

## InMode(INMD): 微美市场的繁荣, 远远超过你的想象

InMode 是一家以色列的微创美容医疗产品上游公司。7月28日盘前, 公司发布2021年2021年第2季度财报。单季营收8730万美元, 同比+184%; GAAP下净利润4090万美元, 同比+375.5%; 摊薄EPS 0.95美元, 去年同期为0.21美元。连续12个月的营收达2.88亿美元, 同比+81.9%。

### 投资要点

- 医美市场巨大, 且增速快, 非侵入式产品需求增长快。** 医美行业的美容皮肤科需求最大, 发展最为迅猛, 非手术类项目广受关注。报告显示, 全球医美市场规模稳定增长, 2019年, 全球市场规模达1459亿美元。未来全球医美行业预计保持7%左右的增速, 2022年市场规模将达到1782亿美元(不考虑疫情)。中国医美需求增速超过全球, 市场规模达到19年的1769亿元。受新冠疫情以及市场供需的影响, 18年开始增速放缓, 20-23年的年复合增长率预计为15.2%, 预计行业经过3-5年的行业自我调整和变革后, 市场将逐步回暖。
- InMode的非填充式医美器械产品有独特的技术特点, 满足了对应市场需求。** 这家来自以色列的微创美容医疗产品上游公司的主要产品及方向包括抗衰老、减脂、皮肤管理以及脱毛。主要产品有1) RFAL, 2) 深层皮下分数射频, 3) 同时发生脂肪破坏和皮肤紧致, 4) 深层加热胶原蛋白重塑。这类产品因创伤小、恢复快、风险低而广受关注与推崇。
- InMode的财务数据极其优秀。** 20财年获得营收2.06亿美元, 同比+31.8%。除了20Q2, 19年以来的单季增速都大于40%。21Q2单季营收8700万美元, 同比+183.8%, 19年来的两年平均年化同比+50.0%。公司主要销售在美国, 但国际化推进也进展顺利, 在美国以外的不同地区占比不断提

### 个股研报 INMD.US

(截止 8/5/21)

收盘价	114.86 美元
总市值	43.87 亿美元
52周最高	116.99 美元
52周最低	29.15 美元
总股本 (基础)	38.19 百万股

#### 股价表现

一个月	25.32%
三个月	52.44%
年至今	141.91%
过去一年	270.04%

#### 21Q2 财务表现 (截止 6/30/21)

营业收入(RMB)	8730 万美元
营收同比增长	184%
毛利率	85.4%
EBITDA	4102 万美元
EBITDA 利润率	48%
净利润 GAAP	4093 万美元
净利率	47%

#### 估值比率

PE TTM	38.6
EV/EBITDA TTM	32.55
行业 PE 中位数	76.65
行业 EV/EBITDA	21.28
21FY 预期 PE	43.33
22FY 预期 PE	35.73

### 价格图



升，从2020年上半年的23%提升至21年上半年的34%。得益于当家产品的销售，微创产品的占比在不断提升，占比从前一年的58%提升至21年Q2的71%。此外，公司在国际市场上更倚重微创和无创医械的销售。

- **毛利润稳定，运营效率提升，流动性指标优秀，资产质量高。**公司的毛利率一直稳定在85%左右，2021年上半年的毛利率为85.1%，与去年几乎持平。同时，通过不断控制运营效率，公司的EBITDA利润率不断增大，从2019年的38.8%上升至2021年上半年的44.8%。公司在2020年底的现金比率都高达7.44，流动比率高达8.27。连经营现金流与平均流动负债的比率都高达2.35。
- **公司的盈利能力在同业公司中相对优秀。**由于没有负债，且资产质量极高，且利润可观，公司的回报率极高。2018-2020财年以及2021年上半年的ROE分别为71.3%、55.8%、34.9%和38.5%，且按单季来看也一直维持在34%以上。ROA变化趋势与ROE类似。
- **我们认为：**1) 整个医美市场市场容量依然巨大，且随着消费水平和技术进步，增长潜力也相当突出，无创、微创医美器械市场，也将会进一步增大市场份额，2) 随着人口老龄化、整体肥胖趋势的出现，整容、抗衰老等医美产品的市场将不断增大，3) 随着社交媒体的发展，越来越多的男性也了解并进入医美市场，4) InMode的无创和微创医疗技术，降低了医美的生理代价，也进一步发展了医美技术，5) InMode的业绩表现进一步向好，利润率在边际效应和运营优化下将进一步提高。

### 估值探讨

**倍数估值法：**同业公司过去12个月的平均PS为25.4倍，平均EV/Sales为15.4倍，21年的预期PE中位数为43.3倍，EV/EBITDA为38.2倍。22年预期PE中位数为35.7倍，预期EV/EBITDA中位数为26.0倍。

InMode当前的EV/Sales为14.5倍，PS为15.6倍，EV/EBITDA为32.6倍，PE为38.6倍，正好在行业平均水平附近。以华尔街22年的净利润均值为1.46亿美元，预期EBITDA均值1.6亿美元，对应2022年底的市值为52.2亿美元，对应每股122美元。

### 风险提示

- 疫情反复，持续影响线下医美需求；行业竞争增强，竞争对手上线同类产品；
- 与渠道的合作出现问题；消费者对美容产品的偏好

## InMode——微美容设备商，医美的非侵入时代

科技进步，社会发展，让现代化发展快的国家的国民有了更高的可支配收入，在追求健康生活的同时，也开始结合了医疗技术与美容，酝酿了医美这个大行业。从上游的研究所、生产商，到下游的诊所，出现了大大小小的上市公司。

InMode 就是一家来自以色列的设计、开发、制造并销售微创美容医疗产品的上游公司，成立于 2008 年。与其他填充式的医美产品公司不同，InMode 开发了差异化的创新技术，填补了传统医美手术与无创手术之间的空白。其主要产品以及研究方向是无创（微创）的医美器械，包括（面部）抗衰老、（身体）减脂、皮肤管理以及脱毛。

2019 年 8 月，公司以 14 美元的价格在纳斯达克上市。至 2021 年 Q2，公司在全球 68 个国家和地区有相应的机构以及合作商

图：InMode 的主要产品

### INMODE GLOBAL ORGANIZATION SELLING IN 68 COUNTRIES

340 employees worldwide, including 167 direct sales reps and 22 person R&D team



AMERICAS	EUROPE	ISRAEL	ASIA
<ul style="list-style-type: none"> <li>137 person direct sales force in the US and Canada</li> <li>Logistics Centers in Los Angeles and Toronto</li> <li>Distributors by country in S. America</li> <li>Sales and marketing office in Buenos Aires, Argentina</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Wholly-owned subsidiaries in Spain, France and UK</li> <li>Distributors by country</li> <li>Middle East countries via UK</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Corporate headquarters</li> <li>R&amp;D and engineering center</li> <li>Manufacturing and logistics</li> <li>Corporate finance</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Exclusive distributors by country</li> <li>Sales and marketing office in Hong Kong</li> <li>Wholly-owned subsidiaries in Australia, India and China</li> </ul>



数据来源：公司官网，老虎证券整理

InMode 的射频 “黑科技” 产品，帮助需要美容的人们保持肌肤和肢体的美颜，主要技术产品和服务包括：

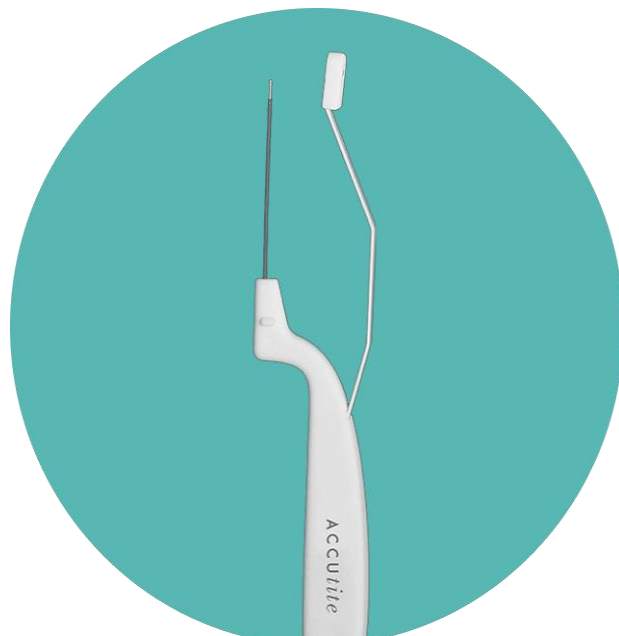
- (1) 射频辅助脂肪分解 (RFAL) ；
- (2) 深层皮下分数射频；
- (3) 同时发生脂肪破坏和皮肤紧致
- (4) 深层加热胶原蛋白重塑

这些技术用来重塑皮下脂肪或脂肪组织、抽脂紧致皮肤、面部和身体轮廓、剥脱性皮肤再生治疗和更年期泌尿生殖系统综合症 (GSM) 的治疗。自 2010 年以来，InMode 共推出了九个产品平台：BodyTite、Optimas、Votiva、Contoura、Triton、EmbraceRF、Evolve、Evoke 和 Morpheus8。每个产品都包括以下组件：一个包含多种能量源的平台、一个或多个操作手柄或非手动涂抹器、专有软件和触摸屏，且相对占地面积小且重量轻。

图：InMode 的主要产品 (BodyTite)



图：InMode 的主要产品 (FaceTite)



数据来源：公司官网，老虎证券整理

图：InMode 的主要产品 (AccuTite)



图：InMode 的主要产品 (Morpheus 8)



数据来源：公司官网，老虎证券整理

InMode 将传统医美手数的侵入性降至最低，以微创或无创的方式，在门诊完成，且通常比更具侵入性的手术便宜。同时，所有产品都可以轻松升级，来获取额外的医美解决方案服务。

图：InMode 的主要产品

## INMODE'S EXISTING PORTFOLIO OF AESTHETIC TECHNOLOGIES

Since 2010, InMode has launched 9 innovative product platforms

	Surgical/RFAL, SARD					Hands-Free		'Traditional'/ Laser		
Platform										
EmbraceRF	Optimas	BodyTite	Morpheus8	Votiva	Evoke	Evolve	Contoura	Triton		
Application	Face	Face	Body	Face & Body	Women's Health	Face	Body	Body	Hair Removal	
Handpieces										
FaceTite	Lumecca	DiolazeXL	BodyTite	Morpheus8	Morpheus8	Cheek	Trim	BodyFX	Triton Duo Light	
Morpheus8	Morpheus8	Morpheus8 Body	FaceTite / NeckTite	Morpheus8 Body	Morpheus8 Body	Chin	Tite	MiniFX	Triton Duo Dark	
AccuTite	Forma	Vasculaze	AccuTite	FormaV		Tone	Plus			

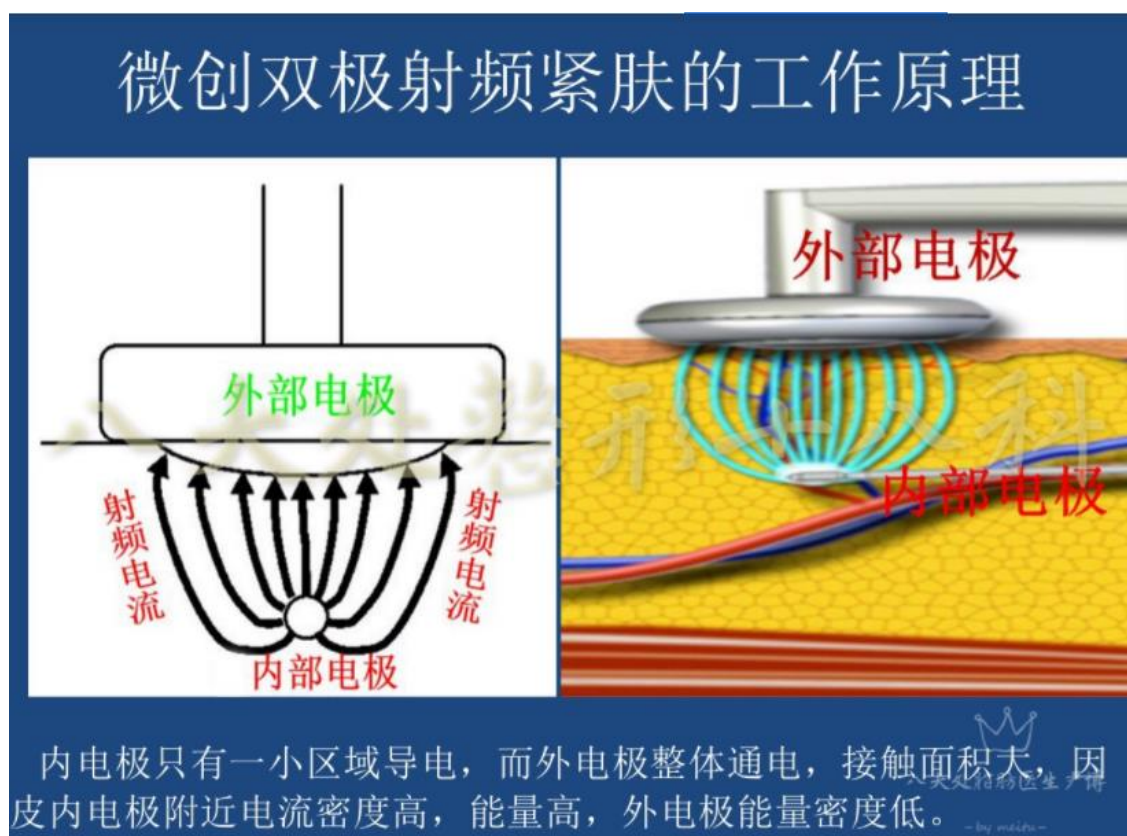
数据来源：公司官网，老虎证券整理

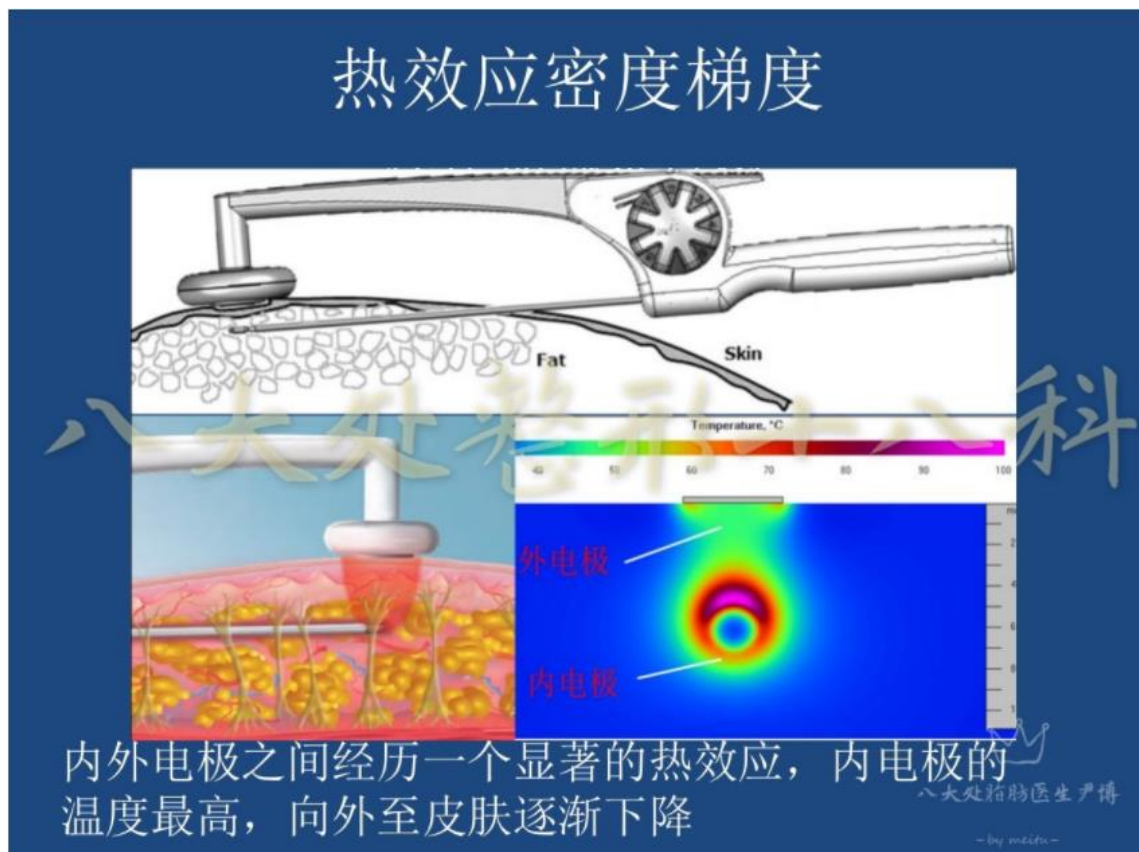
## 关于双极射频技术

射频，简单来说，就是一种高频交流变化电磁波。射频除皱的原理是通过操控射频波穿透表皮基底黑色素细胞的屏障，使真皮层胶原纤维加热至  $55^{\circ}\text{C}$ - $65^{\circ}\text{C}$ ，胶原纤维收缩，使松弛的皮肤皱纹被拉紧，同时刺激真皮层胶原蛋白增生、增强皮肤弹性，从而达到去皱紧肤的目的。射频是一种非侵入式的治疗方式，有可能是目前最为安全有效的去皱紧致方法之一。

2000年11月，美国FDA批准通过了单极射频（ThermaCool TC system）可用于眼周皱纹的治疗，这也是首个被FDA批准的非手术射频紧肤设备。今天，射频美容已经开始逐渐应用到了面部其他部位及非面部区域。

射频紧肤的工作原理





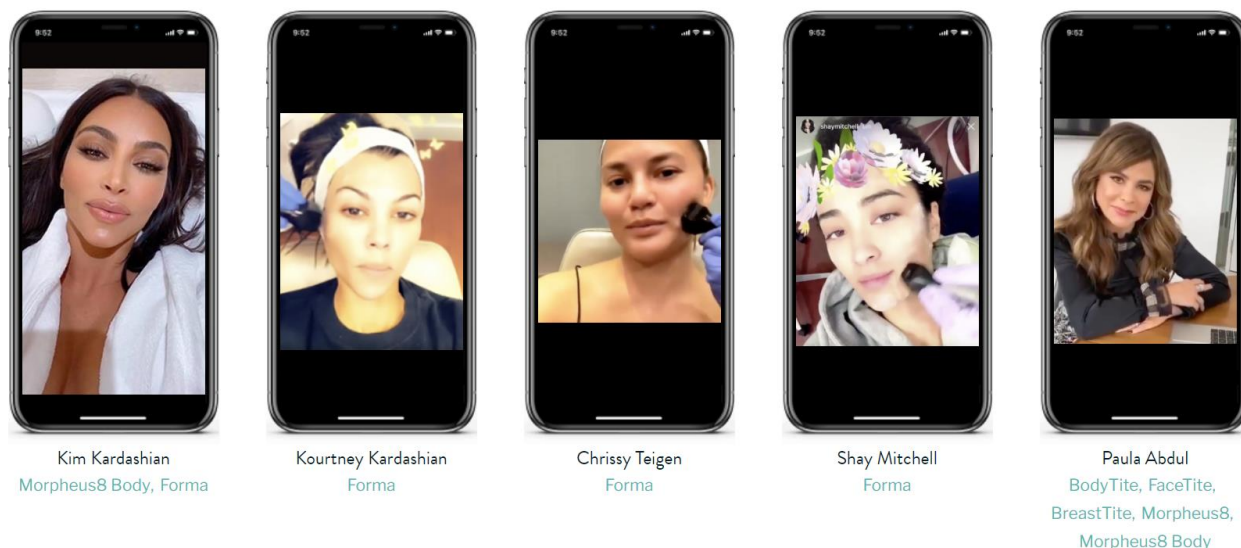
数据来源：中国医学科学院整形外科医院八大处医院，《The Efficacy and Safety of Subcutaneous RF After Liposuction: A New Application for Face and Neck Skin Tightening》，尹博

Bodytite 和 Facetite 可以以微创的方法联合吸脂在皮下操作，效果强大而且几乎不留切口痕迹，对于轻到中度的松弛、下垂，可以媲美面部除皱术、腹壁整形和臂整形术。目前主要应用于中下面部的松弛下垂，四肢腹部皮肤松弛以及吸脂术后担心皮肤松弛的治疗。

根据中国医学科学院整形外科医院整形外科的数据，在 2012 年 4 月至 2019 年 6 月之间，共有 227 例下面部和颈部皮肤松弛的患者接受了 RFAL。收集了年龄、体重指数、手术时间、吸脂量、释放的能量以及数量和类型并发症的数据。对患者术后满意度的进行调查，并在 3 和 6 个月时由第三方外科医生进行评估。

结果显示，术后 6 个月，78.8% 的患者认为结果中等至极好，而 21.2% 的患者认为结果较差或认为没有变化。独立整形外科医生进行的照片评估显示，在 89.1% 的患者中，结果达到中度至出色。没有重大并发症需要进一步的医学或手术干预。

图：使用 InMode 产品的一些名人

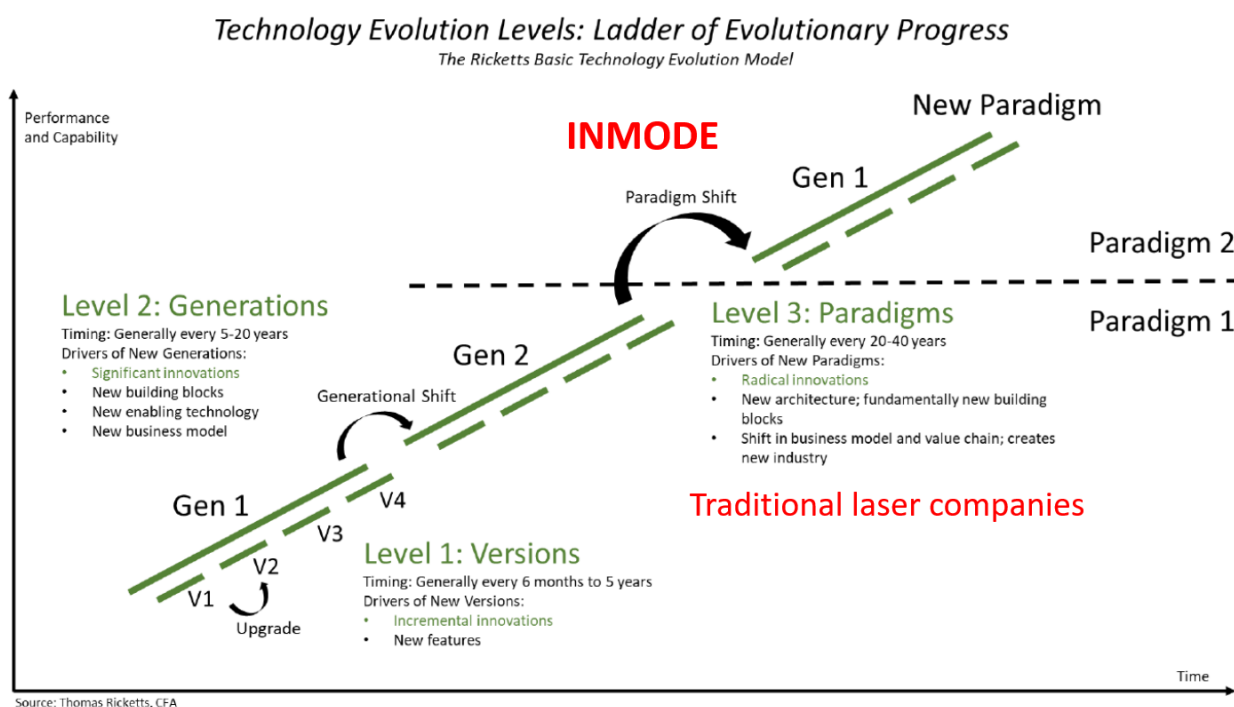


数据来源：公司官网，老虎证券整理

### 医美市场以及医美器械市场

美容包括生活美容和医疗美容，其中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。

图：医美治疗的技术进步



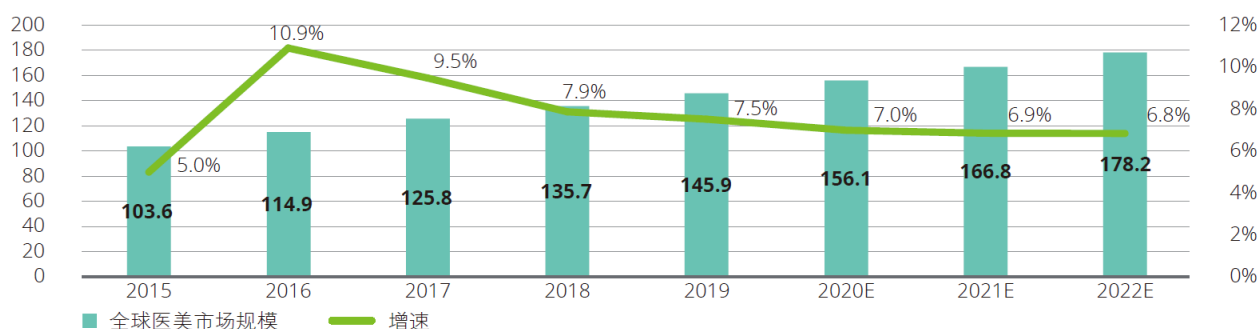
数据来源：公司 Presentation，老虎证券整理



所有类型的医美治疗中，其中美容皮肤科需求最大，发展最为迅猛。按介入手段划分，医疗美容可分为手术类与非手术类。手术类项目旨在从根本上改变或改善眼、鼻、胸等面部及身体其他部位的外观；而非手术类项目（又称轻医美）主要包括注射项目、皮肤项目及其他项目等，其中非手术类项目因其创伤小、恢复快、风险低而广受关注与推崇。

根据德勤此前的行业报告，2015-2019 年全球医美市场规模稳定增长，年复合增长率约为 8.2%。2019 年，全球市场规模达 1,459 亿美元，同比增幅 7.5%。未来，全球医美行业预计保持 7%左右的增速，2022 年市场规模将达到 1,782 亿美元（不考虑新冠疫情影响）。

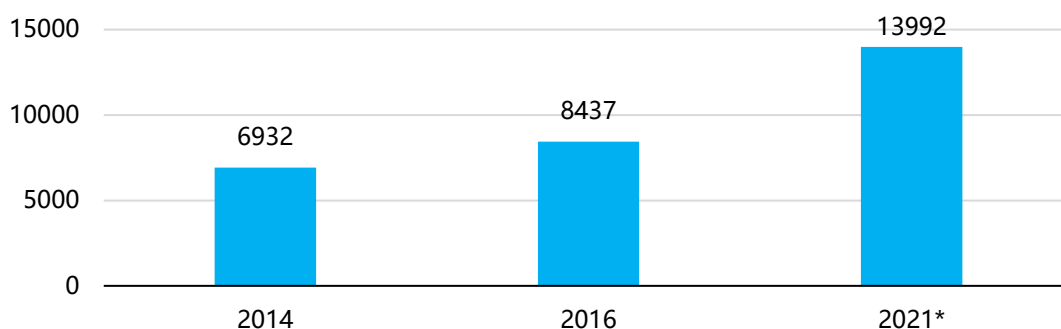
图：2015-2022 年全球医美行业市场规模（十亿美元）



数据来源：SAPS、Frost & Sullivan、安信证券研究中心

同时，无创、微创治疗近几年来获得技术上的提升，市场空间也在不断增长。全球非侵入性医美治疗体系的市场规模在 2016 年达到 84.4 亿美元，预计 2021 年将达到 139.9 亿美元。

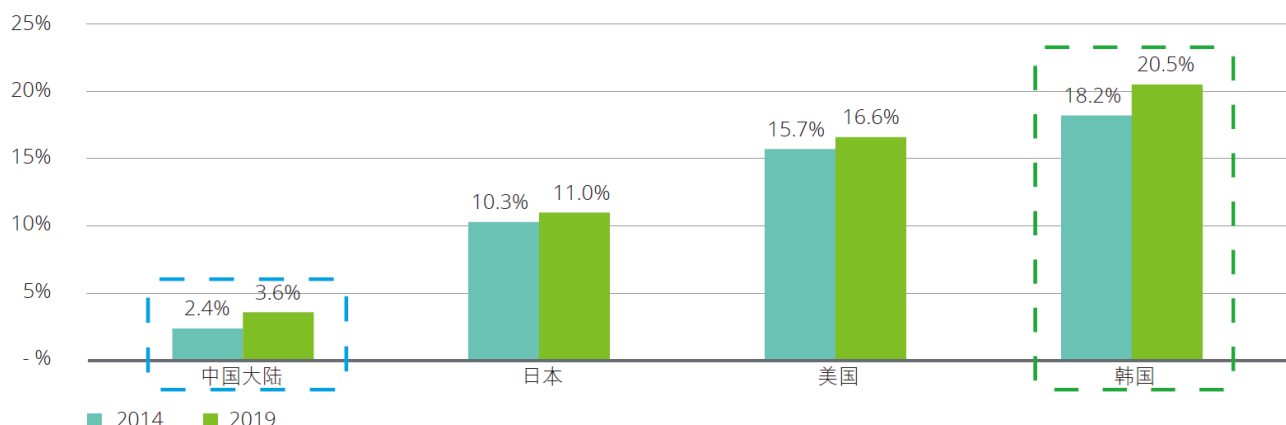
图：全球非侵入性医美治疗系统市场（百万美元）



数据来源：Statista，老虎证券整理

同时，中国医美市场增速高于全球市场，较低的市场渗透率表明中国市场有巨大的增长空间。

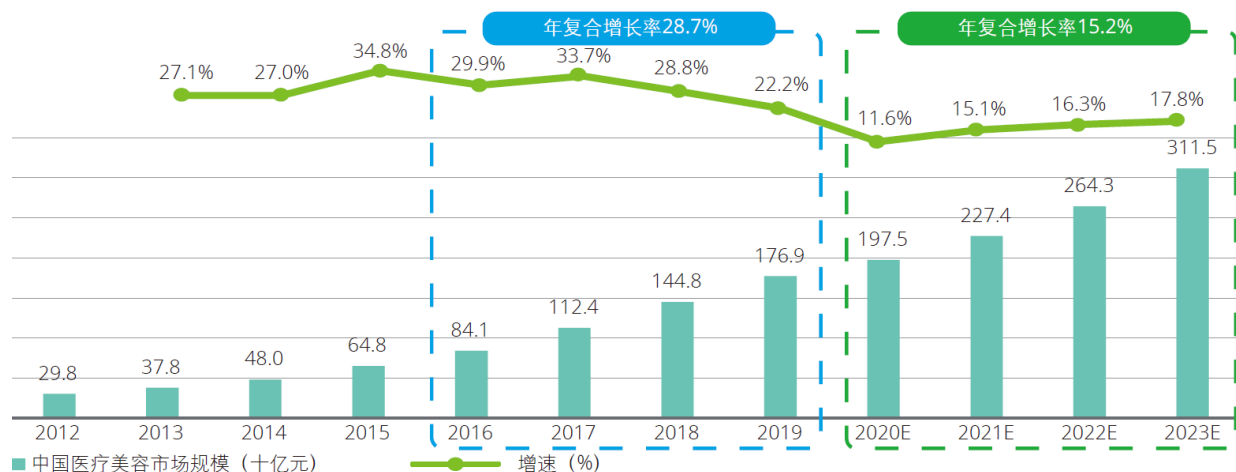
图：各国医美项目渗透率对比



数据来源：方正证券、安信证券

根据艾瑞咨询的数据显示，2015-2019年，中国医美需求增速超过全球，中国医美市场规模从2015年的648亿元一路攀升至2019年的1769亿元，年复合增长率达28.7%。但受到新冠疫情以及市场供大于求的影响，2018年开始中国医美行业的增速放缓。2020年-2023年的年复合增长率预计降为15.2%。但艾瑞咨询同时预测，预计行业经过3-5年的行业自我调整和变革后，市场将逐步回暖，2023年中国医疗美容市场规模将达到3115亿元。

2012-2023年中国医美市场规模（十亿元）



数据来源：艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

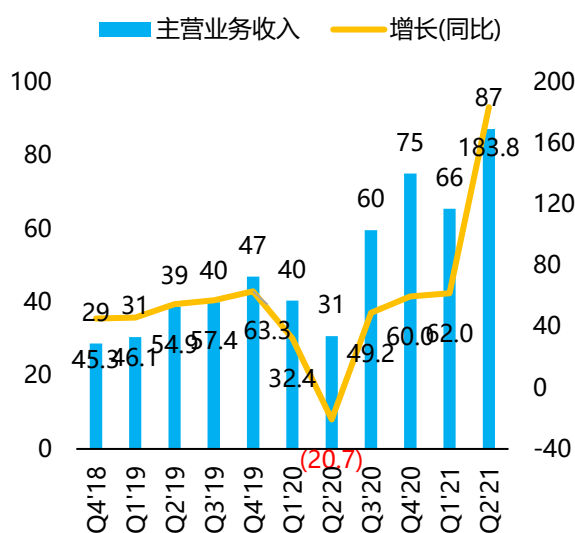
## InMode 的公司业务及财务分析

InMode 于 2019 年在纳斯达克上市，2019 年和 2020 年的回报分别达到 180%和 35.5%，当然，20 年也包含了公司的若干个上市后解禁期。21 年初至今的回报达到惊人的 142.6%。

### 整体收入增速快，单季收入有望在年内突破 1 亿美元。

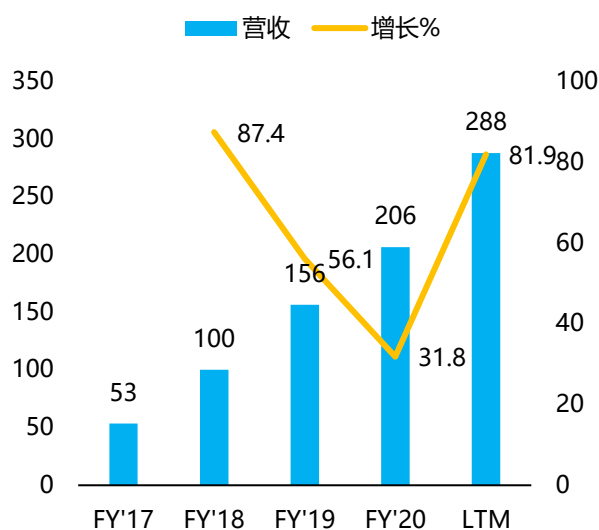
INMD 在 2020 财年获得营收 2.06 亿美元，同比+31.8%。从季度表现来看，除了 2020 年 Q2 这个疫情影响较深的季度出现了回撤之外，从 2019 年以来的单季增速几乎都保持在 40% 以上。截止 2021 年 6 月 30 日的 21 财年第二季度，公司录得单季营收 8700 万美元，同比 +183.8%，不算 20 年因疫情造成的影响，Q2 从 2019 年的两年平均年化同比增速为 50.0%。

INMD 季度整体营收及增速（百万美元）



数据来源：公司公告，老虎证券整理

INMD 整体营收及增速（百万美元）



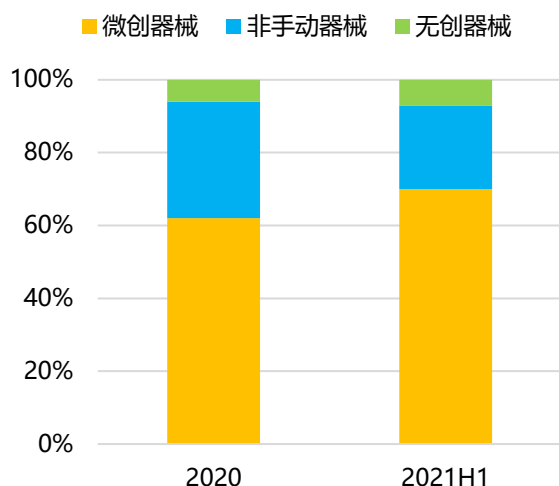
数据来源：公司公告，老虎证券整理

按照这个增速来看，公司有望在下一个季度突破单季 1 亿美元大关。

### 按营收来源看，微创产品的销售占比最高。

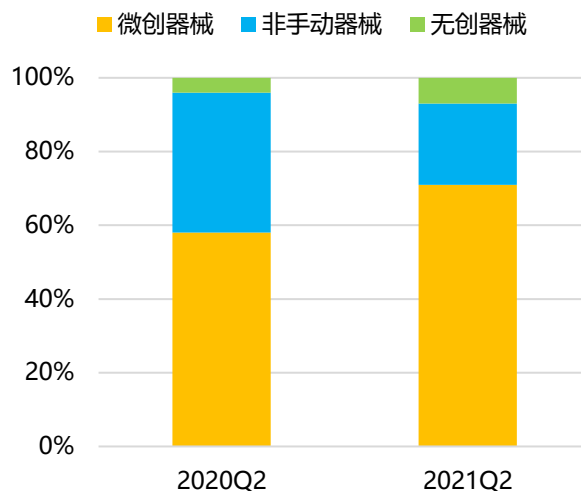
以产品的类型来分，InMode 的产品主要分为三大部分：微创器械、无创器械以及非手动医美器械。三类产品的营收比例，在 2020 年为别为 62%、32%和 6%，其中微创产品在 2020 年上半年达到了 70%，无创器械也上升到 7%。微创产品的占比在不断提升，还是得益于主当家产品的销售，21 年 Q2 的微创产品占比从前一年的 58%提升至 71%。

## INMD 的分类营收占比



数据来源：公司公告，老虎证券整理

## INMD 在 2020Q2 和 2021Q2 的分类占比

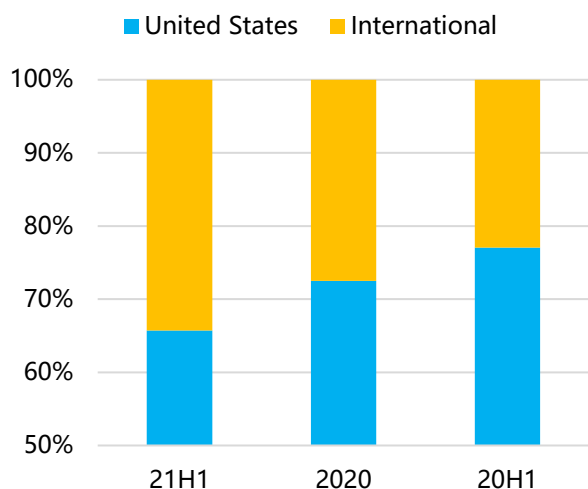


数据来源：公司公告，老虎证券整理

## 从地域上来看，美国以外的营收占比在不断提升。

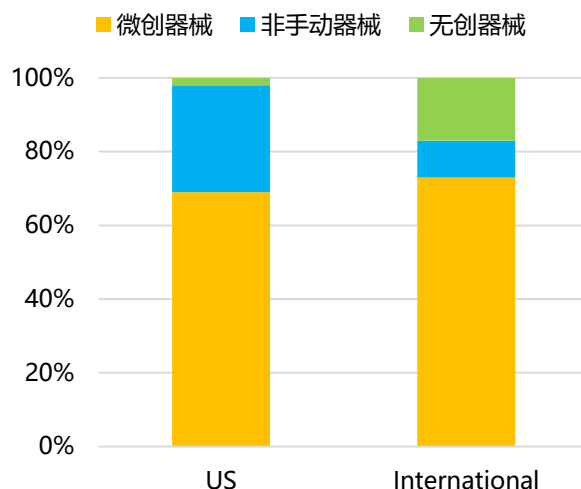
虽然 INMD 是以色列公司，但是主要销售渠道还是在美国，但公司的国际化推进也进展顺利，在美国以外的不同地区占比不断提升，从 2020 年上半年的 23% 提升至 21 年上半年的 34%。

## INMD 在不同地区的收入占比



数据来源：公司公告，老虎证券整理

## INMD 不同地区的不同类型产品销售差异

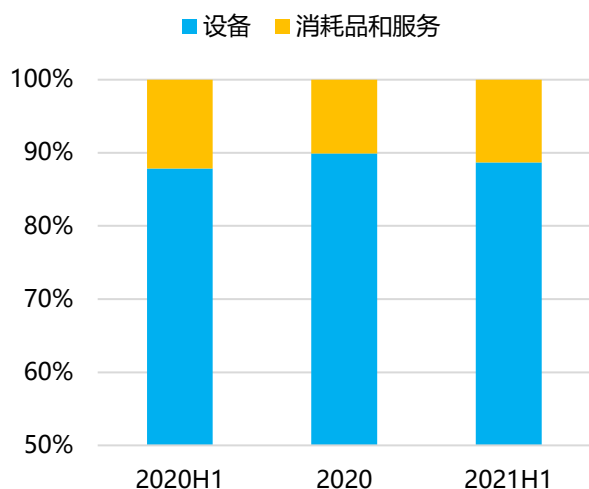


数据来源：公司公告，老虎证券整理

同时，而公司在国际市场上更倚重微创和无创医械的销售，非手动器械的占比在 21 年上半年只有 9%。

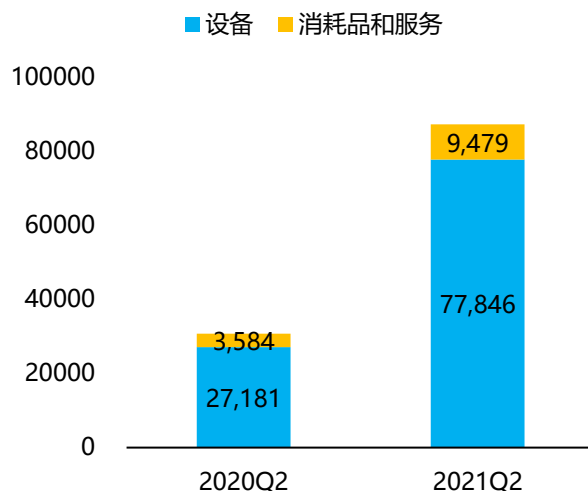
此外，按硬件设备和耗材来分，两类产品占销售比例大致相当。

### INMD 不同类型产品的占比



数据来源：公司公告，老虎证券整理

### INMD 的设备和耗材收入

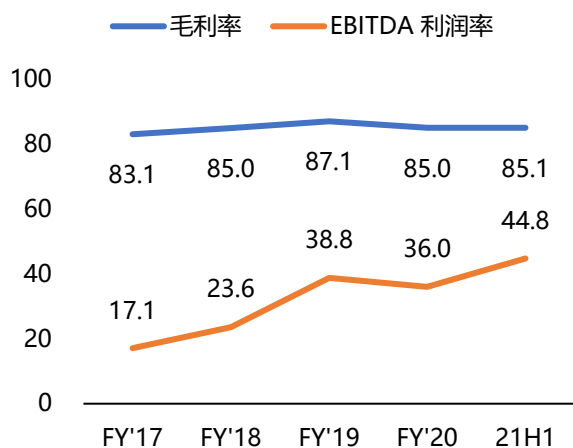


数据来源：公司公告，老虎证券整理

### 利润率方面，在毛利润稳定的情况下，运营效率不断提升。

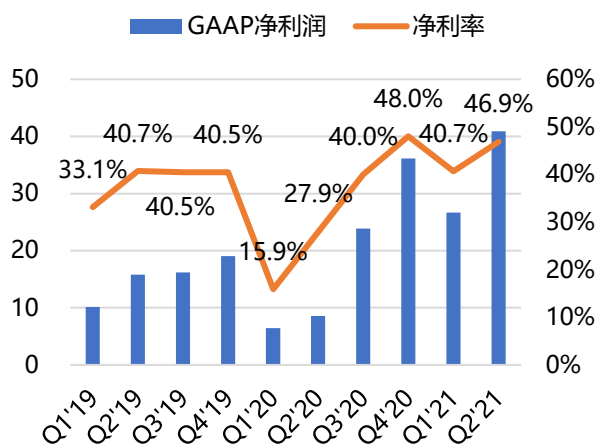
公司的毛利率一直稳定在 85%左右，2021 年上半年的毛利率为 85.1%，与去年几乎持平。同时，通过不断控制运营效率，公司的 EBITDA 利润率不断增大，从 2019 年的 38.8%上升至 2021 年上半年的 44.8%。

### INMD 的毛利率与 EBITDA 利润率



数据来源：公司公告，老虎证券整理

### INMD 的净利润与净利率 (季度)



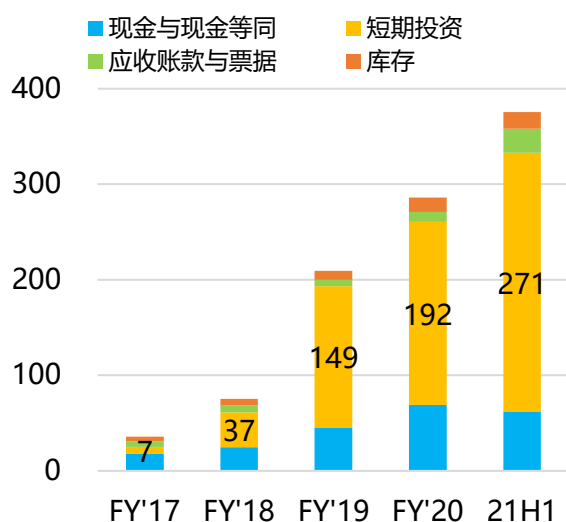
数据来源：公司公告，老虎证券整理

### 资产踏实，质量极高，库存增大更为出货而备。

公司的资产质量较高，其中流动资产至 21H1 达到 3.33 亿美元，对应流动负债为 4217 万美

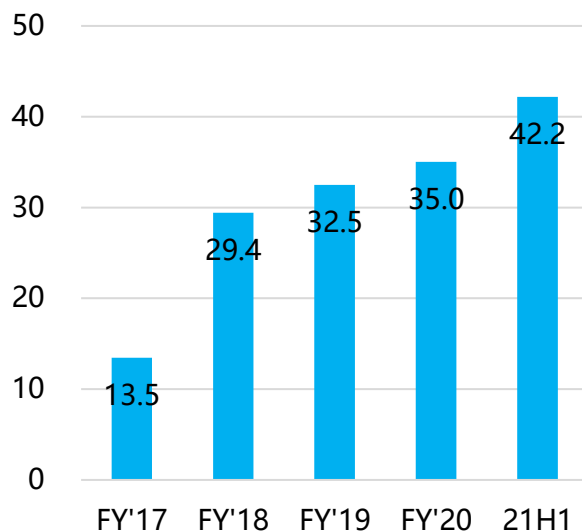
元。流动负债中，现金、现金等同以及短期投资占比超过 89%。

INMD 的流动资产 (百万美元)



数据来源：公司公告，老虎证券整理

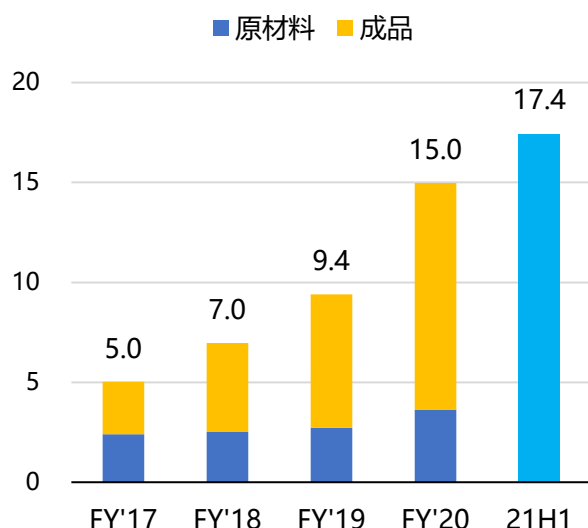
INMD 流动负债 (百万美元)



数据来源：公司公告，老虎证券整理

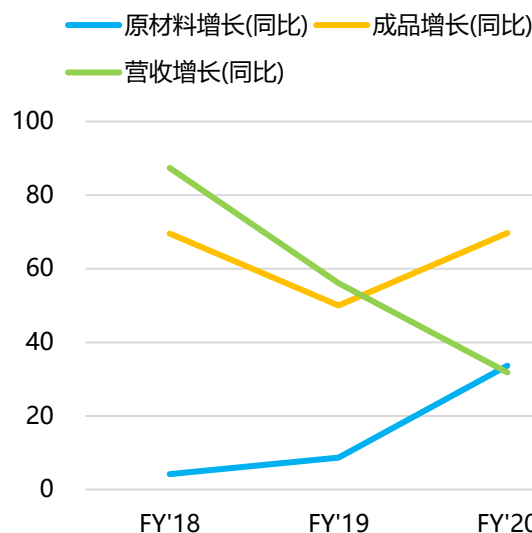
库存的增速，也随着 2020 年销售的增长而加大，并在 2020 年增速超过销售增长。

INMD 的库存构成 (百万美元)



数据来源：公司公告，老虎证券整理

INMD 流动负债 (百万美元)



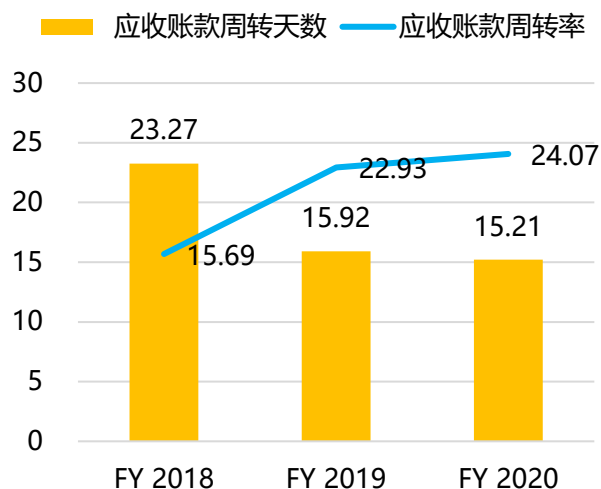
数据来源：公司公告，老虎证券整理

### 运营指标稳健，上下游议价能力强。

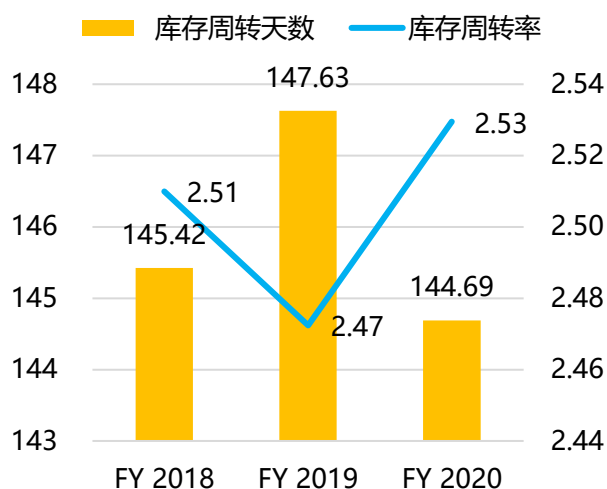
公司的应收账款周转天数从 2018 年的 23.27 天下降至 2020 年的 15.21 天，应付账款周转天数从 2018 年的 81.37 天下降至 2020 年的 50.80 天。同时，库存的周转天数在 2020 年下降

至 144.69 天，反而在疫情之后出现提升。

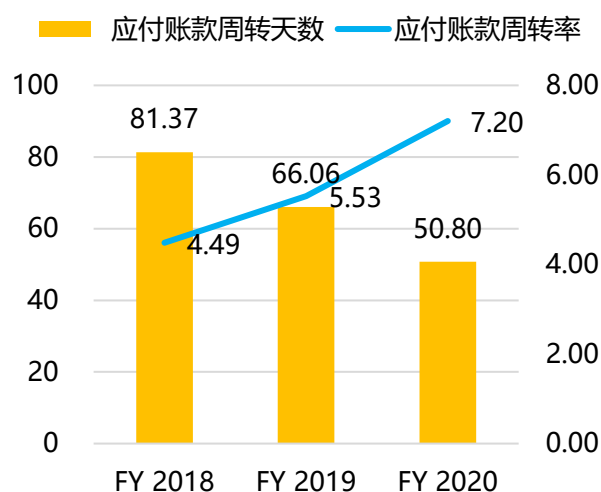
### INMD 应收账款周转率



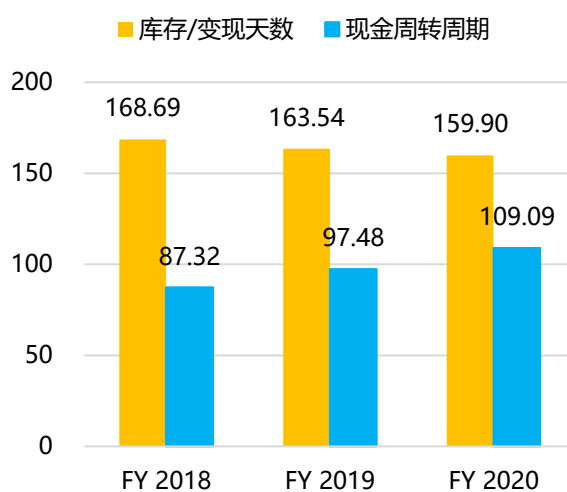
### INMD 库存周转率



### INMD 应付账款周转率



### INMD 库存周转率



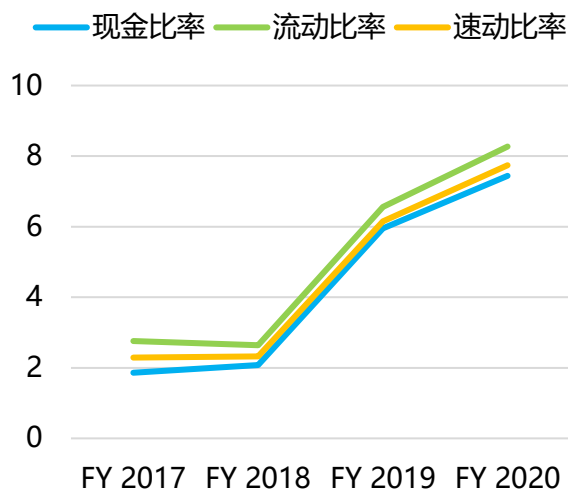
数据来源：公司公告，老虎证券整理

数据来源：公司公告，Bloomberg，老虎证券整理

流动性指标优秀，公司几乎没有负债

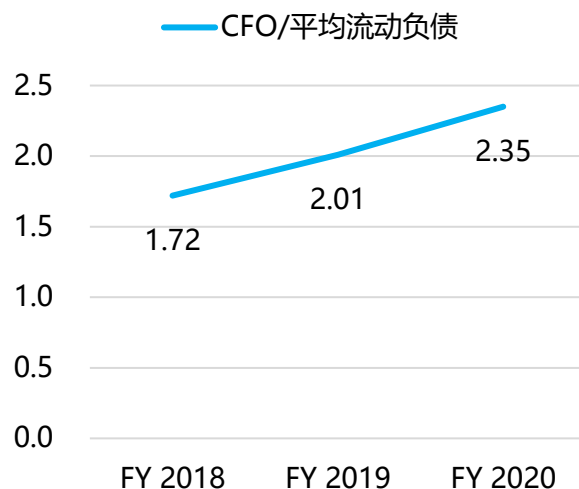
从流动性指标来看，公司在 2020 年底的现金比率都高达 7.44，流动比率高达 8.27。连经验现金流与平均流动负债的比率都高达 2.35。

INMD 的流动性比率 (百万美元)



数据来源: 公司公告, 老虎证券整理

INMD 经验现金流和流动负债比率



数据来源: 公司公告, 老虎证券整理

### 公司更新年度业绩指引。

在 Q2 财报中更新了对 2021 整个财年的预期, 预计全年收入在 3.05-3.15 亿美元之间, 意味着 2021 年下半年的营收将会达到 1.52-1.62 亿美元, 这样来看下半年的同比增速在 7% 左右。

Non-GAAP 的运营利润为 1.35-1.40 亿美元。

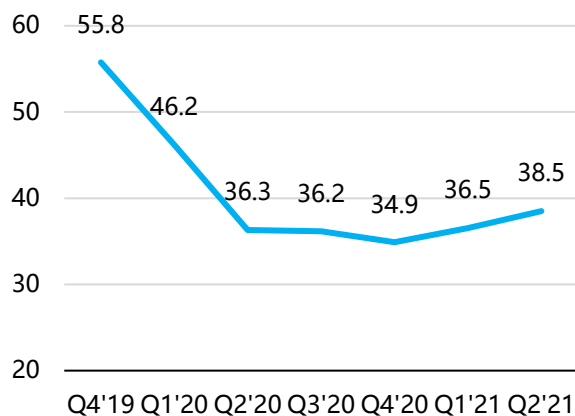
当然, 我们认为公司在一定程度上的预估也偏保守, 公司在 8 月中旬会发布一款新的妇科相关的美容器械, 预计将在下半年带来 2000-3000 万美元的收益。

### 公司的盈利能力及同业对比

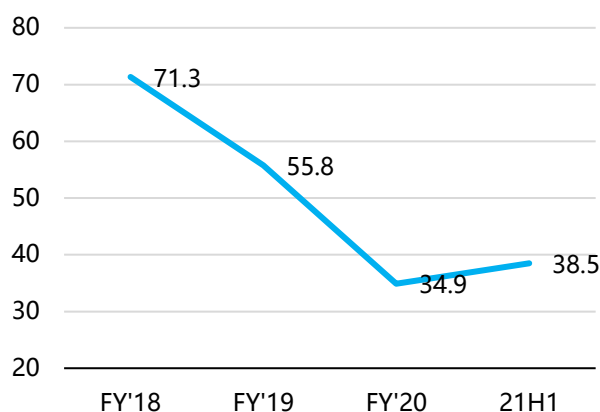
从投资回报的角度看, 由于没有负债, 且资产质量极高, 且利润可观, InMode 是一家回报率极高的公司。公司 2018-2020 财年以及 2021 年上半年的 ROE 分别为 71.3%、55.8%、34.9% 和 38.5%, 且按单季来看也一直维持在 34% 以上。ROA 变化趋势与 ROE 类似。



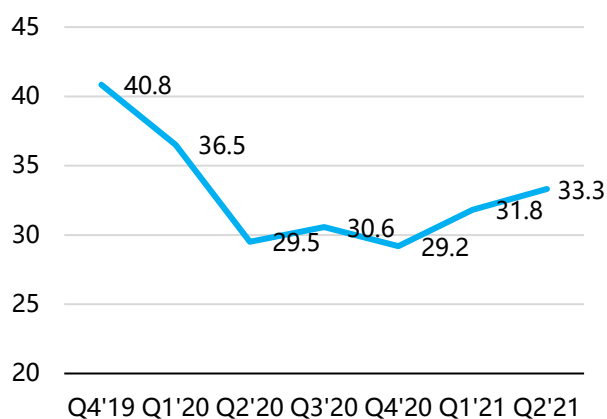
INMD 的 ROE (季度) (%)



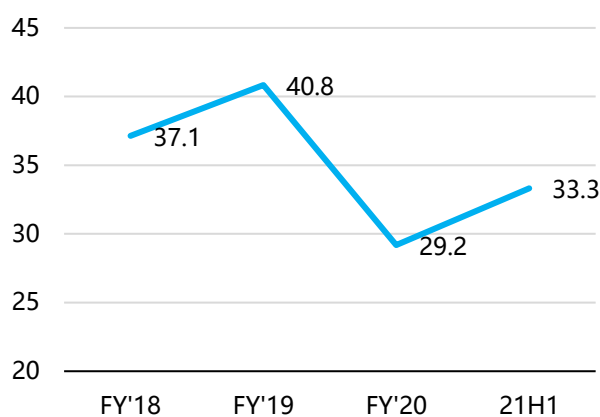
MBUU 的 ROE (年度) (%)



MBUU 的 ROA (季度) (%)



MBUU 的 ROA (年度) (%)

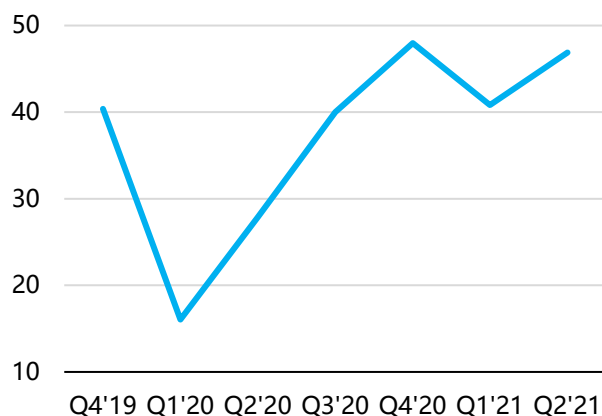


数据来源：公司公告，老虎证券整理

数据来源：公司公告，老虎证券整理

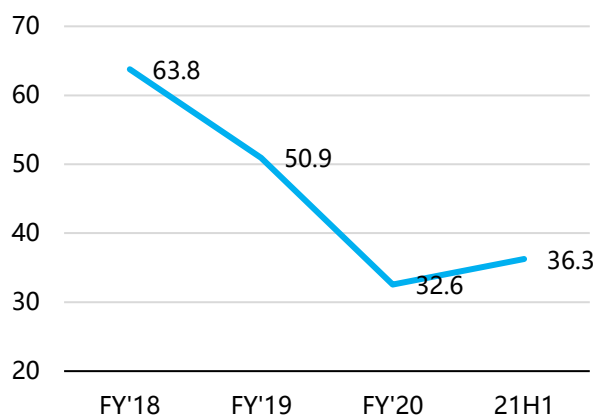
同时，公司的投资资本回报率一直保持在 30% 以上的水平。

INMD 的调整后利润率 (季度) (%)



数据来源：公司公告，老虎证券整理

INMD 的 ROIC (年度) (%)



数据来源：公司公告，老虎证券整理

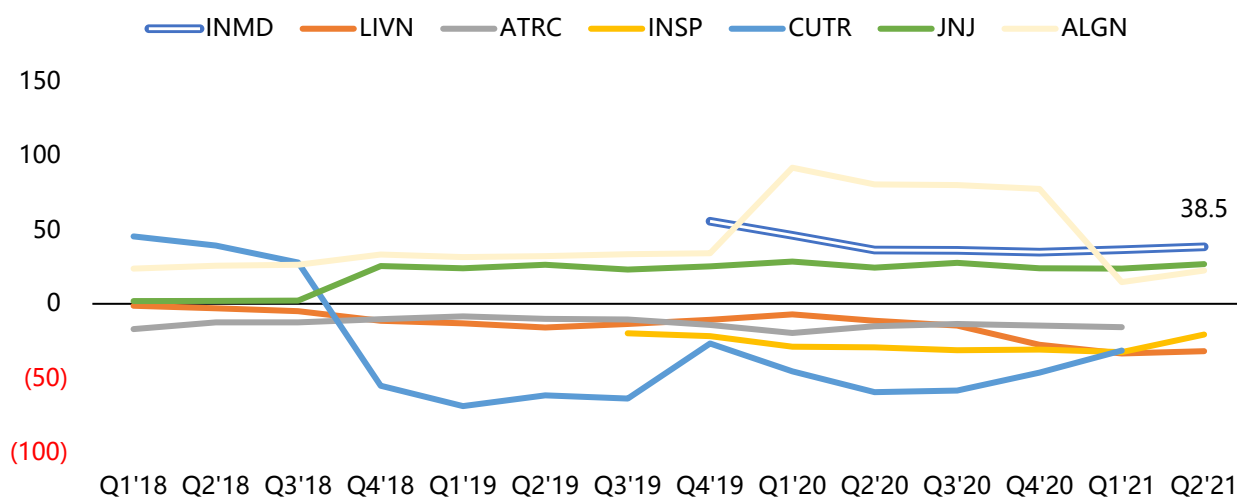
持牌经营的医械公司有不少，但专精医疗美容的并不多，且很多小公司并没选择上市，或者在近年选择以 SPAC 等方式上市，且上市时间较短。

我们以相应的医疗器械上市公司行业的公司作为同业对比公司，与 InMode 进行对比。

包括英国医械公司 LivaNova (LIVN)、微创外科产品公司 AtriCure (ATRC)、治疗打鼾的医械产品公司 Inspire Medical 系统 (INSP)、牙齿矫正产品 Align 科技 (ALGN) 以及医药行业巨头强生 (JNJ)。

从 ROE 的角度来看，由于、牙科医美器械利润率较高，因此在整体 ROE 的表现中较为突出。

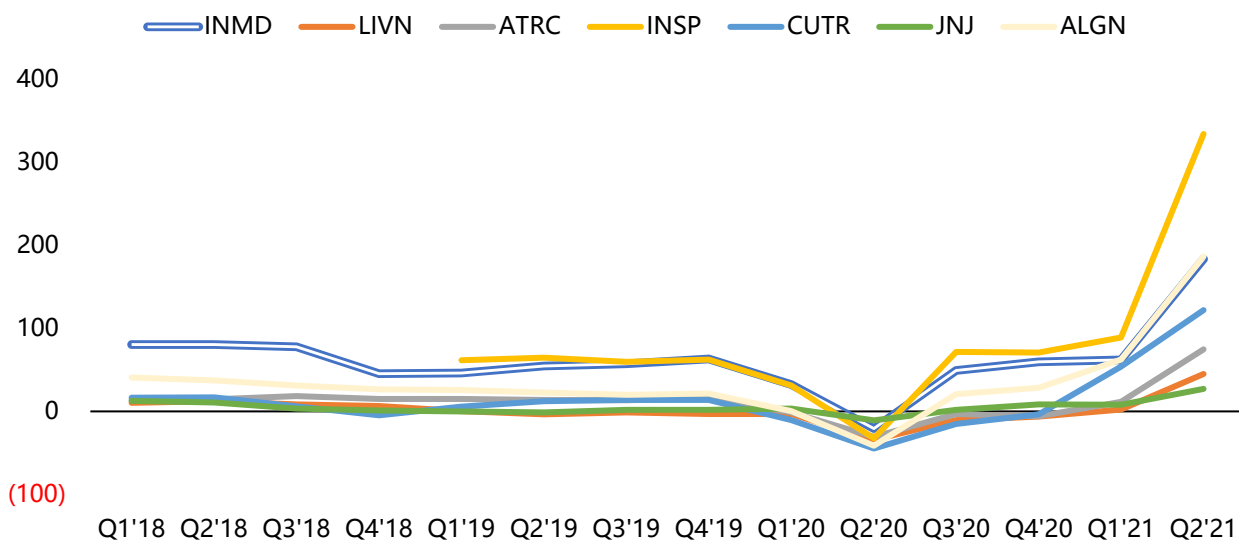
### INMD 与同行业的 ROE 对比



数据来源: Bloomberg, 老虎证券整理

从营收的方面来对比，INMD 在这些公司中的收入同比增速也保持在较高水平。除了 Inspire Medical 与 Align 科技也是属于细分行业的龙头，有相当的优势之外，InMode 比大多数医疗和医械公司的增速更快。

## INMD 与同类企业的营收同比增速 (%)



数据来源: Bloomberg, 老虎证券整理

## 投资机会探讨

我们认为:

1. 整个医美市场市场容量依然巨大, 且随着消费水平和技术进步, 增长潜力也相当突出。而 InMode 专长的无创、微创医美器械市场, 也将会进一步增大市场份额, 在一定程度上代替传统手术。
2. 随着人口老龄化、整体肥胖趋势的出现, 整容、抗衰老等医美产品的市场将不断增大, 而 InMode 的无创、微创产品更容易进行推广。
3. 随着社交媒体的发展, 越来越多的男性也了解并进入医美市场, 这将比以往更进一步地扩展市场需求。
4. InMode 的无创和微创医疗技术, 降低了医美的生理代价, 也进一步发展了医美技术。
5. InMode 的业绩表现进一步向好, 利润率在边际效应和运营优化下将进一步提高。

## 估值讨论

我们以同业公司估值倍数对比的方式对 INMD 进行估值。采用的同业对比组包含：

英国头保健型医械公司 LivaNova (LIVN)、微创外科产品公司 AtriCure (ATRC)、睡眠呼吸医械产品公司 Inspire Medical 系统 (INSP)、牙齿矫正产品 Align 科技 (ALGN)、改善静脉曲张的医械公司 Inari Medical (NARI)、治疗神经障碍主动植入式医械公司 Nevro (NVRO)、微创脊柱修复外科医械公司 NuVasive (NUVA)、心脏医械公司 Integer (ITGR)、激光美容产品医械公司 Cutera (CUTR)，以及医疗行业的综合性企业强生 (JNJ)；

此外，香港和中国大陆的相关上市公司：爱博诺德 (688050)、爱美客 (300896)、医思健康 (02138)、完美医疗 (1830)、复锐医疗科技 (01696)

用利润指标，这些同类型公司过去 12 个月的平均 PE 为 118.7 倍，平均 EV/EBITDA 为 54.8 倍，且两极分化形势明显。按中位数来看，这些公司的 PE 中位数为 76.7 倍，EV/EBITDA 中位数为 21.3 倍。

### INMD 同类企业的相应估值倍数

代码	名称	市值 (百万美元)	EV (百万美元)	EV/EBITDA TTM	P/E TTM	EV/Sales TTM	P/S TTM	EV/EBITDA 2021	EV/EBITDA 2022	P/E 2021	P/E 2022
ALGN US Equity	Align科技	55940.96	54928.79	64.47	80.4	5.08	16.08	46.65	37.8	64.31	52.93
ATRC US Equity	AtriCure	3736.14	3570.84				14.98				
CUTR US Equity	Cutera	922.03	910.13		102.27	3.46	4.65	61.66	55.48	106.78	56.91
INMD US Equity	INMODE	4424.03	4166.24	32.55	38.61	14.479	15.56	29.81	26.04	35.47	33.15
INSP US Equity	INSPIRE MEDICAL SYSTEM	5754.31	5577.37			5.08	32.6				
ITGR US Equity	Integer	3077.26	3766.45	18.46	41.14	29.07	2.77	16.38	14.43	25.69	21.42
JNJ US Equity	强生	456367.1	464544.1	12.85	22.74	4.33	5.13	14.05	13.1	17.96	16.65
LIVN US Equity	LivaNova	4532.46	4920.55	21.28	60.59		4.1	27.26	23.64	48.6	38.19
NARI US Equity	INARI MEDICAL INC	4586.05	4413.04	208.79	325.57	4.41	21.17	212.5	160.53	260.06	210.78
NUVA US Equity	NuVasive	3161.37	3963.89	15.08	86.38	13.55	2.73	13.7	12.03	26.56	22.18
NVRO US Equity	Nevro公司	5155.95	4922.29			13.28	12.5	847.94	331.09		
OSSR DC Equity	奥索公司	3139.27	3537.6	22.53	63.43	3.73	4.54	21.59	19.17	38.06	33.28
688617 CH Equity	惠泰医疗	4568.82	4376.28		199.53		46.19	149.97	108.11	173.03	118.34
688050 CH Equity	爱博诺德	4834.29	4794.1	135.76	275.19		97.31	163.94	119.17	217.73	158.93
300896 CH Equity	爱美客	180.54	21300.12	155.82	314.95	4.73	157.39				
2138 HK Equity	医思健康	1725.51	1752.9	10.78	61.7	4.72	5.68	16.14	12.22	33.35	23.2
1830 HK Equity	完美医疗	1207.75	1173.98	9.66	31.6	3.59	8.3	100.11			
1696 HK Equity	复锐医疗科技		1040.56		4	76.65	106.13	6.09			
中位数				21.28	76.65	4.905	10.4	38.23	26.04	43.33	35.735
平均数				54.77	118.72	15.40	25.43	122.98	71.75	87.30	65.50

数据来源：Bloomberg，老虎证券整理

因为有些公司仍未盈利，因此从收入倍数指标看，这些同类型公司过去 12 个月的平均 PS 为

25.4 倍，平均 EV/Sales 为 15.4 倍。中位数来看，PS 中位数为 10.4 倍，EV/Sales 中位数为 4.9 倍。

InMode 当前的 EV/Sales 为 14.5 倍，PS 为 15.6 倍，EV/EBITDA 为 32.6 倍，PE 为 38.6 倍，正好在行业平均水平附近。

从市场预期来看，这些公司的 2021 年的预期 PE 中位数为 43.3 倍，EV/EBITDA 为 38.2 倍。

2022 年的预期 PE 中位数为 35.7 倍，预期 EV/EBITDA 中位数为 26.0 倍。

华尔街对 InMode 的 2021 年预期净利润均值为 1.38 亿美元，预期 EBITDA 均值为 1.40 亿美元，介于公司指引的区间中端；2022 年的净利润均值为 1.46 亿美元，预期 EBITDA 均值为 1.6 亿美元。

**以这个标准，则 InMode 对应 2022 年底的市值为 52.2 亿美元，对应每股 122 美元。**

### 风险提示：

1. 疫情反复，持续影响线下医美需求；
2. 行业竞争增强，竞争对手上线同类产品；
3. 与渠道的合作出现问题；
4. 消费者对美容产品的偏好

## 重要声明

### 免责声明

老虎市场分析报告由老虎证券内部制作。报告中的信息均来源于我们认为可靠的公开渠道，老虎证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

我们力求报告中分析的客观性，报告中的信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、投资周期、财务状况及特定需求，在任何时候不构成对任何人的个人推荐。对依据使用本报告造成的一切后果，老虎证券及关联人员均不承担任何法律责任。

报告中各模块的信息、策略、意见等仅为报告出具日的判断，所载内容均供投资者参考，不构成所述资产标的买卖的出价或询价。投资者应当对本报告内容以及潜在的投资风险、个人投资决策进行独立的评估，并应同时考量各自的投资目的、投资周期、财务状况及特定需求。

除另行说明外，本报告所述业绩、数据基于历史表现，过去的表现不应作为未来表现的预示，我们不承诺不保证任何预期的市场策略、财务预测会得以实现，分析中对应的预期可能基于对相应变量或情景的假设，任何假设的变化可能显著影响预期的回报。

### 其他声明

如果您对老虎市场分析报告有任何方面的建议或意见，我们欢迎您联系老虎研报官方邮箱：  
[newsletter@itiger.com](mailto:newsletter@itiger.com)。