



商业贸易

优于大市（首次）

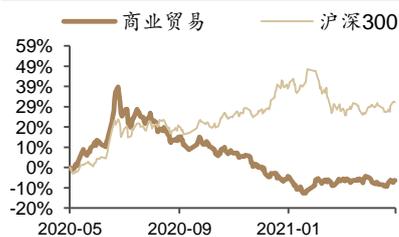
证券分析师

郑澄怀

资格编号：S0120521050001

邮箱：dengch@tebon.com.cn

市场表现



相关研究

医美行业深度：颜值经济乘风起，医美产业相辉映

投资要点：

- 需求端：抗衰老需求年轻化+高学历人群熟龄化共促医美大发展；供给端：监管从严+高性价比国产针剂崛起加速本土医美龙头诞生。**
 - 需求端：**国内医美市场 2019 年预计 1436 亿元（2015-19 年 CAGR 达 29%；手术类/非手术类为 836 亿元/600 亿元）。①分拆用户画像看，女性占 9 成，年轻化&熟龄化明显。我们认为，医美年轻化主要系 90、95 后对新事物接受度高&花钱意愿强，来自职场及婚恋等多方面压力更大，在医美针剂等功效日益齐全+小红书等 KOL 种草+医美平台加速推广普及下，对抗衰老和皮肤保养等医美需求实现快速普及。医美熟龄化则主要是 70 后等新一代熟龄群体拥有更高教育&经济条件，对抗衰老医美的触达率、接受度和购买力相比 60 后群体均更强，因此对医美的使用和渗透率也在快速增长。②分拆需求类目看，轻医美（非手术类）创伤小、恢复快及价位适中，对入门群体友好，在我国 2015-19 年收入规模实现翻倍增长，占比提至 42%。此外，求美群体消费习惯一旦形成难以完全戒掉，高粘性高复购属性突出。对比海外，国内目前医美渗透率约 3.6%，远低于日本（11.0%）和韩国（20.5%），且轻医美占比 42%同样低于日韩的 60%+占比，重点看好国内轻医美及医美整体产业未来 10 年的大发展。
 - 供给端：**①分拆终端医院看，国内 2019 年非法经营的医美机构超 8 万家，占比 86%，有证并合规医美仅占 12%；且医美针剂等应用中估测 3 枚就有 2 枚为水货&假货（据经济学人数据），总体需大于求的市场背景下“黑医美&水货假货”现象丛生。②分拆竞争格局看，国家不断出台政策监管形为打击实为保护合规药械企业和服务机构，预计合规医美机构占比将从 2019 年的 40%提升至 2025 年的 75%；叠加资本助力，本土医美药剂龙头+正规品牌医院连锁化和市占率有望加速提升。
- 行业竞争格局：解构上中下游价值链。**
 - 上游：**以玻尿酸等原料为主，产地集中（山东占全球产量八成），盈利良好（龙头毛利率 70%+），其中华熙生物呈一家独大占全球市场 39%，未来在玻尿酸原料横向多领域拓展下需求有望持续增长。
 - 中游：**市场短期内合规产品的服务主要以中游供给为导向而非终端需求。虽目前针剂类药械供给以肉毒和玻尿酸注射为主，但仍有众多细分多元需求尚未满足，新品涌现将持续推动医美下游需求扩容。①肉毒素：作用于祛皱抗衰和瘦脸瘦腿。我国肉毒原先为保妥适和衡力两品牌主导，四环医药在 2020 年开始独家代理韩国肉毒销量第一品牌——乐提葆，以轻奢路线布局打破两级主导，有望实现快速铺货放量。爱美客、华东医药等龙头亦在紧密布局肉毒市场。②玻尿酸：可作填充塑形和水光保护剂使用。产品呈现乔雅登独占高端领域，而较多大众价位的本土品牌呈现一定的同质化竞争。对此，我们核心看好，如爱美客的嗨体颈纹针及“熊猫针”、华熙生物的“御龄双子针”等凭借针对细分空白领域而制造营销记忆点，形成“项目=产品”独占局面，可对议价能力和销路奠定良好护城河。此外，单纯玻尿酸填充产品时效有限，刺激胶原形成具有紧致提升功效的再生型填充剂应运而生：华东医药引进的“少女针”已获批上市，爱美客在研产品“童颜针”已进入临床阶段。水光方面华熙生物、爱美客等纷纷推出品质补水+营养针剂，近年来增速迅猛，实现概念快速普及。③细分针剂：多元的市场需求于灰色市场暗潮汹涌。针对眼周问题的胶原蛋白针剂呈现台湾双美一家独大格局，但由于定价偏高下沉潜力受限；而“熊猫针”在一定程度上可替代胶原蛋白功效，定价适中下沉潜力较好。溶脂针符合以瘦为美的流行趋势水下市场猖獗，目前爱美客、复锐医疗科技均有管线布局。展望海外市场，提升针、淡斑针等多抗衰老领域我国药械端仍处于空白阶段，远期有待药械研发生产商“自研+外沿投资+合作引进”方式布局推进管线完善。



- 3) 下游&线上平台：**监管政策趋严挤压灰色机构空间，品牌连锁医美机构依靠会员高回购和品牌效应下，自有渠道流量优势显著（传统过度依赖第三方渠道获客的医美机构利润率往往仅维持5~10%左右），叠加资本助力市占率有望加速提升。线上服务平台则以新氧、更美 App 为代表的 O2O 线上医美服务平台涌入打破传统线下、百度竞价的机构宣传模式，为消费者和机构搭建第三方平台，扮演社区+电商+问诊三重角色；美团、阿里等综合平台依托庞大流量池也纷纷入局。
- **海外龙头艾尔建搭建医师学院赋能生态，国内龙头爱美客、华熙等均积极布局强化品牌及终端口碑。**药械龙头艾尔建通过“坚石型”产品并购布局，平台化生态打造，丰富管线前瞻洞察需求；并在国内深入打造医师学院，扩大中国区销售团队，以2B2C模式帮助品牌形象传递至终端求美者，巩固品牌地位以及反向赋能产品，形成品牌背书效应。国内头部企业爱美客、华熙生物等也均向下游培训布局，打造交流教育学院平台，由产品打造延伸至品牌建设，发挥生态协同并降低新品推广成本。
 - **投资建议：1) 上游：**玻尿酸头部企业高度集中且盈利能力强，功能护肤、食品应用等多领域拓展有望持续打开市场需求，重点看好华熙生物、鲁商发展。**2) 中游：**对于企业而言，医美药械的技术研发和药械资质壁垒高（属三类药械，在NMPA标准的严格过批下耗时长达3年及以上），且消费医疗属性不受医保集采限价影响（医美药械端毛利率高达八成且净利率50+%），我们核心看好拥有前瞻性的产品布局，且能够持续推出更细分和多元产品的药械商：爱美客、华熙生物、四环医药、华东医药、昊海生科等。**3) 下游：**重点看好资本实力雄厚、布局医美规划清晰且已经具备优质医院布局的医美龙头：朗姿股份、奥园美谷、苏宁环球、医美国际、瑞丽医美、华韩整形等。
 - **风险提示：**疫情恢复不及预期风险；医疗行业政策影响风险；医美行业安全卫生时间影响风险等。

图表目录

图 1: 医美深度报告研究框架.....	6
图 2: 全球医美行业发展历程.....	7
图 3: 2015-2022 全球医美行业市场规模 (单位: 十亿美元)	8
图 4: 2018 年全球医美行业主要市场收入&18 年-23 年预计 CAGR.....	8
图 5: 2015-2023 年我国医美行业市场规模(单位: 亿元人民币).....	8
图 6: 主要医美市场每千人诊疗次数 (次/每千人)	9
图 7: 各国医美项目渗透率对比	9
图 8: 医美项目分类概览	9
图 9: 2014-2017 全球医美手术与非手术案例数量 (单位: 百万)	10
图 10: 2017 年全球多国医疗美容手术类与非手术类案例占比.....	10
图 11: 中国医疗美容服务市场总收入明细 (单位: 十亿元)	10
图 12: 中国医疗美容服务市场外科&非外科类收入占比	10
图 13: 2019 年销售量十大医美细分项目.....	11
图 14: 2019 年复购前十大医美细分项目.....	11
图 15: 全球抗衰老服务市场逾千亿规模 (单位: 十亿美元)	11
图 16: 约 73.5%的 20-30 岁群体开始关注抗衰老	11
图 17: 面部年轻化需要多层次综合抗衰治疗	12
图 18: 中国 2019 年轻医美注射类内部分布及增速	13
图 19: 2014-2021E 中国能量源美容器械收益(单位: 百万美金).....	14
图 20: 2016 年中国能量源设备供应商市场份额	14
图 21: 近八成人群有一定程度容貌焦虑	15
图 22: 中国&全球医美用户女性为主导	15
图 23: 中国人口结构中适龄女性医美消费群体广大 (单位: 百万)	15
图 24: 全国医美用户城市层级分布.....	15
图 25: 2020 年医美用户学历及婚育情况分布	15
图 26: 中国医美消费者年龄分布	16
图 27: 2018 年不同年龄层级医美需求及消费	17
图 28: 2015 年&2017 年消费者动机	17
图 29: 2018 年中国大众对医美的态度	17
图 30: 微博多平台号对面部美学进行科普传播	17
图 31: 多网红素人于社交平台分享医美体验经历	17

图 32: 2017 年主要国家每十万人人口整形外科医生人次	18
图 33: 2019 年合规合法医美机构行业占比	18
图 34: 成都 2018 年“医美之都”高峰论坛举办	20
图 35: 中国医学院整形外科医院八大处西南中心落地成都	20
图 36: 我国医美机构结构	21
图 37: 2011-2020 年医美投融资事件数&披露金额	21
图 38: 医美上中下游产业链解构	23
图 39: 一支终端定价 2000 元的国产透明质酸注射针剂内在价值分布	24
图 40: 全球玻尿酸原料市场规模 2015-2024E (单位: 吨)	25
图 41: 2019 年全球玻尿酸原料市场竞争格局 (按销量)	25
图 42: 医美终端产品主要分为三大类	26
图 43: 2018 年中国玻尿酸注射针剂产品市场竞争格局 (按销售金额占比)	27
图 44: 我国临床试验及审批注册流程	28
图 45: 法国药房线上在售医美注射针剂多达两百余种	30
图 46: 西班牙医美美塑品牌 BCN 产品种类多样	30
图 47: 2019 年中国医美机构合规程度低	31
图 48: 2019 年上海头部五家医美机构收入总占比 38%	31
图 49: 2019-2025E 中国医美行业竞争格局转变	31
图 50: 我国医美服务机构正在经历第三步竞争阶段	32
图 51: 区域龙头全国连锁在资本助力下逐渐跑出	33
图 52: 机构渠道获客模式转变	33
图 53: 2017-2019 头部医美机构广告投放占比	34
图 54: 2014-2022E 中国线上医美平台收入剧增 (单位: 百万)	34
图 55: 艾尔建“坚石型”收购扩张产品版图	35
图 56: 2017 年-2019 年艾尔建医美板块收入 (单位: 百万美元)	36
图 57: 2017-2019 年艾尔建医美收入中保妥适 (Botox) 比重近半	36
图 58: 2019 年保妥适美国境内销售占比达七成 (单位: 美元)	36
图 59: 2019 年乔雅登境外销售占比过半 (单位: 美元)	36
图 60: 美国 14-19 年侵入式&非侵入式塑形疗程数 (单位: 万次)	38
图 61: 酷塑系列中 Coolsculpting 和 Cooltone 各有针对	38
图 62: 艾尔建全方位内容输出	39
图 63: “艾尔建美颜所”开幕	39
图 64: 美莱医院医生到艾尔建中心培训交流	39

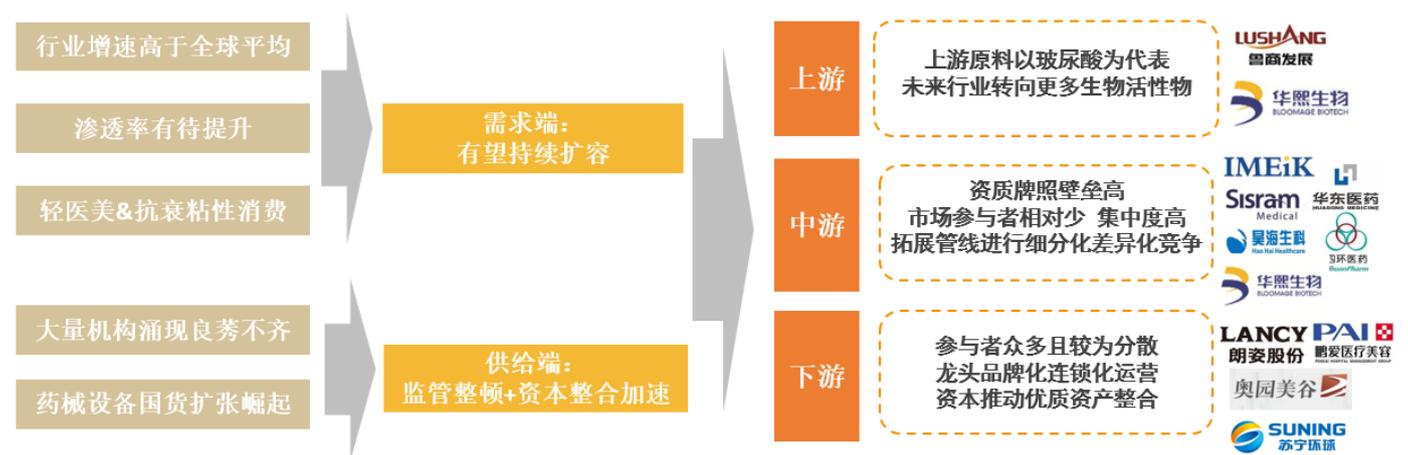
图 65: 美国、韩国及中国医美市场医生培养状况及机构行业监管格局	40
图 66: Sk:n 连锁诊所遍布英国	41
图 67: CNP Clinic 在韩国首尔都市圈分布广泛	41
图 68: CNP Cosmetics 功能性护肤品线	42
图 69: 艺星整形医院推出延伸术后及日常护理产品	42
图 70: 2019-2020 年华熙生物护肤品牌销售额 (单位: 亿元)	45
图 71: 明星产品润百颜次抛原液产品新颖销量领先	45
图 72: 少女针 Ellanse 相比于玻尿酸 (HA) 等产品填充塑形长效持久	46
图 73: 乐提葆 Letybo 销售额连续四年韩国第一 (单位: 亿元)	46
图 74: 乐提葆 Letybo 中国宣传照	46
图 75: 2018 年-2020 朗姿股份收入占比	47
图 76: 朗姿旗下医美医院米兰柏羽定位高端	47
图 77: 奥园美谷生态图谱	48
表 1: 抗衰注射剂效果作用不同	13
表 2: 能量源医美设备主要分类	14
表 3: 我国近年来出台的部分医美监管政策	19
表 4: 2017-2018 年全国严厉打击非法医疗美容专项行动汇总表	20
表 5: 2020-2021 年部分中游药械资本市场动态	22
表 6: 2020-2021 年部分下游机构资本市场动态	22
表 7: 医疗器械分类情况	27
表 8: 中国目前获批四类肉毒毒素概况	28
表 9: 截止 2020 年 5 月计划登陆大陆市场的肉毒毒素产品进展	29
表 10: 国内拥有医疗器械证书的主要玻尿酸注射剂公司情况	29
表 11: 四大类填充针剂差异化竞争	30
表 12: 艾尔建乔雅登 (Juvéderm) 大陆已获批系列产品图谱	37
表 13: 中游药械公司目前布局	38
表 14: 爱美客产品迭代矩阵完整	43

导语：

医美市场在消费升级大背景下具有高增长确定性，内在需求外在供给双双推动市场进一步渗透下沉扩容。本篇报告，立足于需求端和供给端分析目前的市场格局和趋势，深度剖析国内医美中游各类针剂产品线、海外龙头和行业复盘，对医美产业的研究方法和标的潜力给予探讨和分析，供投资者参考。

我们将医美产业拆分为上游原料、中游药械设备和下游服务机构，通过研究上中下游规模、壁垒、竞争格局和未来趋势，我们认为上游原料端仍将以玻尿酸为主向多种生物活性材料衍生，我国玻尿酸企业处全球领先地位，建议重点关注：**华熙生物和鲁商发展**。中游药械设备端科技资质护城河，竞争和盈利环境更优，头部企业正在通过自研+外延投资+代理引进的方式拓宽产品管线占领市场高地，我们看好有研发实力、差异性产品和前瞻布局标的，建议重点关注：**爱美客、华熙生物、昊海生科、华东医药及四环医药**。下游服务端参与者众多，在行业监管红利下和资本催化中整合并购优质资产的局势仍将持续，头部机构连锁化规模化的趋势不可逆，我们看好有品牌积累、会员运营能力、规模化能力和资本实力的标的，建议重点关注：**朗姿股份、奥园美谷、华韩整形、医美国际和苏宁环球**。

图 1：医美深度报告研究框架



资料来源：德邦研究所

1. 医美市场长期向好，两千亿空间乘风而起

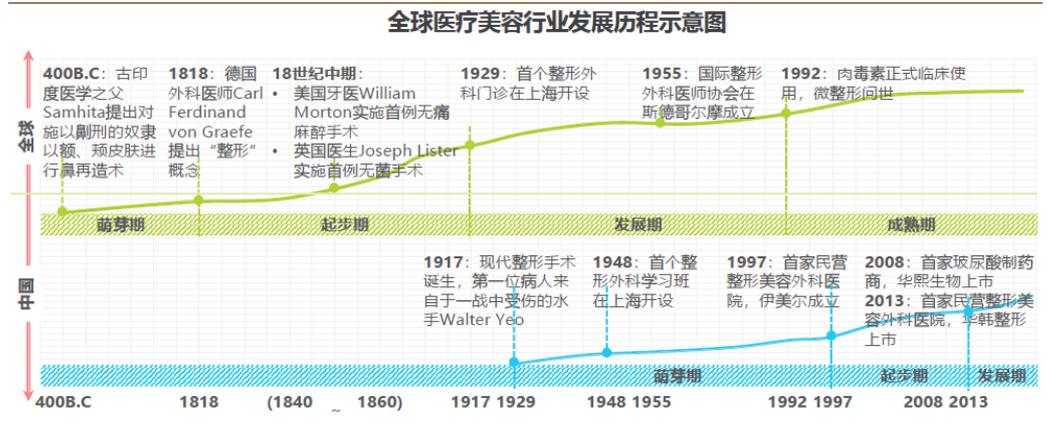
1.1. 现代医美产业发展迅速渗透率有待提升

1.1.1. 国内外医美的起源与历史——硝烟中的玫瑰

医疗整形美容虽在我国日常生活中是一个近年来开始流行的选择性消费，但其历史已有上百年。医疗美容的起源可以追溯到古印度鼻再造术，同时我国《晋书》中亦有提到类似的唇腭裂修补手术，早在古代人们已经开始寻求医疗手段来弥补一些外形的缺陷与遗憾。整形手术的英语“plastic sugery”中，“plastic”取自希腊语中的“plastilkos”，该词原意不是指变美，而是指将身体变形受伤的部位重建修复。在近代，随着现代医学技术成熟发展和病毒、战争乃至种族主义的催化下，医疗整形美容行业在西方初现雏形逐渐完善。1818年德国外科医师 Carl Ferdinand Von Graefe 提出了“整形”概念，进入19世纪无痛麻醉术与无菌手术方式提升了手术成功率减缓了病人的痛苦。1955年国际整形外科医师协会在瑞典斯德哥尔摩成立。二战之后西方经济进入黄金复苏时期，医美行业在欧洲、北美经济发达的地区蓬勃发展步入普通人的生活。

中国医美行业受历史原因影响起步略晚，发展主要分为三个阶段：萌芽期（1949-2008）、起步期（2009-2013）和发展期（2013至今）。1949年北京大学第三医院首次设立整形外科标志着中国整形行业的正式开端，随后我国一些医学院院纷纷成立整形外科，设置专科病床，收治各种类型的整形外科病人，但主要满足被动需求，为毁容致畸的战士进行修复再塑。2008年医美上游产业华熙生物于港股上市，2009年行业自律组织中国整形美容协会成立。而伴随着互联网发展信息爆炸式传播和群众对医美认识的放开，民营服务机构和平台公司大量涌入抢占市场份额，我国医疗美容整形行业步入增速迅猛的发展期。

图 2：全球医美行业发展历程



资料来源：艾瑞咨询，德邦研究所

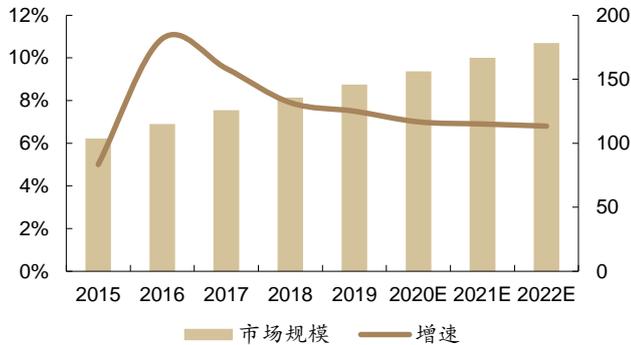
回顾医美整形行业历史轨迹，求美者带着不同的诉求怀着不同的心态走进医院诊所寻求“蜕变”。表面看来，求美者或是希望改善外表先天后天的缺陷，或是迎合大众审美在职场和婚恋中寻求更高的“个人附加价值”，亦或追求完美取悦自我提升自信，都是一种寻求自我认同的过程。我们相信在这个更加开放多元追求审美的当代社会，人们借助医疗的手段而进行外形改善的消费行为将愈发普遍和被理解，而驱动医美产业更良性可持续的成长发展。

1.1.2. 全球医美市场蓬勃发展，国内市场增速亮眼潜力空间广阔

全球医美行业增长稳定持续扩容。2015年-2019年全球医美市场增速扩容年复合增长率为 8.94%，2019年市场空间高达 1,459 亿美元，突破万亿人民币规模。根据 ISAPS 以及德勤咨询的测算，全球医美市场增速将略微回落保持 7% 左右，预计在 2022 年达到 1,782 亿美元。根据 Frost&Sullivan 调查显示，2018 年

