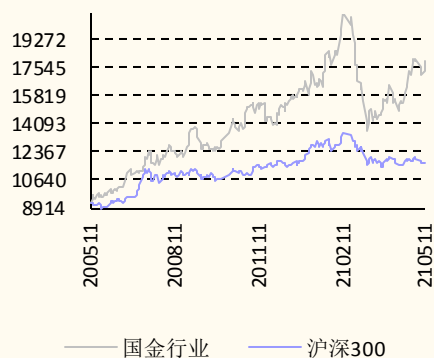


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金医疗服务指数	17962
沪深300指数	5023
上证指数	3442
深证成指	13967
中小板综指	12259



医美黄金时期，美丽经济亟待腾飞

行业观点

- **国内医美进入黄金时期，国产企业发展机遇到来：**在人均可支配收入增加、大众对医美接受程度提高等多重因素推动下，我国医美市场蓬勃发展，2020年中国医美市场规模达到1975亿元，预计2023年市场规模将达到3115亿元（cagr15.2%）。根据弗若斯特沙利文数据，2019年中国的医美渗透率仅3.6%，远低于日本的11%，美国的16.5%，韩国的20%的水平，行业发展即将迎来黄金时期。在此环境下，国内医美公司产品线日益丰富，品质逐步提高，国产替代趋势不可阻挡。
- **非手术类医美项目由于恢复时间快、价格风险低，近年越发受到消费者欢迎：**2015-2019年非手术类项目CAGR为24.6%，高于手术类项目；中国市场与其他东亚文明圈国家和地区类似，对皮肤项目更为青睐，叠加能操作复杂手术的医师资源短缺等限制条件，中国非手术类项目市场规模、疗程量占比均高于全球水平；非手术类项目主要有注射型产品和光电类非侵入医美项目等，注射类医美占据非手术类医美50%以上的市场份额，以肉毒毒素和玻尿酸为前两大注射类品种。
- **医美药械公司蓬勃发展，细分龙头独占先机：**国内市场上游医美材料企业集中度较高，竞争格局相对稳定。目前行业上游的药品器械具有较长的研发周期和认证周期，监管要求较高；同时光电类医美设备对产品精密密度要求较高，因此上游产品端具有较高的技术壁垒；其中，爱美客深耕玻尿酸系列产品，华熙生物在玻尿酸原料生产领域处于全球领先地位，华东医药布局玻尿酸、医美设备等多个领域，四环医药在肉毒素产品获得代理权等，均具有一定竞争优势；
- **医美下游公司有望实现大型品牌连锁，终端有望迎来集中度提升。**我国医疗美容服务市场中民营机构占据较大份额。其中民营机构按照规模大小又可以分为大型连锁医院、中小型民营整形医院以及小型民营诊所三类，目前主要以小型民营诊所为主，占据市场71%的份额，民营中小型医院和大型连锁医院则分别占比15%和6%。国内大型的连锁医美机构近年来已经有一定发展，出现了如美莱整形、艺星整形、华韩整形，朗姿股份等有代表性的头部企业。随着医美行业整体市场规模的扩大和行业监管的加强，非合规机构的生存空间未来可能会被进一步压缩，正规机构的市场份额将逐步提高，推动整个行业格局发生变化。

投资建议：

- 未来数年将是医美行业发展的黄金时期，我们看好医美行业的整体扩容和渗透率提升趋势。从产品端看，随着国内企业竞争力增强，国产替代加速，未来国内企业有望充分受益于医美市场的快速成长，我们看好创新能力较强的头部产品企业。从服务端看，随着市场监管逐步完善，规范程度不断提高，大型连锁企业在成本费用控制和品牌获客方面都有突出优势，我们看好这些企业不断提高市场份额。
- 重点公司：爱美客、华熙生物、华东医药，朗姿股份，奥园美谷等。

风险提示

- 研发管线不及预期的风险；行业竞争加剧和市场推广不及预期的风险；医疗美容整形意外事故的风险；医美服务机构跨区域扩张风险；收购整合不及预期；估值中枢下移的风险；

袁维

分析师 SAC 执业编号：S1130518080002
(8621)60230221
yuan_wei@gjzq.com.cn

内容目录

颜值经济兴起，中国医疗美容市场加速发展.....	4
医美消费渗透率相较于发达国家提升空间较大，需求端旺盛.....	4
我国医美渗透率较低，仍存在较大提升空间.....	4
国内医美需求大于供给，随着法规完善正规终端产品有望提升份额.....	5
轻医美趋势明显，非手术类项目引领潮流.....	5
非手术注射产品引领医美行业发展.....	7
玻尿酸产品国产化进程加速，市场份额逐步提高.....	7
本土玻尿酸品牌不断增多，高性价比凸显优势，加速国产替代化进程.....	9
部分赛道子领域产品持续突放量。引发市场关注。.....	9
肉毒毒素：国内成熟度低于国际市场，发展潜力巨大.....	9
胶原蛋白增生剂：抗衰产品前景广阔，开启下一赛道成长接力.....	11
线雕：面部埋置线开启抗衰新概念.....	12
“能量源”型医美项目，国产替代未来可期.....	13
能量源医美器械目前市场由外资主导.....	13
国内多家公司在医美设备类产品中展开布局.....	16
激光治疗为主要能源类医美，皮秒激光已成为色素性疾病治疗主流项目.....	16
非侵入式医美塑形迅速崛起，冷冻减脂具备发展潜力.....	18
医疗美容服务行业集中度低，有望加快整合步伐.....	21
医美服务机构市场集中化是未来趋势.....	21
小型医美机构发展面临困境.....	22
医美下游公司有望实现大型品牌连锁，终端有望迎来集中度提升。.....	22
投资建议.....	22
重点公司.....	22
爱美客：细分赛道龙头，产品矩阵建设丰富.....	22
华熙生物：玻尿酸全产业链覆盖，打造医美生态圈.....	23
贝泰妮：皮肤级护肤龙头引领国货强势崛起.....	23
华东医药：加码多项轻医美业务，激发公司新活力.....	23
四环医药：医美制药双轮驱动，肉毒素产品有望放量.....	23
复锐医疗科技：中国能源类医美设备佼佼者.....	23
朗姿股份：医美业务占比不断提升，成为业绩核心驱动力.....	24
奥园美谷：依托集团资源高效转型医美产业，.....	24
华韩整形：高标准可复制区域型医美龙头公司.....	24
瑞丽医美：区域代表性医美连锁品牌.....	24
医美国际：深耕行业多年的区域龙头之一.....	25
风险提示：.....	25

图表目录

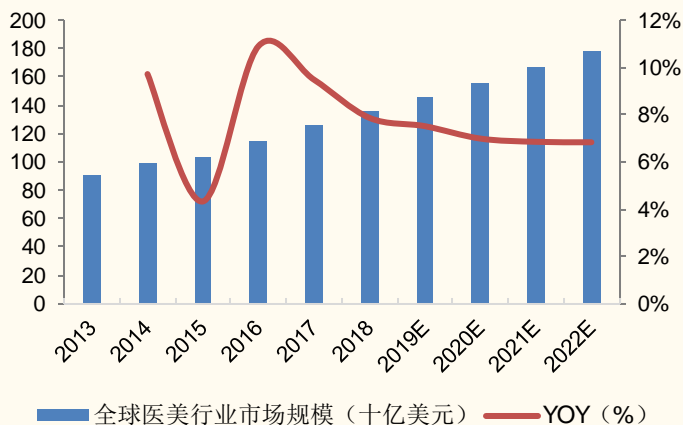
图表 1：2013-2022E 全球医美行业市场规模	4
图表 2：2012-2023E 中国医美行业市场规模	4
图表 3：2014-2019 年全球各国医美项目渗透率对比	5
图表 4：中国医美消费者年龄分布	5
图表 5：2019 年中国医疗美容行业医疗机构情况	5
图表 6：手术类与非手术类医疗美容的区别	6
图表 7：中国手术类及非手术类医美项目市场份额及占比	6
图表 8：2019 年中国注射医美分布及增速	7
图表 9：2018 年全球非手术类项目疗程数排名 top10	7
图表 10：交联透明质酸分类	8
图表 11：玻尿酸医美的分类	8
图表 12：国际主流玻尿酸品牌	9
图表 13：我国医疗美容肉毒毒素市场规模（单位：亿元）	10
图表 14：医疗美容肉毒毒素市场竞争格局（按金额）	10
图表 15：国内获批 NMPA 肉毒素品牌	11
图表 16：长效注射剂产品对比	12
图表 17：不同面部提升技术对比	12
图表 18：全球医美器械市场排名第六位	13
图表 19：能量源医美发展历程	14
图表 20：医美设备分类	15
图表 21：全球医美器械及产品	15
图表 22：复锐医疗科技产品线	16
图表 23：一般激光与皮秒激光比较	17
图表 24：皮秒与超皮秒比较	17
图表 25：皮秒、超皮秒获批时间轴	17
图表 26：赛诺龙激光公司产品 PicoWay 超皮秒	18
图表 27：PicoWay 超皮秒与传统激光治疗比较	18
图表 28：双皮秒为蜂巢皮秒与超皮秒叠加	18
图表 29：中国塑形市场规模（单位：亿元）	19
图表 30：身体塑形主要技术分类	19
图表 31：当前消费者对身体塑形方法偏好	19
图表 32：中国医美市场细分订单指数	19
图表 33：非侵入式医美塑形技术比较分析	20
图表 34：冷冻溶脂仪器市场主流产品	21

颜值经济兴起，中国医疗美容市场加速发展

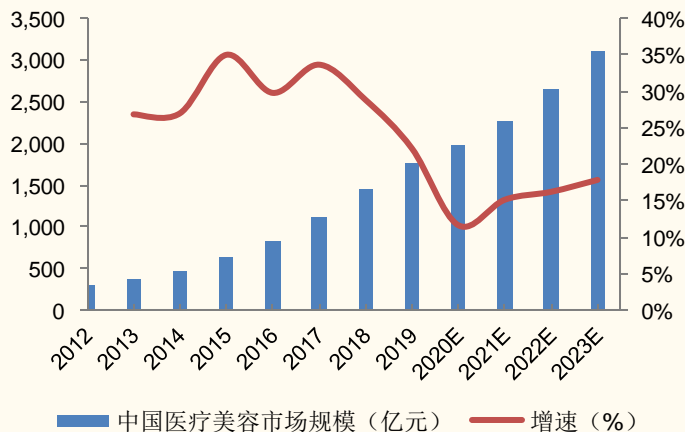
医美消费渗透率相较于发达国家提升空间较大，需求端旺盛

- 全球医美市场进入稳定发展阶段，中国医美市场增速领跑全球，处于加速增长期。根据国际美容整形外科学会的报告，2018 年全球医美市场规模约 1357 亿美元，预计 2018-2022 年 CAGR 为 7.05%，2022 年有望达到 1782 亿美元。随着人均可支配收入增加，大众对医美接受程度提高等多重因素推动，我国医美市场蓬勃发展，想象空间大。根据艾瑞咨询预测，2019 年我国医美市场规模达 1769 亿元，预计 2023 年将增加至 3115 亿元，期间 CAGR 为 15.19%。

