

颜值经济系列深度报告之二

掘金肉毒素——高门槛，强增长的医美上游注射产品 增持（维持）

2021年06月10日

证券分析师 吴劲草

执业证号：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 张家璇

执业证号：S0600520120002

zhangjx@dwzq.com.cn

证券分析师 朱国广

执业证号：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 汤军

执业证号：S0600517050001

tangj@dwzq.com.cn

投资要点

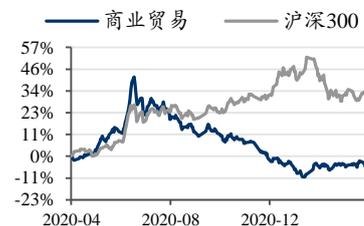
- 肉毒素即“瘦脸针”，是最受欢迎的轻医美项目之一：肉毒素俗称“瘦脸针”，可通过阻断神经冲动或暂时麻痹肌肉达到除皱、瘦脸等功效，是最受我国消费者欢迎的轻医美项目之一，需求排名靠前。
- 2015-2019年我国正规肉毒素市场规模增速超30%，获批产品不断丰富：（1）需求端：根据Frost&Sullivan统计，2019年中国正规肉毒素市场规模达36亿元，规模增速较快（2015-2019年增速CAGR为31.2%），但人均消费水平较美国、韩国有五倍以上差距，未来规模提升空间较大。（2）供给端：准入门槛较高，一旦获批竞争格局相对较好，2020年正规市场参与者增加至四个。2019年我国肉毒素水货销量占比达七成，随着正规产品的丰富和监管的趋严，水货市场或将被正规产品逐步替代。
- 上游高门槛保证高利润，中游通机构需求旺盛且刚性，利于其获客转化：肉毒素上游为生产商和代理商，中游为医美机构，下游为消费者。（1）上游：上游生产商较高的准入门槛保证高利润空间，我们预计毛利率高达70%+；（2）中游：对肉毒素需求旺盛，常用于套餐搭配销售实现客户转化；（3）下游：主要关心肉毒素的效果、性价比和医生技术。信息获取的途径上，除了通过线下，也逐步受到KOL、KOC种草影响，部分品牌已开始渗透第三方电商和内容种草平台，加强消费者认知。
- 问道邻国：韩国肉毒素百花齐放，定位各不同：2019年韩国肉毒素市场规模达1.12亿美元（+4.7%），处于较为成熟的阶段。竞争格局看，韩国肉毒素市场较为集中，2019年CR3销售额占比超八成，其中Hugel的“Botulax（韩国乐提葆）”市占率超40%，2016年以来连续四年份额第一。目前，韩国获批的肉毒素产品达10个左右，卖点和定位各不相同，呈现百花齐放趋势，成熟品牌已开始开拓海外市场，开拓第二曲线。
- 竞争格局分析：（1）长期规模预测：我们预计至2025年我国正规肉毒素市场规模超140亿元，正规销售额占比持续提升；（2）已获批品牌：四强争霸，新入局者乐提葆和吉适分别具有高品质高性价比和见效快特点，潜力较大；（3）待上市：各具特色，Hutox若上市利好代理爱美客。
- 投资建议：肉毒素终端需求旺盛、规模增速较快且竞争格局相对较好，是较好的医美发展赛道，2020H2以来入局者逐渐增多。我们预计，精准定位、具有独特优势或营销能力突出的品牌有望攫取更大的市场份额，推荐代理Hugel乐提葆肉毒素且有望于今年放量的四环医药以及代理Huons肉毒素并正在临床试验的爱美客。
- 风险提示：产品推广不及预期、行业竞争加剧、行业政策变化。

表1：重点公司估值

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE			投资评级
				20A	21E	22E	20A	21E	22E	
0460.HK	四环医药	323	3.41	0.05	0.08	0.11	56	34	24	买入
300896.SZ	爱美客	1378	637.00	2.03	3.20	4.53	313	199	141	买入
000963.SZ	华东医药	798	45.62	1.61	1.72	2.00	28	27	23	买入

数据来源：Wind，东吴证券研究所（注：估值日期为2021年6月9日，四环医药总市值和收盘价单位为港币，其余为人民币）

行业走势



相关研究

- 1、《四环医药公司点评：瘦身产品合作&埋线产品代理双双推进，医美大平台正在成型》2021-06-06
- 2、《四环医药深度报告：肉毒素新星崛起，医美新龙头蓄势腾飞》2021-06-03
- 3、《颜值经济系列深度报告之一：变美步履不停，“颜值经济”浪潮来临》2021-05-26

内容目录

1. 引子：“爱美女生”轻医美消费近七万元，医美接受度提升	5
2. 肉毒素即“瘦脸针”，是最受欢迎的轻医美项目之一	6
2.1. 肉毒素是一种细菌外毒素，可通过阻断神经冲动或麻痹肌肉除皱瘦脸	6
2.2. 肉毒素功效广泛、在轻医美中需求排名靠前	7
2.3. 肉毒素的品质可通过分子量、赋形剂、弥散性等因素进行区分	8
3. 我国正规肉毒素市场规模提升空间大，获批产品不断丰富	9
3.1. 我国正规肉毒素市场增速快、渗透率提升空间大	9
3.2. 肉毒素准入门槛较高，一旦获批竞争格局相对较好	11
4. 肉毒素上游高门槛保证高利润，中游机构需求旺盛且刚性，利于其获客转化	13
4.1. 肉毒素价格透明，且多用于获客，终端加价倍率相对不高	13
4.2. 肉毒素上游厂商高门槛保证高利润，中游机构需求旺盛且刚性，常用于套餐销售实现客户转化	14
5. 医美机构通过肉毒素获客，消费者关注效果、性价比等因素	15
5.1. B端：拓客为主，盈利为辅	15
5.2. C端：关注效果、性价比和医生技术，受KOL、KOC种草影响	17
6. 问道邻国：韩国肉毒素百花齐放，定位各不相同	19
6.1. 韩国肉毒素市场规模稳步增长，Hugel连续多年份额位居第一	19
6.2. 韩国肉毒素市场百花齐放，从成长走向成熟，并开始开拓海外市场	20
7. 中国肉毒素品牌竞争格局分析	21
7.1. 我们预计至2025年我国正规肉毒素规模超140亿元，正规市场将持续取代水货市场份额	21
7.2. 已获批品牌：四强争霸，新入局者有较大潜力	22
7.3. 待上市品牌：各具特色，上市公司爱美客有望受益	26
8. 投资建议	26
8.1. 四环医药	27
8.2. 爱美客	27
9. 风险提示	28

图表目录

图 1: 主要医美项目价格	5
图 2: 肉毒素作用原理	7
图 3: 肉毒毒素在美容整形领域的应用较为广泛	7
图 4: 肉毒素注射是最受中国消费者关注的轻医美项目之一	8
图 5: 肉毒素产品评定标准	9
图 6: 医疗美容项目分类	9
图 7: 全球医疗美容服务市场规模及增速	10
图 8: 中国医疗美容市场规模及增速	10
图 9: 中国正规肉毒素市场规模和同比增速	10
图 10: 2019 年各国肉毒素规模对比	11
图 11: 2019 年各国肉毒素人均消费水平对比	11
图 12: 肉毒素作为药品从立项到获批最少需要八年时间	11
图 13: 中国已获批肉毒素产品上市时间	12
图 14: 2019 年中国医美肉毒素市场竞争格局 (按销量占比)	12
图 15: 2019 年中国医美肉毒素市场竞争格局 (按销售金额占比)	12
图 16: 2019 年我国肉毒素正规市场占比仅三成 (按销售量)	13
图 17: 肉毒素注射产品终端加价倍数相对不高	14
图 18: 肉毒素产业链拆解	15
图 19: B 端 (医美机构) 采购肉毒素的主要原因	15
图 20: 肉毒素具有“万金油”属性, 利于机构客户转化	16
图 21: 肉毒素产品在套餐中让利为高利润产品引流	17
图 22: 消费者最关心医美项目的效果、性价比和医生技术水平	18
图 23: 除了线下医院以外, 内容平台和互联网平台是消费者获知轻医美信息的主要渠道	18
图 24: 肉毒素品牌的内容营销方式	19
图 25: 2019 年韩国肉毒素销售额市场份额 (按公司)	19
图 26: 2019 年韩国肉毒素规模达 1.12 亿美元	19
图 27: 2016-2019 年韩国主要本土肉毒素品牌销售额变化	20
图 28: 韩国肉毒素市场发展走势图	21
图 29: 我国正规肉毒素市场规模及增速预测	22
图 30: 我国正规肉毒素销量占比预测	22
图 31: 2019 年保妥适全球销售收入接近 38 亿美元	24
图 32: 衡力出口包装样式	26
表 1: 重点公司估值	1
表 2: 我国 25-35 岁“爱美女生”医美每年消费额测算	5
表 3: 常见注射类产品一览	6
表 4: 我国对肉毒素产品的市场监管政策趋严	13
表 5: 我国肉毒素规模测算具体假设条件及原因	22
表 6: 我们预计至 2025 年我国正规肉毒素市场规模超 140 亿元	22
表 7: 国内获批肉毒素四大品牌对比	23

表 8: 国内即将上市肉毒素对比	26
表 9: 重点公司估值对比	28

1. 引子：“爱美女生”轻医美消费近七万元，医美接受度提升

随着新世代消费人群的成长壮大和医美产品的丰富，医美的接受度正在逐渐提升。医美可大致分为重医美和轻医美，根据新氧统计，医美不同项目、不同地域机构之间价格相差均较大，其中重医美、光电射频、牙齿美容等项目消费单价较高，不少项目消费单价过万。另外，同一项目在不同区域、由不同机构医生操作，价格也可相差几千元。据艾瑞咨询统计，我国医美核心消费人群较为年轻，集中于25-35岁。我们对具有足够消费能力的“爱美女生”每年消费额进行测算，假设每年对肉毒素、水光针、皮秒、玻尿酸填充进行重复性消费，每年消费一次热玛吉，则根据表2测算每年消费额近七万元。

表2：我国25-35岁“爱美女生”医美每年消费额测算

项目	年均频次	平均价格	年均消费总价
肉毒素瘦脸	2次	4000元/次/针（按稳妥适算）	8000元
水光补水	6次	1000元/次	6000元
皮秒激光	3次	3800元/次	11400元
玻尿酸填充	2次	8300元/次	16600元
热玛吉	1次	25000元/次	25000元
合计			67000元