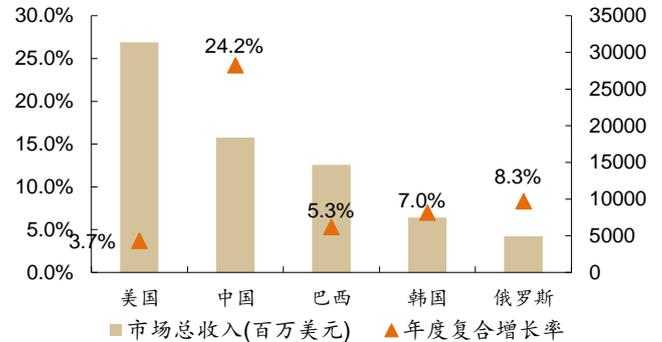
全球前五大服务市场分别为美国、中国、巴西、韩国和俄罗斯。预计 2018-2023 年中国医美市场收入规模年复合增长率为 24.2%，而医美第一大国美国仅为 3.7%，巴西、韩国及俄罗斯增速均低于 10% 皆处于低速扩容稳健增长的阶段。中国凭借人口基数和人均可支配收入的迅速增加目前位列前茅。随着社会审美需求提升，未来市场增长趋势仍保持乐观。

图 3：2015-2022 全球医美行业市场规模（单位：十亿美元）



资料来源：Frost&Sullivan, ISAPS, 德邦研究所

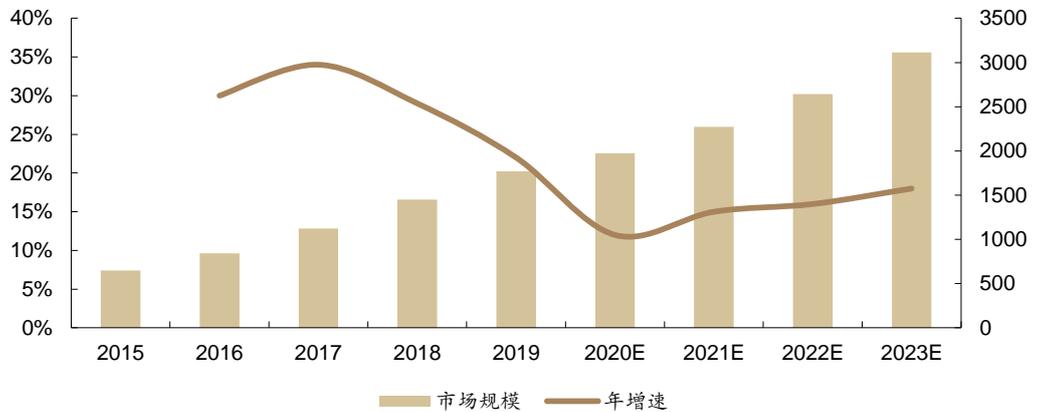
图 4：2018 年全球医美行业主要市场收入 & 18 年-23 年预计 CAGR



资料来源：Frost&Sullivan, 德邦研究所

我国医美行业处于高速发展期增速高于全球平均。由于上世纪中国整体经济一定程度的滞后和对外开放水平限制，国内的医美行业一直处于较边缘地带。随着近年来经济发展国民收入水平提高、医美技术产品革新优化、韩流欧美风席卷以及人们审美提升对医美持有更开放态度，中国医美行业在 2015-2019 年之间维持了 29% 的高速增长，显著高于世界平均增速 8%。2020 年中国医美市场规模预计 1975 亿元，由于全年持续受到新冠疫情的反复影响，医美消费需求受到一定程度的抑制，导致行业增速同比有所放缓；但相信后期会逐步回暖乃至出现报复性消费反弹，预计行业增速于 2023 年将上升至 18%。

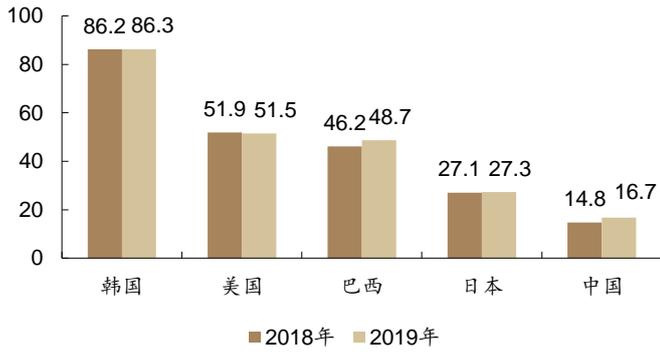
图 5：2015-2023 年我国医美行业市场规模(单位：亿元人民币)



资料来源：德勤, Frost&Sullivan, 德邦研究所

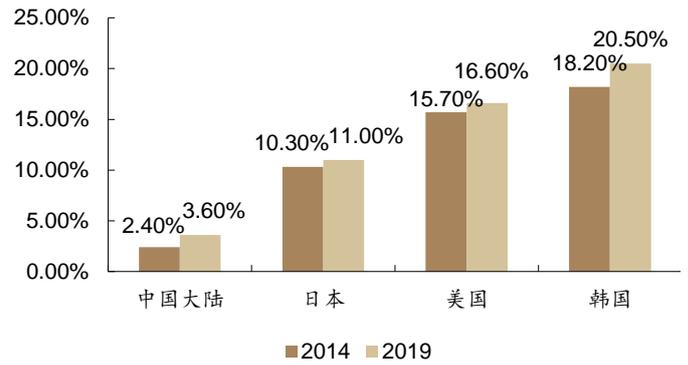
我国医美渗透率较低，未来具有大幅提升空间。相较于医美产业更为成熟的美国、韩国，我国医美市场目前渗透率和人均医美诊疗次数显著偏低。2019 年我国医美项目渗透率为 3.6%，而日本和韩国则高居 11.0% 和 20.5%。同年韩国和美国每千人医美诊疗次数达 86.3 次和 51.5 次，而中国仅为 16.7 次。医美市场的繁荣受到经济环境、人口、审美文化乃至社会平等状况多维度因素影响。我们认为，未来中国医美渗透率的提升潜力可观。

图 6：主要医美市场每千人诊疗次数（次/每千人）



资料来源：Fastdata，德邦研究所

图 7：各国医美项目渗透率对比

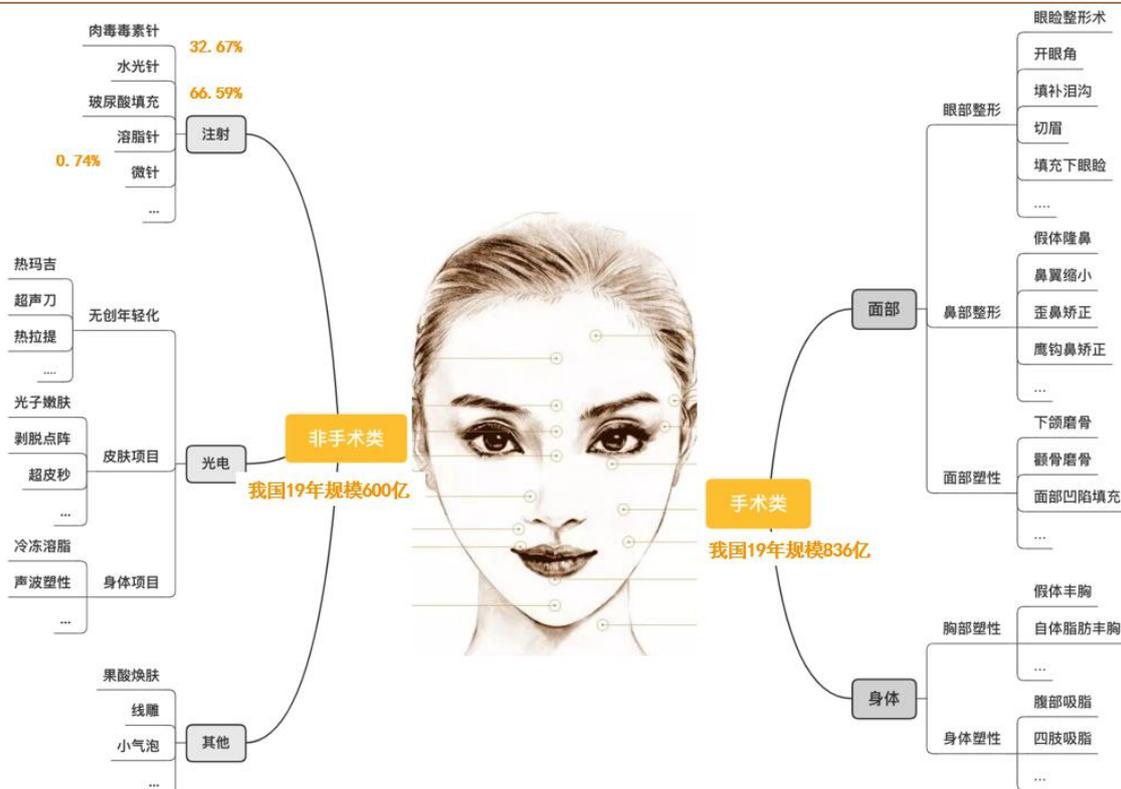


资料来源：头豹研究院，德勤，德邦研究所

1.1.3. 市场聚焦轻医美，潮流安全用户粘性高

美容分为生活美容与医疗美容。生活美容是指运用化妆品、保健品和非医疗器械等非医疗性手段，对人体所进行的皮肤护理、按摩等带有保养或者保健性质的非侵入性的美容护理。根据《医疗美容服务管理办法（2016 年修正本）》，医疗美容是指运用手术、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。医疗美容根据是否需要手术，分为手术类和非手术类医疗美容，均由经注册的专业医师及医疗专家进行：
 1) **手术类医疗美容服务（外科诊疗）**：是指通过手术对胸、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。
 2) **非手术类医疗美容服务**：又称为微整形轻医美（非外科诊疗），主要包括注射疗法和光电疗法。注射疗法指通过注射肉毒杆菌、透明质酸钠、胶原蛋白等材料达到消除面部皱纹、凹陷的目的。光电疗法使用激光射频等收紧深层皮肤、去除色素和重塑肌肤表层等。

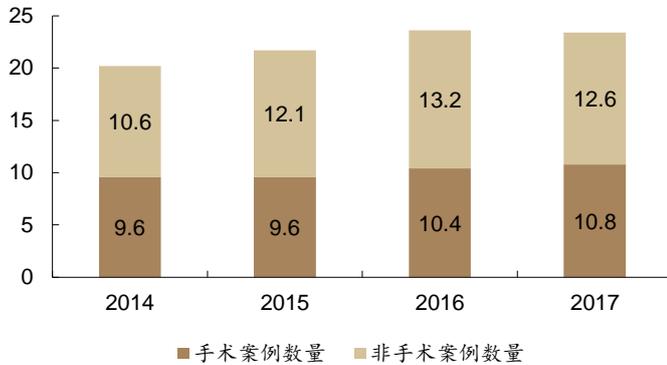
图 8：医美项目分类概览



资料来源：新氧 App，德勤，Frost&Sullivan，德邦研究所

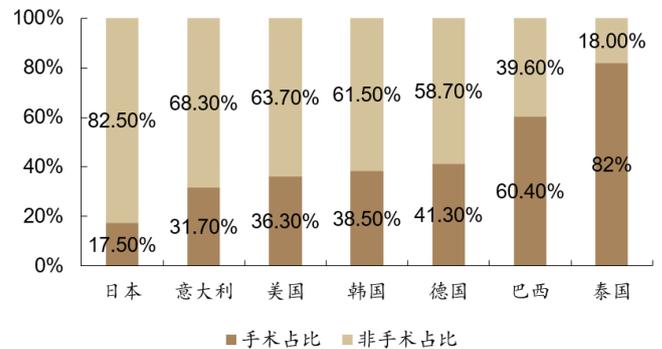
全球非外科手术占比过半，轻医美微创风险低风靡东亚。根据艾瑞咨询 2017 年的观察，全球市场上非外科手术类案例占比过半达 54%。由于各国审美、技术擅长领域及美容外科手术接受程度不同，此比例差异幅度较大。巴西和泰国受当地风俗影响且对美容整形手术类项目接受度较高，导致手术类案例占比偏高。而处东亚地区的日本韩国消费者则偏爱自然较为保守，非手术类案例占比均超过 60%。非外科类轻医美凭借创伤小、风险低、恢复时间短及价位适中的特点在继续风靡市场。

图 9：2014-2017 全球医美手术与非手术案例数量（单位：百万）



资料来源：ISAPS, 艾瑞研究院, 德邦研究所

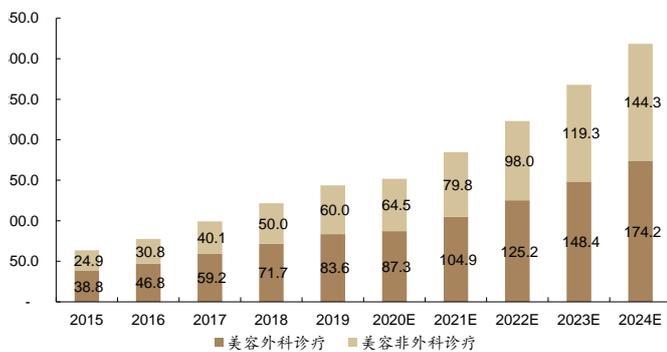
图 10：2017 年全球多国医疗美容手术类与非手术类案例占比



资料来源：ISAPS, 艾瑞研究院, 德邦研究所
注解：韩国数据年份为 2016 年

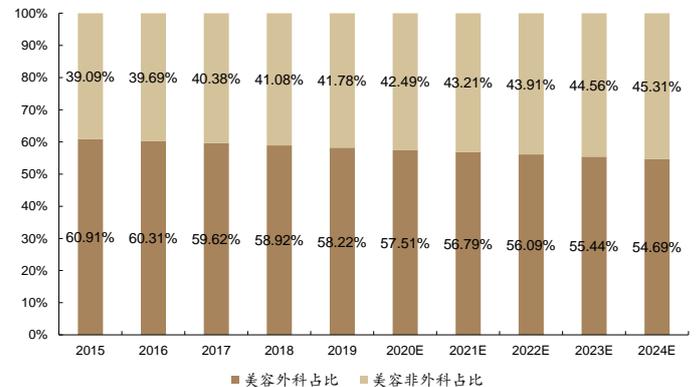
中国轻医美占比持续上升，收入规模实现四年翻倍。根据 Frost&Sullivan 数据，2015 年-2019 年中国美容非外科诊疗收入规模持续提升体量实现翻倍，市场占比 39.09% 上升至 41.78%。Frost&Sullivan 预计 2019 年-2024 年美容非外科诊疗收入年复合增长率达 19.2%，高于美容外科诊疗收入的 15.8%。由于美容外科诊疗的普遍客单价会更高于美容非外科诊疗，所以就实际案例数量而言我国非外科类诊疗数量占比会更高。

图 11：中国医疗美容服务市场总收入明细（单位：十亿元）



资料来源：Frost&Sullivan, 德邦研究所

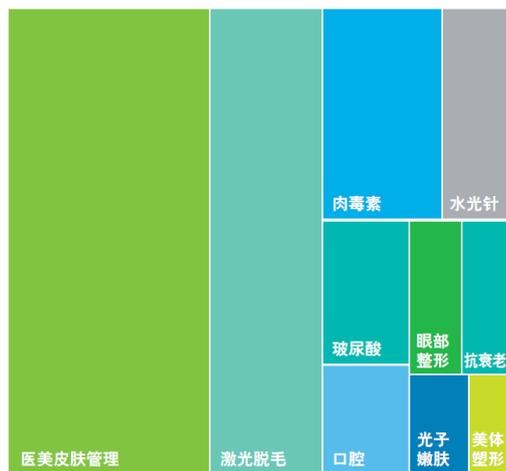
图 12：中国医疗美容服务市场外科&非外科类收入占比



资料来源：Frost&Sullivan, 德邦研究所

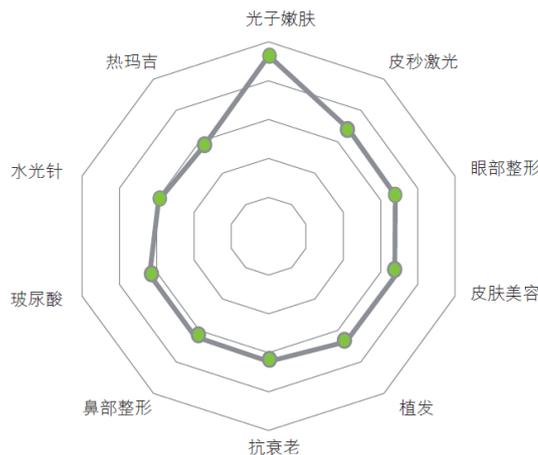
高粘性高复购消耗属性突出。轻医美项目以活性材料注射和光电项目为主，维持效果相对偏短。轻医美客户普遍消费惯性高，多数人一旦体验了自我容貌上升至更好的状态，就很难接受药物代谢之后状态退回至从前，多数客户会选择持续消费粘性较高。因此轻医美复购率偏高，容易成为医美行业的高频粘性客户。基于德勤&美团《中国医美市场趋势洞察报告》，2019 年销量前十大细分项目分别为医美皮肤管理、激光脱毛、肉毒素、玻尿酸、口腔、水光针、眼部整形、抗衰老、光子嫩肤和美体塑形；2019 年复购前十大医美细分项目分别为光子嫩肤、皮秒激光、眼部整形、美容皮肤、植发、抗衰老、鼻部整形、玻尿酸、水光针和热玛吉。销量前十和复购前十的项目中皆主要以注射无创类的轻医美为主。例如光子嫩肤和皮秒激光，都是运用光电技术改善色素性皮肤问题和改善皮肤质地的治疗，通常以疗程为单位进行数次治疗，在治疗中配合水光针类产品而达到更佳复合效果。

图 13：2019 年销售量十大医美细分项目



资料来源：德勤，美团，德邦研究所

图 14：2019 年复购前十大医美细分项目

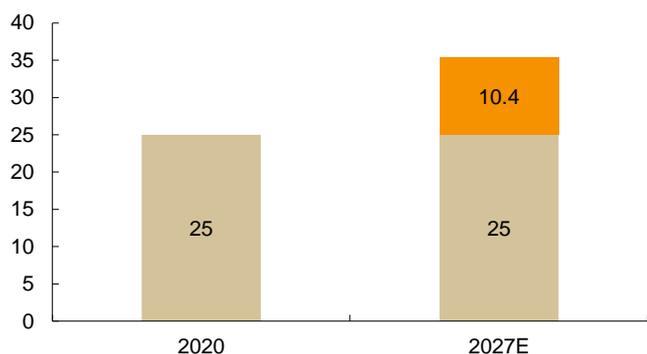


资料来源：德勤，美团，德邦研究所

1.2. 市场万变而抗衰不变：风向由改头换面走向存储青春

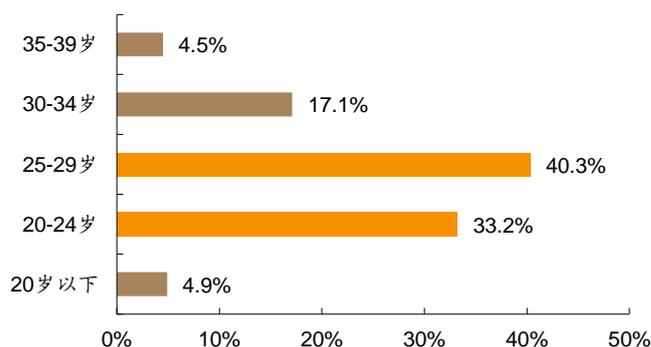
全球抗衰市场已破千亿，“存储青春”概念呈年轻化趋势。对抗衰老一直是全球美业共同的话题，在医疗美容求美方向中，我国消费者需求和认知正在从以往的“改头换面”转向“储存青春”抗老维养。根据 Research&Markets 研究，全球抗衰老服务市场于 2020 年已破千亿元人民币，而预计将以 CAGR5.1% 的增速于 2027 年达到 354 亿美金。抗衰老话题在我国社交媒体备受热议，成为年轻人最为关注的话题之一。从各大平台出现的#话题#，我们可以发现年轻 90 后群体对抗衰的讨论积极度非常高，并延伸出“抗初老”、“童颜”等保养概念。微博平台#90 后破产式抗老#阅读量高达 1400 万，短视频平台抖音#90 后的初老危机#话题内容高达 5358.5w 次播放。在东方审美偏向饱满年轻少女感的大背景下，如今抗衰已不仅是熟龄中年群体的焦虑，年轻人的抗衰意识也非常成熟。根据艾尔建消费者洞察研究报告的样本调研，都市女性抗衰意识已然从 20 岁开始萌芽，20-29 岁年龄段群体中约有 73.5% 表示已开始对衰老感到压力。20+ 群体主要希望通过抗衰手段锁住颜值青春巅峰，30+ 与 40+ 群体则期望通过趁早保养而达到冻龄有方未来便会更从容。

图 15：全球抗衰老服务市场逾千亿规模（单位：十亿美元）



资料来源：Research&Markets，德邦研究所

图 16：约 73.5% 的 20-30 岁群体开始关注抗衰老



资料来源：艾尔建，《时尚健康》，德邦研究所

面部抗衰年轻化以综合疗程解决方案，多层次多项目持续投入。根据面部皮肤及皮肤组织结构来看，可以用针对层次来解构抗衰方法：表皮层+真皮层+脂肪层+SMAS 筋膜层(浅表肌腱系统)+肌肉层+骨膜层。

① 浅层即表皮层和真皮层，在衰老中表现为肤色、肤质的改变，由于年龄增

长、紫外线照射和不良生活习惯会导致胶原蛋白、弹性纤维及透明质酸流失过多，皮肤逐渐出现干燥、毛孔粗大、色斑和松弛皱纹等问题。

② **组织中层以浅层脂肪、SMAS 筋膜层和肌肉韧带层为主**，衰老体现在轮廓和容量的改变，年龄增长逐渐出现浅层脂肪层下移、轮廓不清晰、面部凹陷及面部线条往下走等问题。

③ **深层即骨膜层**，衰老体现在骨骼萎缩、组织支撑减少而面部垮塌下垂现象。

图 17：面部年轻化需要多层次综合抗衰治疗

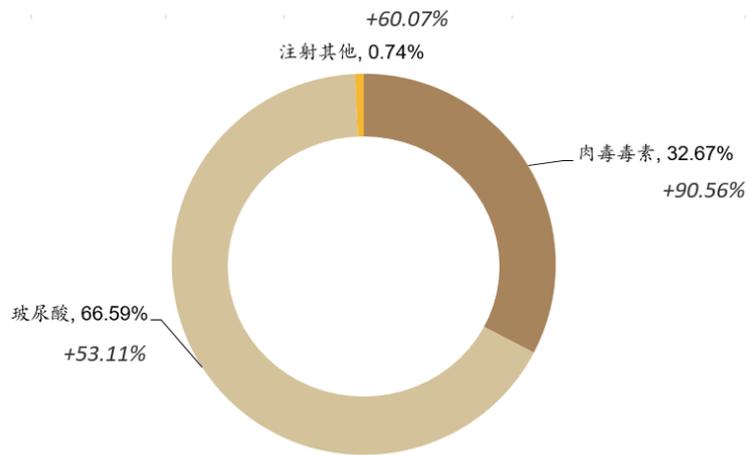


资料来源：公开资料整理，新氧 App，德邦研究所

抗衰综合年轻化方案中，需从面部浅中深三层综合打造，其手段主要以轻医美微创注射类项目和光电仪器类项目为主，手术类项目为辅。拉皮、吸脂、假体填充等手术在抗衰中多服务于要求较高或问题突出的少数消费者。注射类项目主要分为肉毒毒素去皱和活性材料填充（物理填充和刺激胶原）两个大方向：肉毒毒素通过麻痹萎缩肌肉而发挥祛皱瘦脸瘦身功效，物理填充通过注射胶原或玻尿酸达到补充组织容积塑形填充的效果，刺激胶原生产的注射剂通过注入微球颗粒刺激刺激胶原增长。非侵入式仪器项目通过声光电乃至冷冻技术对皮肤、脂肪乃至 SMAS 筋膜层进行作用，达到提亮肤色、祛斑、再生等效果。