图表 1：2013-2022E 全球医美行业市场规模



图表 2：2012-2023E 中国医美行业市场规模



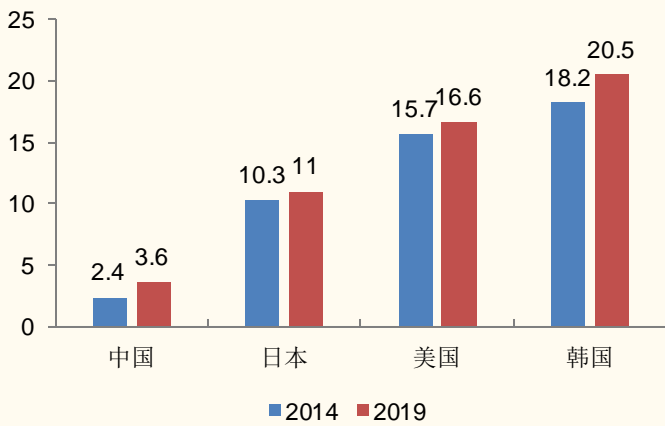
来源：ISAPS，国金证券研究所

来源：iResearch，国金证券研究所

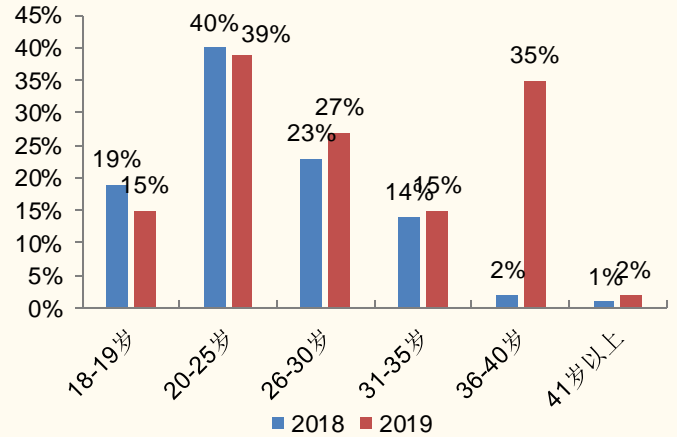
我国医美渗透率较低，仍存在较大提升空间

- 根据弗若斯特沙利文数据，2019 年中国的医美渗透率仅 3.6%，远低于日本的 11%，美国的 16.5%，韩国的 20% 的水平，行业发展即将迎来黄金时期。一线城市、95 后年轻群体是医美消费的主力军。人均可支配收入增加、医美消费者年龄结构扩张及医美接受度提升，消费能力较强的一线城市人群是医美主要的消费群体，且消费者的消费转化率较高；
- 根据《新氧 2019 年医美白皮书》基于 100 万份用户抽样数据显示，中国医美消费者 35% 左右来自一线城市、40% 左右来自新一线城市、15% 左右来自二线城市、不足 10% 来自三线及以下城市；
- 根据《新氧 2019 年医美白皮书》的私信用户数/消费用户量比例及两类用户的结构，二线及以上城市的医美咨询用户数量为消费用户数量的两倍，而三线及以下城市的医美咨询用户数量为消费用户数量 10 倍；
- 从需求人群看，中国医美需求以 20-25 岁的女性为主力。据新氧大数据统计，2018 年所统计中国整形人群中，女性占比 89%，男性占比 11%。女性消费者中，其中以 20-25 岁消费者占比最高，2019 年达 38.57%。95 后成为互联网医美消费者主力军。

图表 3：2014-2019 年全球各国医美项目渗透率对比



图表 4：中国医美消费者年龄分布



来源：德勤，前瞻产业研究院，国金证券研究所

来源：新氧，国金证券研究所

国内医美需求大于供给，随着法规完善正规终端产品有望提升份额

- 中整协数据表明，目前我国合法合规开展医美项目的机构仅占行业 12%，非合规机构数量超 8 万，医美非法从业者人数至少在 10 万以上，合规医师仅占行业的 28%；我国正规医疗美容机构包括公立医院的整容科、大型连锁医美集团和中小型民营医美机构，但部分私人诊所、美容院等同样开展非正规，医美机构数量庞大，质量参差不齐。

图表 5：2019 年中国医疗美容行业医疗机构情况

分类	数量	特点	分布	
正规机构 (878 亿元)	公立医院整容科	500 余家	技术先进，经营正规，基本无推广营销，手术相对保守	一线城市
	大型连锁医美集团	500 余家	技术水平较高，设备齐全，营销推广力度大，利润微薄	东部沿海地区
	中小型民营医美机构	3000 余家	服务较为灵活，药品来源不能保障，注重营销，获客难度大	分布广泛
非正规机构 (1367 亿元)	私人诊所/美容院	数量庞大	质量参差不齐，不合规较多，营销力度不大，事故频繁发生	分布广泛

来源：MoDor、艾媒咨询、新氧、前瞻产业研究院、国金证券研究所

- 产品端国内市场同样存在非合规产品。根据《中国医疗美容行业洞察白皮书（2020 年）》显示，目前市面上流通的针剂正品率只有 33.3%。随着医美项目需求端旺盛，供给端却没有相应的匹配度，所以催生了一批非合规产品。根据《中国医疗美容行业洞察白皮书（2020 年）》，医美光电设备国外四大设备厂商市占率高达 80%，厂商与经销商只能售卖给合法的医美机构，因此艾瑞专家推测，非合规医美场所 90% 以上流通医疗美容设备合规性存疑，不到 10% 的合规产品可能通过多手租赁或走私流入市场。如何督促行业健康发展，成为消费者和行业共同的目标。随着国家相关部门及协会政策指导，监管趋严，线上医美的公开透明化等趋势，我们认为，医美机构正规化、正规专业医生需求扩大化，经营产品合法化等因素都有利于提高合规厂商的市场份额

轻医美趋势明显，非手术类项目引领潮流

- 医疗美容根据是否需要手术，分为手术类和非手术类美容。手术类医疗美容指通过手术对胸、鼻、眼皮及其他身体部位进行侵入性的改变，旨在从根本上改变外观，常见项目包括眼睑整形术（割双眼皮等）、隆鼻、牙齿拔

除矫正等。非手术类医疗美容服务又称为微整形，常见项目包括玻尿酸注射、肉毒素注射、光子嫩肤及激光脱毛。

- 近年来非手术类项目受到越来越受到消费者青睐。一方面，与手术项目相比，非手术类项目具备单次价格较低、风险相对较小、创伤小、恢复期短及可多次进行医美调整需求的特征，不具备永久性疗效，效果可逆，因此消费频次高，消费者的接受度更高；另一方面，非手术相对来说操作难度较低，从业人员的培养周期会相对较短，进入门槛也会相对较低。

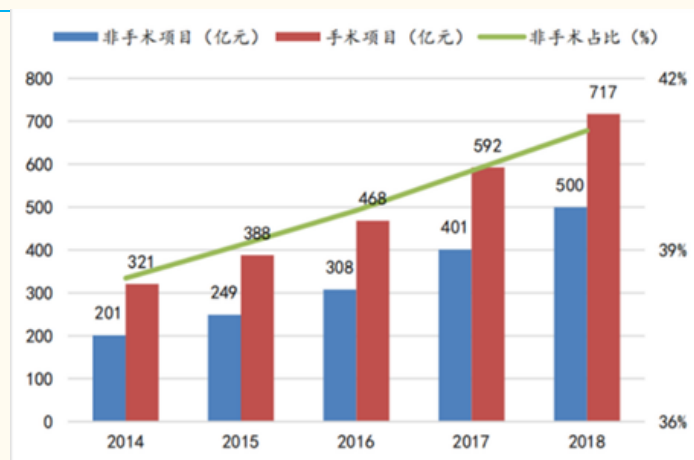
图表 6：手术类与非手术类医疗美容的区别

项目	手术	非手术
使用器械	手术刀	注射填充材料、激光等
执行次数	一次	多次
康复时间	根据手术难度，以周计数	根据服务难度，以小时计
面临风险	较高	较低

来源：爱美客招股说明书，国金证券研究所

- 美国医美市场已趋于成熟，从疗程量来看，以非手术类项目为主。因为非手术类的美容整形治疗项目较手术类的美容整形项目风险较低，大多数美容整形的美国人选择通过非手术类项目来快速提升自己的形象，2018 年非手术类整形美容治疗量占比达到 61.06%。据 Frost&Sullivan 估算，香港地区医疗美容整体就诊人数将由 2011 年的 318 万人增高至 2020 年的 880 万，其中，非手术类医美的手术例数将由 2011 年的 210 万增加至 2020 年的 1097 万，增速远超手术类医美（由 2011 年的 150 万增加至 2020 年的 321 万），两者的差距也预计将扩大继续扩大。中国地区数据也同样能够观察到这一现象，非手术类项目案例数和市场收入占比均显著提升，增速超过手术类。2018-2023 年，中国手术类市场增速预计为 22.7%，而非手术类则有望达到 26.3%

图表 7：中国手术类及非手术类医美项目市场份额及占比

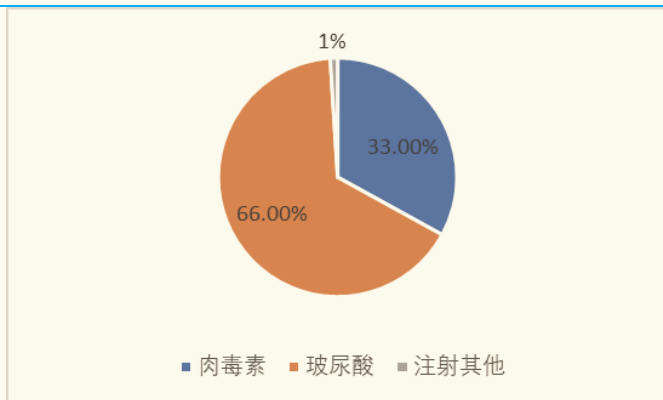


来源：新氧招股书，弗若斯特沙利文国金证券研究所

- 我国非手术类项目占比逐年提升，注射美容、“能量源”医美两大类美容项目市场前景值得关注。中国医美市场处于高速发展期，随着大众对非手术整形美容项目的关注度及认可度明显提升，非手术类市场占比逐年提升。非手术类项目种类较多，可以大致将其分为两类。一类是以注射为主要方式，通过注射肉毒杆菌、透明质酸钠、胶原蛋白、聚左旋乳酸等材料达到消除面部皱纹、凹陷的目的；另一类则是“能量源”医美，使用激光收紧深层皮肤，去除色素，重塑肌肤表层，例如热玛吉、超声刀等。
- 以肉毒毒素和透明质酸为代表的注射类医美市场需求旺盛。2018 年全球肉毒毒素注射疗程数超 600 万次，约占非手术医美项目总疗程数一半，位居第一。其次是透明质酸诊疗量约 373 万，位居非手术类项目第二，约占 30%。

- 根据新氧大数据，2018年中国非手术类项目中最受消费者喜爱的项目前五名分别为：肉毒杆菌素注射、玻尿酸注射、激光脱毛、自体脂肪填充、光子嫩肤；国内前期因获得审批的肉毒产品仅两款，随着国内肉毒素产品的陆续获批，肉毒素市场有望高速增长。根据新氧发布《新氧2019医美行业白皮书》显示注射医美在中国总消费量中占比为57.04%，远高于美国的44.17%和日本的42.08%。注射医美主要有两大类产品，第一是玻尿酸，第二是肉毒。其中玻尿酸最受欢迎，67%的人群选择注射玻尿酸。

图表 8：2019 年中国注射医美分布及增速



来源：新氧，国金证券研究所

图表 9：2018 年全球非手术类项目疗程数排名 top10

排名	非手术类医美	2018 疗程量	占比	2017 疗程量	2014 疗程量	2018 vs. 2017 增长	2018 vs. 2014 增长
1	肉毒毒素	6,097,516	48.2%	5,033,693	4,830,911	17.4%	20.8%
2	透明质酸	3,729,833	29.5%	3,298,266	2,690,633	11.6%	27.9%
3	脱毛	916,869	7.2%	997,372	1,277,581	-8.8%	-39.3%
4	非手术溶脂	473,316	3.7%	478,739	NA	-1.1%	NA
5	光子嫩肤	436,656	3.4%	545,953	NA	-25.0%	NA
6	化学剥脱	408,485	3.2%	357,753	493,043	12.4%	-20.8%
7	微剥脱换肤	201,797	1.6%	214,652	NA	-6.4%	NA
8	激光换肤	192,880	1.5%	170,854	NA	11.4%	NA
9	微晶瓷	129,038	1.0%	167,385	194,709	-29.7%	50.9%
10	聚左旋乳酸	72,756	0.6%	72,852	72,495	-0.1%	0.4%
	非手术美容总计	12,659,147		11,337,519	9,559,372	10.4%	24.5%

