |
|------|----------|-------|----------|----------|--------|----------|----------|--------|----------|
| | 研发支出 | 营收占比 | 研发费用化支出 | 研发支出 | 营收占比 | 研发费用化支出 | 研发支出 | 营收占比 | 研发费用化支出 |
| 爱美客 | 4856.37 | 8.71% | 4856.37 | 3367.78 | 10.49% | 3367.78 | 2,849.30 | 12.81% | 2,849.30 |
| 华熙生物 | 9388.62 | 4.98% | 9388.62 | 10424.09 | 8.25% | 5,286.59 | 9006.70 | 11.01% | 2,571.85 |
| 昊海生科 | 11607.60 | 7.24% | 11607.60 | 9536.97 | 6.12% | 9536.97 | 7633.23 | 5.64% | 7633.23 |

资料来源：Wind、各公司年报，东莞证券研究所

备注：爱美客和昊海生科比较谨慎，考虑到研发成果带来经济收益的不确定性，近几年均采用研发支出全部费用化的方式。而华熙生物采取研发支出部分费用化的方式，比较能体现真实性原则。

华熙生物的储备项目远超其他两家公司。目前华熙生物在研项目96个，昊海生科在研项目35个，爱美客在研项目只有5个。就医美储备项目方面，华熙生物、昊海生科和爱美客的储备项目数量分别为15个、7个和5个。华熙生物与Medytox公司合作的注射用A型肉毒毒素已进入上市申请阶段，在研项目中的透明质酸钠凝胶-透明质酸凝胶，HAFG-DX15和HAFG-DX23项目已经进入临床阶段。昊海生科的三代玻尿酸“海魅”已于2020年上市，而加强型水光针和有机交联透明质酸钠凝胶项目已进入注检阶段。爱美客目前主要在研项目包括基因重组蛋白药物、医用生物补片、新型软组织填充剂等，其中童颜针

项目处于注册申报阶段，注射用 A 型肉毒毒素处于临床阶段。

表 16：各公司医美产品在研情况

| 公司名称 | 项目 | 阶段 | 详情 |
|------------|---------------------------|-------------------|---|
| 爱美客 | 医用含修饰聚左旋乳酸微球的透明质酸钠凝胶（童颜针） | 注册申报 | 用于皮肤填充。含有聚乳酸微球的复合填充材料，具有中长期的维持效果。 |
| | 医用聚羧甲基葡糖胺聚糖凝胶 | 注册申报 | 手术防粘连产品。利用原位成膜技术，预防术后慢性炎症期造成的粘连。 |
| | 医用生物补片 | 注册申报 | 用于硬脑膜和软组织修复。具有良好的机械性能和生物相容性能。 |
| | 注射用 A 型肉毒毒素（肉毒针） | 临床阶段 | 医疗美容中用于去除动态皱纹等。属于已上市同种产品的生物类似药。 |
| | 基因重组蛋白药物 | 临床前研究 | 用于糖尿病及肥胖症的治疗。利用原核表达技术，具有成本优势。 |
| 华熙生物 | 交联玻璃酸钠注射液-注射用透明质酸钠复合溶液 | 注册检验 | 国内先进 |
| | HAFG-DX20 | 结题 | 国际领先 |
| | HAFG-SX20 II | 注册申报 | 国际领先 |
| | HAFG-SX12 | 注册申报 | 国内先进 |
| | HAFG-DX15 | 临床阶段 | 国内先进 |
| | HAFG-DX23 | 临床阶段 | 国内先进 |
| | HAFG-SX20III | 注册申报 | 国内先进 |
| | 交联玻璃酸钠注射液-HAFG-M | 注册检验 | 国内先进 |
| | 交联玻璃酸钠注射液-交联透明质酸复合溶液 | 注册检验 | 国内先进 |
| | 透明质酸钠凝胶-透明质酸凝胶 | 临床阶段 | 国内领先 |
| | HAFG-P | 试产 | 国际领先 |
| | 动能素 | 小试 | 国内领先 |
| | 交联玻璃酸钠注射液-交联透明质酸粉末 | 小试 | 国际领先 |
| | 透明质酸钠凝胶-工艺开发 | 结题 | 国内先进 |
| 透明质酸新型医用材料 | 小试 | 国际领先 | |
| 昊海生科 | 无颗粒线性交联透明质酸钠凝胶（三代玻尿酸“海魅”） | 申报生产（已于 2020 年上市） | 一种新型的交联透明质酸钠凝胶的制备方法，摆脱了传统工艺的粉碎或挤压对交联透明质酸钠的机械外力造成的酶解位点的过多暴露。 |
| | 加强型水光注射剂（水光针） | 注册检验 | 通过强化可吸收生物多糖材料中的氢键结构，提高水光产品的临床效果和维持时间。 |
| | 有机交联透明质酸钠凝胶 | 注册检验 | 通过交联反应制备出适宜于体内注射的美容填充材料，提高产品使用的安全性。 |
| | 无痛交联注射用交联透明质酸钠凝胶 | 临床前研究 | 降低注射过程中的疼痛同时提高深层填充效果。 |
| | 具有胶原刺激作用的注射用凝胶剂 | 临床前研究 | 制备得到具有胶原刺激活性的注射填充剂。 |
| | 智能感应的注射用透明质酸钠凝胶 | 临床前研究 | 为注射美容、系统性疾病的早期预防以及智能药物缓释提供一种新的选择手段。 |
| | 智能交联胶原蛋白填充剂 | 临床前研究 | 通过体内环境智能调节交联技术，使胶原蛋白填充剂有优秀的组织融合性和体内维持时间。 |