注射领域玻尿酸&肉毒毒素占领市场高地。在轻医美注射类项目中，我国玻尿酸和肉毒毒素为主流注射项目，合计占比超过 99%。根据《2019 医美行业白皮书》新氧大数据显示，玻尿酸注射针剂和肉毒毒素注射针剂分别占中国注射医美规模的 66.59%和 32.67%，分别同比增加 53.11%和 90.56%，肉毒素增速尤为显著。

图 18：中国 2019 年轻医美注射类内部分布及增速



资料来源：《2019 医美行业白皮书》，德邦研究所

由于肉毒毒素针剂在去皱方向消费的强粘性特点及抗衰老诉求热度近年来持续上升，我们认为肉毒毒素在国内市场的未来消费需求有望持续扩容。受国内求美者审美倾向和市场教育影响，玻尿酸注射针剂市场需求将持续强劲：较于整体国际市场，中国求美者审美倾向偏向于“童颜少女感”且追求改善扁平五官打造深邃立体轮廓，从而对玻尿酸注射类产品面部塑性填充功能需求的旺盛。随着胶原蛋白针、少女针及各类营养型水光针（皮肤保护剂）等更多活性材料获批上市，注射市场将呈现百花齐放的局面。

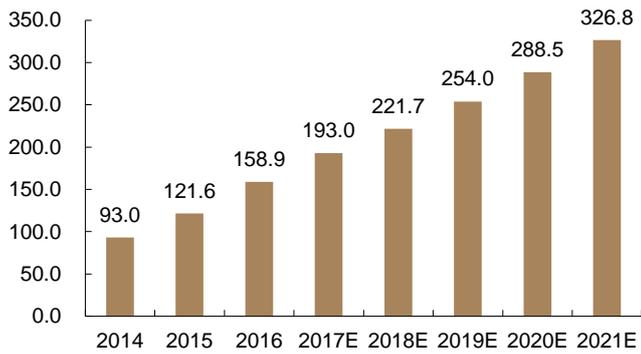
表 1：抗衰注射剂效果作用不同

技术类型	技术原理	针对层次	代表技术和项目	效果	代表企业
肉毒毒素	A 型肉毒毒素	肌肉层	保妥适、兰州衡力	麻痹肌肉而减少皱纹 维持 6 个月左右	艾尔建、兰州生物制药
皮肤保护剂	玻尿酸及活性营养物质	真皮层	润致娃娃针、润月雅、菲洛嘉动能素	皮肤保湿及新陈代谢维养赋活 无交联针剂维持 2 个月左右	华熙生物、菲洛嘉
物理填充	交联玻尿酸	中层组织、深层骨膜	乔雅登、伊婉、嗨体	不同交联水平维持 3-18 个月	艾尔建、LG、爱美客
	胶原蛋白	真皮层	肤丽美	自然且无丁达尔现象， 维持时间偏短 3-4 个月	台湾双美
可刺激胶原生成	CaHA	中层组织 深层骨膜	瑞得喜	免疫肿胀反应几率高， 维持 12-18 个月	Merz
	聚酯微球类	中层组织 深层骨膜	PLLA	维持时间长但缺乏即时效果， 维持 2 年左右	Sculptra 童颜针
			PCL	即时效果+长期效果， 不同型号可维持 1-4 年	Ellanse 少女针（华东医药）

资料来源：新氧 App，2021 美沃斯医美大会现场内容整理，德邦研究所

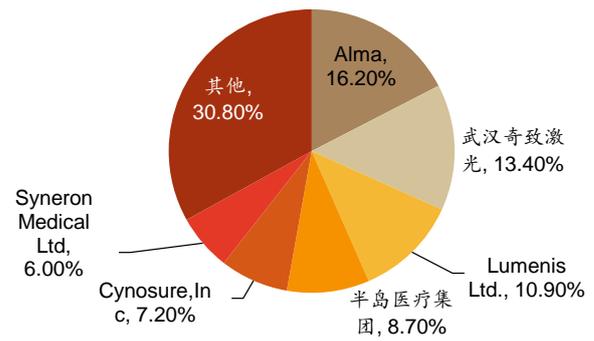
能量源声光电设备提升潜力广阔，进口为主国产有待逆袭。根据 Medical Insight 报告，中国能量源医疗美容器械市场销售总收益将由 2016 年的 158.9 百万美元增至 2021 年的 326.8 百万美元，年度复合增长率为 15.5%。2016 年我国能量源设备供应商市场欧美以色列公司 Alma 飞顿、Lumenis 科医人、Cynosure 赛诺秀和 Syneron 赛罗龙排名靠前，国产武汉奇致激光和半岛医疗集团亦名列前茅。我们认为 2018 年以来随着热玛吉、超声刀、光子嫩肤及 Fotona 4D 等抗衰老提升嫩肤“爆款”项目迅速渗透消费者，2021 年中国能量源医疗美容器械市场销售总收益将高于 Medical Insight 报告五年前预测的 3.27 亿美元。

图 19: 2014-2021E 中国能量源美容器械收益(单位: 百万美金)



资料来源: Medical Insight 报告, 德邦研究所

图 20: 2016 年中国能量源设备供应商市场份额



资料来源: Medical Insight 报告, 德邦研究所

能量源设备技术主要分为光波、电磁波和声波, 目前冷冻技术亦在身体塑形方面蓬勃发展。借鉴欧美、日韩等美容经济发达国家经验, 高科技各类声光电医美项目已得到了求美者的广泛接受。相比于手术类注射类抗衰项目依赖于医生技术和审美, 能量源声光电仪器操作难度降低增加了项目安全性。医美专业仪器设备新品层出不穷平均迭代周期为 3 年, 而目前各类能量源技术亦在多种家用美容器械中实现运用, 拓宽技术运用场景。

表 2: 能量源医美设备主要分类

技术类型	细分原理	针对层次	代表技术和项目	功效	代表企业	技术于生美仪器拓展
光波	LED	浅层皮肤	红蓝光	祛痘嫩肤修复抗炎	技术含量低多厂家生产	Exideal
	脉冲光	浅层皮肤	光子嫩肤、IPL、DPL	作用范围广、辐射扩散度大	Lumenis、飞顿 Alma	Silkn
	激光	浅层皮肤	超皮秒、蜂巢皮秒 白瓷娃娃	精准、辐射扩散度低 实现肤质改善	赛诺秀、赛诺龙 飞顿 Alma	Tria
	激光	中层组织	Fotona4D	轮廓提升淡化纹路	欧洲之星	-
电磁波	单极射频	浅层皮肤	热玛吉 Thermage	收紧且刺激胶原蛋白再生	Solta Medical	Tripollar、Yaman
	聚焦射频	浅层皮肤 中层组织	热拉提 Thermolift	紧致提拉略微溶脂	飞顿 Alma	-
声波	超声刀	中层组织 (SMAS 筋膜层)	Ultherapy、Soliton	高度聚焦深层穿透 可作用于 SMAS 筋膜层收紧	Merz	Clarisonic 洁面仪
冷冻	冷冻脂肪	身体脂肪	酷塑 Coolsculpting	冷冻脂肪新陈代谢排出	艾尔建	-

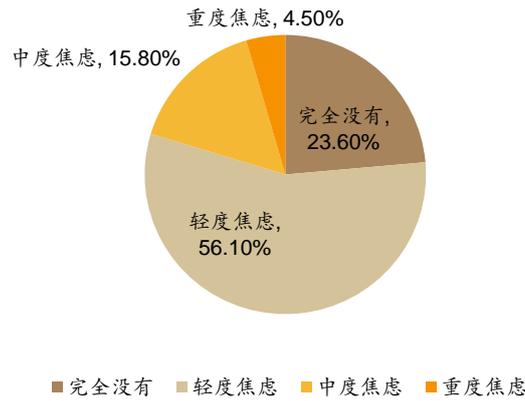
资料来源: 美柏医健, 新氧 App, 德邦研究所

1.3. 需求端: 消费场景用户画像拓宽, 年轻化+老龄化共存支撑市场

1.3.1. 高线高知年轻女性客群占主流, 年轻化老龄化趋势共存

医美大军规模壮大, 颜值焦虑趋于常态。根据德勤咨询研究, 医美中国大陆渗透率从 2014 年至 2019 年从 2.4% 上升至 3.6%, 虽同发达国家比仍有相当的差距, 但由此得到全国逾 5000 万人已尝试过运用医美手段来进行过外形提升; 根据艾尔建商学院白皮书数据, 2020 年全球求美者人群高达 3521 万人, 群体基础广大可观。在颜值经济产业爆炸增长的社会, 多渠道媒体传播着美好外表形象的同时发酵“颜值即正义”的价值倾向。在 Mob 研究院调研统计中, 约 76.40% 的人群表示对自己有一定程度的容貌焦虑, 其中 20.30% 的人群称抱有中度乃至重度焦虑。中度焦虑的人群认为自己相貌平平存在一定缺陷表示希望用过一定的医美手段进行改观, 而重度焦虑的人则对自己外观非常不满意希望做很多医美项目提升颜值。

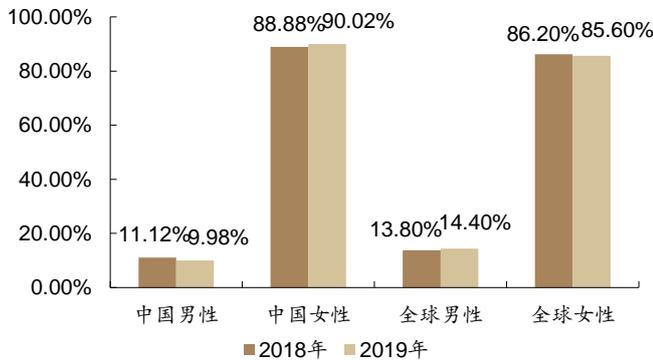
图 21：近八成人群有一定程度容貌焦虑



资料来源：Mob 研究院，德邦研究所

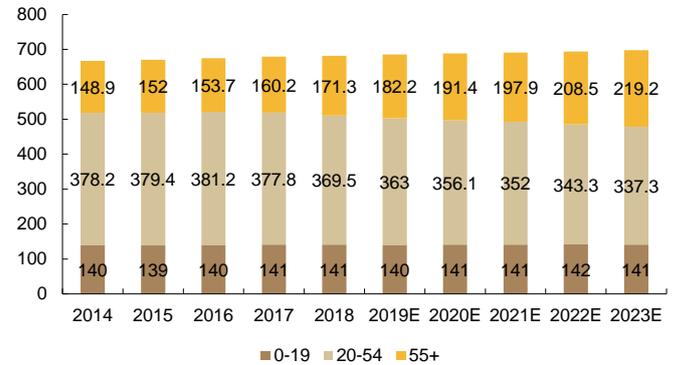
目前我国年轻女性用户占比高，高线高教育水平为主流人群。2019 年我国女性医美用户占市场九成占比高达 90.02%，男性用户占比 9.98%。相比于全球市场女性男性分别占比为 85.6%和 14.4%的数据，我们看到整个市场中总体仍以女性消费者为主，我国男性的医美需求和认知还有待开发和教育。20 岁-54 岁的女性人口作为医疗美容服务的消费主力军，人口数量将保持相对稳定。根据 Frost&Sullivan 报告，2018 年，中国 20 岁至 54 岁女性人数为 3.7 亿人，庞大的人口基数将在市场认知度和渗透率提高的过程中为市场带来可观红利。

图 22：中国&全球医美用户女性为主导



资料来源：ISAPS，新氧大数据，德邦研究所
注释：全球男性和全球女性数据为 2016 年&2017 年

图 23：中国人口结构中适龄女性医美消费群体广大(单位：百万)



资料来源：Frost&Sullivan，国家统计局，德邦研究所

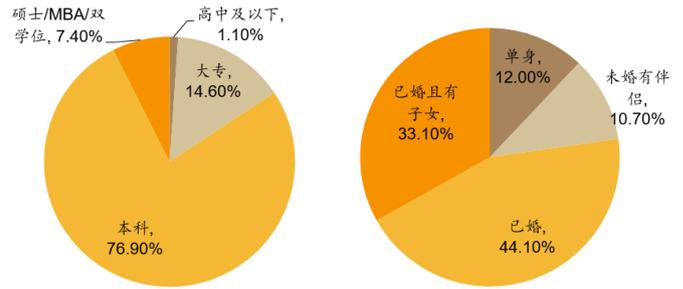
高线城市的高等教育群体为医美主力消费者，下沉市场需求有待发现。经过 Fastdata 极数的调查得出，中国绝大部分医美用户位于一线、新一线及二线城市，在 2020 年 1-9 月分别占总群体比例的 24.7%、42.7%和 19.4%，而位于三线及以下城市的用户占比仅仅为 13.2%。高线城市人均可支配收入相对较高，对医美类可选消费承受能力较强；同时大量的医美诊所机构和三甲整复外科亦主要位于高线大城市。回顾从 2017 年到 2020 年 1-9 月各层级城市消费者占比结构变化，一线城市的占比从 37.5%萎缩至 24.7%，而新一线、二线和三线及以下层级城市的占比均出现一定幅度的提升。这是可选消费品在渗透各层级市场时的普遍规律。目前医美下沉市场的消费者教育和服务供应都处于较为欠缺阶段，未来挖掘和发展的潜力空间较大。同时 2020 年医美用户群体普遍受教育状况良好，84.3%的用户接受过本科及以上学历及以上的高等教育，分别 14.6%和 1.1%的用户是大专和高中及以下的教育背景。同时数据表明已婚人群为医美消费者主力，77.2%的用户已婚或已婚已育。

图 24：全国医美用户城市层级分布

图 25：2020 年医美用户学历及婚育情况分布



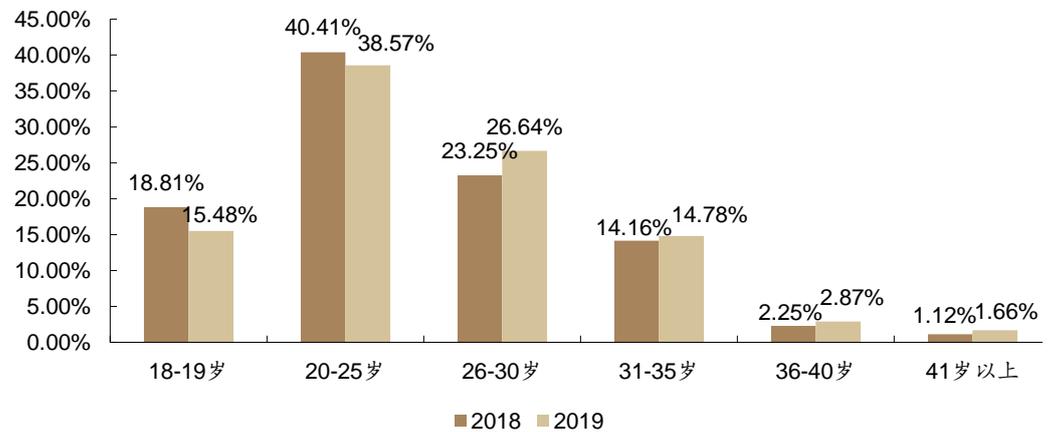
资料来源：Fastdata，德邦研究所



资料来源：艾瑞咨询，德邦研究所

年轻化&老龄化趋势共存，年轻人群开放爱美和熟龄人群抗衰老保养共同支撑医美市场持续繁荣。根据 2018 年新氧大数据，我国医美消费者年龄分布主要在 18-30 岁年龄阶段，占比达 82.47%。由于会使用新氧 app 进行互联网段医美咨询购买的消费者年龄偏小，所以我们认为年轻客户的占比略微比全体医美消费者中年轻客户的比例偏大。但 18-30 岁年龄段的人群正值学习工作生活的竞争高峰期，面对求职择业和婚恋市场的社会压力从而在多维度提升自我附加价值。同时 18-30 岁的 90 后人群生长于中国市场经济的高速繁荣期，相比上一代从小就拥有较为优厚的物质条件，在消费选择上拥有较高的审美乃至精神需求。从新氧大数据我们发现进入 2019 年 26-30 岁、31-35 岁、26-40 岁及 41 岁以上年龄段占比均出现了小幅度上升。此变化体现了一定程度上熟龄中年人群的市场教育渗透和医美意识觉醒；以及医美具有高频次高粘性的消费特性，大多数用户一旦尝试就希望持续让容颜保持一个较好的状态，而很多皮肤类抗衰老项目保持时间有限需要反复叠加的消费来维持理想状态。医美用户会随着时间推移年龄增长而持续投入更多金钱和时间，尝试更多样更高端的医美项目。

图 26：中国医美消费者年龄分布



资料来源：《2019 医美行业白皮书》，新氧大数据，德邦研究所

不同的年龄阶段求美需求各异，30 岁+年均消费最高。医美消费者在不同的年龄阶段由于消费能力和改善需求不同，热门的医美消费项目也有一定差异。根据艾瑞咨询 2018 年的统计，00 后年龄较小消费能力个体差异较大，主要偏向于面部轮廓初步调整对轮廓和五官进行初步调整，热门项目有肉毒素瘦脸、玻尿酸填充和鼻综合整形。90 后偏向于自体脂肪填充，热门项目有面部脂肪填充、玻尿酸填充和肉毒素瘦脸，对五官类改善例如假体隆鼻和双眼皮整形亦有浓厚兴趣。80 后进入了熟龄阶段面部身体塑性的需求并存，年均消费水平略高于 90 后，热门项目有玻尿酸填充、面部脂肪填充和肉毒素瘦脸。70 后总体更加注重抗衰老，消费水平个体差异非常大，热门项目有玻尿酸填充、面部提升和肉毒素瘦脸。

图 27：2018 年不同年龄层级医美需求及消费

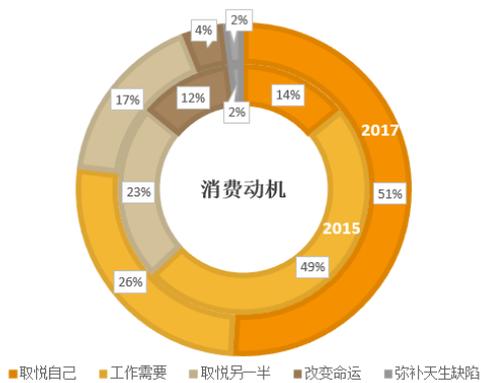
	70后抗衰老 40岁+ 个体差异非常大	80后面部身体塑形并存 30岁+ 年均消费：约5-6K	90后倾向自体脂肪 20岁+ 年均消费：约1-2K	00后面部轮廓初调整 18岁左右 个体差异大
TOP1	玻尿酸填充	玻尿酸填充	面部脂肪填充	肉毒素瘦脸
TOP2	面部提升	面部脂肪填充	玻尿酸填充	玻尿酸填充
TOP3	肉毒素 瘦脸	肉毒素 瘦脸	肉毒素瘦脸	鼻综合 整形

资料来源：艾瑞咨询，德邦研究所

1.3.2. 社会态度逐渐改观，线上平台教育唤醒各类求美需求

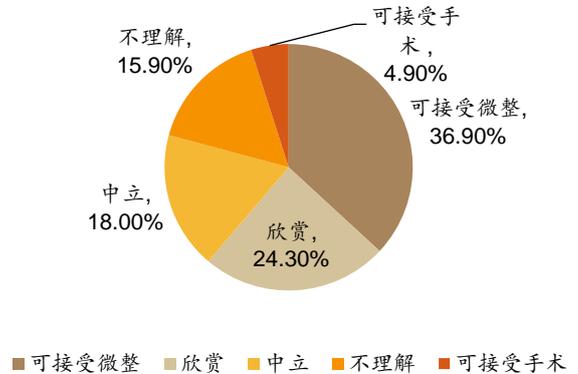
求美人群理智化，主流社会开始广泛接受并主动拥抱医美。医疗美容在过去很长一段时间颇受争议不被大众看好。妖魔化得带着“有色眼镜”看待医美人群的时代已经过去，大众对医美的态度随着市场规范化和求美人群理智化的过程也在逐渐松动。中国医美人群的消费动机正在经历更加自我和更加轻松的转变。新氧大数据显示，相比 2015 年医美消费者主要以工作需求和悦他导向，2017 年有 51% 的用户表示以取悦自己为目的。同时大众对医美的态度也处于较为接受和放松的状态，41.8% 的群众可接受手术或微整，分别 24.3% 和 18.0% 的人群表示欣赏和中立，仅 15.9% 的客户表示不接受医美。

图 28：2015 年&2017 年消费者动机



资料来源：艾瑞咨询，德邦研究所

图 29：2018 年中国大众对医美的态度



资料来源：艾瑞咨询，德邦研究所

线上营销推动医美热潮，社交平台分享实现用户裂变。随着社会对医美行为的态度更加开放，线上平台涌现大量自发式或推广式的案例体验分享帮助进行项目推广和消费者教育。目前越来越多的 KOL、明星及素人愿意在社交平台、直播间等场合分享自己的一些医美体验，帮助医美项目“去妖魔化”揭开较为神秘的面纱。社交网络的项目过程分享心得体会推进医美行业更加透明消费者信息更加对称。同时此类内容在网络上亦获得较高关注，一些专做医美项目研究分享的账号拥有数十万粉丝，较为客观地分析各类项目优缺点适用人群帮助消费者科学理智消费。2020 年 10 月微博网红@土豆 fancy 进行淘宝直播为医美项目带货，成交额达 1.056 亿元。2021 年 3 月为天猫医美直播月，头部微博网红@雪梨 Cherie、@张沫凡 MOMO 等头部带货主播纷纷做起了轻医美直播带货专场，帮助网友进行基础医美知识科普，提升总量消费者接受度。