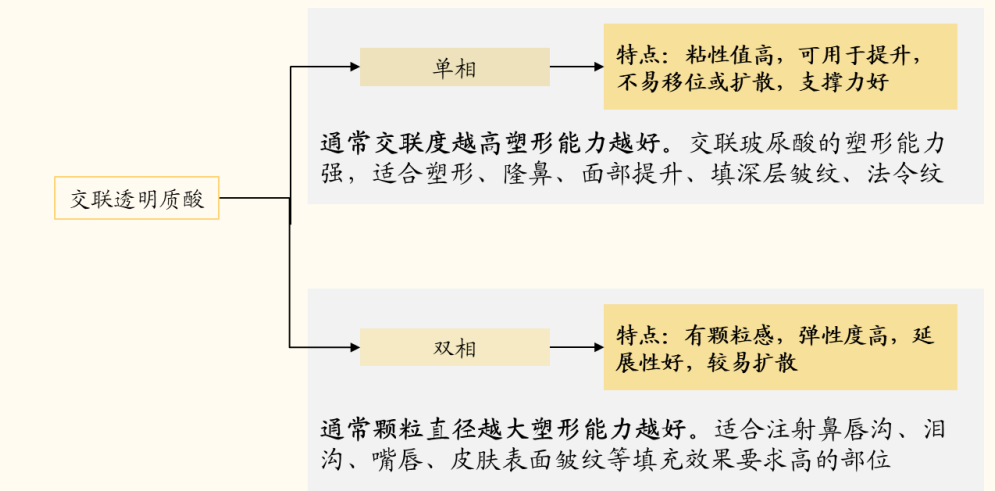
来源：ISAPS，国金证券研究所

非手术注射产品引领医美行业发展

玻尿酸产品国产化进程加速，市场份额逐步提高

- 玻尿酸医美的应用场景可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与交联程度。注射填充类玻尿酸主要用于除皱及填充等轮廓外形改变的爱美诉求；水光针一般不含有交联剂，主要功效是保养护肤。
- 注射类玻尿酸为交联透明质酸，“交联”可使得天然玻尿酸形成化学性质稳定坚固的网状结构。天然玻尿酸结构松散，容易被代谢分解（皮肤内玻尿酸半衰期仅有 24-48 小时），不能塑形，无法直接用于填充，需要交联剂进行人工修饰。交联剂（cross-link agent）是一种能在线型分子间起架桥的作用，从而使多个线型分子或轻度支链型大分子、高分子相互键合交联成三维网状结构的物质。促进或调节聚合物分子链间共价键或离子键形成的物质，使天然玻尿酸分子产生更多的有效连接，能够对抗生物酶及物理外力的作用，从而不易被代谢分解，以维持更长时间，并具有良好塑形能力。
- 交联玻尿酸又分为单相和双相玻尿酸。单相玻尿酸的形状类似平滑均质交联均匀的凝胶，质地相对于双相玻尿酸偏柔软，推注更轻松，通常塑形能力强，适合塑形、隆鼻、面部提升、填深层皱纹、法令纹等；双相玻尿酸形状如同交联颗粒混非交联液体的制剂，制作过程需要将交联的固态玻尿酸切割成小颗粒，但这些颗粒很难注射到体内，所以要将其与液体玻尿酸混合在一起，变成可流动的状态，弹性度高，延展性好，适合注射鼻唇沟、泪沟、嘴唇、皮肤表面皱纹等填充效果要求高的部位。

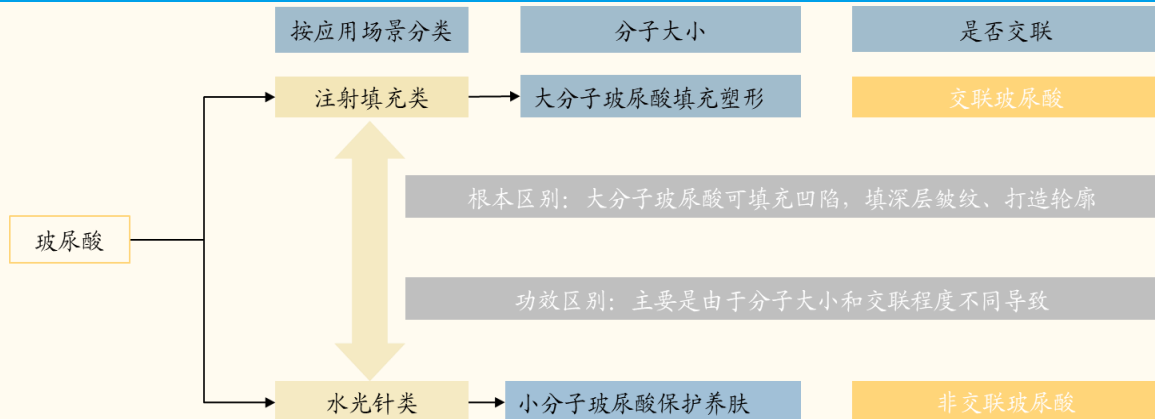
图表 10：交联透明质酸分类



来源：甲戈文生物科技，国金证券绘制，国金证券研究所

- 注射填充类玻尿酸是交联透明质酸，属于第三类医疗器械，生产经营需取得《医疗器械注册证》和《医疗器械经营许可证》。按照适分子大小划分，玻尿酸分为三个品类：大分子玻尿酸有填充塑形的作用，质地最为坚硬，主要用于面部深层凹陷填充如鼻唇沟、隆鼻，丰下巴，太阳穴填充等塑形需求；中分子玻尿酸通常用来除皱，质地相对较为柔软，注射部位通常为鼻唇沟、唇部以及皱纹横生处，同时也具有填充凹陷的作用，如苹果肌、下巴等。中分子玻尿酸注射的部位也是真皮组织中层至深层，不能填充于皮肤表层；小分子玻尿酸主要是改善肤质，具有较强的消费属性，通过“水光枪”注射到表皮层下的真皮层，可使皮肤水润光泽；而日常护肤所用的涂抹式保湿剂是非交联透明质酸，属于美容产品。

图表 11：玻尿酸医美的分类



来源：甲戈文生物科技，国金证券绘制，国金证券研究所

图表 12：国际主流玻尿酸品牌

	单双相	产地	浓度	分子量大小	适用范围	持续时间	价格（新氧）
乔雅登(雅致)	单相	美国	24mg/ml	中分子	更适合软组织填充，如丰苹果肌、丰泪沟，丰面颊、丰鼻唇沟等	1 年左右	4000-13800/元/0.8ml
乔雅登(雅致)	单相	美国	24mg/ml	大分子	适合于轮廓雕塑	12 月-18 月左右	3800-10000/元/0.8ml
艾莉薇 Deep Line Plus	单相	韩国	23mg/ml	中分子	面部真皮组织中层至深层注射	6-8 个月左右	3500-6800 元/ml
海薇	单相	中国上海	16mg/ml	中分子型号&小分子型号均有	面部真皮组织中层至深层注射，中重度皱纹及鼻唇部凹陷	6-12 个月	300-1500 元/ml
瑞蓝 2 号	双相	瑞典	20mg/mL	中分子	适用于除皱和软组织凹陷填充	1 年左右	1000-4800 元/ml
伊婉 C	双相	韩国	22mg/ml	中分子	适用于浅层除皱和浅层塑形(如眉间纹、鱼尾纹、泪沟、鼻唇沟、丰唇等)	6-9 个月	650-2800 元/ml
伊婉美 V	双相	韩国	22mg/ml	大分子	补充面部深层脂肪缺失,改善脸型 and 面部立体度	8-12 个月	1800-3800 元/ml
润百颜(白紫)	双相	国产	20mg/mL	中分子	适用面部中度皱纹	3-6 个月	500-1000 元/ml
润百颜(黑金)	双相	中国山东	20mg/ml	大分子	适用深层除皱和面部轮廓塑形填充	6-12 个月	480-2800 元/ml

来源：各公司官网，新氧，国金证券研究所

本土玻尿酸品牌不断增多，高性价比凸显优势，加速国产替代化进程

- 根据弗若斯特沙利文资料，2019 年中国医疗美容类透明质酸终端产品的市场规模达到 42.7 亿元，2015-2019 年复合增长率为 22.8%，预计未来 5 年复合增速为 12.8%。2019 年中国排名前三的本土企业医疗美容透明质酸终端产品市场销售额（爱美客，华熙生物和昊海生科）占比总和为 23.5%，2017 年、2018 年这一比例分别为 20.6%、22.4%，呈现稳步增长态势。据预测，2022 年本土品牌占比将达到约 30%。
- 随着国内企业产品技术的不断进步和相关企业产品宣传推广能力的增强，消费者逐渐改变对国产品牌的低端属性认知以爱美客为例，旗下高端产品宝尼达是一款号称全球唯一可维持十年左右的长效玻尿酸。宝尼达是一款以类仿生技术为基础的骨性长效抗衰材料，独有“水密型微球悬浮制备技术”，通过 PVA 微球和复合透明质酸联合作用，发挥透明质酸和自体胶原蛋白的双向持续补充作用，实现轮廓立体的骨性延伸和线条柔美的自然抗衰效果。不仅能起到填充作用，还能保持皮肤的弹性功能，锁住大量水分子，使肌肤饱满年轻有弹性。此款产品的发布标志着国产品牌已经逐步实现与进口产品的对标。同样型号的玻尿酸，国产玻尿酸拥有比进口产品更低的价格，随着国产品牌的崛起，有望加速完成进口替代。

部分赛道子领域产品持续突放量。引发市场关注。

- 以爱美客为例，公司在细分赛道不断拓展领域（眼部，手部等），经过多年研发推出嗨体产品。嗨体是作用于颈部皮肤真皮层的透明质酸钠复合溶液，利用组织液仿生技术提升真皮层胶原蛋白产生能力进而达到除皱的目的，是目前国内唯一获批的针对颈部皱纹改善的 III 类医疗器械。嗨体 2019 年销售额超过 2.42 亿元，同比增长 57%，占营收比重 43.50%，2020 年报占比提升到 64%。爱美客于 2020 下半年推出嗨体高端系列（熊猫针），用于眼周泪沟、眼袋的治疗，具有滋养填充双效合一的效果，活性填充无肿胀，平滑无颗粒。根据沙利文数据，2020 中国透明质酸的终端产品规模约 50 亿元，其中嗨体渗透率约为 8%。

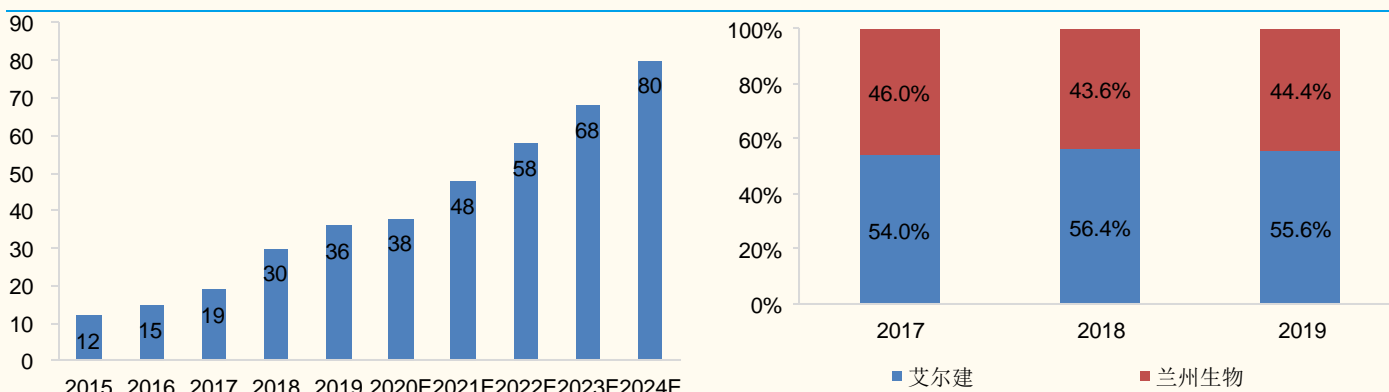
肉毒毒素：国内成熟度低于国际市场，发展潜力巨大

- 从最初的用来治疗眼睑痉挛、面肌痉挛、痉挛性斜颈、斜视等到后来的逐步批准应用于美容领域，肉毒毒素注射具有操作方便，无须手术，痛苦小，副作用少，见效快等特点。近 20 年来，其稳定的治疗效果和安全性已经逐