数据来源：新氧，草根调研，东吴证券研究所

图1：主要医美项目价格



数据来源：新氧，东吴证券研究所绘制

表 3: 常见注射类产品一览

功效	效果	项目	原理	维持时间	价格
填充	丰盈、 凹陷填充	玻尿酸填充	将玻尿酸以填充物的方式注入于真皮皱折凹陷或欲丰润的部位	一般为 6-12 个月，长效可达 5-10 年	1000-10000 元/次
		胶原蛋白填充	采用注射的方式将胶原蛋白填充到真皮层，以达到补水、提升、除皱、美白等作用	6-12 个月	5000-10000 元/次
修复	补水、紧致、美白、除皱等	水光针	将小分子、非交联（弱交联）的玻尿酸注射到较浅的真皮层，以改善肌肤缺水问题	1-3 个月	1000-3000 元/次
		少女针	由聚己内酯微球（PCL）和羧甲基纤维素（CMC）制成，先通过 CMC 进行填充，然后通过 PCL 刺激胶原再生，具备“填充+修复”的双重功效	1-4 年	5000-10000 元/次
		童颜针	通过真空负压技术在皮肤真皮层注入以聚左旋乳酸(PLLA)为基底的溶液，以刺激胶原蛋白再生	2-3 年	3000-12000 元/次
		美白针	包含谷胱甘肽、传明酸和维 C 等成分，可抑制细胞氧化、阻止黑色素生成	1-2 年	1000-3000 元/次
抑制	瘦身、除皱等	溶脂针	通过向皮下注射溶脂制剂对脂肪组织进行化学性烧蚀或破坏，以达到减脂塑身的作用	3-24 个月	3000-8000 元/针
		肉毒毒素	高分子蛋白的神经毒素，通过阻断神经与肌肉间的神经冲动或者暂时麻痹肌肉达到除皱瘦脸等功效	4-6 个月	900-5000 元/次

数据来源：新氧，东吴证券研究所

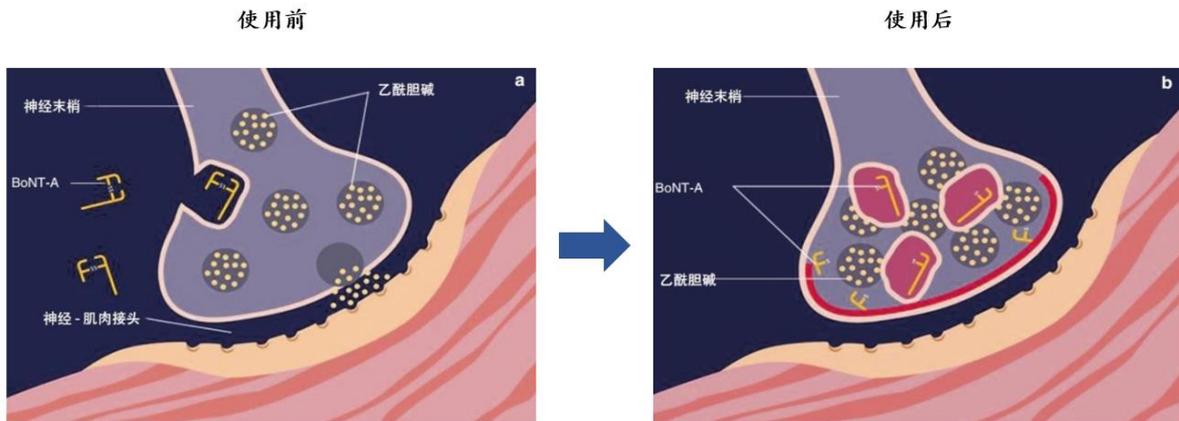
2. 肉毒素即“瘦脸针”，是最受欢迎的轻医美项目之一

2.1. 肉毒素是一种细菌外毒素，可通过阻断神经冲动或麻痹肌肉除皱瘦脸

肉毒素又名肉毒毒素或肉毒杆菌内毒素，是肉毒杆菌在生长繁殖过程中生成的细菌外毒素。肉毒素是肉毒杆菌产生的毒素，也被称为肉毒毒素或肉毒杆菌素，是肉毒杆菌在繁殖过程中所产生的一种细菌外毒素，是毒性最强的天然物质之一。根据抗原性的不同，肉毒素分为 A、B、Ca、Cb、D、E、F、G 八个类型，其中 A 型肉毒素毒力最强。

肉毒素通过阻断神经与肌肉间的神经冲动或者暂时麻痹肌肉达到除皱瘦脸等功效。肉毒素主要是通过与其外周神经系统运动神经元突触前膜受体结合，作用并切割神经细胞中的特异性底物蛋白，阻止神经介质乙酰胆碱的释放，阻断胆碱能神经传导的生理功能，引起全身肌肉松弛性麻痹。起初，医生将肉毒素用于治疗面部痉挛和其他肌肉运动紊乱症，用它来麻痹肌肉神经，以此达到停止肌肉痉挛的目的。治疗过程中医生发现肉毒素在消除皱纹方面具有更加显著的功效，因此注射肉毒素的美容手术应运而生。肉毒素通过麻痹松弛的皮下神经，可以在一段时间内消除皱纹或者避免皱纹的生成，从而达到美容的效果。

图 2：肉毒素作用原理



数据来源：丁香园，东吴证券研究所绘制

2.2. 肉毒素功效广泛、在轻医美中需求排名靠前

肉毒素具有除皱、塑形、提升等多种功效。肉毒素是用途十分广泛的药物，仅保妥适在 FDA 获批的适应症就超过 12 个。具体来看，肉毒素主要应用于除皱、塑形、提升及松懈以及改善多汗症等。由于各国消费者具有差异化的需求，肉毒素在各地的具体应用方式有较大差别，例如欧美人更容易产生皱纹因此除皱需求更大，而在中国由于普遍追求“小 V 脸”，瘦脸需求更大。

图 3：肉毒素在美容整形领域的应用较为广泛



数据来源：四环医药官网，东吴证券研究所绘制

肉毒素是最受我国消费者欢迎的轻医美项目之一。经过多年的消费者教育，肉毒素已成为最受我国消费者喜爱的轻医美项目之一。根据新氧统计，“肉毒素注射”位列最受消费者欢迎的轻医美项目第二位。另外，艾媒咨询数据显示，“瘦脸除皱”分别位列美团和大众点评 2019 年 10 月轻医美热搜的第一位和第四位。

图 4：肉毒素注射是最受中国消费者关注的轻医美项目之一

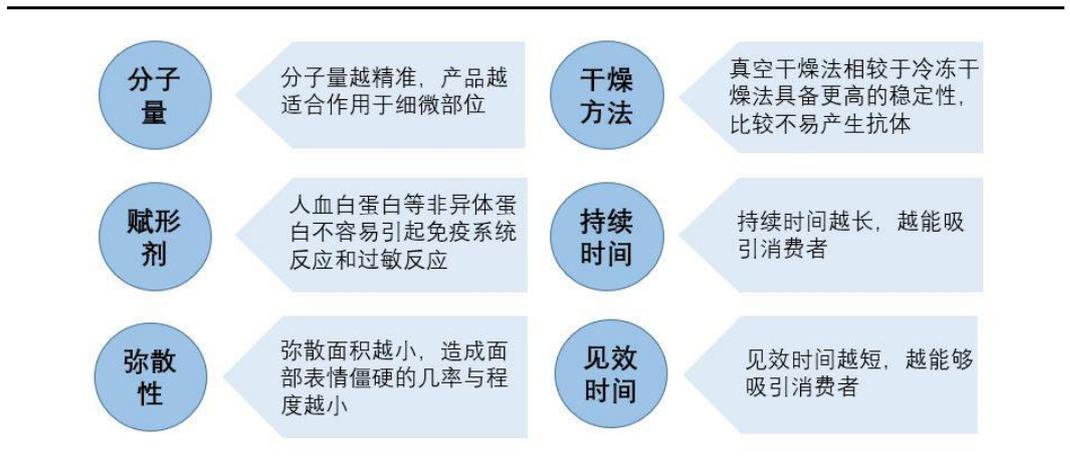


数据来源：新氧，艾媒咨询，东吴证券研究所绘制（注：轻医美热搜 TOP10 统计时间为 2019 年 10 月）

2.3. 肉毒素的品质可通过分子量、赋形剂、弥散性等因素进行区分

我们可以从六方面区分和评定肉毒素产品。（1）分子量：分子量的范围决定了注射的部位，越精准的分子量更加适合作用于细微部位，（2）赋形剂：赋形剂中的蛋白质若为异体蛋白则容易引起免疫系统反应，是敏感人群过敏，反之若为人血白蛋白等非异体蛋白，则更加安全；（3）弥散性：弥散性越大，在注射时更容易影响目标部位周围的肌肉，适合注射大部位肌肉，相反弥散性越小，越适合脸部注射，造成面部表情僵硬的几率更低；（4）干燥方法：相较于冷冻干燥法，真空干燥法不容易产生抗体，具备更高的稳定性；（5）持续时间：持续时间越长，越能吸引消费者；（6）见效时间：消费者更加倾向见效较快，恢复期较短的肉毒素。

图 5: 肉毒素产品评定标准



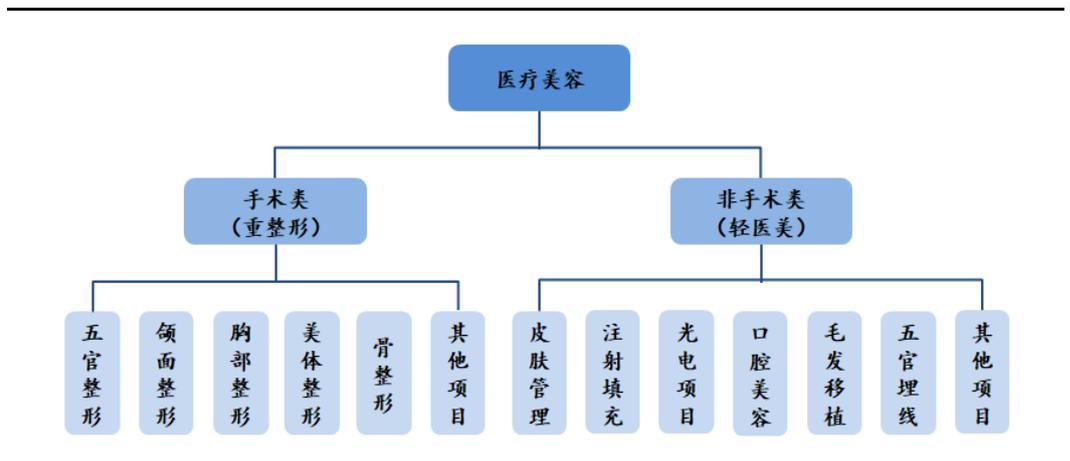
数据来源：丁香园，东吴证券研究所

3. 我国正规肉毒素市场规模提升空间大，获批产品不断丰富

3.1. 我国正规肉毒素市场增速快、渗透率提升空间大

医疗美容市场包含手术类和非手术类。医疗美容是指运用药物、手术、医疗器械等方式对容貌及各部位形态进行修复和再塑的美容方式。按操作方式，可分为手术类和非手术类。其中，手术类又称重整形，是指医美指传统的整形美容项目，主要包括五官整形、颌面整形、胸部整形等；非手术类又称微整形或轻医美，是指利用无创或微创的疗法满足消费者的诉求，主要包括注射填充、光电项目、皮肤管理等。