图 30：微博多平台号对面部美学进行科普传播

图 31：多网红素人于社交平台分享医美体验经历



资料来源：微博，德邦研究所



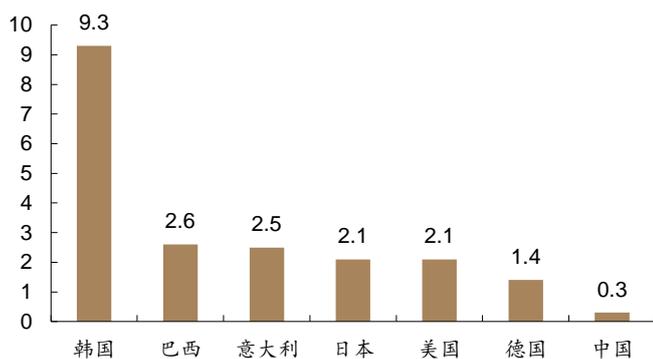
资料来源：小红书，抖音，德邦研究所

1.4. 供给端：监管整顿+资本入局推动医美行业合规化集中化

1.4.1. 行业法规政策指导加速医美行业出清

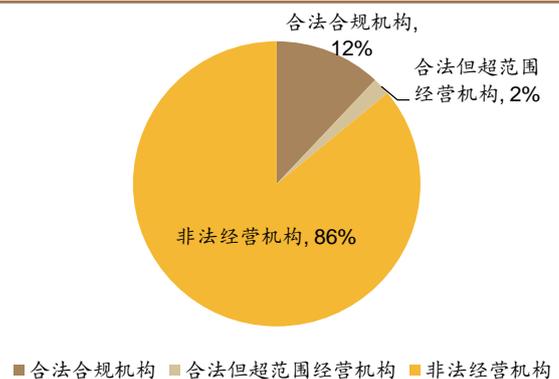
需大于求的市场背景下“黑医生”“黑机构”现象丛生。近年来医美需求飞速上升进入市场快速发展阶段，行业医生和合规合法机构的缺口较大难以快速填补。2019年中国医美行业实际从业医师数量为38343名，但根据中国卫生和计划生育统计年鉴显示，2018年我国整形外科专科医院医师执业（助理）医生数量仅为3690名。然而合格医师人才的培养并非一朝一夕的短期项目，而是数年的学术学习和多年的临床实践，正规医师的培养时长在八年左右（五年的本科+三年的硕士/博士）。我国每十万人口的整形外科医生数量显著低于其他主要国家，2017年韩国美国每十万人口的整形外科医生数量分别为9.3人和2.1人，而我国仅为0.3人。艾瑞咨询报告指出2019年中国超范围经营的医美机构数量超过2000家，而非正规经营医美店铺数量超过80000家，合法合规医美机构行业占比仅为12%。

图 32：2017 年主要国家每十万人口整形外科医生人次



资料来源：艾瑞咨询，德邦研究所

图 33：2019 年合规合法医美机构行业占比



资料来源：艾瑞咨询，德邦研究所

政策监管趋严与指导规范并行，医美行业加速洗牌。从2002年起国家陆续发布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，并对医美器械药品进行更加严格的管控。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，卫健委下发了《关于加强医疗美容综合监管执法工作的通知》，进一步严格整治医疗美容行业打击违法违规黑医美机构。同时中国整形美容协会联合行业力量累计培训5万人次意向转科医师。2021年1月26日，教育部回应“医美专业进大学”建议，称大力支持美容医学学科建设和人才培养工作，根据《学位授予和人才培养学科目录设置与管理办法》，有条件的学位授予单位可根据自身发展和社会需求在临床医学等以及学科下自主设置美容医学相关二级学科。2021年3月两会期间全国政协委员肖

再提出：建议取消医美咨询师，规范医务助理服务。委员肖苒在其《关于加强医疗美容从业人员管理的提案》中指出，很多医美机构设有医美咨询师，大多数都在扮演“市场销售”的角色，无医学背景的咨询师经常避谈医疗风险夸大项目效果而误导消费者，从而引发医美乱象纠纷。国家出台的一系列政策都在不断引导行业各个环节向规范化和健康化发展，驱动良性发展，减少行业负面新闻，保障医美市场秩序的安全稳定。

表 3：我国近年来出台的部分医美监管政策

《医疗机构诊疗科目名录》	1994	卫生部	首次将“医疗美容科”正式列为医疗机构的一级诊疗科目
《医疗机构基本标准》	1994	卫生部	规定了美容医院、医疗美容门诊部、医疗美容诊所及综合性医院医疗美容科等医疗美容机构的基本标准，同时另外规定了整形医院、门诊部、诊所及科室的基本标准
《医疗美容服务管理办法》	2002	卫生部	首次规范了医疗美容行业，规定了医疗美容机构必须取得《医疗机构执业许可证》，医疗美容医师必须具有执业医师资格
《美容医疗机构、医疗美容科室基本标准(试行)》	2002	卫生部	规范美容医疗机构、医疗美容科基本标准
医疗美容机构基本标准(修订意见稿)	2008	卫生部	针对《美容医疗机构、医疗美容科基本标准(试行)》(2002年)进行了修订，规定了医疗美容机构的床位、面积、人员配置等方便的标准
医疗美容项目分级管理目录	2009	卫生部	依据手术难度和复杂程度以及可能出现额度医疗意外和风险大小，将美容外科项目分为四级，针对医疗美容项目进行分级管理
《商务部关于“十二五”期间促进美容美发业规划发展的指导意见》	2011	卫生部	将美容美发业纳入“十二五”服务业发展的总体规划，促进美容美发产业化发展
关于进一步加强医疗美容管理工作的通知	2012	卫生部	重申对医疗机构、美容项目、从业人员、广告宣传、信息化五个方面的管理要求
《国务院关于促进健康服务业发展的若干意见》	2013	国务院	对盈利性医疗机构建设减半征收有关行政事业性收费，纠正各地自行出台的歧视性价格政策，探索建立医药价格形成新体制
《医疗美容机构评价标准》	2014	中国整形美容协会	在全国 7 省、直辖市共 17 家民营医疗美容机构开展《医疗美容机构评价标准》评价试点工作并计划与年内对全国民营医疗美容机构做出评价认证
《医疗美容机构评价标准实施细则》	2015	中国整形美容协会	下发正式版《医疗美容机构评价标准实施细则》，作为 2016 年医疗美容机构现场评价和相关培训的依据

资料来源：清科研究中心，德邦研究所

强监管呈常态，形似打击实为保护。根据态度美学和美呗医美统计，仅 2017-2018 年国家七部委进行了大量的非法打击整治行动。检查非法医美逾十万家，非法售制药品医疗器械的商家仅四万家，并处理了大量违规医疗美容培训、违规医美广告和互联网信息。视情况轻重，相关机构对案件进行了不同程度的行政、司法处罚。可见行业灰色地带广泛存在，但国家整治决心和力度从未松懈。各种严厉监管行为形似打击医美行业，实则在清理铲除违法违规机构医生，改变行业负面混乱的水下市场现状，匡正行业风气保护消费者和各方正规机构，推进行业长期有机可持续发展。**①针对中游药械商：强监管有望帮助其取代非法渠道水货、贴牌货假货的药械地下市场，促使正规药械扩容抢占更多市场份额。****②针对下游服务商：政策趋严取缔违规非法机构，淘汰大量的黑诊所黑医师，加速行业洗牌，2019 年倒闭的医美机构数量超过 2600 家。强监管有利于提升正规机构特别是头部机构的市场占比，加速行业的头部化和集中化。**

表 4：2017-2018 年全国严厉打击非法医疗美容专项行动汇总表

处理情况	非法医美		非法售制药品、器械		违规医疗 美容培训	违规发布 医疗美容广告	违规发布 互联网信息
	无证机构	医疗机构	药品	医疗器械			
检查对象数	75675	40878	23622	15847	5143	29878	19612
案件数	2772	843	393	151	25	251	55
责令改正数	2729	1464	791	246	47	743	77
警告数	868	404	186	170	2	357	34
责令停业整顿数	791	31	25	5	2	51	26
罚款户（人）次	2481	652	326	104	24	109	9
罚款金额（万元）	1993	525	332	139	7.6	257	21
没收违法所得 （万元）	1203	88	183	9	1.1	13	0
吊销行政许可资质	5	28	3	1	0	0	0
移送司法机关	131	8	70	6	3	0	0

资料来源：国家七部委，美呗医美，态度美学，德邦研究所
注：表中为 2017-2018 年七部委联合整顿医疗美容行业成果德邦研究所

医美扶持政策逐步出台，成都海南深圳抢占高地。①**成都**：作为全国医美产业的龙头城市，行业蓬勃发展离不开政府的支持助推。2018 年成都决定根据其优势城市基础打造“医美之都”，市政府同意批复《成都医疗美容产业发展规划》，推动医美行业服务质量而实现供给侧改革。规划中在坚持以市场主导和政府监管的结合条件下，突出发展医疗美容服务业，加快发展医疗美容制造业，延伸发展信息服务等关联产业，着力构建医疗美容产业生态圈。2018 年 6 月 8 日，由成都市人民政府和中国整形美容协会联合举办的第一届成都国际医美产业大会暨“医美之都”高峰论坛在成都正式拉开帷幕。随后成都先后引进培育了八大处等高端医美机构，有效的推动了医美产业高质量的快速发展；成都成立了全国首个医美产业国有投资平台，注册资本一个亿。此外成都还打造有“医美示范街区”、“医美小镇”等概念全方位推动医美产业发展。截止 2019 年 10 月，成都市医美机构 377 家，总诊疗人次 135.95 万人次，处于全国领先水平。②**海南**：2021 年 4 月 8 日海南省在支持医美产业发展政策文件中提到将鼓励知名美容医疗机构落户博鳌乐城，支持国外高水平医疗美容医生依法依规在海南短期行医，推动发展医疗美容旅游产业。海南先行区有望帮助海外先进高端产品率先在实验试行，未来有望在博鳌乐城高端医疗政策加持下，形成海南高端医美-成都中端医美的双子格局。③**深圳**：2021 年 4 月 26 日，深圳市商务局对外发布关于公开征求《深圳市关于加快商贸高质量发展建设国际消费中心城市的若干措施（征求意见稿）》意见的通告。《征求意见稿》提出大力拓展高质量服务消费新场景的部分措施，包括加快推动医美等服务消费产业高质量发展。将围绕产业研发端、应用端和消费端等关键环节，加强规划布局和产业扶持，培育“美丽经济”打造国际知名“医美之都”。成都深圳立足于自身经济基础、城市年轻群体广大且当地消费观念较为开放新潮的特点，在医美之风势不可挡的情况下选择主动迎接潮流，打造服务经济增长新高地，用引导支持的方式帮助医美行业健康良性发展。

图 34：成都 2018 年“医美之都”高峰论坛举办



资料来源：风尚网，德邦研究所

图 35：中国医学院整形外科医院八大处西南中心落地成都



资料来源：成都八大处，德邦研究所

1.4.2. 医美机构百花齐放资本入局加速行业出清

我国医美机构主要分为公立医院系和民营机构系，公立医院系包括公立医院的整形美容科和个别整形外科医院（中国医学科学院整形外科医院），民企机构系包括大型连锁医院、中小型民营整形医院、小型私人诊所等。公立医院系以北京八大处和上海九院为代表，普遍具有良好的医疗技术和声誉，医生科班出身医学背景良好，施术风格偏向保守，客户营销和服务水平较差。由于其权威性和稀缺性，公立机构处于供不应求的状态。民营机构里大型连锁机构以华美、美莱及艺星为代表，一般占地面积较大科室较全，通过线上线下广告大肆宣传进行获客，销售费用占比较高，整体发展受莆田系影响明显。中小型诊所机构经营面积较小品牌力较弱获客难度较大，部分经营灵活的机构转型注重线上 App 营销而重获渠道营销能力，依托医生资源打造精品型诊所模式。

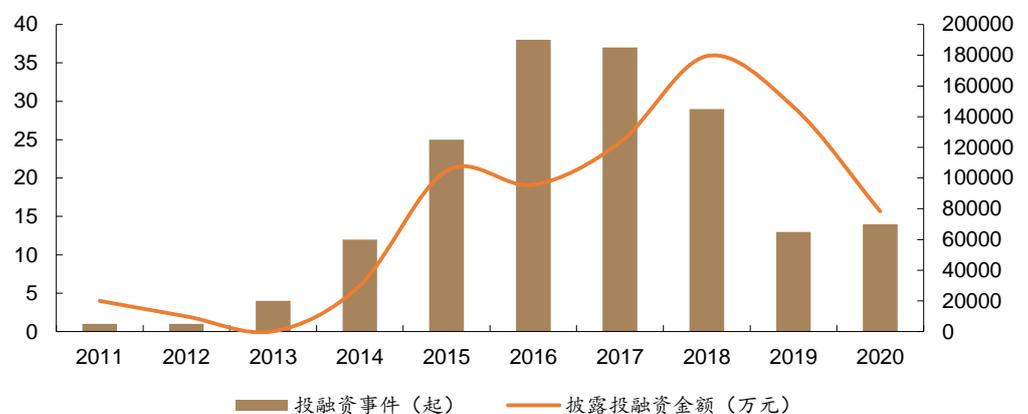
图 36：我国医美机构结构



资料来源：艾瑞咨询，德邦研究所

资本入场加速行业整合与发展。2015 年以来，大量资本开始布局医美行业加速行业进程。上游药械器械商华熙生物、爱美客等逐步登陆二级市场，恒大、苏宁、朗姿股份等产业资本布局医疗机构，红杉资本、经纬、IDG 等资本市场投资者入股医美平台类 APP。2015-2018 年为医美行业的投融资高峰，据统计 2018 年发生约 29 起投融资事件，公开披露的融资金额高达 17.9 亿元人民币，达到历年峰值。2019 年，为打击医美医疗行业乱象，开展了为期一年的医疗乱象专项整治行动，监管政策等影响资本热度略微消退。

图 37：2011-2020 年医美投融资事件数&披露金额



资料来源：艾尔建商学院，企查查，德邦研究所

2020-2021 年，中游医美药械器械主要通过并购和上市募集更多资金用于收

购、技术研发和代理引进 (license-in)。下游机构在疫情冲击的一年里，通过并购的方式进行规模化扩张力图打造更加全国化立体化的商业版图。资本将加速产业成熟，推进药械端通过境内外收购、合作及上市融资壮大管线布局，服务机构端进行优质资产龙头并购整合，整体行业竞争格局呈现头部化集中化趋势。

表 5：2020-2021 年部分中游药械资本市场动态

融资方	简介	轮次	投资方
艾尔建	医美药械生产商	并购	艾伯维
银狐医疗	医美设备生产商	新三板	IPO
中科微针	微针头皮给药技术研发商	PRE-A 轮	重庆中科盈晖基金
爱美客	医美药械生产商	深交所创业板	IPO
High Tech Products	医美设备生产商	并购	华东医药旗下 Sinclair

资料来源：德勤，Wind，德邦研究所

表 6：2020-2021 年部分下游机构资本市场动态

四川米兰柏羽医学美容有限公司	医疗美容机构	并购	
深圳米兰柏羽医疗美容门诊部	医疗美容机构	并购	朗姿股份
四川晶肤医学美容门诊部	医疗美容机构	并购	
西安新鹏爱悦己医疗美容门诊部有限公司	医疗美容机构	并购	
靓颜医疗集团	医疗美容机构	并购	鹏爱医美
上海铭悦医疗美容门诊部有限公司	医疗美容机构	并购	
愉悦美联臣	医疗美容机构	并购	中国天元医疗集团有限公司
广州韩妃医院	医疗美容机构	投资	金发拉比
杭州连天美	医疗美容机构	收购 55% 股权	奥园美谷

资料来源：德勤，Wind，德邦研究所

2. 行业竞争格局：解构上中下游价值链

从产业链看，医美行业主要分为三环：上游原料生产端、中游药械设备生产和下游服务机构及平台端。上游原料端主要由生产医美原料的公司构成，其中能量产的原料以玻尿酸为主；中游由终端医美药械及器械产品研发生产公司组成，技术资质壁垒高且盈利能力较强，国内竞争格局目前较好；下游医美服务端由医美医院诊所和网络医美 O2O 平台构成。中上游行业格局较为集中且盈利能力强，技术资质必备为现有前沿公司筑起护城河；下游医院诊所机构众多格局较为分散，客单价偏高但营销渠道成本高，盈利机构大多净利率偏低至个位数，在政策监管下利好头部连锁品牌化机构；下游 O2O 网络平台轻资产模式盈利状况较好且适应线上化数据化的大趋势。

图 38：医美上中下游产业链解构

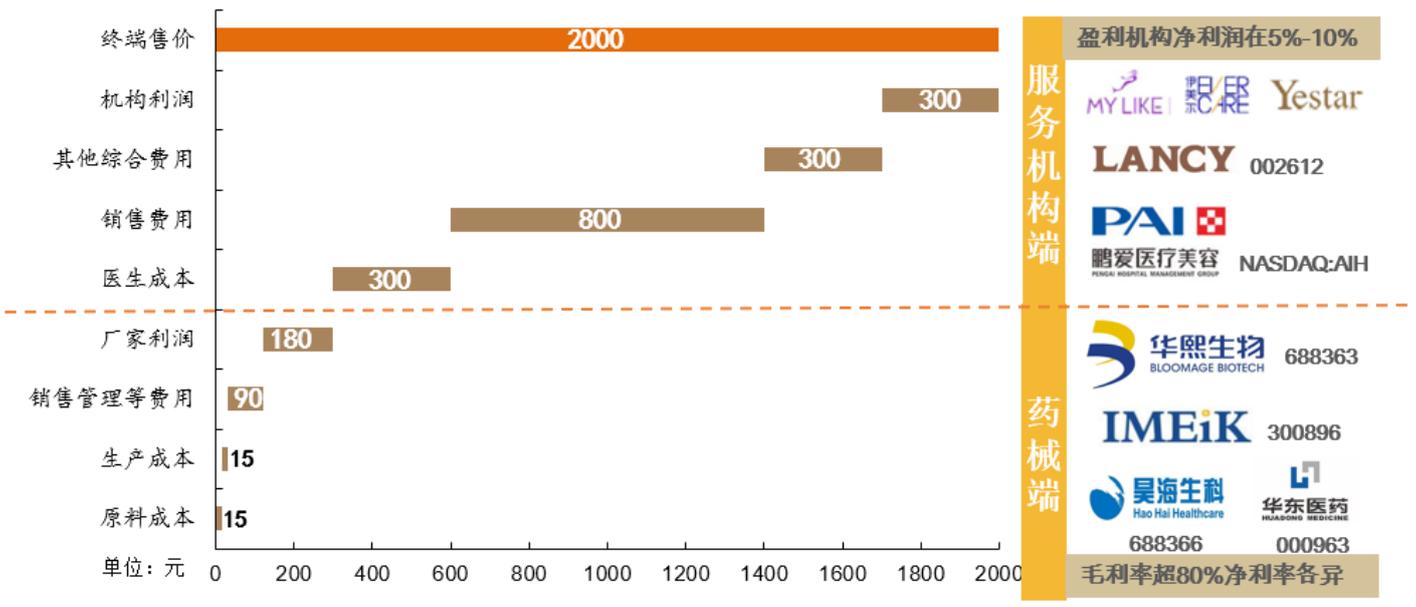


资料来源：Wind，德勤，德邦研究所

玻尿酸产业链价值集中于中上游。以终端玻尿酸医美产品为例，一支玻尿酸针剂价值主要分布于四个环节：上游原料端，中游药械产品端，下游机构服务端及渠道平台端。其中上游原料端和中游药械产品端竞争格局较优越利润率可观，行业壁垒较高且竞争企业较少。而下游服务机构数量众多竞争激烈，2019 年中国具备医疗美容资质的机构约一万三千家，经艾瑞咨询统计，合规机构行业占比仅为 12%。基于激烈的竞争业态，大量机构为生存而参与到“价格战”、“营销战”的红海之中。

我们以一支国产透明注射针剂为例解构其内在价值分布为例：上游原料端毛利水平偏高但总体用量和单价偏低；中游药械端注射针剂单价中等但利润率可观，毛利率处于 90% 左右水平，净利率处于 60% 左右，品牌力产品力兼具的产品对下游有很强的议价能力；下游服务端终端单价高，一只入院价 300 元的透明质酸可在终端销售至 2000 元，而成本结构中 15% 为注射剂成本，15% 为医生费用 15% 为综合管理费用，而渠道销售费用占比偏高可高达 40%。

图 39：一支终端定价 2000 元的国产透明质酸注射针剂内在价值分布



资料来源：Wind，德邦研究所

2.1. 上游原料：以玻尿酸为主，盈利状况良好

主要原料玻尿酸用途广空间大，三类用途各有驱动。我国的医美原料生产端品类较为分散市场体量偏小，主要以玻尿酸原料为主。玻尿酸又名透明质酸（HA, Hyaluronic Acid），具有良好的保水性、润滑性、黏弹性、生物降解性及生物相容性等理化性能和生物功能，在医疗（骨科、眼科、整形外科、皮肤科等）、化妆品及功能性食品领域中应用十分广泛。未来透明质酸行业会随着生产技术和工艺的改进以及透明质酸与人体关系相关领域基础研究的深入，不断拓展新的认知领域和应用领域，全球玻尿酸原料市场销量将呈快速增长态势。玻尿酸原料可按照功能用途分为食品级、化妆品级以及医药级。医药级原料技术准入要求较高且对应高单价，其中注射级可达到 113,831.19 元/千克，但需求空间有限总量偏小。食品级和化妆品级的玻尿酸原料价格相对较低，于玻尿酸原料市场占比九成，总量不可小觑。根据研究机构艾瑞咨询的分析，2019 年全球透明质酸原料销量达到 580 吨，未来五年原料市场将在 2020 年疫情影响短期下滑后保持 26.4% 的高复合增长率，预计 2024 年销量可增长至 1150 吨，届时食品级、化妆品级和医药级玻尿酸原料的销量可分别增长至 554.5 吨、554.3 吨和 41.2 吨。

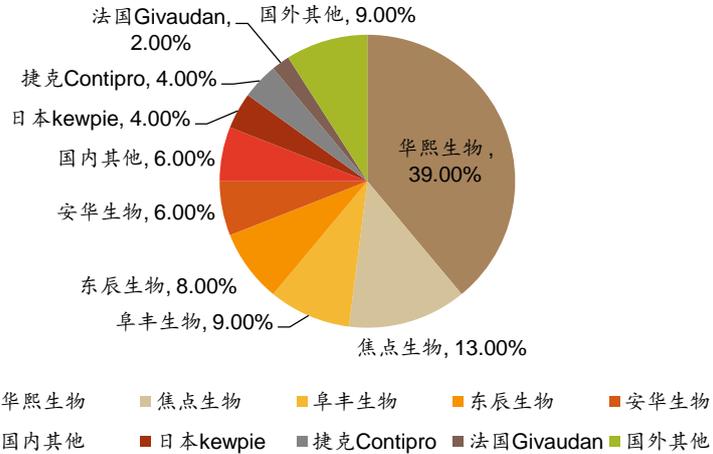
图 40：全球玻尿酸原料市场规模 2015-2024E（单位：吨）



资料来源：Frost&Sullivan，德邦研究所

中国企业占主要地位，利润空间可观。中国作为世界上最大的玻尿酸原料生产销售国，全球销量排名前五大玻尿酸原料生产销售商均为我国企业，且占比高达 81%。华熙生物、焦点生物、阜丰生物、东辰生物和安华生物 2019 年销量分别占全的 39%、13%、9%、8%和 6%，格局集中度高。根据华熙生物招股说明书，近年来原料级玻尿酸综合毛利率高达 75%左右。华熙生物通过收购东辰生物和天津园区建设预计于 2024 年扩产至破千吨，提升全球市场占比，稳固其全球玻尿酸龙头地位。

图 41：2019 年全球玻尿酸原料市场竞争格局（按销量）



资料来源：艾瑞咨询，德邦研究所

2.2. 中游药械：科研资质壁垒偏高，国产渗透下细分产品脱颖而出

2.2.1. 国产龙头逐渐跑出，性价比替代路线空间可期

中游企业技术资质壁垒较高，龙头企业快速布局马太效应渐强。中游产品端企业对医学生物学研究背景门槛要求较高，资金相对密集且项目耗时周期长。在我国医美药械监管严格资质，药监局对于医美终端产品的资质认证批准实行分类管理。获批过程复杂历时较长，产品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而获取准入资质。当下头部企业的技术和资质牌照背景为其筑起较高护城河，新进入者难以在短期 3-5 年内赶超行业龙头。医美产品的消费品属性使其不受医保目录影响，采取独立自主的市场化定价机制，故而盈利能力强利润空间大。近年来华熙生物终端医美产品毛利率位于 85%-90%

区间，爱美客玻尿酸溶液注射剂毛利率更是高达 90% 以上，在产业价值链中拥有得天独厚的利润优势。行业高壁垒铸就稀缺性，且消费医疗属性赋予政策独立性。稀缺性牌照壁垒和政策独立性特点导致了中游终端药械产品的集中格局和高溢价高利润空间。

中游终端医美产品按照功效用途分为三大类：药品类产品、材料类产品和仪器类产品。药品类产品在轻医美项目中使用广泛，大多具有可代谢高粘性的消耗品属性，持续支撑未来强劲的市场空间。药械类产品主要分为肉毒毒素、玻尿酸和胶原蛋白针剂。韩国、美国和瑞典医美药械产品进入国门较早品牌形象过硬，以爱美客和华熙生物为代表的国产企业正在快速崛起强势抢占市场份额。材料类产品主要以隆胸假体、隆鼻假体、隐形牙套等惰性材料为主，总需求量相对较小，美国欧洲产品因特有的市场历史和偏好原因更为成熟。仪器设备类产品以激光、射频及嫩肤类仪器为主，技术要求偏高，美国和以色列企业背靠行业优势于此领域处于多年领先地位，香港复锐医疗科技旗下的飞顿激光处于全球前沿地位。中国医美药械企业和医药转型企业正在通过大量研发投入、代理引进(License-in)和海外并购方式，丰富药品类、材料类和设备类的产品管线，抬升有望弯道超车实现国产补充和乃至替代。

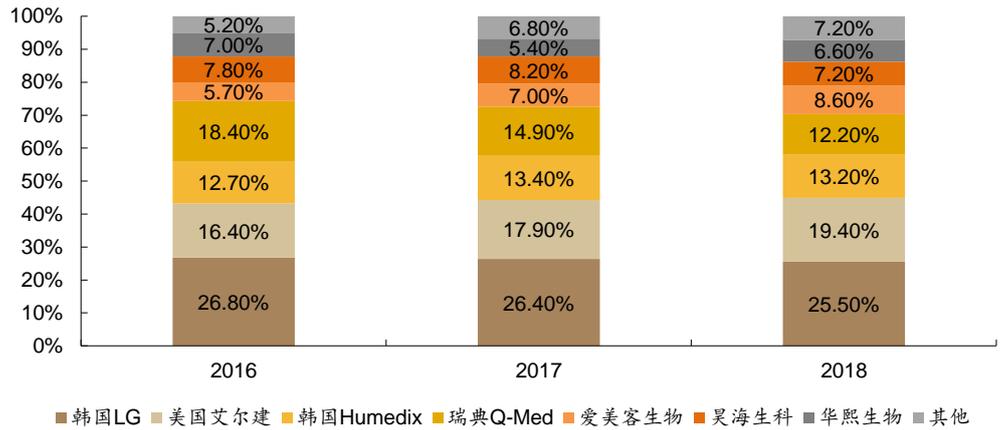
图 42：医美终端产品主要分为三大类



资料来源：CFDA，MobData，德邦研究所

国货崛起，大众路线渗透年轻&下沉消费群体。以药品类产品中的热门注射剂玻尿酸产品为例，行业竞争格局正在发生微妙的转变，中国品牌逐渐打破进口品牌垄断的局面。欧美韩国医美行业起步较早技术相对成熟，其药械产品在我国医美发展初期具有一定的技术和品牌优势。近年来国产品牌陆续推出系列玻尿酸针剂，产品质量在市场培育和经受检验中渐渐获得消费者认可积累口碑。国货品牌的本地基因帮助产品研发更好得捕捉识别消费者需求，陆续推出更能解决国人求美痛点且性价比更高的玻尿酸产品。2016年至2018年，华熙生物、昊海生科和爱美客生物在玻尿酸产品市场的市场份额逐渐提升。按销售金额占比计算，2016年至2018年三大国产玻尿酸注射剂市占率从20.5%提升至22.4%。由于国产产品客单价相比进口品牌偏低，实际案例占有量会更高。随着国货产品不断迭代升级缩小和进口产品的差距，品牌竞争力亦逐渐上升。相较于价位区间为4000元至10000元的进口玻尿酸，价格区间集中在2000左右的国产玻尿酸以平价大众路线更能对接当下年轻化消费者和下沉市场群体的消费能力，未来市场份额增长空间乐观。

图 43：2018 年中国玻尿酸注射针剂产品市场竞争格局（按销售金额占比）



资料来源：Frost&Sullivan，德邦研究所

2.2.2. 市场产品依赖供给导向，多元细分需求有待挖掘覆盖

终端市场产品依赖于有限的过证药械供给，大量显性隐形需求尚未得到满足。海外高端药械品牌乔雅登自 2000 年开始被欧洲用于美容医学，2006 年 6 月受美国 FDA 核准使用，肉毒标杆产品保妥适亦在全球多个国家有超二十年医美运用历史。我国医美行业起步较晚，2008 年第一支进口玻尿酸瑞兰进入中国，2009 年我国第一款国产玻尿酸爱美客逸美获批上市。截止目前，从产品数量和广度来看我国医美药械药品供给都处于较为滞后的阶段。我国药械药品审批流程出于安全性考虑也延缓了终端产品图谱的丰富。在我国介入类医美药械多属于 III 类药械和生物药品，区别于监管和门槛相对偏低的 I 类药械和 II 类药械。III 类药械除医美针剂外主要包括植入式心脏起搏器、角膜接触镜、人工晶体、超声肿瘤聚焦刀及血液透析装置等，是属于具有较高风险、需要采取特别措施严格控制管理以保证其安全、有效的医疗器械。

表 7：医疗器械分类情况

类型	定义	风险程度	产品备案/注册	范围
I 类	通过常规管理足以保证其安全性、有效性的医疗器械	低	产品备案	外科手术器械(刀、剪、钳、镊、钩)、刮痧板、医用 X 光胶片等
II 类	对安全性、有效性应加以控制的医疗器械	中	产品注册	医用缝合针、血压计、体温计、心电图机等
III 类	植入人体，用于支持维持生命，对人体具有潜在危险，对其安全性、有效性必须严格控制的医疗器械	高	产品注册	人工心脏瓣膜、人工关节、血管支架及植入人体体内的止血纱布等

资料来源：NMPA，德邦研究所

III 类药械获得国家 NMPA 注册批准上市需要 2-3 年乃至更长的临床实验时间，审批标准严格耗时长结果不确定性对公司资金等实力亦是考验，导致我国目前市面合规药械药材有限众多显性隐形求美需求尚未得到良好满足的局面。

图 44：我国临床试验及审批注册流程



资料来源：NMPA，德邦研究所

轻医美“刚需”肉毒毒素注射剂入局者增加，从双寡头格局转向“四足鼎力”

肉毒毒素作为一种生物药物注射于肌肉可达到放松肌肉去除静态纹以及萎缩肌肉瘦脸瘦腿的功效。2020 年 5 月之前，我国 NMPA（国家药品监督管理局）批准的注射用 A 型肉毒毒素只有两款，分别为中国“兰州衡力”和美国艾尔建“保妥适”。兰州衡力由我国兰州生物制品研究所生产，1993 年在中国获批用作新药，2012 年才被批准用于整形美容，在全国 29 个省份指定了 77 家经销商；保妥适 Botox 由美国艾尔建公司生产，2009 年被 CFDA 批准用于美容，国药控股分销中心有限公司是其总经销，目前在全国 30 个省份指定了 56 家二级经销商。2020 年 6 月和 10 月英国 Ipsen 旗下吉适（Dysport）和韩国 Hugel 公司乐提葆（Letybo）纷纷上市，国内 A 型肉毒注射剂市场即将形成“四足鼎立”的格局。在过去十年的这段时间，国内 A 型肉毒注射剂市场一直处于低端-高端双寡头格局，新品牌入局供需关系即将改变，定位中端轻奢路线的乐提葆和吉适一定程度上会冲击过去的两极垄断，对高端保妥适高价和低端衡力易耐药都产生一个中间段市场填补替代，从而加剧市场化竞争。

表 8：中国目前获批四类肉毒毒素概况

	保妥适 Botox	衡力	吉适 Dysport	乐提葆 Letybo
产品包装				
生产公司	美国艾尔建 (直销直营)	中国兰州生物制品研究所	英国 Ipsen (高德美)	韩国 Hugel (四环医药引进)
上市时间	1989	1993	1991	2010
国内获批时间	2009	1993	2020	2020
弥散度	小	大	中	中
分子量	900Kda	300/500/900Kda	500/900Kda	900Kda
赋能剂	人血白蛋白	猪明胶	人血白蛋白	人血白蛋白
见效时间	一周左右	一周左右	1-2 天	一至两周
终端价格	高价位 2500-5000 元/100 单位	大众价位 800-2000 元/100 单位	偏高价位 (单位计量与其他产品不同)	偏高价位

资料来源：新氧 App，好大夫在线，全联学院，德邦研究所

肉毒毒素需求将持久稳定，多药企着眼布局看好远期空间。我国目前肉毒毒素主要消费者仍为年轻群体，以瘦脸瘦腿和祛皱为主，产品代谢周期在 6 个月左右。相较于欧美地区肉毒毒素多作用于日常去皱维养，我国长期抗衰的肉毒毒素空间尚未发掘完全。我们认为现在消费肉毒毒素瘦脸针的 80 后 90 后，随着时间流转将来大多会成为持续消费肉毒去皱功效的客户，未来肉毒毒素消费空间持久稳定。同时我国截止 2021 年 5 月仅四款 A 型肉毒毒素通过 NMPA 审批进入水上合规市场，大量韩国肉毒毒素产品和欧美产品泛滥于水下市场。着眼市场布局，目前已有华东医药和 LG 化学已达成针对中国市场的肉毒毒素相关协议，爱美客

(Hutox)、复星医药 (RT002) 和大熊制药 (Nabota) 已进入临床阶段, 精鼎医药 (Xeomin) 已完成临床试验。参考医美大国韩国肉毒毒素呈现国产进口、中低高端各品牌百花齐放的竞争格局, 我国肉毒毒素市场在迅速且持续扩容的同时亦有被多品牌瓜分的高度可能。

表 9: 截止 2020 年 5 月计划登陆大陆市场的肉毒毒素产品进展

品牌	生产公司	代理企业	研究审批阶段
Hutox 橙毒	韩国 Huons	爱美客	临床试验阶段
The Toxin	韩国 Jetema	华东医药	达成协议
Xeomin	德国 Merz	精鼎医药	临床试验已完成
Nabota 绿毒	韩国大熊制药 Daewoong	大熊制药伟业	临床试验阶段
Rentox 红毒	韩国 Pharma Research Bio	LG 化学	达成协议
RT002	美国 Revance	复星医药	临床试验阶段

资料来源: Wind, 药物临床试验等级与信息公示平台, 德邦研究所

玻尿酸赛道拥挤同质化程度偏高, 差异化竞争大势所趋。玻尿酸注射剂主要分为填充塑性和皮肤水光保护剂两类。玻尿酸注射剂作为医美中端产品必争之地, 多家药械商皆有布局, 截止目前约有 17 家公司的玻尿酸注射剂已获得 NMPA 三类药械注册证。除了艾尔建乔雅登系列独占高端段几乎无竞品可言, 其他品牌玻尿酸产品同质化现象较高。我国国产的玻尿酸大多位于中低端带且品牌力相对较弱, 较难形成独特的营销记忆点。而爱美客嗨体、双美胶原蛋白针嗨体“熊猫针”和华熙生物“双子御龄针”洞察消费者显性隐性痛点, 分别精准定位颈纹、眼周黑眼圈和静态纹细分市场, 填补差异化空白领域, 从而打造“项目=产品”独占局面。

表 10: 国内拥有医疗器械证书的主要玻尿酸注射剂公司情况

序号	公司名称	国家/地区	主要产品的商品名	首款产品取得国内医疗器械注册证书时间
1	Q-Med AB	瑞典	瑞蓝 II、瑞兰唯堤	2008.12
2	爱美客	中国	逸美、宝尼达、爱茉莉、嗨体、冻活针	2009.10
3	华熙生物科技股份有限公司	中国	润百颜、润致	2012.07
4	LG Life Sciences, Ltd.	韩国	伊婉	2013.07
5	上海其胜生物制剂有限公司	中国	海薇、姣兰	2013.09
6	北京蒙博润生物科技有限公司	中国	舒颜	2014.02
7	科研生物科技股份有限公司	中国台湾	法思丽	2014.04
8	Humedix Co., Ltd	韩国	艾莉薇	2015.01
9	Allergan	美国	乔雅登	2015.05
10	杭州协合医疗用品有限公司	中国	欣菲聆	2015.07
11	和康生物科技股份有限公司	中国台湾	肤美登	2016.04
12	CROMA GmbH	奥地利	Princess Volume	2017.05
13	山东凯乐普生物工程有限公司	中国	玻菲	2017.07
14	常州药物研究所有限公司	中国	碧萃诗	2018.03
15	大熊制药	韩国	婕尔	2019.03
16	菲洛嘉	法国	Art Filler	2019.11
17	吉诺斯	韩国	蒙娜丽莎	2019.12

资料来源: 爱美客招股书, 德邦研究所

填充塑形进入再生 2.0 时代。华东医药近期引进的 Ellanse “少女针” 获批上市, 瞄准东亚“童颜少女感”市场助推填充剂进入 2.0 持久再生时代。少女针主要由 30%PCL (微型晶球聚己内酯) 和 70%CMC (PB-S 生物降解材料) 构成, 具有填充塑形+胶原刺激再生的双重功能, 针剂属于活性可代谢材料但效果可维持 2-4 年之久。爱美客亦着眼长效塑形紧致领域, 于 2012 年推出长效玻尿酸产品宝尼达后, 目前正在进行“童颜针”的在研项目对标法国明星产品 Sculptra 塑然雅。医美药械龙头纷纷跟进国际市场前沿再生产品, 发力抗衰填充领域, 通过自研+代理引进+外延投资方式扩充产品管线, 通过优质且有差异化竞争优势的填充产品打

造营收增长点。

表 11：四大类填充剂差异化竞争

	玻尿酸注射剂	“少女针”	“童颜针”	胶原蛋白注射剂
代表产品	乔雅登	Ellanse	Sculptra	双美胶原蛋白
基础材料	玻尿酸（HA）	PCL+CMC	PLLA	胶原蛋白
刺激再生能力	-	较强	强	弱
材料硬度	分子大小不同硬度不同	中等	中等	偏软
主要功效	填充塑形	即时填充、饱满再生胶原蛋白、改善肤质、提升紧致	饱满再生胶原蛋白、改善肤质、提升紧致	填充精细部位
施打部位	根据分子不同可注射于额部、鼻背、脸颊、下巴、卧蚕及唇部等	苹果肌、太阳穴、额头及法令纹改善等	额头、太阳穴、眼周、苹果肌、老化纹路等	主要用于眼周
效果呈现	即时填充	即时填充+逐渐显现	逐渐显现	即时填充
术后管理	无	无	需要按摩施打部位	无
持续时间	分子大小不同时间不等	型号不同 1-4 年	2 年左右	3 个月左右

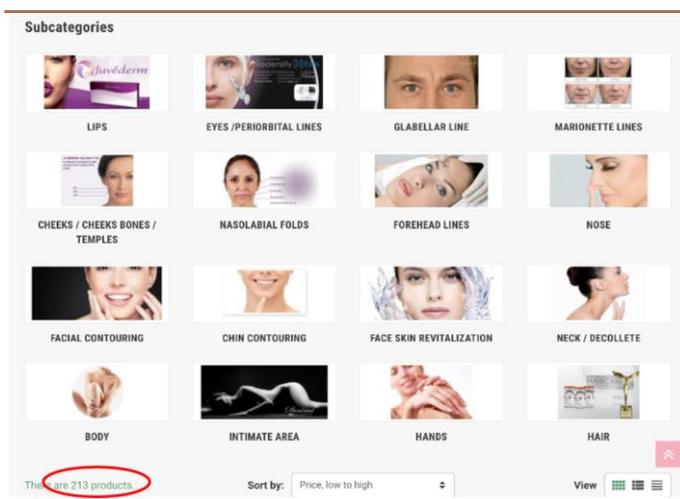
资料来源：新氧百科，Ellanse 官网，Sculptra 官网，德邦研究所

细分化多元化产品深挖潜在需求空间。 医美成熟发达的欧洲地区拥有上百个品牌及细分品类专注于轻医美注射。法国等欧洲市场消费者可自行在药妆网站和药店购买获 CE 认证的医美药械产品。我们观察到境外药房网站其医美药械类产品可高达两百余种，网站将产品根据唇部、眼周、法令纹、鼻部、手部乃至头皮头发等进行分类，种类细分繁多产品各有针对，从而形成细分化差异化供给局面。

①**水光美塑产品：**以近年来风靡东亚的水光针为例，目前我国 NMPA 批准的 III 类药械真皮水光注射剂仅有润致、爱美客冻活针和瑞兰唯瑛。由于水光市场近年来需求旺盛，大量 I 类、II 类药械乃至妆字号产品正处于灰色地带被运用于真皮层中胚层注射。而水光注射疗法和起源于欧洲的美塑疗法（Mesotherapy）属于统一原理，即医师采用注射等微创方式将药物及其他活性物质导入皮下组织进行皮肤修复抗衰老治疗。而欧洲市场通过 CE（CONFORMITE EUROPEENNE）安全认证的美塑产品品牌繁多种类各异。以西班牙知名美塑品牌 BCN 为例，通过 BCN Classics 和 BCN Cocktails 两大系列为市场提供各种皮肤问题的解决方案，如皮肤老化、局部脂肪、斑点、毛发脱落、松弛、妊娠纹等。

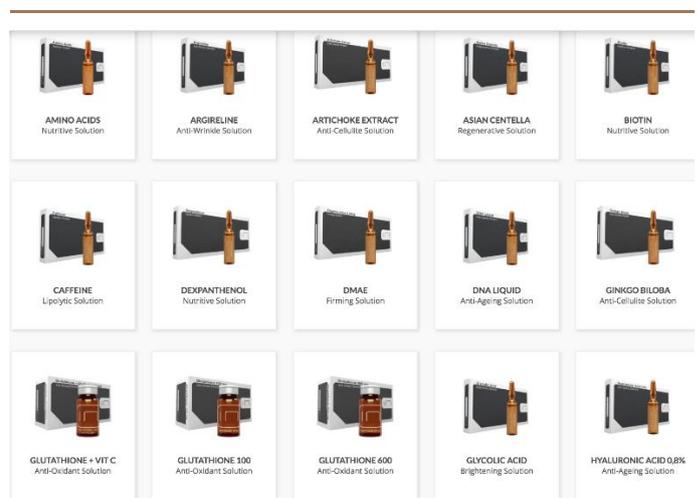
②**精雕塑形产品：**以瘦为美的流行审美趋势下，精雕塑形的需求尚未良好满足。艾尔建于 2005 年推出针对双下巴的去氧胆酸溶脂针剂但尚未进入中国地区，韩国英国等地区的各类溶脂消脂针正泛滥于我国灰色地下市场。爱美客亦在募投项目布局消脂作用的去氧胆酸生物药物，复锐医疗科技旗下孵化平台正在开发大陆第一款注射类溶脂产品 RZL012，此类产品一旦试验获批后将有望成为市场新的增长点。

