

肉毒素行业

行业龙头股权回购彰显信心，持续看好肉毒素赛道

——肉毒素行业跟踪点评

✍️ : 分析师: 马莉 执业证书编号: S1230520070002
 ☎️ : 联系人: 詹陆雨、王长龙
 ✉️ : mali@stocke.com.cn

行业评级

 肉毒素行业 看好
报告导读

国内肉毒素行业四强之一四环医药发布根据一般授权拟议股份回购公告。

投资要点

- ❑ **享受医美行业增长红利，肉毒素赛道有望加速发展。**18年国内肉毒素市场规模为39.2亿元，15-18年CAGR高达30.8%，预计25年市场规模可达140亿元；随着医美项目的迅速普及，叠加肉毒素的工具属性较强，医美机构用肉毒素项目拓客的趋势明显，产品渗透率有望迅速提升。同时，水货、假货市场也将持续承压，有利于正规市场规模的加速扩张。我们持续看好肉毒素这一高增长、高壁垒的黄金赛道。随着吉适、乐提葆的获批，国内肉毒素竞争格局由双龙头转向四强争霸。
- ❑ **拟议股份回购彰显公司信心，财务状况稳健迎业绩拐点。**肉毒素四强之一的四环医药拟于公开市场回购股份。根据回购授权，四环可回购最多约9.47亿股股份，相当于授权日公司已发行股份总数的10%。同时，公司于上周发布全年业绩，财务状况稳健。公司20年全年收入实现24.92亿元，录得净利润4.73亿元，实现扭亏。分阶段来看，20年下半年公司整体业绩进入拐点，20H2实现收入14.1亿元，环比提升33.7%。分产品来看，非重点监控目录产品收入为18亿元，同比提升108%；医美产品暂未体现收入。公司注重研发投入，20年研发费用为7.3亿元，同比提升21.7%，其中近六成用于创新药研发，医美等新业务研发投入占比5%。同时，公司现金流情况良好，在手现金约46亿元。
- ❑ **医美业务有望成为企业价值提升的加速器。**四环通过代理韩国Hugel公司肉毒素产品乐提葆，切入医美上游赛道。双方和做较为稳定，四环医药不仅是乐提葆在中国市场的独家代理，同时也将代理韩国Hugel的玻尿酸产品，预计将于今年年底上市。同时，公司自研的童颜水凝产品有望于明年年底获批上市；自研的童颜针和少女针也均处于动物实验阶段，预计于2023年申报；复合胶原蛋白填充剂和局部改善脂肪容积的溶脂药品也均处于立项阶段。公司医美业务布局“后劲”十足。

相关报告

- 1、《肉毒素行业报告：高增长、高壁垒的黄金赛道》
2021-2-19
- 2、《肉毒素行业报告：医美机构拓客之匙》

报告撰写人: 马莉

联系人: 詹陆雨、王长龙

□ **拓客新玩法，格局新变化。**当前，越来越多的医美终端机构把肉毒素项目作为拓客项目进行促销。乐提葆本身在国内市场认知度较高，且四环医美团队大部分成员来自艾尔建和辉瑞等国际医药公司，经验丰富。同时，乐提葆推广效率较高，是国内第一家通过代理商模式运营的肉毒素品牌，目前已经签约 45 家代理商，覆盖全国 200 个城市，3000 家医疗机构。市场推广方面，乐提葆主打轻奢概念，锁定年轻、时尚消费群体；通过小红书、美团、新氧等互联网平台进行宣传推广，发布达人日记、体验报告等新媒体内容，打造互联网+品牌，引流行业新趋势。

□ **我们认为，乐提葆的优势主要体现在三方面：**

1) **价格带中段的空缺填补：**肉毒素产品的价格情况为保妥适>吉适>乐提葆>衡力，其中保妥适和吉适价格差别较小。乐提葆的市场定位将是年轻消费群体较好的消费升级选择；同时对于终端机构来说，乐提葆也将是较好的新增拓客工具。

2) **水货市场或将“断货”：**目前国内市场的玻尿酸和肉毒素产品 70% 由假货和水货构成；粉毒、白毒的非正规市场占比合计超过 80%。随着乐提葆在国内市场“转正”，韩国 Hugel 公司也将配合国内白毒水货的清除，将从产品包装、认证系统、严格惩罚机制等方面进行管控。同时，粉毒被 CFDA 吊销许可，一旦生产受限，水货市场也将出现“断货”的情况。对于乐提葆今年的“转正”都将起到正面推动作用。

3) **审核周期较长：**由于肉毒素的毒麻类药物属性，注射风险较大，因此针对肉毒素的监管政策持续趋严，肉毒素认证牌照审核周期较长。预计未来 2-3 年内，新增审核通过肉毒素品牌有限。乐提葆将享有充分的时间进行市场推广，抢占市场份额。

当前，四强品牌各具优势，国内肉毒市场有望进入发展快车道：

□ **老牌劲旅保妥适，重视医生专业培训。**艾尔建重视市场教育，在中国设立艾尔建学院，提供系统化医生培训，助力学员成为值得信赖的注射教学导师，从而在全国范围内开展更多的医学培训活动，帮助医美从业者提升专业技能。预计每年为中国医美产业培训超过 3000 名医疗美容专业人士。

□ **国货之光兰州衡力，主打性价比远销海外。**兰州生物于 1998 年起专业致力于衡力注射用 A 型肉毒素的营销，在 2008 年动工建设了特种生物制品注射用 A 型肉毒素生产车间、肉毒抗原和诊断试剂生产车间。并于 2018 年 7 月获得 CFDA 颁发的 GMP 证书，成为集研发、生产、销售为一体的医药生物技术公司，打造以肉毒素为平台的医疗美容、大健康全产业链。除去国内市场，其肉毒素产品已在韩国、巴西、俄罗斯等 32 个国家、地区注册、销售。

□ **英国皇家肉毒素，见效时间快。**吉适是由全球生物制药集团益普生生产，并由国际皮肤科制药企业高德美推广分销的一款肉毒素产品；吉适现已覆盖中国、美国、欧盟、澳大利亚、韩国、巴西、加拿大、阿根廷等 90 多个国家。相较于其他几款产品，吉适具有见效时间快的特点，平均见效时间约为 2 天。

□ **风险提示：**医美行业发展不及预期；肉毒素项目医疗事故风险；肉毒素水货及假货扰乱市场风险；审批进程加快，市场竞争大幅加剧风险。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>