图 6: 医疗美容项目分类

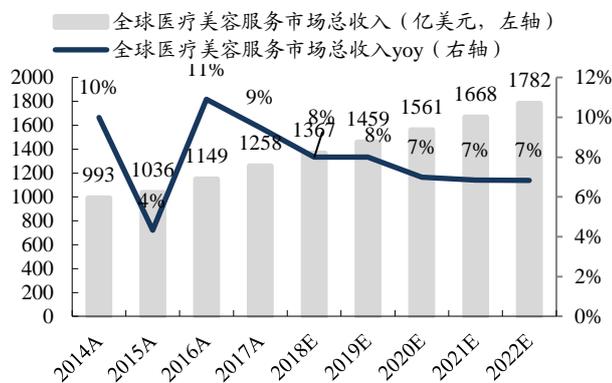


数据来源：艾媒咨询，东吴证券研究所

2019 年中国医疗美容市场规模近两千亿元，增速远高于全球平均水平。根据艾瑞咨询预测，2020 年中国医疗美容市场规模预计为 1975 亿元，占全球规模的不到五分之一（Frost&Sullivan 预测 2020 年全球医疗美容市场规模为 1561 亿美元）。从增速上看，2014-2019 年中国医疗美容市场规模增速 CAGR 为 29.8%，高于全球医疗美容市场规模增速（同期 CAGR 为 8.0%）。受疫情影响，艾瑞咨询下调 2020 年中国医美市场增速至

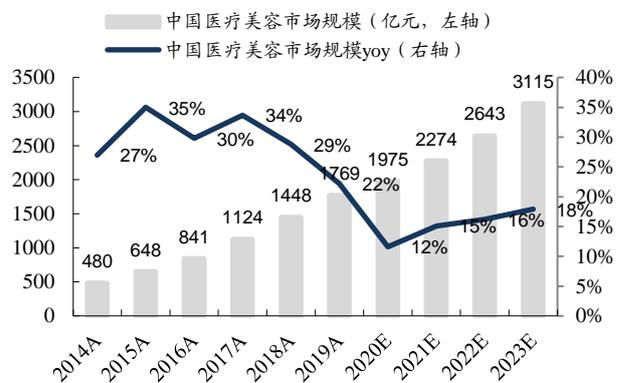
11.6%，但之后年份将逐步恢复，其预计 2019-2023 年增速 CAGR 为 15.19%，仍高于全球平均水平，预计至 2023 年中国医疗美容市场规模有望超 3000 亿元。

图 7: 全球医疗美容服务市场规模及增速



数据来源: ICMA, ASPS, Frost&Sullivan, 东吴证券研究所

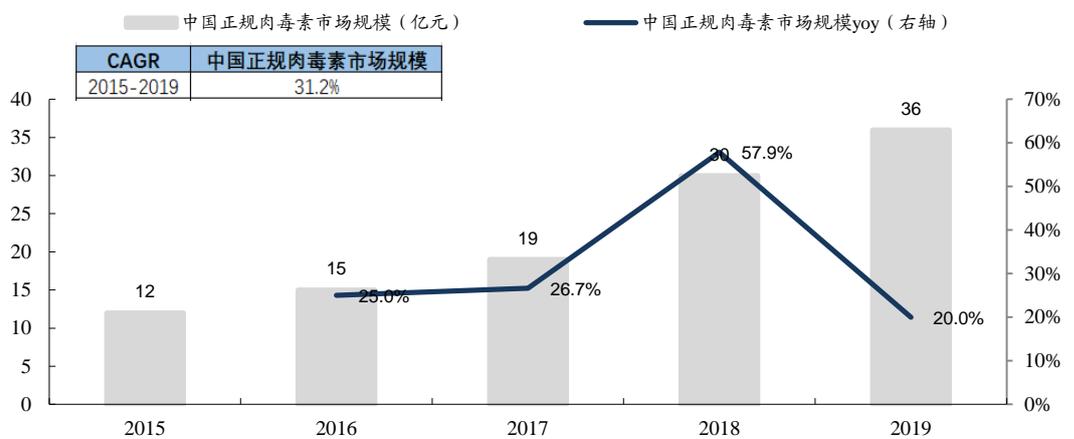
图 8: 中国医疗美容市场规模及增速



数据来源: 艾瑞咨询, 东吴证券研究所

2019 年中国正规肉毒素市场规模达 36 亿元，2015-2019 年复合增速超 30%。根据 Frost&Sullivan 的统计，受益于注射类医美服务的不断发展和肉毒素产品的推广，2015-2019 年中国正规肉毒素市场规模由 12 亿元提升至 36 亿元，增速 CAGR 为 31.2%。

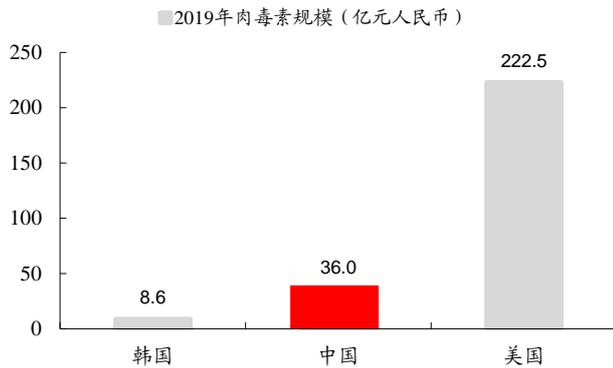
图 9: 中国正规肉毒素市场规模和同比增速



数据来源: Frost&Sullivan, 东吴证券研究所

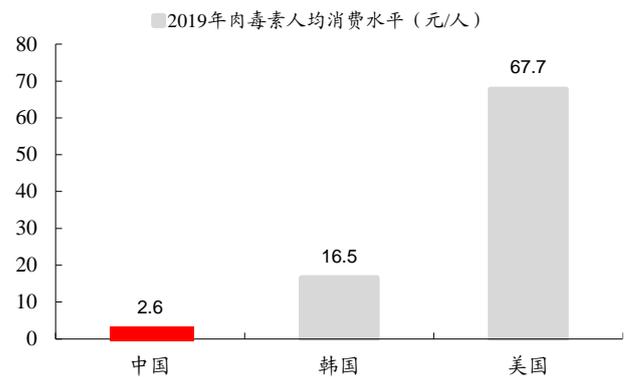
我国正规肉毒素销售规模仅约为美国的 1/6，人均肉毒素消费水平较美国、韩国有五倍以上差距，我国肉毒素消费规模仍有较大提升空间。根据市场调研机构 Fortune Business Insights 公布的数据，2019 年美国肉毒素的销售规模分别为 31.9 亿美元（约为 222.5 亿元人民币）。另外，据四环医药官网披露的数据，2019 年 Hugel 公司的乐提葆在韩国销售金额为 3.6 亿元人民币，且市占率为 42%，则可推测 2019 年韩国肉毒素市场规模约为 8.6 亿元人民币。根据 Frost&Sullivan，2019 年我国正规肉毒素市场的出厂价销售规模为 36 亿元人民币。从人均消费水平看，2019 年我国正规肉毒素人均消费水平较韩国、美国有五倍以上的差距，我国肉毒素人均消费水平还有较大提升空间。

图 10: 2019 年各国肉毒素规模对比



数据来源: Frost&Sullivan, 四环医药官网, Fortune Business Insights, 中国人民银行, 东吴证券研究所预测 (注: 中国规模为正规市场规模, 美国规模换算依据为 2019 年 12 月 31 日美元兑人民币中间价)

图 11: 2019 年各国肉毒素人均消费水平对比



数据来源: Frost&Sullivan, 四环医药官网, Fortune Business Insights, 世界银行, 中国人民银行, 国家统计局, 东吴证券研究所预测 (注: 中国人均消费规模基于正规市场规模)

3.2. 肉毒素准入门槛较高, 一旦获批竞争格局相对较好

肉毒素依据毒麻药品审批, 审批流程较长, 准入门槛较高, 一旦获批竞争格局相对较好。作为一种毒麻类药品, 肉毒素在我国的审批流程较医疗器械类产品更长, 从立项到获批最少需要八年时间, 若直接引入海外认证产品从临床试验到获批也至少需要五六年时间。更高的审批流程和要求使得肉毒素较普通医美产品准入门槛更高, 因此产品一旦获批也将获得相对更好地竞争格局。在品质可靠的前提下, 较早上市且找准定位积极营销的产品有望获得较为可观的市场份额。

图 12: 肉毒素作为药品从立项到获批最少需要八年时间



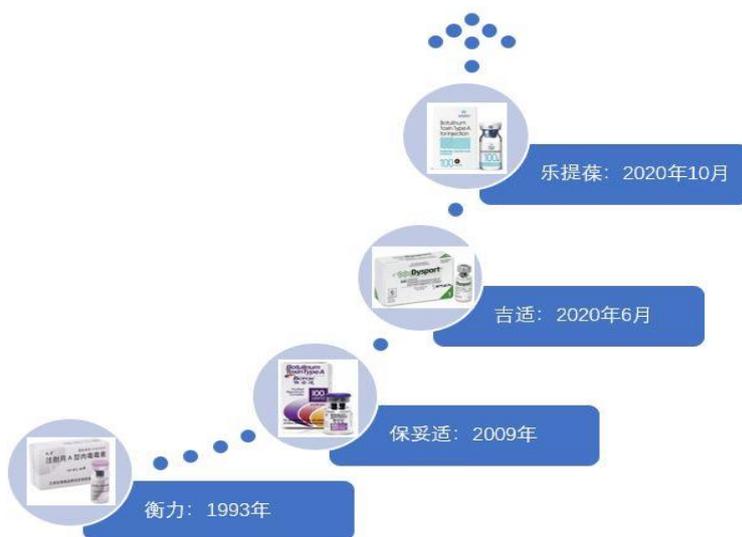
数据来源: 艾瑞咨询, 东吴证券研究所绘制

肉毒素在我国临床应用已近 30 年, 2020 年以前处于“双雄争霸”局面, 其中衡力销量超七成。20 世纪 80 年代, 肉毒素在美国应用于面部去皱收效较佳, 肉毒素开始风靡欧美。1993 年, 由兰州生物生产的我国首款肉毒素产品“衡力”获批上市, 肉毒素开始在国内得到推广应用。1998 年, 美国艾尔建公司的保妥适在我国被获批用于治疗眼睑痉挛、面肌痉挛及相关病灶肌张力障碍, 并于 2009 年正式获批用于医美领域改善中度至重度皱眉纹。在 2020 年下半年以前, 我国正规肉毒素市场始终处于“双雄争霸”的局面。根据 Frost&Sullivan 的数据, 2019 年我国医美肉毒素市场按销量看衡力/保妥适占