步得到了广泛的认可。根据美国透明市场研究 (Transparency Market Research) 公司的数据, 2017 年全球肉毒毒素市场规模约为 45.27 亿美元, 预计至 2026 年将达到 87.19 亿美元, 年均复合增长率为 7.6%。相比之下, 中国肉毒毒素市场保持高速增长, 根据沙利文分析, 2019 年我国肉毒毒素行业市场规模 36 亿元, 2015-2019 年 CAGR 达 31.2%。根据新氧大数据, 肉毒毒素在注射类项目中的增速最快, 2019 年增速 90%。

- 随着中国老龄化进程加剧 (当前老龄化率水平已经达到 17%, 仍然低于欧洲和日本), 皮下注射填充和肉毒杆菌毒素等微整形项目能够丰满组织, 修复因衰老而丢失的胶原蛋白, 预计将吸引更多希望通过医美减缓衰老的消费者。
- 随着行业监管趋严, 肉毒毒素市场竞争将越来越规范, 水货假货市场有望萎缩, 推动合规产品市场比重提升。根据四环医药公告, 国内肉毒毒素产品渗透率不足医美市场产品的 2%, 市场仍有大量需求未被满足; 艾尔建、兰州生物两家公司切割现有合规肉毒毒素市场 (2019 年艾尔建销售额占比 55.6%, 兰州生物销售额占比 44.4%)。并且我国存在着大量非正规渠道销售的肉毒毒素产品, 合规产品市场份额亟待提升。
- 2008 年国家将 A 型肉毒毒素列入毒性药品管理, 并不断加强对肉毒毒素行业的监管; 2016 年 CFDA 连发两条公告对肉毒毒素的使用进行警示; 2017 年全国各省市食药监局及公安局加大对肉毒毒素非合规市场的打击力度, 破获多起肉毒毒素假药制备及销售案件; 2019 年国家七部门联合开展全国范围的非法医疗美容监管行动。

图表 13: 我国医疗美容肉毒毒素市场规模 (单位: 亿元) 图表 14: 医疗美容肉毒毒素市场竞争格局 (按金额)



来源: 沙利文分析, 国金证券研究所

- A 型肉毒毒素已上市四款, 后续仍有多个品牌处于临床上市进程中, 有望打破双寡头格局。国内目前通过 NMPA 认证的肉毒毒素产品有四个, 分别是美国的 Botox、中国的衡力、英国的 Dysport、韩国的 Botulax (四环医药代理)。2020 年, 益普生的“吉适”和 Hugel 的“乐提薄”相继在国内获批, 有效补充了市场上肉毒毒素合规产品供给缺口。根据米内网数据, 后期国内处于申报中的肉毒毒素还有 3 家, Medytox 公司的产品于 2019 年 11 月申报上市, Huons 和爱美容合作的产品以及 Revance Therapeutics 和复星医药合作的产品于 2020 年获批临床。

图表 15：国内获批 NMPA 肉毒素品牌

产品名称	保妥适	衡力	丽舒妥	乐提葆
生产企业	美国艾尔建公司 (Allergan)	中国兰州生物制品研究所	英国博福-益普生公司 (Ipsen)	韩国 Hugel (由四环医药代理)
国内获批时间	2009 年	2012 年	2020 年	2020 年
价格	1800-4800 元 /100 unit	500-1500 元 /100unit	2000-4000 元 /100unit	1200-3500 元 /100unit
使用部位	精准除皱 (面部, 眼部)	大面积部位 (瘦腿、瘦肩、瘦脸)	大面积部位 (瘦腿、瘦肩、瘦脸)	专治各种咬肌型大脸
消费者定位	高端人群	中高端人群	中高端人群	高端人群

来源：新氧，各公司官网，公司公告，国金证券研究所

胶原蛋白增生剂：抗衰产品前景广阔，开启下一赛道成长接力

- **童颜针**：注射用聚左旋乳酸填充剂（童颜针）不同于玻尿酸和胶原蛋白填充剂，其主要成分为——聚左旋乳酸（Poly-L-lactic acid / PLLA），属于 α -羟基酸家族（Alpha Hydroxy Acid, AHA）。PLLA 具有良好的生物相容性，并可被生物降解。不同于玻尿酸的物理填充，童颜针是通过刺激宿主的免疫反应，操作过程中通过高密度的皮肤穿刺，均衡的刺伤皮肤组织细胞，吸引皮下大量的巨噬细胞和其他免疫细胞从而产生趋化因子和细胞因子，导致成纤维细胞的增值及其肌成纤维细胞的分化，启动人体损伤细胞的再生功能，刺激真皮层胶原纤维母细胞的增生，从而解决面部松弛下垂、凹陷等问题。

目前全球通过美国 FDA 认证的唯一一款注射用聚左旋乳酸填充剂的商品名为 Sculptra，后经过几年的临床应用，其安全性和有效性得到广泛的认可，于 2009 年被 FDA 批准用于人体美学填充，经过近 10 年的发展，该产品现在在欧美和亚洲很多国家广泛使用，其产品的有效性被证实可以持续 25 个月以上，但是目前该款产品仍然未获得中国 NMPA 的批准。国内厂商爱美客自研产品注射用聚左旋乳酸填充剂有望于 2021 年中获批。

- **少女针**：少女针由注射用聚己内酯微球面部填充剂由 30%聚己内酯微球（PCL）和 70%羧甲基纤维素（CMC）制成，具有“填充+修复”双重功效。少女针先通过 CMC 进行快速填充，然后 PCL 微球将重启注射部位皮下的胶原新生，重塑胶原支架。当少女针注射入皮下组织时，CMC 凝胶体提供实时的填充效果，抚平凹陷以及细纹。当 CMC 凝胶体被降解吸收后，PCL 微球将持续作用刺激纤维细胞，诱发自体胶原蛋白再生，随着 PCL 微球逐渐被人体所吸收，新生的胶原蛋白则取代了原先的微球。少女针的填补就是通过此过程增厚真皮层，从而填补凹陷和改善纹路。2021 年 4 月华东医药旗下全资子公司 Sinclair 司的 Ellanse（俗称：少女针）获得医疗器械注册证的产品，并将于 2021 年下半年在中国大陆正式上市销售，考虑到刺激性填充剂市场仍处于蓝海，少女针上市将迎来快速放量。

图表 16：长效注射剂产品对比

产品	童颜针	少女针	长效玻尿酸
具体产品	Sculptra	Ellanse	宝尼达
产品成分	聚左旋乳酸(PLLA)	70%CMC(PB-S 生物降解材料)和 30%PCL 凝胶所组成	80%复合玻尿酸和 20%微球
即时效果	3 个月左右逐渐见效	即刻可见部分效果，后续继续刺激组织生长 (8-30 天效果逐渐加强)	即刻见效
维持时间	约 2 年	1-4 年	5-10 年
是否获 NMPA 批准	否	是	是
价格	NA	海外 1100 英镑 (约合人民币 1 万元) /1ml	6400~11000 元/0.5ml

来源：新氧，国金证券研究所

线雕：面部埋置线开启抗衰新概念

- 线雕所用的线材绝大多数是手术缝线，材料一般是 PPDO (对二氧环己酮)、PCL(聚己内酯)、PLLA (左旋聚乳酸) 线和 PGLA (聚乳酸羟基乙酸共聚物) 线等，刺激筋膜层、胶原再生，使已经僵硬、下垂的肌肉或组织重新排列，支撑浅层脂肪，达到改善鼻唇沟皱纹，改善轮廓的效果。最终都在体内完全分解成二氧化碳和水，在体内没有残留和副作用。
- 根据线料的形状来划分为三种：1) 平滑型 (俗称小线)，主要埋植在真皮层，起到改善细小皱纹的作用 (眉形、眼型、脸颊)，具有良好的物理机械强度、化学稳定性、生物相容性和安全性，不存在细胞反应，可刺激胶原蛋白再生与弹性纤维重组。2) 螺旋型，主要埋植在面部皮下真皮组织，遇到体液会形成螺旋状并迅速打开。人体内的防卫细胞会在这个螺旋体周围迅速聚集，产生一定的收紧效果，刺激胶原蛋白再生。3) 锯齿型 (俗称大线)，主要埋植在皮下表浅肌肉 SMAS 筋膜层 (面部轮廓、胸部、腹部、臀部、腰部、手臂大腿等部位)，锯齿能够在软组织域面牢固地支撑住皮肤组织，使面部松弛的组织立刻得到支撑和悬吊提升，是收紧皮肤、提升下垂皮肤的主力。

图表 17：不同面部提升技术对比

类别	微创拉皮手术 手术类	热玛吉 非手术类	超声刀 非手术类	线雕 非手术类
原理	用微创的方法进行组织剥离，用丝线进行组织悬吊，深部折叠缝合	通过射频电场形成聚焦面，撞击真皮组织产生大量胶原蛋白对其修复，逐渐排列成有序胶原原质	高强度聚焦式超声波使纤维层组织变性，产生热凝固	通过在皮下网状交错的形式埋入可吸收的胶原蛋白线，就像搭帐篷一样，撑起整个轮廓
作用部位	-	真皮层，治疗深度可达 0-4.3mm	三种深入层次：1.5mm, 3.0mm, 4.5mm, 可以作用到更深的 SMAS 筋膜层	表皮层和真皮层
作用效果	作用于面部皮肤松弛下垂	侧重紧致，帮助重塑脸型曲线	侧重提升，因为作用层次较深，提拉轮廓的效果非常明显	侧重整体抗衰，也有填充效果
维持时间	0-5 年	3-6 个月达到最佳状态，一般可维持 1 年以上	治疗后 2-6 个月，胶原蛋白逐步增生，从皮肤到轮廓收紧，效果可维持 2-3 年	1 个月提升紧致效果更加明显，一般可维持 3-4 年
价格 (元)	2-6 万	1-4 万	1-6 万	1-6 万

来源：柠檬爱美，新氧，国金证券研究所

- 线雕是面部提升技术的一种，属于微创技术，介于手术和非手术之间。相较于热玛吉、超声刀、微创拉皮手术等具有花费少、时间短、恢复快等优势，受到求美者的喜爱，一定程度上替代其他现行非手术类除皱技术的市场需求。根据沙利文分析，2019 年我国埋植线产品潜在市场空间达到约 10 亿元，预计 2024 年潜在市场空间将达到 32 亿元，CAGR 为 26%。当前我国线材市场规模尚小，埋植线主要解决面部老化及下垂问题，我国医美当前消费主力为 90 后，面部提拉需求尚小，随着医美消费人群的扩大，未来埋植线市场需求有望得到提升。
- 埋植线合规产品稀缺，爱美客紧恋为国内首款面部埋植线产品。埋植线需埋入皮下筋膜层，埋植过浅会导致面部凹凸不平，埋线过深易损伤面部神经，且存在感染风险，对医生技术和操作要求高。埋植线所用的线材为人工合成可吸收缝合线，未来伴随抗衰需求的增加，更多合规产品的上市以及医生教育的普及，埋植线市场有望迎来快速增长。
- 国内市场共有四款埋植线获得 NMPA III 类证；其中强生、美国 QUILL 快翎线为缝合线 III 类证，机构常超范围使用，但维持效果较短。爱美客“紧恋”和韩士生科 MINT 为面部埋植线 III 类证。爱美客“紧恋”包括平滑线、螺旋线、短锯齿线三种线性，可满足用户不同需求。后续陆续将有国内公司上市线雕产品。

