

星火燎原，医美的黄金时代

——医美行业深度报告

报告导读

医美市场持续火爆，医美概念已成为企业价值提升的催化剂。

投资要点

□ **医美行业上游：**医美上游主要包括各类医美原材料、医美产品、医美仪器（如光电类仪器）的研发、生产和销售。典型的上游厂商需长时间沉淀，具备较高的牌照与技术壁垒。

（1）原材料领域：透明质酸原料生产市场高度集中，中国企业的生产规模及技术均为全球领先（按销量计市占率81%）。其中华熙生物是全球透明质酸原料生产龙头，加上并购的东辰生物，全球市占率高达47%；同时也是国内唯一一家拥有发酵法生产玻璃酸钠原料药和药用辅料批文准号，并实现商业化生产的企业，护城河深厚。鲁商发展旗下焦点福瑞达是全球第二大透明质酸原料生产商（市占率13%），产能覆盖化妆品和食品级玻尿酸原料。

相关标的：华熙生物、鲁商发展、常山药业

（2）注射类医美产品：根据新氧大数据，国内注射类医美产品以玻尿酸和肉毒素为主。19年玻尿酸/肉毒素在注射医美的市场份额分别达66.6%/32.7%。从竞争格局来看：

玻尿酸：目前国内玻尿酸市场为红海市场，已有近40款注射用透明质酸产品获批，其中海外品牌占据7成市场。激烈的市场竞争下，国产品牌通过产品迭代、产品创新及差异化定位抢占市场。国内产品线最为全面的注射医美龙头爱美客21Q1受嗨体及熊猫针驱动，业绩超预期，童颜针有望于今年上市；华熙生物布局透明质酸全产业链，功能性护肤品与医美产品相互赋能，5月推出的御龄双子针与肉毒素形成联动；华东医药早年通过代理韩国伊婉切入医美赛道，少女针获批后产品放量值得期待。

肉毒素：国内肉毒素仍为蓝海市场，随着吉适和乐提葆的获批，肉毒素行业竞争格局由双龙头转向四强争霸。肉毒素成为终端机构拓客工具的趋势渐显，成长逻辑明确。虽然各公司积极进行布局，但由于肉毒素技术门槛高，审批流程漫长，预计行业将有2-3年的“空窗期”。四环医药独家在国内代理的乐提葆功效强+填补保妥适和横力的中间价格带，有望获得充裕时间站稳脚跟，抢占市场。

相关标的：爱美客、华熙生物、四环医药、华东医药、昊海生科、奥园美谷、江苏吴中、景峰医药

（3）医美仪器：医美仪器市场以国外产品为主导（肯德拉、赛诺秀、科医人等），昊海生科通过并购欧华美科，扩展射频、激光医疗设备及家用仪器领域，复锐医疗科技子公司Alma是全球领先的医用激光、光子及射频设备生产厂。

相关标的：昊海生科、复锐医疗、普门科技

（4）医美护肤产品：结合功能性护肤概念，多家公司布局械字号医用敷料产品（成分温和，抗炎消菌，多用于医美术后护理或医院皮肤科患者），和已有医美产品/护肤产品线相互赋能。贝泰妮作为国内功能性护肤品龙头企业，主品牌薇诺娜聚焦敏感肌护理，子品牌Beauty Answers品牌

评级

看好

上次评级

看好

相关标的

元/股

爱美客	543.49
贝泰妮	226.30
华熙生物	199.97
朗姿股份	52.74
华韩整形	49.96

相关报告

1、《医美专题系列：医美市场百花齐放，新老玩家同台竞技》2021-04-18

覆盖分析师

消费分析师：马莉
执业证书编号：S1230520070002
mali@stocke.com.cn

消费分析师：詹陆雨
执业证书编号：S1230520070005
zhanluyu@stocke.com.cn

消费分析师：王长龙
执业证书编号：S1230521020001
wangchanglong@stocke.com.cn

报告撰写人：马莉

联系人：詹陆雨、王长龙、周明蕊

则聚焦医美领域的术后修护、抗氧化、肌肤年轻化等；并通过云诊疗系统+深度学术支持赋能医美机构，截至21Q1已完成百家医美机构的渠道建设。哈三联旗下品牌敷尔佳为贴片式医用皮肤修复敷料龙头，以销售额/销售量测算市占率分别为37%/28%，均排名第一。

相关标的：贝泰妮、哈三联、双鹭药业、康哲药业、奥园美谷

- **医美终端诊疗机构：**近年来随着医美上游原材料行业的爆发，市场的关注度也逐渐蔓延到医美下游终端机构。早期下游机构粗放发展，营销模式成本高昂，导致行业经营情况难言理想。而随着监管政策不断趋严、以及新美大等优质互联网平台的发展，行业规范度逐渐提升；同时，去年疫情也加速了下游机构的洗牌，未来行业将向规范度高的大型连锁化机构进一步集中。在此背景下，众多新玩家通过收购终端医美机构积极入局，提升企业价值；老玩家经过多年磨合经营管理模式趋于成熟，与时俱进，巩固现有优势。其中，朗姿凭借精细化运营+有效激励机制，21Q1医美收入高增92%，西南医美龙头格局已现；华韩整形作为江苏医美区域龙头，旗舰医院资质全国领先，门诊部受益于强大的品牌辐射效应扩张迅速；奥园美谷初步完成医美全产业链布局，定位纯粹医美；瑞丽医美多年深耕浙江，鹏爱医美国际多年深耕华南，均为在当地积累了较强的品牌力与较大客户群；苏宁环球16年切入终端赛道，未来继续加码医美业务。

相关标的：朗姿股份，华韩整形，奥园美谷，瑞丽医美，鹏爱医美国际，苏宁环球，国际医学，华邦健康，医思健康，长江健康，必瘦站，麦迪科技，济民制药，平潭发展，金发拉比，悦心健康，览海医疗，光莆股份，澳洋健康，创新医疗，利康美等。

- **营销端：**医美行业具有两大痛点，第一，机构鱼龙混杂，不合规/不合法现象较为严重，消费者与机构信息不对称。第二，获客成本高企，营销同质化效率低下。医美垂直类平台及线上大众类平台的出现精准打击了此两大痛点，一方面，新氧等医美垂直平台加深了消费者与机构、消费者与消费者的互动，从而减轻信息不对称，缩短消费者的决策周期。另一方面，新氧等互联网平台相对于以百度竞价/线下广告为主的传统营销模式，大幅提升了营销效率，降低了机构的获客成本。垂直类医美平台龙头新氧通过“媒体+社区+电商”的商业模式，打通医美顾客、机构、医师、咨询师、厂商5大市场参与者，助推医美行业发展，目前入驻机构已达6000余家。

相关标的：新氧、潮宏基

- **风险提示：**1) 疫情影响零售环境，削弱客户群体消费能力；2) 市场竞争加剧 3) 新产品推广不如预期 4) 新机构整合或扩张不如预期

正文目录

1. 医美上游：各细分赛道百花齐放	6
1.1. 爱美客：本土医美注射类透明质酸龙头，明星管线储存丰富	6
1.2. 华熙生物：四轮驱动，爆发增长	7
1.3. 四环医药：肉毒素新贵，跑马圈地	8
1.4. 华东医药：销售实力超群，全球化布局打造最全产品矩阵	10
1.5. 昊海生科：完善“医疗端+消费端”医美产业链	11
1.6. 鲁商发展：“生物医药+健康地产”双轮驱动业绩增长	12
1.7. 复锐医疗：医美设备领导者，打造全球美丽健康生态系统	14
1.8. 普门科技：国产医美器械崭露头角	15
1.9. 江苏吴中：新设医美事业部，或引进韩国 Humedix 玻尿酸	15
1.10. 常山药业：布局透明质酸及热门化妆品原料“依克多因”	16
1.11. 景峰医药：骨科及眼科透明质酸产品储备中	17
1.12. 冠昊生物：储备整形修复产品，18年新入局护肤业务	18
2. 医美护肤领域：医美+护肤，相互赋能	19
2.1. 贝泰妮：功能性护肤赛道王者，子品牌布局医美	19
2.2. 哈三联：医用皮肤修复敷料细分赛道龙头	19
2.3. 双鹭药业：产品应用于创面修复，参股蒙博润切入玻尿酸赛道	20
2.4. 康哲药业：深耕皮肤管理，进军医美赛道	21
3. 医疗终端：资本整合加速行业洗牌，区域市场龙头发力	22
3.1. 朗姿股份：西南医美龙头格局已现，服装业务有序恢复	22
3.2. 华韩整形：国内整形上市第一股，16年医美诊疗领域耕耘	23
3.3. 奥园美谷：布局医美全产业链，全力开启纯粹医美赛道转型	24
3.4. 瑞丽医美：浙江省代表性医美连锁品牌	26
3.5. 鹏爱医美国际：全国一二线布局基本完成，通过卫星诊所快速扩张	27
3.6. 苏宁环球：先发优势切入终端赛道，积极寻求全产业链布局	28
3.7. 国际医学：18年转型医疗服务主业，旗下两家大型医院均涉医美业务	29
3.8. 华邦健康：皮肤健康龙头企业，16年开设玛恩皮肤入局轻医美赛道	30
3.9. 医思健康：亚洲领先综合医疗服务机构	31
3.10. 长江健康：河南省妇幼健康产业领军企业之一，投资医院含医美科室	32
3.11. 必瘦站：香港地区祛斑专家，进军全球美容市场	33
3.12. 麦迪科技：拟收购美贝尔，打造“辅助生殖+医疗美容”模式	33
3.13. 济民制药：15年收购博鳌国际医院，20年下设医学美容中心开业	34
3.14. 平潭发展：平潭海峡国际美容医院筹备中	35
3.15. 金发拉比：收购韩妃投资，打造“母婴+医美”双业务模式	35
3.16. 悦心健康：大健康转型，打造医疗服务产业	37
3.17. 览海医疗：聚焦健康事业，打造卓越医疗品牌	37

3.18. 光莆股份：18 年收购重庆军美整形专科医院，入局医美赛道.....	38
3.19. 澳洋健康：剥离化学纤维业务，专攻大健康赛道.....	39
3.20. 创新医疗：旗下医院设立医美科室.....	40
3.21. 利美康：资质齐全，深耕区域市场.....	40
4. 营销端：垂直类医美平台助推行业发展.....	42
4.1. 新氧：垂直类医美平台龙头，精准打击行业痛点.....	42
4.2. 潮宏基：领投更美 C 轮，曾持股思妍丽.....	43
5. 风险提示.....	43

图表目录

图 1：爱美客市值走向.....	7
图 2：华熙生物市值走向.....	8
图 3：四环医药市值走向.....	10
图 4：华东医药市值走向.....	11
图 5：欧华美科与众多公立医院合作.....	12
图 6：昊海生科医美布局.....	12
图 7：昊海生科市值走向.....	12
图 8：鲁商发展市值走向.....	14
图 9：复锐医疗市值走向.....	14
图 10：普门科技市值走向.....	15
图 11：江苏吴中市值走向.....	16
图 12：常山药业市值走向.....	17
图 13：景峰医药市值走向.....	18
图 14：冠昊生物市值走向.....	18
图 15：贝泰妮市值走向.....	19
图 16：哈三联市值走向.....	20
图 17：双鹭药业市值走向.....	20
图 18：康哲药业市值走向.....	21
图 19：华韩整形“旗舰医院-区域医院-门诊部”协同发展.....	24
图 20：华韩整形市值走向.....	24
图 21：奥园美谷市值走向.....	26
图 22：瑞丽医美市值走向.....	27
图 23：医美国际市值走向.....	28
图 24：苏宁环球市值走向.....	29
图 25：国际医学整形医院.....	29
图 26：国际医学市值走向.....	30
图 27：华邦健康市值走向.....	31
图 28：医思医疗集团产业布局情况.....	32
图 29：医思健康市值走向.....	32
图 30：长江健康市值走向.....	33
图 31：必瘦站市值走向.....	33
图 32：麦迪科技市值走向.....	34

图 33：济民制药市值走向.....	35
图 34：平潭发展市值走向.....	35
图 35：韩妃投资医美机构布局情况.....	36
图 36：金发拉比市值走向.....	37
图 37：悦心健康市值走向.....	37
图 38：览海医疗市值走向.....	38
图 39：光莆股份市值走向.....	39
图 40：澳洋健康市值走向.....	40
图 41：创新医疗市值走向.....	40
图 42：利美康市值走向.....	41
图 43：新氧市值走向.....	43
图 44：潮宏基市值走向.....	43
表 1：欧华美科部分专利技术与产品转化.....	11
表 2：鲁商发展医美及化妆品领域布局.....	13
表 3：景峰医药透明质酸在研产品储备.....	17
表 4：连天美公司财务指标.....	24
表 5：瑞丽医美收入利润指标（单位：百万元）.....	26
表 6：瑞丽医美旗下医疗机构情况.....	27
表 7：韩妃投资利润表摘要（百万元）.....	36
表 8：重庆军美医疗美容医院利润表摘要表（百万元）.....	38

1. 医美上游：各细分赛道百花齐放

医美上游主要包括各类医美原材料、医美产品、医美仪器（如光电类仪器）的研发、生产和销售。典型的上游厂商需长时间沉淀，具备较高的牌照与技术壁垒，华熙生物为目前国内医药级透明质酸原料的唯一供应商。从医美产品端来看，根据新氧大数据，国内注射类医美产品以玻尿酸和肉毒素为主。19年玻尿酸/肉毒素在注射医美的市场份额分别达66.6%/32.7%。其中：

1) 国内玻尿酸市场为红海市场，已有近40款注射用透明质酸产品获批（海外品牌占据7成市场）。激烈的市场竞争下，国产品牌通过产品迭代、产品创新及差异化定位抢占市场。

2) 国内肉毒素仍为蓝海市场，随着吉适和乐提葆的获批，行业竞争格局由双龙头转向四强争霸。肉毒素成为终端机构拓客工具的趋势渐显，成长逻辑明确。虽然各公司积极进行布局，但由于肉毒素技术门槛高，审批流程漫长，预计行业将有2-3年的“空窗期”。

3) 医美仪器市场以国外产品为主导（肯德拉、赛诺秀、科医人等）。昊海生科通过并购欧华美科，扩展射频、激光医疗设备及家用仪器领域，复锐医疗科技子公司Alma是全球领先的医用激光、光子及射频设备生产厂。

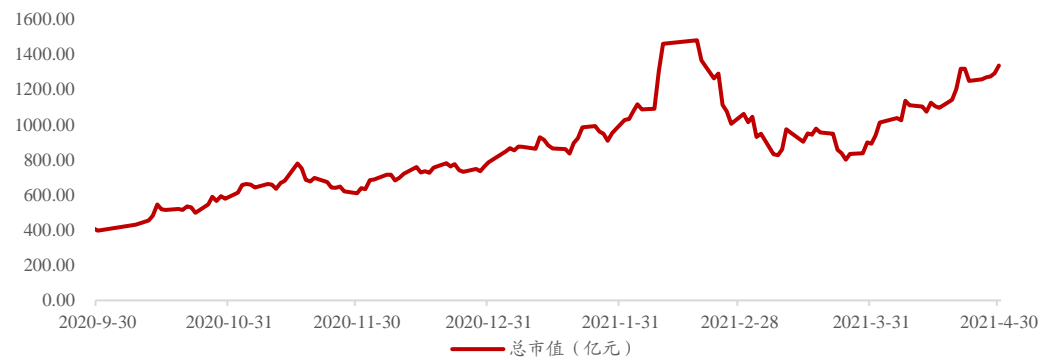
4) 医美护肤领域，多家公司布局械字号医用敷料产品（成分温和，抗炎抗菌，多用于医美术后护理或医院皮肤科患者），和已有医美产品/护肤品线相互赋能。

1.1. 爱美客：本土医美注射类透明质酸龙头，明星管线储存丰富

医美业务：围绕注射医美领域各板块业务深度布局，有序推进。公司自2004年成立，深耕注射医美领域，目前已拥有5款获国家药监局批准的III类注射用透明质酸钠系列产品，数量为本土企业之首。2009年公司推出国内首款透明质酸类注射填充产品逸美；2012年推出国内首款具有长效作用的透明质酸类注射填充产品宝尼达；2015年推出国内首款用于整形美容领域的无痛型透明质酸类注射填充产品爱芙莱；2017年推出全球首款用于填充颈纹的注射用透明质酸复合溶液嗨体（截至目前仍是市场上唯一获NMPA批准，专攻颈纹改善的III类医疗器械）及新型复合注射材料“逸美一加一”；2019年公司推出针对初次注射玻尿酸人群的爱美飞。根据Frost&Sullivan，爱美客为本土医美注射类透明质酸龙头，市占率14%（按销售金额计算，华熙生物/昊海生科分别为8%/7%）。2020年公司推出新品嗨体熊猫针，有效针对眼周凹、纹、松、皱问题，使术后效果更为自然。在嗨体及熊猫针的持续火爆下，21Q1公司业绩超预期，收入/归母净利达2.59/1.71亿元，同比增长227.52%/296.05%。

除明星产品嗨体及嗨体熊猫针为代表的透明质酸注射剂产品矩阵外，公司医美领域相关产品储备丰富（包含童颜针、埋植线、A型肉毒毒素、利拉鲁肽注射液、溶脂针等），长期增长动力充分。其中，爱美客童颜针有望于21年上市，带来新的业绩增长点。目前市场上仅有长春圣博玛的童颜针（21年4月22日获批），而爱美客童颜针（医用聚左旋乳酸微球+透明质酸凝胶）在传统童颜针基础上进行创新，兼具即时（透明质酸填充）及长期（聚乳酸微球刺激胶原蛋白生成）效果，叠加公司已培育的成熟营销推广体系，预计获批后有望迅速铺开，为公司打开新的业绩增长曲线。

图 1: 爱美客市值走向



数据来源: Wind、浙商证券研究所

1.2. 华熙生物: 四轮驱动, 爆发增长

华熙生物核心团队 1998 年开展透明质酸研发工作, 2000 年实现发酵法技术突破, 经历 20 年持续研发投入, 已发展为以透明质酸微生物发酵生产技术为核心的高新企业, 透明质酸产业化规模全球第一, 拥有微生物发酵和交联两大技术平台。随着玻尿酸获批为新食品原料, 公司已进入以透明质酸为核心, 由原料、医疗终端、功能性护肤品、功能性食品四轮驱动的新时代。2020 年疫情之下公司业绩展现韧性, 实现营收 26.33 亿元, 同比增长 39.63%; 实现归母净利 6.46 亿, 同比增长 10.29%。

1) 原料业务: 玻尿酸原料领域无人可撼。华熙微生物发酵技术全球领先, 2019 年公司透明质酸发酵产率可以达到 12-14g/L (行业平均产率仅达到 6-7g/L); 高产率的同时, 产品质量超过欧洲药典标准和日本药典标准, 同时也是国内唯一一家拥有发酵法生产玻璃酸钠原料药和药用辅料批文准号, 并实现商业化生产的企业。根据艾瑞咨询数据, 华熙 2019 年全球透明质酸原料市占率达 39%; 加上 2020 年通过并购揽获行业排名第四的东辰生物 (佛斯特) 8% 的市场份额, 总市场份额高达 47%。21 年原料业务已从疫情的影响中恢复, 21Q1 收入同比增长约 10%, 收入占比约 20%。预计未来五年, 全球透明质酸原料市场将在 2020 年阶段性下滑后仍将保持 26.4% 的高复合增长率, 华熙作为龙头仍将受益。

透明质酸外, 其他生物活性物质研发进展迅速。20 年华熙研发费用 1.4 亿、同比增 50%、占收入 5.36%, 共有研发人员 377 人; 透明质酸之外, 2020 年, 公司新上市化妆品级原料产品 2 个, 分别为超高分子聚谷氨酸钠和超活麦角硫因, 公司也将积极推广其他生物活性物质如医药级依克多因、食品级 γ -氨基丁酸、唾液酸等的产业转化和应用转化, 同时不断探索特色植物发酵、绿色表面活性剂等新发酵原料的研发, 持续扩张多种生物活性物应用领域。

2) 医疗终端产品业务: 医美产品驱动医疗终端产品收入爆发。疫情下公司医疗终端产品收入仍实现 17.8% 增长, 其中来自医美药械/骨科注射液产品时候入同比增长 9.7%/10.4% 至 4.35 亿/9000 万元。21 年医美产品火爆, 驱动 21Q1 医疗终端产品收入爆发增长, 终端产品收入占比约 25%。其中, 润致娃娃针于 20Q3 推出, 采用 0.6% 微交联玻尿酸 (普通水光针均为非交联玻尿酸), 效果维持时间更长, 销售火爆。丝丽动能素补水能力强大, 较菲洛嘉更具性价比, 广受市场欢迎。医疗终端业务附加值高, 未来公司将继续加快医美产品管线的布局和产品迭代升级, 开展针对中面部、唇部等不同适应症产品的注册申报工作。公司于 5 月 6 日重磅推出御龄双子针, 含“熨纹针”及“元气针”。其中, “熨纹针”具备证件优势 (械 III)、定位优势 (针对静态纹市场,

定位“肉毒伴侣”，可充分与存量肉毒素客户形成联动)+体验优势(含专研利多卡因，效果长达4小时，满足“无痛”需求)+效果优势(利用核心技术微交联专利配方透明质酸，填充效果好)。元气针的核心成分为高浓度透明质酸钠(15mg/ml)，搭配项目涂抹使用，起到维稳修护的效果。

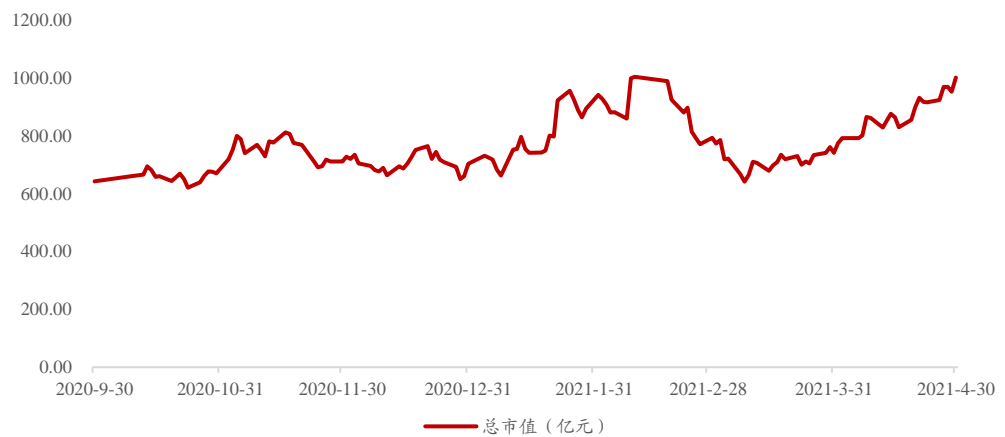
3) 功能性护肤品业务：产品力为核心、营销推广加码，护肤品体量快速进入国产第一梯队。20年及21Q1公司功能性护肤品收入体量均实现同比翻倍增长，收入占比过半。2014年面世的润百颜20年实现收入6.65亿元(+65.3%)，毛利率提高2.8pct，2018年面世的夸迪实现3.91亿元(+513.3%)，毛利率提高6.0pct，米蓓尔实现1.99亿元(+136.3%)，毛利率微降0.53pct，BM肌活实现1.13亿元(+45.7%)，毛利率提高9.82pct。年初至今，主品牌润百颜和夸迪延续强势表现。

润百颜：联合天猫“小黑盒”推出“修瓷大师”新品系列，发挥“玻尿酸+”的技术优势入局敏肌修护赛道。该系列单日销售额达4280万元，超20年3月全店销售额，新客占比高达69%(新客数量+13万，会员数+10.9万)，展现出超强品牌力及产品力。

夸迪：作为四大国货代表品牌入选李佳琦《爆款中国》系列，品牌力进一步提升。爆款“轻龄眼霜”21年3月3日首发爆卖3万瓶，截至4月27日GMV超1500万元。

4) 食品业务：随着21年1月透明质酸钠获批为新食品原料，公司迅速推动其在食品领域的应用：陆续推出国内首个玻尿酸食用品牌“黑零”、国内首款透明质酸软糖(与Wonderlab合作)、国内首个透明质酸饮用水品牌“水肌泉”，销货情况较为理想。

图2：华熙生物市值走向



数据来源：Wind、浙商证券研究所

1.3. 四环医药：肉毒素新贵，跑马圈地

老牌心脑血管医药企业，研发生产销售一体化公司。公司于2001年成立，2010年香港主板上市。公司业务目前分为制药板块和以医美为代表的新业务板块。2012年公司打造轩竹生物，转型创新药领域。2014年向医美行业进军，和韩国Hugel签署了肉毒素和玻尿酸的中国独家代理权。2018年布局工业大麻领域，拥有吉林省唯一的工业大麻种植牌照，产业化发展的牌照预计未来2-3年能批准。2020孵化原料药CDMO板块。

新玩家入局，冲击双龙头格局。乐提葆即“白毒”，是韩国本土品牌，在韩国及日本市场市占率均排名第一。乐提葆和吉适分别于去年的10月和6月获得中国药监局审

批，打破了此前国内肉毒素市场衡力和保妥适双龙头的竞争格局。其中，乐提葆的生产商为韩国生物制药公司 Hugel，国内市场由四环医药独家代理，后续四环医药也将代理 Hugel 的玻尿酸品牌，双方合作稳定。

品牌成熟，国内市场认知度较高。从韩国市场来看，2019 年韩国肉毒素市场规模超过 1500 亿韩元，约合人民币 8.8 亿元。主要的肉毒素生产商包括 Medytox、Hugel 和 Daewoong Pharmaceutical (大熊制药)，对应的产品分别为粉毒&小金瓶、白毒、绿毒；其中，白毒在 2019 年实现 3.6 亿元销售额，排名韩国市场第一。国内市场方面，由于白毒原本在水货市场就很流行，白毒、粉毒构成了国内 80% 的水货市场，因此客户认知度较高。

团队经验丰富，代理商运营模式抢占终端市场。四环医美核心管理层及大部分团队成员来自艾尔建和辉瑞等国际医药、医美公司，行业经验丰富。同时，乐提葆是国内四个获批品牌中，第一家通过代理商模式运营推广的品牌，目前已经签约 45 家代理商，覆盖全国 200 个城市，覆盖目标锁定 3000 家医疗机构。

营销新玩法，打造互联网+品牌。国内市场推广方面，乐提葆主打轻奢概念，锁定年轻、时尚消费群体。同时，乐提葆通过小红书、美团、新氧等互联网平台进行宣传推广，打造互联网基因品牌。通过达人日记、体验报告等新媒体方式进行营销。

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；2) 水货市场或将“断货”；3) 审核周期较长，充分享受时间差优势进行市场推广。

产品价格带：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。

水货市场：目前国内市场上销售的玻尿酸和肉毒素类产品 70% 由假货和水货构成。水货及假货以价格优势和海外市场推广成果为卖点，在国内非正规市场流通。根据智研咨询统计，粉毒、白毒、绿毒的市场占比分别为 43%、37%、18%。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 KFDA 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。

审批进度：由于肉毒素的毒麻类药品属性，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。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。

医美业务有望成为企业价值提升的加速器。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物也均处于立项阶段。公司医美业务布局“后劲”十足。

图 3：四环医药市值走向



数据来源：Wind、浙商证券研究所

1.4. 华东医药：销售实力超群，全球化布局打造最全产品矩阵

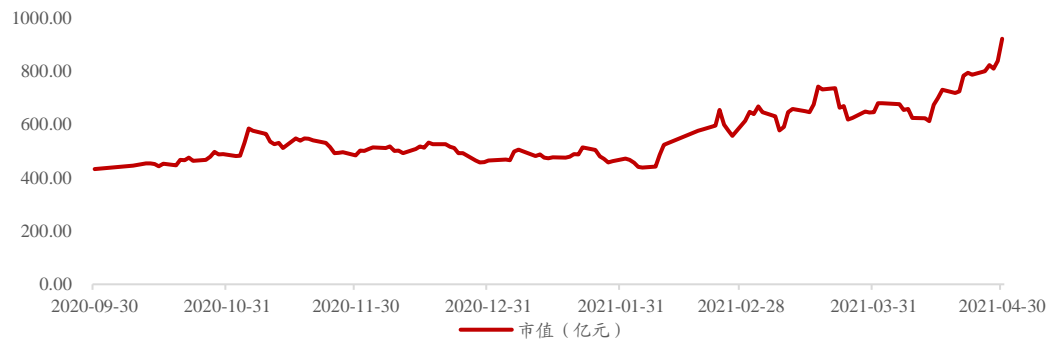
公司创建于 1993 年，总部位于浙江杭州，业务覆盖医药全产业链；公司以医药工业为主导，同时拓展医药商业和医美业务。目前，公司已发展成为集医药研发、生产、经销为一体的大型综合性医药上市公司。

医美业务全球化布局，打造玻尿酸、肉毒素、埋线、器械等丰富医美产品矩阵。

华东医药在 2013 年与韩国 LG 公司合作，取得伊婉透明质酸钠注射剂 10 年中国独家代理权，切入医美赛道。在 2018 年，公司以 14.9 亿元收购全资子公司 Sinclair，产品包含微球填充剂 Ellanse 少女针、Silhouette 铃铛线、Perfectha 透明质酸钠注射剂等医美产品。公司于 2019 年入股美国 R2 公司，获得该公司 F1、F2 光电医疗器械及未来改进型在中国大陆等 34 个亚太国家的独家分销权。2020 年 8 月公司于韩国 Jetema 公司达成合作，获得 A 型肉毒素在国内的独家代理权。2020 年 10 月 Sinclair 与 Kylene 公司再次达成股权投资和产品合作开发的深度战略合作，获得其 MaiLi 系列新型含利多卡因透明质酸填充物产品的全球独家许可，目前已获欧盟批准上市，并已启动中国市场注册工作。2021 年 Sinclair 收了 High Tech 100% 的股权，业务主要覆盖身体塑形和皮肤修复。

全资子公司 Sinclair 旗下产品 Ellansé（俗称少女针）于 2021 年 4 月 13 日获批。少女针由 30%PCL（聚己内酯微球）和 70% CMC（羧甲基纤维素）制成，具有填充+修复的双重功效。先通过 CMC 凝胶载体进行快速填充，然后 PCL 微球会重启注射部位皮下胶原新生，重塑胶原支架。PCL 和 CMC 可以完全被降解，是更为安全的产品。获批型号为 Ellanse-S，预计将于 2021 年下半在中国大陆正式上市销售。随着少女针的首批，胶原蛋白刺激再生产品赛道开启，注射填充产品即将进入 2.0 时代。

图 4：华东医药市值走向



数据来源：Wind、浙商证券研究所

1.5. 昊海生科：完善“医疗端+消费端”医美产业链

并购欧华美科，入局医疗器械上游产业链。2021年2月21日公司公告，其与欧华美科(天津)医学科技有限公司现有股东及创始人分别签约，将以1.35亿元受让38.23%股权，并向后者增资7000万元并认购其新增注册资本5203万元。公司将以2.05亿元获得欧华美科63.64%股权。此外，双方将共设第三方平台期权池，以10%欧华美科股权用于股权激励。欧华美科创立于2008年，聚焦全球专业生活美容及家用美容领域，在中国、法国、以色列拥有多个研发中心。并购完成后，公司医美版图将继续壮大，扩展至射频及激光医疗设备及其家用仪器领域。

欧华美科专利壁垒深厚+销售实力领先，产品储备充足。研发专利来看，知识产权储备丰富，技术成果转换为多层次产品矩阵。公司拥有创新生物材料、高功率VCSEL激光器和多元相控射频技术等专业技术，并围绕专利技术打造多款重磅产品，包括法国Bioxis旗下3款玻尿酸产品、镭科光电的两款激光设备等，预计在未来1-2年内将陆续获批上市。销售实力来看，欧华美科销售覆盖全球55个国家和地区，在中国覆盖超1500家医疗机构和4000家美容机构，家用美容仪器在中国每年销量近5万台，在中国12个省建立了直销办公室和美国直销办公室，合作伙伴覆盖亚马逊、天猫、淘宝等以及多家公立三级医院。

表 1：欧华美科部分专利技术与产品转化

核心技术	玻尿酸薄层交联技术	高功率 VcSEL 激光器	多元相控射频技术
涉及领域	医用注射品	家用消费品	专业设备
对应子公司	法国 Bioxis	中国镭科光电	以色列 EndyMed
代表产品	CYTOSIAL 玻尿酸填充剂	VCSEL 半导体激光平台	EndyMed Pro, Pure 专业射频美容仪 Newa 家用美容仪系列
产品功能	面部深层皱纹填充	激光脱毛	皮肤紧致、塑形治疗
产品优势	痛感小、安全度高、效果自然。已获 CE，正在中国注册中，预计 2021 年获批	使用寿命数倍于中国和美国的同款产品。全球首款 VCSEL 激光脱毛，技术壁垒高，全球医疗激光器第二位	EndyMed Pro, Pure: 解决点阵射频和单级射频系统容易造成皮肤烧伤和刺痛的问题；高性价比 Newa: 唯一获得 FDA OTC 的家用美容仪，中国射频美容仪销量第二的品牌

资料来源：欧华美科官网、浙商证券研究所

图 5：欧华美科与众多公立医院合作



数据来源：欧华美科官网，浙商证券研究所

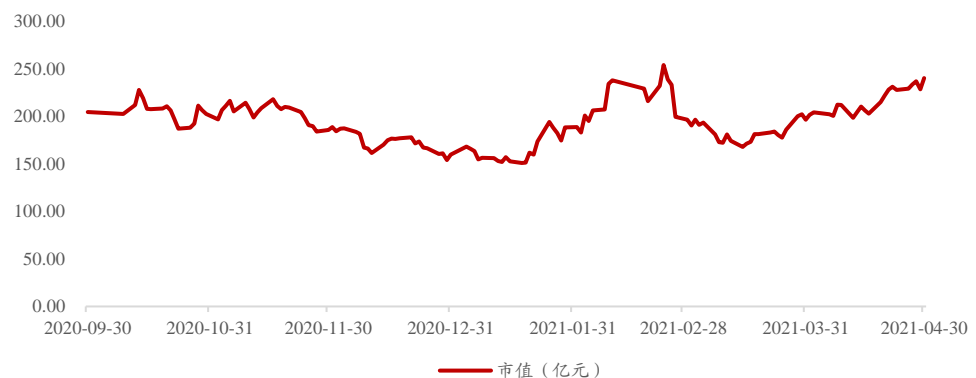
投资美国 Eirion, 拓展“外用涂抹+经典注射”肉毒素产品线。2021 年 3 月,公司以 3100 万美元认购 Eirion 的 A 轮优先股,并获得 3 款肉毒素产品在中国的独家销售许可。1) ET-01: 外用涂抹型 A 型肉毒毒素产品, 针对鱼尾纹/腋下多汗症。ET-01 为创新外用涂抹型肉毒素, 可克服注射产生的疼痛问题及对注射医师的依赖问题, 目前国内还未有同类产品上市。2) AI-09: 经典注射型肉毒毒素产品, 较目前市面上产品临床上使用更为便捷, 可常温运输, 预计 2025 年获批上市。3) ET-02: 治疗脱发/白发用小分子药物产品。通过此项认购, 公司进一步填补了公司医美产品线中肉毒素与小分子药物的空白, 填充了公司医美药品版图。公司目前主要产品覆盖玻尿酸填充剂、肉毒毒素、射频及激光设备四大品类, 将形成医美药品、医美设备、医美耗材三大种类协同。

图 6：昊海生科医美布局

医美耗材	玻尿酸、几丁糖填充剂、水光针
医美设备	激光/强光、射频、物理旋切
医美药品	肉毒毒素、小分子药物、表皮生长因子

数据来源：公司公告、浙商证券研究所

图 7：昊海生科市值走向



数据来源：Wind、浙商证券研究所

1.6. 鲁商发展：“生物医药+健康地产”双轮驱动业绩增长

由房地产业向健康产业转型, 带动业绩增长。鲁商发展原为传统房地产公司, 2018 年通过收购鲁商集团旗下山东福瑞达医药 100% 股权开始由房地产为主向健康产业转型, 增加了在生物医药及护肤品产业方面的布局。福瑞达成立于 1993 年, 以医药和化妆品为核心业

务，是透明质酸研发和应用技术的领跑者，旗下拥有“润舒”、“润洁”、“施沛特”、“颐莲”、“善颜”、“瓊尔博士”等多个知名品牌。继福瑞达之后，公司于2019年收购山东焦点生物60.11%股权，完善透明质酸原料产业链，为其福瑞达医药旗下化妆品的原料采购提供新的通道。外延扩张与内生增长驱动下，公司2020年营收达136.15亿元，同比增长32.33%，归母净利达6.39亿元，同比增长85.39%，经营业绩创历史最高水平。

以透明质酸为核心打造完整产业链，终端应用多点开花。

1) 原料: 从透明质酸原料生产来看，公司收购焦点生物完善透明质酸产业链。焦点生物可生产食品级和化妆品玻尿酸，现阶段生产能力合计420吨/年，自21年国家卫健委正式批准透明质酸钠食品级为新食品原料，公司先后推出天姿玉琢、玻小酸、善颜多个系列口服透明质酸钠产品。医药级玻尿酸方面，焦点生物已获《医疗器械生产许可证》及玻璃酸钠原料药《药品生产许可证》，正在进行玻璃酸钠原料药的国内外注册手续办理工作。此外，公司自19年开始打造的年产520吨医药级透明质酸钠的项目也值得关注。从其他原料及添加剂来看，公司旗下福瑞达生物科技专注生物发酵产品，产品包括聚谷氨酸、普鲁兰多糖、纳他霉素和乳酸链球菌素等，分别可用于美白（可与透明质酸一起使用）、制造化妆水/面膜，及化妆品和食品的防腐保鲜等，为下游产品赋能。

2) 药品: 博士伦福瑞达主要从事眼科、骨科透明质酸产品研究，在市场上处于领先地位。眼科产品有知名品牌“润舒”“润洁”，用于治疗干眼症。其中，“润舒”开启了玻尿酸在国内眼药水中的应用，是国内眼科制剂领域首个销售过亿的滴眼液。骨科的代表性产品为以透明质酸为原料，用于治疗骨关节炎的注射类药物“施佩特”。

3) 化妆品: **踩位功能型护肤品市场热点，迎来业绩爆发。**公司以透明质酸为核心成分，聚谷氨酸为特色成分，聚焦医疗研发背景，主推功能型护肤产品，符合当前“成分党”“功效党”的需求。20年实现化妆品销售收入6.89亿元，同比增长119.83%。其中主推品牌颐莲成立于2003年，是国内第一个以玻尿酸为核心成分的护肤品牌。颐莲拥有100+SKU，覆盖洁面、面膜、眼霜等护肤产品及隔离、气垫等彩妆相关产品，21Q1颐莲天猫旗舰店销售额达6034万元，同比增长94%。

表 2：鲁商发展医美及化妆品领域布局

业务板块	主要对应公司	持股比例	细分业务	对应品牌
化妆品	福瑞达生物工程	100%	玻尿酸护肤品、眼部护肤品、彩妆等	颐莲（玻尿酸护肤）、善颜、瓊尔博士 眼部护肤：心生爱目 彩妆：UMT
	新疆伊帕尔汗香料	10%	香水、香氛、精油、护手霜等	伊帕尔汗
药品：中成药	明仁福瑞达	60.71%	中药药品、化学药品、保健食品的研发、生产与销售	明仁、维固康、力虎、小明仁
药品：骨科&眼科	博士伦福瑞达	30%	玻璃酸钠系列产品，眼科药品、外科药品、皮肤科药品及内科药品	眼科：“润舒”、“润洁” 骨科：“施沛特”
原料及添加剂	焦点福瑞达	60.11%	透明质酸原料生产、医疗器械等	食品级玻尿酸：玻小酸、天姿玉琢
	福瑞达生物科技	100%	食品添加剂，化妆品保湿原料等高科技生物发酵产品	-

资料来源：公司官网、Wind、浙商证券研究所

图 8：鲁商发展市值走向



数据来源：Wind、浙商证券研究所

1.7. 复锐医疗科技：医美设备领导者，打造全球美丽健康生态系统

全球能量源医美设备行业领导者。公司于 2013 年在以色列成立，是首家港股上市的以色列公司。复锐医疗科技由复星医药控股，是复星医药医疗器械板块重要成员之一。复锐医疗核心子公司 Alma 成立于 1999 年，是全球领先的能量源医疗美容器械供应商。公司产品主要分为无创医疗美容产品、微创医疗美容产品、生活医疗美容产品，致力于提供系统全面的解决方案。公司持续探索扩张新渠道，进一步扩大全球的直销范围，目前公司全球营销网络覆盖了 90 个国家及地区，拥有 7 个直销子公司，2020 年直销收入占比 56%。未来公司将深入医疗美容行业，打造全球美丽健康生态系统。目前探索领域包括美容牙科、个人护理、注射填充类产品、区域服务中心以及区域仓库的建设。

公司研发实力超强，以创新驱动发展。公司研发人员占比 14%，其中约 25% 以上拥有博士及以上学历。公司重视研发，不断扩大产品范围，保持每年 2-3 款新品的推出。截止目前，公司拥有 55 项专利技术，25 项专利申请，100 多个不同类型的操作手具。作为行业领导者，公司在 2020 年推出四款创新产品，均具有较好的市场空间。

根据年报数据，受疫情影响，公司 2020 年实现营业收入 1.62 亿美元，同比略微下滑 6.6%，实现净利润 0.15 亿美元，同比下滑 33%。分地区来看，北美、亚太、欧洲地区销售占比分别为 34%、27%、21%，其中欧洲地区收入下滑明显，北美地区有所提升，亚太地区基本持平；分产品来看，核心产品销售额实现 1.17 亿美元，占比 71%，微创类设备收入有所下滑，占比 12%，生活美容类产品收入有所增加，占比 9%。

图 9：复锐医疗科技市值走向

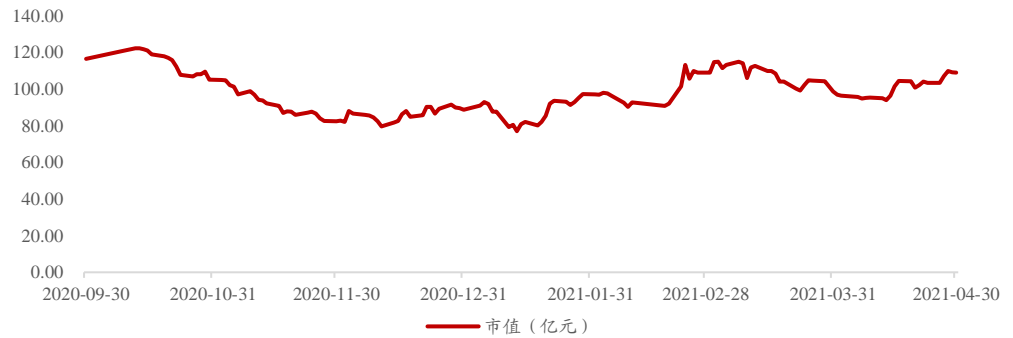


数据来源：Wind、浙商证券研究所

1.8. 普门科技：国产医美器械崭露头角

公司于 2020 年 11 月收购重庆京渝激光技术有限公司，补充皮肤科治疗产品，进入医美领域。京渝激光成立于 1994 年，致力于激光医疗设备研制和生产，是中国最早的医美激光设备研发及生产的科技创新企业，主要产品包括 YAG 激光治疗机、脉冲激光治疗机、红蓝光治疗仪。未来，普门科技将发挥自己在研发、品控、供应链和营销等方面的综合优势进行资源整合，将京渝激光旗下全线激光医疗美容和皮肤科治疗产品注入公司营销渠道。2020 年公司营收/归母净利分别为 5.54/1.44 亿元，同比增长 31.04%/43.15%。

图 10：普门科技市值走向



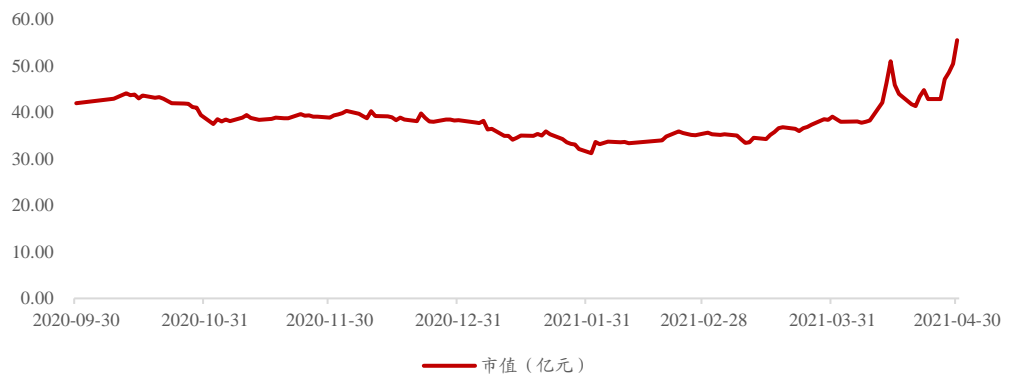
数据来源：Wind、浙商证券研究所

1.9. 江苏吴中：新设医美事业部，或引进韩国 Humedix 玻尿酸

成立医美事业部，开启医美+医药双重布局。公司以医药为核心，房地产为重要业务，投资为辅，多年来通过收购和兼并全面实施品牌战略。在医药领域已建立涵盖基因药物、化学药物与现代中药，集研发、生产和销售为一体的完整产业链；建立了江苏省基因药物工程技术中心，是苏州市医药行业协会的会长单位。据公司官方微信，4月10日公司组织召开医美事业部成立暨医美事业战略布局动员会，新设医美事业部负责医美产业规划、拓展及运营管理等工作，开启在医美领域的布局。

拟与韩国医美企业 Humedix 合作，涉足玻尿酸产品。Humedix 为韩国知名医美企业，旗下品牌艾莉薇定位中高端注射填充类透明质酸，2019 年在中国医美级玻尿酸市场中销售额占比高达 8%。公司拟引进 Humedix 最新款高端注射用交联透明质酸钠凝胶产品未来在中国的独家销售权，该产品目前正在准备中国临床试验阶段。同时，公司还与 Humedix 在功能性化妆品类、医美光电设备类等医疗美容细分产品领域保持进一步合作讨论。

图 11: 江苏吴中市值走向



数据来源: Wind、浙商证券研究所

1.10. 常山药业: 布局透明质酸及热门化妆品原料“依克多因”

医美&化妆品业务布局: 公司较早布局玻尿酸业务, 近年开始对医美及化妆品板块发力。目前医美&化妆品业务占比较小, 2020 年收入占比不足 2%, 对应收入体量不足 4771 万元, 但根据公司规划, 未来 3 年此板块有望实现较大业绩突破。

透明质酸布局: 公司致力于生物制品的技术研发, 透明质酸原料及系列化妆品的研发、生产和销售, 自成立初期即有透明质酸钠储备, 2017 年设立公司投资设立河北常山凯络尼特生物技术有限公司以专业化运营透明质酸及其系列产品, 业务范围涵盖透明质酸及相关产品的研发、生产和销售; 化妆品原料、医疗器械、化妆品的研发、生产和销售。除透明质酸, 公司于 2020 年引进某高校依克多因原料药项目。

1) 研发: 核心产品寡聚透明质酸钠运用酶解工艺生产, 分子量小于 10000Da。未来将着重发展高端的医用级透明质酸和寡聚透明质酸。

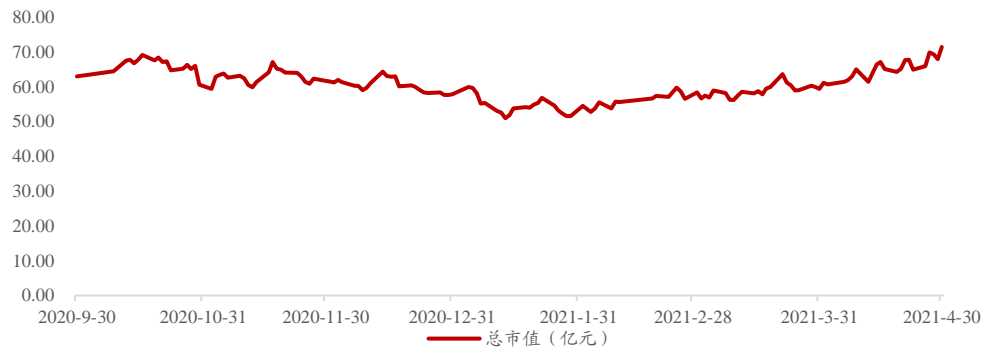
2) 产能: 新建的透明质酸原料药生产车间于 2020 年完成建设, 目前正在安装调试和政府部门验收, 未来公司计划进一步拓展透明质酸产能。

3) 销售: 透明质酸和依克多因原料以外销为主, 发展稳定、高端的大客户。

化妆品布局: 公司不断丰富“芊肌源”牌化妆品产品线, 在原有透明质酸化妆品的基础上, 新开发依克多因、肝素钠、多肽等原料的化妆品, 已经上市销售 6 大系列 20 多个单品。销售上加码线上与专业运营商的合作, 线下以代理制为基础开拓化妆品店、商超、美容院等线下终端, 力争扩大透明质酸及化妆品的销售规模。

主营业务: 公司是国内少数拥有完整肝素产品产业链、能够同时从事肝素钠原料药和肝素制剂药品研发、生产和销售的龙头企业之一, 主导产品包括肝素钠原料药(注射级和非注射级)、低分子量肝素钙注射液和肝素钠注射液, 其中肝素制剂在全国各省不同级别的医院均有使用, 覆盖了 3000 多家医院。2020 年营收/归母净利润分别为 23.64/2.53 亿元, 同比增长 14.11%/12.23%。

图 12：常山药业市值走向



数据来源：Wind、浙商证券研究所

1.11. 景峰医药：骨科及眼科透明质酸产品储备中

主营业务：公司主营业务产品涵盖心脑血管、肿瘤、骨科、儿科、妇科等重大疾病领域，拥有“佰塞通参芎葡萄糖注射液”、“金港榄香烯乳状注射液”、“佰备玻璃酸钠注射液”、“盐酸替罗非班氯化钠注射液”等核心大品种。2020 年营收/归母净利润分别为 8.78/-9.7 亿元，同比下降 34.68%/减少 8712 万。

透明质酸储备：公司医用透明质酸的储备主要为以玻璃酸钠注射液（含玻璃酸钠原料药）为主的骨科领域产品，和以医用透明质酸钠凝胶为主的眼科器械产品。

骨科：公司旗下佰备为国内老牌骨科关节腔注射用透明质酸品牌，是 08-14 年国内骨科关节腔注射用透明质酸钠凝胶市场中仅有的 4 家企业之一，2014 年销售额达 5.29 亿元（2008-2014 CAGR 达 51.33%），市占率为 27.42%（排行第二，第一为山东博士伦福瑞达的施沛特）。2017/18 年销售收入分别达 2.28/2.41 亿元；2019 年由于国家招标政策调控及医院二次议价，公司玻璃酸钠注射液销售均价下降，叠加销售体系改革带来的波动，产品销售收入降至 1.38 亿元。

佰备的玻璃酸钠注射液用于变形性膝关节病和肩关节周围炎的辅助治疗，是公司的拳头产品，学术基底较为深厚。公司自 2013 年起联合南方医科大学附属南方医院关节与骨病外科主任史占军教授团队，针对佰备玻璃酸钠治疗骨关节炎的临床疗效进行系统性的研究。先后在中华骨科杂志等国内顶级期刊发表了多篇具有重要参考价值的研究论文。研发储备来看，目前公司的交联玻璃酸钠注射液已获 II 期临床批件。此产品属于化药一类新药，用于治疗骨性关节炎，目前国内厂商中仅景峰医药和华熙生物科技股份有限公司在研，未来具有良好的市场前景。

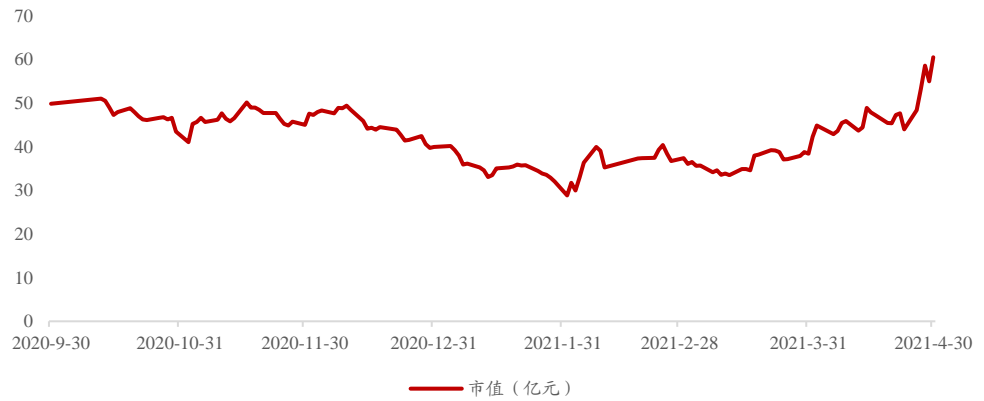
眼科：医用透明质酸钠凝胶已获生产行政许可。此款产品在眼科手术中作为一种辅助用粘弹性保护剂，适用于多种眼科手术。

表 3：景峰医药透明质酸在研产品储备

产品	治疗领域	注册分类	预计获批时间	进展情况
交联玻璃酸钠注射液	骨性关节炎	化药 1.1 类	已获批临床批件	完成 II 期临床研究，启动 III 期临床试验样品生产
医用透明质酸钠凝胶（0.5ml） 医用透明质酸钠凝胶（1.0ml）	眼科手术中一种辅助用粘弹性保护剂，适用于多种眼科手术	第三类医疗器械	已获生产行政许可	取得延续注册证书

资料来源：景峰医药、浙商证券研究所

图 13：景峰医药市值走向



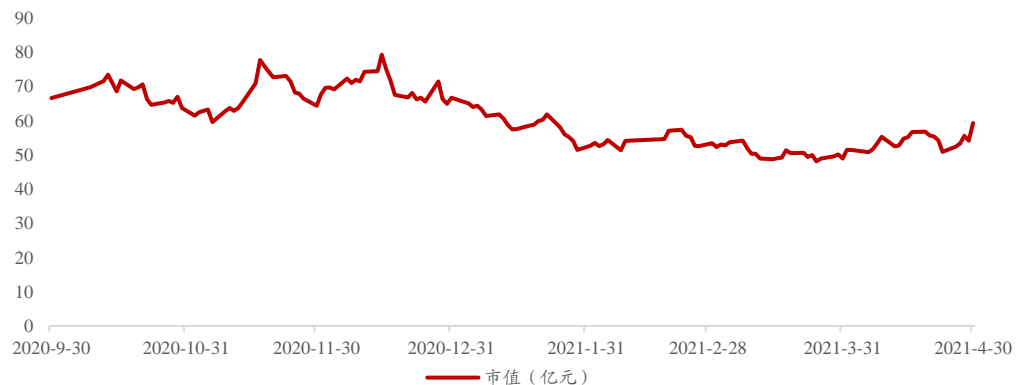
数据来源：Wind、浙商证券研究所

1.12. 冠昊生物：储备整形修复产品，18 年新入局护肤业务

医美业务：1) 公司胸普外科修补膜、艾瑞欧乳房补片为三类医疗器械，适用于乳房修复与再造。2019/2020 年胸普外科修补膜贡献收入 2303.2/2309.7 万元（收入占比约为 5.3%），乳房补片贡献收入为 210.1/108.7 万元（收入占比不足 0.5%）。2) 2018 年下半年公司正式进入细胞医美领域，子公司北昊研究院拥有高端美容护肤品牌“零澜”（妆字号）“昊·上清”（械字号）等。其中，“零澜”品牌和下游渠道商进行战略合作，“昊上清”品牌主打专业院线。护肤产品覆盖爽肤水、修复面霜、眼霜、精华液、精华喷雾等针对细胞活肤类产品，“械字号”面膜、冻干粉等针对痘痘肌肤的修复和改善的产品。2019-2020 年护肤品收入分别为 214.8/92.4 万元（收入占比不足 0.5%）。未来公司将对医美团队进行整合优化，优化产品组合，加强细胞医美产品专业线营销力度，为未来护肤业务放量奠定基础。

主营业务：公司核心业务形成“3+1”格局，即材料、细胞、药业三大业务板块和一个科技孵化平台。其中，1) 生物材料业务包括生物型硬脑(脊)膜补片、B 型硬脑膜补片、胸普外科修补膜、无菌生物护创膜、艾瑞欧乳房补片等。2) 细胞领域搭建细胞与干细胞研发及应用技术平台，已拥有软骨组织细胞移植技术、免疫细胞存储技术，18 年新增护肤产品线。3) 药业板块经营业绩稳步增长，2020 年实现营业收入 4068 万元，同比增长 193.6%。

图 14：冠昊生物市值走向



数据来源：Wind、浙商证券研究所

2. 医美护肤领域：医美+护肤，相互赋能

结合功能性护肤概念，多家公司布局械字号医用敷料产品。此类产品成分温和，抗炎抗菌，多用于医美术后护理或医院皮肤科患者，和已有医美产品/护肤品类可相互赋能。

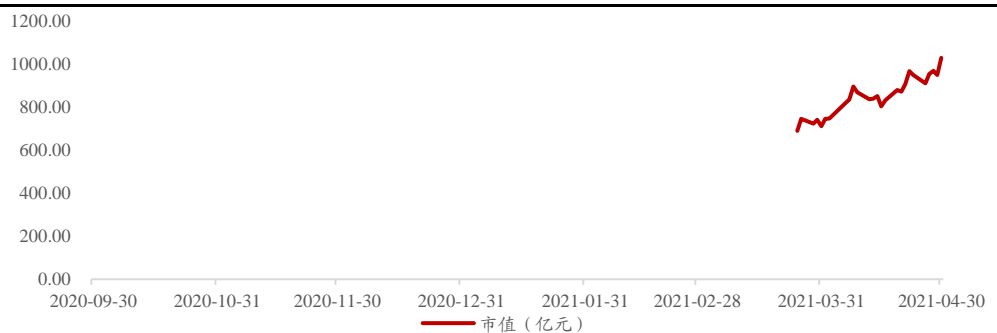
2.1. 贝泰妮：功能性护肤赛道王者，子品牌布局医美

贝泰妮成立于2010年，前身为贝泰妮有限公司。公司专注于应用纯天然的植物活性成分提供温和、专业的皮肤护理产品，重点针对敏感性肌肤。目前已围绕高原特色植物提取物有效成分制备和敏感肌肤护理进行研究开发并掌握了11项核心技术。品牌布局上，公司以薇诺娜品牌切入敏感肌，稳坐国内敏感肌第一品牌。通过新品牌对其他需求进行孵化：子品牌 Beauty Answers 探索医美领域，定位医美术后专业精准修护，截至21Q1已完成百家医美机构的渠道建设；子品牌 WINONA Baby 切入婴幼儿护肤赛道，于21年4月完成团队升级，21年全年有望实现业绩突破。

产品方面：药企DNA，来自滇虹药业的原班人马行业资源积累深厚，董事长郭振宇博士行业积累深厚，曾打造知名皮肤科品牌“康王”（03年即实现收入破亿）；公司研发投入高于同行，基于云南特色植物产品打造11项核心技术，实现专业技术研发与地域特色成分的结合。产品功效性已得到多方权威认证，包括50余家三甲医院的认证及业内各大皮肤科泰斗的背书。未来产品矩阵将聚焦敏肌护理，夯实“舒敏”产品作为公司核心产品线，巩固“薇诺娜舒敏特护霜”的王牌单品地位。基于敏感肌修护的主诉求满足二级需求（防晒、美白、抗初老等），依此扩充产品管线。20年针对敏肌的清透防晒产品销量火爆，新品双修赋活精化液则针对敏肌抗初老问题进行探索。

渠道方面：线上线下深度覆盖。20年线上收入受益于针对性的宣传推广和投入，疫情之下仍保持46.4%的强势增长，贡献收入21.72亿元（占比83%）。未来公司将采用线上公域流量拉新+私域流量拉高客单价与复购率；线下联合业内专家，深化品牌专业度认知的打法，持续加码各渠道的营销推广力度，进一步扩张品牌影响力。

图 15：贝泰妮市值走向



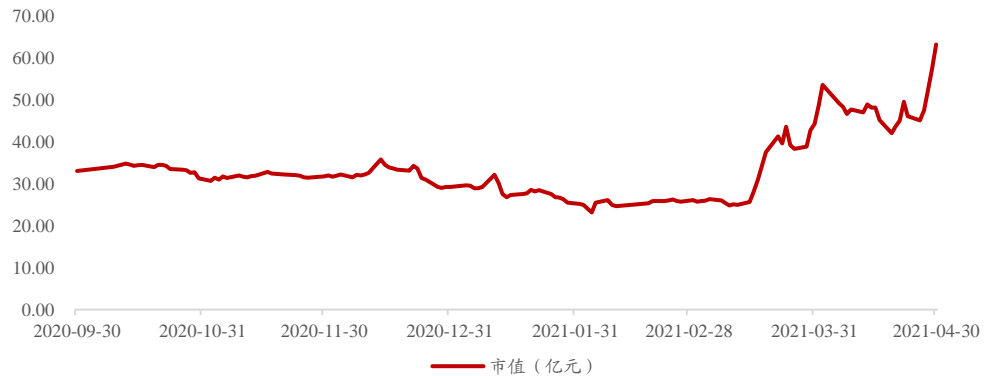
数据来源：Wind、浙商证券研究所

2.2. 哈三联：医用皮肤修复敷料细分赛道龙头

公司主要从事化学制剂、原料药、医疗器械及化妆品的研发、生产和销售，治疗领域覆盖神经系统类、心脑血管类、全身抗感染类、肌肉骨骼类、营养性输液、体液平衡性输液等。其中，医疗器械及化妆品业务主要产品为医用透明质酸钠修复贴、敷尔佳重组胶原蛋白水光修护贴和敷尔佳积雪草舒缓修护贴等。公司目前持有哈尔滨敷

尔佳科技股份有限公司 5%的股权，负责独家代理销售公司生产的医疗器械及化妆品产品。敷尔佳公司前身为黑龙江华信药业，公司成立于 1996 年，于 2015 年与哈三联建立合作。2019 年敷尔佳年销售额突破 15 亿元，贴片式医用皮肤修复敷料销售额和销售量测算，敷尔佳均排名第一，市场占有率分别为 37%和 28%，是功能性护肤品市场行业领军企业。哈三联凭借公司优质的产品质量及敷尔佳科技精准的营销能力及线上线下并举的营销策略，公司该板块产品销量不断攀升。根据年报数据，2020 年化妆品行业收入营收实现 1.87 亿元，营收占比 14%。

图 16：哈三联市值走向

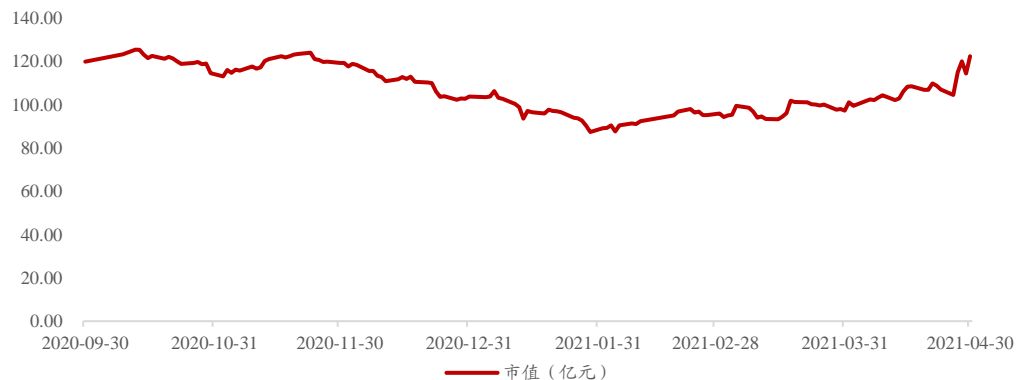


数据来源：Wind、浙商证券研究所

2.3. 双鹭药业：产品应用于创面修复，参股蒙博润切入玻尿酸赛道

公司主要专注于基因工程及相关药物的研究开发和生产经营，围绕疾病谱的变化布局研发、生产和服务领域。其主要产品之一的扶济复主要用于创面修复，促进创面愈合，可用于烧伤创面、慢性创面和新鲜创面。该产品列入国家“863”计划，国家行政保护品种，是国家一类新药，“九五”国家重点开发创新药物，目前已被应用于整形医美领域且反馈较好。同时，公司在 2014 年 11 月投资蒙博润生物科技有限公司，当前公司持有蒙博润 34%的股份。蒙博润成立于 2008 年，是一家致力于玻尿酸产品研发、生产的高新技术企业。目前，蒙博润开发的透明质酸钠医用冷敷贴及玻尿酸液辅料已经提交注册申请等待上市。公司技术团队在国内首次开发出透明质酸钠凝胶的全双交联技术，同时研发出微整形注射用透明质酸钠凝胶的生产工艺技术和产品质量的检测技术，以舒颜商品名注册。

图 17：双鹭药业市值走向



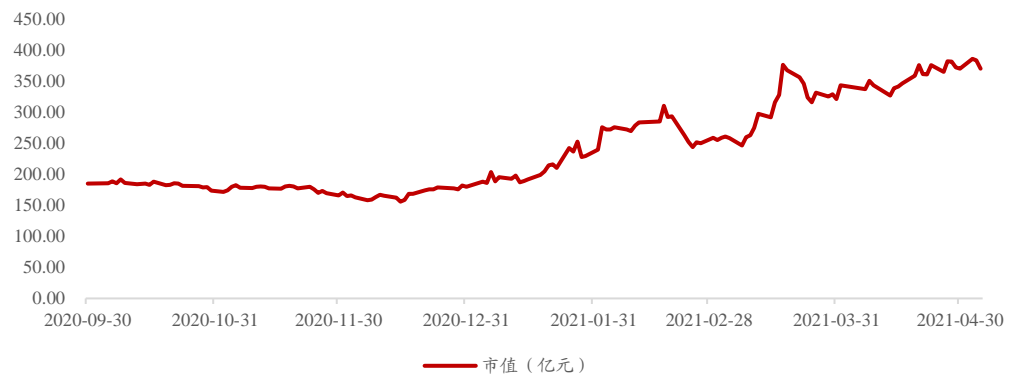
数据来源：Wind、浙商证券研究所

2.4. 康哲药业：深耕皮肤管理，进军医美赛道

康哲医药是一家创新驱动的全球医药企业，公司成立于 1995 年，与全球多家领先药企建立了战略合作关系，同时对多家海外创新研发公司进行了股权投资，产品管线创新性较高，市场潜力较大。公司产品覆盖领域众多，其中就涉及到了减肥塑身以及美容养颜领域，对应产品包括减重奶昔粉、减油防脱防痤疮营养粉、舒敏修护面霜、美容口服液、晒后修复乳、祛痘益生菌口服液等。2020 年公司营收/净利润分别为 69.46/25.30 亿元，同比增长 14.34%/29.06%。

公司于 2021 年 2 月收购皮肤线专业公司 Luqa Ventures，标的公司业务涉及处方药、医疗器械及医学美容护肤等领域，帮助公司进一步扩展业务领域。医美护肤领域中，Luqa 的核心产品主要为来自欧洲的多个权威品牌，包括西班牙的 Mesoesthetic、瑞士的玻尿酸品牌 Neauvia、西班牙知名药企 Ferrer 的两大个护品牌 Repavar 和 Atopic。未来，康哲医药现有皮肤产品有望赋能 Luqa，发挥协同效应为集团带来新的业务增长点。

图 18：康哲药业市值走向



数据来源：Wind、浙商证券研究所

3. 医疗终端：资本整合加速行业洗牌，区域市场龙头发力

近年来随着医美上游原材料行业的爆发，市场的关注度也逐渐蔓延到医美下游终端机构。早期下游机构粗放发展，营销模式成本高昂，导致行业经营情况难言理想。而随着监管政策不断趋严、以及新美大等优质互联网平台的发展，行业规范度逐渐提升；同时，去年疫情也加速了下游机构的洗牌，未来行业将向规范度高的大型连锁化机构进一步集中。在此背景下，众多新玩家通过收购终端医美机构积极入局，提升企业价值；老玩家经过多年磨合经营管理模式趋于成熟，与时俱进，巩固现有优势。

3.1. 朗姿股份：西南医美龙头格局已现，服装业务有序恢复

医美业务：西南医美龙头格局已现。作为成都、西安地区代表性医美终端连锁服务集团，朗姿 2016 年通过并购方式切入医美赛道，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，其中，医院 4 家、门诊及诊所 16 家，2020 年公司医美业务收入 8.14 亿元 (+29.5%)，净利润 8016 万元 (-11%)，净利率 9.85%。

1) 米兰柏羽事业部：以高端综合医疗美容服务为主的米兰柏羽事业部 2020 年收入 5.25 亿元 (+45%)，净利润超过 10%，旗下包含 3 家医院 1 家门诊部。其中，旗舰医院四川米兰柏羽作为成都市内的龙头综合性医疗美容医院 2020 年收入 3.93 亿元 (+26%)，净利润 6042 亿元 (+71%)，净利率 15% (+4pp)，作为 5A 级医院无论收入利润规模、成长速度及盈利能力提升都表现十分亮眼；另有西安美立方医院（2019 年 9 月收购，20 年收入 1.12 亿利润 185 万）、深圳米兰柏羽（门诊部，20 年收入 2707 万）以及成都高新米兰柏羽医院（四川米兰柏羽分院，2021 年 4 月正式营业）。

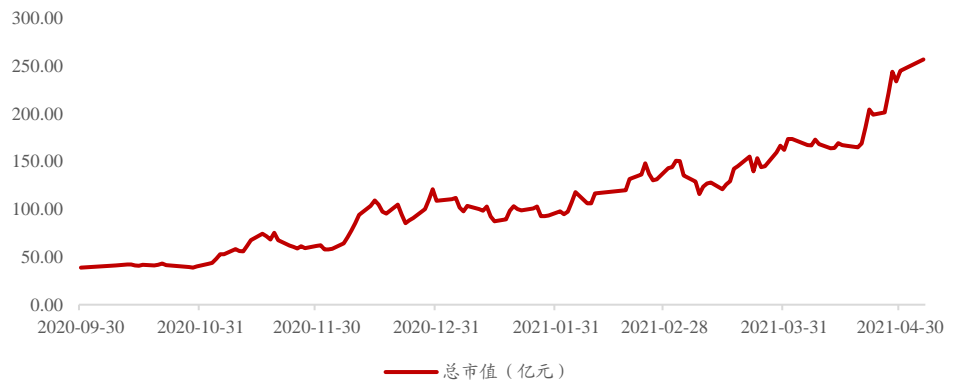
2) 晶肤事业部：专注轻医美同城连锁的晶肤 2020 年收入体量达到 1.60 亿元 (+35.7%)，净利润约为 1100 万元，净利率 7%，其中，四川晶肤总院 2020 年收入体量达到 6650 万元 (+20%)，净利率达 19% (+4pp)，展现成熟机构盈利能力；晶肤 20 年为止下辖 13 家门诊部及诊所，主要通过在成都、西安等城市开展同城连锁方式深入社区医美服务，未来门诊部将加速扩张，新机构成熟期预计 3 年左右，因此未来 2 年收入释放速度将快于利润，成熟机构净利率可达到 15% 以上。

3) 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/净利润达到 1.28/0.14 亿元。

展望 21 年，随着成都高新米兰柏羽正式启用、晶肤的加速扩张、高一生装修改造完毕，公司体内医美业务将继续展现积极的增长态势；除体内机构外，公司于 21Q1 启动设立博辰五号和博辰八号两支医美产业基金（总规模 6.52 亿元），助推优质医美标的的孵化，推动跨区域业务发展，并通过合伙人制度、员工持股计划、超额收益分享等方式激发核心管理员工及医生积极性。

主营业务：形成“女装+医美+绿色婴童”的核心布局。高端女装业务 21Q1 年收入同比 20 年增长 42% 至 4.09 亿元，继续向 19 年水平靠拢，较前期已展现出明显恢复态势，并在 Q1 实现扭亏，贡献归母净利超过 2000 万；童装业务（韩国阿卡邦）21 年收入同比 20 年增长 37% 至 2.23 亿元，同样处于向疫情前运营情况恢复中，利润端仍呈现小幅亏损；投资收益 21Q1 达到 1272 万元（20Q1 为 1534 万元），主要来自朗姿韩亚资管及若羽臣贡献。

图 19：朗姿股份市值走向



数据来源：Wind，浙商证券研究所

3.2. 华韩整形：国内整形上市第一股，16 年医美诊疗领域耕耘

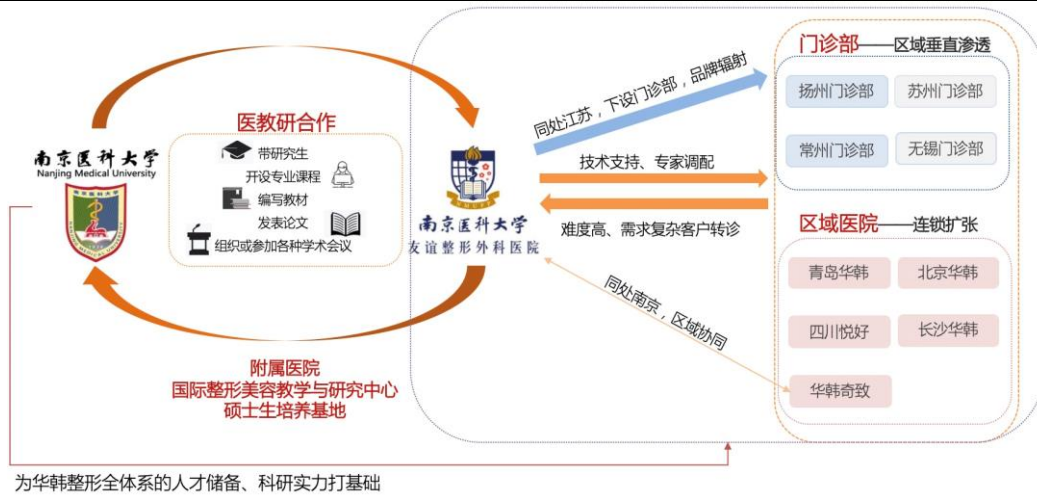
多年耕耘，形成“1+5+4”的跨区域品牌布局，位列医美服务第一批队。华韩深耕医美诊疗领域 16 年，截至 2020 年，共布局 10 家医美机构，其中包括 1 家旗舰医院（南京医科大学友谊整形外科医院），5 家区域医院，4 家门诊部（苏州门诊部待运营）。2020 年公司营收达 8.9 亿（同比+10.4%），归母净利达 1.1 亿（同比+47.0%），净利率达 13.5%。

旗舰医院：背靠南医大，品牌背书辐射全体系并提供强大的医教研资源储备。旗舰医院是南医大附属医院，是其国际整形美容教学与研究中心，及硕士生培养基地，医师及人才资源充足。除此之外，旗舰医院是全国医美合规领军者，是国内唯一一家同时拥有“三级整形外科医院+5A 级医美机构+JCI 认证”三大资质的医美机构，也是国内最早获得此三大资质的医美机构。2020 年旗舰医院+旗下门诊部（扬州、常州门诊部）收入规模达 3.6 亿，同比增长 15.4%。

门诊部：轻医美潮流下借力南医大，标准化快复刻开二轮成长空间。门诊部主打轻医美，利用旗舰医院&南医大品牌辐射效应，并与旗舰医院共享医师/设备资源，节约运营成本。华韩近年主要通过设立门诊部进行外延扩张。江苏省除南京外共有 12 个地级市，公司目前已覆盖 4 个地级市。未来预计以每年 2-4 家的速度进行扩张，2-3 年完成对剩余 8 个地级市的全部覆盖。门诊部筹建成本约为 500 万元，一年内可实现盈利，成熟期利润率可高达 20%。

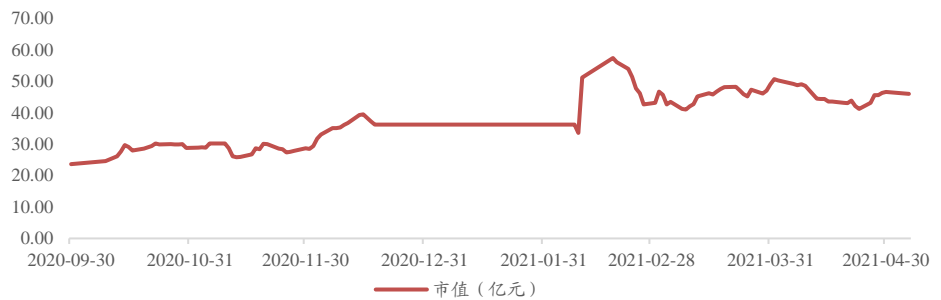
异地并购医院：扭亏为盈，进入利润释放期。2010 年起华韩就开始对外通过横向收购进行跨区布局，2015 年就已覆盖青岛、北京、成都和长沙四大城市。随着公司管理能力的持续优化、硬件设施的加码、数据系统的升级以及对人才的广泛招募，北京华韩、四川悦好及长沙华韩均于 2019 年首次实现盈利，进入利润释放期。2020 年北京华韩/四川悦好/长沙华韩收入达 8562/8912/8912 万，净利率达 9.5%/4.6%/2.0%。

图 20：华韩整形“旗舰医院-区域医院-门诊部”协同发展



数据来源：Wind、浙商证券研究所

图 21：华韩整形市值走向



数据来源：Wind，浙商证券研究所

3.3. 奥园美谷：布局医美全产业链，全力开启纯粹医美赛道转型

转型之路坚决，向纯粹医美迈进。公司在医美板块早有布局，短期聚焦医美服务端，未来将发力上游和中游，实现全产业链的整体发展。2021年4月底公司发布公告，拟出售公司地产业务板块的全部或部分公司的股权，聚焦于以医疗美容为主业的业务布局。

医美下游：收购连天美开启医美下游布局第一步，短期将会继续聚焦各区域龙头医美机构的收购机会。公司以现金方式收购连天美 55% 的股权，协议交易价格为 6.97 亿元（对价 13.51 亿元，对应 15.65X PE, 2.61X PS）。连天美为浙江连锁医美龙头，是浙江首家民营医疗美容医院的创办者，总营业面积达 2 万余平米，拥有员工 500 余人，30 万名客户。连天美在资质（旗下两家机构均为 5A 级医院、其中杭州连天美具备四级高难度手术资质）、专业技术（24 项专利技术）、顾客管理（RFM 顾客分级管理，进行标准化数据收集与分层运营）、医师资源（58 名医生，正高级职称专家 5 名）等方面均为行业领先水平。2020 年连天美经审计的营业收入 4.86 亿元，净利润 0.81 亿元，净利率 16.6%。公司未来将在市场上择优收购，瞄准区域龙头，持续丰富下游机构布局。

表 4：连天美公司财务指标

财务指标	2019	2020
营业收入（亿元）	4.62	4.86

净利润 (亿元)	0.18	0.81
非经常性损益税后影响 (亿元)	-0.17	0.1
扣非净利 (亿元)	0.35	0.71
毛利率	49%	53%
净利率	3.9%	16.6%

资料来源: Wind、浙商证券研究所

管理团队经验丰富: 医美大健康+财务领域打通。 2020年7月公司完成了新任董事会监事会和管理层的改组: 聘任奥园集团副总裁、奥园科技集团总裁胡冉为公司总裁; 聘任前伊美尔北京医院院长、董事总经理徐巍为执行总裁。胡冉具有清华大学工学和经济学双学士学位、工学硕士学位及中山大学岭南学院经济学博士学位, 财务及管理经验丰富。徐巍拥有16年大健康产业, 医疗医院管理经验, 熟悉医美及大健康领域的运营模式。

医美上游: 1) 公司与暨南大学医药生物中心等就医美产学研达成合作, 掘金重组类人源胶原蛋白。 暨大医药生物中心负责产品制剂/产品更新迭代研发; 暨源生物负责原料生产、协助注册申报、产品线拓展运用等; 公司主要负责研发资金落实、专业资质申请, 产品市场推广。相较动物胶原蛋白(免疫源性问题、均一性差质控难、分子量大渗透性不佳), 人源胶原蛋白在人体排异反应及其他生物机能反应方面具有显著竞争优势, 并且胶原蛋白应用场景广泛, 医美注射级胶原蛋白可起到填充+促进组织自生的作用; 可用作各类创面修复敷料等。根据立木信息咨询, 2019/2027年中国胶原蛋白的市场规模约为9.83/15.76亿美元, 约占全球市场的6.40%/6.96%, 2016-2027年CAGR为6.54%, 高于全球5.42%的市场增速。

2) 与肌源科技合作赋能“富勒烯”。 富勒烯为医美王牌成分, 具备超强抗氧化能力、美白和快速修复的功效。肌源科技以成分名作为品牌名称, 建立了品牌与成分的强链接。品牌“富勒烯”在B端畅销, 19年上市至今覆盖超1000家医美机构(3年内覆盖上万家), 产品覆盖妆字号(如玻尿酸原液、玻尿酸水乳等)及械字号(如具有褪红修复的功效的医用冷敷贴等)。

3) 与KDM合作, 旗下产品储备丰富。 KDM储备有溶脂针、动能素水光针、注射用透明质酸钠(单相交联及双相交联各1款)等产品, 研发核心来自韩国高丽大学、延世大学, 产品专利多, 技术性能指标优异。KDM将与奥园美谷在国内组建新公司, 将医美研发技术专利使用权、制造权和产品销售权独占许可给新公司。

4) 绿纤产能为面膜生产做铺垫。 2020年12月, 一期产能4万吨载药面膜新材料绿纤生产线投料试车成功。

图 22：奥园美谷市值走向



数据来源：Wind，浙商证券研究所

3.4. 瑞丽医美：浙江省代表性医美连锁品牌

深耕杭州，浙江省代表性医美连锁品牌。瑞丽医美创立于 2008 年，发展 12 年，目前旗下共运营 2 家医疗美容医院（杭州瑞丽、瑞安瑞丽）及 2 家门诊部（瑞丽天鸽、芜湖瑞丽），2019 年收入/净利润规模（不考虑上市费用）达到 1.91 亿/2559 万元，净利率 13.4%；从销售额计市场份额来看，2019 年瑞丽在杭州市场约 300 名医疗美容服务提供商中排名第 4，市占率 4.1%，在浙江省约 850 名医疗美容服务提供商排名第 5，市占率 1.9%，是浙江省内代表性医美连锁品牌之一，2020 年 12 月实现港股上市 IPO。

收入复合增速达到 30%，20 年下半年业绩恢复良好。瑞丽 17-19 年收入/经营相关净利润复合增速达到 30%/20%，规模增长速度跑赢行业。2020 年受到疫情影响上半年收入及利润下滑，但下半年业绩恢复良好，全年经营相关净利润（剔除上市费用）仍达到 2191 万元。从实际情况来看，2020 年活跃客户人数已达到 7.32 万（同比+4.9%），其中老客占比提升至 56.5%（同比+5.3pct）。

表 5：瑞丽医美收入利润指标（单位：百万元）

	2017	2018	2019	2020
收入	112.93	158.94	191.16	164.55
YOY		40.7%	20.3%	-13.9%
净利润	17.41	18.42	10.28	4.91
YOY		5.8%	-44.2%	-52.2%
上市开支		2.35	15.32	17.00
经调整净利润	17.41	20.77	25.59	21.91
YOY		19.3%	23.2%	-14.4%
调整后净利率	15.4%	13.1%	13.4%	13.3%

数据来源：公司财报，浙商证券研究所

核心团队深耕医美领域多年，实控人持股 53%；昊海生物科技作为基石投资者持股 2.4%。瑞丽医美创始人傅海曙先生为外科医生出身，2008 年通过收购杭州华仁整形外科（后改名为瑞丽天鸽）创立本集团，目前作为实控人通过其 100% 持股的 Ruide.BVI 持有公司 53% 股权；除傅先生外，集团另有两位核心董事，其中宋建良先生 2008 年已经加入集团，其作为拥有 33 年医疗美容临床经验的资深专家目前主要担任旗下 4 间机

构的院长，余凯先生同样在医疗保健行业拥有超过 10 年经验，其作为广州英杰仕创始人随 2017 年瑞丽全资收购英杰仕加入集团，作为行政总裁协助集团整体管理和策略规划。除管理层外值得注意的是，公司 IPO 后昊海生物科技（昊海生科全资子公司）作为基石投资者持股 2.4%，体现作为产业链上游龙头与优质下游公司深度战略合作的决心。

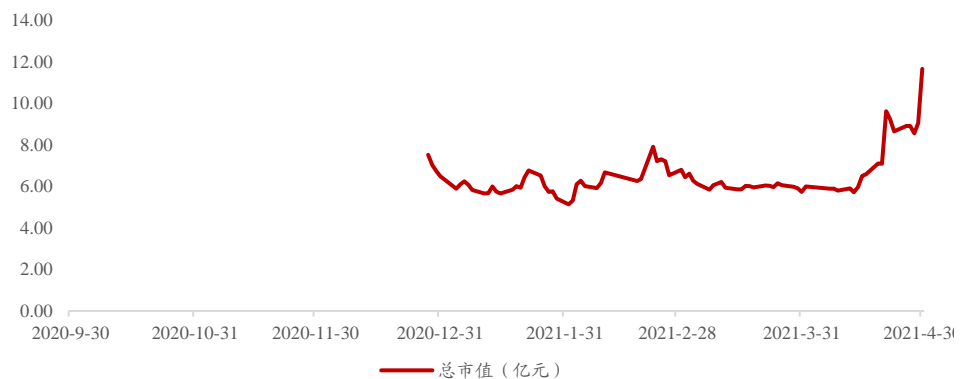
机构以自建为主，各机构利用率饱满。瑞丽医美旗下下辖 2 家医美医院及 2 家门诊部，除了瑞丽天鸽为 2008 年集团创始之初收购，其余机构均为自建，2019 年瑞丽旗下医美机构整体利用率达到 80%，收支平衡期/投资回收期平均在 21 个月/47 个月，目前已全部盈利且收回投资。

表 6：瑞丽医美旗下医疗机构情况

医疗美容机构	杭州瑞丽	瑞安瑞丽	瑞丽天鸽	芜湖瑞丽
营运开始日期	2013 年 8 月	2013 年 3 月	2008 年 8 月	2015 年 7 月
建筑面积（平方米）	2751	2861	986	1374
医师数量	34	14	8	8
类型	医疗美容 专科医院(5A)	医疗美容 专科医院	医疗美容 专科门诊部	医疗美容 专科门诊部
手术室数量	4	3	2	2
服务室数量	28	19	11	13
利用率（2019）	82.0%	70.9%	83.4%	91.1%
收支平衡期（月）	29	22	12	19
投资回收期（月）	52	47	45	41

注：利用率按照实际服务时长除以服务能力计算，后者为场地数量*最大服务时长（手术室 8 小时、服务室 10 小时）*274 个工作日；收支平衡指每月受益可覆盖每月成本；投资回收指开业至累计现金流入可弥补初始投资总额
数据来源：招股说明书，浙商证券研究所

图 23：瑞丽医美市值走向



数据来源：Wind，浙商证券研究所

3.5. 鹏爱医美国际：全国一二线布局基本完成，通过卫星诊所快速扩张

历史悠久，布局全国的领先医美机构服务商。鹏爱医美成立于 1997 年，创始人周鹏武与丁文婷分别为整形外科医生和个人形象顾问。公司 2019 年上市美国，目前已拥有分布于中国大陆 21 个城市以及香港和新加坡的 28 个美容医疗中心。2019 年收入/净利润规模达 8.69 亿/1.36 亿元，净利率 15.9%；按 2018 年收入计算，公司已成为中国第三大，华南第二大，深圳最大的私人美容医疗服务提供商。

国际战略布局，以华南为重点，基本完成全国一二线城市布局。 医美国际下辖 28 家医美机构，包括 13 家医美医院，10 家普通门诊，3 家诊所和 2 家海外医疗美容中心（新加坡 Mendis 和香港 Newa）。从地域分布来看，鹏爱的医美机构网络覆盖了 21 个城市，布局完善。其中以深圳为核心深度布局 5 家医美机构，包括两大核心旗舰医院深圳鹏程和深圳鹏爱。在华南重点布局，覆盖济南、烟台、上海、杭州、金华等地；西南地区覆盖昆明、成都、重庆和西安，中部地区覆盖长沙和南昌。从自建和收购机构表现来看：

自建：三大旗舰医院规模领先，树立区域标杆。19 年三大旗舰医院合计收入达 4.85 亿元，收入占比超 55%。

收购：通过并购实现快速扩张，整合经验丰富。由于自建发展周期较长，公司通过并购每年并购 2-3 家医美机构的速度进行扩张。通过对收购机构派驻总部管理人员，把控医生资源等方式进行整合，大多机构可在被收购后 2 年内实现盈利。

未来发展路径：1) 卫星诊所/门诊面积小，投入少（包括人员、设备、仪器投入等），回报快（通常 1 年内可实现盈利）定位下沉市场，在华东和华南地区迅速扩张。2) 持续进行外延扩张，通过收购昆明靓颜进入云南市场。3) 签署收购互联网医美医院，入局的空旷赛道。享受海南省“双十五”税收优惠，打造私域流量线上销售平台。

图 24：医美国际市值走向

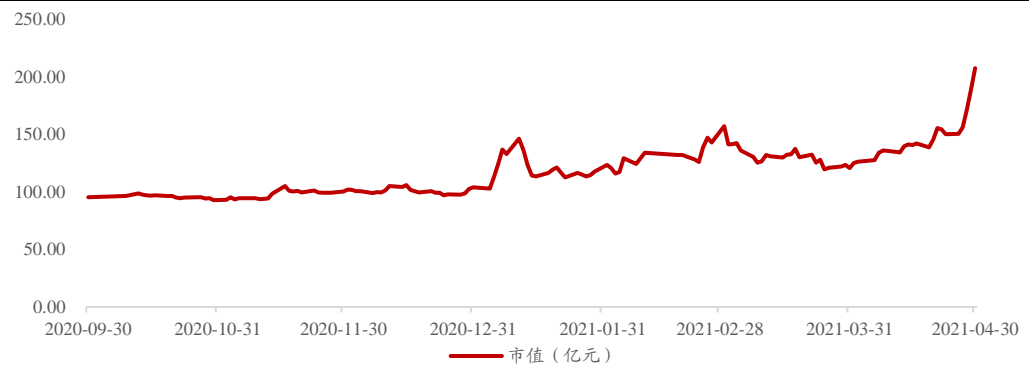


数据来源：Wind、浙商证券研究所

3.6. 苏宁环球：先发优势切入终端赛道，积极寻求全产业链布局

公司主营业务为房地产业务，聚焦南京市场，并在上海、吉林、宜兴等地均有布局。同时，公司在 2016 年切入医美赛道，公司与集团成立了医美产业基金，注册资本 50 亿，收购了 4 家美联臣医院并更名为苏亚医美；并于 2017 年收购了上海天大医院；截止目前，公司共有 5 家医美医院。在此期间，公司充分发挥公司资金、管理、人力资源等优势，不断加强医美业务的经营能力和品牌影响力，体外的 4 家医院目前已大部分实现盈利。未来，公司将最大化医美业务的重视程度，持续开展对医美产业链上游的医疗器械、生物制药，中游的医美医院并购工作，打造医美全产业链龙头企业。根据年报，2020 年公司实现营业收入 42.87 亿元，归母净利润为 10.38 亿元，净利率为 24%；由于体内医美业务贡献尚小，仅含上海天大医院，暂未披露具体信息，预计收入规模在 2000 万左右。

图 25：苏宁环球市值走向



数据来源：Wind、浙商证券研究所

3.7. 国际医学：18 年转型医疗服务主业，旗下两家大型医院均涉医美业务

医美业务：1) 公司旗下西安高新医院为综合性三级甲等医院，2016 年该院下设医学美容中心工程建设完工并试运营，并于 2017 年正式运营。2) 2016 年公司全面开展西安国际医学中心项目建设工作，2020 年该院整合整形外科、美容外科、颌面外科、皮肤科等科室组建整形医院，并于同年 11 月开业。该院下设耳、鼻、眼、乳房整形中心、脂肪移植及体型雕塑中心、颌面外科、植发中心、皮肤科、烧伤科、疤痕修复科、激光美容中心、注射美容中心、面部年轻化中心以及生殖整形中心等。**设备与方面：**引进国际先进医疗器械，如 PicoWay 超皮秒、赛诺龙—elos plus、科医人 CO2 点阵、皇后光子嫩肤仪等。共设 35 间病房 66 张床位，其中 VIP 病房 7 间，家庭病房 2 间，普通病房 26 间，**医师团队方面：**整形医院院长由郭树忠教授担任，郭教授深耕医美多年，是教育部“长江学者特聘教授”、前任中华整形外科学会主任委员、原西京整形医院院长，国际著名的耳再造专家，曾获国家科技进步一等奖。同时，由郭树忠教授带领的原西京医院、唐都医院及全国三甲医院优质整形医生团队也入驻整形医院，为医院带来新助力。

图 26：国际医学整形医院

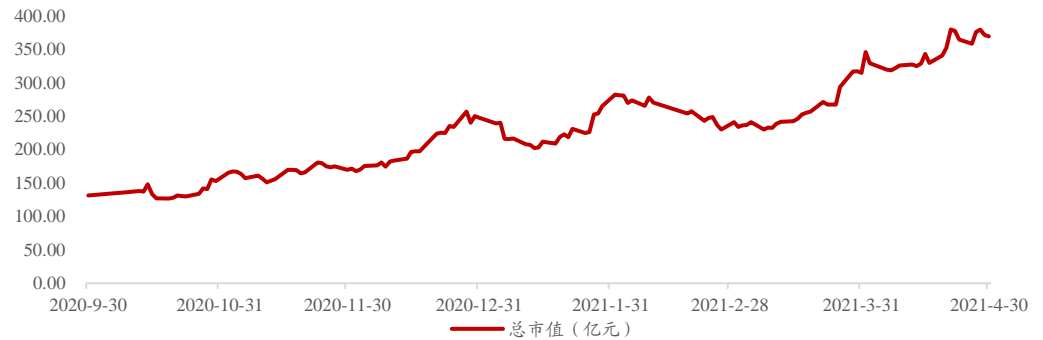


数据来源：Wind、浙商证券研究所

主营业务：2018 年，公司出售全资子公司开元商业有限公司 100% 股权，剥离百货零售业务，成功实现向大健康医疗服务和现代医学技术转化应用的转型。旗下主要医院共 3 家，包括西安国际医学高新医院、西安国际医学中心医院和西安国际医学商洛医院。其中，1) 西安高新医院于 2002 年正式开诊，2009 年获批成为中国第一家社会办医三级甲等医院，2011 年被公司全资收购，2017 年下设医学美容中心正式运营。

2020 年二期扩建项目启用后，西安高新医院将步入陕西省内大型综合性三级甲等医院行列，成为西安市区域性的中心医院。2020 年度，西安国际医学高新医院实现收入 7.99 亿元/6066.8 万元，同比下降 3.34%/48.23%。2) 西安国际医学中心医院以打造“国际知名、国内一流的研究型医院”为目标，已成为西北大学、陕西中医药大学附属医院。2020 年贡献收入/净利润 7.21 亿元/5279.6 万元，同比增长 1181.06%/114.19%。

图 27：国际医学市值走向



数据来源：Wind、浙商证券研究所

3.8. 华邦健康：皮肤健康龙头企业，16 年开设玛恩皮肤入局轻医美赛道

主营业务：华邦健康是国内皮肤临床用药及皮肤健康领域龙头企业，在皮肤行业耕耘近 30 年，业务范围涵盖医药、医疗、农化、新材料、旅游等领域。2020 年公司营收 108.8 亿，同比增长 7.8%；归母净利 6.52 亿元，同比增长 5.1%。其中医药行业营收 27.8 亿元，收入占比 25.6%，同比增长 8.8%。公司未来以大健康产业为主要发展方向，以皮肤药处方市场的领先优势为基础，大力发展皮肤药院外市场，拓展药妆、皮肤医美等产业链，从皮肤制药企业向大健康转型。具体来看，(1) 聚焦医药、医疗大健康：以皮肤药为基础，完善从原料药，到制剂、药妆、医疗器械、医美、医疗服务等业务的全产业链发展模式，持续推进向院外市场转型，向消费产品发展的路径。(2) 独立分拆农化、新材料、旅游等其他业务板块。

医美业务：2016 年开设玛恩皮肤，入局医美赛道。公司于 2016 年 6 月开设玛恩皮肤，后考虑到创业团队及管理层的激励，通过股权转让等方式让管理人持股平台卓远汇医成为第一大股东，随着业绩增长以及连锁规模的扩大，公司将会选择合适时机进行增持（公司现持有 44.27% 股权）。除终端布局外，公司也将逐步开展皮肤医疗器械及注射类医美产品的研发。

定位轻医美，进行全国化连锁布局。玛恩皮肤连锁医院总部位于重庆，共拥有 30 余家连锁机构，采用自营与加盟结合的方式，覆盖厦门、福州、兰州、济南、合肥、南昌等城市。玛恩定位“专业的私人皮肤医生”，以皮肤健康管理为特色打造轻医美连锁品牌，以期填补由国内专业医生主导的高端皮肤市场空白。玛恩业务范围涵盖斑、疤、痘、印、坑等皮肤治疗，以及敏感肌护理、美白、抗衰等医疗美容服务。

单店模型：2020 年华邦医美投资损益为 411.63 万元。从机构类别来看，1) 重庆总部旗舰店规模最大，约有 3000 平米，承担管理和产品研发的职能。2) 位于各省会中心城市的门诊部的标准店约为 1000 平米，投资规模/成熟期每年收入规模约为 1000/3000 万元。3) 围绕门诊部在各地级市设立的诊所约为 500 平米，投资规模/成熟期每年收入规模约为 500/700 万元。个别城市的皮肤诊所运营 2 年即收回全部成本并

实现盈利。

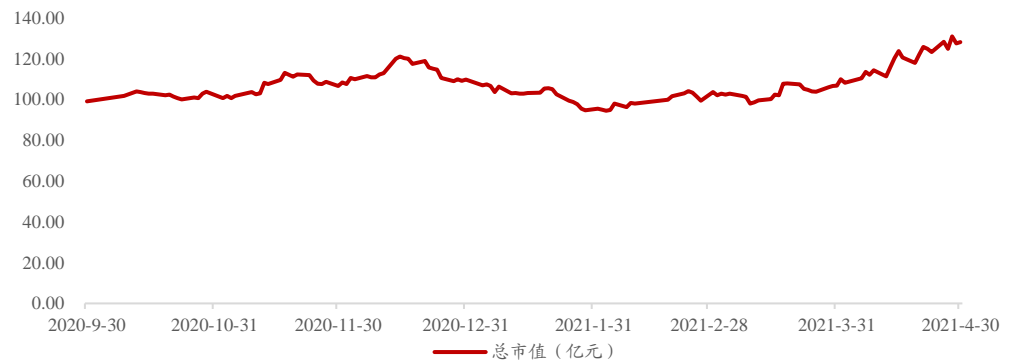
技术研发方面：公司发挥皮肤处方药市场龙头优势，具有较强的产品研发能力和良好的口碑，医教研一体化。拥有疤痕修复、敏感肌护理、抗衰等六大系列方案，其中“司洛德”疤痕修复技术处于行业领先地位。

人才和专家团队：华邦在皮肤领域耕耘近 30 年，与全国 2 万多名皮肤科医生建立天然联系。此外，玛恩积极引进来自三甲医院的优秀专家团队，重庆旗舰店共有 10 多名专职医生，其中重庆旗舰店院长邓军是原西南医院皮肤科主任，是中国中西医结合学会皮肤外科学组副组长，擅长皮肤外科和疤痕修复。

营销推广&获客渠道：深耕皮肤行业多年，定位严肃医疗，主要通过品牌效应和会员制度进行口碑推广，在消费者和医生中积累了较高的品牌认可度。

扩店计划：玛恩成立 4 年来经过磨合试错，已形成较为稳定的盈利模式。未来三年，玛恩计划在全国设立 20 家门诊部，每个门诊部下设 10 家卫星诊所，以此完成 200-300 家连锁机构的全国化布局，公司将择优进行股权回购。

图 28：华邦健康市值走向



数据来源：Wind、浙商证券研究所

3.9. 医思健康：亚洲领先综合医疗服务机构

医思健康是香港最大的非医院医疗服务供应商，目前共经营了 60 家诊所及服务中心，包含 2 家香港地区旗舰店和 12 家中国内地诊所；目前集团的直营诊所/服务中心主要位于大湾区，提供一站式医疗及健康服务，旗下知名品牌包括医学美容解决方案 DR REBORN、普通科门诊企鹅杏仁 Tencent Doctorwork、体检中心 re:Health、疫苗中心香港安苗医疗中心、牙科服务中心 UMH DENTAL CARE 等。公司在香港、中国内地、澳门地区共拥有 118 名全职专属注册医生，90 名医疗专业人员，362 名客户关系经理及 427 名治疗师，共涉及 22 个医疗专科服务。同时，公司于 2016 年收购纽约医疗集团，截止目前持有其 75% 的股权。

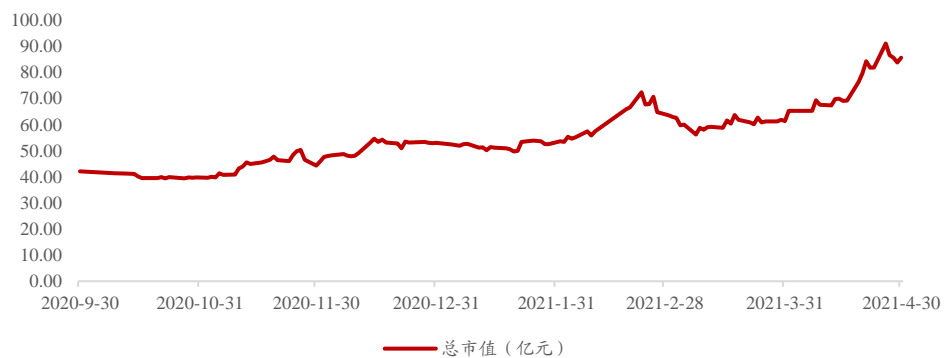
根据公司年报，2020 财年公司实现营业收入 19.49 亿港元，同比增长 5.2%，净利率高达 16%；人均消费较去年增长 7.8% 至 19923 港元。分具体项目来看，医疗服务收入较去年增长 19.2% 至 6.23 亿港元，美学医疗服务收入下降 6.5% 至 7.81 亿港元，美容及养生服务收入增长 4.9% 至 4.19 亿港元。

图 29：医思医疗集团产业布局情况



数据来源：公司公告、浙商证券研究所

图 30：医思健康市值走向

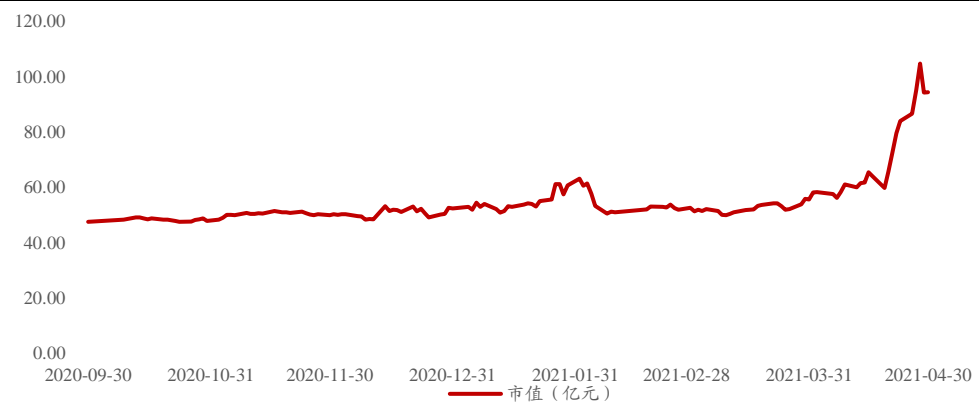


数据来源：Wind、浙商证券研究所

3.10. 长江健康：河南省妇幼健康产业领军企业之一，投资医院含医美科室

公司主要从事医药产品研发、生产和销售，提供妇产科专科医疗服务，以及电梯导轨等机械产品的销售。公司的医疗板块以郑州圣玛妇产医院为代表，是一家集妇产科医疗、科研、保健于一体的现代化新型妇产科医院，是河南省首家导入 JCI 体系的医院。医院设有产科、妇科、不孕不育科、计划生育科、儿科、乳腺科、产后康复中心、月子中心、健康体检中心等 33 个特色专业科室，并先后建成南阳圣玛妇产医院、安阳圣玛妇产医院和开封圣玛妇产医院，拥有 400 余张床位，是河南省妇幼健康产业领军企业之一。公司投资的郑州东方女子医院（更名为郑州东方医院），是郑州专业妇科治疗机构之一，并设有医疗美容科，开展皮肤护理相关服务。同时，公司投资的无锡怡和妇产医院已经正式运营。根据公司年报，2020 年长江健康实现营业收入 42.41 亿元，其中妇产专业医疗服务收入为 1.77 亿元占比 4.17%，较 19 年基本持平，毛利率可达 45%。

图 31：长江健康市值走向



数据来源：Wind、浙商证券研究所

3.11. 必瘦站：香港地区祛斑专家，进军全球美容市场

公司成立于 2003 年，是一家由香港医生创办的纤体美容集团，在香港拥有 15 间大型服务中心，稳占香港纤体市场领导地位。公司于 2008 年进军国内市场，目前已经覆盖包括上海、北京、广州、深圳、东莞、佛山、天津、成都、重庆、南京及澳门等十多个城市，直营店超过 80 家。公司专注提供优质的医学美容激光祛斑服务，服务过 350 万名客户，是香港地区排名第一的激光祛斑专家。2020 财年，公司实现营业收入 11.33 亿元，归母净利 3.29 亿元，对应净利率高达 29%。未来在香港地区，公司将持续审慎开设新店，专注于渠道整合及效率提升，同时，重视大陆客户及男士市场的开发；在中国内地，公司将积极在广州及深圳以外探索开发新市场。海外市场，公司已成功于澳洲开设首间美容院，进一步布局全球美容市场。

图 32：必瘦站市值走向



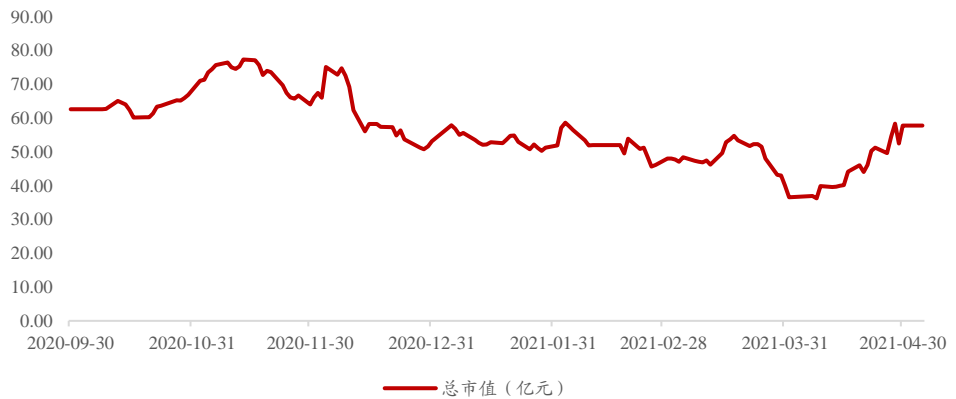
数据来源：Wind、浙商证券研究所

3.12. 麦迪科技：拟收购美贝尔，打造“辅助生殖+医疗美容”模式

麦迪科技以提供临床医疗管理信息系统(CIS)系列应用软件和临床信息化整体解决方案为核心业务。2020 年营收/归母净利分别为 3.08/0.35 亿元。公司 21 年 5 月发布公告，拟收购美贝尔集团持有的苏州美贝尔美容医院与常熟瑞丽美贝尔医院各不少于 80% 的股权（对价 2.9 亿元，估值浮动区间不超过 20%）。完成收购后，公司将打造“辅助生殖+医疗美容”的消费医疗服务新模式，完善产业链布局。

美贝尔集团深耕医美行业十余载，于苏州、常熟、常州、扬州、南京、福州、贵州共设立 7 家医美医院。其中，苏州美贝尔成立于 2015 年，经营面积近 4000 平米，员工约 200 余人。2020/2021Q1 实现营收 1 亿元/2624.89 万元，净利润 705.28/124.72 万元。常熟美贝尔成立于 2004 年，经营面积约 3000 平方米，约有 60 名员工。在专家坐诊、营销推广等方面与苏州美贝尔形成了良好的协同效应。2020 年实现营收 2141.45/823.19 万元，净利润 19.73/188.1 万元。

图 33：麦迪科技市值走向



数据来源：Wind、浙商证券研究所

3.13. 济民制药：15 年收购博鳌国际医院，20 年下设医学美容中心开业

医美业务：2020 年公司医疗服务整体实现营收 2.21 亿元，同比下滑 12.32%；其中，博鳌国际医院实现营业收入 8412.6 万元，同比增长 12.05%（20Q4 疫情缓解，贡献营收 3759.3 万元，占全年收入的 45.0%）。博鳌国际医院为新成立医院，知名度、品牌、客户群正逐步建立，未来受益于医美行业红利及海南政策优势有望得到进一步发展。

1) 2015 年收购海南博鳌中整国际医学抗衰老中心有限公司 51% 股权。博鳌国际医院位于海南博鳌乐城国际医疗旅游先行区，总用地面积约 81.2 亩，建筑面积 6.5 万平方米，核定病床数 560 张，是第一批进入海南博鳌乐城国际医疗旅游先行区的企业和医院。医院下设国际再生医学研究中心、高端医学美容中心、抗衰老医学中心、健康与体检评估中心、肿瘤精准防治中心、眼科疾病精准治疗中心等科室。医院配备了符合 GMP 标准的细胞学实验室和分子生物学实验室。

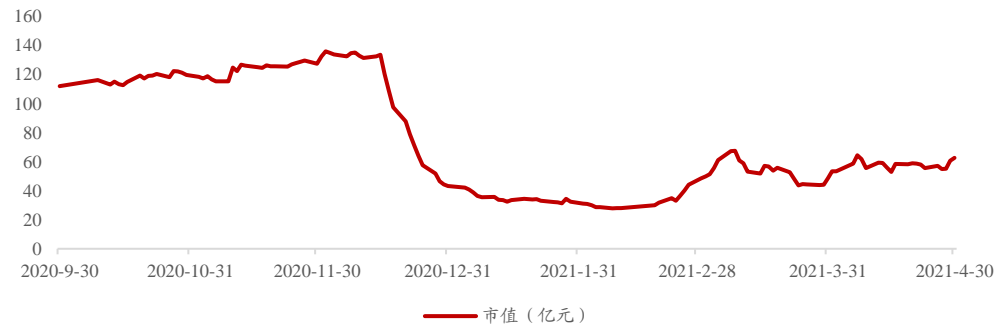
2) 2018 年 5 月博鳌国际医院作为三级综合医院正式开业，将充分享受国家给予海南博鳌乐城国际医疗旅游相关产业的优惠政策。医师人才配置方面，院长为日本国再生医学领域知名专家小田治范先生，免疫学专家王苏鸣教授团队和美国微创医学院（AIMIS）等机构的国际医学专家也来院执业。

3) 2020 年 5 月旗下医学美容中心正式开业。将充分依托博鳌国际医院综合医疗实力和博鳌乐城国际医疗旅游先行区的政策优势，陆续开展细胞及其衍生物美容项目、自体脂肪细胞移植术、外泌体皮肤抗衰老、女性生殖系统健康管理、私密整形、卵巢抗衰、抗 HPV 治疗、特殊药械、PCL PE 软组织复位提升术、PiQo4 双秒激光、Legerd Pro 射频治疗仪、血液净化特色治疗等服务。

主营业务：2020 年，公司实现营收 8.78 亿元，同比增长 13.79%。主营业务为医

疗器械（对应注射穿刺器械系列产品、体外诊断系列产品和血液透析系列产品）、医疗服务（除博鳌国际医院，旗下拥有鄂州二医院新院和郓城新友谊医院两家医院）及大输液业务（非PVC软袋系列产品、塑瓶系列产品和直立软袋系列产品）。其中，医疗器械/医疗服务/大输液业务分别实现营业收入3.88/2.21/2.60亿元，同比增长93.73%/下滑12.32%/下滑17.32%。

图 34：济民制药市值走向



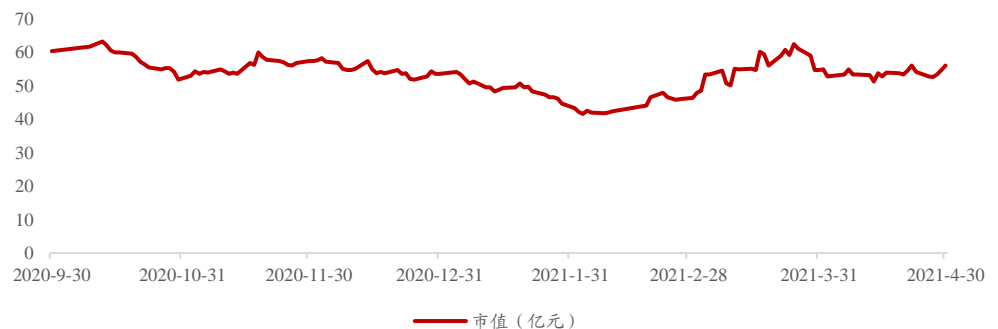
数据来源：Wind、浙商证券研究所

3.14. 平潭发展：平潭海峡国际美容医院筹备中

医美业务：公司自2014年开始筹备在平潭综合实验区建设医疗园区，其中一期拟建设的项目中包含康复医院、耳鼻喉医院、口腔医院及美容医院共4家专科医院。医院拟联合以台湾精品专科医疗团队为主的国际专科医疗合作机构，定位平潭综合实验区乃至内地民众对高端专科医疗服务的需求。2020年拟对以上4家医院投入4亿元的募集资金。

主营业务：公司主要业务为造林营林、林木产品加工与销售、贸易业务、与平潭综合实验区开放开发的有关业务。2020年公司营收/归母净利润分别为12.34/-2.20亿元，同比增长14.11%/减少2.51亿元。

图 35：平潭发展市值走向



数据来源：Wind、浙商证券研究所

3.15. 金发拉比：收购韩妃投资，打造“母婴+医美”双业务模式

收购韩妃投资+设立产业基金，母婴公司正式入局医美。金发拉比成立于1996年，定位中高端母婴消费市场，主营婴幼儿消费品的设计研发、生产与销售，旗下拥有“拉比(LABI BABY)”、“下一代(I LOVE BABY)”及“贝比拉比(BABY LABI)”三大

自主品牌和代理的多个国际品牌。4月1日公司公告称拟出资2.38亿元通过受让股权获得韩妃投资36%股权（对价6.61亿，按韩妃投资2020年业绩计算对应PS/PE分别为1.66/59.4X），韩妃投资承诺2021/2022年扣非归母净利润达5000/6000万（对应利润增速为349%/20%），交易完成后公司将成为广东韩妃的单一大股东。公司还将联合嘉禾资产及广东韩妃创始人黄招标设立产业基金，专注投资医疗美容领域企业。基金规模为3亿元，第一期规模为1亿元，公司/黄招标/嘉禾资产分别出资1500/4000/100万元。公司2020年受疫情影响，营收/归母净利分别为3.13亿/3229万元，同比均有双位数下滑。2020年Q1公司业绩恢复情况良好，归母净利预计为500-750万，同比增长567.29%-900.93%，扩展医美业务后的发展也值得持续关注。

广东大型连锁医美机构，区域根基深厚。韩妃投资总部位于广州市白云区，是专业从事医学美容，集临床、科研为一体的大型整形美容连锁集团。自2009年创立广东韩妃医疗美容医院（广东韩妃），截至2020年已实现3城5院的布局，其中广州3家（覆盖白云区、天河区和越秀区），珠海和中山各1家。创始人黄招标先生系外科医生出身，中山大学EMBA毕业，拥有18年民营医院的创业经历，兼具医学背景与管理能力。韩妃医美连锁服务范围涵盖整形美容、形体雕塑、注射整形、激光美容、口腔美容、毛发移植等多个医美领域，员工约1000名，医疗美容空间约2万平米，每年累计客户量达60万人。2020年广东韩妃营收/归母净利分别达3.98亿/1112.56万元。

图 36：韩妃投资医美机构布局情况



数据来源：Wind、浙商证券研究所

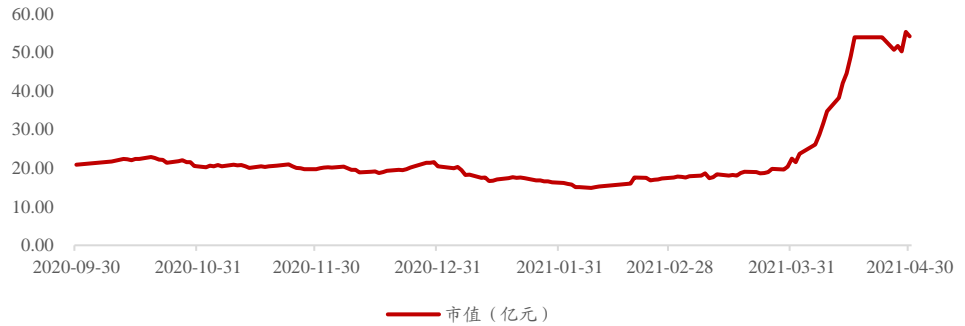
表 7：韩妃投资利润表摘要（百万元）

财务指标	2020
营业收入	398.22
营业成本	127.37
毛利润	270.85
毛利率	68%
销售费用	221.87
销售费用率	56%
管理费用	32.63
管理费用率	8%
财务费用	(1.18)
财务费用率	0%
营业利润	16.37
利润总额	15.70

净利润	11.86
净利率	3%
归母净利	11.13

数据来源：Wind、浙商证券研究所

图 37：金发拉比市值走向

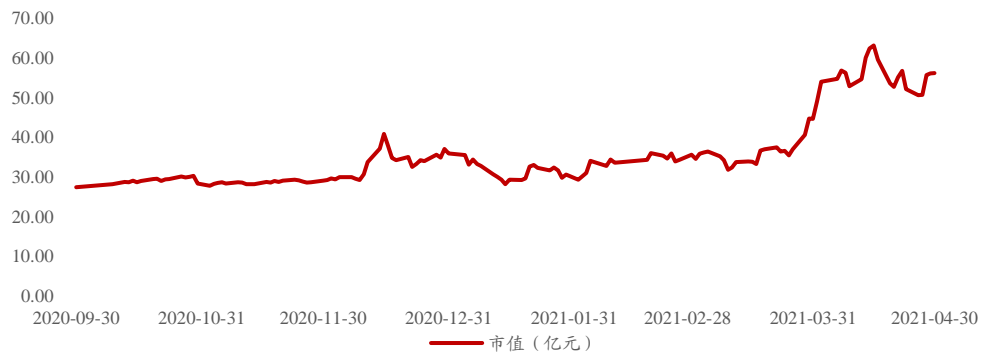


数据来源：Wind、浙商证券研究所

3.16. 悦心健康：大健康转型，打造医疗服务产业

悦心健康业务分为建材业务、医疗服务、养老服务、投资性房地产租赁等，公司以瓷砖生产业务起家，在 2015 年通过整合两岸医疗和养老资源，积极拓展大健康产业，打造“智慧医疗”和“智慧护理”的产业平台。其中，医疗服务业务主打“悦心健康”品牌，主要聚焦于综合医院及女性医疗服务，包括妇产医疗服务和医疗美容服务。公司以连锁专科医院为发展方向，采用自建+外延并购的方式进行扩张。目前，公司运营的妇产医疗项目包括上海悦心综合门诊部、美国日星生殖中心、宜春妇产生殖合作项目。上海悦心综合门诊部已具备医疗美容资质，并于 2019 年在上海悦心门诊部增设了医疗美容科、美容外科、美容皮肤科。未来公司将进一步整合上海医疗整形美容的核心专业资源及团队，拓展上海悦美门诊部医疗美容业务。根据公司年报，2020 年公司实现营业收入 11.95 亿元；其中，大健康产业营收实现 8418 万元，同比下滑 12.11%，主要系子公司美国日星受疫情影响严重，同时公司转让上海悦心同舸医疗器械有限公司和广州门诊部股权导致。

图 38：悦心健康市值走向



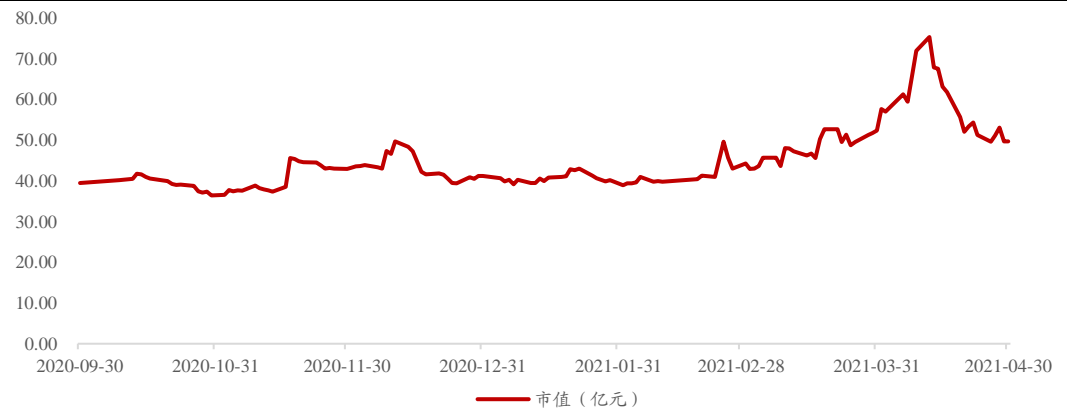
数据来源：Wind、浙商证券研究所

3.17. 览海医疗：聚焦健康事业，打造卓越医疗品牌

公司聚焦高端医疗服务业务，有 2 家综合门诊（上海览海门诊部、上海怡合门诊

部)投入运营,2家专科医院(览海康复医院、览海骨科医院)和一家综合医院(览海外滩医院)在建。今年来,公司积极布局医美等消费医疗,进一步充实了皮肤科、医疗美容科、整形外科的医生团队,以先进的医疗美容设备、经验丰富的医美医生,为客户提供皮肤管理和光电类、注射类、手术类等综合性医疗美容服务。旗下怡合览海门诊部位于上海K11购物艺术中心,营业面积1900平方米,于2018年5月对外营业,设有全科、内科、外科、妇科、儿科、眼科、耳鼻喉科、皮肤科、医疗美容科、精神科、医学检验科医学影像科和中医科。怡合览海门诊部旨在提供轻问诊、精细化和私人订制的医疗服务,重点打造医疗美容、中医养生、康复、心里咨询等服务,先后成为了Candela、艾尔建、Fillmed等厂商的官方认证医疗机构。根据年报数据,2020年览海医疗实现营业收入7439万元,同比增速高达139%。

图 39: 览海医疗市值走向



数据来源: Wind、浙商证券研究所

3.18. 光莆股份: 18 年收购重庆军美整形专科医院, 入局医美赛道

医美业务布局: 2018 年上半年, 公司收购重庆军美医疗美容医院有限公司 (军美医院) 51% 股权 (收购价格为 3978 万元, 对价 7800 万), 踏出布局医美产业的第一步, 并于 2018 年 5 月投资设立了全资子公司厦门哈天德企业管理有限公司用于发展医学美容大健康项目。军美医院是重庆市卫生局批准的一级整形美容专科医院, 具备开展三级及三级以下整形手术资质, 在当地具有良好的口碑和影响。2020 年军美医院 (重庆军美医疗美容医院有限公司) 营收/净利润 6497/951 万, 同比下降 11%/增长 23%, 毛利率/净利率为 55.5%/14.6%。收入下滑主要原因为 2019 年 8 月公司剥离了背光业务的生产制造端, 2020 年背光业务营收和利润下滑。

表 8: 重庆军美医疗美容医院利润表摘要表 (百万元)

	2019	2020
营业收入	73.14	64.97
	YOY	-11%
营业成本	29.87	28.62
毛利润	43.27	36.34
毛利率	59%	56%
销售费用	29.71	18.52
	销售费用率	40.6%
管理费用	4.42	1.08
	管理费用率	6.0%

财务费用	0.10	0.09
财务费用率	0.1%	0.1%
利润总额	9.12	11.20
所得税	1.39	1.69
净利润	7.73	9.51
YOY		23%
净利率	11%	15%

资料来源: Wind、浙商证券研究所

主营业务: 随着公司在 LED 智能照明、智能家居、智慧医养、医疗美容等大健康领域的布局,公司由智能照明向“大健康+大消费”领域的延伸与拓展。除医美业务外,公司的主营业务还包括:(1) LED 照明业务:包括半导体光电传感器、半导体专业照明灯具及智能照明、UV 半导体消杀及美容个护产品(新研发灰指甲光盒、柔性美容面膜等)。(2) LED 封装、LED 背光模组及配套件以及 FPC 业务:可广泛应用于消费电子、可穿戴设备、电池板、无线充、汽车电子、工控设备等。2020 年公司营收/归母净利润分别为 9.64/1.35 亿元,同比下降 1.89%/27.47%。

图 40: 光莆股份市值走向



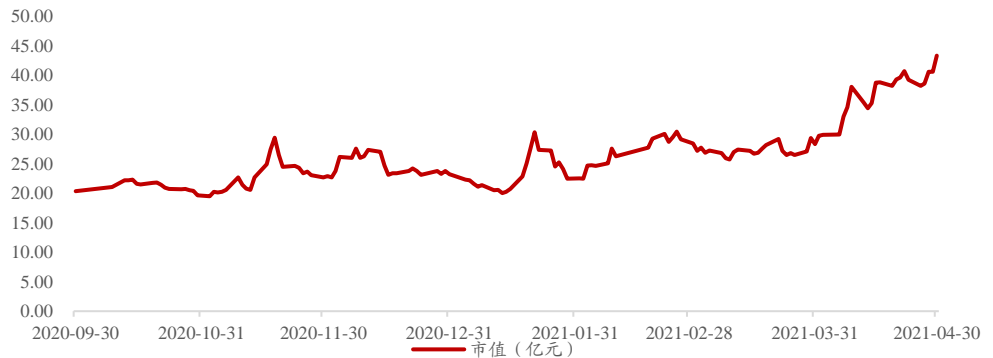
数据来源: Wind、浙商证券研究所

3.19. 澳洋健康: 剥离化学纤维业务, 专攻大健康赛道

医疗机构运营经验丰富。公司系中国五百强企业澳洋集团下属子公司,拥有医疗健康、化学纤维两大核心业务,2020 年医疗服务收入达 8.58 亿。21 年 5 月 6 日公司公告,拟剥离化学纤维业务(出售全部相关资产,对价为 17.4 亿元),全力投入医疗健康业务,包括医疗服务业务和医药流通业务。

公司在医疗机构布局经验丰富,形成了以澳洋医院为总院,杨舍、三兴等医院为分院,总床位超 2100 张的大型医院集团。公司于 2018 年以 1275 万收购唯恩医美 51% 股权,旗下包括张家港唯恩医疗美容医院及 2 家分院(杨舍分院与三兴分院)。其中,张家港唯恩医疗美容医院是由张家港市卫生部门审批的专科医疗美容医院,集医疗美容、皮肤美容、美容中医科于一体,具有多年临床整形经验。根据 2020 年公司业绩发布会,公司将大力发展医美业务,未来将进一步向产业上下游延伸,通过发展相关医美设备器械、原材料、产品等方法,打造医美行业的标杆企业。

图 41：澳洋健康市值走向

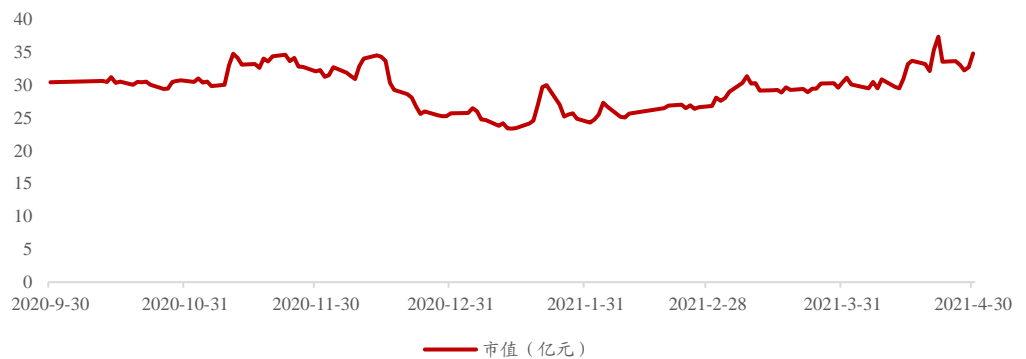


数据来源：Wind、浙商证券研究所

3.20. 创新医疗：旗下医院设立医美科室

公司原主要从事淡水珍珠养殖、加工与销售业务，于 2016 年完成重大资产重组，主营业务拓展到医疗服务行业，向大健康产业转型，转变为珍珠饰品加工生产、批发零售和医疗服务并行的双主业公司。公司旗下福恬医院是溧阳市唯一一家二级康复专科医院、残疾人康复中心，溧阳地区唯一一家纯氧舱高压氧治疗基地，南京卫生学校教学实践基地。未来福恬医院将以康复医疗为核心，逐步开展向上游临床发展下游护理延续的学科系统建设，逐步开设内科、外科、妇科、中医科、眼科、医美等临床辅助科室。2020 年公司营收/归母净利分别达 7.24/-3.25 亿元。

图 42：创新医疗市值走向

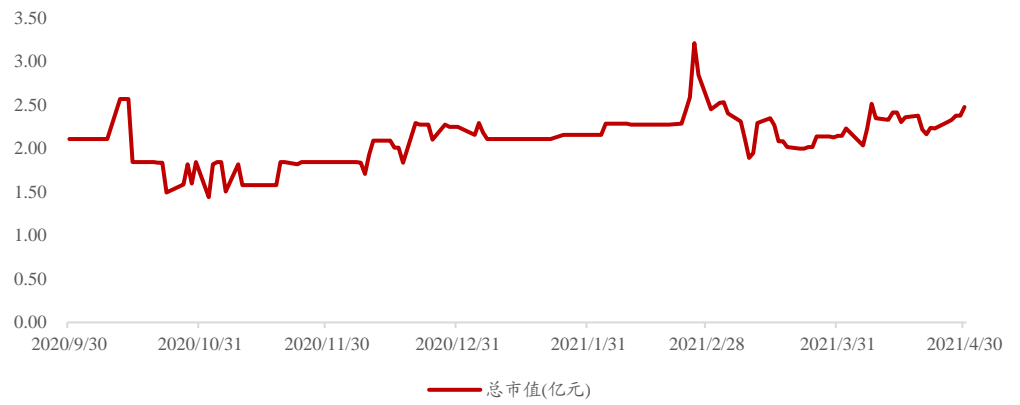


数据来源：Wind、浙商证券研究所

3.21. 利美康：资质齐全，深耕区域市场

利美康医院总院是贵州省内唯一一家民营三级专科医院，四级手术难度资质医院，5A 级整形美容医院，是贵州省、贵阳市市医保定点医院；公司及下属子公司营业面积超过 2 万平方米，拥有 13 间国际标准手术室，230 余床诊疗床位，还拥有一家大规模义齿加工厂。根据年报，公司 2020 年实现营业收入 1.74 亿元，同比增速 14%，净利率为 8.9%。分科室来看，整形科、牙科营收占比分别为 60%、30%，同比增速分别为 31%/-8%。

图 43：利美康市值走向



数据来源：Wind、浙商证券研究所

4. 营销端：垂直类医美平台助推行业发展

医美行业具有两大痛点，第一，机构鱼龙混杂，不合规/不合法现象较为严重，消费者与机构信息不对称。第二，获客成本高企，营销同质化效率低下。医美垂直类平台及线上大众类平台的出现精准打击了此两大痛点，一方面，新氧等医美垂直平台加深了消费者与机构、消费者与消费者的互动，从而减轻信息不对称，缩短消费者的决策周期。另一方面，新氧等互联网平台相对于以百度竞价/线下广告为主的传统营销模式，大幅提升了营销效率，降低了机构的获客成本。垂直类医美平台龙头新氧通过“媒体+社区+电商”的商业模式，在互联网医美领域建立了强大的专业优势，入驻医美机构超 6000 家。

4.1. 新氧：垂直类医美平台龙头，精准打击行业痛点

新氧是国内最大的线上垂直类医美平台。公司成立于 2013 年 11 月，并于 2019 年 5 月在美国纳斯达克上市。新氧建立了“媒体+社区+电商”的商业模式：通过原创内容的新媒体宣传方式，打造专业的线上医美社区；通过用户的医美体验分享，帮助消费者进行消费决策；通过便捷的线上诊前体验、预约，实现线上到线下的消费者引流。2020 年，新氧营业收入规模达到 12.95 亿元，同比增长 12%，16-20 年 CAGR 高达 127%；公司在 2017 年即实现盈利，随后业绩进入爆发增长期，18、19 连续两年净利润增速超过 220%，2020 年疫情影响下行业经营情况受到一定冲击，一季度出现明显亏损，公司全年实现净利润 0.06 亿元。

“媒体+社区+电商”的商业模式助力新氧精细化运作。**媒体：**新氧建立了完整的线上平台系统（APP、小程序、官网）和丰富的媒体矩阵（6 个公众号、20 个微博、15 个视频专栏）。高品质原创内容+多样化的宣传模式提升客户转化率，截至 2018 年底新氧发布了超过 **200 万篇美丽日记**，创下了媒体内容月均约 2.4 亿次的浏览记录。**社区：**16-19 年新氧官网月均 UV/移动端 MAU 复合增速高达 60%/85%，新氧通过精细化运营打造用户闭环管理。同时，大批医疗机构及医师入驻，通过视频面诊等服务模式互动，助力新氧打造国内规模最大的医美社区。2019 年新氧平台共拥有 8700 家医疗服务机构，其中包括 6100 家医美机构和 2600 家保健机构。**电商：**新氧预约服务收入占比约为 30%。“一站式”线上预约服务不仅方便用户决策，提升消费者转化率，同时也能向机构提供更加全面、真实的市场信息，提升机构运营效率。2018 年新氧预约促成的医美项目市场规模 21 亿元，占国内医美市场线上预约总规模的 33.1%。同时，**新氧推出美次卡，变向实现机构“连锁化”。**

精准打击行业痛点，低成本消除信息不对称。一方面，新氧对医美机构及医师资质严格把关，打造绿宝石榜单，保证平台公信力。另一方面，新美大引流成本控制在 10%-40% 之间，有效降低了机构获客成本，16-19 年付费机构复合增速为 50%。同时，新氧消除了消费者端信息不对称，缩短用户决策时间并增强用户粘性。享行业红利高增长趋势有望恢复，结构改善付费客户比例提升。化妆品类社零增速与公司收入增速趋势呈现出较高的同步性。随着居民消费的修复，公司收入增速也将有所反弹，盈利状况将回归正常水平。同时，付费 MAU 及机构比例持续提升，收入结构有望改善。

图 44：新氧市值走向



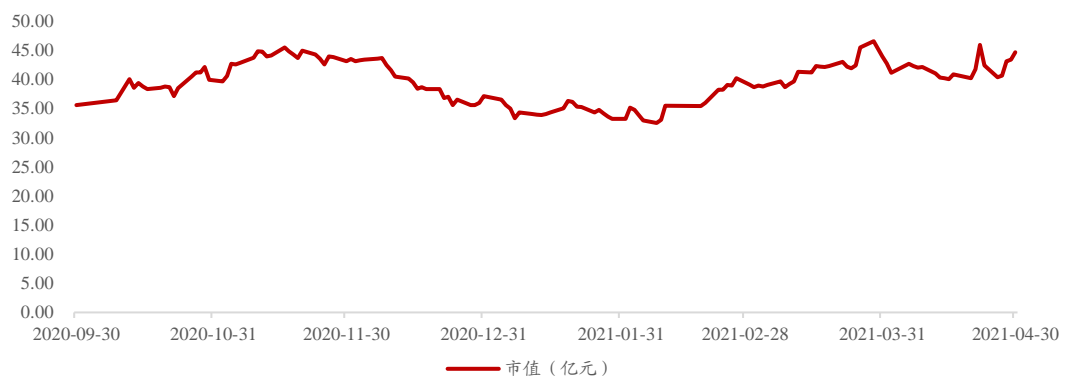
数据来源：Wind、浙商证券研究所

4.2. 潮宏基：领投更美 C 轮，曾持股思妍丽

早在 2016 年，潮宏基集团、苏宁环球领投，腾讯众创空间跟投，共同参与了医美 APP 更美的 C 轮首批融资。潮宏基通过金兴发展有限公司持有完美互动 9.53% 的 C 轮优先股股权；同时，潮宏基向完美创意科技有限公司提供了 1500 万美元贷款。作为垂直类医美平台的另一重磅玩家，更美 APP 2017 年底就已经入住了 7000 家正规医美机构和 15000 名执业医生，与新氧实力相当。在此之前，经纬参与了新氧的天使轮融资，红杉中国参与了 A 轮，美国维梧资本参与了 B 轮。

同时，潮宏基也在 2016 年由子公司琢胜投资购买并持有上海思妍丽实业股份有限公司 26% 的股权。思妍丽成立于 1996 年，是全国 SPA 连锁机构，在全国 40 多个城市拥有 150 多家专业连锁美容机构。潮宏基子公司于 2020 年 10 月将其持有所有股权出售。

图 45：潮宏基市值走向



数据来源：Wind、浙商证券研究所

5. 风险提示

- 1) 疫情影响零售环境，削弱客户群体消费能力；
- 2) 市场竞争加剧；
- 3) 新产品推广不如预期；
- 4) 新机构整合或扩张不如预期

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：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>