

研究所

证券分析师：芦冠宇 S0350521110002

luyg@ghzq.com.cn

证券分析师：李英 S0350521110003

liy20@ghzq.com.cn

## 对标成熟市场，探寻行业红利与市场空间

### ——医美行业深度系列

#### 最近一年走势



#### 相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
商业贸易	0.5%	0.4%	-13.0%
沪深300	-1.2%	0.5%	-2.6%

#### 相关报告

#### 摘要：

基于美韩医美市场研究，我们认为：驱动中国医美市场扩张三要素：渗透率>复购次数>客单价；韩国市场参考性弱于美国，对标美国来看中国合规医美市场至少3倍空间；而合规替代非法是大势所趋，未来关键变量或在于政策端；中性/乐观预期下未来5年中国医美复合增速均在15%左右，注射类将为核心驱动。

#### 投资要点：

##### 海外成熟医美市场有哪些经验？

■ **美韩医美市场规模的驱动因素有共性也有差异。** 1) **需求端**：美韩医美市场发展壮大核心因素之一均在于消费能力的增强，且美国数据显示医美疗程消费收入弹性较高；**但金融危机下美韩表现存在差异**，08年金融危机后基于经济悲观预期美国消费者会选择推迟手术疗程或以平价非手术疗程代替，但韩国于97年亚洲金融危机后就业竞争反而助推整容热潮；**这背后是社会观念的差异**，医美在韩国社会意义更加丰富（“就业市场上获得竞争优势”、“会给一个人的教育、婚姻和事业带来重大改变”等）。2) **供给端**：医美技术尤其是微整形技术的突破不断推动美国医美疗程渗透率提升，美国医疗卫生支出体量全球最大、医疗资源极其丰富也是支撑其成为全球最大医美市场的重要因素；韩国医美市场高度发达离不开政策的大力支持，包括上游监管更为宽松、医疗观光产业化运作等。

■ **消费结构方面，美韩医美市场共性大于个性。** 1) **共性**：全球（含美韩）医美市场消费结构均呈向非手术类项目尤其是注射类项目集中的特点；2) **个性**：韩国肉毒素消费弱于美国，这或与**消费者年龄结构**（韩国40岁以下占比56% vs 美国35岁以上占比80%）、**人种差异**（欧美人面部立体，去皱需求大于填充需求）、**消费习惯培育**（美国医美起步更早、消费者对医美接触时间更长）有关。

##### 如何看待当前中国医美市场？

■ **2010年是中国医美行业由兴起向快速发展过渡的重要节点，过去10年合规医美市场规模复合增速30%**。2010年后主流社交平台陆续上线催化社会认知（微博（2010）、微信（2011）、美图秀秀（2011年iOS版本上线）、小红书（2013）、新氧（2013）），同时供给端轻医美产品陆续上线（国内第一款玻尿酸与第一款肉毒素均于2009年左右才获批），2010年开始中国医美市场向快速发展阶段过渡。

- **驱动中国医美市场规模扩张三要素：渗透率>复购次数>客单价，对标美国渗透率来看中国合规医美市场至少3倍空间。**1) 医美客单价与消费结构有关，目前中国高复购的非手术类项目占比较高，预计未来中国医美行业发展核心驱动将在于用户渗透率提升。2) **合规市场：**韩国渗透率全球最高有其独特土壤（社会文化观念极其注重形象与竞争、政策对医美产业化大力支持），美国医美疗程渗透率或对中国更具参考性，对标美国（52.9次/每千人）预计中国合规医美市场至少3倍空间（17.4次/每千人）。3) **非法：合规替代是大势所趋，未来关键变量或在于政策端。**参考美韩医美市场经验，对产业链进行全流程规范化监管无法一蹴而就，但也是行业规范发展必由之路。今年以来八部委联合打击非法医美、严查违规医美贷、医疗美容广告法出台等预示行业规范化进程提速，后续关注政策执行力度与执行效果。
- **中性/乐观预期下，未来5年中国医美复合增速15%左右。**1) **美国渗透率提升节奏可提供极度乐观经验参考。**目前中国医美市场渗透率大体相当于美国1999年（17次/每千人）水平，但彼时美国整体经济体量与消费水平均远高于我国，且有玻尿酸/肉毒素/激光脱毛等轻医美产品陆续上线催化，预计仅可提供极度乐观经验参考。2) **中性/乐观预期下，未来5年中国医美复合增速均在15%左右。**2019年中国医美疗程渗透率同比提升2.9次/每千人，以此为基准进行不同假设：极度悲观/悲观/中性/乐观预期下，2019-2025年中国医美疗程渗透率年均分别提升1/2/2.5/3.5次，对应5年复合增速分别为6.1%/11.1%/13.2%/17.2%；极度乐观假设下，中国渗透率提升节奏与美国1999-2004年一致，则对应5年复合增速18%+。
- **消费结构角度，非手术尤其是注射类项目渗透率提升将是医美市场规模扩大的核心驱动力。**美国1997年以来医美疗程渗透率增长主要来自于注射类、面部年轻化项目与激光脱毛等非手术项目，轻医美项目相对平价、风险小、耗时短、恢复期少，符合白领女性对“不知不觉变美”的追求，中国医美市场也将呈现这样的消费特征。
- **投资建议：关注具有先发优势的综合性医美龙头，建议关注爱美客、华熙生物、四环医药、昊海生科。**
- **风险提示：产品竞争日趋激烈；监管政策超预期变化；医疗风险事故；国际经验并不完全具有可复制性，相关数据及资料仅供参考；医美技术、消费习惯等不确定性影响。**

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2021-11-30		EPS			PE			投资 评级
		股价	2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E		
300896.SZ	爱美客	564.8	3.66	4.2	6.4	154	135	89	增持	
688363.SH	华熙生物	161.3	1.35	1.7	2.4	120	95	67	增持	
688366.SH	昊海生科	132.7	1.30	2.7	3.5	102	50	38	增持	
0460.HK	四环医药	1.6	0.05	0.10	0.14	31	16	11	增持	

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

注：盈利预测均取自 Wind 一致预期

## 内容目录

<b>1、 美国：起步最早、发展成熟的全球最大医美市场</b>	<b>5</b>
1.1 需求端：可支配收入增加+社会理念日趋包容	7
1.2 供给端：整形技术不断突破+医疗资源极其丰富	9
1.3 监管端：监管历史经验丰富，监管体系已较为成熟	11
1.4 消费结构：与技术变迁/年龄结构/社会审美有关，向注射类集中	12
<b>2、 韩国：全球渗透率最高的医美市场</b>	<b>15</b>
2.1 需求端：消费能力增强+社会对外表高度重视	16
2.2 供给端：医疗资源较为丰富+政策支持医疗观光产业化	17
2.3 监管端：MOHW 与 MFDS 对全产业链进行监管	18
2.4 消费结构：注射类非手术项目占主导，对肉毒素需求弱于美国	19
<b>3、 中国：步入渗透率提升驱动为主的景气周期</b>	<b>21</b>
3.1 海外经验：美韩医美市场共性个性并存	21
3.2 发展阶段：2010 年向快速发展期过渡，过去 10 年复合增速 30%	22
3.3 市场规模：渗透率提升驱动为主，对标美国至少 3 倍空间	24
<b>4、 投资建议：关注具有先发优势的综合性医美龙头</b>	<b>26</b>
4.1 爱美客：现有差异化产品势能足，在研重磅新品呼之欲出	26
4.2 华熙生物：规模与技术优势构筑竞争壁垒，产业链一体化深挖护城河	27
4.3 四环医药：四环医美+生物制药双轮驱动，转型成果逐步兑现	27
4.4 昊海生科：眼科+医美驱动业绩走出低谷，研发并购产品线持续扩充	27
<b>5、 风险提示</b>	<b>27</b>

图表目录

图表 1: 美国医美行业历经萌芽-兴起-快速发展-调整-复苏等阶段.....5

图表 2: 截至 2019 年美国医美疗程数已达 1843 万次.....6

图表 3: 截至 2018 年美国医美市场规模已达 165 亿美元.....6

图表 4: 截至 2018 年手术/非手术类疗程平均费用分别为 4252 美元/553 美元.....7

图表 5: 经济基础决定上层建筑, 医美兴起与快速发展的关键节点均伴随着美国经济的快速发展.....7

图表 6: 人均可支配收入 yoy 与滞后一期医美疗程 yoy 呈中度相关.....8

图表 7: 对经济悲观预期会影响消费者医美决策.....8

图表 8: 到 1997 年美国人对整容手术已普遍认可并持包容态度.....9

图表 9: 并且这种认可包容的态度至少在十年前就已经存在.....9

图表 10: 35-54 岁及高收入群体对医美的认可度更高 (60%以上).....9

图表 11: 35-54 岁及高收入群体对医美的认可度更高 (60%以上).....9

图表 12: 供给端的技术突破带动医美尤其是轻医美需求快速增长.....10

图表 13: 美国医疗卫生支出居全球领先水平.....11

图表 14: 美国整形医生数量和渗透率居领先水平.....11

图表 15: 美国医美行业监管体系较为成熟.....12

图表 16: 相较手术类项目, 非手术类医美项目耗时少、风险小、恢复期短、费用低.....13

图表 17: 美国社会人口结构趋于老龄化 (颜色越深代表数字越大).....13

图表 18: 人口老龄化相应反映至医美消费上, 到 2019 年医美疗程 80%+来自于 35 岁以上的消费者.....14

图表 19: 伴随微整形技术突破以及人口老龄化进程, 美国医美消费向注射类尤其是肉毒素集中.....14

图表 20: 肉毒素、玻尿酸、脱毛、化学剥离长期居 ToP5 最受欢迎非手术类项目.....14

图表 21: 手术类项目充分体现美国社会审美, 吸脂、双眼皮、隆胸、隆鼻等项目长期居 ToP5.....15

图表 22: 韩国医美行业历经萌芽起步期、快速发展期, 目前已步入成熟期.....15

图表 23: 截至 2019 年韩国肉毒素与玻尿酸体量合计 2540 亿韩元, 医美市场体量有限.....16

图表 24: 与美国类似, 驱动韩国医美市场扩张的核心因素同样在于消费能力的提升, 但金融危机期间, 韩国医美市场表现与美国并不一致.....17

图表 25: 这种差异源于韩国注重形象与竞争的社会观念, 与韩流、美容电视节目等共同促就韩国成为全球医美渗透率最高的市场.....17

图表 26: 截至 2019 年外国整形患者已超过 9 万人, 10 年复合增速 41%.....18

图表 27: 韩国肉毒素出口体量超过 2 亿美元.....18

图表 28: 韩国玻尿酸出口体量超过 16 亿美元.....18

图表 29: MOHW 与 MFDS 对医疗保健行业全产业链进行监管.....19

图表 30: 韩国各医美疗程渗透率均有一定优势, 同时全球医美市场 (除巴西外) 均呈以注射类项目为主的特点 (2011 年).....20

图表 31: 截至 2015 年肉毒素/玻尿酸/双眼皮/隆鼻/脂肪移植面部等项目占比靠前.....21

图表 32: 相较 2010 年提升幅度较大的为肉毒素、玻尿酸、抽脂等项目.....21

图表 33: 韩国医美 VS 美国医美.....21

图表 34: 韩国求美者年龄多小于 40 岁、更加年轻化.....21

图表 35: 2010 年是中国医美行业由兴起向快速发展过渡的重要节点.....23

图表 36: 肉毒素/玻尿酸等微整形技术在海外均已成熟, 但国内第一款玻尿酸于 2008 年底才获批.....23

图表 37: 艾瑞数据显示 2012-2019 年中国合规医美市场复合增速 29%.....24

图表 38: 沙利文数据显示 2015-2019 年中国合规市场复合增速 22%.....24

图表 39: 美国市场规模扩张核心驱动力也在于医美疗程渗透率的提升.....25

图表 40: 截至 2019 年中国医美市场渗透率达每千人 17.4 次, 对标美国预计至少有 3 倍空间.....25

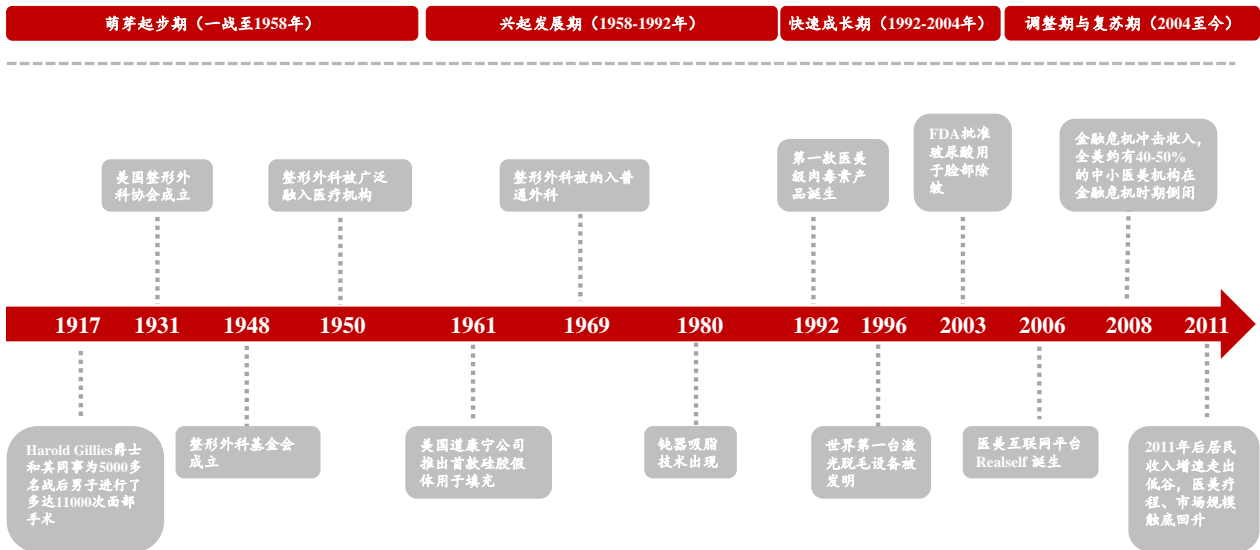
图表 41: 中性/乐观预期下, 未来 5 年中国医美市场复合增速均在 15%左右.....25

图表 42: 消费结构角度, 非手术尤其是注射类项目渗透率提升将是中国医美市场规模扩大的核心驱动因素.....26

## 1、美国：起步最早、发展成熟的全球最大医美市场

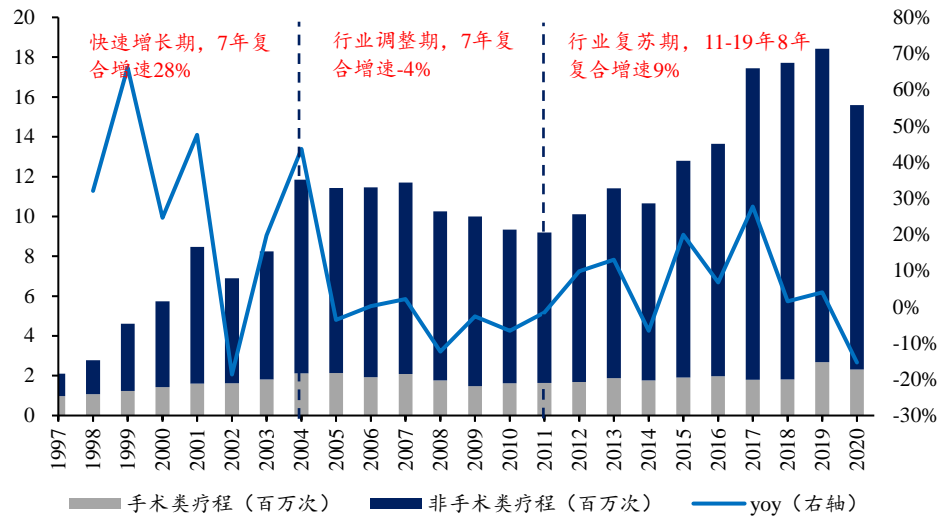
美国医美行业起步于一战时期，100 余年来已由稚嫩步入成熟，蜕变为规模、技术均足以傲视全球的整形大国。1) 萌芽起步（一战至 1958 年）：一战战后修复背景下，医美概念逐渐走进大众视野，医美行业开始萌芽。2) 兴起发展（1958-1992 年）：二战及战后 20 年美国蓬勃经济蓬勃发展，硅胶、吸脂等新材料新技术持续推动医美行业的进步。3) 快速成长（1992-2004 年）：肉毒素/激光脱毛/玻尿酸等轻医美技术相继出现，平民的价格使得更多美国人尝试医美带来的改变，从 1997 年首次统计数据至 2004 年 7 年间医美治疗复合增速达 28%。4) 行业调整（2004-2011 年）：金融危机冲击，2004 至 2011 年医美行业治疗复合增速-4%。5) 行业复苏（2011 年至今）：2011 年后美国经济逐渐走出低谷，美国医美市场触底复苏，2011-2019 年 8 年间医美治疗复合增速 9%，2020 年疫情影响市场小幅萎缩。目前美国医美治疗数超过 1800 万次，市场规模超过 165 亿美元，单次平均费用 931 美元，手术类和非手术类治疗平均费用分别为 4252 美元与 553 美元。

图表 1：美国医美行业历经萌芽-兴起-快速发展-调整-复苏等阶段



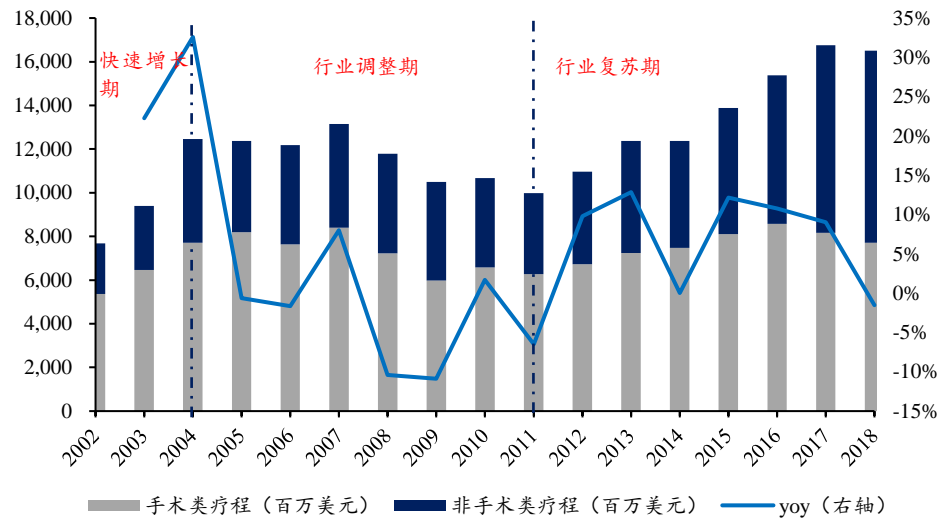
资料来源：福布斯中国，国海证券研究所

图表 2：截至 2019 年美国医美疗程数已达 1843 万次



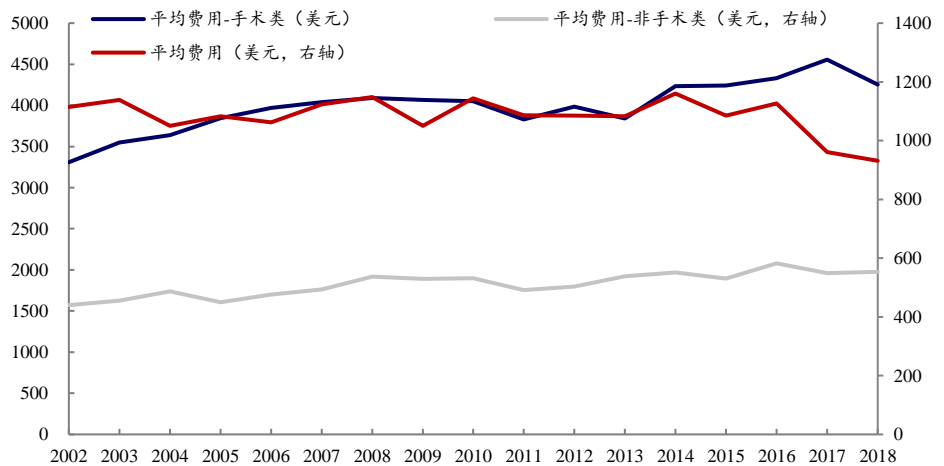
注：2017 年后 ASAPS 统计口径发生变化，为保持口径可比 2017 年后使用 ASPs 数据。  
资料来源：ASAPS, ASPs, 国海证券研究所

图表 3：截至 2018 年美国医美市场规模已达 165 亿美元



注：2017 年后 ASAPS 统计口径发生变化，为保持口径可比 2017 年后使用 ASPs 数据。  
资料来源：ASAPS, ASPs, 国海证券研究所

图表 4：截至 2018 年手术/非手术类疗程平均费用分别为 4252 美元/553 美元

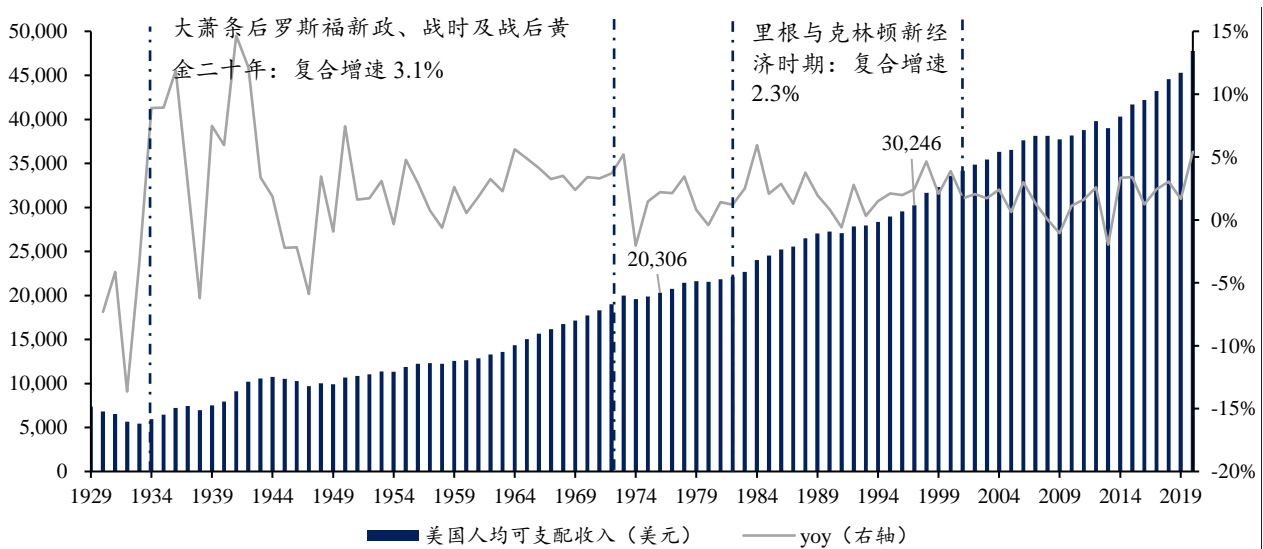


注：2017 年后 ASAPS 统计口径发生变化，为保持口径可比 2017 年后使用 ASPs 数据。  
资料来源：ASAPS, ASPs, 国海证券研究所

### 1.1 需求端：可支配收入增加+社会理念日趋包容

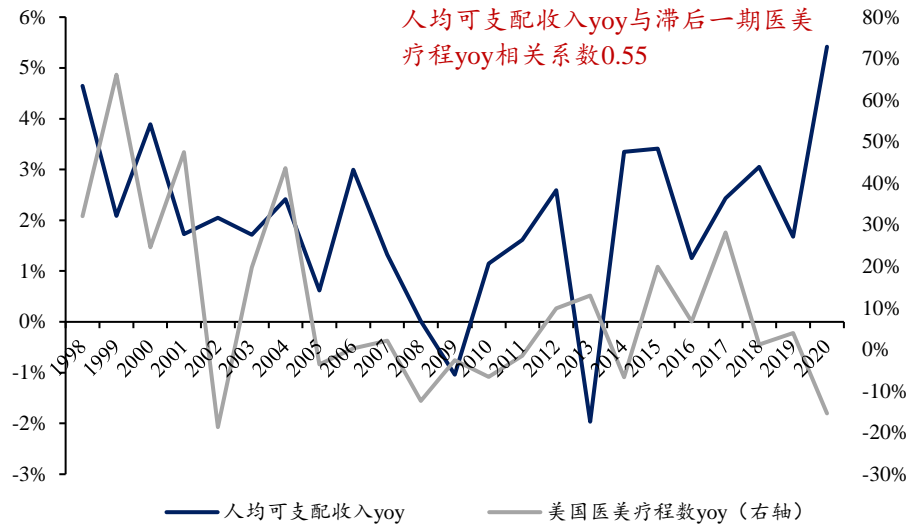
经济基础决定上层建筑，医美兴起与发展的核心驱动因素在于可支配收入的增加。1) 定性而言：医疗美容具备可选医疗与可选消费的双重属性，其目的在于追求外在美感与精神享受，消费体量取决于经济发展水平；回顾医美兴起与快速发展的关键节点，均伴随着美国经济的快速发展，20 世纪 50 年代兴起于战后黄金 20 年、90 年代快速发展于新经济时期。2) 定量而言：就可得数据（1997-2020）来看，人均可支配收入增速与滞后一期的医美疗程增速相关系数 0.55（中度相关），且医美疗程增速具备高收入弹性。3) 对经济悲观预期会影响消费者医美决策：2011 年 9 月出版的《美容外科杂志》上发表的调查显示，经济衰退期间寻求面部手术的消费者会有两种选择，59% 的患者会选择推迟手术且大多将推迟 1-2 年，32% 的患者会选择肉毒素、玻尿酸等平价非手术替代品。

图表 5：经济基础决定上层建筑，医美兴起与快速发展的关键节点均伴随着美国经济的快速发展



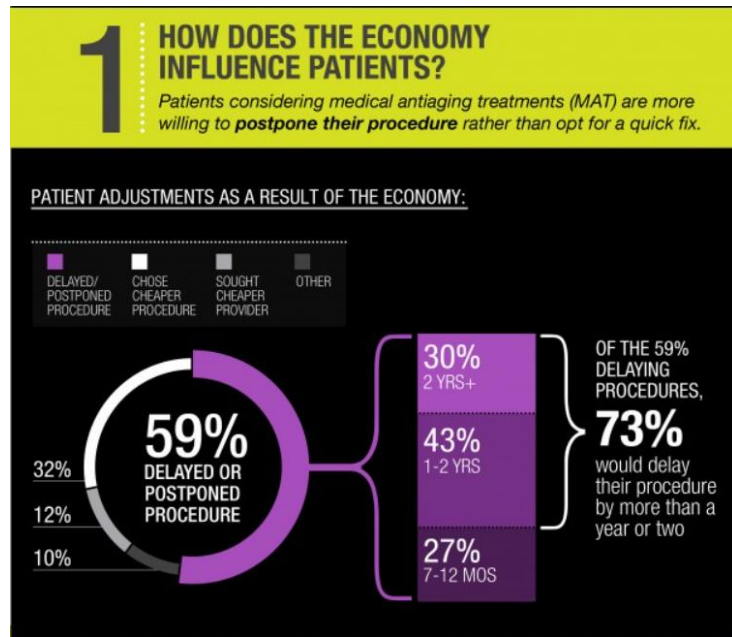
资料来源：Wind, 国海证券研究所

图表 6: 人均可支配收入 yoy 与滞后一期医美疗程 yoy 呈中度相关



资料来源: ASAPS, ASPs, Wind, 国海证券研究所

图表 7: 对经济悲观预期会影响消费者医美决策



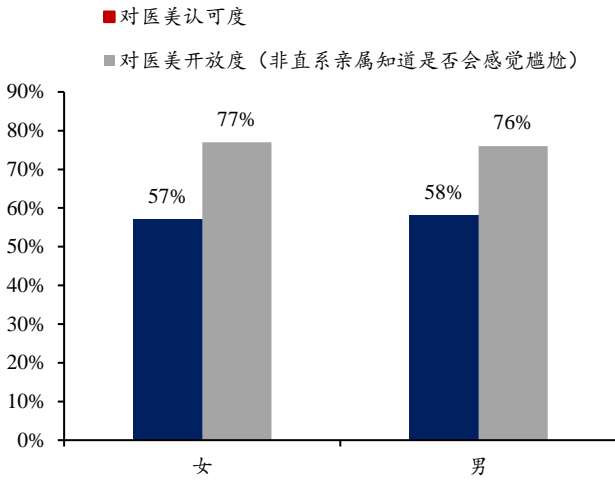
资料来源: ASAPS, 国海证券研究所

对医美的广泛认识与日益增长的接受度也是医美市场增长的重要驱动力。1) 时尚媒体、电影行业及社交网络宣传提升大众对医美的认识和接受度: 20 世纪 50-60 年代 Sophia Loren、Jayne Mansfield 等女明星引领大众对理想乳房的追求; 20 世纪 90 年代娱乐行业的飞速发展也推动了大众的需求; 21 世纪以来 Facebook (2004)、Twitter (2006)、Instagram (2012) 等社交平台陆续上线, 自拍文化和明星效应促使更多消费者体验医美服务。2) ASAPS 调查显示, 到 1997 年美国人对整容手术已普遍认可并持包容态度, 并且认可包容的态度至少在十年前就已经存在: 调查对象中 57% 以上的男/女性对医美手术表示认可; 76% 以上的男/女性表示以后要是整容, 被直系亲属和密友以外的人知道也不会感到尴尬; 同时 66% 的调查者表示认可度与十年前保持一致; 进一步细分, 35-54 岁及高收



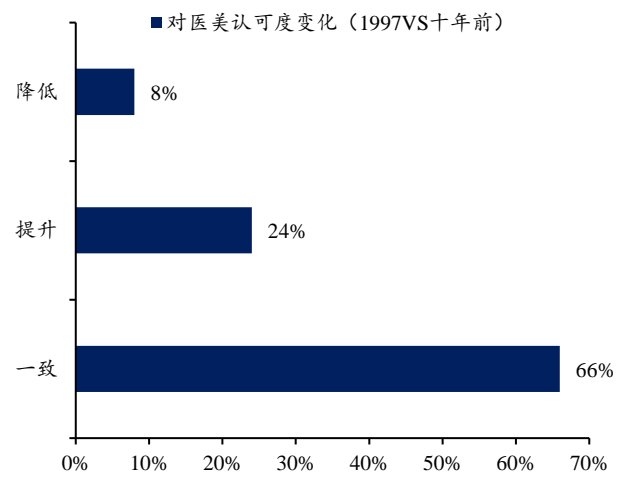
入群体对医美的认可度更高（60%以上）。

图表 8：到 1997 年美国人对整容手术已普遍认可并持包容态度



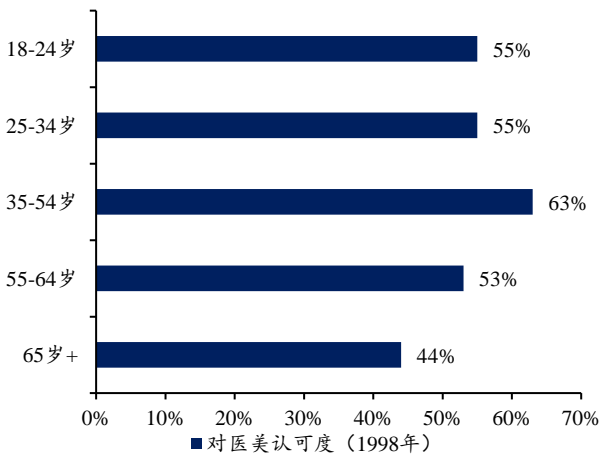
资料来源：ASAPS，国海证券研究所

图表 9：并且这种认可包容的态度至少在十年前就已经存在



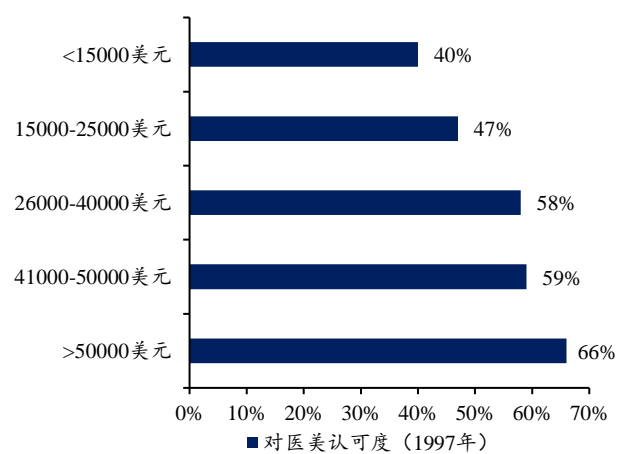
资料来源：ASAPS，国海证券研究所

图表 10：35-54 岁及高收入群体对医美的认可度更高（60%以上）



资料来源：ASAPS，国海证券研究所

图表 11：35-54 岁及高收入群体对医美的认可度更高（60%以上）



资料来源：ASAPS，国海证券研究所

## 1.2 供给端：整形技术不断突破+医疗资源极其丰富

**整形技术不断突破带动医美需求快速增长，医疗资源丰富保障医美供给。**1) **技术层面：**20 世纪初期医美仅作为一战副产物用于战后修复；50-80 年代间新型材料与技术的发明在提高成功率和美感的同时风险降低，医美行业逐渐兴起，并且 50 年代的隆胸、70 年代的吸脂均率先突破于美国；再到 90 年代肉毒素、玻尿酸、激光脱毛等微整形技术突破，凭借便捷、安全、低价等优势带动医美行业快速发展；21 世纪第一个十年非侵入性皮肤紧致设备和各种技术出现，使得美容手术组合选择更加丰富。2) **医疗资源角度：**截至 2018 年美国医疗卫生支出占 GDP 比重达 16.9%，相对 1995 年增加 3.8pcts，绝对体量、相对变化均处于全球领先水平；到 2019 年美国整形医生数量为 6900 个，整形医生渗透率（每万人）在 20%以上，亦处于全球前列；同时全球医美渗透率最高市场韩国

也呈现医疗资源丰富特点，医疗卫生支出比重较 1995 年提升 3.9pcts、整形医生渗透率全球最高（50%）。

图表 12：供给端的技术突破带动医美尤其是轻医美需求快速增长

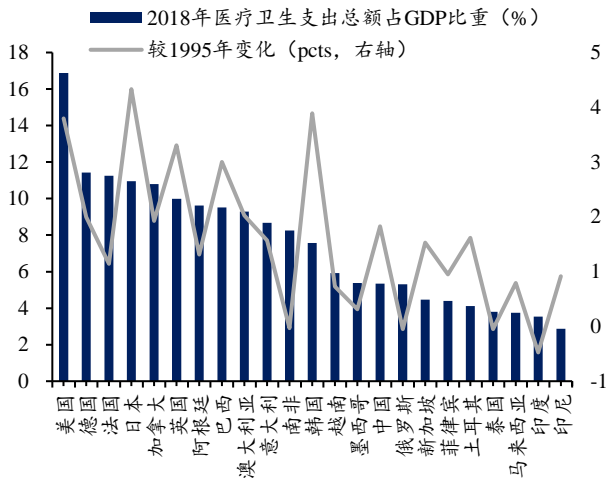
时间	医生姓名	主要专长	影响
20C 初期	1907 Charles Miller	眼睑美容手术、面部提升术、双下巴矫正术	作为一战的副产品，医美的
	1911 Kolle, Frederick S.	“招风耳”矫正、眼睑矫正	出现治疗修复民众的身体和
	1912 Hollander, Eugen	去除发际线部位皮肤实现面部提升	心灵
20C 50S-80S	1955 Pangman, John w.	聚乙烯醇乳房假体	
	1959 Orentreich, Norman	建立在“供区优势”基础上的毛发移植术	
	1962 Baker, Thomas/Gordon, Howard	Baker 和 Gordon 苯酚剥脱	
	1963 Cronin, Thomas/Gerow, Frank	硅胶乳房假体	
	1965 Rees, Thomas	硅胶用作软组织填充	•医美由 20 世纪初的普通外
	1965 Goldman, Leon	(红宝石)激光祛纹身	科变为独立的整容外科
	1968 Demsey WC/Latham WD	胸肌下置放乳房假体	•新型材料与技术的发明为现
	1972 Schrudde, Joseph	脂肪切除术(皮下脂肪刮除术)	代医美打下了坚实的基础，
	1977 Knapp, Terry R	软组织注射胶原蛋白	提高成功率和美感的同时风
	1977 Fisher, Arpad/Fisher, George	吸脂术(尖头)	险降低
	1980 Ilouz, Yves-Gerard	吸脂术(钝头)	•全球医美市场逐渐兴起
	1981 Anderson Rox R., Parrish John A.	选择性光热作用原理	
	1983 Reid, Walter H.	Q 开关红宝石激光祛纹身	
	1987 Klein, Jeffrey A.	肿胀技术用于吸脂术	
	1989 David, Laurence M.	脉冲 CO2 激光用于剥脱性换肤	
20C 90S	1992 Zocchi, Micheal	超声辅助吸脂	
	1992 Carruthers, Alistair/Carruthers, Jean	肉毒毒素除皱	
	1992 Apfelberg, David	激光辅助吸脂	
	1996 Grossman, Melanie	红宝石激光用于脱毛	•肉毒素、激光脱毛、玻尿酸
	1997 Littler, Curt M./Goldberg, David	Q 开关 Nd:YAG 激光用于脱毛	的发明开拓轻医美时代
	1997 Gold, Michael H.	IPL 用于脱毛	•更加便捷、安全的技术带动
	1998 Olenius, Michael	透明质酸填充剂	医美行业快速发展
	1999 Menaker, Gregg M.	非剥脱 Nd:YAG 激光治疗面部皱纹	
21C 初期	1999 McDaniel, David H.	长脉冲翠绿宝石激光治疗腿部静脉	
	2000 Hetter, Gregory P.	豆油苯酚剥脱	
	2001 Rittes, Patricia	注射卵磷脂减肥	
	2002 Ruiz-Esparza, Javier	光动力疗法	
	2003 Ruiz-Esparza, Javier	射频紧肤	
	2004 Thomas L. Tzikas/Patrick Flaharty	注射羟基磷灰石钙用于软组织扩张	
	2004 Rotunda Adam	脱氧胆酸钠减肥	
	2004 Manstein, Dieter	非剥脱点阵光热分解疗法	•新型设备更新换代
	2005 Doshi, Seema	合射频联和激光	•多种技术结合推出更多服务
	2007 Hantash, Basil	剥脱点阵光热分解疗法	
	2009 Hantash, Basil	Sublative 点阵射频	
	2009 Coleman, Sydney	冷冻溶脂	
	2010 Brandt, Frederic	外用肉毒毒素	
	2010 Redali, Alessio	注射 PRP 用于皮肤年轻化	
	2012 Lee, Young Bok	射频和脉冲电磁结合	

2012 Glaser, Dee Anna/Hong, H. CHIH-HO

微波治疗局部多汗

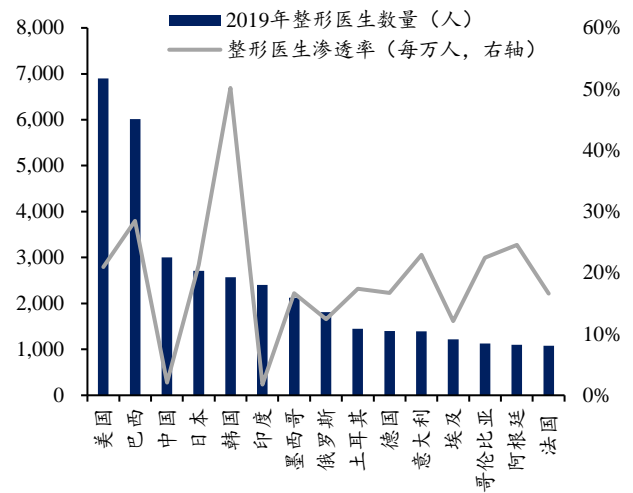
资料来源：《Journal of drugs in dermatology》，国海证券研究所

图表 13：美国医疗卫生支出居全球领先水平



资料来源：Wind，国海证券研究所

图表 14：美国整形医生数量和渗透率居领先水平



资料来源：ISAPS，population pyramid.net，国海证券研究所

### 1.3 监管端：监管历史经验丰富，监管体系已较为成熟

**美国医美监管历史经验丰富，目前监管体系较为成熟。**1931年美国整形外科协会即成立，自律组织诞生行业监管雏形初现；1950年整形外科已广泛融入医疗机构；1969年整形外科被正式纳入普通外科，此后医美服务一直被列入医疗服务范畴。九十多年来美国医美行业已形成以FDA、各州政府和行业协会等为核心，覆盖药品器械、服务机构、执业人员与广告宣传等上中下游的监管体系。

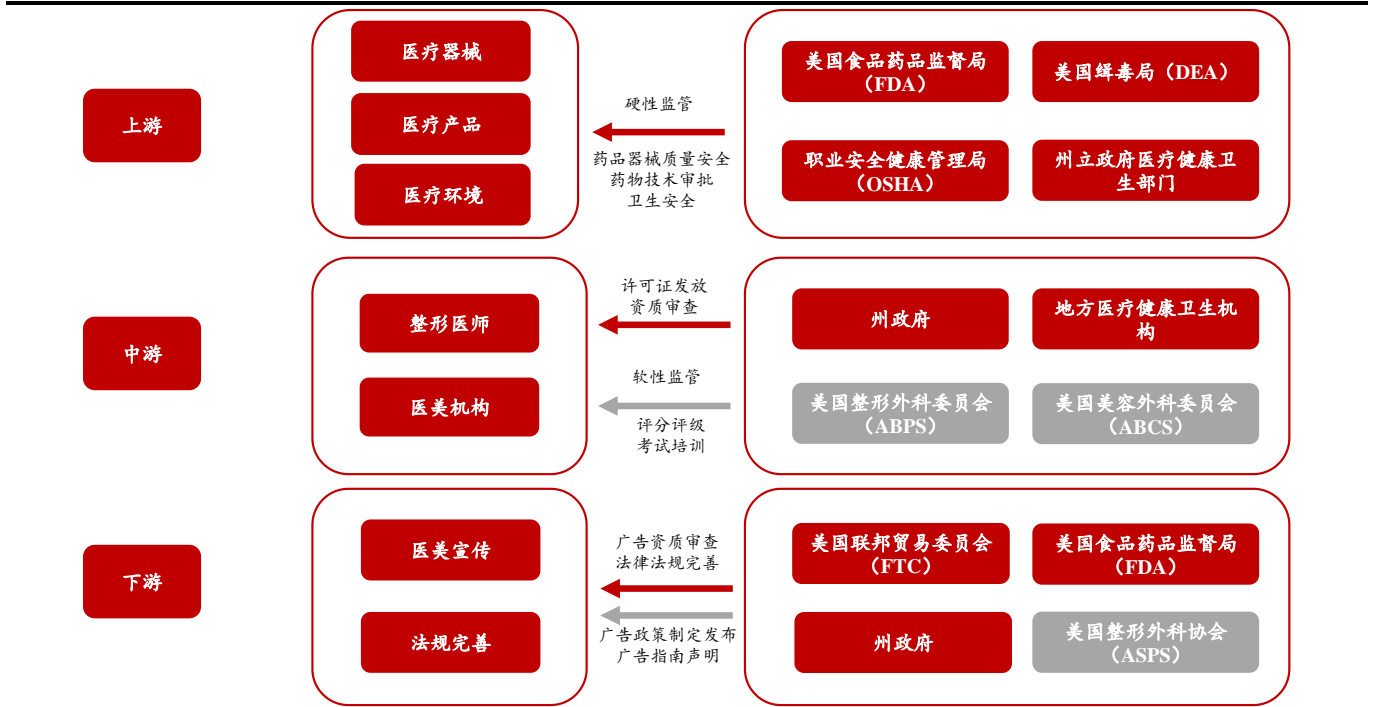
**医美法规制度：**医疗美容从1969年就被美国政府列入医疗服务范畴，即整形外科为普通外科的一个分支，因此美国医疗的普适性法规制度均适用于医美领域。作为医疗服务的分支，医美服务必然具有一定的医疗风险，特别是切下颌角、抽脂、隆胸等需要进行全身麻醉的项目，所以在出现一些医疗事故案例后，美国政府对相关医疗制度和政策进行了调整，确保医美服务的可靠性和安全性。

**上游药品与器械：**美国药品耗材、医疗器械主要由食品药品监督管理局（FDA）进行同医疗行业一样严格的上市前审批及上市后监督。监管指导文件主要是联邦食品、药品和化妆品法案（FD&CAct）和公平包装和标签法案（FPLA），也参考各州政府颁发的法案（如Donda West Act）。同时美国缉毒局（DEA）和职业安全与健康管理局（OSHA）也负责对进出口药品安全和设施环境安全进行把控。

**中游机构与医师：**主要受州政府与行业协会共同监督管理。州政府负责医院、医师资格审查和许可证的发放，为硬性监管；行业协会负责资质认证、机构评审，但未获认证和评审并不影响医师、机构正常运营，为软监管。美国医美行业协会众多，最权威的协会为美国整形外科委员会（ABPS）和美国美容外科委员会（ABCS）可颁发认证和给予医生培训。

**下游宣传管制：**美国联邦贸易委员会、FDA 与州政府联合对医美广告宣传进行资质审查，ASPS 则负责制定发布广告政策和广告指南声明。2015 年起美国卫生部与公众服务部（FFS）要求，医美服务机构于互联网投放广告时，需提供互联网要点执业认定（VIPPS）、食品药品监督管理局（FDA）、药房理事会（NABP）的资格认定。宣传时不得虚假宣传，违者将受到经济处罚、吊销执照等处罚措施。

图表 15：美国医美行业监管体系较为成熟



资料来源：FDA，FTC，ASPS，国海证券研究所

#### 1.4 消费结构：与技术变迁/年龄结构/社会审美有关，向注射类集中

伴随微整形技术突破以及人口老龄化进程，美国医美疗程消费结构向注射类医美尤其是肉毒素项目集中。1) **技术角度：**20 世纪 90 年代以来肉毒素、玻尿酸与激光脱毛等技术相继问世，凭借耗时少、风险小、恢复期短、费用低等优势，加速医美项目向大众普及的进程，带动医美疗程尤其是注射类快速增长，注射类疗程占比最高一度接近 60%。2) **年龄层面：**社会人口老龄化相应会反映至医美消费者年龄上，2005 年后医美消费结构中 51-64 岁与 65 岁以上消费者占比持续提升，而 19-34 岁、35-50 岁消费者占比则呈下降态势，到 2019 年美国医美消费疗程中 80%+来自于 35 岁以上的消费者；成熟消费者需求以去皱抗衰为主，这也使得肉毒素长期居最受欢迎医美项目 TOP1，面部年轻化项目占比也在 3 成左右。

**手术类项目充分体现美国社会审美偏好。**与亚洲社会对“少女感”、“年轻柔和”的偏好不同，以卡戴珊家族、欧美街拍网红、美妆博主为代表的 KOL 整体五官、妆容、身材、穿搭、气质等都较为张扬奔放，追求能够尽可能凸显五官轮廓和身材曲线的美，这样的审美偏好使得美国手术类项目中吸脂、丰胸、双眼皮、丰臀等项目数量靠前。

图表 16: 相较手术类项目, 非手术类医美项目耗时少、风险小、恢复期短、费用低

项目类型	适用症状	费用 (美元)	手术时长	治疗次数	恢复时间
<b>手术治疗</b>					
隆胸 (盐水)		3,792			
隆胸 (硅胶)	乳房小/乳房不对称	4,085	1-2 小时	1	1-2 周
乳房植入物移除		3,019			
乳房提升	下垂/形状不佳	4,970	5.5-15.5 小时	1	1-2 周
乳房缩小术	乳房沉重/下垂或不成比例	5,782	2-4 小时	1	1-2 周
提眉	下垂/低眉/前额皱纹/眉头皱纹	3,545	1-2 小时	1	10 天内
丰臀 (仅植入物)	臀部体积极小	4,795	1-2 小时	1	1 周
丰臀 (用于脂肪转移)	臀部体积极小	4,459	1-2 小时	多次	1 周
臀部提升	皮肤松弛/脂肪过多/臀部肌肉无力	5,352	2 小时	1	2-4 周
隆颏术/颏成形术	下巴后移	2,824	1 小时	1	1-2 周
耳朵手术	突出或不相称的耳朵	2,926	2-3 小时	1	5-14 日
眼皮手术	过多的脂肪/皱纹或眼袋浮肿	3,286	1-3 小时	1	10 天内
去皱整容手术	松弛皮肤/皱纹	7,821	2-3 小时	1	2 周内
脂肪转移-乳房	体积不足	3,005	2-4 小时	2+	2-3 日
脂肪转移-脸部	体积不足	2,354	1-5.5 小时	1+	2 周
抽脂	正常体重有分离的脂肪区	3,382	0.75-2 小时	1	1-2 周
下半身纤维紧肤	大腿、臀部和腹部松弛	7,768	8 小时	1	少于 4 周
男性乳房缩小术	男子女性型乳房	4,107	2 小时	1	1 周
颈部提升	松弛/下垂	5,178	2-3 小时	1	2 周内
鼻子手术	鼻子太大、太宽/鼻尖外伤后需要整形	5,344	1-2 小时	1	7-10 日
大腿提升	皮肤宽松多余	5,030	2 小时	1	2-4 周
腹部除皱	腹部突出/脂肪皮肤过多/腹肌薄弱	6,173	2-5 小时	1	2-4 周
上臂纤维	手臂下侧多余的皮肤和脂肪	4,680	2 小时	1	1-2 周
<b>非手术治疗</b>					
肉毒杆菌毒素	皱眉/鱼尾纹	379	30 分钟	重复治疗 4-6 月	无停工期
羟基磷灰石钙	鼻唇沟/皱眉纹/鱼尾纹	705	少于 1 小时	重复治疗 2 年	无停工期
化学剥脱	晒伤/肤色不均	716	0.5-3 小时	1 次或多次	取决于剥脱类型
整体剥离	白皙非油性皮肤/晒伤的面部皮肤/嘴巴和眼睛周围的皱纹/痤疮疤痕	2,245	最多 1.5 小时	1 次或多次	最多 14 天
透明质酸	鼻唇沟/额头皱纹/微笑线和嘴唇	625	少于 1 小时	重复治疗 4-12 月	无停工期
激光脱毛	脸上或身体上不需要的毛发	279	1-2 小时	多次	无停工期
微脱离重塑	光化变化/痤疮疤痕/色素	911	0.5-1 小时	1-6	1-10 天
非手术减脂	轻度脂肪代谢障碍	1,522	1-3 小时	1-6	无停工期
光子嫩肤	色素/表面线条	393	10-30 分钟	3-5	无停工期
PLLA 聚左乳酸	脸颊/太阳穴/下巴/体积减少/脸上的脂肪	850	少于 1 小时	2-4	停工期小
硬化疗法	蜘蛛静脉	400	0.5-1 小时	3-4	无停工期

资料来源: ASAPS, 国海证券研究所

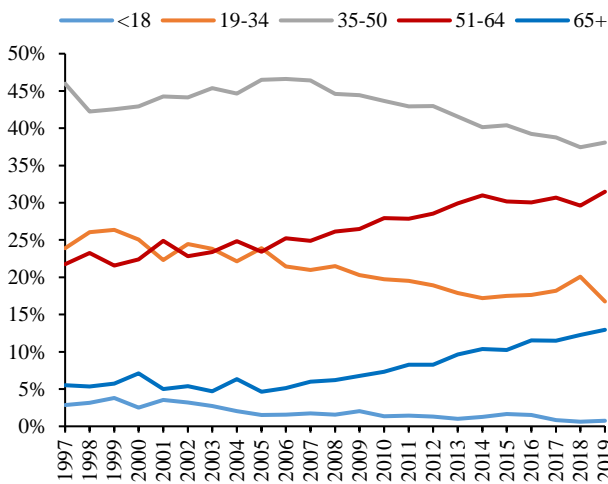
图表 17: 美国社会人口结构趋于老龄化 (颜色越深代表数字越大)

Age	1995	2000	2005	2010	2015	2020
0-4	7.5%	6.9%	6.9%	6.8%	6.2%	5.9%

5-9	7.4%	7.4%	6.7%	6.7%	6.5%	6.1%
10-14	7.1%	7.4%	7.3%	6.8%	6.5%	6.4%
15-19	6.9%	7.1%	7.3%	7.2%	6.7%	6.4%
20-24	6.9%	6.8%	7.0%	7.0%	7.2%	6.7%
25-29	7.4%	6.8%	6.6%	6.7%	7.0%	7.2%
30-34	8.4%	7.3%	6.7%	6.4%	6.7%	7.0%
35-39	8.4%	8.0%	7.1%	6.5%	6.3%	6.5%
40-44	7.6%	8.0%	7.6%	6.8%	6.3%	6.1%
45-49	6.6%	7.2%	7.5%	7.3%	6.5%	6.1%
50-54	5.1%	6.2%	6.8%	7.2%	6.9%	6.2%
55-59	4.2%	4.7%	5.8%	6.4%	6.7%	6.5%
60-64	3.8%	3.9%	4.4%	5.4%	5.9%	6.2%
65-69	3.7%	3.4%	3.5%	4.0%	4.9%	5.4%
70-74	3.3%	3.1%	2.9%	3.0%	3.5%	4.3%
75-79	2.5%	2.6%	2.5%	2.4%	2.5%	2.9%
80-84	1.7%	1.8%	1.8%	1.9%	1.8%	2.0%
85-89	0.9%	0.9%	1.1%	1.1%	1.2%	1.2%
90-94	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.6%	0.6%
95-99	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%
100+	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

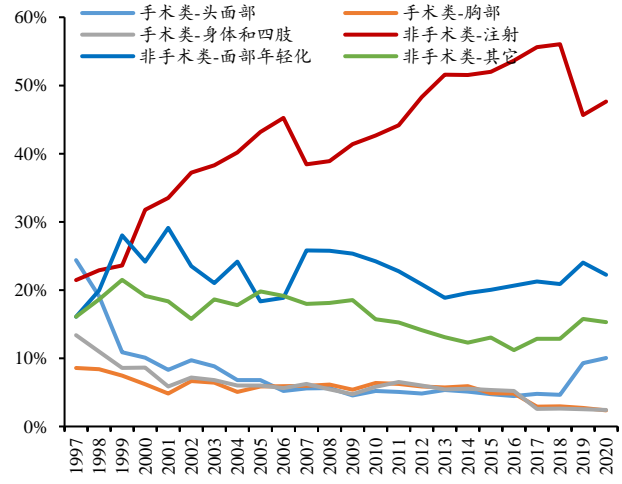
资料来源: population pyramid.net, 国海证券研究所

图表 18: 人口老龄化相应反映至医美消费上, 到 2019 年医美疗程 80%+来自于 35 岁以上的消费者



资料来源: ASAPS, 国海证券研究所

图表 19: 伴随微整形技术突破以及人口老龄化进程, 美国医美消费向注射类尤其是肉毒素集中



资料来源: ASAPS, ASPs, 国海证券研究所

图表 20: 肉毒素、玻尿酸、脱毛、化学剥离长期居 Top5 最受欢迎非手术类项目

时间	TOP1	TOP2	TOP3	TOP4	TOP5
1997 年	化学剥离	胶原	激光换肤	A 型肉毒毒素	磨皮
2000 年	A 型肉毒毒素	化学剥离	微晶磨皮	胶原	硬化疗法
2003 年	A 型肉毒毒素	激光除毛	微晶磨皮	化学剥离	胶原
2005 年	A 型肉毒毒素	激光除毛	透明质酸	微晶磨皮	化学剥离
2007 年	A 型肉毒毒素	透明质酸	激光除毛	微晶磨皮	光子嫩肤 (IPL)

2010年	A型肉毒毒素	透明质酸	激光除毛	激光换肤	化学剥离
2013年	A型肉毒毒素	透明质酸	脱毛(激光或脉冲光)	微晶磨皮	光子嫩肤(IPL)
2015年	A型肉毒毒素	透明质酸	脱毛(激光或脉冲光)	化学剥离	微晶磨皮
2018年	A型肉毒毒素	透明质酸	化学剥离	激光除毛	微晶磨皮
2020年	A型肉毒毒素	透明质酸	激光换肤	化学剥离	光子嫩肤(IPL)

资料来源: ASAPS, ASPs, 国海证券研究所

图表 21: 手术类项目充分体现美国社会审美, 吸脂、双眼皮、隆胸、隆鼻等项目长期居 Top5

时间	TOP1	TOP2	TOP3	TOP4	TOP5
1997年	吸脂	眼睑成形术	隆鼻	隆胸	面部提升
2000年	吸脂	眼睑成形术	隆胸	隆鼻	面部提升
2003年	吸脂	隆胸	眼睑成形术	隆鼻	缩胸(女性)
2005年	吸脂	隆胸	眼睑成形术	隆鼻	腹部除皱
2007年	吸脂	隆胸	眼睑成形术	腹部除皱	缩胸(女性)
2010年	隆胸	吸脂	眼睑成形术	腹部除皱	缩胸(女性)
2013年	吸脂	隆胸	眼睑成形术	腹部除皱	隆鼻
2015年	吸脂	隆胸	腹部除皱	眼睑成形术	乳房提升
2018年	隆胸	吸脂	隆鼻	眼睑成形术	腹部除皱
2020年	隆鼻	眼睑成形术	面部提升	吸脂	隆胸

资料来源: ASAPS, ASPs, 国海证券研究所

## 2、韩国: 全球渗透率最高的医美市场

韩国医美行业起步晚但发展快, 市场体量有限但渗透率全球第一。与美国类似, 韩国医美行业萌芽同样始于战争期间修复需求(朝鲜战争), 起步时间比美国晚了约 30 余年。但 20 世纪 70 年代-90 年代随着经济高速发展、整形技术引入, 医美行业迎来快速发展期。21 世纪以来本土市场趋于饱和形势下政府大力支持医疗旅游观光产业化, 韩国整形美容业走向世界。韩国医美市场规模并未有官方统计数据, 但从部分可得数据交叉验证本土市场体量有限。根据 Grand View Research 数据, 截至 2019 年韩国医美市场规模达 16.4 亿美元, 约为美国 1/10; 根据 Hugel 公告数据, 截至 2019 年韩国肉毒素与玻尿酸体量合计约 2540 亿韩元(2.2 亿美元/14.4 亿人民币)。市场体量虽有限但从每千人疗程来看, 韩国医美渗透率居全球领先水平且远高于美国(第二位)。

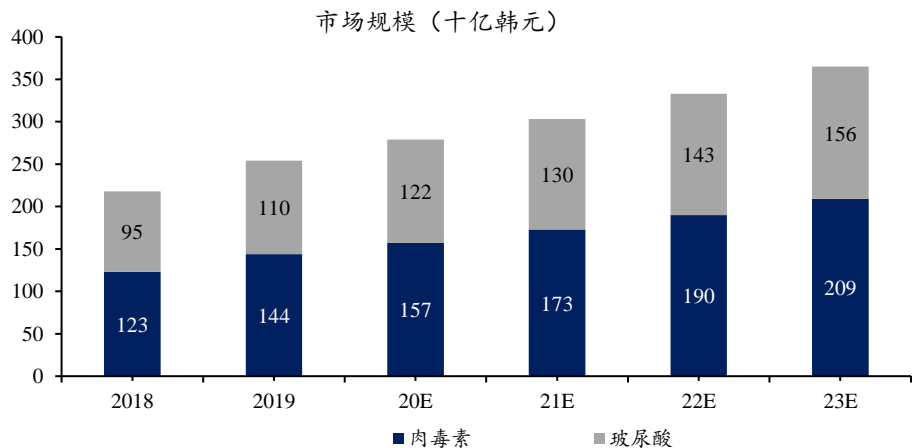
图表 22: 韩国医美行业历经萌芽起步期、快速发展期, 目前已步入成熟期

发展阶段	主要事件
萌芽起步期 (20C 50S-60S): 战争孕育需求	<ul style="list-style-type: none"> <li>1945 年朝鲜解放前不存在整形技术, 解放后西方医生来到朝鲜, 引进外国文件和抗生素, 如磺胺嘧啶和青霉素, 为医学领域带来了变化</li> <li>1950 年朝鲜战争后, 美军和联合国医务人员积极参与照顾战争伤亡患者, 其中美国陆军外科医生 DrMillard 和 Stenstrom 在釜山进行了整形手术, 如唇裂手术以及各种整形和重建手术</li> <li>休战后, 西方影响深远, 也对医疗行业产生了巨大影响, 从日本流传过来的石蜡注射丰胸、阔鼻手段也以“骨科”的形式开始流行</li> <li>休战后经济快速增长的同时, 战中和战后来自西方的军事外科医生或医学传教士提高了对整形外科医生领域的认识, 同时在欧美留学的韩国留学医生也将所学的先进知识带回国内大学</li> <li>1961 年美国整形外科医生专业的 YooJae-Deok 于 8 月开始在延世大学医院进行整形手术, 这标志着大学整形外科教育的开始</li> </ul>

<p><b>快速发展期（20C 70S-90S）：经济发展、技术进步带动医美快速成长</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 1964 年以来，学生开始接受整形外科培训并开始整形外科手术，但这是在普通外科框架内进行的，此后韩国整形美容被公认为医学领域的独立专业</li> <li>• 1973 年 10 月，接受整形治疗的病人越来越多，政府颁布了修订后的医学法，将整形外科作为官方专业</li> <li>• 1977 年，宣布进行脂肪去除整形手术</li> <li>• 自 1970 年代中期以来，颌面外科、整形移植和尿道器官重建等各个领域都有报道</li> <li>• 20 世纪 80 年代，依托韩国经济的快速发展（亚洲四小龙），医美技术也迅速发展起来</li> <li>• 1988 年汉城奥运会使医美在全国范围内流行开来，整形外科医院相继成立</li> <li>• 1995 年 BK 东洋医院成立</li> <li>• 1996 年 KFDA 韩国食品药品监督管理局成立</li> <li>• 1997 年韩国爆发金融危机，经济下滑、失业率上升，医美行业却意外火爆</li> <li>• 1999 年原辰医院成立</li> <li>• 1999 年韩国政府根据《韩国保健产业振兴法》设立了韩国保健产业振兴院，隶属于保健福祉部</li> </ul>
<p><b>成熟期（21C 初至今）：国内市场成熟，政策支持医疗旅游观光产业</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2009 年韩国政府出台《医疗观光法》正式批准对外国游客提供医疗服务，主要服务项目包括体检、美容整形、器官移植等</li> <li>• 2016 年韩国保健福祉部推出《医疗进步和国外患者吸引综合计划（2017-2021）》，国际医疗健康旅游及医疗健康产业国际化发展正式成为韩国国家战略</li> </ul>

资料来源：KSPRS，国海证券研究所

**图表 23：截至 2019 年韩国肉毒素与玻尿酸体量合计 2540 亿韩元（2.2 亿美元 /14.4 亿人民币），医美市场体量有限**



资料来源：Hugel，国海证券研究所

## 2.1 需求端：消费能力增强+社会对外表高度重视

与美国类似，驱动韩国医美市场快速发展的核心因素同样在于经济发展与消费能力的提升。自 1962 年韩国经济恢复到朝鲜战争前水平开始，韩国政府全力发展经济，20 世纪 70-90 年代快速发展，创造“汉江奇迹”、位列亚洲四小龙之一，经济的快速增长带来消费能力的提升与整形技术的发展。但有意思的是，历经金融危机，韩国医美市场表现与美国并不一致。1997 年亚洲金融危机爆发，经济下滑、失业率上升，但就业竞争导致整容热潮，首尔江南区整容一条街即始于此。

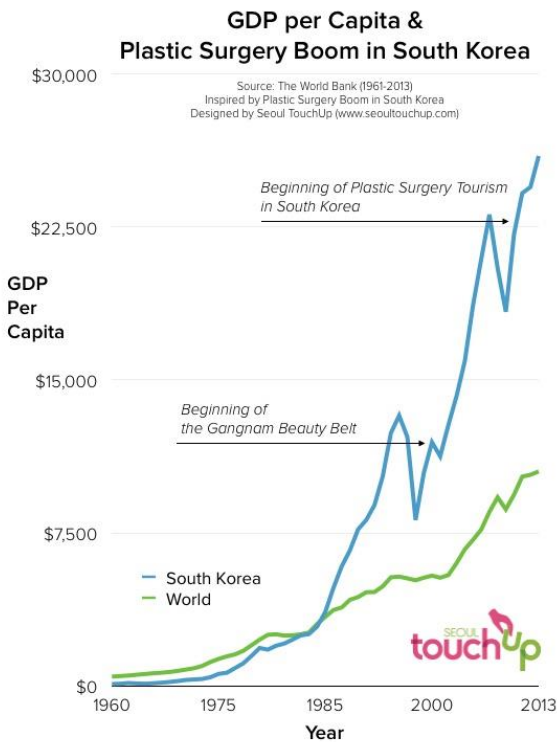
这种差异源于韩国注重形象与竞争的社会观念，与韩流（K-Pop、K-drama）、美容电视节目等共同促就韩国成为全球医美渗透率最高的市场。韩国社会对外



表极其重视，化妆是日常生活的一部分、整容是一项值得的投资。例如许多父母鼓励孩子接受手术以努力在就业市场上获得“竞争优势”；整容手术被视为一种象征性的、行动起来的做法，意味着会给一个人的教育、婚姻和事业带来重大改变。21 世纪以来韩国推出文化立国战略，韩流和 K-pop 成为韩国文化的代名词，制作精良的韩剧、主打改头换面的美容电视节目与地铁里琳琅满目的整形广告等，潜移默化影响着社会对外表的观念、对整容的认知度与接受度。

图表 24：与美国类似，驱动韩国医美市场扩张的核心因素同样在于消费能力的提升，但金融危机期间，韩国医美市场表现与美国并不一致

图表 25：这种差异源于韩国注重形象与竞争的社会观念，与韩流、美容电视节目等共同促就韩国成为全球医美渗透率最高的市场



资料来源：Seoul Touch Up，国海证券研究所



资料来源：Seoul Touch Up，国海证券研究所

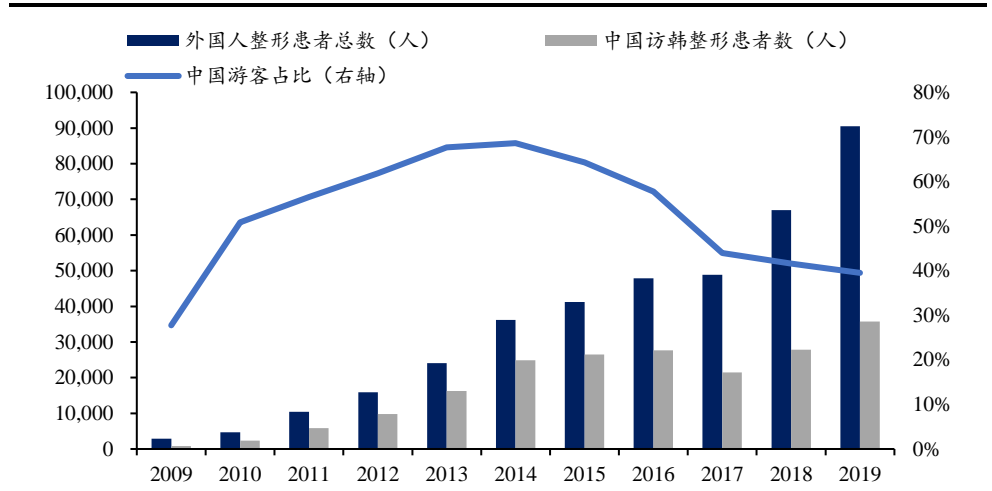
## 2.2 供给端：医疗资源较为丰富+政策支持医疗观光产业化

从供给端来看，医疗资源丰富甚至饱和以及政策支持医疗观光产业化是韩国医美高度发达的另一因素。医疗资源方面，韩国医疗卫生支出占 GDP 比重排名靠前，较 1995 年提升 3.9pcts，甚至略高于美国，整形医生渗透率位列全球第一。政策方面，金融危机后韩国政府明确大力支持医疗观光产业：例如韩国整形美容协会专门开设专门针对外国顾客的整容手术网站，从签证签发到旅游购物，每件事都有专业的指导，整容费用公开透明，防止海外客户被非法分子蒙骗；韩国观光振兴厅在官网设立专门栏目，公开韩国医院和医生的标准采集价格和资质数据，并提供中韩双语版本，方便中国消费者查询和验证；截至 2019 年，外国人整形患者数量已超过 9 万人，2009-2019 年 10 年复合增速 41%。

除了“引进来”，韩国医美产品“走出去”步伐也加快。2010 年后韩国医美产品出口体量快速增长，截至 2020 年韩国肉毒素与玻尿酸出口金额分别超过 2 亿美元与 16 亿美元，均远大于本土市场体量。而无论是“引进来”还是“走出

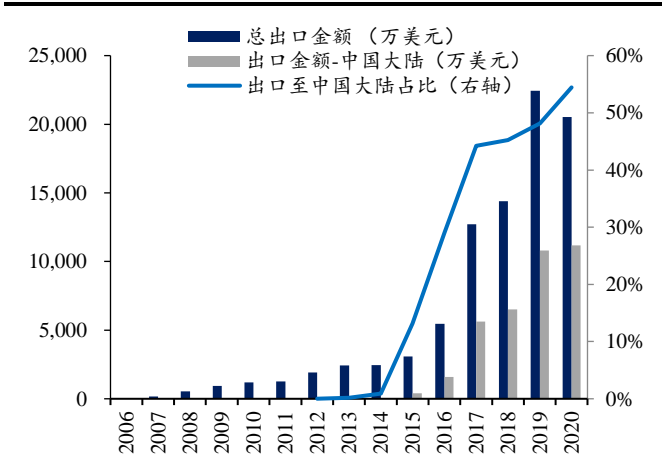
去”，中国大陆均为韩国医美市场重要一环。2017 年以来中国访韩整形患者数量、肉毒素和玻尿酸出口至中国大陆占比在 40%-60% 区间。

图表 26：截至 2019 年外国整形患者已超过 9 万人，10 年复合增速 41%



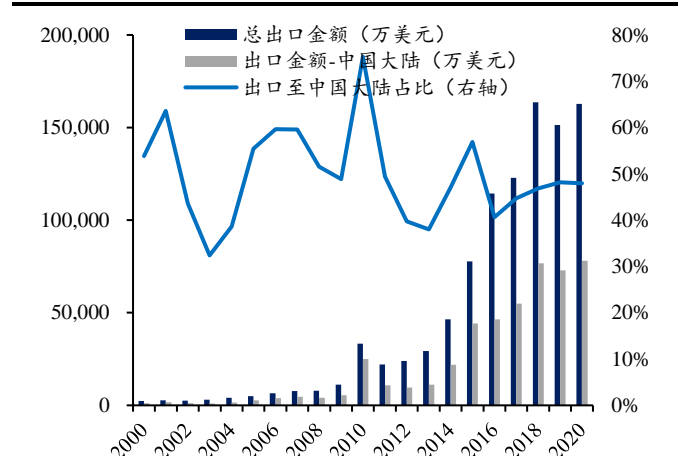
资料来源：KHIDI，国海证券研究所

图表 27：韩国肉毒素出口体量超过 2 亿美元



资料来源：Korea Customs Service，国海证券研究所

图表 28：韩国玻尿酸出口体量超过 16 亿美元



资料来源：Korea Customs Service，国海证券研究所

### 2.3 监管端：MOHW 与 MFDS 对全产业链进行监管

韩国医疗保健行业核心监管部门为卫生福利部（MOHW）与食品药品安全部（MFDS），监管范围涉及产业链上中下游。MOHW 和 MFDS 与国立医院、国家健康保险服务（NHIS）、国家医疗中心、韩国药物安全和风险管理研究所以及健康保险审查和评估服务（HIRA）等相关组织合作，监管范围涉及医疗相关法律法规的执行、医疗保健专业人员的行政审查、医疗机构的认证、医疗纠纷的调解、对涉及药品和医疗器械的非法退税的制裁、国民健康保险定价和报销、药品和医疗器械的安全管理以及临床试验的整体管理。

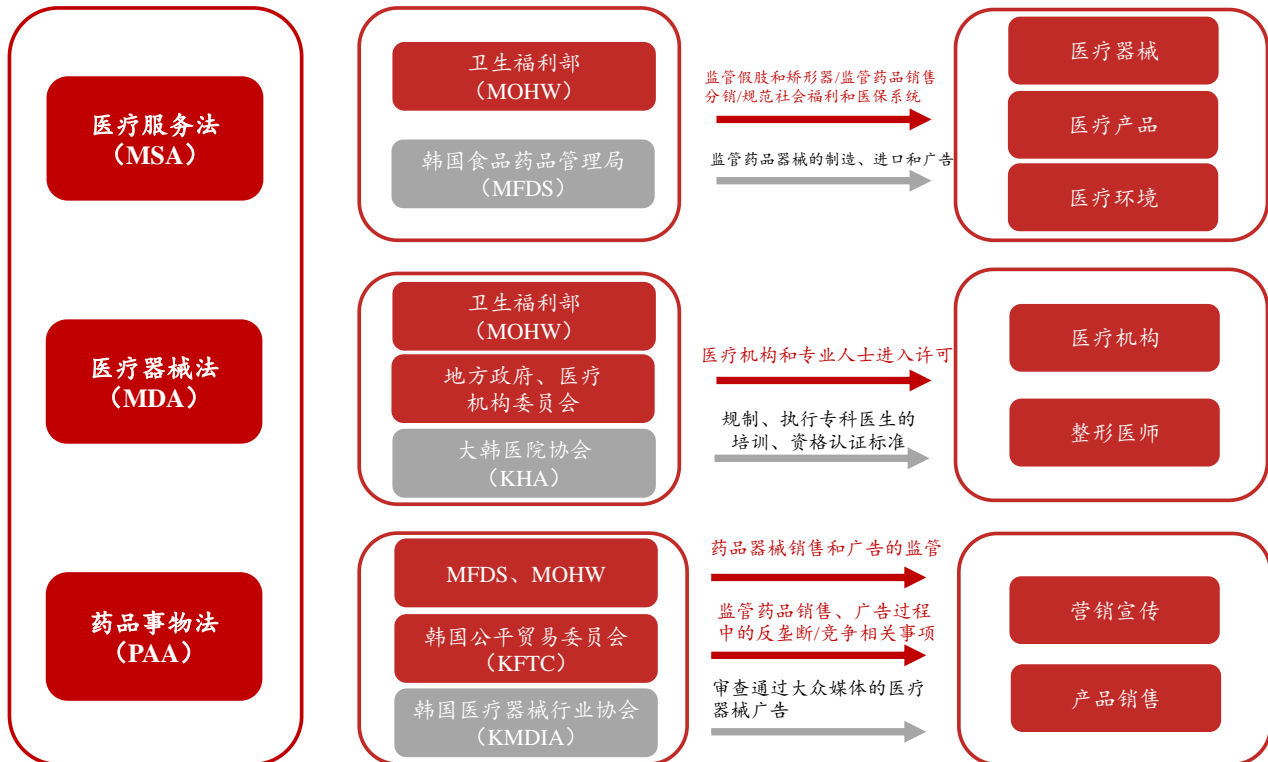
**一般法规制度：**韩国医疗保健相关法律包括《药品管理法》（PAA）、与医疗器械相关的法律法规、《医疗服务法》（MSA）和与健康保险相关的法律法规。

**药品与器械监管：**药品方面，食品药品安全部（MFDS）负责对药品的制造、进口和广告进行监管；卫生和福利部（MOHW）负责管理与药品销售和分销有关的问题；韩国公平贸易委员会（KFCT）在药品销售和广告过程中管理与反垄断/竞争问题有关的事项。**医疗器械方面**，食品药品安全部（MFDS）对医疗器械的制造、进口和广告进行严格监管；审查广告等事项已委托给韩国医疗器械工业协会；而假肢和矫正物则由卫生部监管。

**诊所与医师监管：**医疗保健服务可以由诊所级医疗机构和医院级医疗机构提供，韩国卫生福利部（MOHW）和食品药品安全部（MFDS）联合执行医疗服务法案（MSA）和医品事务法（PAA），对医疗机构资质与医师资格进行审核监管。

**宣传管制：**韩国医疗保健服务和产品营销推广主要受 MSA、PAA、医疗器械法案（MDA）的监管，卫生部和 MFDS 共同监督。此外，《公平标签和广告法》对一般广告活动进行规范，《垄断条例和公平贸易法》也适用于销售宣传，这两部法案都受到韩国公平贸易委员会（KFCT）的监督。

图表 29：MOHW 与 MFDS 对医疗保健行业全产业链进行监管



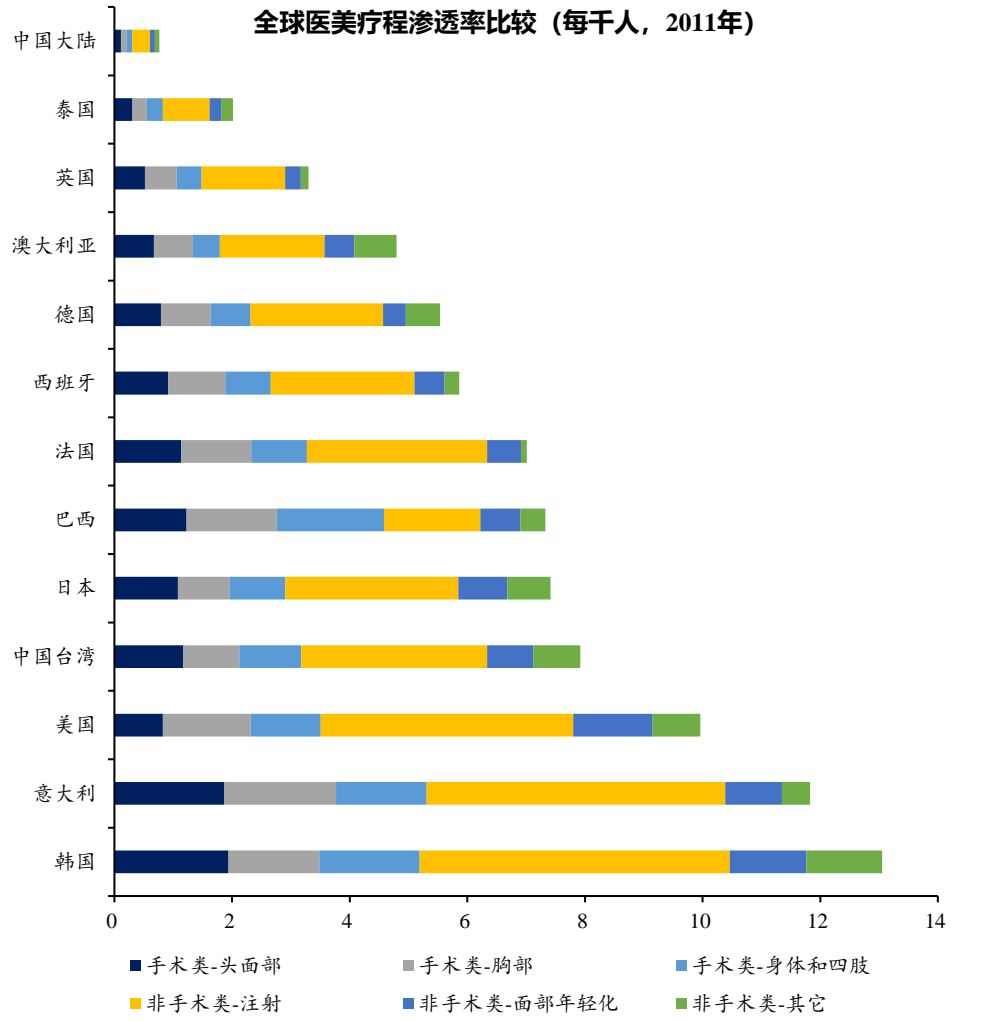
资料来源：Law Reviews, Practical Law UK, 国海证券研究所