“能量源”型医美项目，国产替代未来可期

能量源医美器械目前市场由外资主导

- 医美器械，指除药物外应用在医学美容相关的医疗器械产品。根据 EvaluateMedTech 发布的《EvaluateMedTech World Preview 2018, Outlook to 2024》，预计 2024 年全球的医美器械（General & Plastic Surgery）市场将达到 343 亿美金，继续保持医疗器械细分领域排名第六位。根据艾瑞咨询研究，中国医美市场规模也从 2019 年的 1769 亿元增长到 3115 亿元。

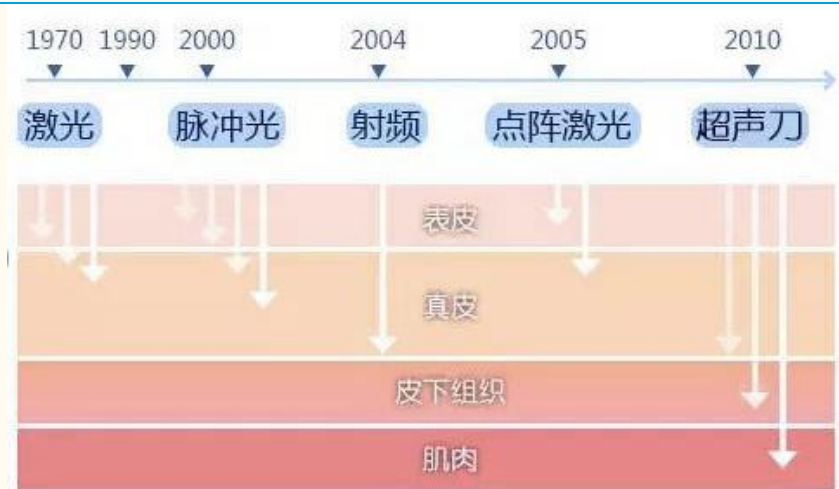
图表 18：全球医美器械市场排名第六位

Rank	Device Area	WW Sales (\$bn)		CAGR % Growth	WW Market Share		Rank Chg. (+/-)
		2017	2024		2017	2024	
1.	In Vitro Diagnostics (IVD)	52.6	79.6	+6.1%	13.0%	13.4%	+0.4pp
2.	Cardiology	46.9	72.6	+6.4%	11.6%	12.2%	+0.6pp
3.	Diagnostic Imaging	39.5	51.0	+3.7%	9.8%	8.6%	-1.2pp
4.	Orthopedics	36.5	47.1	+3.7%	9.0%	7.9%	-1.1pp
5.	Ophthalmics	27.7	42.2	+6.2%	6.8%	7.1%	+0.3pp
6.	General & Plastic Surgery	22.1	34.3	+6.5%	5.5%	5.8%	+0.3pp
7.	Endoscopy	18.5	28.3	+6.3%	4.6%	4.8%	+0.2pp
8.	Drug Delivery	18.5	25.3	+4.6%	4.6%	4.3%	-0.3pp
9.	Dental	13.9	21.6	+6.5%	3.4%	3.6%	+0.2pp
10.	Diabetic Care	11.7	19.8	+7.8%	2.9%	3.3%	+0.4pp
11.	Wound Management	13.0	17.8	+4.6%	3.2%	3.0%	-0.2pp
12.	Healthcare IT	11.8	17.6	+5.9%	2.9%	3.0%	+0.1pp
13.	Neurology	8.6	15.8	+9.1%	2.1%	2.7%	+0.5pp
14.	Nephrology	11.7	15.6	+4.2%	2.9%	2.6%	-0.3pp
15.	Ear, Nose & Throat (ENT)	8.9	13.1	+5.7%	2.2%	2.2%	+0.0pp
	Top 15	342.0	501.7	+5.6%	84.4%	84.4%	-0.0pp
	Other	63.1	92.9	+5.7%	15.6%	15.6%	+0.0pp
	Total WW Medtech Sales	405.0	594.5	+5.6%	100.0%	100.0%	

来源：甲戈文生物科技，国金证券研究所

- 在医美器械当中，能量源医美占据大头。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。其作用于不同皮肤层则对应解决不同的问题，如表皮皮肤问题（祛痘、祛斑、美白等）、真皮层胶原蛋白（紧致除皱、刺激再生）、皮下脂肪层（减脂瘦身）等。

图表 19：能量源医美发展历程



来源：美柏企业服务，国金证券研究所

- 根据“能量源”的不同，能量源医美可大致分为三类：光子治疗、射频美容、超声刀治疗
- 光子治疗（脉冲光治疗）：强脉冲光俗称光子嫩肤，是以一种强度很高的光源经过聚焦和滤过后形成的一种特定宽谱光，其本质是一种非相干的普通光而非激光。光子治疗采用特定的宽光谱彩光直接照射于皮肤表面，可直达深层被色素颗粒、血红蛋白选择性吸收，聚集的热量会产生微型爆炸进而分解色素组织，闭合异常的毛细血管，同时光子还能刺激皮下胶原蛋白的增生。
- 射频美容：在促使皮下胶原收缩拉紧，同时对皮肤表面采取冷却措施，真皮层被加热而表皮保持正常温度，这个时候会产生两种反应：一是皮肤真皮层变厚，皱纹随之变浅或者消失；二是皮下胶原质的形态重塑，产生新的胶原质，皮肤在射频一次治疗后变得更加紧实。
- 超声刀治疗：超声刀治疗是通过无数点阵的集束热传递方式，仪器探头可每秒发出震动高达 600 万次的矩阵分子能量波，深入皮下 1.5~4.5mm 左右（筋膜层）深度进行修复。仪器通过射频电场形成聚焦面，强烈撞击真皮组织，在真皮组织上产生电场聚集效果，利用热效应促进胶原蛋白再生和变性。超声刀突破以往其他美容方式，是一种非侵入式的美容抗衰治疗手段。

图表 20：医美设备分类

医美设备主要分类	应用场景	分类	作用原理	作用部位	治疗效果
激光/强光类	医疗美容 生活美容	强脉冲光	利用强力全光谱脉冲光波破坏整个面部的色素团	表皮至真皮层	淡斑、去红血丝、祛除面部皱纹
		激光祛毛	固定波长光波打出细小的微孔，以刺激皮肤启动自我修复机制最终达到祛皱嫩肤的效果	表皮至真皮层	面部紧致、收缩毛孔，去纹身、脱毛
		色素激光	使用精确的皮秒级别激光对皮肤中的黑色素进行破坏	表皮至真皮层	祛黄褐斑、雀斑、痘印、疤痕及色素沉着
		激光减脂	对脂肪堆积部位进行特定波长的弱激光照射，激活脂肪细胞新陈代谢程序，释放出内部脂肪到身体中参与代谢燃烧供糖，从而改变脂肪细胞形态	真皮层	刺激脂肪细胞，瘦身塑型
	家用美容	脉冲强光	利用强力全光谱脉冲光波破坏整个面部的色素团	表皮至真皮层	淡斑、去红血丝、祛除面部皱纹
		点阵激光	固定波长光波打出细小的微孔，以刺激皮肤启动自我修复机制最终达到祛皱嫩肤的效果	表皮至真皮层	淡斑、去红血丝、祛除面部皱纹
射频类	医疗美容 生活美容	单极射频	RF射频波穿透肌肤并利用热效应刺激胶原蛋白再生	真皮层	改善身体及面部皱纹、紧致肌肤
		双极射频			
		聚焦射频			
	家用美容	双极射频			
		聚焦射频			
冷冻类	医疗美容 生活美容	冷冻减脂	将脂肪细胞冷冻到结晶凋亡的程度，以达到塑形效果	皮下脂肪层	调零脂肪、瘦身塑型
超声类	医疗美容 生活美容	超声减脂	降低脂肪粘度，经过超声探头将一定量的超声能量作用于治疗区域，有选择地将脂肪细胞摧毁	皮下脂肪层	溶脂、瘦身塑型
物理类	医疗美容 生活美容	皮肤旋切	对冗余皮肤进行物理旋切，解决下颌部、上臂内侧及腹部的松弛现象	表皮层	显著改善皮肤松弛

来源：吴海生科官网，国金证券研究所

- 我国医美器械起步较晚，目前市场由外资主导。国际医美器械器械起源于1960年代前后，以德国、意大利等欧洲企业为领头羊，1990年前后美国、以色列企业成立并得到迅猛发展。目前国内主流的激光设备厂商有以色列飞顿（Alma）、美国科医人（Lumenis）、美国赛诺秀（Cynosure），中国布局医美器械企业如复星医药、华东医药、半岛医疗及奇致激光等。

图表 21：全球医美器械及产品

全球医美器械企业及产品						整理：美柏医健
控股/投资公司	所在国家	公司	所在国家	经典产品及治疗领域	品牌 Logo	
Apax Partners 安佰深	英国伦敦	Candela	美国马萨诸塞州	PicoWay皮秒激光、CO2RE酷逸二氧化碳点阵激光、扩展静脉曲张、激光辅助溶脂		
		Syneron (赛诺龙)	美国波士顿			
		Primaeva	美国加州			
		UltraShape (优立塑)	以色列			
XIO Group	英国伦敦	Lumenis (科医人)	美国硅谷	Stellar M22™、Lightsheer Duet月光真空脱毛、Encore超脉冲点阵王、LumenisOne王者风范		
		Pollogen	以色列			
Clayton, Dubilier & Rice (CD&R funds)	美国纽约	Cynosure (赛诺秀)	美国 波士顿	PicoSure 755nm蜂巢皮秒、Medlite C6 Q开关激光、Revlite SI (C10) Q开关激光		
Fotona 欧洲之星	德国德律根市	Fotona 欧洲之星	德国德律根市	“飞梭”点阵射频激光、Q Max 祛斑净肤激光、蓝姆Smooth私密机器人、Fotona4D Pro极塑提拉系统		
El.En. Group	意大利	DEKA	意大利	蒙娜丽莎之吻MonaLisa Touch®、ONDA(Coolwaves®)、RedTouch Hanpiece		
		Asclepion	德国耶拿			
		Elesta	意大利			
		Quata System	意大利米兰			
solta medical	美国犹他州	solta medical	美国犹他州	热玛吉Thermage		
Allergan 艾尔建	爱尔兰都柏林	ZELTIQ Aesthetics	美国加州普莱臣顿	CoolSculpting (酷塑) 冷冻减脂		
		复星医药	中国上海	Alma Lasers (飞顿医疗)	以色列	
华东医药	中国杭州	R2 Technologies	美国加州SanRamon	Chindex (美中互利)	中国上海	
				Cryomodulatio冷冻祛斑		

来源：美柏企业服务，国金证券研究所

国内多家公司在医美设备类产品中展开布局

- 2013年复星医药控股子公司复锐医疗科技（Sisram Med）以2.4亿美元收购以色列飞顿激光有限公司（Alma Lasers）95.6%的股权。复锐医疗科技是全球领先的能量源医美器械供应商，拥有全面的医疗美容器械组合，包括医疗美容产品线及生活美容产品线，可用于进行无创医疗美容治疗，如脱毛、嫩肤、美骨塑形、紧肤，血管治疗及色素性病变治疗、去除纹身、暗疮治疗及脂肪消减。
- 中美互利主要销售研发 ARTAS 植发手术辅助机器人等医美产品，打开广阔男性医美消费市场。世界卫生组织的数据显示，中国每6个人中就有一人脱发，目前中国脱发人群约为2.5亿，其中三级以上脱发的有1亿人左右。