比分别为 74.3%/25.7%，按销售金额衡力/保妥适占比分别为 44.4%/55.6%。

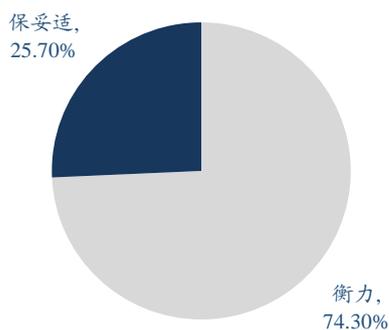
2020 年下半年以来，获批正规肉毒素产品增加至四个。2020 年下上半年以来，由法国益普生（IPSEN）公司生产的吉适和由韩国 Hugel 公司生产的乐提葆相继获 NMPA 批准上市，至此我国获批肉毒素产品增加至四个，获批产品特点各异、涵盖更多的价位段，正规肉毒素产品得到进一步丰富。

图 13: 中国已获批肉毒素产品上市时间



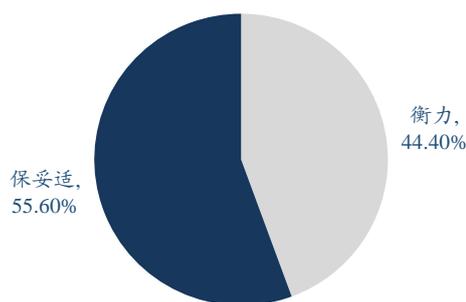
数据来源：各公司官网，东吴证券研究所

图 14: 2019 年中国医美肉毒素市场竞争格局（按销量占比）



数据来源：Frost&Sullivan，东吴证券研究所

图 15: 2019 年中国医美肉毒素市场竞争格局（按销售金额占比）

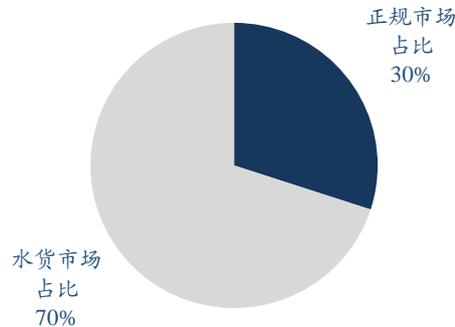


数据来源：Frost&Sullivan，东吴证券研究所

随着产品的丰富和市场监管的趋严，我国肉毒素正规产品有望逐步取代水货产品。我国肉毒素市场中长期正规产品和水货、假货并存，根据中国整形美容协会和草根调研数据，2019 年水货销量占比达七成左右。我们认为，随着更多产品的推出消费者可获得更多不同定位、价格、功效的产品，越来越多的消费者有望选购正规产品。同时，近年来我国对肉毒素的监管也趋于严格，有望迫使部分水货和假货推出市场。未来正规肉毒

素产品有望逐步得到丰富和完善，并逐步挤压水货和假货产品的生存空间，获得快速稳步的增长。

图 16：2019 年我国肉毒素正规市场占比仅三成（按销售量）



数据来源：中国整形美容协会，东吴证券研究所

表 4：我国对肉毒素产品的市场监管政策趋严

时间	部门	事件
2019.1	国家卫生健康委、公安部等 7 部门联合	开展严厉打击非法医疗美容专项行动，全国公安机关共捣毁制售假药黑窝点 728 个，总涉案金额近 7 亿元，全国海关立案侦查、调查各类胶原蛋白、肉毒毒素等走私违法犯罪案件 912 起
2017	北京市食品药品监督管理局	2 月起开展的打击非法销售假药“瘦脸针”专项行动，行动中查验药品 20 余种 1500 余盒(瓶)，破获销售假药案 5 起，刑事拘留犯罪嫌疑人 8 名
2016.7	CFDA	发布《关于加强注射用 A 型肉毒毒素管理的通知》
2008.7	CFDA	发布《关于将 A 型肉毒毒素列入毒性药品管理的通知》

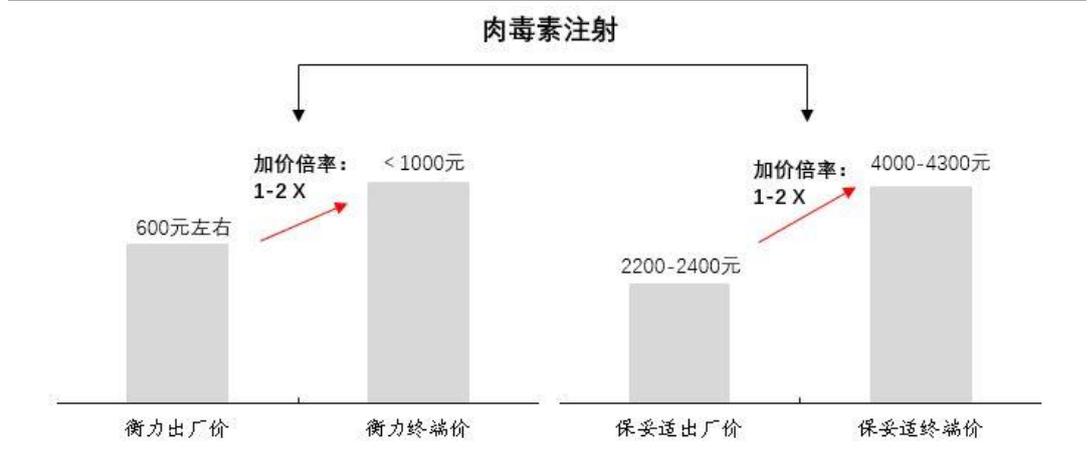
数据来源：CFDA，北京食品药品监督管理局，国家卫生健康委，东吴证券研究所

4. 肉毒素上游高门槛保证高利润，中游机构需求旺盛且刚性，利于其获客转化

4.1. 肉毒素价格透明，且多用于获客，终端加价倍率相对不高

肉毒素价格相对透明，且多用于获客，终端加价倍数相对较低。由于肉毒素价格相对透明且具有较好的拓客功能，医美机构对肉毒素定价并没有很高，更多用于拓客，终端加价倍数与透明质酸等其他轻医美项目相比并不太高。根据《中国经营报社》2020 年的报道，其调研得知衡力和保妥适每 100U 规格的出厂价分别约为 600 元左右/瓶和 2200-2400 元/瓶，单次衡力销售价格不到 1000 元。据 Frost&Sullivan 统计数据显示，2013-2017 年每 100U 规格的保妥适终端销售价格在 4000-4300 元。测算可得，衡力和保妥适的加价倍率均在 1-2X，肉毒素终端加价倍数相对较低，性价比较高。

图 17: 肉毒素注射产品终端加价倍数相对不高



数据来源：中国经营报社，Frost&Sullivan，东吴证券研究所

4.2. 肉毒素上游厂商高门槛保证高利润，中游机构需求旺盛且刚性，常用于套餐销售实现客户转化

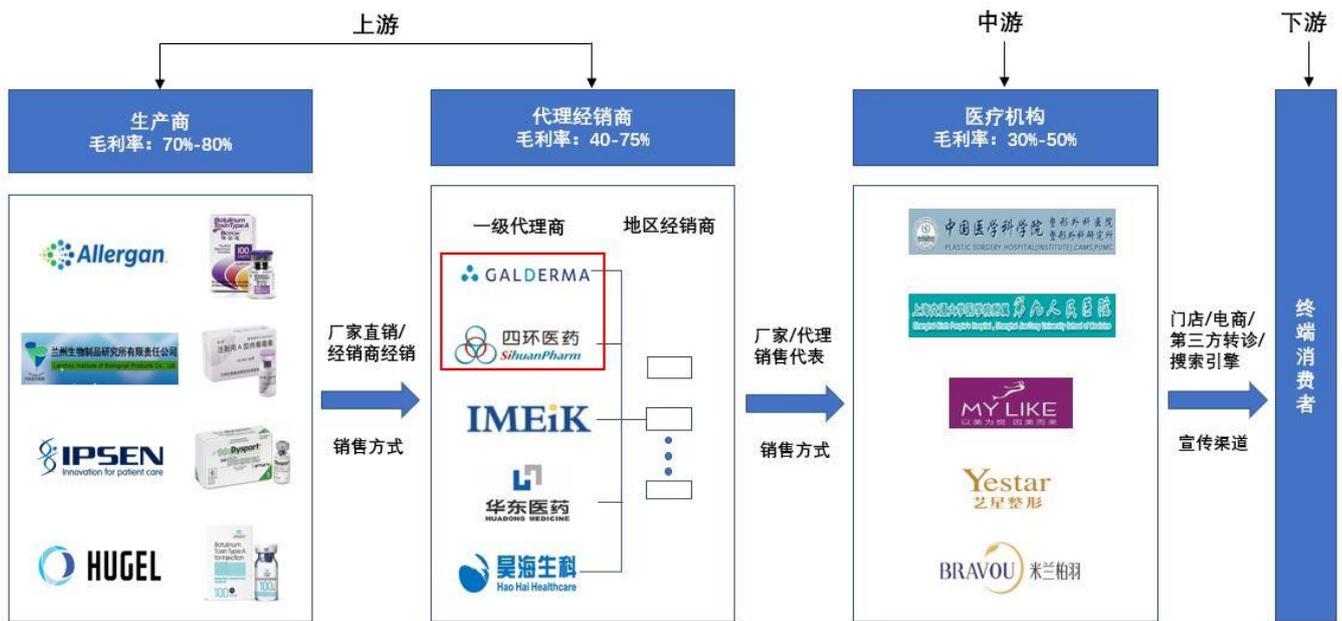
肉毒素上游厂商高门槛保证高利润，中游机构需求旺盛且刚性，还利用肉毒素帮助其获客转化。肉毒素上游为生产商和代理经销商，中游为医美医疗机构，下游为终端消费者。