资料来源：各公司年报和招股说明书，东莞证券研究所

6、投资策略

首次覆盖，给与医美行业整体“推荐”评级，重点关注自主研发实力强劲、品牌竞争力上升、推广渠道成熟、产品质量和种类领先的企业。中国医美行业正快速发展，行业增长的驱动因素主要为当代年轻人的抗老热情以及对医美观念的良性转变。中国人均 GDP 水平维持高增长，居民消费能力逐年攀升，消费升级支撑医美行业扩张。轻医美火热程度稳超传统整形医美，注射类项目脱颖而出，其中玻尿酸产品深受国内消费者喜爱。新一代医美消费者的求美诉求愈来愈精细化，轻医美产品日新月异。在行业迅速扩张的大环境下，本土企业致力于打造自主品牌，加大研发投入并加快国产替代进程，同时加强客户端医美教育以期提高各线城市的医美覆盖率，发展前景向好。综上所述，医美行业景气度高，企业拓张意愿明显，未来发展潜力巨大，首次给予医美行业整体“推荐”评级。建议优先关注自主研发实力强劲、品牌竞争力上升、推广渠道成熟、产品质量和种类领先的企业，如爱美客和华熙生物等。

表 17：重点公司盈利预测及投资评级（2021/1/29）

| 股票代码 | 股票名称 | 股价(元) | EPS (元) | | | PE (倍) | | | 总市值 (亿元) | 评级 |
|--------|------|--------|---------|-------|-------|--------|--------|--------|-------------|----|
| | | | 2019A | 2020E | 2021E | 2019A | 2020E | 2021E | | |
| 300896 | 爱美客 | 792.50 | - | 3.47 | 5.20 | - | 228.62 | 152.53 | 952.59 | 推荐 |
| 688363 | 华熙生物 | 186.07 | 2.72 | 1.38 | 1.82 | 68.36 | 134.74 | 102.16 | 893.14 | 推荐 |

资料来源：Wind，东莞证券研究所

7、风险提示

(1) **市场竞争加剧风险**。医美行业需求增长较快，主导产品平均毛利率较高，可能会吸引多家企业通过自主研发或者兼并收购的方式进入市场。

(2) **新产品市场接受度不及预期**。如果公司新产品市场定位未能适应市场需求，或者市场推广策略不妥当，导致新产品市场推广效果预期，将对公司盈利能力产生不利影响。

(3) **经营资质续期风险**。医美行业监管严格，公司需取得医疗器械生产许可证、医疗器械经营许可证等业务资质，生产相关产品也需取得相关产品的注册批件。若公司及子公司未能如期取得相关经营资质和/或产品注册批件，将影响相关产品的生产或经营。

(4) **新产品开发和注册风险**。上述公司不排除未来新产品在研发和注册过程中可能会受到不可预测因素影响，导致其未能通过或未能如期通过国家药监局的审批，从而面临因新产品注册失败或新产品上市后无法适应市场需求变化而损失前期研发投入的风险。

(5) **产能扩张风险**。未来市场变化不断，项目建成至全面达产需一定时间，不排除未来公司可能会面临因市场需求变化、竞争加剧等因素导致产能无法及时消化的风险。

东莞证券研究报告评级体系：

| 公司投资评级 | |
|--------|--------------------------------------|
| 推荐 | 预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上 |
| 谨慎推荐 | 预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间 |
| 中性 | 预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间 |
| 回避 | 预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上 |
| 行业投资评级 | |
| 推荐 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上 |
| 谨慎推荐 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间 |
| 中性 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间 |
| 回避 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上 |
| 风险等级评级 | |
| 低风险 | 宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告 |
| 中低风险 | 债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告 |
| 中风险 | 可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告 |
| 中高风险 | 科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告 |
| 高风险 | 期货、期权等衍生品方面的研究报告 |

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

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或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，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本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn