

# 医美行业

## 科技变美，服务赋能——2021 中期策略

**行业展望：全球最大医美市场，未来五年有望翻倍增长。**从可选到“必选”的消费升级，2019年国内人均总收入突破万元美元，构筑医美赛道的经济基础。颜值经济下，医美需求爆发式增长，一二线城市、20-30岁女性为主力人群。中国为全球最大医美市场，我们预计2025年医美消费规模实现翻倍增长，用户渗透率提升为核心逻辑，市场规模从2020年的1386亿元增至2025年的2801亿元，五年CAGR 15.11%，手术类/注射类/光电类市场规模分别为1417/993/391亿元，以19-49岁城镇女性为基数，用户渗透率分别提升至6.30%/15.32%/20.25%，对应消费人数1192/2895/3827万人，客单价分别为11892/3430/1021元。医美赛道迎来未来五年的黄金成长期，具备高客单价、高复购率、长用户生命周期等优质消费品投资属性。

**上游注射厂商：产业链中竞争壁垒高、竞争格局集中、盈利能力强的一环。**从产品端分为玻尿酸及肉毒素两大品类，玻尿酸按功效/注射部位/维持时间区分不同产品线品类丰富，目前NMPA获批产品达40余款，肉毒素偏标品且管控严格，目前仅4款获批产品。2020年，玻尿酸/肉毒素出货量分别在500万支/440万支，出货市场规模分别为50亿/40亿元，我们预计2023年出货市场规模分别达到98/80亿元，三年翻倍增长。从竞争格局来看，玻尿酸欧美（艾尔建/高德美）/日韩（LG/Huons）/国内（爱美客/华熙生物/昊海生科）品牌三分天下，国产产品品牌升级，渠道建设更专业完善，有望进一步抢占市场份额。肉毒素市场品牌先发优势明显，20年以来两强对抗转为四方竞争（保妥适/兰州衡力/乐提葆/吉适），未来伴随新增产品获批，市场竞争趋于激烈。针剂厂商间的竞争，不仅比拼牌照审批下的时间先发优势，更是产品力+渠道力的综合竞争。

**下游医美服务：产业链中交易实现、投资期较长、高运营壁垒的一环。**2019年具备医疗美容资质的机构约1.3万家，70%以上为中小型机构，整形类执业医师不超过3万人，执业牌照许可及执业医师为稀缺资源，为内生扩张的制约因素之一。重医美机构包含手术及非手术全科项目，回报期长（5年以上）、资金及人员投入较高，收购模式可缩短投资周期、降低投资风险，为集团化的主要路径；轻医美机构以非手术类为主，回报期较短（2-3年左右）、且对选址及开设密度要求较低，更适合内生自建模式，地方机构借助轻医美模式可实现品牌连锁。以地产切入医美（奥园美谷/苏宁环球）、以纺服切入医美（朗姿股份/金发拉比）前期均以资本驱动，后期均考验投后的管理运营能力。服务机构间的竞争，单体盈利能力比拼获客能力与运营效率，外延并购比拼资金储备与行业资源、投后整合管理能力。

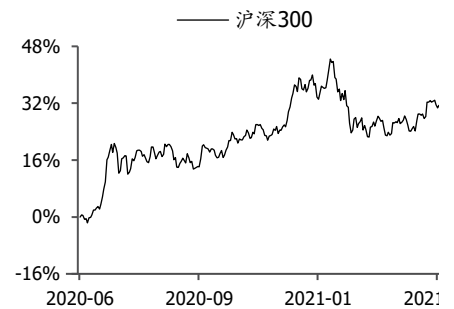
**对标海外：全球医美市场过去五年增速7%，美国市场成熟，韩国用户年轻。**2014-2019年全球医美市场规模从993亿美金增至1460亿美金（CAGR8.0%），非手术类项目从520亿美金增至820亿美金（CAGR7.89%），手术类项目从470亿美金增至640亿美金（CAGR6.37%），肉毒素市场5年间增速均不低于7%，玻尿酸市场增速2019年突破5%。美日韩肉毒素在注射类项目中的占比接近50%，玻尿酸占比30%左右。美国正规市场规模80亿美元、非正规市场90亿美元，肉毒素：玻尿酸案例数2:1，产品审批及政策监管最为严格，产品畅销全球。韩国医美市场2018年达84亿美元，25-35岁年轻群体占比达67%，手术类及海外消费者占比较高，下游连锁化受政策限制，以专业化单体私立医院为主。

**行业估值与投资建议。**我们预计未来五年医美消费市场规模预计15%复合增速，伴随用户渗透率及付费能力提升，增长空间显著。长期看好产品研发及渠道能力优秀的上游针剂厂商【爱美客】【华熙生物】【四环医药】【昊海生科】，建议关注龙头设备厂商【复锐医疗科技】以及优质下游服务机构【朗姿股份】。

**风险提示：**消费需求下降；行业竞争加剧；盈利能力不及预期；政策规范变化。

增持（维持）

### 行业走势



### 作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 赵雅楠

执业证书编号：S0680521030001

邮箱：zyn@gszq.com

### 相关研究



## 重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
300896.SZ	爱美客	买入	2.03	3.36	5.24	7.66	316	191	123	84
688363.SH	华熙生物	买入	1.35	1.57	2.30	2.91	173	148	101	80
00460.HK	四环医药	买入	0.05	0.009	0.14	0.21	68	37	24	17
06826.HK	昊海生科	买入	1.3	2.63	3.59	4.62	107	53	39	30

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: PE 对应 6 月 8 日收盘价

## 内容目录

1. 医美行业：长坡厚雪，低渗透/高客单/高复购.....	8
1.1 行业驱动：收入提升奠定消费基础，颜值时代助力行业高增.....	8
1.1.1 从可选到“必选”，收入提升下的消费升级.....	8
1.1.2 颜值经济下，美业需求爆发式增长.....	10
1.2 用户画像：年轻化/女性/一二线/轻医美四大标签.....	12
1.3 市场规模：五年翻倍增长，终端消费规模达 3000 亿.....	16
1.4 产业链构成：上游高壁垒，下游重服务.....	18
2. 针剂厂商：牌照壁垒、产品及渠道综合实力.....	19
2.1 注射产品及分类：玻尿酸及肉毒素的面部加减法.....	19
2.1.1 玻尿酸：“交联技术”为核心，产品功效及时效多样.....	20
2.1.2 肉毒素：专注皮肤“减法”，用于除皱及瘦脸.....	21
2.2 竞争要素：牌照许可+产品研发+2B2C 渠道建设.....	22
2.2.1 牌照资质：审批流程长、成本高，针剂牌照稀缺.....	23
2.2.2 产品研发：技术硬实力+消费者洞察软实力.....	25
2.2.3 渠道建设：医生及消费者触达，2B 及 2C 双管齐下.....	27
2.3 玻尿酸：产品管线持续丰富，国产替代品牌升级.....	28
2.3.1 出货规模：国内第一大市场，2024 年达 120 亿元.....	28
2.3.2 竞争格局：海外品牌议价力强，国产替代趋势渐强.....	29
2.3.3 产品趋势：用户及产品细分化，国产替代价格升级.....	32
2.4 肉毒素市场：低渗透率、大单品，品牌先发优势明显.....	33
2.4.1 肉毒市场：水货市场占比较大，正规市场放量增长.....	34
2.4.2 竞争格局：牌照审批严格，品牌先发优势明显.....	34
3. 医美服务：轻重结合+内生外延，共筑集团化之路.....	36
3.1 市场概况：头部集中度低，地方性机构为主.....	36
3.2 竞争要素：机构牌照稀缺，运营效率为王.....	40
3.2.1 牌照壁垒：机构及医生执业许可稀缺性.....	40
3.2.2 运营效率：人力资本密集，服务业态比拼坪效人效.....	42
3.2.3 管理能力：分级管理提升集团运营能力.....	43
3.3 扩张模式：内生+外延，助推进入快速发展期.....	45
3.3.1 内生增长：轻医美爬坡周期短，单店模型更优.....	45
3.3.2 外延并购：初期资金与资源导向，后期考验运营管理.....	46
3.3.3 未来趋势：“1+N”轻重组合，运营效率最大化.....	48
3.4 渠道趋势：直客化、线上化、下沉化.....	49
4. 海外对标：市场成熟，日韩欧美各有不同.....	50
4.1 全球市场：规模持续增长，轻医美占比提升.....	50
4.2 美国市场：产品领先，服务专业.....	52
4.2.1 上游厂商：高度集中，艾尔建一家独大.....	54
4.2.2 下游机构：监管严格，专业性极强.....	56
4.3 韩国市场：经历快速成长，海外用户贡献增量.....	57
4.3.1 上游厂商：业务拓展迅速，市场遍布全球.....	58
4.3.2 下游机构：政策限制连锁化，专业性单体机构.....	60
5. 投资建议.....	61
6. 相关标的.....	63

6.1 爱美客：国内龙头针剂厂商，品牌及渠道优势高筑	63
6.2 华熙生物：透明质酸全产业链龙头，“四轮驱动”并驾齐驱	64
6.3 四环医药：十年磨一剑，向医美、高质量医药转型	65
6.4 昊海生科：眼科+骨科+医美多领域全面开花	67
6.5 复锐医疗科技：背靠复星医药，稀缺医美设备龙头	68
6.6 时代天使（待上市）：隐形矫治龙头迎风起飞	69
6.7 创尔生物（待上市）：胶原贴敷料产品的开创者	70
6.8 鲁商发展：“生物医药+健康地产”双轮驱动	70
6.9 朗姿股份：从衣美到颜美的多品牌矩阵	71
6.10 奥园美谷：收购杭州连天美，上下游医美全产业链布局	72
6.11 苏宁环球：百亿医美投资能力，瞄准医美终端服务	72
6.12 华韩整形：深耕江苏地区，“1+N”模式扩张进行时	73
6.13 医美国际：深耕华南地区，第三大医美服务机构	74
6.14 必瘦站：加速扩张的一站式医美服务平台	74
6.15 新氧：中国最大的在线医美垂直类平台	75
风险提示	76

## 图表目录

图表 1：中、美、欧、韩的人均总收入水平（美元）	8
图表 2：美国、韩国、中国人均可支配收入（美元）	8
图表 3：美国医美总疗程例数和人均 GDP 走势	8
图表 4：中国医美市场规模与人均可支配收入成高度正相关	8
图表 5：医美消费者抽样家庭年收入分布情况（%）	9
图表 6：全球医美市场规模及增速（十亿美元，%）	9
图表 7：我国医美市场规模及增速超越美国（亿美元，%）	10
图表 8：消费者端美业全景	10
图表 9：“她”经济崛起，女性整容更多为愉悦自己（%）	11
图表 10：小红书医美相关关键词笔记数量（个）	11
图表 11：新氧月度 MAU 及购买用户数（百万）	11
图表 12：中国居民对医疗美容的接受度（%）	12
图表 13：72%的中国女性对自己的颜值不够满意（%）	12
图表 14：中国及全球医美用户以女性为主导（%）	12
图表 15：2018-2019 年我国医美消费者年龄分布（%）	13
图表 16：2018 年中国各线城市医美用户渗透率对比（%）	13
图表 17：中国医美消费者分线城市分布（%）	13
图表 18：中国手术类及非手术类项目市场份额占比（亿元，%）	14
图表 19：2019 年中国手术类及非手术类项目疗程分布（%）	14
图表 20：非手术类医美项目中注射类项目占比（%）	14
图表 21：中国医美细分品类订单量及排名变化趋势（基准换算）	15
图表 22：新氧平台光电项目细分品类销量及热度	15
图表 23：中国医美细分品类客单价（元）	16
图表 24：医美消费市场分项目规模测算（亿元）	17
图表 25：医美行业产业链上中下游拆分	18
图表 26：医美产业链价值分配	19
图表 27：注射材料的作用及对应产品示意图	20

图表 28: 全球非手术项目细分品类及占比(%, 含光电类)	20
图表 29: 中国医注射类项目细分品类及占比(%)	20
图表 30: 透明质酸分子式	21
图表 31: 不同分子量透明质酸应用场景	21
图表 32: 不同玻尿酸产品在面部的应用	21
图表 33: 肉毒素的作用机制	22
图表 34: 肉毒素面部注射点及注射剂量	22
图表 35: 主要注射针剂竞争要素及重要程度	23
图表 36: 我国对三类医疗器械的具体管理方法	23
图表 37: 肉毒素从获批临床到产品上市销售流程及各环节耗时(年)	24
图表 38: 近5年我国玻尿酸注射产品年均审批数量在5个左右	24
图表 39: 2009-2020年我国仅发放4张注射用肉毒素牌照	25
图表 40: 玻尿酸的量产依赖微生物发酵合成方法	25
图表 41: 主要玻尿酸品牌交联技术	26
图表 42: 爱美客嗨体“熊猫针”	26
图表 43: 四款肉毒素产品技术区分	27
图表 44: 针剂厂商 2B2C 路径	27
图表 45: 爱美客全轩学院	28
图表 46: 玻尿酸针剂厂商产品收入直销/经销比例(%)	28
图表 47: 中国合规玻尿酸出货市场规模及增速(亿元; %)	29
图表 48: 2020年我国玻尿酸合规市场出货情况	29
图表 49: 国内医美玻尿酸市场竞争格局(按销售额占比, %)	30
图表 50: 获批进口玻尿酸品牌枚举	31
图表 51: 获批国产玻尿酸产品枚举	32
图表 52: 玻尿酸新品主打概念及适应症细分化	33
图表 53: 玻尿酸产品价格上缘抬高(元)	33
图表 54: 国内肉毒素市场规模(亿元)	34
图表 55: 按金额计中国医疗美容肉毒素市场份额(%)	35
图表 56: 2019年按销量计中国医疗美容肉毒素市场份额(%)	35
图表 57: 国内4种获批肉毒素产品	35
图表 58: 国内未来可能获批肉毒素	35
图表 59: 国内4种获批肉毒素产品对比	36
图表 60: 2019年合法医美机构类型分布-按类型	37
图表 61: 2019年合法医美机构类型分布-按规模	37
图表 62: 中国医美服务机构集中度分布及举例	37
图表 63: 2009-2020年医美规范政策一览	38
图表 64: 我国医美终端分布情况	39
图表 65: 头部规模医美机构分布地理位置	39
图表 66: 医美机构经营范围	40
图表 67: 医美机构审批流程	41
图表 68: 2013-2018年整形美容医院医生数量(单位: 人)	41
图表 69: 2017年主要国家每十万人人口整形外科医生数量(个/十万人)	41
图表 70: 2016-2019年中整协医疗机构评级历年发布情况	42
图表 71: 2019年中整协医疗机构评级结果	42
图表 72: 2020年主要医疗服务机构营收情况对比(单位: 亿元)	42
图表 73: 2020年主要医疗服务机构人员情况对比(单位: 人)	42

图表 74: 2020 年主要医疗服务机构人效情况对比 (单位: 万元/人) .....	43
图表 75: 2020 年主要医疗服务机构坪效情况对比 (单位: 万元/平米) .....	43
图表 76: 不同等级医美机构对应营收体量及爬坡周期 .....	43
图表 77: 爱尔早期三级管理体系 .....	44
图表 78: 华韩整形机构类型及作用 .....	44
图表 79: 朗姿医美业务四级管控体系 .....	45
图表 80: 自建模式下重医美服务机构发展阶段 .....	45
图表 81: 单店模型其二: 分规模模型 .....	46
图表 82: 单店模型其一: 分项目模型 .....	46
图表 83: 业内上市企业外延收购项目情况 .....	46
图表 84: 收并购模式优缺点对比 .....	47
图表 85: 爱尔 2014 年“合伙人”模式 .....	47
图表 86: 爱尔眼科扩建阶段及特点 .....	47
图表 87: 爱尔主要并购基金情况 .....	48
图表 88: 业内上市企业产业基金设立情况 .....	48
图表 89: 扩张模式优劣对比 .....	49
图表 90: 2020 年中国医美用户信息获取渠道: 线下渠道 .....	49
图表 91: 2020 年中国医美用户信息获取渠道: 线上渠道 .....	49
图表 92: 2020 年医美机构线上入住率 .....	50
图表 93: 新氧付费医疗提供商数量变化情况 (单位: 个) .....	50
图表 94: 2019 年各线城市医美消费者分布 .....	50
图表 95: 全球医美市场规模 (单位: 亿美元) .....	51
图表 96: 全球医美市场手术类/非手术类项目占比情况 (单位: 十亿美元) .....	51
图表 97: 全球肉毒市场规模历年变化情况 (单位: 十亿美元) .....	51
图表 98: 全球玻尿酸市场规模历年变化情况 (单位: 十亿美元) .....	51
图表 99: 美韩中医美行业周期对比 .....	51
图表 100: 2019 年各医美消费大国千人诊疗次数 .....	52
图表 101: 主要医美消费大国医美渗透率变化情况 .....	52
图表 102: 2019 全球主要国家肉毒素占注射类项目数量比重 .....	52
图表 103: 美国历年医美案例数 (单位: 万) .....	53
图表 104: 美国医美市场规模 (单位: 亿美金) .....	53
图表 105: 2019 年美国手术类/非手术类市场分布情况 .....	53
图表 106: 美国肉毒素市场规模历年变化情况 (单位: 亿美金) .....	54
图表 107: 美国肉毒素市场案例数及增速 (单位: 万例) .....	54
图表 108: 美国玻尿酸市场案例数及增速 (单位: 万例) .....	54
图表 109: 2011-2019 年艾尔建营业收入 (亿元 RMB) .....	55
图表 110: 2011-2019 年艾尔建净利润 (亿元 RMB) .....	55
图表 111: 艾尔建医美线产品 .....	55
图表 112: Botox 销售规模历年变化情况 (单位: 亿美金) .....	55
图表 113: 美国整形外科医师/医学美容科医师培养制度 .....	56
图表 114: 长岛整形集团发展历程 .....	56
图表 115: 深蓝医疗 spa .....	57
图表 116: 2019 韩国医美消费者年龄构成 .....	58
图表 117: 历年赴韩就诊外国游客人数 (单位: 万人) .....	58
图表 118: Hugel 历年营收情况 (单位: 十亿韩元) .....	58
图表 119: Hugel 历年净利润情况 (单位: 十亿韩元) .....	58

图表 120: Hugel 发展历程 .....	59
图表 121: Hugel 产品信息 .....	59
图表 122: Hugel 肉毒素销售许可的国家 .....	60
图表 123: ID 美容整形医院发展历程 .....	60
图表 124: 整形外科部分专家介绍.....	61
图表 125: 医美行业相关标的估值.....	62
图表 126: 医美行业海外标的估值.....	63
图表 127: 爱美客盈利预测.....	64
图表 128: 华熙生物盈利预测 .....	65
图表 129: 四环医药盈利预测 .....	67
图表 130: 昊海生科盈利预测 .....	68

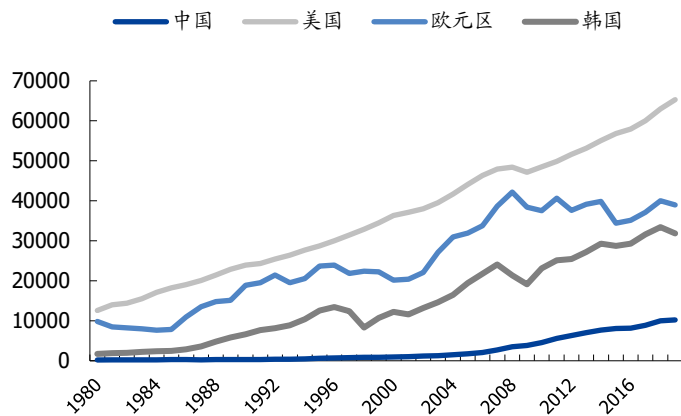
## 1. 医美行业：长坡厚雪，低渗透/高客单/高复购

### 1.1 行业驱动：收入提升奠定消费基础，颜值时代助力行业高增

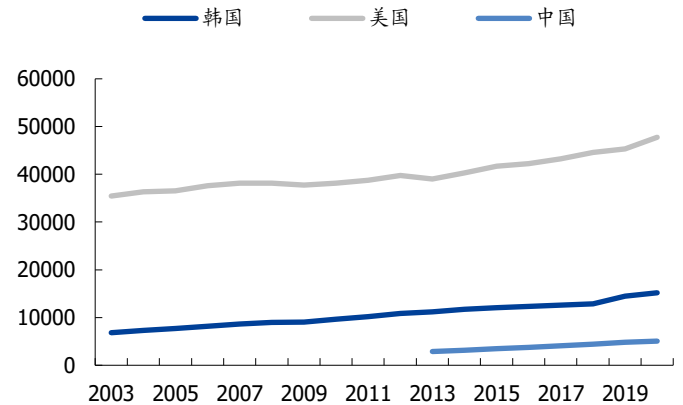
#### 1.1.1 从可选到“必选”，收入提升下的消费升级

人均可支配收入增加，构筑医美赛道的经济基础。1980年至今，美国、欧元区、韩国及中国人均总收入水平呈持续上升趋势，美国人均总收入从1980年的1.26万美元增至2019年的6.53万美元，CAGR4.31%，欧元区从0.98万美元增至3.90万美元，CAGR3.60%，韩国39年间实现了近18倍的增长，CAGR7.78%，中国实现了10.68%的年均复合增长，2019年人均总收入突破万元美元大关至1.02万美元，为世界人均GDP中位数的2倍多，中国人均可支配收入2013-2020年间实现超75%的增长，从2875美元快速增加至5054美元，CAGR8.39%。

图表1：中、美、欧、韩的人均总收入水平（美元）



图表2：美国、韩国、中国人均可支配收入（美元）

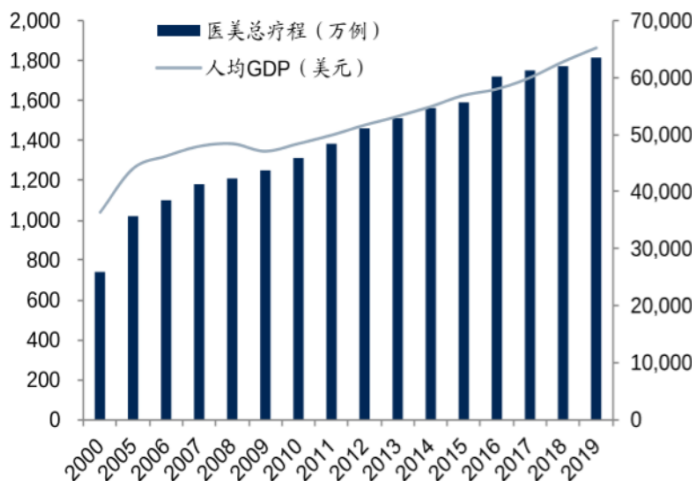


资料来源：世界银行，国盛证券研究所 注：单位为2021/05/31美元现价

资料来源：Wind，国家统计局，国盛证券研究所 注：韩国数据换算汇率为1美元=1110.72韩元，中国数据换算汇率为1美元=6.36元人民币

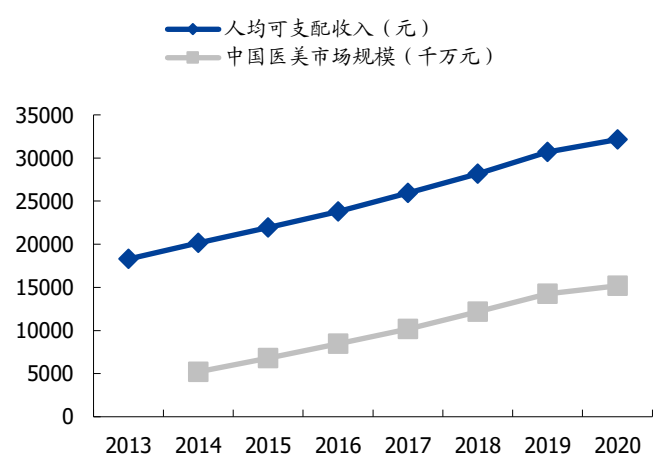
从可选到必选，医美消费动力与收入水平高度正相关。2000-2019年，美国医美总疗程与人均GDP走势高度拟合。从走势来看，医美市场规模与人均可支配收入的吻合程度同样较高，2014-2020年，中国医美市场规模由2014年的521亿元增至2020年的1518亿元，CAGR 14.3%。

图表3：美国医美总疗程例数和人均GDP走势



资料来源：ASPAS，Bloomberg，国盛证券研究所

图表4：中国医美市场规模与人均可支配收入成高度正相关

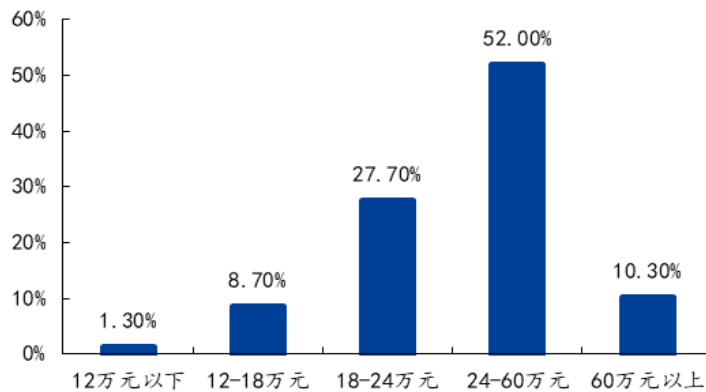


资料来源：Wind，Frost&Sullivan，国盛证券研究所



**中等收入人群占比提升，构成医美行业消费主体。**根据艾瑞咨询的调查问卷，医美消费人群集中在家庭年收入 24-60 万元区间，合计占比 52%，家庭年收入水平越高，进行医美消费的人数越多。医美行业景气度与中产阶级占比提升同步，2018 年 CHIP 数据结果显示，我国中等收入群体的人口规模在全国仅占 29.4%，对应人口数 6.51 亿人，中等收入群体的消费总支出约占全国总体的 46.5%，未来 10 年医美消费者有望随着中产人口占比提升加速增长，消费能力持续提升，进一步刺激医美行业发展。

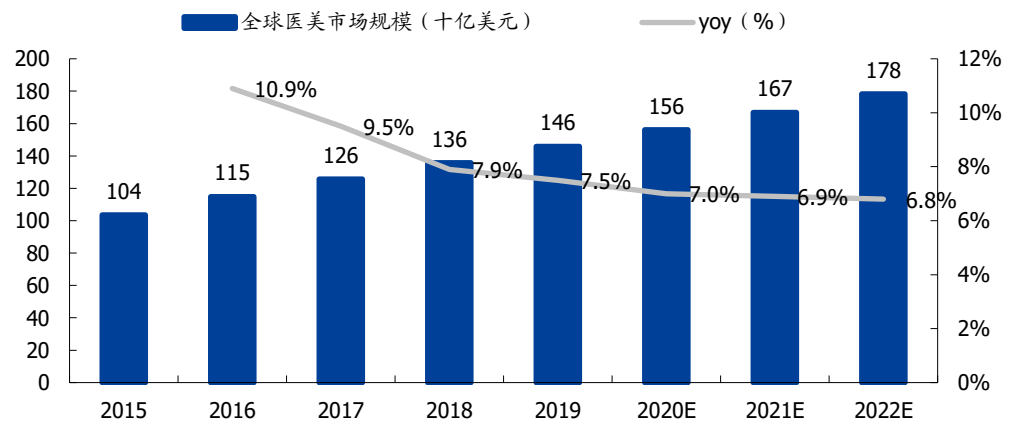
图表 5: 医美消费者抽样家庭年收入分布情况 (%)



资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

**2019 年全球医美市场规模达 1459 亿美元，增速放缓，回归个位数增长。**2015-2019 年，全球医美市场规模从 1036 亿美元增至 1459 亿美元，CAGR 8.94%，同比增速逐年放缓，从 2016 年的 10.9% 持续降至 2019 年的 7.5%，预计 2020 年全球医美市场规模 1561 亿美元，至 2022 年缓增至 1782 亿美元。

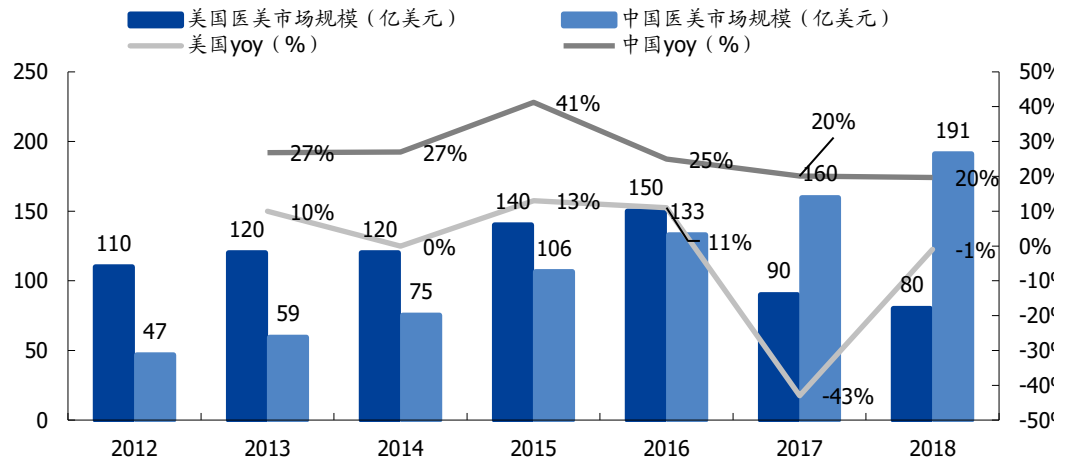
图表 6: 全球医美市场规模及增速 (十亿美元, %)



资料来源: ISPAS, 立鼎产业研究网, 国盛证券研究所

**我国医美市场占比全球 14.04%，超越美国成为全球最大医美市场。**美国自 2017 年开始仅统计正规医美市场规模，2017/2018 年正规医美市场分别为 90/80 亿美元，在统计口径变化前同比增速基本处于 0-10% 区间内，假设 2017-2018 年全口径市场规模同比增速保持 10%，则对应市场规模为 165/182 亿美元，12-18 年 CAGR 为 8.75%。我国正规医美市场自 2018 年开始超过美国，2018 年市场规模达 191 亿美元，12-18 年 CAGR 26.33%，规模及增速均超越美国全口径市场。

图表7: 我国医美市场规模及增速超越美国(亿美元, %)

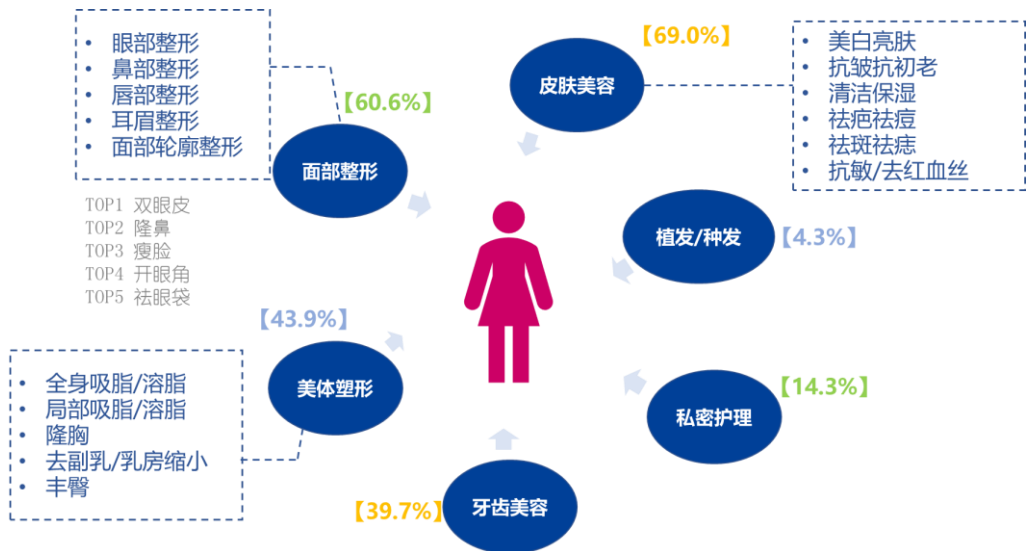


资料来源: ASPAS, Frost&Sullivan, 国盛证券研究所 注: 美国医美市场规模自2018年开始只包括正规医美市场, 因此当年起市场规模下降, 中国数据为正规市场规模, 换算汇率为1美元=6.36元人民币

### 1.1.2 颜值经济下, 美业需求爆发式增长

美业泛指以视觉变美为核心需求的行业。从消费者自身角度出发, 按针对的身体部位, 美业下辖6大项目集合: 皮肤美容、面部整形、美体塑形、牙齿美容、私密护理及植发种发。针对各细分身体部位, 又可划分多种细分项目。根据艾媒咨询线上调研结果, 在700名参与调研的医美消费者中, 69.0%的用户购买过皮肤美容类项目, 60.6%的用户购买过面部整形项目, 购买过美体塑形/牙齿美容的用户占比分别为43.9%/39.7%, 私密护理及植发种发项目购买者较少, 占比为14.3%/4.3%。

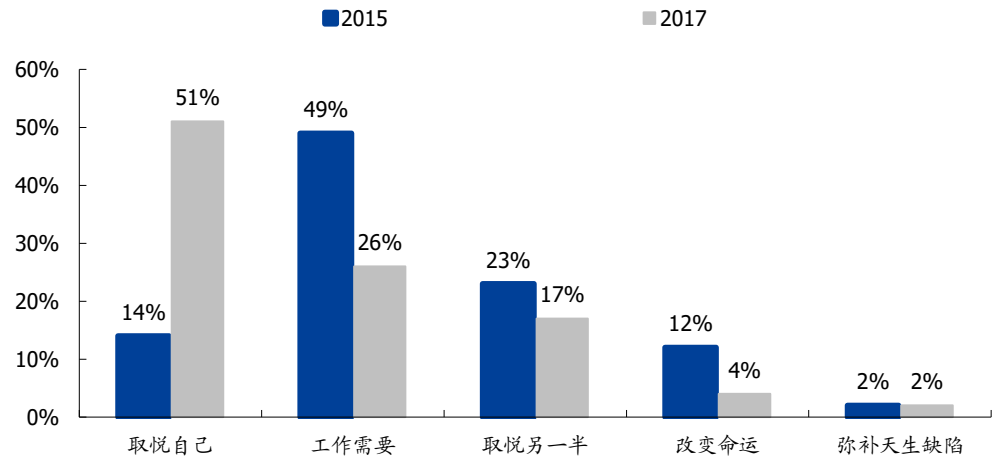
图表8: 消费者端美业全景



资料来源: 艾媒咨询, 国盛证券研究所 注: 数据来自艾媒咨询2020年3月在iClick进行的在线调研, 样本数为700名医美已有用户, 对应问题为“请问您都购买过以下哪类医美项目”(多选)

社会/文化/科技三驾马车拉动消费意愿, 颜值经济下“改头换面”。1) 社会层面: 80、90后成为消费主力群体, 观念更包容, 消费习惯更多元, 女性地位与收入提升, “她”经济的崛起促进颜值消费; 2) 文化层面: 韩流文化、欧美文化及其导向的消费方式使大众对医美的接受程度与偏好程度日益提高; 3) 科技层面: 医美技术的成熟打消了消费者顾虑, 各等级医美服务逐步贴近大众生活, 互联网时代医美APP实现了信息的有效互通, 医美保险及医美消费分期提升了消费者的消费意愿。

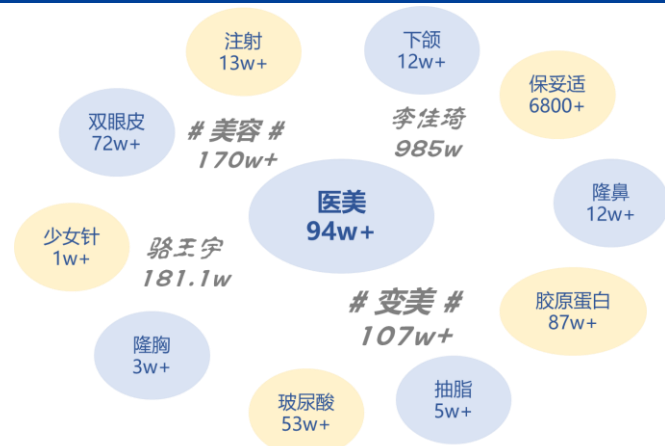
图表9: “她”经济崛起, 女性整容更多为愉悦自己 (%)



资料来源: 新氧, 国盛证券研究所

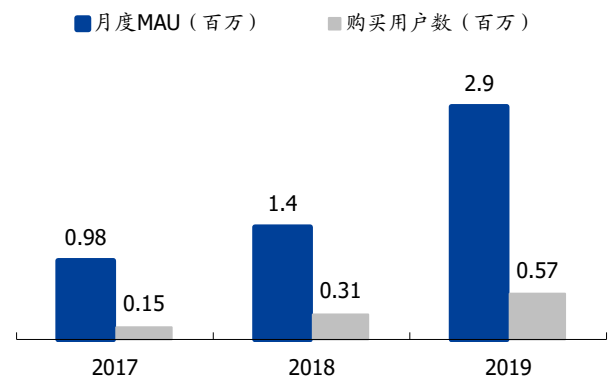
线上营销推动医美热潮, 新兴社媒兴起提升用户接受度。小红书、B站、抖音等线上平台涌现大量自发式或推广式的案例体验分享, KOL、明星、素人在社交平台、直播间等线上场合分享自身医美体验, 一定程度上助力医美“去妖魔化”。以小红书为例, “医美”关键词下笔记数量 94 万+, “变美”关键词下笔记数量 107 万+, “注射”笔记数 13 万+, “玻尿酸”笔记数 53 万+。新氧、更美等 APP 普及, 2017-2019 年, 新氧月度 MAU 从 98 万人增至 290 万人, 实现超 2 倍增长, 平台购买用户数从 15 万增至 57 万, CAGR 近 100%。医美消费者寻找有效、透明的信息更加便利, 消费者教育程度快速提高。

图表10: 小红书医美相关关键词笔记数量 (个)



资料来源: 小红书, 国盛证券研究所

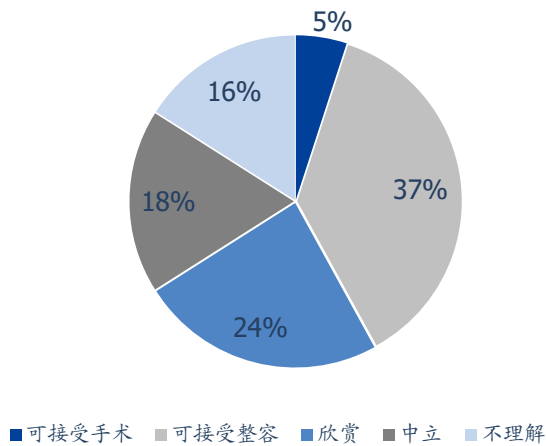
图表11: 新氧月度 MAU 及购买用户数 (百万)



资料来源: 新氧 2019 年年报, 国盛证券研究所

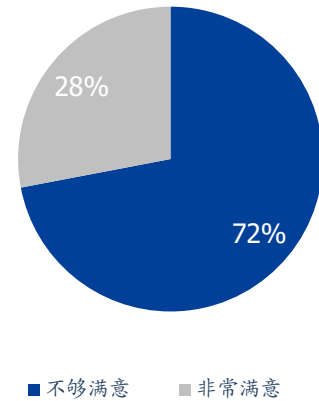
网红经济叠加颜值风口, “容貌焦虑”助推医美消费情绪。新氧数据显示, 2018 年我国对医美持正面态度的人群占比达 66%, 其中 37% 可接受微整, 24% 持欣赏态度, 近 5% 的人接受手术类项目调整, 医美消费的认识逐渐提高。社交网络对个人生活的全方位渗透带来“容貌焦虑”, 以“美”为生计的网红经济席卷消费者, 树立“美”的绝对标准, 催化焦虑情绪。根据艾尔建和 CBNDATA 的在线调研, 仅有 28% 的中国女性对自己的颜值非常满意, 剩余 72% 对自身颜值不够满意。C 端持续提升的医美接纳程度与个体日益增加的“容貌焦虑”共振, 医美消费情绪持续高涨可预期。

图表 12: 中国居民对医疗美容的接受度 (%)



资料来源: 新氧, 国盛证券研究所

图表 13: 72%的中国女性对自己的颜值不够满意 (%)



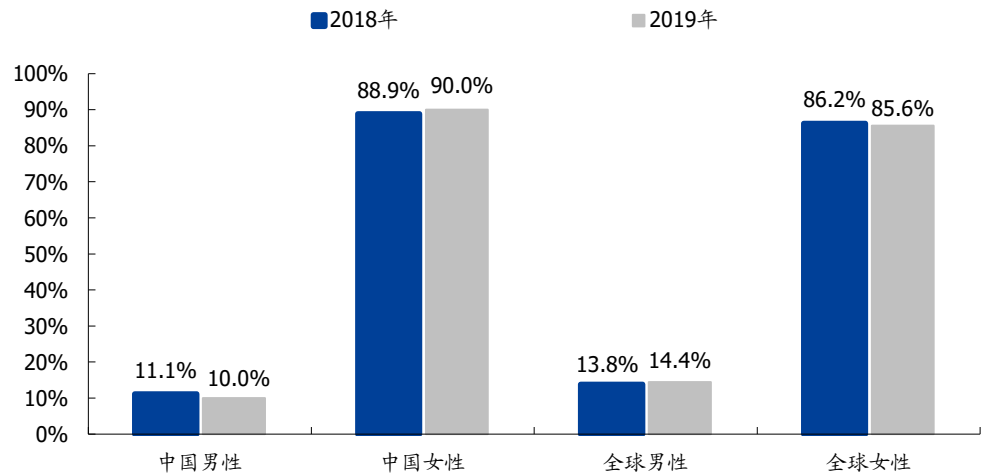
资料来源: CBNDData, 国盛证券研究所

## 1.2 用户画像: 年轻化/女性/一二线/轻医美四大标签

### 1) 性别分布: 女性用户主导, 男性占比不到 10%。

无论全球还是中国, 医美用户均以女性为主导。2018-2019 年, 我国女性医美消费者占比均在 90%左右, 伴随在女性市场的渗透率提升呈现微幅上涨趋势, 由 2018 年的 88.88% 微增 1.4pcts 至 2019 年的 90.02%。

图表 14: 中国及全球医美用户以女性为主导 (%)

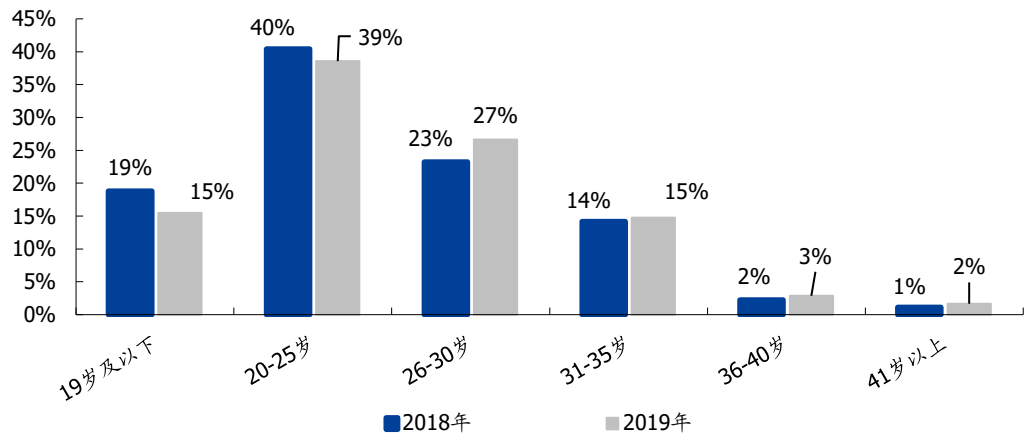


资料来源: ISAPS, 新氧大数据, 国盛证券研究所 注: 全球男性和全球女性数据为 2016&2017 年数据

### 2) 年龄分布: 20-30 岁年轻用户占比超 6 成, 年轻化特征显著。

2018 年我国医美消费者中 20-30 岁年轻人群合计占比达 65%, 其中 20-25 岁消费者占比高达 39%, 25-30 岁消费者占比微增 4pcts 至 27%。“95”后、“00”后新生代对医美接受程度较高, 2019 年, 19 岁及以下的消费者渗透率 15.48%, 确保了医美消费市场未来长期的可持续拓展空间。

图表 15: 2018-2019 年我国医美消费者年龄分布 (%)

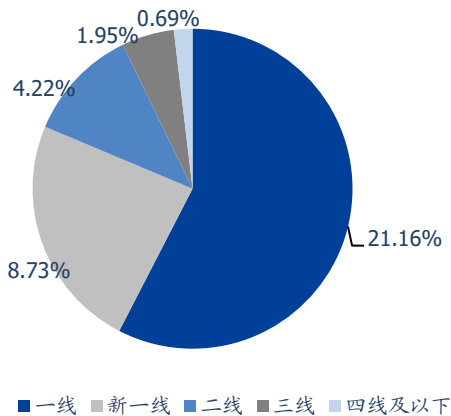


资料来源: 新氧 2019 年医美行业白皮书, 国盛证券研究所

### 3) 城市分布: 一线城市集中度高, 下沉渠道拓展空间大。

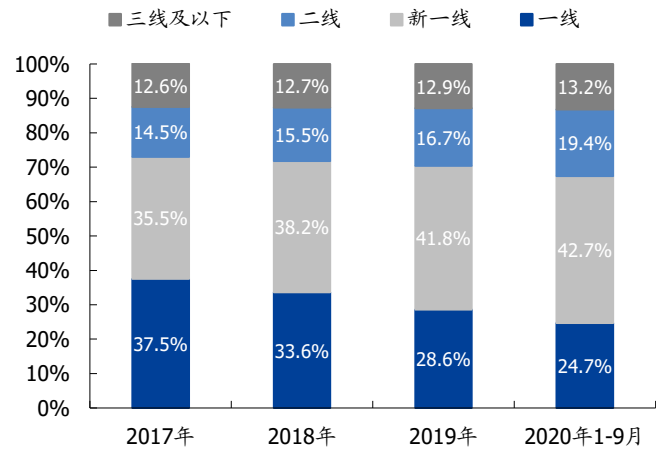
根据新氧数据, 2018 年一线城市及新一线城市医美用户渗透率分别为 21.16%/8.73%, 二线、三线、四线及以下城市渗透率递减, 分别为 4.22%/1.95%/0.69%。一、二线消费者更成熟, 消费转化率较高, 而三、四线城市目前仍处于市场教育阶段, 目前的渗透率基数低, 未来随着渗透率提升, 下沉市场规模增长空间巨大。

图表 16: 2018 年中国各线城市医美用户渗透率对比 (%)



资料来源: 新氧 2018 年医美行业白皮书, 国盛证券研究所

图表 17: 中国医美消费者分线城市分布 (%)

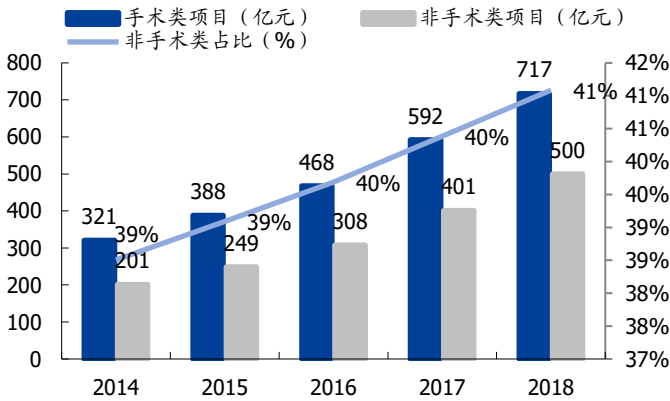


资料来源: FastData, 国盛证券研究所

### 4) 项目分布: 无创/可逆/低风险, 轻医美接受程度高。

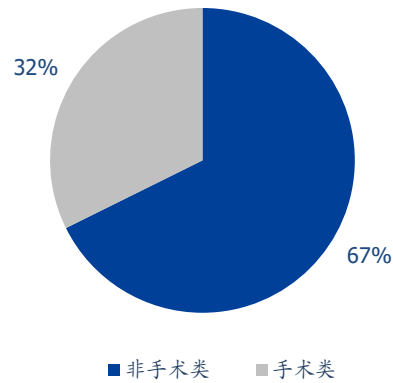
非手术类医美项目风靡, 成为医美消费新宠。2014-2018 年, 按消费额计, 非手术类医美项目市场份额不断提升, 从 2014 年的 38.51% 提升 2.57pcts 至 2018 年的 41.08%, 2020 年占比进一步提升至 57%。按疗程计, 2019 年非手术类项目疗程占比高达 67%, 为手术类项目的 2 余倍。非手术医美项目 (轻医美) 已获得更多消费者青睐。

图表 18: 中国手术类及非手术类项目市场份额占比 (亿元, %)



资料来源: 新氧招股说明书, Frost&Sullivan, 国盛证券研究所

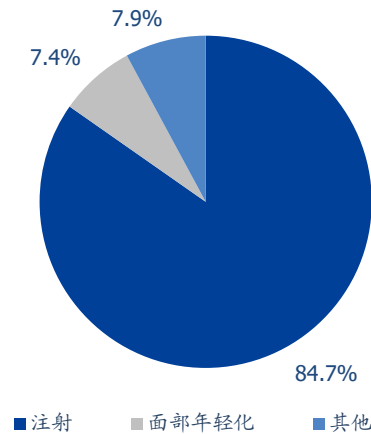
图表 19: 2019 年中国手术类及非手术类项目疗程分布 (%)



资料来源: 新氧 2019 年医美行业白皮书, 国盛证券研究所

**注射项目占据绝对优势地位, 光电项目市场有待挖掘。**根据新氧《2019 年医美行业白皮书》, 按照疗程计算, 非手术项目中注射类项目占比高达 84.72%, 面部年轻化项目 (光电类项目) 及其他合计占比仅为 15.28%。

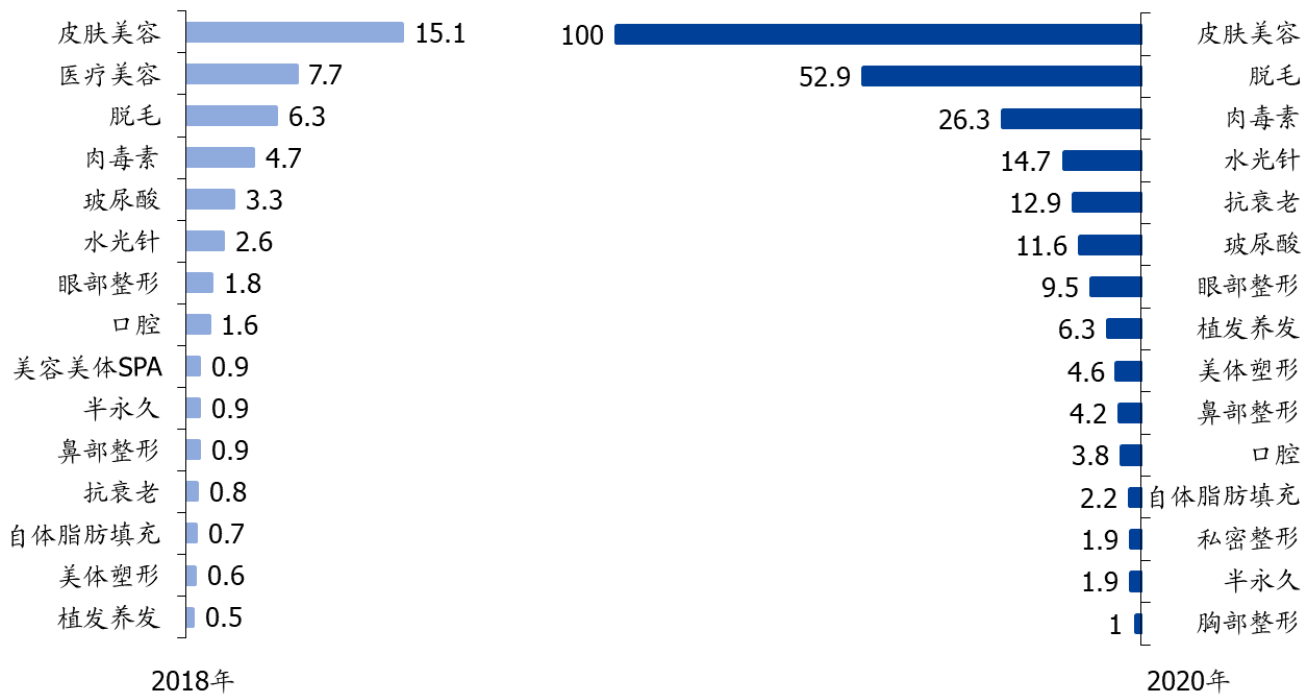
图表 20: 非手术类医美项目中注射类项目占比 (%)



资料来源: 新氧, 国盛证券研究所

**注射类项目中, 肉毒素、水光针、玻尿酸订单量排名居前。**根据德勤发布的《中国身体塑形市场行业发展白皮书 2021》, 以 2020 年皮肤美容订单量为基准进行换算, 皮肤美容订单量遥遥领先, 为排名第二的脱毛项目订单量的近两倍。2018 至 2020 年肉毒、水光针及玻尿酸始终在注射类项目中排名前 3, 在总项目中排名前 6: 1) 肉毒素订单量增长超 4 倍, 排名提升 1 个位次至第三位; 2) 水光针订单量从 2.6 增至 14.7, 排名提升 2 个位次至第 4 位; 3) 玻尿酸订单量从 3.3 增至 11.6, 增长约 2.5 倍。

图表 21: 中国医美细分品类订单量及排名变化趋势 (基准换算)



资料来源: 德勤《中国身体塑形市场行业发展白皮书 2021》, 国盛证券研究所 注: 销量以 2020 年“皮肤美容”订单量为 100 基准换算得出

**光子嫩肤/超皮秒/热玛吉销量与热度领先。**根据新氧 APP 检索数据, 全国范围内选取项目销量最高的单体机构, 以其项目销量进行排序, 光子嫩肤在 TOP1 单体机构的销量为 4490, 平台热度 9.5 分 (满分 10 分), 遥遥领先其他光电项目, 超皮秒、热玛吉、超声刀、热拉提、点阵激光等项目最高单体机构销量差距较小, 均处于 1400-800 之间, 平台热度位于 7-7.5 分区间, 冷冻溶脂及声波塑形专注于肢体的光电应用, 热度较低, 最高单体机构销量仅为 775/258。

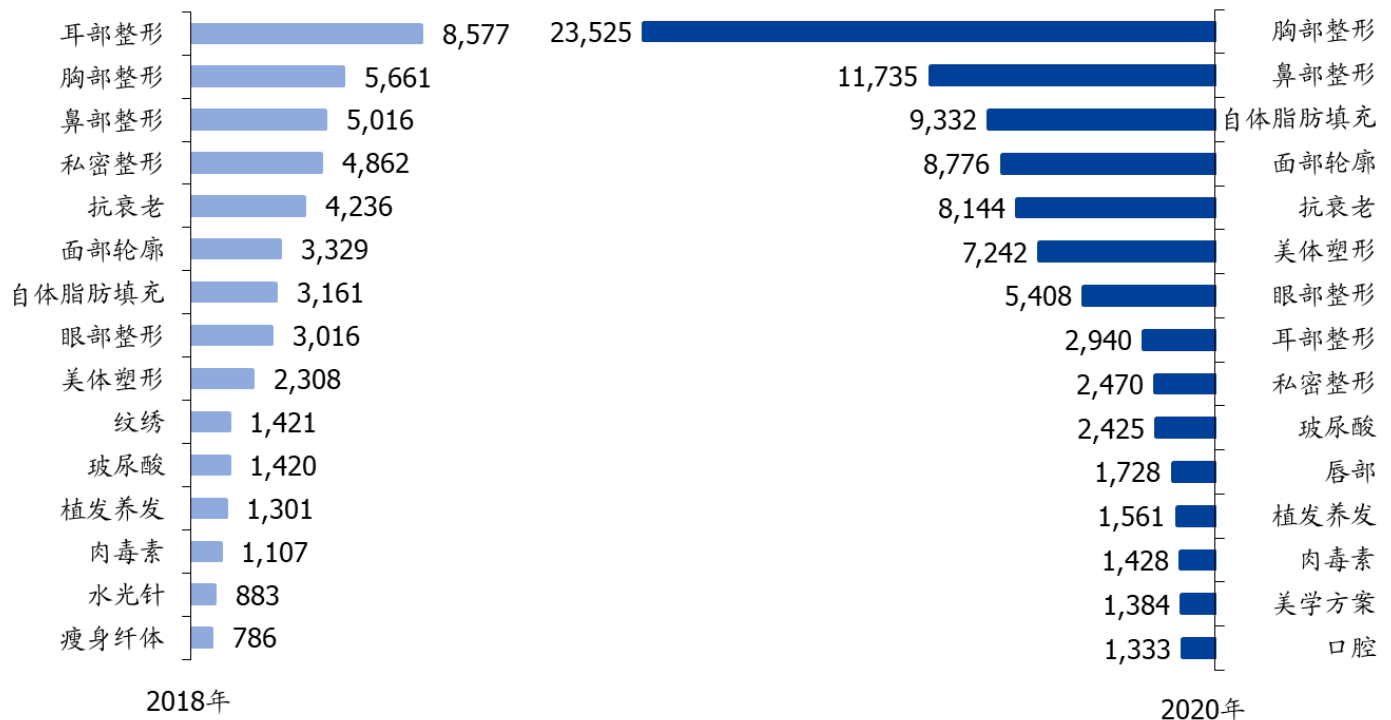
图表 22: 新氧平台光电项目细分品类销量及热度

	最高单体机构销量 (单)	热度	消费后日记数 (篇)
光子嫩肤	4490	9.5	27119
超皮秒	1789	-	-
热玛吉	1770	7.5	22748
超声刀	1657	7.2	3892
热拉提	1559	7.3	8465
点阵	1453	7.5	7269
冷冻溶脂	775	7	11186
声波塑形	258	-	-

资料来源: 新氧, 国盛证券研究所 注: 热度为新氧评分, 满分 10 分

手术类项目客单价以万元计, 光电类项目客单价超注射类项目 3 倍以上。手术类项目具备高客单价的特征, 根据德勤数据, 2020 年我国医美 15 个细分品类客单价排名前 4 的项目均为手术类项目, 其中胸部整形以 2.35 万元排名第一, 鼻部整形次之, 客单价超 1 万元自体脂肪填充和面部轮廓以 8 千元以上的客单价位列第 3 和第 4。非手术项目中, 光电类项目 (主打抗衰老的热玛吉等) 客单价 8144 元, 处于较高水平, 而注射类项目包括玻尿酸、肉毒素在内容单价较低, 分别为 2425/1428 元。

图表 23: 中国医美细分品类客单价(元)



资料来源: 德勤《中国身体塑形市场行业发展白皮书 2021》, 国盛证券研究所

### 1.3 市场规模: 五年翻倍增长, 终端消费规模达 3000 亿

我国医美用户集中在 19-49 岁女性, 我们测算医美整体市场规模将于 2025 年达到 3081 亿元 (5 年 CAGR15.11%), 核心假设如下:

- ◇ 总人口数稳定增长, 增速从 0.3% 降至 0.1%, 预计 2025 年总人口数在 14.2 亿人, 城镇化率持续提升, 从 2019 年的 60.6% 提升至 2025 年的 66.48%;
- ◇ 参考全国人口性别比及年龄结构, 假设 19-49 岁女性占比总城镇人口 20%, 2025 年 19-49 岁城镇女性人口为 1.89 亿人;
- ◇ 渗透率提升为核心驱动力, 假设在 19-49 岁城镇女性人口中: 1) 手术类项目渗透率从 2020 年的 4.16% 提升至 2025 年的 6.3%, 带动用户数从 2020 年的 750 万人增至 2025 年的 1192 万人; 2) 注射类项目渗透率从 2020 年的 6.50% 提升至 2025 年的 15.32%, 对应的用户人数从 1170 万人增至 2895 万人; 3) 光电类项目渗透率从 2020 年的 5.78% 增至 2025 年的 20.25%, 用户数从 1040 万人增至 3827 万人;
- ◇ 人均客单价: 1) 手术类项目客单价每年以 0.55% 的速度递减; 2) 注射类项目客单价维持 1.93% 的年均增速; 3) 光电类项目客单价维持 0.3% 的年均增速;
- ◇ 医美市场规模预计从 2020 年的 1386 亿元增至 2025 年的 2801 亿元, 其中手术类/注射类/光电类市场规模分别为 1417/993/391, 未来 5 年复合增速达 15.11%。如假设男性市场占比 10%, 人均付费水平参考女性用户, 则整体医美市场行业规模可达 3081 亿元。



图表 24: 医美消费市场分项目规模测算 (亿元)

	总人口 (亿人)	城镇人口 (亿人)	19-49岁城镇女性 (亿人)	总体市场规模 (亿元)
2018	14	8.3	1.66	993
2019	14	8.5	1.7	1153
2020	14.1	9	1.8	1386
2021E	14.1	9.1	1.83	1601
2022E	14.2	9.2	1.85	1840
2023E	14.2	9.3	1.85	2093
2024E	14.2	9.4	1.87	2417
2025E	14.2	9.5	1.89	2801

手术类				
	渗透率	用户数 (万人)	人均付费 (元/人/年)	市场规模 (亿元)
2018	3.50%	581	12360	718
2019	3.82%	650	12292	799
2020	4.16%	750	12224	916
2021E	4.53%	829	12157	1008
2022E	4.93%	912	12090	1103
2023E	5.36%	991	12024	1191
2024E	5.81%	1087	11958	1300
2025E	6.30%	1192	11892	1417

注射类				
	渗透率	用户数 (万人)	人均付费 (元/人/年)	市场规模 (亿元)
2018	4.35%	722	3000	217
2019	5.35%	910	3058	278
2020	6.50%	1170	3117	365
2021E	7.83%	1434	3177	455
2022E	9.32%	1725	3238	558
2023E	11.00%	2035	3301	672
2024E	12.98%	2427	3365	817
2025E	15.32%	2895	3430	993

光电类				
	渗透率	用户数 (万人)	人均付费 (元/人/年)	市场规模 (亿元)
2018	3.50%	581	1000	58
2019	4.50%	765	1003	77
2020	5.78%	1040	1006	105
2021E	7.43%	1359	1009	137
2022E	9.54%	1765	1012	179
2023E	12.26%	2269	1015	230
2024E	15.76%	2947	1018	300
2025E	20.25%	3827	1021	391

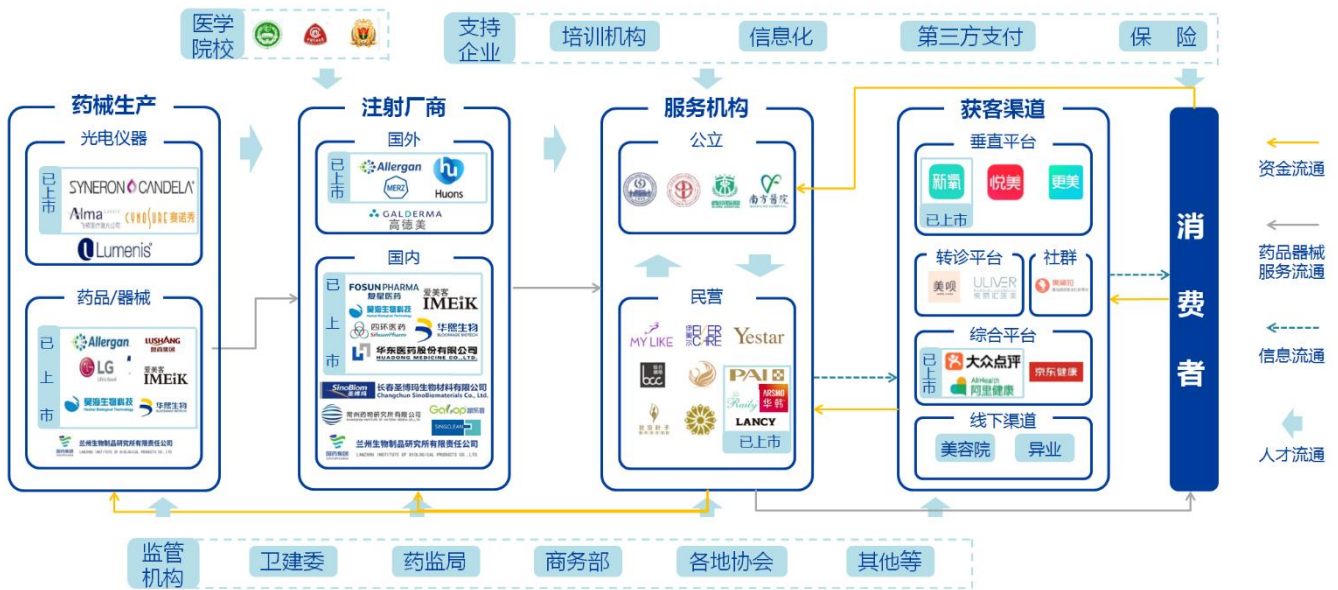
资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所团队测算

### 1.4 产业链构成：上游高壁垒，下游重服务

我们将医美行业产业链分为上中下游，依次是：上游原材料生产商、医美器械及针剂生产商、中游医美服务机构，此外伴随获客渠道线上化，形成下游链接消费者端的医美渠道平台：

- 1) 上游原材料生产商：产能及利用率相对稳定，集中度及竞争格局良好，但相比医美针剂厂商缺乏品牌壁垒：目前医美原材料主要包括玻尿酸、肉毒素和胶原蛋白及刺激剂等，其中玻尿酸已经实现规模化量产，代表厂商包括鲁商发展、华熙生物等；
- 2) 上游医美器械及针剂厂商：具备牌照、产品研发及渠道壁垒，参与者数量较少，毛净利率及利润空间较高：器械产品包括射频仪、激光仪器、酷塑仪器等，代表厂商有赛诺秀、飞顿、复锐医疗科技等。针剂主要指玻尿酸注射剂、肉毒素注射剂及胶原蛋白刺激剂等，代表厂商有海外的艾尔建、高德美、LG 以及国内的爱美客（自研）、华熙生物（自研）、昊海生科（自研）、四环医药（代理）等；
- 3) 中游医美服务机构：机构牌照及执业医生稀缺，前期资金投入及人力成本较大，多以地方性机构为主，数量众多且格局分散。地域、规模、单城内营收集中度均处于较低水平，医生数量与机构需求间存在缺口，客单价偏高但医生薪酬及引流成本高企；
- 4) 下游医美渠道平台：商业模式以广告服务等信息服务+抽佣服务为主，前者即商家的入驻费和投放的广告费，后者是从用户和医美机构的交易中抽取的佣金，抽佣针对医美终端机构，比例为8%-10%左右。

图表 25: 医美行业产业链上中下游拆分



资料来源：艾瑞咨询，公开资料整理，国盛证券研究所

**价值分配：上游针剂厂商盈利能力更优，下游服务机构差异较大。** 1) 上游针剂厂商：加价倍率在 3-10 倍，毛净利率较原料厂商及下游服务商更高，优质龙头厂商毛利率 80%-90%以上，净利率 50%-60%以上；2) 中游医美机构：毛利率处于 50%左右水平，但盈利能力受销售费用的严重侵蚀，净利率由负值增长至 10-15%区间，优质服务机构净利率可达 15%-20%但占比较小，行业内盈利机构占比不足 30%。3) 下游 O2O 医美平台：毛利率约 80%，但由于引流获客成本较高，净利率为 7-15%。

图表 26: 医美产业链价值分配



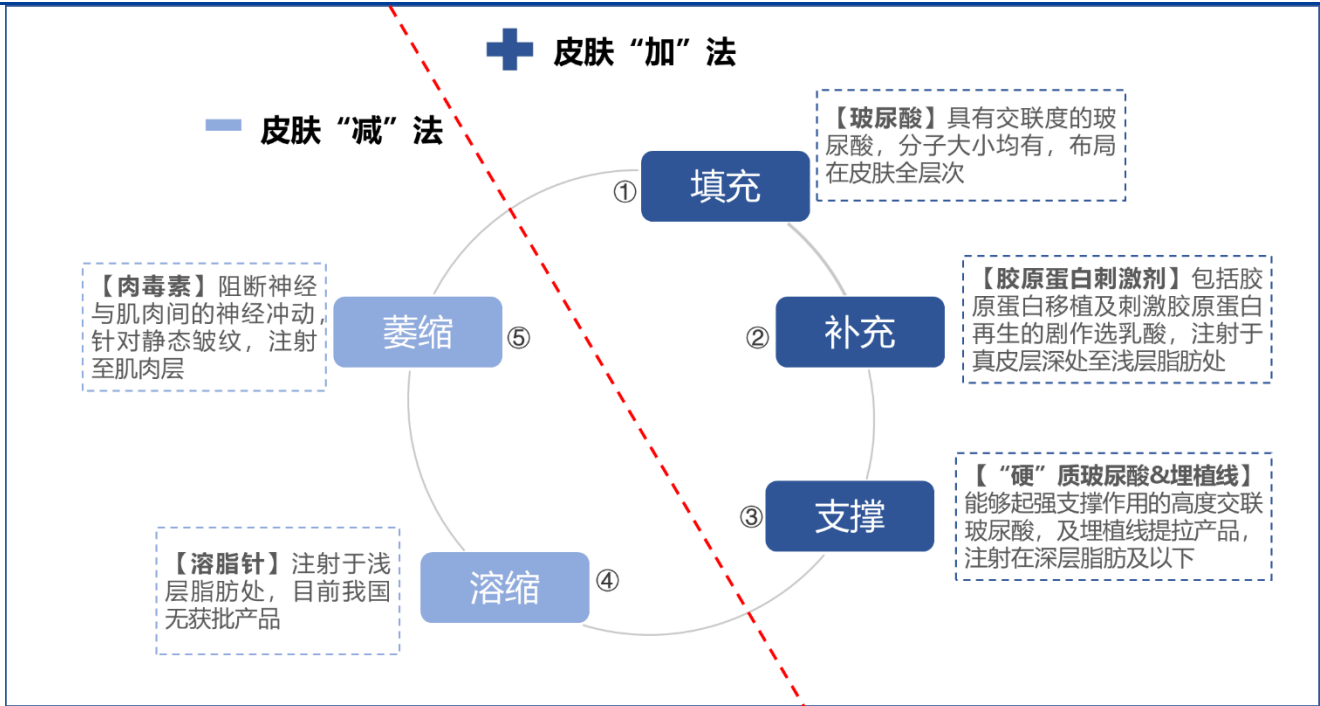
资料来源: 各公司财报, 国盛证券研究所绘制

## 2. 针剂厂商: 牌照壁垒、产品及渠道综合实力

### 2.1 注射产品及分类: 玻尿酸及肉毒素的面部加减法

医美注射针剂属于医疗器械, 按作用原理可划分为填充剂、补充剂、支撑剂、萎缩剂(肌肉)、溶缩剂(脂肪)五类。软组织填充剂应用最广泛的是玻尿酸管线产品; 补充剂以刺激胶原蛋白增生的聚左旋乳酸(童颜针)为代表; 线雕、骨性填充材料等长效支撑剂的塑形效果维持期较长; 萎缩剂包括以肌肉为标的物、消除动态纹路的肉毒素; 溶缩剂包括以脂肪为标的物的溶脂针。其他注射针剂还包括改善肤质作用的中胚层疗法产品, 例如水光针、动能素、美白针等。

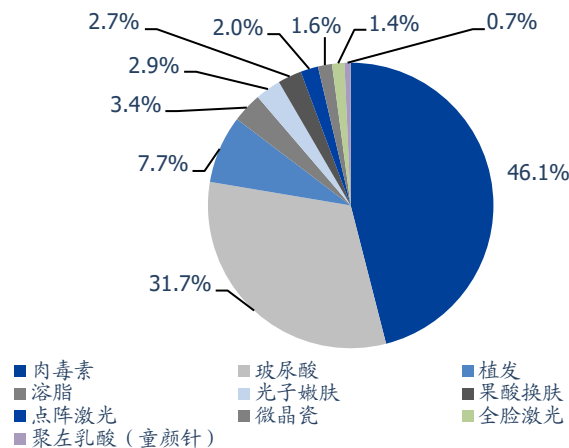
图表 27: 注射材料的作用及对应产品示意图



资料来源：公开资料整理，国盛证券研究所

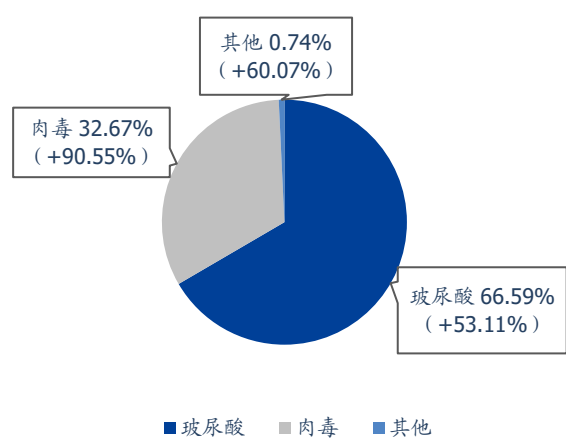
我国医美注射类产品被 NMPA 批准的主要有 4 类：透明质酸填充剂（含复合材料）、肉毒毒素、胶原蛋白填充剂、埋植线，其中玻尿酸、肉毒素为主导产品。根据 ISAPS 数据，2019 年全球使用肉毒素和玻尿酸的整形项目分别达 627 万例和 432 万例，占比共计 77.8%。根据新氧大数据，我国注射医美中，玻尿酸和肉毒素的占比达 66.59%和 32.67%，占比共计 99.26%。

图表 28: 全球非手术项目细分品类及占比（%，含光电类）



资料来源：ISAPS，国盛证券研究所

图表 29: 中国医注射类项目细分品类及占比（%）

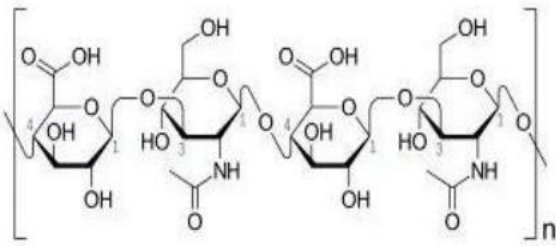


资料来源：新氧大数据，国盛证券研究所

### 2.1.1 玻尿酸：“交联技术”为核心，产品功效及时效多样

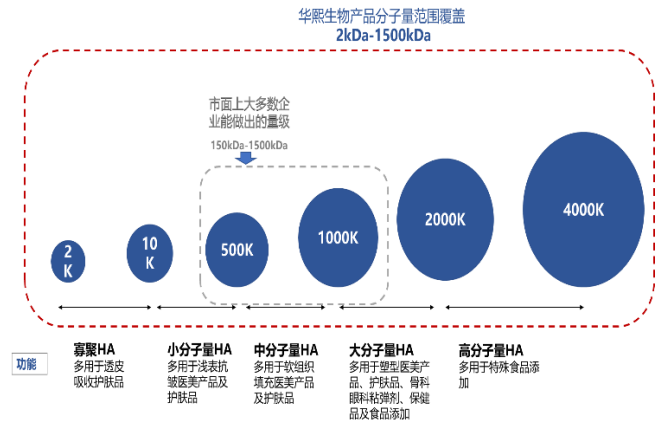
玻尿酸学名透明质酸（Hyaluronic Acid, HA），是由双糖单位 D-葡萄糖醛酸和 N-乙酰葡萄糖胺组成的一种不含硫的直链黏多糖，广泛分布于人体的结缔组织、上皮组织和神经组织内。HA 是天然的保湿因子，能够吸收超过自身 500-1000 倍的水分子，具有安全、无毒、无抗原性、生物组织相容性好的特点，广泛应用在医美、眼科、骨科、化妆品、食品等领域。

图表 30: 透明质酸分子式



资料来源: CFSA, 国盛证券研究所

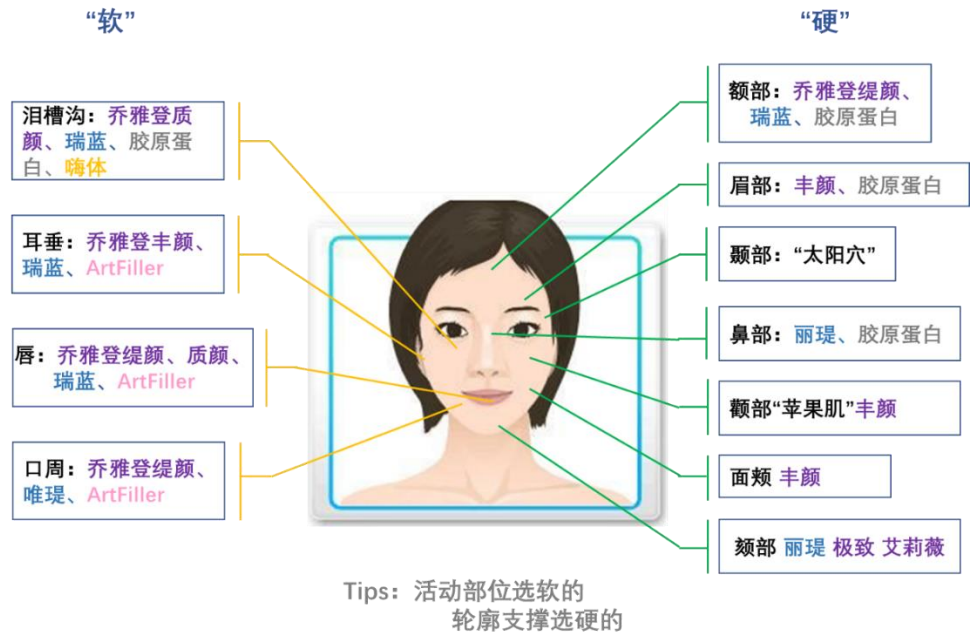
图表 31: 不同分子量透明质酸应用场景



资料来源: 公开资料整理, 华熙生物招股说明书, 国盛证券研究所

玻尿酸主打填充,按交联技术分为交联(6个月以上)/微交联(3-6个月)/非交联(0.5-1个月)。注射用玻尿酸的核心“交联技术”,是将游离的玻尿酸粒子组成稳定聚合结构,具有强效支撑力和塑形能力,时效性在6个月-36个月不等。“软”应用是指用玻尿酸来填充静态皱纹的凹陷及加厚面部软组织,包括1)消除泪槽沟、鼻唇沟以及其他面部皱纹;2)丰唇、丰耳垂以及其他面部凹陷。“硬”的应用则聚焦支撑属性,用于隆鼻、矫正眶颧部凹陷、矫正颧部凹陷、填充太阳穴等。玻尿酸在填充塑性领域应用的身体部位越来越广泛,此外在传统的填充塑形外,非交联玻尿酸也逐渐被用作皮肤水光保护剂,微交联玻尿酸介于交联玻尿酸与非交联玻尿酸之间,具备短效填充效果,时效性通常在3-6个月左右。

图表 32: 不同玻尿酸产品在面部的应用



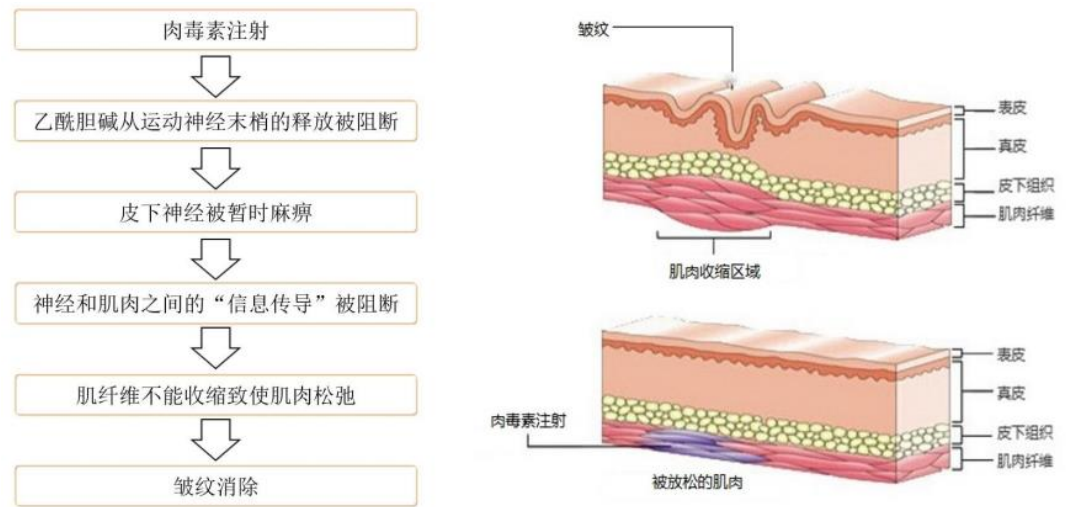
资料来源: 各公司官网, 国盛证券研究所

### 2.1.2 肉毒素: 专注皮肤“减法”, 用于除皱及瘦脸

肉毒素是肉毒杆菌产生的一种神经毒素,可以阻断神经与肌肉间的神经冲动,使过度收缩的小肌肉放松,进而达到除皱的效果,因此被应用于医疗美容。肉毒素的除皱功能主要应用在面部区域,重点针对静态皱纹,辅助治疗动态皱纹,除此之外也可以使用在咬肌、斜方肌、腓肠肌的位置,达到瘦脸、瘦肩、瘦腿效果。肉毒素拥有8个亚型,目前

医美行业中广泛使用的是A型可注射型肉毒毒素。

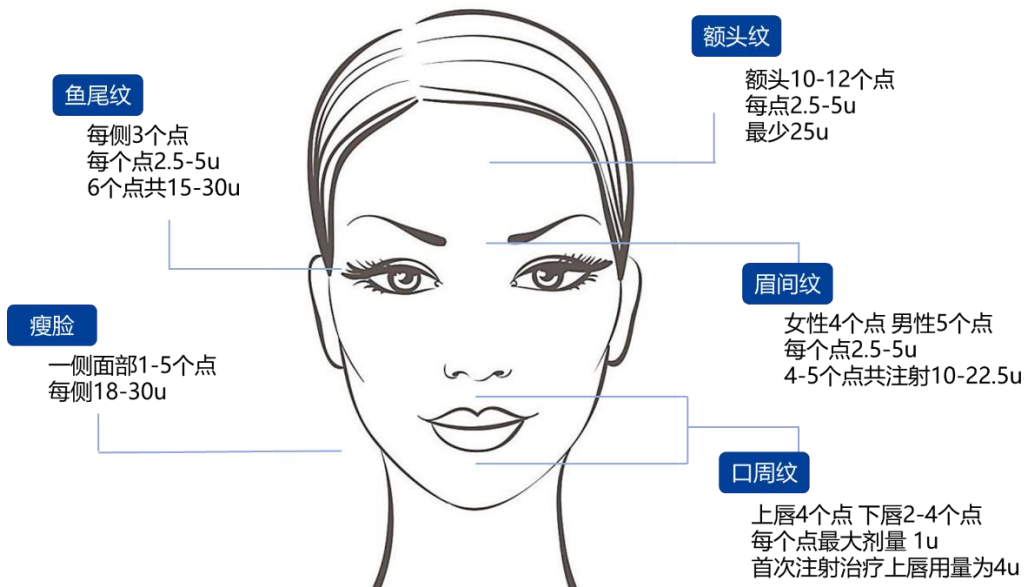
图表 33: 肉毒素的作用机制



资料来源: 蜜颜, 有来医生, 国盛证券研究所

肉毒素主要用于面部除皱与面部及全身瘦身, 注射剂量按照不同部位有差异, 其中面部除皱主要针对额头纹、眉间纹、鱼尾纹及口周纹, 瘦脸注射部位为两侧咬肌, 瘦身的常见注射区域在斜方肌、小腿等部位。目前市场上的肉毒素品牌一支通常为 100u, 注射前需用生理盐水稀释, 实际注射时, 不同部位所需的注射点不同、每点用量也各异, 例如额头除皱通常需布置 10-12 个注射点, 每点注射量为 2.5-5u, 而口周小面积除皱仅需 2-4 个注射点, 每点最大剂量 1u。

图表 34: 肉毒素面部注射点及注射剂量



资料来源: 公众号医学美学美容, 国盛证券研究所

## 2.2 竞争要素: 牌照许可+产品研发+2B2C 渠道建设

医美材料、药品及设备均属于 CFDA 严格管制的三类医疗器械/生物药品, 上游行业牌照稀缺、技术壁垒高, 参与企业数量有限, 终端渗透率快速增长。厂商之间竞争的重点在

于牌照、产品研发及渠道建设，对于玻尿酸和胶原蛋白刺激剂针剂来说，产品力这一竞争要素重要程度相对更高，而肉毒素由于偏标品属性，产品力的重要性相对牌照及渠道力较弱。

图表 35: 主要注射针剂竞争要素及重要程度

	玻尿酸	肉毒素	胶原蛋白刺激剂
牌照审批严格度	★★★	★★★★★	★★★★★
产品力	★★★★★	★★★	★★★★★
渠道力	★★★★★	★★★★★	★★★★★

资料来源: NMPA, 各公司官网, 国盛证券研究所

### 2.2.1 牌照资质: 审批流程长、成本高, 针剂牌照稀缺

**审批严格周期长, 牌照具备稀缺性。**注射类医美产品属于医疗器械, 我国对其实行分类管理, 按风险程度由低到高, 依次分为I类、II类、III类, 破皮注射并留置体内的产品必须经过III类器械认证。

图表 36: 我国对三类医疗器械的具体管理方法

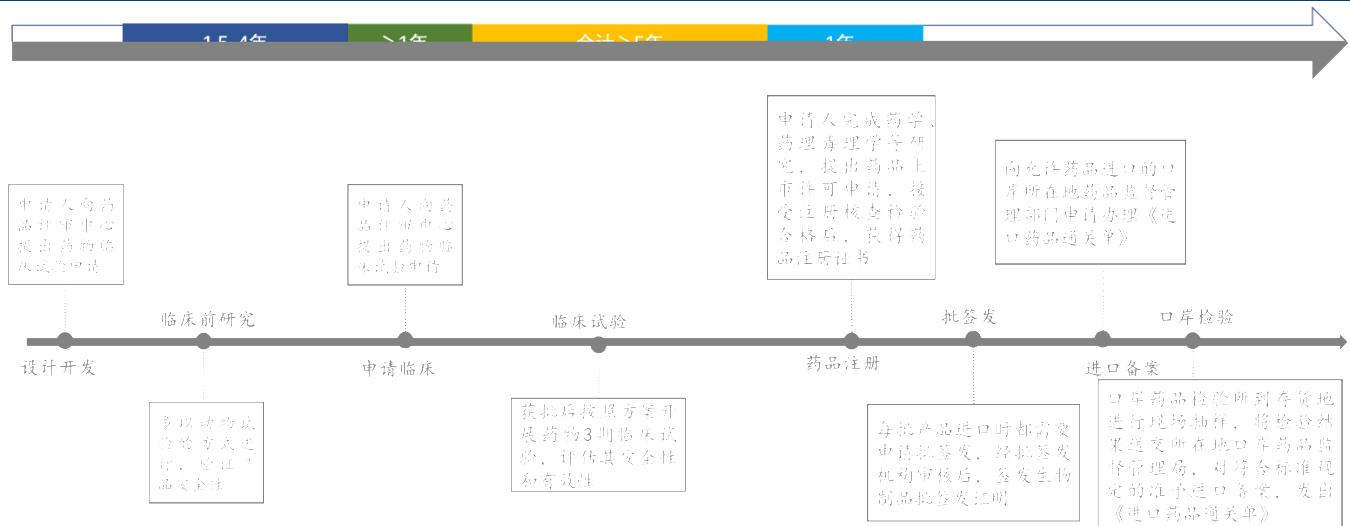
类型	定义	范围	风险程度	管理办法	产品注册审批单位	生产企业生产许可/备案管理
I类	通过常规管理足以保证其安全性、有效性的医疗器械	大部分手术器械、听诊器、医用X线胶片、医用X线防护装置、全自动电泳仪等	低	常规管理	所在地设区的市级药品监督管理部门	备案管理
II类	对其安全性、有效应当加以控制的医疗器械	体温计、血压计、助听器、心电诊断仪器、光学内窥镜、医用脱脂棉等	中	严格控制管理	所在地省、自治区、直辖市药品监督管理部门	生产许可管理
III类	植入人体, 用于支持、维持生命, 对人体具有潜在危险, 对其安全性、有效性必须严格控制的医疗器械	人工心脏瓣膜、人工关节、血管支架、植入人体体内的止血纱布等	较高	特别措施严格控制管理	国家药监局	生产许可管理

资料来源: NMPA, 国盛证券研究所

企业生产经营过程同样需要获得相应许可, 医疗器械研发注册流程一般包括实验室研究、动物实验、注册检验、临床试验(6-12个月)和注册申报等环节, 产品研发周期视情况而定, 注册申请周期在3-4年。目前玻尿酸国产产品注册申请周期通常在3.5-4年, 玻尿酸进口产品获批周期通常在4年以上, 线雕类产品拿证约3年, 肉毒素周期更是长达8-10年。

以A型肉毒素为例, 其完整审批流程如下: ①前期申报; ②获批临床; ③I、II、III期临床试验, 其中III期临床试验规模大、时间长, 样本大小为500人左右, 通常历时1-2年完成; ④完成后向NMPA提出药物上市许可申请, 评审通过获得药物注册证书。由于国内获批肉毒素多为进口产品, 这部分产品在进口前还需依照《生物制品批签发管理办法》取得批签发证明, 办理进口备案和口岸检验手续, 持《进口药品通关单》获得海关放行。

图表 37: 肉毒素从获批临床到产品上市销售流程及各环节耗时(年)



资料来源: NMPA, 商务部, 国盛证券研究所

**注射产品牌照稀缺性源自于:**

- 1) 耗时长:** 国内注射类产品从临床试验审批到产品获批一般 3.5 年起, 进口品牌需 4 年以上, 肉毒素更是由于其毒麻性, 注册审批流程更长。以新获批肉毒素产品乐提葆为例, 2014 年四环医药于 Hugel 合作共同开展乐提葆国内的注册申报工作, 至 2020 年 10 月产品获批上市共历时 6 年。
- 2) 费用高:** 玻尿酸注册审批费用在数百万到上千万之间, 产品上市前需要进行大量临床试验, 肉毒素需经共 3 期临床试验方可具备获批资格, 获批的经济成本高企;
- 3) 适应症的选择:** 肉毒产品标准化程度较高, 在适应症选择上差别不大, 而玻尿酸产品差异化强, 其适应症评审指向也包括鼻唇部、额部、颈部等。玻尿酸医美产品评审具有主观性, 各适应症中鼻唇沟适应症的评审在国际上有大量文献报道、级别细分, 其他适应症注册评审则需要足够的学术证明、专家共识。

截止 2021 年 6 月, NMPA 共发放 41 张玻尿酸产品 III 级医疗器械牌照。2008 年至今, NMPA 共批准了 6 个国家, 17 个厂商的 41 款 III 级医疗器械玻尿酸注射产品, 其中已批准 9 家中国厂商的 20 款产品, 批准 8 家国外厂商的 21 款产品, 近 5 年年均准入玻尿酸注射产品数量在 5 个左右。

图表 38: 近 5 年我国玻尿酸注射产品年均审批数量在 5 个左右

上市年份	审批数	公司
2008	1	Q-Med
2009	1	爱美客
2012	2	爱美客、华熙生物
2013	2	上海其胜(昊海生科旗下)、LG
2014	4	科妍生物、蒙博润、LG
2015	7	爱美客、杭州协合、Humedix、LG、艾尔建(2)
2016	6	爱美客(2)、华熙生物、上海其胜、LG、和康生物
2017	5	山东凯乐普(4)、CROMA
2018	2	常州药研所、Q-Med
2019	6	华熙生物、Humedix、艾尔建、菲洛嘉、吉诺斯、大熊制药、Q-Med
2020	5	华熙生物、上海其胜、杭州协合、艾尔建

资料来源: NMPA, 国盛证券研究所

肉毒素牌照稀缺性更高, 目前 NMPA 仅发放 4 张牌照。肉毒素作为毒麻类产品, 2020























































































