(1) 上游生产商较高的准入门槛保证高利润空间，我们预计毛利率高达70%以上。由于肉毒素作为毒麻药品审批，上游生产商门槛较高，我国目前获批仅四种，远少于获批透明质酸注射产品数量（我国获批透明质酸注射产品已约50-60个），产品获批前须经历漫长的研发和临床期，较高的准入门槛保证了上游生产商行业较高的利润空间。

以Hugel的肉毒素产品为例，Hugel公司2019年整体毛利率为70.4%，其中肉毒素收入占比近一半且是其中毛利率较高的产品线，则我们预计其肉毒素产品的毛利率也在70%以上。

(2) 中游对肉毒素需求旺盛，常用于套餐搭配销售实现客户转化。对于中游机构来说，由于肉毒素的终端加价倍数并不是很高（1-2X）。但是，由于肉毒素需求旺盛且利于获客转化，中游医疗机构仍然十分重视肉毒素的销售，肉毒素对于医美机构来说获客作用更大。

图 18: 肉毒素产业链拆解



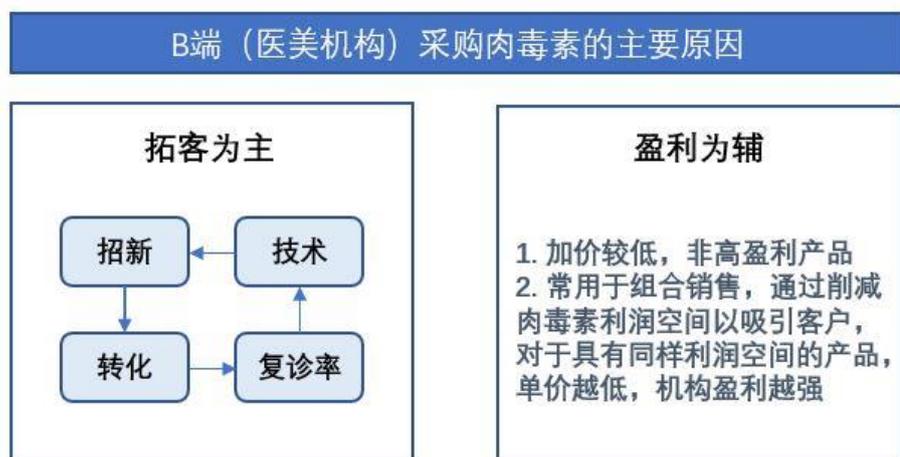
数据来源: 智妍咨询, Hugel 公司公告, 东吴证券研究所测算绘制 (注: 红色框内为已获批品牌的代理商, 图内生产商的牌均已获批)

5. 医美机构通过肉毒素获客, 消费者关注效果、性价比等因素

5.1. B 端: 拓客为主, 盈利为辅

机构采购肉毒素产品主要基于拓客和盈利两方面考量。由于肉毒素并非高盈利项目, 机构采购肉毒素的核心在于拓客, 更好地运用肉毒素产品有利于降低公司获客费用、提升单客产值。从盈利角度看, 肉毒素单品盈利总体不高, 实际盈利还需参考在套餐中搭配方法。

图 19: B 端 (医美机构) 采购肉毒素的主要原因



数据来源: 东吴证券研究所整理绘制

(1) 拓客需求为主：从招新、转化、复诊率、技术全方位提升复购

- **招新：**肉毒素用途广泛，是最受消费者欢迎的轻医美项目之一。客户有较强的主动消费意愿，提供丰富的肉毒素产品和组合销售搭配选择，利于医美机构招新。
- **转化：**肉毒素是百搭的“万金油”，帮助机构鉴别高价值客户，提升转化效率。肉毒素作为流行的轻医美项目，成为很多医美消费者接触医美的入门项目。由于肉毒素用途十分广泛，且与玻尿酸、水光针或光电射频项目均有较好的组合效果，医院往往通过提供给消费者丰富的“肉毒素搭配套餐”选择，进一步鉴别和挖掘客户的更高需求，从而方便后续对重点高价值客户加强跟踪和服务力度，提升医院整体客户转化效率。

图 20：肉毒素具有“万金油”属性，利于机构客户转化



数据来源：新氧，东吴证券研究所整理绘制

- **复诊率：**作为需重复消费的针剂类项目，提高客户复诊机会，利于客户资产的循环和客单价的提升。肉毒素的维持时间仅为 4-6 个月，因此消费者须根据个人情况复诊以延长维持时间。相较于重整形项目和维持时间较长的部分抗衰老光电射频项目，复购率较高的肉毒素为医院带来更多获客转化的机会，利于客户消费客单价的提升和客户资产的循环。
- **技术：**经过多年医生教育，肉毒素注射技术已较为成熟，利于客户形成复购。是否形成能够完成提升复购、完成客户资产的积累和循环还有赖于产品的效果

和反馈。一些新引入的产品本身效果很好，但是医生操作难度较高、操作熟练的医生较为稀缺，使得初期消费者反馈不佳，也影响产品的复购。而肉毒素在我国获批已近三十年，尤其保妥适在医生教育方面贡献较大，从而大大提升产品的注射效果，是较容易形成有效复购的项目。

(2) 盈利需求为辅：不属于高利润项目，常搭配为套餐组合销售

- **肉毒素单体盈利空间总体不大：**根据前文的测算，衡力和保妥适的终端加价倍率均在 1-2X 之间，而玻尿酸注射产品嗨体的终端加价倍率可达 5X 左右，肉毒素单体盈利空间总体不大，不属于高利润项目。
- **各品牌盈利空间相差不大：**根据 Frost&Sullivan 统计的数据和《中国经营报》的调研，保妥适的终端销售价格和出厂价之间的盈利空间大概在 1500-2000 元之间。另外根据调研，除价位相对偏低的衡力外，目前其他获批的产品吉适和乐提葆终端销售价格在 2000-4000 元之间，我们假设终端加价倍率在 2X 以内，则测算得到两者的终端和出厂价之间的盈利空间均在 1000-2000 元。由此可得，国内肉毒素已获批产品单体盈利空间总体相差不大。
- **肉毒素常搭配为套餐组合销售，在套餐中让利为高利润产品引流：**作为百搭的引流型产品，肉毒素常被搭配为套餐为利润型产品引流。例如，一组在新氧中销售的由保妥适和热玛吉组成的套餐销售价格为 22000 元，而在该机构保妥适和热玛吉分别的销售价格为 4000 元/100U 和 20000 元/次，则在套餐中保妥适的实际售价为 2000 元，为单品销售的五折，机构以对肉毒素产品的高折扣吸引消费者提升客单价水平。

图 21：肉毒素产品在套餐中让利为高利润产品引流



数据来源：新氧，东吴证券研究所测算绘制

5.2. C 端：关注效果、性价比和医生技术，受 KOL、KOC 种草影响

消费者主要关心医美项目的效果、性价比和医生技术因素。(1) 效果：包括医美项目的改善程度、持续时间、见效时间、精准度、不良反应等；(2) 性价比：既追求产品的高品质又希望价格相对优惠，能两者兼顾的品牌更受消费者青睐；(3) 医生技术：不同品牌、不同规格的肉毒素产品注射方法均有所不同，进入市场较早、医生教育较为成

熟的品牌或与成熟品牌类似的品牌，一般医生操作失误较少，消费者满意度较高；若进入市场较晚、与成熟品牌差异较大或者是未获批的水货产品，则比较容易产生医生操作的失误，也容易影响品牌口碑。

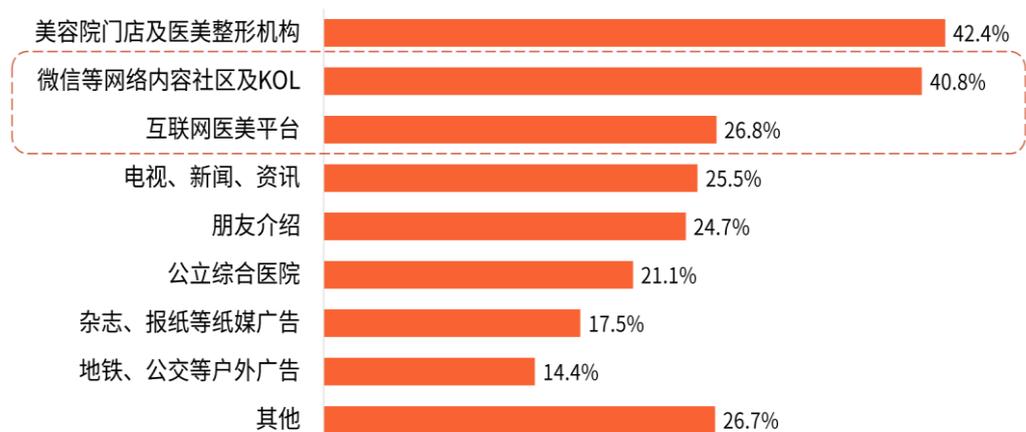
图 22：消费者最关心医美项目的效果、性价比和医生技术水平



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

除了加强与医美机构的合作，肉毒素品牌也通过 KOL、KOC 渗透电商和内容种草平台，增强消费者认知，以提升品牌知名度。轻医美消费者信息获取来源主要为线下医美机构、内容平台和互联网平台。以往品牌更多重视和 B 端医美机构的合作及宣传，随着第三方电商平台的成熟和消费者获取信息意识的增强，不少肉毒素品牌也逐步通过 KOL、KOC 合作的方式，加强在新氧、更美等第三方平台和微博、小红书等内容平台的种草。合作的 KOL 主要包括专业的医生和医美机构的管理人员，合作的 KOC 主要为经常在内容平台分享医美体验的资深医美消费者。消费者通过专业医生和消费者的分享，加深对肉毒素品牌的了解，在终端购买中也会加强对于各品牌的了解和关注。

图 23：除了线下医院以外，内容平台和互联网平台是消费者获知轻医美信息的主要渠道



数据来源：艾媒咨询，东吴证券研究所（注：统计时间为 2019 年 10 月）

图 24: 肉毒素品牌的内容营销方式



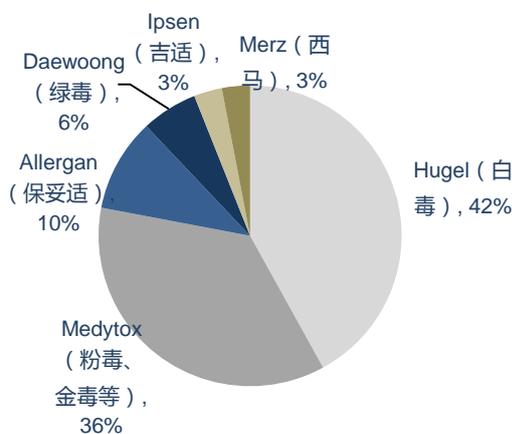
数据来源: 微博, 小红书, 新氧, 东吴证券研究所绘制

6. 问道邻国: 韩国肉毒素百花齐放, 定位各不相同

6.1. 韩国肉毒素市场规模稳步增长, Hugel 连续多年份额位居第一

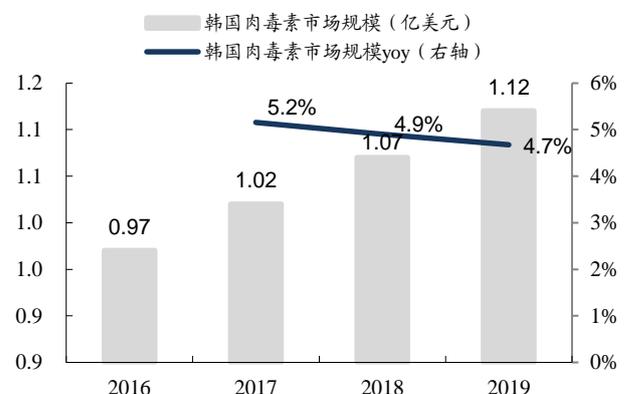
2019 年韩国肉毒素市场规模达 1.12 亿美元, CR3 销售额占比超八成。根据 Hugel 年报统计, 2019 年韩国肉毒素市场规模达 1.12 亿美元, 同增 4.7%, 2015-2019 年规模增速 CAGR 为 4.9%, 韩国肉毒素市场较为成熟, 处于稳步增长阶段。按公司统计, 2019 年韩国肉毒素前三大厂商分别为 Hugel (生产 Botulax, 韩国 Letybo)、Medytox (生产 Medytoxin、Innotox、Coretox) 和 Allergan (生产 Botox), 销售额份额分别为 42%、36%、10%, CR3 销售额占比达到 88%。2020 年 4 月以来, 第二大厂商 Medytox 旗下三款产品先后因产品或合规问题被韩国食品药品监督管理局吊销生产及销售许可, 韩国肉毒素市场未来市场份额或发生一定改变。

图 25: 2019 年韩国肉毒素销售额市场份额 (按公司)



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

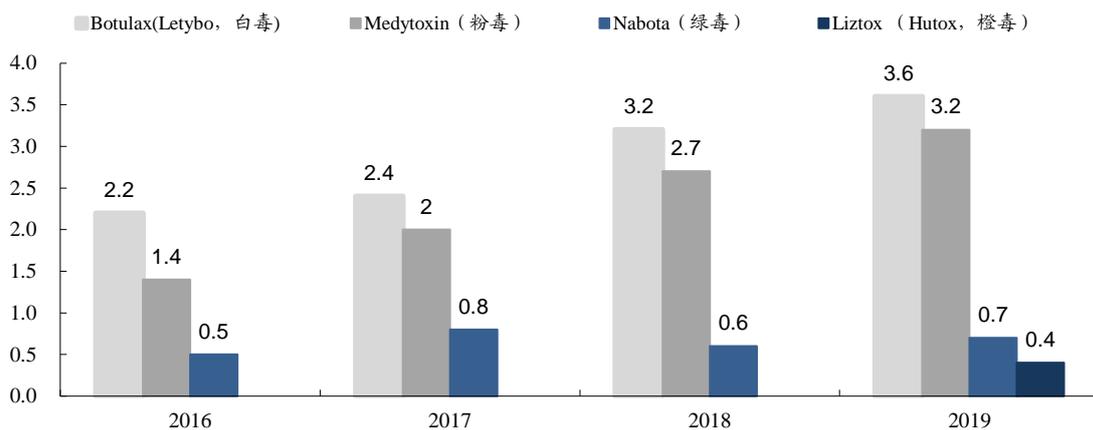
图 26: 2019 年韩国肉毒素规模达 1.12 亿美元



数据来源: Hugel 年报, 东吴证券研究所

2016年以来，Hugel生产的”Botulax”在韩国市场份额连续四年位居第一。由Hugel公司生产的Botulax（Letybo韩国名）由于品质优越、纯度较高、安全稳定，在众多韩国肉毒素品牌中脱颖而出，2016-2019年在韩国市场份额连续四年位居第一，在韩国销售额由2.2亿元人民币提升至3.6亿元人民币。其他韩国本土的主要品牌还包括Medytoxin、Nabota和Liztox，所属公司分别为Medytox、大熊制药和Huons，三者在国内水货市场分别被称为“粉毒”、“绿毒”和“橙毒”。

图 27：2016-2019 年韩国主要本土肉毒素品牌销售额变化



数据来源：四环医药官网，东吴证券研究所（注：单位为亿元人民币）

6.2. 韩国肉毒素市场百花齐放，从成长走向成熟，并开始开拓海外市场

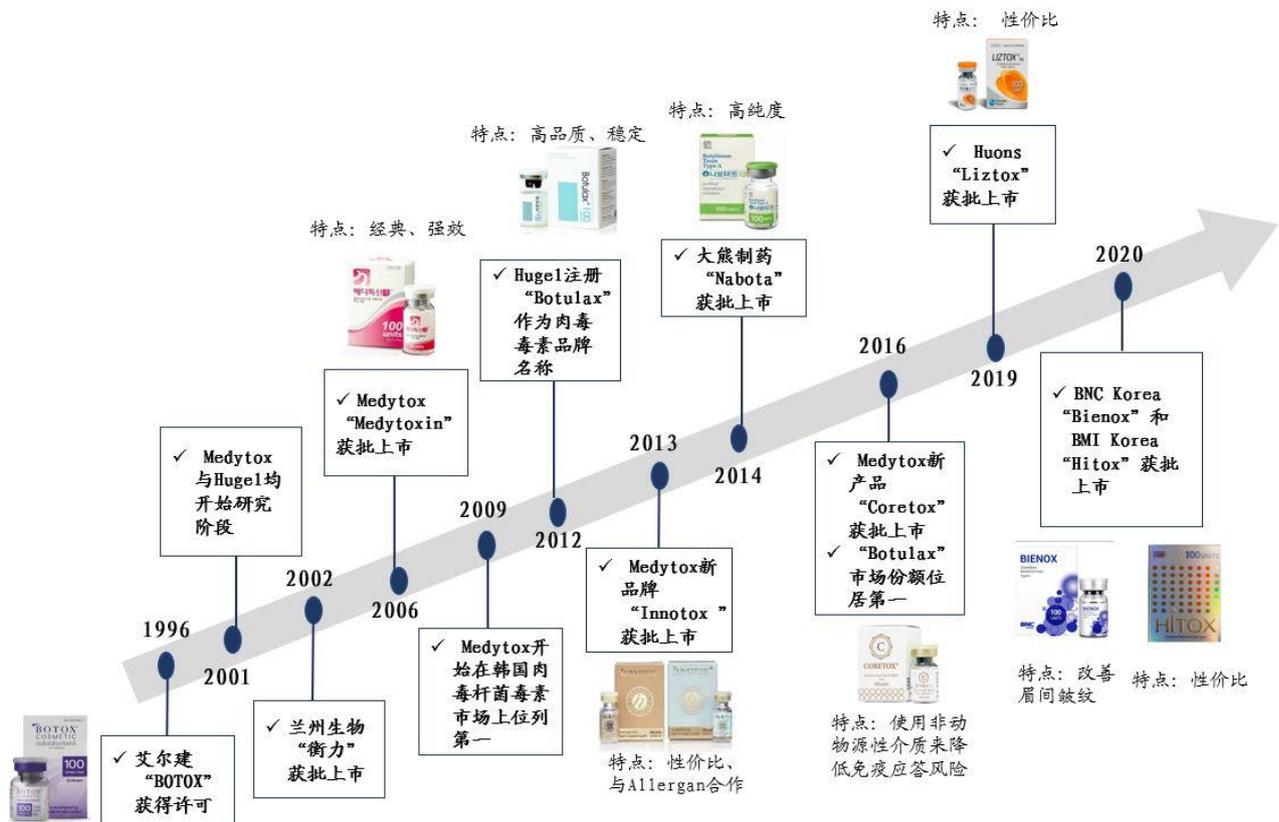
韩国肉毒素市场发展至今已二十多年时间，成长较为迅速，可分为三个主要阶段：

（1）起步期（1996-2005年）：获批均为进口肉毒素，本土企业孵化阶段。美国艾尔建的“Botox”和中国兰州生物的“衡力”分别于1996年和2002年通过韩国药品监管部门KFDA获批上市。本土企业Medytox和Hugel均于2001年开启肉毒素的研究和临床试验。

（2）成长期（2006-2016年）：本土品牌相继获批上市，呈现百花齐放趋势。韩国获批的第一个本土肉毒素品牌是Medytox的品牌Medytoxin，其于2006年获批上市并在2009年凭借见效较快、价格经济的特点跃居韩国肉毒素市场第一位。Hugel公司的肉毒素产品于2010年获批用于治疗眼睑痉挛，并于2012年正式注册“Botulax”作为品牌名称。2014年，大熊制药的定位高端的肉毒素产品Nabota获批上市。Medytox旗下的新品牌Innotox和Coretox也分别于2013年和2016年获批上市，其中Innotox主打性价比，Coretox主打耐药性较好。总体来看，这一阶段韩国肉毒素的本土品牌不仅密集上市，而且各具特色，呈现百花齐放的趋势。

（3）成熟期（2017年以来）：本土仍有新品牌推出，成熟品牌拓展海外市场。在此阶段，Hugel旗下的Botulax已跃居韩国本土份额第一，2019-2020年Liztox（Huons）、Bienox（BNC Korea）和Hitox（BMI Korea）分别获批上市。同时，Hugel、Medytox、大熊制药等旗下的成熟产品开始拓展海外市场，例如乐提葆已行销27个国家和地区。

图 28: 韩国肉毒素市场发展走势图



数据来源：各公司官网，东吴证券研究所

7. 中国肉毒素品牌竞争格局分析

7.1. 我们预计至 2025 年我国正规肉毒素规模超 140 亿元，正规市场将持续取代水货市场份额

我们预计至 2025 年我国正规肉毒素市场规模超 140 亿元，正规市场规模占比预计将持续提升，水货市场将被持续挤压。

(1) 根据在图 11 的统计，2019 年我国正规肉毒素人均消费水平仅为 2.6 元/人，而同期韩国和美国的人均消费水平分别为 16.5 元/人和 67.7 元/人，我国肉毒素市场规模提升空间较大。

(2) 我们对我国正规肉毒素的规模增速进行假设，由于 2015 年以来规模增速始终较快（2015-2019 年增速 CAGR 为 31.2%），我们假设随着接受度的提升肉毒素渗透率有望持续提升，未来有望保持较高增速，假设 2020/2021/2022/2023/2024/2025 年增速分别为 25%/28%/27%/26%/25%/24%，则至 2025 年我国正规肉毒素市场规模有望达到 140 亿元以上。

(3) 我国正规肉毒素规模提升的推动因素包括消费渗透率的提升和正规产品对水

货产品的替代。根据中国整形美容协会和草根调研数据，2019 年我国正规肉毒素销量占比仅为 30%，在我国尚未获批白毒、粉毒、绿毒等产品通过非法渠道流入市场，形成较大规模的水货市场。我们预计，随着更多产品得到 NMPA 批准上市，正规产品类型和价位将得到极大丰富，存在安全隐患的非法水货市场份额将被持续挤压，正规销售额占比将持续提升，我们预计至 2025 年我国正规肉毒素产品的规模占比有望提升至 50% 以上。

表 5: 我国肉毒素规模测算具体假设条件及原因

项目	假设条件
中国正规肉毒素市场规模 yoy	我们预计 2020 年以来维持较快增长，假设 2020/2021/2022/2023/2024/2025 年增速分别为 25%/28%/27%/26%/25%/24%
正规肉毒素销量占比	随着更多产品获批，正规产品的丰富度得到提升，价格选择也更为广泛，我们预计正规肉毒素销量占比持续提升，由 2019 年的 30% 提升至 2025 年的 55%

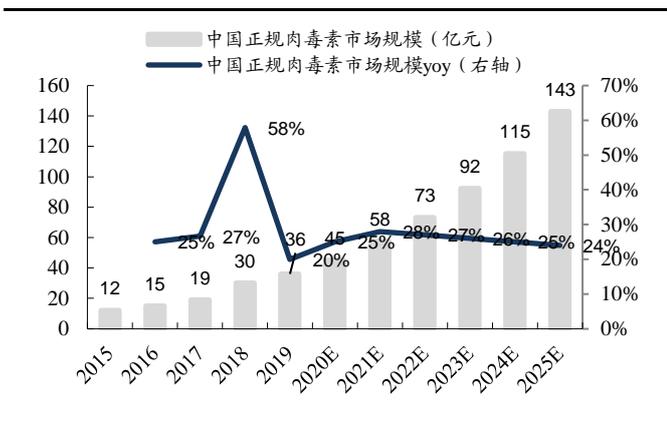
数据来源：Frost&Sullivan，中国整形美容协会，东吴东吴证券研究所测算

表 6: 我们预计至 2025 年我国正规肉毒素市场规模超 140 亿元

项目	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
中国正规肉毒素市场规模 (亿元)	12	15	19	30	36	45	58	73	92	115	143
中国正规肉毒素市场规模 yoy		25%	27%	58%	20%	25%	28%	27%	26%	25%	24%
正规肉毒素销量占比					30%	34%	38%	43%	47%	51%	55%

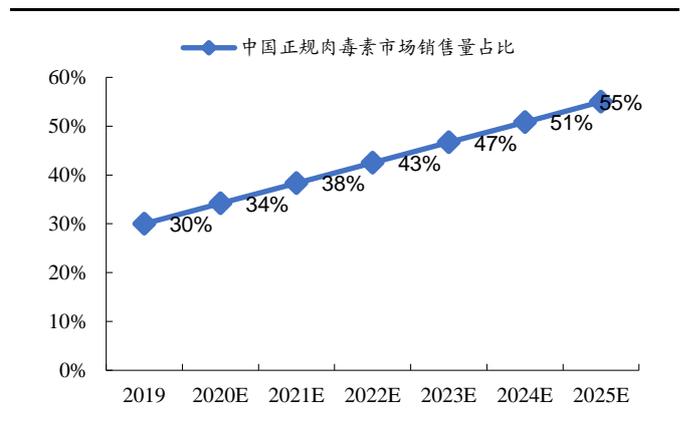
数据来源：Frost&Sullivan，中国整形美容协会，东吴证券研究所测算

图 29: 我国正规肉毒素市场规模及增速预测



数据来源：Frost&Sullivan，东吴证券研究所测算

图 30: 我国正规肉毒素销量占比预测



数据来源：中国整形美容协会，东吴证券研究所测算

7.2. 已获批品牌：四强争霸，新入局者有较大潜力

国内已获批的四个肉毒素品牌分别是衡力（兰州生物）、保妥适（艾尔建）、吉适

(Ipsen) 和乐提葆 (Hugel), 从规格、价格和产品效果方面对比如下:

- **从规格上看, 吉适规格和其他品牌不同。**保妥适、衡力和乐提葆的规格分别为每瓶 50U/100U, 吉适的规格为每瓶 300U。
- **从价格上看, 保妥适 > 吉适 > 乐提葆 > 衡力。**其中, 保妥适的终端价为 4000 元+/瓶, 吉适为 3500-4000 元/瓶, 乐提葆在 2200-2400 元/瓶, 衡力 < 1000 元/瓶。
- **从产品效果上看。(1) 分子量:** 衡力的分子量为 300-900Kda 不等, 吉适的分子量为 500-900Kda 不等, 保妥适和乐提葆的分子量在 900Kda, 衡力与吉适也更加适合作用于较大面积部位, 保妥适和乐提葆则更加适合作用于细微部位;
(2) 赋形剂: 衡力的主要赋形剂为蔗糖, 右旋糖苷与猪明胶, 而其余品牌都含有人血白蛋白, 人血白蛋白等非异体蛋白更不易致敏;
(3) 见效时间: 吉适的见效时间最短, 仅为 1-2 天;
(4) 干燥方法: 保妥适采用的是真空干燥法, 更不容易产生抗体;
(5) 弥散性: 保妥适与乐提葆较小, 吉适中等, 而衡力偏大。其中保妥适的弥散半径为 5mm, 衡力的弥散半径为 10mm, 因此, 于注射方面而言, 保妥适比衡力更加适合细微部位也更加安全。

表 7: 国内获批肉毒素四大品牌对比

项目	保妥适 (Botox)	吉适 (Dysport)	乐提葆 (Letybo)	衡力 (BTX-A)
产地	美国	英国	韩国	中国
生产商名称	Allergan	Ipsen	Hugel	兰州生物
代理商名称	艾尔建	高德美	四环医药	兰州生物
NMPA 获批时间	2009	2020.6	2020.10 (100U) /2021.2 (50U)	1993
规格	50/100Unit 每瓶	300Unit 每瓶	50/100Unit 每支	50/100Unit 每瓶
弥散性	小	中	小	大
持续时间	4-6 个月	4-6 个月	4-6 个月	4-6 个月
见效时间	一周左右见效	1-2 天见效	3-7 天见效	一周左右见效
保质期	36 个月	24 个月	36 个月	36 个月
分子量	900Kda	500/900Kda	900Kda	300/500/900Kda
赋形剂	人血白蛋白,氯化钠	人血白蛋白,乳糖	人血白蛋白,氯化钠	蔗糖,右旋糖苷,猪明胶
适用于	细微部位	较大面积部位	细微部位	较大面积部位
干燥方法	真空干燥法	冷冻干燥法	冷冻干燥法	冷冻干燥法
出厂价格	2200-2400 元/瓶 (100U)	——	——	600 元左右/瓶 (100U)
终端价格	> 4000 元/瓶 (100U)	3500-4000 元/瓶 (300U)	2200-2400 元/瓶 (100U)	< 1000 元/瓶 (100U)

数据来源: 东吴证券研究所, 新氧, 中国经营报社, 各公司官网 (注: 吉适规格和其他产品不可直接换算)

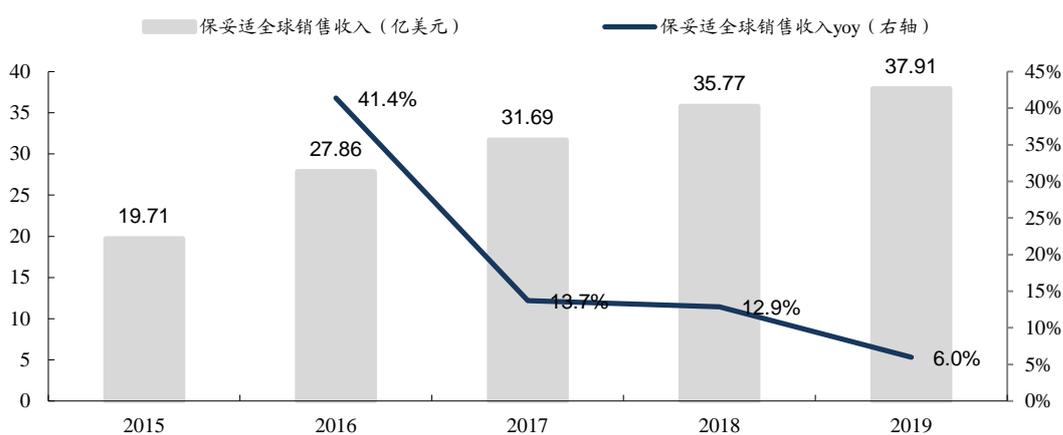
(1) 保妥适：全球销量冠军，我国首个进口肉毒素品牌

保妥适由美国艾尔建研发，具有弥散性较小、安全稳定的特点，适合面部精准除皱。

艾尔建是一家全球性制药公司，其产品覆盖了中枢神经系统、眼部治疗、医疗美容、消化内科、妇科、泌尿和抗感染等领域，如今已成为医疗美容行业龙头公司。艾尔建旗下肉毒素产品保妥适于1989年获得FDA认证，成为首个获得FDA认证的肉毒素品牌，是全球销量第一的品牌，已在全世界98个国家和地区流通销售。2019年保妥适在全球销售额达37.91亿美元。在我国，保妥适于2009年获批上市，成为首个进口的肉毒素品牌。保妥适产品的核心特点在于弥散性较小，弥散面积是0.5平方厘米，适合面部精准除皱。

保妥适不断拓展使用适应症，坚持医生培训和认证制度保障注射安全性。保妥适上市以来，不断拓展使用适应症，已可用于眉间纹、皱眉纹等30种不同的适应症，覆盖医美和医疗业务。另外，保妥适在中国始终坚持医生培训和认证制度，通过公司的“艾尔建学院”，常年与各大医美机构合作“注射医师培训”，消费者在艾尔建指定的机构、由获得专门培训的资质医生进行注射能够保证较高安全性，也为品牌积累了较好的口碑。