图表 22：复锐医疗科技产品线

旗舰产品	主要用途
Soprano 系列	主要用于激光脱毛
Harmony 系列	可用于超过 65 种 FDA 许可适应症的多功能多应用平台
Accent 系列	主要用于美体塑形及紧肤，全部均属医疗美容产品线
FemiLift	一种用于多种女性问题的微创医疗美容器械
BeautiFill by LipoFlow 平台	FDA 批准用于自体脂肪移植的第一个也是唯一一个能量源设备
REJUVE、SPADEEP	生活美容产品线

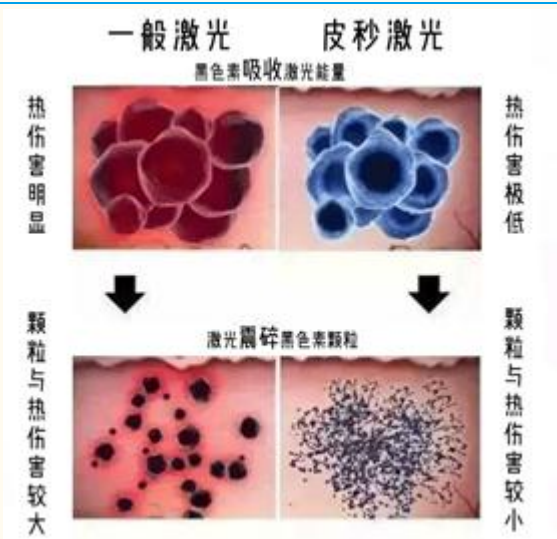
来源：公司公告，国金证券研究所

- 2021年2月21日，昊海生科以2.05亿元总投资款获得欧华美科63.64%股权。欧华美科先前为飞顿（Alma）、赛诺龙（Syneron）医美仪器的中国代理商，14年并购以色列射频上市公司 EndyMed，由代理商升级为品牌商。
- 欧华美科控股以色列专业射频上市公司 EndyMed、中国专业激光美肤设备生产商镭科光电，同时参股法国创新型生物材料研发公司 Bioxis，产品向覆盖光电及射频类美容设备及新型玻尿酸注射剂。

激光治疗为主要能源类医美，皮秒激光已成为色素性疾病治疗主流项目

- 祛除色斑、老年斑等良性色素病变是较为常见的求美需求，常见的治疗方法有激光祛斑，如皮秒激光、红宝石激光、YAG 激光等；冷冻祛斑，如液氮祛斑等，上述方法均能够有效地祛除斑点。激光祛斑是目前效果最好的祛斑方法。
- 激光祛斑按照脉宽(激光的速度)可分为：微秒（长波段波长，10-6s）、纳秒（10-9s，调 Q 激光）、皮秒激光（10-12s），双皮秒（PicoSure 皮秒+PicoWay 超皮秒两台机器同时施打）。脉宽越短，即激光作用的时间越短，能量就越聚焦也越大。
- PicoSure 皮秒激光和 PicoWay 超皮秒激光一般用于解决皮肤的色素问题。斑点主要是黑色素堆积产生的结果，皮秒激光即在 10-12s 瞬间达到足够的能量，精准打击黑色素区域，并不会波及周边正常的组织，所以皮秒和超皮秒具有热损伤小，皮损伤小的优势。

图表 23：一般激光与皮秒激光比较



图表 24：皮秒与超皮秒比较

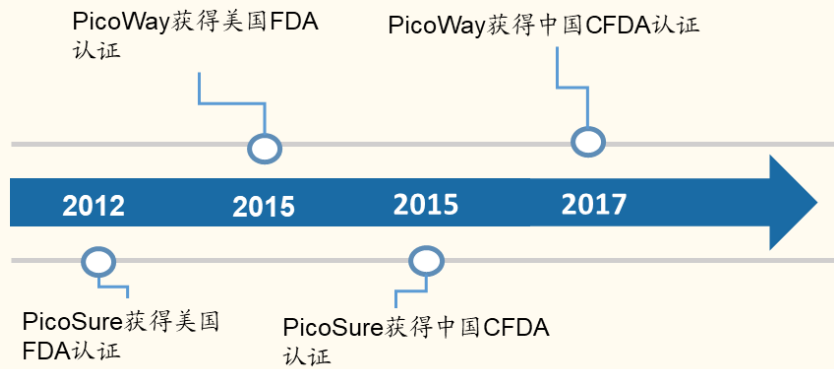


来源：新氧，国金证券研究所

来源：新氧，国金证券研究所

- 皮秒是美国赛诺秀（Cynosure）公司研发的 PicoSure755nm 专利蜂巢皮秒激光，2012 年获得 FDA 认证；2015 年获得 CFDA 认证，755nm 波长对黑色素有很好的选择性吸收功能，祛除文身颗粒效果极佳，2017 年 12 月在 CFDA 获批表皮良性色素病变的治疗，2020 年 9 月在 CFDA 获批真皮色素病变的治疗。
- 超皮秒可以称为二代皮秒激光设备，是赛诺龙（Syneron）激光公司研发的 PicoWay 超皮秒激光，2015 年获得 FDA 认证，2017 年获得 CFDA 认证，以 532nm 和 1064nm 两种波长最为常用。

图表 25：皮秒、超皮秒获批时间轴

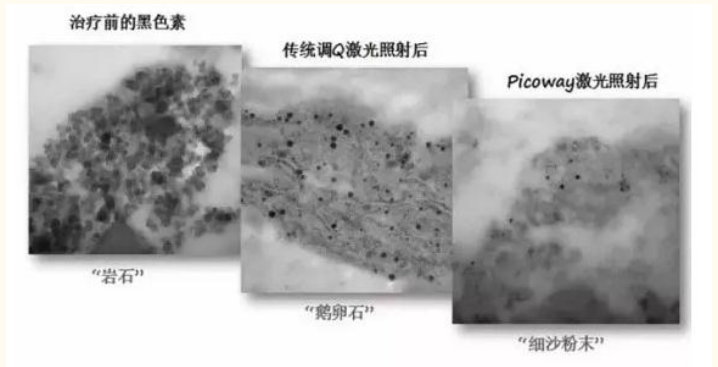


来源：FDA、CFDA，国金证券研究所

- **Picoway 超皮秒激光是目前治疗速度最快的激光。**因为脉宽越短，瞬间能量高峰会越大。这种短脉宽的脉冲能量能产生强大的光机械效应，能将色素颗粒分解得更加细小，对比起以往的纳秒级的设备，只需要其一半的能量便能达到治疗目的。超皮秒的适应症为祛除色素斑、美白嫩肤、去除痘印、改善细纹。

图表 26：赛诺龙激光公司产品 PicoWay 超皮秒

图表 27：PicoWay 超皮秒与传统激光治疗比较



来源：赛诺龙官网，国金证券研究所

来源：赛诺龙官网，国金证券研究所

图表 28：双皮秒为蜂巢皮秒与超皮秒叠加

双皮秒 更快速 更安全 更全面 不反黑		
蜂巢皮秒		超皮秒
独有755nm	波长	532nm/1064nm
混合斑治疗	针对斑型	浅层 深层斑治疗
治疗效率高	治疗层面	治疗层次深 清除率高
相对纳秒激光反黑率明显降低		
清除率	击碎成沙雾状 体积较小	
	一代蜂巢皮秒Picosure	最新二代超皮秒Picoway
波长	755nm/532nm	532nm/730nm/785nm/1064nm 1064nm波长主打黄褐斑
耗材	蜂巢探头	无耗材
激光腔	较长激光腔	超短激光腔，不易偏光
脉冲时间	750ps	300ps
光震效应	传统激光的39倍	传统激光的181倍，黑色素被震得更碎
核心结构	锁模结构	MOPA结构，稳定且开机更快，开机只需2min
效果	热损伤较低，黑色素被震碎如细沙	热损伤几乎没有，黑色素被震碎如粉尘

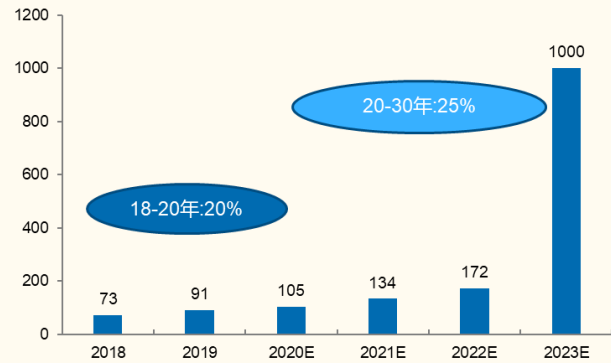
来源：赛诺龙官网，国金证券研究所

非侵入式医美塑形迅速崛起，冷冻减脂具备发展潜力

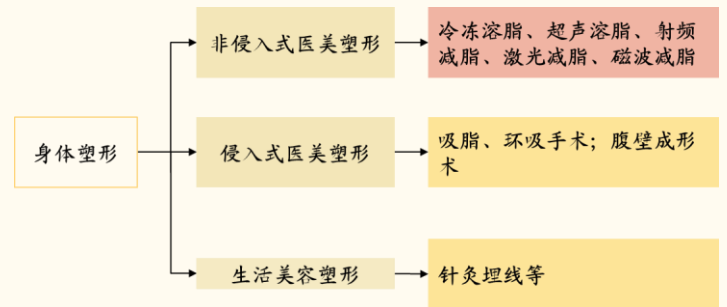
- 我国身体塑形市场渗透率低，潜在人群巨大。中国塑形市场的市场规模在2020年预计达到约105亿元，未来增速将高于医美整体市场。根据Euromonitor数据，中国成人肥胖率从2002年的3%增至18年的7%，2016年《柳叶刀》即宣布中国成为全球肥胖人口最多的国家。根据《中国身体塑形市场行业发展白皮书2021》，2019年成熟美国市场的渗透率为每千人2.8次，相较而言，中国渗透率仅为0.8次，市场空间巨大。相较于脸部，身体方面由于对副作用的担忧相对较少，消费者往往更容易做出决策。

- 塑形市场主要有三种技术流派，分别为非侵入式医美塑形、侵入式医美塑形以及生活美容塑形。
- 非侵入式医美塑形：主要利用冷冻、超声、射频等光电键鼠手段，通过作用于体外达到减脂效果，通常需要数月才能显现效果。
- 侵入式医美塑形：指传统的侵入式手术减脂手段，通常效果较为明显，但安全性和副作用相对较高。
- 生活美容塑形：指在中医理论基础之上，通过针灸及按摩等手段辅助减脂。

图表 29：中国塑形市场规模（单位：亿元）



图表 30：身体塑形主要技术分类

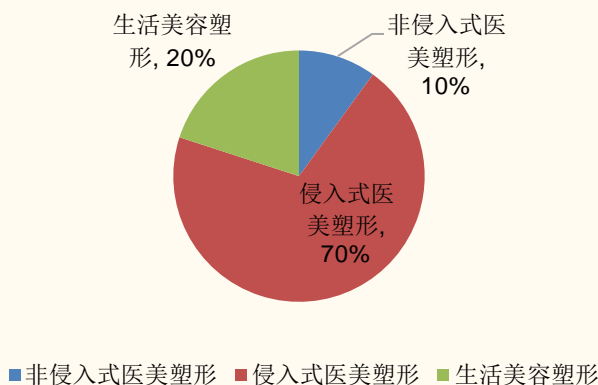


来源：德勤研究与分析（注释：规模测算限于规范市场），国金证券研究所

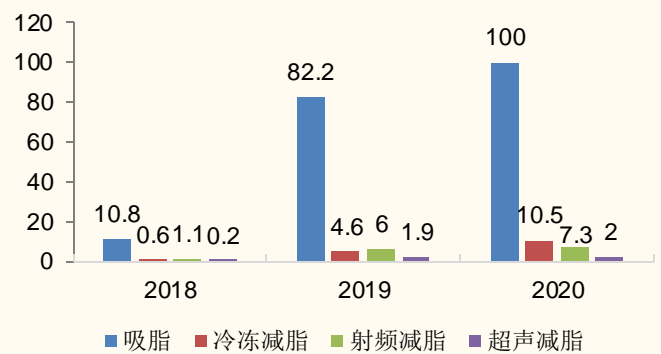
来源：新氧，国金证券研究所

- 手术塑形是当前主流，随非侵入式医美技术不断完善，非侵入性医美增长迅速。侵入式塑形方案更加成熟、效果一步到位且明显，因而仍然是目前塑形的主要技术。许多对身体塑形有需求但担心手术安全性和后遗症的求美者，愿意尝试各种体外塑形手段。根据美团数据，冷冻溶脂、超声减脂这两类非侵入项目订单在过去三年间年化增长分别达到 318% 和 216%，高于吸脂（侵入式）的医美项目。

图表 31：当前消费者对身体塑形方法偏好



图表 32：中国医美市场细分订单指数



来源：《中国身体塑形市场行业发展白皮书》，国金证券研究所

来源：《中国身体塑形市场行业发展白皮书》，（2018.1.1-2020.11.30）国金证券研究所

- 非侵入性减脂手段减脂设备的安全性和舒适性较高，一般在术后可以马上恢复正常的工作和生活，但最终效果一般需要 2-3 个月才能显现。
- 塑形消费者在选择技术手段时，主要考量其效果、安全性、疼痛感、舒适度以及价格等维度。不同细分技术的减脂效果有所差异，综合来看，冷冻减脂效果好、见效快，但花费相对较高，适合需求强烈，经济实力较强的消费者。

图表 33：非侵入式医美整形技术比较分析

分类	技术类型	技术原理	最终减脂效果	腹部脂肪	最终效果所需时间	单次治疗价格(万)	总体花费
冷冻	冷冻减脂	采用冷冻减脂的非手术性治疗过程，靶向脂肪细胞并冷却到触发细胞凋亡的温度，随着时间的推移，身体能够自动代谢掉这些凋亡的细胞	27%	20%	2-3个月	0.8-1.4	4.20
超声	非聚焦低密度超声 LDFU (振动减脂)	通过超声波使脂肪组织的气体空腔发生爆破，从而机械性地损伤脂肪细胞	16%	11%	3-4个月	0.6-0.8	3.20
	高频聚焦超声 HIFU (热减脂)	通过高频超声波在脂肪层局部产生较高能量，并转化为热能，产生瞬间的高温从而使细胞脂肪凋亡	2.5cm	1.5cm	3个月	0.6-1	3.00
射频	单极射频 (热减脂)	运用单极射频加热皮下脂肪到大于45度并保持温度，使脂肪细胞是去活性而凋亡，并在随后的数轴至数月内自然代谢到体外；一般采用1个治疗磁头，穿透程度最深	4.5cm	1.8cm	3个月	1-1.5	4.50
	双极射频 (热减脂)	通过热能促进脂肪的新陈代谢，刺激胶原蛋白再生，紧致皮肤，达到整体塑形效果	10%	5%	3个月	0.1-0.2	1.20
	多级射频 (热减脂)	使用多个治疗刺头，可以一次性对大面积的脂肪组织均匀加热	30%	15%	3个月	0.1-0.2	1.60
激光	激光减脂 (热减脂)	使用激光摧毁治疗区域的细胞组织，随后受损的脂肪细胞通过人体的淋巴系统排出体外	18%	14%	3个月	0.8-1.2	3.60
磁波	磁波增肌 (肌肉塑形)	通过高强度哦聚焦电磁波能量激发肌肉收缩。在治疗过程中，通过一系列不同的肌肉收缩模式在刺激肌肉运动，从而达到减脂塑形的目的。	20%	15%	3个月	0.3-0.5	2.50

来源：Clinical Trials、National Institution of Health、WILEY、新氧，国金证券研究所

- 国内获批的冷冻器械中仅有酷塑（艾尔建），后续国产品牌有多家正在等待获批。全球及国内主要冷冻溶脂仪器厂商还包括酷塑、西班牙 Clinipro、High Tech（华东医药收购）、艾颜佳等。
- 酷塑(艾尔建)通过低温使脂肪细胞即时结晶，治疗后几天启动裂解过程，30-60 天后裂解吸收低温冻死脂肪，以长时间低温造成脂肪细胞自然凋亡，再利用身体自然代谢凋亡的脂肪，以达到雕塑体型的目的。一个疗程可消除超过 25%的脂肪。
- 西班牙 Clinipro 公司生产的极塑美，是以热-冷-热，三重温度，激活脂肪细胞，再瞬间加速结晶，然后再次加热，促进结晶脂肪细胞的代谢，导使部分脂肪即时裂解，其他脂肪 2-3 周内凋亡清除。极塑美有大小不一的治疗手柄适用于多处局部减脂（包括纤维脂肪），单次治疗一般 60 分钟左右。一个疗程消除超过 35-45%的脂肪，相比酷塑冷冻溶脂，疗效增强 40%，溶脂原理也更先进、温度控制更精确，疗效更明显。
- High Tech(华东医药全资收购)旗下 Cooltech Define,是 High Tech 公司自主研发的非侵入性的冷冻溶脂设备。Cooltech Define 于 2018 年开始陆续在全球各地注册及上市,该款产品是在上一代产品 Cooltech 的基础之上的创新升级产品。Cooltech Define 增加了手柄和探头数量,目前新产品设有 4 个手柄、9 个探头和 1 个按摩器,可实现 360°塑形减脂。Cooltech Define 采用 360°冷却技术,确保对整个脂肪颗粒有控制和均匀的冷却,从而在每次操作中可以去除更多的脂肪,是一种更有效、安全和个性化的治疗技术。

图表 34：冷冻溶脂仪器市场主流产品

品牌	产地	企业名称	特点
极塑美	西班牙	Clinipro	通过低温使脂肪细胞即时结晶，30-60 天后裂解吸收低温冻死脂肪
酷塑	美国	艾尔建	以热-冷-热，三重温度，激活脂肪细胞，导使部分脂肪即时裂解
Z Lipo 姿力	德国	Zimmer	产生与脂肪细胞膜共振频率相近的机械波，震碎脂肪细胞膜
CLATUU 克拉图	中国台湾	UGINTECH	拥有 360 度环绕式冷冻双探头，双治疗探头及强力负压真空吸引、面积更大，速度更快，达到加乘效果
DYT-G3 冰动力减肥仪	中国	易丹达	集合了“冷冻融脂”“负压+光能雕琢”三大强效技术为一体，深入皮下的脂肪细胞,在细胞内振动并产生空穴效应
HONKON-IPCC	中国	北京宏强富瑞	采用 Slimming 成熟的红外光技术，ALMMA 的声爆脂技术，以及经 HONKON 的冷冻技术和吸附技术
Coolshaping	韩国	恩盛(Eunsung)	双手柄，4 种脉冲模式，搭载了 3 阶段优化程序。可调节冷却温度，可选择脉冲种类、施术时间和真空压力等级
MICOOL-A™	韩国	Hironic	拥有多用治疗头+三种刀头（平、宽、常规、窄），可同时使用 2 个治疗头治疗 2 个部位，根据患者的具体身体状况自动调控气压和冷却温度，从而自动调整治疗过程
冰冻减肥仪 AYJ-M10	中国	艾颜佳	0-(-20)°C 双通道制冷冻脂术，集合了“冷冻融脂”“负压+光能雕琢”“气穴破脂”三大强效技术为一体，主要治疗区域为脂肪较为密集的上、下腹部及腰侧的皮下脂肪层
Cooltech	西班牙	High Tech	Cooltech 含 2 个手柄和 6 个探头
Cooltech Define	西班牙	High Tech	在 Cooltech 基础之上升级了手柄数量和探头数量，含 4 个手柄和 9 个探头，4 个手柄可以同时运行，多个身体部位可以同时治疗，实现 360° 塑形的同时进一步缩短治疗时间
Crystile	西班牙	High Tech	工作温度低至-5°，含有 4 个探头，以一种安全的方式冻结脂肪细胞，以获得减少脂肪组织的效果，更易于操作

来源：FDA、CE、公司官网，国金证券研究所

医疗美容服务行业集中度低，有望加快整合步伐

医美服务机构市场集中化是未来趋势

- 通过对比海内外医疗美容机构历史发展趋势，可以看出医疗美容机构连锁化是行业发展的必经之路，国内有望诞生大型连锁服务医美机构龙头。
- **韩国地区：**韩国的医美机构主要分为专业性的小型门诊和规模较大的综合整形医院。目前韩国医美市场已经形成以 ID、原辰、东洋 BK 三家综合医院为一线、众多规模稍小的医院占据二线梯队的竞争格局。因为政策原因韩国政府不允许医美机构连锁化经营，导致医疗美容机构只能通过扩大规模扩张，而不能开设分店，所以导致韩国没有产生龙头医美服务机构。
- **日本地区：**日本医美机构主要分为大型连锁机构和私人医生诊所。大型连锁机构包括湘南美容医院（109 家诊所），品川整形（美容外科 22 家，美容皮肤科 35 家），城本整形（27 家诊所），其余以私人医生诊所为主。
- **英国地区：**英国医美机构主要分为大型连锁机构和私人医生诊所。大型连锁机构包括 Sk:n;英国 Sk:n 是英国非手术整形美容市场（注射/医学换肤/激光/药妆等）行业中成立时间最长，规模最大的诊所连锁，服务总计超过

200 万客户共计 51 家诊所，服务 200 多万客户（2006 年 Graphite Capital 入股，诊所数量从 17 家跃升至 49 家。2019 年基金 TriSpan 收购 SK，推动了公司在英国本土发展也加快了国际扩张的步伐）。

- **中国台湾地区：**中国台湾医美机构主要分为大型连锁机构和私人医生诊所。大型连锁整形机构代表：星和医美（线下门店超 50 家）等几大连锁整形机构。2003 年至 2013 是台湾医美迅猛生长的时段，2009 年前中国台湾的医美诊所有 1500—1800 家，2006 至 2009 年间的增幅约为 14.4%。行业发展前期，投资人一般找来医生加盟成为合伙人，或仅聘请专业医生。2013 年进入盘整期（2013 年的巅峰时期有接近 3000 多家，到了 2015 年底已减至 1000 多家，这意味着近五成诊所被迫关闭）。中国台湾民众尤为看重医生的技术水平和知名度，知名医生收费会偏高。目前中国台湾医美项目的溢价一般来自于诊所品牌和医生品牌。连锁集团的平台资源丰富，现金流充裕，也有实力兑现医生对既有客户的承诺。

小型医美机构发展面临困境

- 小型医美机构面临的主要问题之一是销售费用和获客成本偏高。整形美容机构一般以广告、搜索竞价、美容院导流、APP 导流顾客，高额营销成本导致国内美容医院盈利能力差，很多医院处在盈亏平衡甚至亏损状态。
- 小型医美机构对上游供货商没有议价权。较小规模的私人医美机构在严格打击水货的政策下，成本没有优势，购买上游医美产品没有议价权。互联网医美平台也使得信息趋于透明，在获客成本居高不下的情况下，小型医美机构亟待转型。
- 小型医美机构客户端粘性不强。消费者在小型医美服务机构消费时，大多体验不及大型连锁医美机构（术后随访，医疗环境等），进很难产生客户粘性。

医美下游公司有望实现大型品牌连锁，终端有望迎来集中度提升。

- 通过对比海外大型连锁医美机构历程，我们认为行业整合已经拉开帷幕，大型连锁医院凭借资本实力和规模化效应以及外延式扩张将获得更大市场份额。降低医美机构的营销成本和提高消费者粘性是未来医美机构提高净利润的必经之路。当医美机构的品牌被当地求美者所信赖时或者已经成为了当地消费者的首选品牌时候，医美机构的获客成本会不断降低。医美连锁机构品牌建设最终要实现的目标就是：通过品牌与求美者建立信任关系。医美机构竞争力的核心还包括营销费用的摊销、仪器设备的共享、上游厂商的议价空间等。值得一提的是，集团化操作对于医生团体、医药和设备供应商也有较高影响能力，因此可以主导一些议题和活动，为品牌宣传和行业扩展造势。中长期看，中小医美机构整合提升空间更大。

投资建议

- 未来数年将是医美行业发展的黄金时期，我们看好医美行业的整体扩容和渗透率提升趋势。
- 从产品端看，国内企业竞争力不断增强，国产替代加速，未来国内企业有望充分受益于医美市场的快速成长。同时医美产品端不断创新，新产品新设备有望进一步打开医美产品的整体市场空间，我们看好创新能力较强的头部产品企业。
- 从服务端看，随着我国医美市场监管逐步完善，规范程度不断提高，一批优秀的连锁医美服务企业逐步崭露头角。大型连锁企业在成本费用控制和品牌获客方面都有突出优势，我们看好这些企业不断扩大市场份额，市场集中度有望提升。

重点公司

爱美客：细分赛道龙头，产品矩阵建设丰富

- 截至 2019 年，爱美客透明质酸钠类注射产品在国产企业中排位一。独家产品嗨体未来几年内将持续放量，2019 年嗨体颈纹注射约占整体注射类医美的 2.76%，2020 年提升至 4.9%，2020 年下半年扩展细分赛道在在眶周抗衰，嗨体系列整体呈现量价齐升状态。
- 产品医用含修饰聚左旋乳酸微球的透明质酸钠凝胶项目（童颜针）进入到注册申报阶段；用于去除动态皱纹的注射用 A 型肉毒毒素正处于临床阶段；用于慢性体重管理的利拉鲁肽注射液正处于临床阶段。相关产品若正式获批上市，可与现有产品形成共振，共用渠道快速放量，进一步完善爱美客产品管线，有望贡献较大业绩弹性。

华熙生物：玻尿酸全产业链覆盖，打造医美生态圈

- 公司围绕玻尿酸覆盖原料、医疗终端、功能性护肤品和功能性食品板块。2020 年下半年推出拥有微交联技术及利多卡因缓释技术的润致“娃娃针”产品，是国内首款三级医疗器械水光产品，相比普通水光真正实现了安全性高、疼痛度低、长效补水。2021 年起公司也将加快对医美产品管线的布局，通过满足消费者多样化需求提升市占率。原料方面公司已成为透明质酸全球龙头，随着向终端医疗器械、化妆品和食品等领域延伸，通过不断加强消费者市场教育，有望塑造玻尿酸产业链生态圈。

贝泰妮：皮肤级护肤龙头引领国货强势崛起

- 贝泰妮主要经营“薇诺娜”等多个护肤品及美妆品牌、2020 年护肤品、彩妆、医疗器械各占收入比例为 90%、3%、7%。截至目前公司已自主开创并拥有“薇诺娜”、“WINONA Baby”、“痘痘康”、“Beauty Answers”、“资润”等品牌。公司核心品牌“薇诺娜”主要定位于敏感性肌肤，属于皮肤学级化妆品。随着肌肤敏感等皮肤问题发生率也在逐渐提高，皮肤学级护肤品市场规模在近几年实现高速增长，贝泰妮作为该领域龙头前景可期。

华东医药：加码多项轻医美业务，激发公司新活力

- 华东医药在医美产品端布局全面，多项重磅产品打造综合型医美大健康平台公司。2013 年公司从代理韩国 LG 公司的玻尿酸（伊婉）切入医美领域，销量市占率第一。随后 2018 年收购 Sinclair，布局长效微球、玻尿酸以及面部提拉埋线等产品，2021 年 4 月全资子公司 Sinclair 旗下产品少女针于国内获批；2019 年公司入股美国 R2 公司，在冷冻祛斑和美白相关医美器械迅速布局，并获得 F1、F2 光电医疗器械及其未来改进型在中国大陆等 34 个亚太国家的分销权；2019 年公司获得九源基因利拉鲁肽开发技术（减肥注射液）；2020 年公司与韩国 Jetema 公司达成合作，获得 A 型肉毒毒素产品在中国大陆地区独家代理权；2021 年收购西班牙能量源型医美器械公司 High Tech，布局冷冻溶脂及激光脱毛等系列产品。

四环医药：医美制药双轮驱动，肉毒素产品有望放量

- 四环医药拥有韩国 Hugel 生产的重磅产品 A 型肉毒毒素（乐提葆）国内独家代理权（2021 年 3 月在国内正式上市，成为第四个在中国上市的 A 型肉毒毒素），目前已实现 3000 多家经销商网络覆盖。肉毒素未来几年竞争格局良好，乐提葆肉毒素有望快速占领市场。后续公司独家代理的 Hugel 的玻尿酸预期能够快随获批，以及四环医美平台自主研发的医美产品也预计将于未来几年陆续上市。
- 创新药方面，轩竹生物在研创新产品项目 14 项，管线涵盖抗肿瘤、代谢病、抗感染等多个领域。
- 仿制药方面，陆续上市的多款高端仿制药为公司持续增添增长动力。

复锐医疗科技：中国能源类医美设备佼佼者

- 复锐医疗科技是中国能源类医美设备龙头之一。
- 产品包括 1.Accent 系列:运用先进的超声射频技术，主要用于美体塑形及紧肤;2.Harmony 系列:可搭配数种手具，用于治疗超过 6 种 FDA 许可适应症;3. Soprano 系列:主要用于激光脱毛，独家技术可结合三种波长治疗不同类型肤质及毛发。); 微创（产品主要包括女性私密修复、抽脂、自体脂

肪移植、静脉曲张治疗)；生活医疗美容(塑形、嫩肤、紧肤、脱毛等治疗)三个系列。

- 2019年进入医疗美容注射填充市场，陆续在以色列、香港、印度等地引进IBSA医美注射填充产品(包括非交联玻尿酸填充产品，溶脂针，肉毒素等)。
- 后续公司将加大在中国区市场业务开展，打造全方位医美生态链。

朗姿股份：医美业务占比不断提升，成为业绩核心驱动力

- 截至2020年末体内已经拥有19家医疗美容机构，参股并受托管理1家机构，医院4家、门诊及诊所16家。
- 米兰柏羽事业部：旗下包含3家医院1家门诊部。(米兰柏羽作为成都市内的龙头综合性医疗美容医院2020年营收3.93亿元(+26%)，净利润6042万元(+71%)，净利率15%(+4pp)，收入利润规模、成长速度及盈利能力提升速度不断提高；西安美立方医院(2020年收入1.12亿，利润185万))。
- 晶肤事业部：20年为止下辖13家门深圳米兰柏羽(门诊部，20年收入2707万，主要通过在成都、西安等城市开展同城连锁方式深入社区医美服务)。
- 高一生事业部：2018年朗姿收购了在西安当地有超过20年经营历史的专业医疗美容医院高一生，截至2020年高一生旗下拥有1家医院及1家门诊部(收入1.28亿元，净利润0.14亿元)。公司在成都、西安两大西部核心城市初步形成了“1+N”的产业布局，即在特定区域构建一家或多家大型整形医院加若干家小型连锁门诊，诊所的医疗美容机构体系。

奥园美谷：依托集团资源高效转型医美产业，

- 2021年以来公司收购浙江医美龙头杭州连天美两家医疗美容医院，布局医美服务端；
- 与暨南大学医药生物中心、广州市暨源生物科技有限公司签署战略合作协议；
- 与大连肌源医药科技有限公司签署战略合作协议，布局医美产品端。公司拟剥离现有房地产业务，专注发展美丽健康产业。华韩整形：高标准可复制区域型医美连锁龙头

华韩整形：高标准可复制区域型医美龙头公司

- 华韩核心以“1+N”模式辐射全国，目前拥有1家旗舰医院+5家区域医院+3家门诊部。
- 以南医大友谊整形医院为旗舰打造多个高资质的医院，当前异地并购完毕已进入利润释放期，并以“中心医院+区域医院+门诊部”步骤增强公司在江苏区域的品牌竞争力。
- 得益于长久的深耕，公司销售和管理费用率优于同业，导致净利率水平相较与同业较高，保证了公司稳定的盈利水平，原因在于以下方面：1)规模效应凸显；2)整体工作效率提高，管理效率提高；3)打造了江苏地区品牌，客户复购率高，粘性高从而降低成本。

瑞丽医美：区域代表性医美连锁品牌

- 瑞丽医美成立于2008年，目前是浙江省领先的医美连锁机构。瑞丽旗下2家医美医院及2家门诊部，其中杭州瑞丽为体系内标杆机构。其余机构如瑞安瑞丽、瑞丽天鸽、芜湖瑞丽也已全部收回投资。
- 根据瑞丽披露其单位获客成本(即推广及营销开支除以获得的新客户数量)于2019年约为人民币700元，低于行业平均水平(人民币3,000元至人民币5,000元)。随机构培育成熟、收入规模扩大，费用率也在持续下行。
- 根据招股书，公司计划2023年在上海成立5A级医美医院。

医美国际：深耕行业多年的区域龙头之一

- 医美国际是成立于 1997 年的医疗美容机构，截至 2020 年底，集团共有 27 家医疗美容机构。公司深耕华南地区（市场份额位居华南地区第二）。医美国际以大型旗舰医院、中型医院、小型诊所三个层级进行集中式网络管理，2019 年旗舰店/其他医院及诊所营收占比分别为 55.80%和 44.20%。
- 随着近三年的扩展，医美国际在每个城市和区域形成 1+N 的布局，中型医院和小型卫星诊所营收占比持续提升。

风险提示：

- **研发管线不及预期的风险。**根据《医疗器械注册管理办法》等相关规定，医疗器械需要通过国家药监局审评审批并取得相关产品注册批件后才能上市销售。上游医疗器械公司新产品研发从研发至最终获批上市销售，一般需经过实验室研究、动物实验、注册检验、临床试验和注册申报等多个环节，整个过程周期长且具有不确定性。上游医美医疗器械公司可能存在产品研发失败或研发进度不及预期的风险；
- **行业竞争加剧和市场推广不及预期的风险。**近年来医疗美容市场高速发展，医美上游产品平均毛利净利平较高，吸引大量企业通过自主研发或者收购等方式进入国内医美市场，行业竞争可能将逐渐加剧。目前玻尿酸、肉毒素等医美产品的市场竞争愈发激烈，新产品上市后面临竞品较多，存在新品推广不及预期的风险；产品毛利和净利水平也有可能出现下行。
- **医疗美容整形意外事故的风险。**由于存在大量非合规机构，且医生资质良莠不齐，严重医美整形事故可能引发行业性冲击事件。进而影响消费者信心，从而导致大行业阶段性调整
- **医美服务机构跨区域扩张风险。**各地区的政策和竞争环境不同，医美机构在跨区域扩张过程中可能面临外地扩张新医院客流不及预期风险；
- **收购整合不及预期的风险。**大多医美连锁服务机构倾向于收购小型医美机构，收购完成后都将面临业务整合问题，若整合发展不及预期，则可能对公司业绩造成不良影响，进一步可能带来商誉减值风险。
- **行业估值中枢下移的风险。**

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号 嘉里建设广场 T3-2402