图 45：法国药房线上在售医美注射剂多达两百余种



资料来源：FrenchHealth，德邦研究所

图 46：西班牙医美美塑品牌 BCN 产品种类多样



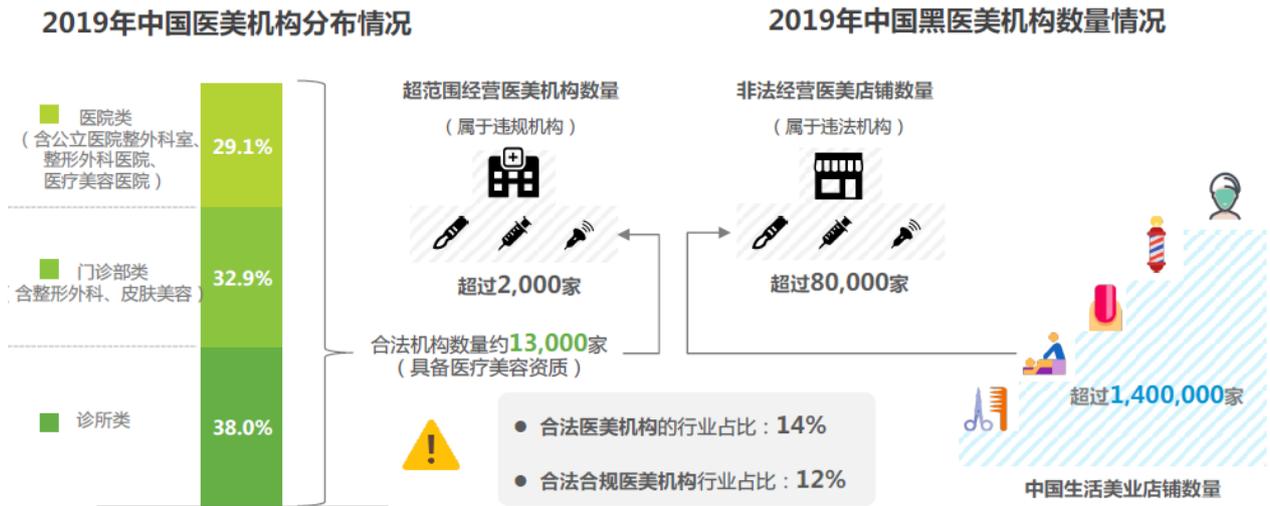
资料来源：BCN 官网，德邦研究所

2.3. 下游服务：机构竞争激烈，头部连锁市占率提升

2.3.1. 服务机构众多庞杂，头部加码扩张整合

医美机构数量庞杂，合法合规机构占比甚微。2019年，我国具备医疗美容资质的机构约13,000家，其中医院类占29.1%、门诊部类占32.9%、诊所类占38.0%。国家对不同等级的医疗美容机构所开展的医疗美容项目都做出了严格规范与限制，然而，在合法的医疗美容机构当中，依然存在15%的机构超范围经营的现象。消费者相关法律知识欠缺以及监管政策落地需要一定时间，导致行业大量黑机构黑诊所位于水下，处在监管真空状态。截止2019年底，合法医美机构和合法合规医美机构的行业占比分别仅为14%和12%。

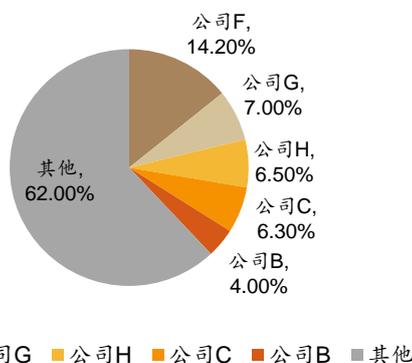
图 47：2019 年中国医美机构合规程度低



资料来源：艾瑞咨询，德邦研究所

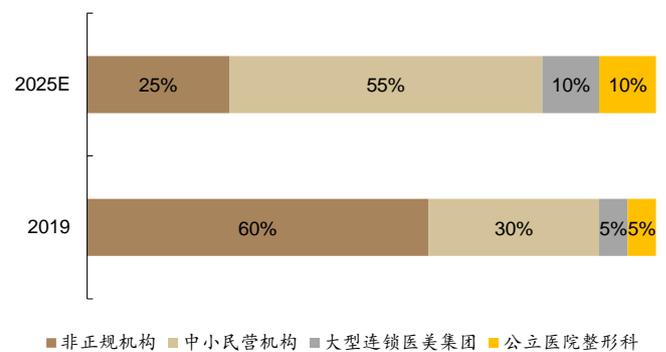
合规政策红利下，服务机构分散格局将加速整合。目前我国医美机构集中度偏低，且非正规机构多，全国机构CR5不及10%。以国内医美发达的区域上海为例，按收入计算，2019年上海市第一大市场参与者占据的市场份额约为14.2%，而第二大至第五大市场参与者占据的市场份额为23.8%，合计38.0%。德勤咨询预测，在2025年，中国医美行业非正规机构占比将下降至25%，中小型民营机构占比过半达55%，而大型连锁医美集团和公立医院整形科占比将双双翻倍至10%。随着出台的监管政策趋严、消费者理性化回归、资本加速孵化及行业自然的淘汰整合，相信正规机构头部机构未来将占据更多的市场份额，行业的竞争发展状况也将更加的稳健合规。

图 48：2019 年上海头部五家医美机构收入总占比 38%



资料来源：Frost&Sullivan，德邦研究所

图 49：2019-2025E 中国医美行业竞争格局转变



资料来源：德勤，艾瑞咨询，艾媒数据中心，德邦研究所

渠道销售成本较高，盈利模式有待优化。下游服务机构格局分散项目同质化严重，利润空间受到上下游共同挤压。上游终端产品议价能力较强，下游消费者

可选机构众多客户忠诚度和粘性有待运营突破。近年来服务机构新进入者数量的激增，导致机构依靠大量的线上线下载营销乃至低价竞争进行引流获客。目前行业内平均销售费率偏高达 30%-50%，医生分成占比为 20%左右，大多盈利的机构净利率维持在 10%左右，盈利模式亟待优化提升。

品牌化之路:医美服务机构发展经历四个阶段：起步阶段、跃进阶段、竞争阶段和精细化阶段。起步阶段机构重在开辟新客户，迅速占领市场，行业进入门槛较低。跃进阶段为以营销为驱动，医院迅速扩张建立基本服务体系，借助营销手段获取新客。竞争阶段中资本涌入催生商业重组，医美格局重新洗牌，关注医美产品与服务。而精细化阶段医美格局将较为稳定，服务形成不同梯队，品牌价值成为客户消费的关键考量因素。目前大多区域优质机构正在进行经历竞争阶段并开始布局着眼于精细化品牌打造。会员资产和运营能力将成为服务机构的核心品牌竞争力，而以复购老客率为基础的品牌竞争力区别于靠砸钱买量带来的知名度，可帮助品牌龙头机构降低渠道销售费用占比提升利润空间。

图 50：我国医美服务机构正在经历第三步竞争阶段



资料来源：2021 美沃斯医美大会公开资料整理，德邦研究所

资本化之路:多区域龙头通过自建和收购并购的方式进入跑马圈地“开店潮”。截止目前，我国连锁机构主要包括美莱（34 家）、鹏爱（21 家）、艺星（19 家）、朗姿（18 家）、华韩医美（15 家）和伊美尔（11 家）。近两年来自不同行业的公司加码医美产业转型，一级二级市场上优质的医美服务机构资产正在被快速交易。2020 年 7 月朗姿股份以 1.78 亿元对旗下高端综合医院米兰柏羽进行 30% 的少数股权收购。2021 年金发拉比 2.37 亿元收购广东韩妃医院 36.00% 股权，奥园美谷 6.97 亿元并购浙江医美龙头连天美 55% 股权。服务机构端优质资产稀缺且价格不菲，打造医美区域龙头和规模化开店对稳定长期的现金流支持有较高的要求。未来由资本加速的行业整合格局将持续，看好头部化机构在政策红利和资本助力下市占率进一步提升。

连锁化实现品牌优势与成本优势。观察到近期多家非药企的机构（例如金发拉比、奥园美谷等）从其他赛道切入医美服务端，并购+自建的方式进行圈地扩张。连锁化终端服务机构的形成并非仅限于同属一个集团，更重要的是通过形成连锁而在消费者前端实现品牌一致化、营销统一化、产品服务标准化，发挥品牌效应占领消费者心智，进而降低下销售渠道费用；在集团后端实现后台集约化和管理的协同化，降低管理和采购等成本，发挥连锁化经营势能。

图 51：区域龙头全国连锁在资本助力下逐渐跑出



资料来源：2021 美沃斯医美大会公开资料整理，德邦研究所

2.3.2. 线上平台业务助力拓客转型，医美电商社区再塑营销模式

营销模式逐渐转型，多渠道运营为拓客维护关键。 医美行业营销模式近年来在数字化线上化的大趋势下发生转变，从依靠传统媒体到如今的多渠道运营经历了三个阶段。2007 年以前，医美机构依赖传统媒体的广告模式进行传播和获客，例如户外广告牌和报纸杂志等，费用较高覆盖面积较大但精确性偏低。2007 年至 2015 年，医美机构的营销进入线上化的百度竞价时代。以莆田系为代表的医美机构大量在百度搜索引擎平台进行排名购买，但实际总体转化率不太理想。2016 年“魏则西事件”爆发成为了营销趋势的拐点，公众舆论对百度的竞价机制和百度呈现信息的可信度进行热议探讨，导致百度的广告竞价策略公信力下降。医美机构从此另辟渠道，寻求更精准、更经济以及转换率更高的营销模式直击医美消费者。2016 年之后，中国电商经济的时代来临，线上医美平台纷纷涌现初现雏形，机构转型发力 O2O 机构、社交平台及短视频等平台进行多渠道多维度营销获客及维护。

图 52：机构渠道获客模式转变

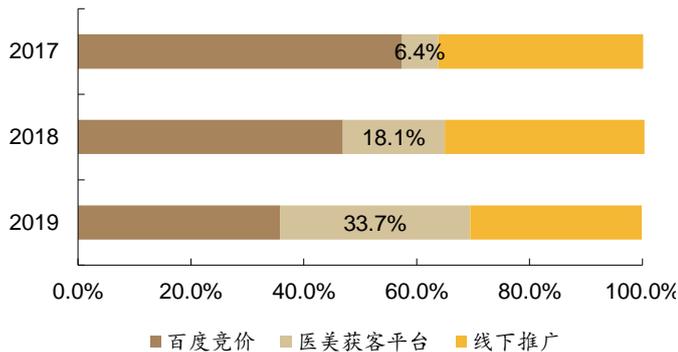


资料来源：Mobdata，德邦研究所

O2O 平台脱颖而出，线上电商齐发力。 2016 年以来，以“新氧 App”为代表的垂直型 O2O 线上平台崛起，逐渐成为头部机构的主要营销投放渠道。头部机

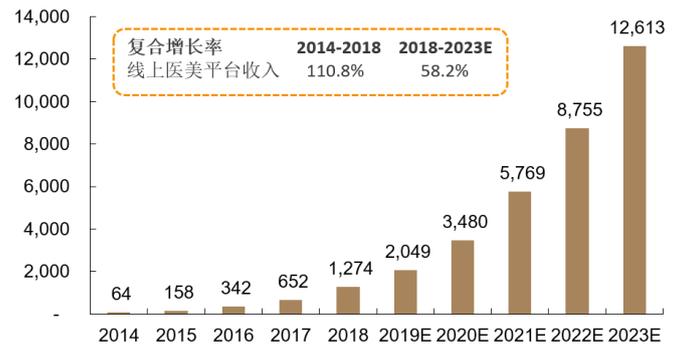
构在医美获客平台的投放占比从2017年的6.4%增至2019年的33.7%，超过了百度竞价和线下推广渠道。同时，线上医美服务平台市场规模迎来爆发式增长。根据新氧招股书，2018年线上医美服务机构总收入为12.74亿元，2014年-2018年的年度复合增长率高达110.8%，并预计2023年扩容至126.13亿元。嗅觉灵敏的电商平台也参与进医美服务的线上抢夺战中。电商龙头天猫健康、京东商城与本地生活平台美团App、大众点评App都纷纷入局，依托巨大的客户流量池力争打造各具特点的线上医美业态。多元化的医美线上营销和服务模式帮助医美机构更精准得获客与后续维护运营，降低了营销费用；此外第三方线上平台铺开加速行业的透明化，改善过往行业信息不对称的状况，一定程度上维护了求美者权益。

图 53：2017-2019 头部医美机构广告投放占比



资料来源：德勤，德邦研究所

图 54：2014-2022E 中国线上医美平台收入剧增（单位：百万）



资料来源：Frost&Sullivan，德邦研究所

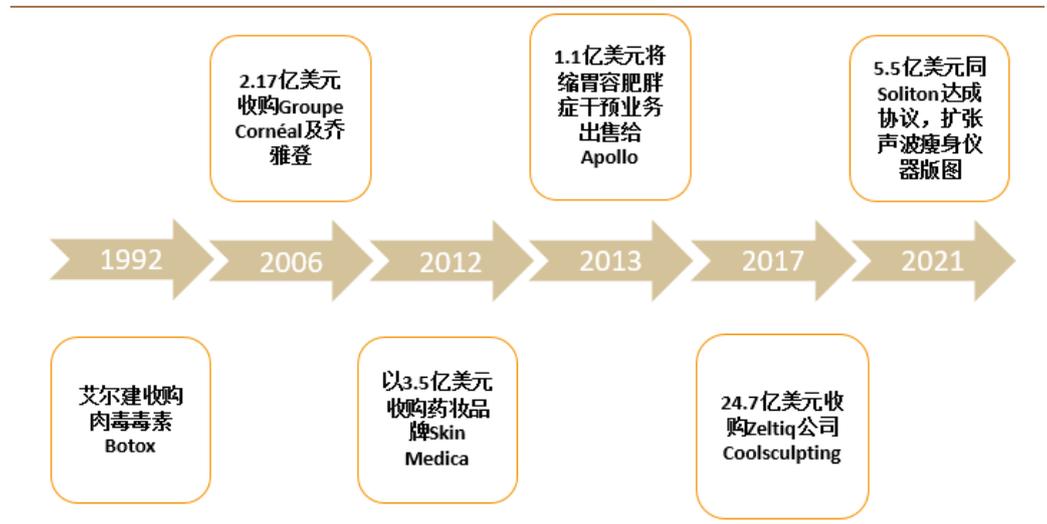
3. 海外中下游成熟业态照见或经成长路径

3.1. 药械：领头羊艾尔建遥遥领先，产品+服务提升行业高度

3.1.1. 坚定拳头产品路线突围，肉毒、玻尿酸和身体塑形树立行业标杆

“坚石型”收购路线，多年产品前瞻布局打造一流医美帝国。全球医美龙头艾尔建(Allergan)以1992年收购肉毒毒素保妥适为起点，后续通过收购医诺美、Groupe Cornéal实验室等公司，将医美产品线拓展至真皮填充剂、美胸假体产品和肥胖干预设备等，覆盖医美耗材、医美药品及医美设备多个领域，打造了拥有高技术壁垒的综合性医美产品版图，不断建立起全球化的竞争优势。2017年2月艾尔建以29亿美元收购美国再生医学专业公司LifeCell，其再生医药业务与艾尔建的医疗美容可产生协同效应。2017年4月，艾尔建以24.8亿美元收购Zeltiq Aesthetics，产品矩阵再度丰富，非侵入式冷冻溶脂酷塑设备(Coolsulpting)的问世帮助身体塑形进入了新纪元。2021年5月公司再次聚焦身体塑形与Soliton达成5.5亿美元收购协议，将其声波塑形设备纳入版图完善医美产品图谱。

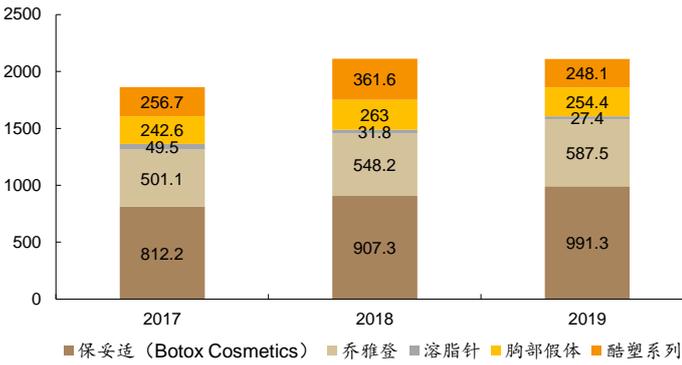
图 55：艾尔建“坚石型”收购扩张产品版图



资料来源：Wind，公司官网，德邦研究所

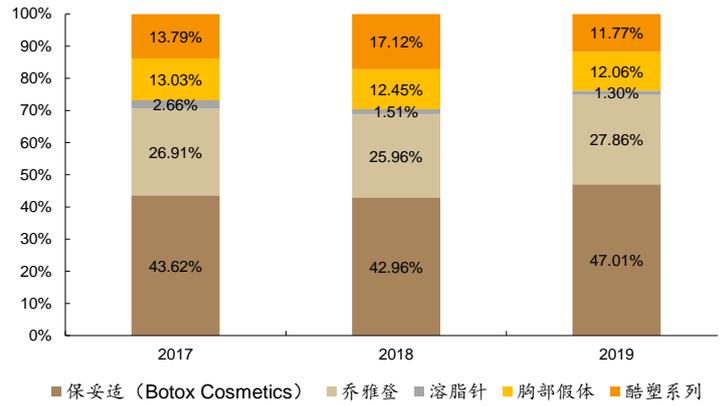
截止2019年，艾尔建把旗下的医美板块按照运用范围分为面部美学（保妥适、乔雅登和溶脂针）、整形（胸部假体）和身体塑形（酷塑设备及耗材）三大板块，其中2019年度面部美学板块的收入占比达76.17%，其中保妥适占比尤为突出高达47.01%。整形板块（胸部假体）和身体塑形板块（酷塑设备及耗材）收入较为稳定，随着全球医美逐渐发达消费者关注点将从单纯的面部改善转移至全身的形态管理，未来空间广阔。

图 56: 2017 年-2019 年艾尔建医美板块收入 (单位: 百万美元)



资料来源: Wind, 德邦研究所

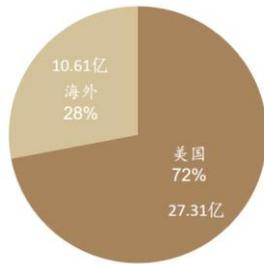
图 57: 2017-2019 年艾尔建医美收入中保妥适 (Botox) 比重近半



资料来源: Wind, 德邦研究所

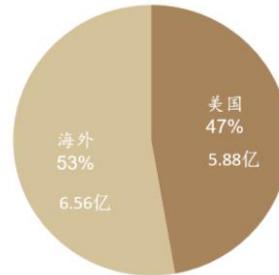
2020 年 5 月 8 日, 艾伯维宣布以 630 亿美元收购艾尔建的计划完成, 从此艾尔建改名为艾尔建美学(Allergan Aesthetics)。从收入层面来看, 两家公司合并后将超越诺华和默沙东, 成为全球第四大制药商。艾尔建美学旗下的保妥适(Botox)肉毒毒素和乔雅登玻尿酸(Juvederm)分别代表着肉毒毒素和玻尿酸注射剂的领域前沿尖端水平, 拥有领先的市占率和行业地位。艾尔建医美产品销售市场本土海外均已打开, 境外销量占比可观。2019 年度, 保妥适(Botox)肉毒毒素美国境内和海外销售额分别为 27.31 亿美元和 10.61 亿美元, 乔雅登玻尿酸(Juvederm)美国境内和海外销售额分别为 5.88 亿美元和 6.56 亿美元。

图 58: 2019 年保妥适美国境内销售占比达七成 (单位: 美元)



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 59: 2019 年乔雅登境外销售占比过半 (单位: 美元)



资料来源: Wind, 德邦研究所

玻尿酸注射剂管线产品丰富系列化呈现。乔雅登系列迭代更新推出的产品满足分子从小到大、维持时间从短至长的多元需求。乔雅登系列产品不仅具有独特的柔顺均匀特质, 而且形成的凝聚性三维基质使凝胶内强度更高, 凝胶不含颗粒, 注射后拥有自然柔滑的触感, 不容易被降解疗效更为持久。目前中国大陆地区乔雅登引进了 U 系列(雅致和极致)和 V 系列(丰颜、缇颜和 Volbella), 分别运用了 HYLACROSS 和 VYCROSS 生产技术, 价位偏高专攻高端奢侈玻尿酸路线。

表 12: 艾尔建乔雅登 (Juvéderm) 大陆已获批系列产品图谱

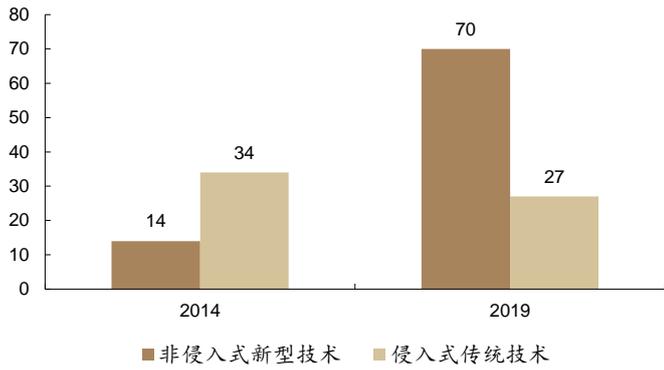
乔雅登雅致 Juvéderm ULTRA®	HYLACROSS	用于注射到面部真皮组织的中层到深层部位，以纠正中度鼻唇沟皱纹。	2*0.8ml 每盒	
乔雅登极致 Juvéderm ULTRA PLUS®	HYLACROSS	用于注射到面部真皮组织的中层到深层部位，以纠正中度鼻唇沟皱纹。	2*0.8ml 每盒	
Juvéderm VOLBELLA	VYCROSS	中国大陆首个应用于丰唇及矫正口周皱纹的透明质酸钠产品 含利多卡因	2*1ml 每盒	
乔雅登丰颜 Juvéderm VOLUMA	VYCROSS	用于面部深层（皮下和/或骨膜上）注射，以重塑面部容积	2*1ml 每盒	
乔雅登缇颜 Juvéderm VOLIFT	VYCROSS	用于面部真皮组织注射，以纠正中重度鼻唇沟皱纹。 利多卡因存在目的是为减少治疗过程中的疼痛。	2*1ml 每盒	

资料来源：乔雅登公司官网，德邦研究所

“冻龄神器”全球领先。保妥适 (Botox) 作为全球著名的除皱抗衰老针剂，是目前唯一在医美临床方面拥有 19 年历史销往一千余国家的 A 型肉毒毒素注射剂。根据立木信息咨询，保妥适 (Botox) 作为是全球肉毒毒素市场份额第一的龙头产品，其全球份额曾经一度高达 86%，截止 2020 年保妥适 (Botox) 产品仍保持在 65% 以上。肉毒毒素在医美主打两个功能：除皱、瘦脸。肉毒毒素的除皱功能主要针对眉心纹、抬头纹、鱼尾纹等动态皱纹。通过阻断神经与肌肉间的神经冲动，使过度收缩的肌肉放松从而而达到除皱的效果。同时肉毒毒素可注射于咬肌、腓肠肌等而促使肌肉一定程度萎缩，让面部和小腿线条轮廓更流畅美观。同时，艾尔建美学正在研发一种专门针对咬肌和颈阔肌的保妥适细分产品，预计 2024-2025 年能在美国获批入市。

“黑科技”入局，关注非侵入式身体塑形增量空间。艾尔建追踪关注医美发达地区的更多需求，在面部改善的基础上对身体塑形进行创新性产品研发。2014-2019 年间，美国的塑形疗程正在从侵入式为主转为以非侵入式为主，截止 2019 年非侵入式疗程数达 70 万次，远超传统侵入式疗程数 27 万次。非侵入式疗程数大幅增长也带动了总疗程数的增长。酷塑无创式的身体塑形设备从推出以来重新定义了赛道，为消费者提供了全新的身体塑形解决方案。酷塑 (Coolsculpting) 是一种名为冷冻减脂而帮助求美者达到塑形瘦身效果的无创医美治疗设备。酷塑仪器透过约 4~5°C 的低温治疗器，将冷冻波靶向传递至脂肪较多的部位，触发至细胞凋亡的温度使目标脂肪细胞自行凋亡，然后再通过身体的自然代谢过程排出体外，从而使得该区域脂肪细胞数量减少求美者身体轮廓更加紧致苗条。同时酷塑系列为了满足消费者更高的要求，已推出新产品 Cooltone 同酷塑搭配组合发挥 1+1>2 的效果，针对体内的不同组织最大程度地获得瘦身塑形的效果。如果想要使用该系列产品而打造更加紧实的腹部，可以使用酷塑冷冻掉一些顽固的腹部脂肪，并使用 Cooltone 来收紧腹部肌肉打造健美轮廓。2021 年 5 月，公司以 5.5 亿美金收购身体塑形声波设备公司 Soliton，乐观看好医美需求升级大背景下消费者对身型轮廓塑形紧致需求。

图 60: 美国 14-19 年侵入式&非侵入式整形疗程数 (单位: 万次)



资料来源: The Aesthetic Society, ASDS, 德勤, 德邦研究所

图 61: 酷塑系列中 Coolsculpting 和 Cooltone 各有针对



资料来源: Coolsculpting 官网, 德邦研究所

药械龙头坚定全面布局, 自研+外延投资+代理引进抢占市场高地。根据国际药械龙头研发布局经验, 我国药械设备龙头在产品管线方面亦积极扩充, 立足优势细分赛道前瞻消费者未满足和潜在的需求, 通过自研+外延投资+代理引进三大类在肉毒毒素、玻尿酸填充剂、长效再生填充剂、皮肤保护剂、线雕线材、光电能量设备、身体塑形设备和溶脂针方向都均有布局。从目前的格局来看, 爱美客布局较早先发优势明显, 华熙生物立足玻尿酸优势进行业务延伸, 华东医药多产品线全球化布局定位高端, 昊海生科着重于玻尿酸和肉毒毒素, 四环医药凭借轻奢中端肉毒毒素打开医美空间, 复锐医疗科技基于强大光电设备和研发能力有望继续拓展空间。

表 13: 中游药械公司目前布局

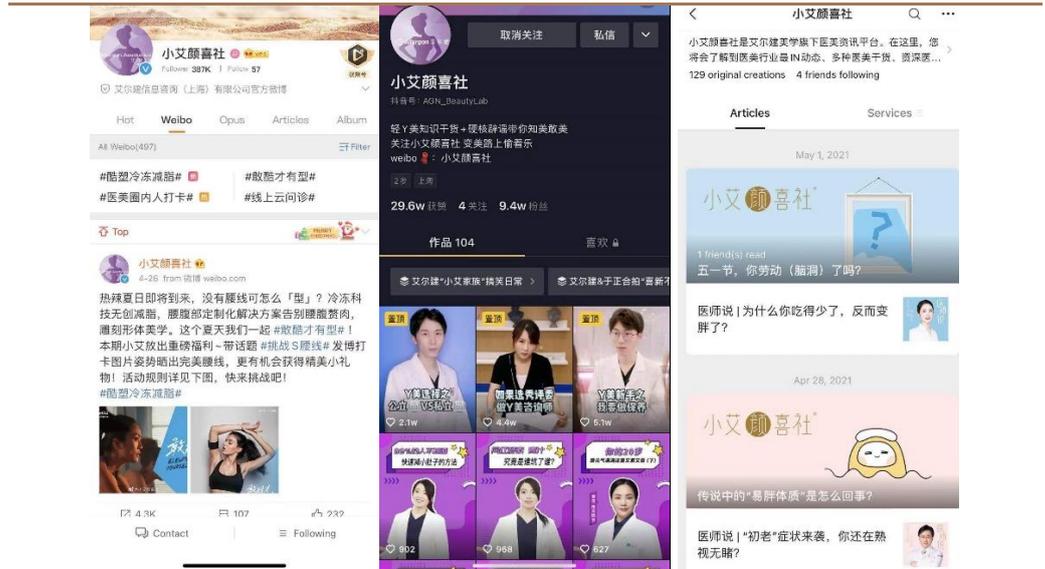
	爱美客	华熙生物	华东医药	昊海生科	四环医药	复锐医疗科技
肉毒毒素	Hutox 进入临床试验阶段		与韩国 Jetema 合作协议	投资 Eirion	代理引进乐提葆已上市	
玻尿酸填充剂	已有嗨体、爱芙莱等多产品线上市	已有润致、润百颜产品线上市	代理 LG 伊婉玻尿酸	已有姣兰、海薇、海魅系列上市	与韩国 Hugel 合作引进玻尿酸产品	
长效再生填充剂	宝尼达已上市、童颜针在研		少女针 Ellanse 获批上市			
皮肤保护剂 (水光)	本活泡泡针	润致娃娃针已上市、收购法国 Revitacare				旗下有管线 Prophilos 尚未进入大陆
线雕线材	紧恋已上市		Silhouette 在海外销量佳, 大陆进行临床试验中			
光电能量设备			R2 预计七月上市 收购 High Tech 系列光电脱毛设备	EnzyMed 已上市 有望引进旗下 Recros Medica		飞顿 Alma 系列上市多年
身体塑形设备			收购 High Tech 系列冷冻塑形设备			
溶脂针	去氧胆酸项目筹备中					旗下有管线 RZL012 尚未进入大陆

资料来源: Wind, 爱美客官网, 德邦研究所

3.1.2. 医师培训和消费者教育平台传递优异品牌形象

B 端直营 C 端驱动, 全渠道平台输出品牌力量。面向服务机构, 艾尔建一贯直销直营触达终端机构, 和一线机构建立深度合作关系。面向消费者, 艾尔建致力于输出内容和价值而非一味营销。艾尔建截止媒体矩阵广泛多平台触达消费者, 全渠道媒体平台粉丝约 154 万, 目前已在微信公众号、知乎、抖音、微博及新氧等平台建立发展“小艾颜喜社”, 传播更多医美行业知识, 用内容驱动的方式去积累高质量医美潜在粉丝。2021 年直播潮流势不可挡, 艾尔建将花足精力和流量自己投入直播, 并在今年会推动平台扶持商家直播, 一起用直播的形式加入到消费者的教育。

图 62: 艾尔建全方位内容输出



资料来源: 微博, 抖音, 微信公众号, 德邦研究所

品牌打造, 教育先行。 艾尔建医美产品进入中国已十余年, 艾尔建发展成为以上海为地区总部、成都为培训教育中心、博鳌乐城为新产品先行先试基地、业务覆盖全国近 30 个省的医美头部企业。2019 年, 艾尔建美学在成都天府新区投资 1 亿元人民币建成全球第一个创新中心, 包括一个可以用于医师注射培训的医美诊所平台和一个推进持续数字化的消费者体验中心。作为中国首家为医美医生提供专业培训的行业基地, 艾尔建创新中心为提供最优质的多维度、多角度及多地区的实时医美医学教育, 配备有先进的数字化医学教育系统、影音传输系统、医学摄影系统及高端的临床诊室设备。全球创新中心每年培训医美专业人士 3000 多人次, 截止目前, 线上学院注册人数已突破 6000 名。2019 年 9 月 7 日, 艾尔建与成都环球中心正式启用首家直面消费者的体验中心——“艾尔建美研所”。该美研所以创新的商业模式携手多方合作伙伴共同探索医美生态发展新趋势, 并承载普及医美认知教育、提升医美消费者体验的核心使命。该美研所以普及和提升医美消费者教育及体验为核心使命, 以创新的商业模式携手多方合作伙伴共同探索医美生态发展新趋势, 已成为医美行业和广大医美消费者“知美、敢美”的教育基地先锋。

图 63: “艾尔建美研所”开幕



资料来源: 四川在线新闻, 德邦研究所

图 64: 美莱医院医生到艾尔建中心培训交流



资料来源: 美莱医疗美容, 德邦研究所

国货龙头纷纷学习先进模式, 互利体系打造实现共生共赢。 爱美客和华熙生物纷纷开设“全轩学院”和“华熙大学”, 从医生教育交流培养出发而加深和 B 端利益联系。免费分享终端产品的临床运用技巧和经验, 构建医生与企业之间、医生与医生之间的连接桥梁。品牌赋能 B 端机构和医生, 而 B 段将优质产品舒适体

验传递给 C 端消费者，实现整体业态打造。截至 2020 年末，爱美客全轩学院已提供课程超 3000 课时，注册认证的合作医生累计超过 6000 名。

3.2. 机构：医美发达地区立足医学背景呈精品诊所连锁化

3.2.1. 医生个人 IP 与机构品牌力量并重

由于不同国家医疗体制与政策的不同，美国韩国医美形态各具特点，对中国医美机构业态皆具启示借鉴意义。相比于中国的医疗服务机构目前主要以公立大型医院为主，美国、韩国私营医疗机构与诊所占市场主流地位。美国、韩国的医生在经过多年的医科专业培养见习之后，注册成为正式医师，而很多医生（尤其是外科医生）会选择“自立门户”开设自己的诊所。美韩的医疗美容行业亦是如此，存在着大量以医生个人 IP 为导向的整形外科、皮肤科精品诊所。相较于国内医美偏向规模化消费品化的服务业态，美韩市场更加尊重医美服务背后医师的医学专业背景，消费者愿意为技术和专业的高附加值买单。

图 65：美国、韩国及中国医美市场医生培养状况及机构行业监管格局

美国	韩国	中国
<p>医生培养：2017年，美国注册医美医生 6800名，美国医生需注册ASPS（美国整形外科医师协会）认证医师不仅需要专业能力，还要在伦理、患者安全等方面进行考核。同时，美国医美医生除技术外，也具备经营管理能力。</p>	<p>医生培养：2016年，韩国注册医美医生 2330名，韩国医生成长需要6年医科专业，1年网络技术培训，全程一般在12-14年。</p>	<p>医生培养：2018年我国整形美容医生数量 7000+，人均医美医生缺口仍较大。我国各省市医美主诊医生资格证获取略有差异，且多考察医疗技术相关方面。</p>
<p>医疗机构：医疗机构多以联合组织的形式，形成连锁门店经营，其宣传经营模式围绕医生进行；市场集中度较高。</p>	<p>医疗机构：韩国医美机构多以中小型为主，营销费用占比约50%，专科美容医院实行合伙制。</p>	<p>医疗机构：我国医美机构呈现大中小混合多元化趋势，且将同时存在美韩两种模式以适应不同规模下的机构发展。</p>
<p>行业监管：监管机制完善，由FDA承担监管职能，且有着健全的问责、追偿机制。此外，ASPS认证门槛较高。</p>	<p>行业监管：韩国医美行业有着较强的监管机制，由仲裁委员会和行业自律准则协同监管，监管前中后端。然而，在监管实施上仍具备漏洞，如医生多家挂牌，海外患者事故频出等。</p>	<p>行业监管：我国医美监管政策仍处于探索阶段，各地管控力度略有不同，北京上海最严格，广州较开放。中长期内，我国医美政策的不确定性仍是导致行业波动主要因素之一。长期来看，多类机构协同监管仍是趋势。</p>

资料来源：艾瑞咨询，德邦研究所

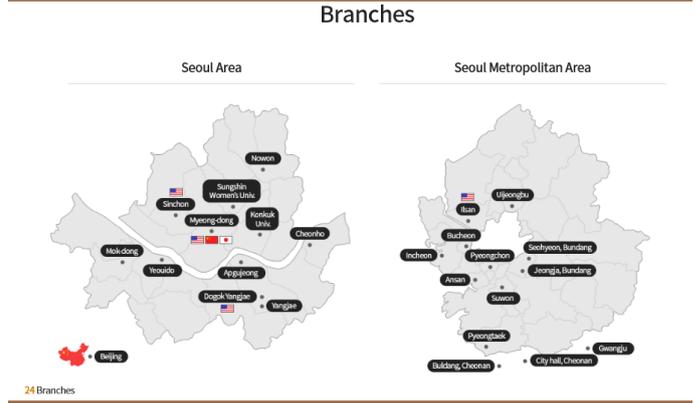
标准化轻医美渐入连锁阶段。在较长时间的发展历程中，欧美韩国皆有形成规模化铺开的医美诊所，主要以对医生技术依赖偏低可复制程度相对高的轻医美为主。轻医美皮肤科业态使用大量仪器和针剂，对医生个人医术、IP 及审美要求相对偏低，连锁规模化势在必行。例如英国本土知名连锁品牌 Sk:n，在两次资本介入下于英国地区拥有 52 家门店（2006 年 Graphite Capital 入股，诊所数量从 17 家飞涨至 49 家，2019 年 TriSpan 基金收购 Sk:n 推动公司继续英国本土发展同时探索国际扩张可能）。诊所主攻皮肤类与注射类项目，服务总计超 200 万客户，目前已和英国国家医疗服务体系 NHS 达成合作。韩国一流皮肤科 CNP Clinic 在韩国范围内拥有 24 家皮肤科诊所，由 50 多位皮肤科专家为客户皮肤相关诉求提供专业的个性化方案。

图 66: Sk: n 连锁诊所遍布英国



资料来源: Google Map, 德邦研究所

图 67: CNP Clinic 在韩国首尔都市圈分布广泛



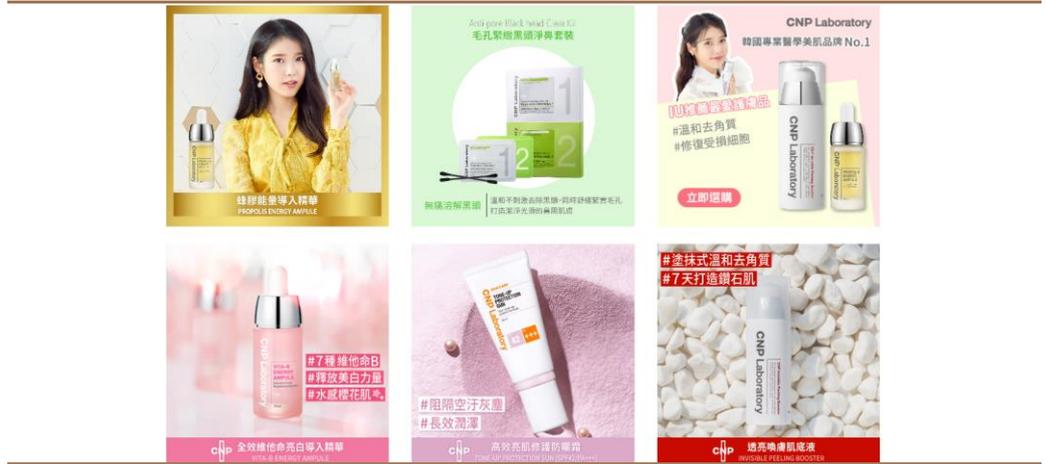
资料来源: CNP Clinic 官网, 德邦研究所

合伙人制度兴起,“医生+专业管理公司”并肩同行。在整形外科手术方向,由于对医生个人的技术、风格及审美有更加严苛的要求,所以难以达成可复制化迅速规模化的商业模式。同行业内比较,整形外科医生与齿科医生类似,个人品牌重要且自建诊所的成本偏低,所以大多成熟的医生都会选择成为“企业经营者”而开启自己的医学事业。美国齿科诊所发展历史较长且成熟,牙医们习惯于单打独斗开个人诊所,但在诊所规模上升、市场份额挤压的竞争之下,各种联合执业经营的诊所应运而生,逐渐发展为“公司式牙科(Corporate Dentistry)”经营模式。在公司式牙科模式下,管理公司有多种服务模式为牙科医生和诊所赋能,主要以提供有经验的管理运营支持乃至资本介入帮助诊所进行健康发展。在中国的医美服务机构中,我们也能看到此类模式的影子。以联合丽格集团为例,作为国内首家扶持医生自主创业平台,在成立的短短 5 年时间里,吸引到了以国际“人耳鼠”科学家曹谊林教授、国际知名体表再造专家郭树忠教授、中国当代整形的代表人物之一邢新教授等优秀整形美容专家的加入。医生作为医美行业尤其外科整形赛道的核心资产,在联合丽格的合伙人体制中拥有较高的地位和认可,实现了回归医疗的初心。联合丽格集团采用复合品牌策略,旗下机构名字均不统一(例如小忠丽格、展超丽格等),以打响医生名号与集团品牌,实现个人 IP 与品牌力量的协同作用。联合丽格未来将继续坚持以医生为核心的特色化合伙人道路,专业医疗赋能+医生 IP 打造而带动市场影响力。

3.2.2. 医学背景赋能机构家用化产品线发展

依托医学背景丰富护肤产品条线,医护同源相互引流。海外顶尖医美机构医学背景过硬研发团队强大,多家产品打造出医美品牌旗下的护肤线丰富其产品矩阵。此举既能延长品牌价值链进行降维打击,同时也能通过高频次的使用抢占消费者心智提升品牌力。医美皮肤科诊所立足产业优势,通过多年的经验与技术从研究阶段开始主导并研发制作出更符合自己消费者需求的护肤系列产品。护肤系列产品主要以药妆功能性护肤品为主,注重安全性修复性与成分功效,可适用于皮肤疗程后修复补水乃至日常护肤。东亚各国皆有优秀医美诊所延伸侵蚀下游护肤品行业的成功案例,例如韩国 CNP Clinic、台湾 Dr.Wu 和日本湘南医院。以韩国一流皮肤科连锁 CNP Clinic 为例,公司 2000 年成立了旗下的护肤产品线 CNP Cosmetics,“皮肤科+药妆”齐发力,两个领域相辅相成取得优异成绩。2007~2011 年,其化妆品事业部 CNP Cosmetics 连续 5 年获得韩国消费者主办的“最佳品牌大奖”。2014 年 LG 健康生活收购 CNP Cosmetics 将其带入国际化市场进行积极的海外扩张。同时在韩流风靡期间 CNP Cosmetics 借力于电商与社交平台打开了中国、泰国等亚洲国家的市场大门。截止 2021 年 3 月, CNP Cosmetics 在淘宝官方旗舰店拥有 30.2 万粉丝,成为拥有了一定跨国影响力的韩国功能性护肤品牌。

图 68: CNP Cosmetics 功能性护肤产品线



资料来源: CNP Cosmetics 官网, 德邦研究所

放眼整个医疗行业,“医产学研”本是三位一体相互赋能的生态。国内医美行业起步偏晚商业模式仍在形成发展之中,头部的服务医院端和药械端都意识到纵向拓展产业延长企业价值链。例如连锁龙头艺星整形医院推出了 YESTAR 功能性护肤品系列,针对术后皮肤修复和敏感肌安全温和保养;延伸的功能护肤线不仅可以帮助医美品牌打开家用产品新天地,亦可以完善产品价值链条多环节服务客户,继续品牌势能抢占消费心智。

图 69: 艺星整形医院推出延伸术后及日常护理产品



资料来源: 淘宝, 德邦研究所

4. 本土医美龙头厚积薄发

4.1. 爱美客：嗨体大单品打造市场影响力，前瞻布局锁定赛道龙头

嗨体大单品打开市场，产品矩阵发掘更多市场需求。嗨体凭借其主攻颈纹的产品稀缺性，迅速占领细分市场获取消费者关注和认可，在市场是上几乎形成“颈纹=嗨体”的独占效应。药监局耗时较长的审批管理制度为嗨体筑起护城河，预计未来3年时间都可独享颈纹修复市场。爱美客致力于丰富嗨体运用空间，将明星产品的品牌力运用到极致。2.5ml+1.5ml嗨体本作为复合颈纹修复产品，对颈纹凹陷进行填充及颈部整体平铺达到充盈水润的效果。爱美客推广其组合拓展于更多医美注射场景，例如泪沟填充眼周年轻化的方案之中，帮助嗨体立足颈纹的同时打开更多市场局面。2020年6月，嗨体继续深耕细分医美赛道而推出“熊猫针”产品，2021年5月推出太活泡泡针发力水光皮肤修复市场。爱美客在过去十年相继推出更新迭代的玻尿酸注射针剂以满足不同消费需求，从短效玻尿酸、含麻玻尿酸、长效PVA微球型玻尿酸到皮肤保护水光针剂皆有布局。每款产品各具特色，在技术运用、适用范围、注射/植入层次上有所区别，满足了消费者多样化的需求。

表 14：爱美客产品迭代矩阵完整

商品名	产品通用名	产品类型	批准上市时间	备注	图示
逸美	医用羟丙基甲基纤维素透明质酸钠溶液	三类医疗器械	2009年10月	国内首款透明质酸钠类注射填充剂	
宝尼达	医用含聚乙烯醇凝胶微球的透明质酸钠羟丙基甲基纤维素凝胶	三类医疗器械	2012年10月	国内首款含PVA微球的透明质酸钠注射填充剂	
爱芙莱 爱美飞	注射用修饰透明质酸钠凝胶	三类医疗器械	2015年4月	国内首款含利多卡因的透明质酸钠注射材料	
嗨体	注射用透明质酸钠复合溶液	三类医疗器械	2016年12月	国内首款用于修复颈纹的复合注射材料	
逸美一加一	医用透明质酸钠羟丙基甲基纤维素凝胶	三类医疗器械	2016年12月	新型针对褶皱皮肤修复的复合注射材料	
紧恋	聚对二氧环己酮面部埋植线	三类医疗器械	2019年5月	国内首款面部埋植线产品	
太活水光针	透明质酸钠注射剂	三类医疗器械	2021年5月	L肌肽双分子玻尿酸皮肤保护剂	

资料来源：太活泡泡针视频号，爱美客招股书，德邦研究所

储备产品丰富,前瞻性布局肉毒抗衰老减肥市场:公司积极尝试新项目拓展,目前研发储备项目包括左旋乳酸微球玻尿酸、注射用A型肉毒素(license-in韩国Huons的Hutox橙毒)、基因重组蛋白药物、医用生物补片及手术防粘连凝胶剂,功效主要集中于抗衰除皱和体重管理等,契合当下市场需求和发展趋势,为公司打开更多成长空间。左旋乳酸微球玻尿酸又称童颜针,在欧美国家已拥有较长的研发与运用历史,注射的微球可持续刺激组织胶原蛋白进行再生达到抗衰老效果。肉毒毒素作为全球第一大医美注射剂可用于祛除动态皱纹,国内格局两极分化中高端市场有待填补。同时去氧胆酸药物和注射用基因重组蛋白药物的研发主打减肥适应症及局部溶脂,有望弥补国内微创瘦身塑型的市场空白。公司依托其国际化的视野打造立体多维度的产品结构,更多新产品的推出将为其带来持续的高增长。

直销模式为主,紧握优质客户资源而提供后续服务。公司近年客户主要以非公立医疗机构为主,公司采用直销为主经销为辅的方式进行差异化营销,出身医美机构的销售团队有效覆盖客户并准确把握市场需求与动向,而和经销商合作又满足其大范围迅速铺开的需求。销售团队富有狼性文化,高弹性的市场化激励体制帮助员工提升销售积极性。同时,公司开设“全轩学院”帮助进行线上医生培训学习规范产品使用为机构持续赋能。

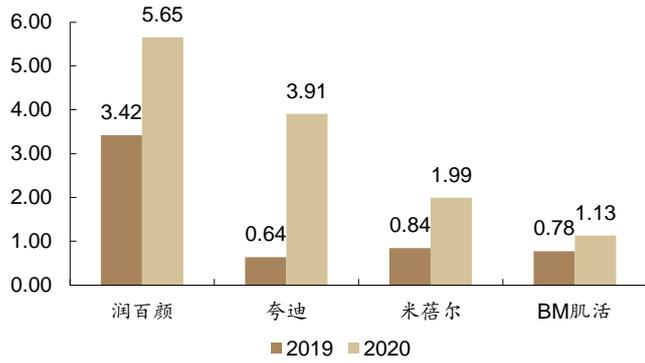
4.2. 华熙生物:原料+医美终端产品+功能性化妆品食品全产业链覆盖

原料+医美终端产品+功能性化妆品+食品全产业链覆盖。公司深耕玻尿酸20余年,基础技术优势布局透明质酸原料、医疗终端产品和功能性护肤品食品。华熙生物成立以来,持续开展微生物发酵法生产透明质酸技术研发得到透明质酸产率最高的优质菌株,并实现大规模发酵生产,扭转了我国透明质酸原料生产的落后局面。前沿的研发水平与成果为华熙提供技术壁垒护城河并延伸出两大研发平台。华熙生物上游原料生产处于国际领先地位,2018年透明质酸原料产品销量全球第一占比36%广泛运用于医药、化妆品和食品三大产品类别中,新应用场景催生促进市场扩容。华熙生物的原料生产为下游医疗终端产品、功能性护肤产品及食品业务提供优质低成本的原料,下游产品业务量的提升亦反哺上游原料生产端,发挥出一体化的全产业链优势。

医疗终端赛道多元布局,高速增长场景有待进一步提升。公司自2006年开始研究玻尿酸交联技术,成功开发3D交联技术并采用终端湿热灭菌技术。在医美终端产品上次市场扩容和社会人口老龄化的大趋势下,运用于医美、眼科及骨科的医药级玻尿酸均有不俗的增长表现。公司着重布局医美管线,布局玻尿酸软组织填充剂及皮肤水光保护剂两条主线。2018年收购法国Revitacare实验室以丰富皮肤动能素产品管线,2020年下半年推出重磅水光产品润致“娃娃针”发挥其玻尿酸方向卓越优势,2021年5月强势发布“御龄双子针”一针去纹一针无痕,针对细分蓝海静态纹研发定位肉毒好伴侣。公司未来将以“润致”为核心医美品牌进行大众传播,扩大声量打造“中国医美第一品牌”。截止2020年公司医疗终端产品收入达5.76亿元,同比增长17.79%。

线上渠道带动功能性护肤品爆发增长,多品牌矩阵扩张明星单品润百颜原液成功打造名片。公司依托玻尿酸及酵母原料产品,开发了一系列针对特定问题的功能性护肤产品以满足市场不同需求,逐步建立国产品质护肤品牌的口碑。公司旗下四大主品牌“润百颜”、“肌活”、“米蓓尔”和“夸迪”差异化定位覆盖不同群体。2020年疫情期间,公司迎难而上抓住机遇发力网络营销,通过社交媒体宣传和直播带货等营销模式,借助头部主播力量扩大品牌音量提升品牌影响力,结合天猫及微信小程序等不同渠道,功能性护肤品品牌实现爆发式增长。明星单品润百颜次抛原液凭借其一定产品稀缺性和原料优势,成功切入功效型护肤安瓶市场覆盖各类消费人群。根据天猫数据“润百颜”月销量达天猫第三名且单毫升价格排民第一。2020年度主品牌“润百颜”、“肌活”、“米蓓尔”和“夸迪”在大疫情背景下表现亮眼收入不降反增,分别实现收入5.65亿元、1.13亿元、1.99亿元和3.91亿元,同比增加65.29%、45.71%、136.32%和513.29%。

图 70: 2019-2020 年华熙生物护肤品牌销售额 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 71: 明星产品润百颜次抛原液产品新颖销量领先



资料来源: 润百颜淘宝天猫店, 德邦研究所

玻尿酸食品政策放开, 功能性食品突破为未来利润新增长点。2021年1月国家卫生健康委批准华熙申报的玻尿酸为保健食品原料, 打开功能性食品的崭新空间。根据中国产业信息网我国功能性食品市场规模增长迅速, 2012-2019年CAGR为17.8%, 2019年市场规模增至3586亿元。其中口服美容类产品为功能性食品中增速较快的品类, 2012-2019年间CAGR达29%, 2019年市场规模达149亿元。2021年1月, 华熙生物开创自有功能性玻尿酸食品品牌黑零打开公司保健食品领域的想象空间。2021年3月22日——世界水日, 公司发布国内首款玻尿酸饮用水“水肌泉”, 旨在推动玻尿酸等生物活性物质在多种引用场景中的使用, 将开启了玻尿酸应用的新篇章。公司坚定布局终端食品饮料赛道, 着力打造第四大业务板块, 从三驾马车走向四轮驱动, 未来成长天花板进一步提升。同时公司同母婴、计生、日用消费品等其他个人消费品领域深入合作, 开拓玻尿酸的更多应用场景, 着力构建个人消费品品类矩阵。

4.3. 华东医药: 医美事业定位高端, 海外管线布局广泛

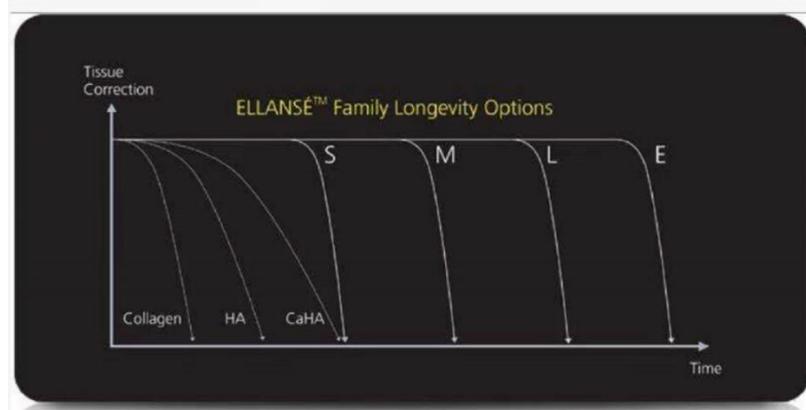
入局较早布局全面, 主打中高端海外产品。2014年华东医药获得韩国LG旗下伊婉(YVOIRE)玻尿酸独家代理权, 用中端进口品牌玻尿酸打开了医美领域的大门。①2018年收购英国Sinclair公司全部股份, 获得了高端玻尿酸品牌PerfectHA、少女针Ellanse及高端Silhouette埋植线产品全球独家销售权; ②2020年参股瑞士先进医美研发机构Kylane Laboratoires SA, 获得其高端玻尿酸产品MaiLi的全球独家许可; ③与韩国企业Jetema签署了战略合作协议, 获得其A型肉毒毒素在中国的独家代理; ④与美国R2公司达成战略合作, 完善光电仪器美白、冷冻方向布局, 酷雪冷触美容仪预计7月上市销售。⑤2021年2月全资子公司英国Sinclair与西班牙能量源型医美器械公司High Technology Products达成收购协议。公司赛道布局齐全, 涵盖面部填充、抗衰及身体塑形, 均为海外医美成熟地区的优质高端产品, 综合实力不断提升。

营销网络强大, 立足华东辐射全国。同时, 华东医药为国内医药流通领域十强企业, 医药流通渠道实力强劲, 在浙江省内实现了省公立医疗机构、重点民营医疗与零售药店客户全覆盖。医药流通渠道团队的强劲实力有力帮助公司医美产品铺货销售; 以伊婉玻尿酸为例, 凭借其强医药流通网络迅速占领市场, 2018销量排大陆市场第一占比达25.5%。华东医药后续医美产品过批上市后相信亦会有依靠其强大销售网络赋能实现迅速铺货起量。

少女针获批, 填充剂走向再生时代。“少女针”Ellanse伊妍仕于2021年4月31日正式获批NMPA三类医疗器械注册证。Ellanse由30%的聚己内酯(PCL)和70%的羧甲基纤维素(CMC)组成, 两种兼顾效果与安全的原材料组合, 拥有填充+刺激胶原再生的双重功效, 既能提升轮廓改善凹陷还有一定改善肤质的效果。少女针持久自然, 定价略高于普通玻尿酸但能维持时间长于胶原蛋白和玻尿酸。少女针于2009年5月在欧盟获批上市以来, 目前已在全球60+国家批准上市,

目前已售 125 万支。少女针 2013 年以韩国为突破口打开亚洲市场，后续进入台湾、香港和新加坡风靡市场。Ellanse 伊妍仕上市也宣告着大陆地区的注射领域“再生时代”的来临，满足日益高涨的高端抗衰需求，在市场培育和渠道打通之后有望迎来可观的业绩增长起色。

图 72：少女针 Ellanse 相比于玻尿酸（HA）等产品填充塑形长效持久

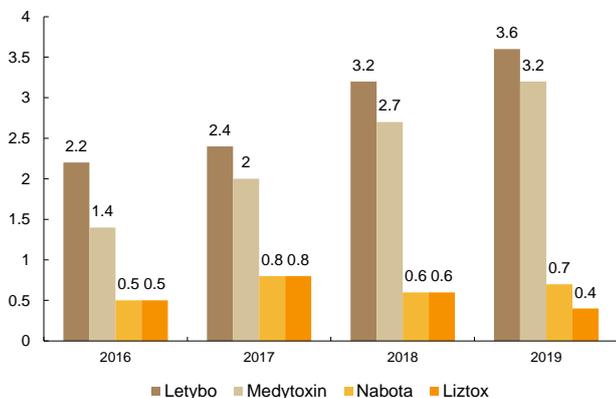


资料来源：Furrow，德邦研究所

4.4. 四环医药：药企切入医美赛道，医美+医药双轮驱动

一针毒素打开“素颜空间”，一跃成为第一梯队。四环医药看准中国医美未来的潜力空间，从 2014 年开始布局医美与韩国领先医美生物制药公司 Hugel 签署独家代理协议，共同开拓中国市场的肉毒毒素和玻尿酸市场。2020 年 10 月及 2021 年 2 月，乐提葆 Letybo100U 和乐提葆 Letybo50U 纷纷获批上市，成为中国大陆市场上第四个准批的 A 型肉毒毒素，亦是第一个获批的韩国肉毒毒素品牌。乐提葆 Letybo 背靠顶尖的韩国医美产品制造商 Hugel，品牌力和产品力非同一般，其纯度较高品质优良，连续四年在韩国本土市场销售额排名第一，已销往全世界 28 个国家累计销量 1,400 万瓶。肉毒毒素作为全球医美注射剂中占比第一的产品，在医美行业中地位不言而喻。乐提葆 Letybo 的问世帮助四环医药通过一跃进入中国医美药械行业的第一梯队，并将凭借有利的价格和迅速弥补中端价格带空白，公司目标三年内获取中国肉毒毒素市场 30% 的市场份额。素颜空间在产品发力的同时搭建了专业的医美事业管理层和销售团队。核心管理层于艾尔建和辉瑞等跨国医药公司担任营销及培训要职。截止 2020 年底，医美销售团队已经搭建至六十余人，已签约 45 家代理商，共覆盖全国机构 3000+家城市 200+个。

图 73：乐提葆 Letybo 销售额连续四年韩国第一（单位：亿元）



资料来源：四环医药年报会，德邦研究所

图 74：乐提葆 Letybo 中国宣传照



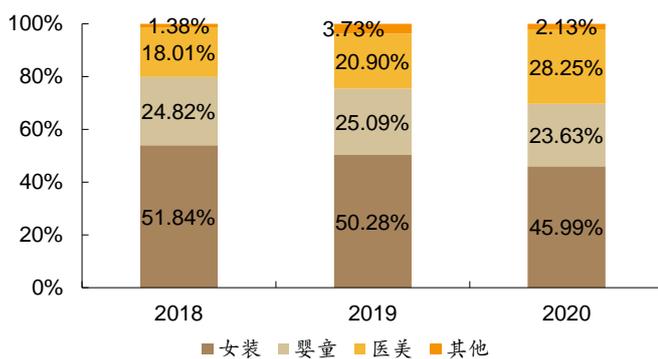
资料来源：四环医药年报会，德邦研究所

国内境外研发并重，医药医美双轮驱动。四环医药通过自研、战略合作及引进的方式进行优质医美产品管线全面研发，孵化培养国内境外的研究结果。澳合研究院自主研发童颜针、少女针等十余款医美产品，同时在美国南加州四环成立医美产品研究院，将海外拥有较高技术壁垒的医美新型技术于公司实验室进行转化。公司未来将继续推进与韩国 Hugel 及其他国际一线医美产品生产企业更深入的战略合作，将海外优质医美产品快速代理引进中国市场。与 Hugel 合作的玻尿酸系列、童颜水凝针、童颜针及少女针等多款重磅产品已进入研发体系，预计将于三年内陆续上市。

4.5. 朗姿股份：三大品牌各成体系，高端医院+连锁诊所主攻中西部市场

女装品牌起家进军医美机构赛道。公司过去以女装业务为主，经历了五年的并购整合，投资了多家女装、韩国上市绿色婴童产品及化妆品代运营商，2016年起强势进入医美服务机构领域，为公司初步筑起“泛女性颜值消费”经济圈。2016年公司控股投资成都高端医美龙头米兰柏羽和晶肤医美连锁诊所，同时成立子公司朗姿医疗用于管理医美板块运营。2018年公司布局中部核心城市西安，控股西安最大的医美整形机构“高一生”。截止2020年三季报，公司旗下已拥有18家医美机构，包括5家医院和13家诊所。医美板块短短几年内占比在公司总收入的结构中逐步提升，由2018年的18%上升至2020年的28%左右。在集团公司资本+平台运营的大力推进下，未来朗姿集团有望在中西部进一步实现连锁化规模化。

图 75：2018 年-2020 朗姿股份收入占比



资料来源：Wind，德邦研究所

图 76：朗姿旗下医美医院米兰柏羽定位高端



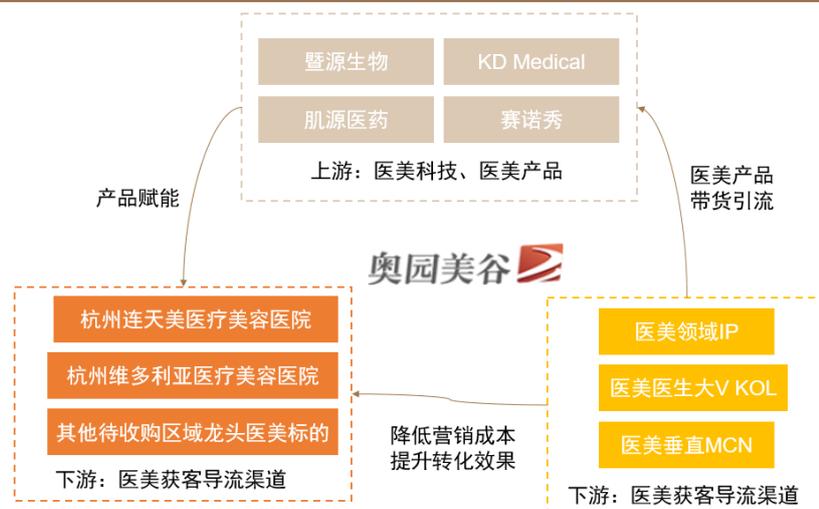
资料来源：米兰柏羽官网，德邦研究所

高端医院+精品诊所连锁模式，打造中西部区域性龙头。朗姿在数年的收购中完成了三个梯队医美机构的打造：米兰柏羽、高一生与晶肤。米兰柏羽为四川成都当地的一家标杆级高端医美整形医院，面积达10000余平米，拥有十余人的整形外科医生团队，全院员工达500人，并获得“5A级”评级资质。目前米兰柏羽拥有四家机构，分别是成都人民南路主院、成都高新分院、深圳门诊部 and 西安院（由西安美立方改名）。高一生作为西安本地的第一大医美整形品牌，主打专业高端医美技术，在陕西省内拥有较高的品牌认知，目前设有西安医美医院和宝鸡门诊部。晶肤作为一家来自成都的精品轻医美连锁，主打皮肤激光及微整类项目，目前已在成都、西安、长沙及重庆开设12家机构，深入中部腹地进行快速扩张；未来定位是“医美的生活化和社区化”，目标逐步实现“两小时内必有晶肤”。公司旗下的服务机构主要布局于中西部省会城市，以“医美之都”成都为根据地打造本土龙头，以连锁扩张模式辐射周边省会及直辖市，未来扩容潜力空间较大。2020年上半年在疫情的笼罩下四川米兰柏羽、西安高一生及四川晶肤诊所的营收不降反增(+14%/+12%/+19%)，与同行业其他品牌形成明显反差，可见其竞争力品牌力在当地市场之强。

4.6. 奥园美谷：地产转身，医美战略规划明朗坚定

奥园美谷战略高度全产业链布局，打造医美联动集成生态。公司地产化纤业务出身，为加速医美事业转型制定三步战略以切入医美赛道。①中游医美服务端切入：以服务机构作为抓手，利用上游产品端赋能机构，通过下游获客渠道降低营销成本和提升转化效果。2021 年公司收购浙江地区龙头服务机构连天美 55% 股权，该机构业绩稳定区域品牌效应强，2020 年实现营业利润 1.07 亿元。②上游医美科技端立足，深化医美服务端。将上海美谷打造成国际医美技术的转化平台、交易平台。公司与 KDMedical、肌源医药和暨源生物达成了战略合作关系。近日公司与美国赛诺秀达成战略合作，赛诺秀特许奥园美谷独家代理二氧化碳激光治疗仪（Monalisa Touch），并与美丽妈妈携手发力产后护理私密修复高增长赛道。③下游医美渠道端卡位，牵手头部 MCN，探索垂直轻医美品牌连锁集合店发展模式。

图 77：奥园美谷生态图谱



资料来源：奥园美谷，德邦研究所

转型态度坚定有力，资本助力蓄势待发。公司近期表示后续将专注美丽产业，逐步出清地产业务，致力打造健康美丽产业头部品牌。公司且为医美战略落地提供有力资金保障和人才支持，表现了坚定的医美转型扩张决心。公司已和西部资本战略签署成立两只基金（8 亿元+不少于 3 亿元）覆盖医美产业龙头服务机构和科技产品。内部治理激励方面，公司推出高管股权激励计划和全球合伙人计划来进行内部架构调整和驱动，推动企业医美转型。

4.7. 新氧：综合一体化线上解决方案重塑机构营销业态

社区+电商+问诊形态塑造线上医美一体化服务龙头。新氧 App 平台始于分享，通过 UGC(客户原创内容)和 PGC(专业生产内容)进行医美知识与心得的分享。平台 2015 年上线美丽日记功能，医美患者上传康复日记而吸引大量医美关注者成为平台用户，帮助处于医美发展早期的中国医美市场传递更多真人故事和经历，为医美项目解开其较为神秘的面纱。同时新氧平台提供医美百科服务，为消费者关注者普及科学中立的医美知识，帮助求美者在鱼龙混杂的市场中找到适合自己的项目。平台的预定购买功能为消费者筛选优质机构和优惠项目，打造消费者闭环，一站式提供求美解决方案。目前的新氧 App 可划分为社区、电商及问诊三大板块，在医美消费者交流探讨之上，加强电商的消费属性与医师问诊的医疗属性，并跟紧 5G 视频化的大趋势发展机构直播及医师视频咨询的功能，提供更多样的远程医美咨询服务。以新氧为代表的垂直型医美 App 把医美服务机构从传统线下及百度竞价获客模式带入真正的互联网+时代，重塑机构营销模式提供精确化低成本化的获客方式。医美机构特别是中小型机构进驻垂直型医美平台 App，

可使其每单获客成本下降且转化率大幅提升。中小机构在竞争激烈的环境中亦可通过提供专业优质的医美项目服务而在平台上积累口碑打造自己的品牌力。新氧的平台模式吸引着越来越多的优质合规平台入驻，消费粘性逐步增强，为其广告收入+项目提成收入提供强劲支撑。

5. 投资建议

1) 上游：玻尿酸头部企业高度集中且盈利能力强，功能护肤、食品应用等多领域拓展有望持续打开市场需求，重点看好华熙生物、鲁商发展。

2) 中游：对于企业而言，医美中游药械的技术研发和药械资质壁垒高（属三类药械，在 NMPA 标准的严格过批下耗时长达 3 年及以上），且消费医疗属性不受医保集采限价影响（医美药械端毛利率高达八成且净利率 50+%），我们核心看好拥有前瞻性的产品布局优势，且能够持续推出更细分和多元产品的药械商：爱美客、华熙生物、四环医药、华东医药、昊海生科等。

3) 下游：重点看好资本实力雄厚、布局医美规划清晰且已经具备优质医院布局的医美龙头：朗姿股份、奥园美谷、苏宁环球、医美国际、瑞丽医美、华韩整形等。

6. 风险提示

1) 疫情恢复不及预期风险：疫情于 2020 年上半年严重影响医美产业，由下游延伸至上游营业额大幅下降乃至停摆，若疫情反复行业营收状态将再受重创。

2) 医美行业政策影响风险：医美行业受到为卫生部、药监局等机构监督管理，或因整治部分市场乱象收紧行业政策而压缩短期发展空间。

3) 医美行业安全卫生事件影响风险：医美行业目前违规非法机构医师众多存在安全卫生隐患，发生的负面新闻或为全行业的声誉造成负面影响。

信息披露

分析师与研究助理简介

郑澄怀，德邦证券研究所商贸零售&社会服务首席分析师，伦敦政治经济学院经济硕士，4年卖方行研分析经验，2020年新财富商社第六名&最具潜力奖核心成员，第二届新浪金麒麟新锐分析师第一名核心成员；擅长公司及行业深度基本面研究和消费产业趋势分析，核心覆盖商社的酒店、免税、人力资源、餐饮、演艺、医美、化妆品、茶饮等多个板块。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。