图 31：2019 年保妥适全球销售收入接近 38 亿美元



数据来源：艾尔建公司公告，东吴证券研究所

(2) 吉适：欧洲标准，我国第二款进口肉毒素品牌

吉适由英国制药企业益普生公司研发的 A 型肉毒素，具有见效快的特点。吉适于1990年在英国首次注册用于眼部痉挛的治疗，于1991年在欧洲地区以Azzalure品牌商标进行销售，1999年通过CE认证，于2009年通过FDA认证，目前在欧洲位列市占率第一，销售范围覆盖亚洲、欧洲、美洲的73个国家和地区。2020年6月，吉适成为我国第二款获批上市肉毒素产品。对比其他肉毒素产品，吉适最显著的优点和特征在于见效时间短，仅需1-2天便可见效。

(3) 乐提葆：韩国销量第一，兼顾品质与价格，由四环医药代理

乐提葆由韩国 Hugel 公司研发，定位性价比较高的轻奢肉毒素。Hugel 是一家韩国知名生物制药企业，旗下核心业务包括肉毒素、玻尿酸、化妆品、医疗器械等。Hugel 生产的乐提葆自 2010 年于韩国获批上市以来，已在 28 个国家和地区上市，2019 年在韩国市占率达 42%。2020 年 10 月，乐提葆在我国获 NMPA 批准上市。乐提葆具有较好的产品口碑，纯度高且弥散度较低，临床试验效果不低於保妥适。同时，产品定位年轻、时尚、潮流的求美者，价格相对良好。由此可见，乐提葆是具有显著性价比优势的定位轻奢的肉毒素品牌。

乐提葆由四环医药独家代理，是我国最新引进的进口肉毒素品牌。四环医药是中国领先的上市医药企业，业务板块涵盖仿制药、创新药、原料药、医美、工业大麻等。目前，四环正在全力推动医美和生物制药双轮驱动战略，除了代理的已上市的肉毒素乐提葆，还通过“自研+代理”布局玻尿酸、童颜针、童颜水凝、少女针、胶原蛋白填充剂等多条医美管线。四环医药的医美营销团队 70%来自于艾尔建，具有丰富的医美营销经验，采用代理为主、直营为辅的方式推广乐提葆。目前已通过 40 余个代理商覆盖全国 200 多个城市，目标在三年内取得国内 30%以上的市场份额。

乐提葆差异化定位更为刚需的瘦脸需求，深耕内容营销占领消费者心智。与定位精准抗皱的保妥适不同，乐提葆在进入中国市场时差异化定位于需求更加刚性的瘦脸，据草根调研肉毒素在中国的瘦脸需求远大于除皱，销量占比约 70%。在营销方式上，四环医药作为中国的总代提供统一的品牌声誉支持，通过合作小红书、微博等种草平台和新氧、大众点评等第三方电商平台的专业医生、KOL、KOC，使得乐提葆品牌更好地触达其年轻、时尚的消费群体，更好地占领目标客户的心智。

(4) 衡力：国货之光，我国最早获批上市肉毒素品牌

衡力由兰州生物研发，是国内最早获批的肉毒素品牌，价格较为经济实惠，更适合大部位注射。兰州生物是国家生物制品行业的骨干企业，主要从事预防类制品、治疗类制品、诊断试剂等生物制品的生产、研发和经营。1993 年，兰州生物制品研究所自主研发的 A 型肉毒毒素制品衡力问世，中国成为继美国和英国后第三个能自行生产肉毒素产品的国家。2002 年，衡力通过了韩国药品监管部门 KFDA 的批准并在韩国上市。截至目前，衡力已成功销售至 30 多个国家，在国际市场具有较好的声誉。衡力的优势主要在于价格更加经济实惠，终端价格仅为保妥适的 1/4，但是由于弥散面积相对较大，更适合于瘦肩、瘦小腿等肌肉面积较大的需求。

图 32: 衡力出口包装样式



数据来源: 兰州生物官网, 东吴证券研究所 (注: 统计时间为 2019 年 10 月)

7.3. 待上市品牌: 各具特色, 上市公司爱美客有望受益

国内即将上市的肉毒素品牌主要有韩国大熊制药的“Nabota”、韩国 Huons 的“Hutox”和德国 Merz 的“Xeomin”。其中, Nabota 和 Hutox 均在临床试验阶段, Xeomin 已在 2018 年 10 月完成三期临床, 进入上市申请阶段。(1) Nabota: 纯度更高的韩国高端肉毒素; (2) Hutox: 性价比优势; (3) Xeomin: 耐药性更强, 可常温保存。Hutox 的国内代理为上市公司爱美客, 我们预计获批上市后可为其贡献一定收入和业绩增量。

表 8: 国内即将上市肉毒素对比

项目	Nabota (绿毒)	Hutox (橙毒)	Xeomin (西马)
产地	韩国	韩国	德国
生产商名称	大熊制药	Huons	Merz
代理商名称	大熊制药	爱美客	Merz
国内研发进展	临床试验阶段	临床试验阶段	上市申请阶段
规格	50/100/150U/200Unit 每瓶	100Unit 每瓶	50/100Unit 每瓶
见效时间	2 天左右见效	一周以内见效	一个月左右见效
分子量	900Kda	900Kda	150Kda
赋形剂	人血白蛋白, 氯化钠	人血白蛋白, 氯化钠	人血白蛋白, 蔗糖
储藏方式	2°~8°储存	0°~4° 冷藏储存	<25°常温储存
干燥方法	冷冻干燥法	冷冻干燥法	冷冻干燥法

数据来源: 各公司官网, 东吴证券研究所

8. 投资建议

肉毒素终端需求旺盛、规模增速较快且竞争格局相对较好, 是较好的医美发展赛道。从需求端看, 肉毒素具有除皱、塑形、提升等多种功效, 始终在轻医美项目中需求排名靠前, 而且具有百搭特点, 成为医美机构重要的获客转化工具, 规模保持快速增长。根

据 Frost&Sullivan 统计，2015-2019 年中国正规肉毒素市场规模增速 CAGR 超 30%。从供给端看，肉毒素作为毒麻药品准入门槛较高，行业竞争格局相对明朗。从供需两端看，肉毒素均为较好的医美细分赛道。

2020 年行业入局者增加至四家，尚有多家公司排队审批，未来竞争或将有所加剧，我们预计精准定位、具有独特优势或营销能力突出的品牌有望攫取更大的市场份额。2020 年下半年以来，益普生的“吉适”和 Hugel 的乐提葆相继获批上市，加上此前获批的衡力、保妥适，国内正规市场的参与者增加为四家。据 NMPA 官网，目前仍有来自韩国、德国的多个肉毒素品牌排队上市，还有更多品牌计划申请中，我们预计未来行业竞争将会有所加剧。我们认为，此前上市较久的衡力和保妥适由于在价位和品质方面均相差较大，而消费者需求高度细分，形成较大的供给缺口，新进入品牌只要能够精准定位客群或注射部位，且形成一定的品质优势或价格优势，均有望在市场中占据一席之地。

推荐代理 Hugel 乐提葆肉毒素且有望于今年放量的**四环医药**以及代理 Huons 肉毒素并正在临床试验的**爱美客**。

8.1. 四环医药

领先的医美及生物制药企业，医美业务有望年内放量。四环医药成立于 2006 年，业务涵盖医美、仿制药、创新药和原料药及 CDMO。其中，医美业务始于 2014 年，公司前瞻性地与韩国 Hugel 公司签署独家代理协议，由四环负责其肉毒素和玻尿酸产品在国内的注册工作。2020 年 10 月，Hugel 的乐提葆肉毒素正式获 NMPA 批准上市，为中国仅有的四张肉毒素证之一。2021 年以来，四环代理的乐提葆肉毒素已开始国内出货，公司也通过引入艾尔建销售团队、布局内容营销等方式促进销售，目前销售情况较为顺利。我们看好韩国市占率第一、兼顾品质与性价比的乐提葆肉毒素实现份额的较快突破，公司计划年内覆盖 3000 家医美终端，3 年市场份额超 30%。

医美管线储备丰富，借助医药研发实力，多款产品有望于未来 3-5 年上市。除了布局较早的肉毒素即将放量，公司的医美管线还包括多款“自研+代理”产品，包括玻尿酸、童颜水凝、童颜针、少女针、复合胶原蛋白填充剂等。其中“Hugel 玻尿酸”产品公司预计可于年底前获批上市，自研的童颜水凝有望于 2022 年底上市，其他产品也有望于 3-5 年内获批上市。公司医美自研团队由澳合研究院分拆，并在美国南加州成立医美产品研究院，有望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，并凭借公司优秀的注册能力加速上市进程。

风险提示：医美推广不及预期，药品研发不及预期，行业政策变化。

8.2. 爱美客

本土轻医美龙头企业，差异化特征明显，在研管线丰富。公司是我国较早布局轻医美注射类产品的公司，目前已获批产品包括 III 类注射用透明质酸钠系列产品“逸美”、“宝尼达”、“爱芙莱&爱美飞”、“嗨体”、“逸美一加一”和面部埋植线产品“紧恋”。公

公司产品布局具有前瞻式思维，以差异化的产品布局抢占消费者的心智。公司在研管线较为丰富，包括童颜针、代理的 Huons 肉毒素、利拉鲁肽注射液等，目前童颜针已在注册申报阶段，有望于年内获批，肉毒素和纤体产品均在临床试验阶段。

拳头产品嗨体持续高增，我们预计熊猫针快速放量。根据 2020 年年报披露数据，由于“溶液类注射产品”可近似体现“嗨体”收入情况，则我们预计 2020 年嗨体同增 80%左右。2021Q1，我们预计嗨体在“熊猫针”新品的快速放量下，销量持续高增。未来嗨体品牌系列产品继续放量、童颜针等新产品上市销售，将有望推动公司业绩继续高速增长。

风险提示：产品研发不及预期，新品推广不及预期，行业竞争加剧。

表 9：重点公司估值对比

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润			PE			投资评级
				20A	21E	22E	20A	21E	22E	
0460.HK	四环医药	323	3.41	4.73	7.89	10.88	56	34	24	买入
300896.SZ	爱美客	1378	637.00	4.40	6.92	9.81	313	199	141	买入
000963.SZ	华东医药	798	45.62	28.20	30.02	34.98	28	27	23	买入

数据来源：Wind，东吴证券研究所（注：估值日期为 2021 年 6 月 9 日，四环医药总市值和收盘价单位为港币，其余为人民币）

9. 风险提示

（1）产品推广不及预期。肉毒素新品上市时间较短，存在一定渠道拓展和营销推广上的不确定性。

（2）行业竞争加剧。若行业短期内新进入者较多，则可能存在竞争加剧的情况。

（3）行业政策变化。若行业在产品审批政策或监管政策上有所变化，则可能影响已有和待上市产品的销售。

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>