## 2.4 消费结构：注射类非手术项目占主导，对肉毒素需求弱于美国

韩国医美消费结构中注射类非手术项目同样居主导地位，但对肉毒素的消费需求弱于美国。1) 横向对比：ISAPS 数据显示，2011 年韩国以每千人 13 次的医美疗程渗透率位居全球第一，同时各细分领域疗程渗透率均有一定优势，而全球主要医美市场除巴西外均呈以注射类项目为主特点。2) 纵向而言：截至 2015 年韩国医美疗程中肉毒素、玻尿酸、双眼皮、隆鼻、脂肪移植面部等项目占比靠前，相较 2010 年提升幅度较大的为肉毒素、玻尿酸、抽脂等项目。

3) 韩国 VS 美国：肉毒素与玻尿酸占比差异更小。美国肉毒素与玻尿酸占比差异最高可达到 20% 以上，肉毒素绝对主导地位特征明显，这与人种间差异（欧美人轮廓立体抗皱需求更多、亚洲人皱纹相对少填充需求更多）、消费者年龄结构差异（根据韩国盖洛普调查，2020 年韩国求美者 56% 小于 39 岁，而美国 80% 求美者大于 35 岁）有关。

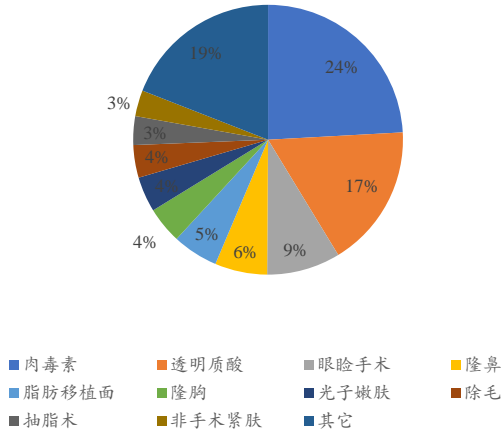
图表 30：韩国各医美疗程渗透率均有一定优势，同时全球医美市场（除巴西外）均呈以注射类项目为主的特点（2011 年）



资料来源：ISAPS，国海证券研究所

图表 31: 截至 2015 年肉毒素/玻尿酸/双眼皮/隆鼻/脂肪移植面部等项目占比靠前

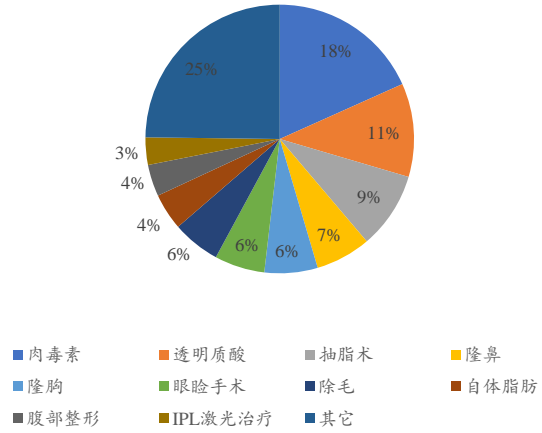
2015年韩国前十大医美项目数量占比



资料来源: ISAPS, 国海证券研究所

图表 32: 相较 2010 年提升幅度较大的为肉毒素、玻尿酸、抽脂等项目

2010年韩国前十大医美项目数量占比



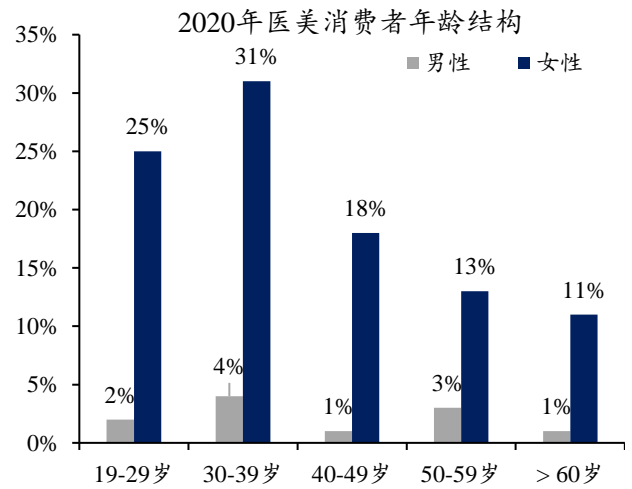
资料来源: ISAPS, 国海证券研究所

图表 33: 韩国医美 VS 美国医美



资料来源: Seoul Touch Up, 国海证券研究所

图表 34: 韩国求美者年龄多小于 40 岁、更加年轻化



资料来源: Gallup Korea, 国海证券研究所

### 3、中国: 步入渗透率提升驱动为主的景气周期

#### 3.1 海外经验: 美韩医美市场共性个性并存

美韩医美市场规模的驱动因素有共性也有差异。1) 需求端: 经济基础决定上层建筑, 美韩医美市场发展壮大核心因素之一均在于消费能力的增强, 且美国数据显示医美治疗程消费收入弹性较高; 但金融危机下美韩表现存在差异, 2008 年金融危机后基于经济悲观预期消费者会选择推迟手术疗程或选择平价非手术疗程代替, 但韩国于 1997 年亚洲金融危机后就业竞争反而助推整容热潮, 整容一条街即始于此; 这背后是社会观念的差异, 医美在韩国社会意义更加丰富, 包括“就业市场上获得竞争优势”、“会给一个人的教育、婚姻和事业带来重大改变”等。2) 供给端: 医美技术突破尤其是微整形技术的突破不断推动着美国医美治疗程渗透率的提升, 美国医疗卫生支出体量全球最大、医疗资源极其丰富也是支撑美国成为全球最大医美市场的重要因素; 韩国医美市场高度发达离不

开政策对医美产业化的大力支持，包括上游监管相较 FDA 更为宽松、政策支持医疗观光产业化运作等。

消费结构上，美韩医美市场共性大于个性。1) 共性：全球医美市场消费结构均呈向非手术类项目尤其是注射类项目集中的特点，美韩也不例外，肉毒素、玻尿酸、双眼皮、隆鼻等项目在美韩医美市场均占比靠前；2) 个性：韩国医美市场肉毒素消费弱于美国，这或与消费者年龄结构（韩国 40 岁以下占比 56% vs 美国 35 岁以上占比 80%）、人种差异（欧美人面部立体，去皱需求大于填充需求）、消费习惯培育（美国医美起步更早、消费者对医美接触时间更长）有关。

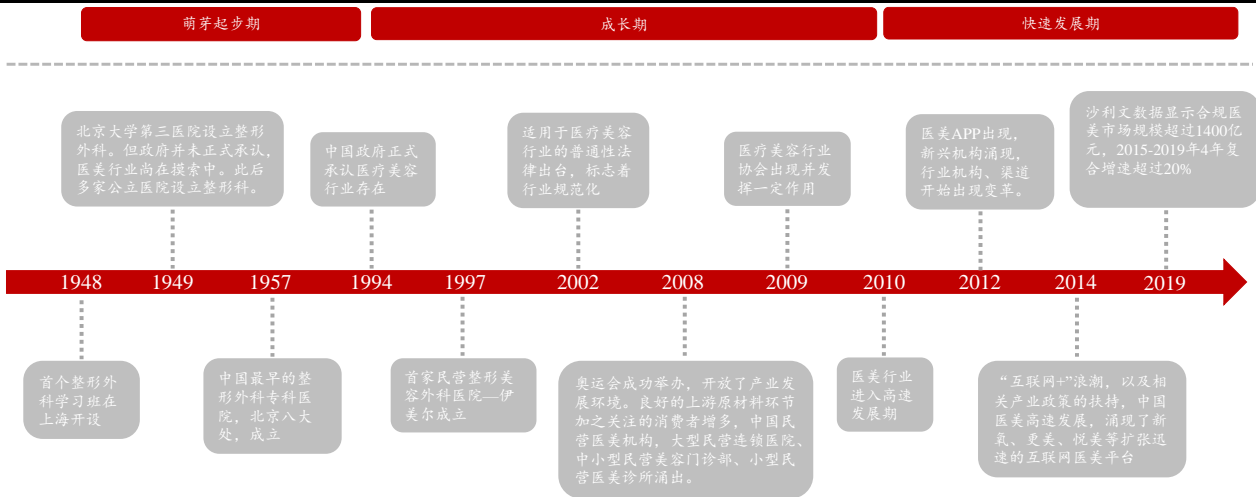
美韩均已形成以食药监局为核心、多部门联合协同的医美全产业链监管体系。美国医美监管经验丰富，自 1931 年整形外科协会成立至今已有 90 余年监管历史，FDA、各州政府和行业自律组织对药品器械、服务机构、执业人员、广告宣传等实施全方位监管。韩国医疗监管核心部门 MOHW 和 MFDS 与国立医院、NHIS、国家医疗中心等组织合作，对相关法律法规执行、医疗保健专业人员的行政审查、医疗机构的认证以及药品医疗器械销售和宣传等进行全产业链监管。

### 3.2 发展阶段：2010 年向快速发展期过渡，过去 10 年复合增速 30%

2010 年是中国医美行业由兴起向快速发展过渡的重要节点。经济基础决定上层建筑，以医美为代表的精神享受型消费必定兴起于一线城市，我们认为一线城市消费能力很难说几年内发生质的变化，景气度推升更多源于需求端社会认知的变化与供给端轻医美产品上线。1) 需求端：2010 年后主流社交平台微博（2010）、微信（2011）、美图秀秀（2011 年 iOS 版本）、小红书（2013）、新氧（2013）陆续上线，微博拉近明星与大众距离，美妆博主、种草文化盛行，颜值经济崛起。2) 供给端：肉毒素、玻尿酸等轻医美技术在海外均已成熟，但国内第一款玻尿酸（瑞蓝 II）与第一款肉毒素（保妥适）均于 2009 年左右才获批，后续平价国产玻尿酸陆续获批填补价格带空白。

过去 10 年中国合规医美市场规模复合增速 30%。医美市场规模并未有官方统计，艾瑞数据显示 2012-2019 年中国合规医美市场复合增速 29%，考虑到 2012 年前更小的基数，预计 2010-2020 年复合增速在 30%左右，沙利文数据显示 2015-2019 年中国合规市场复合增速 22.5%。

图表 35：2010 年是中国医美行业由兴起向快速发展过渡的重要节点



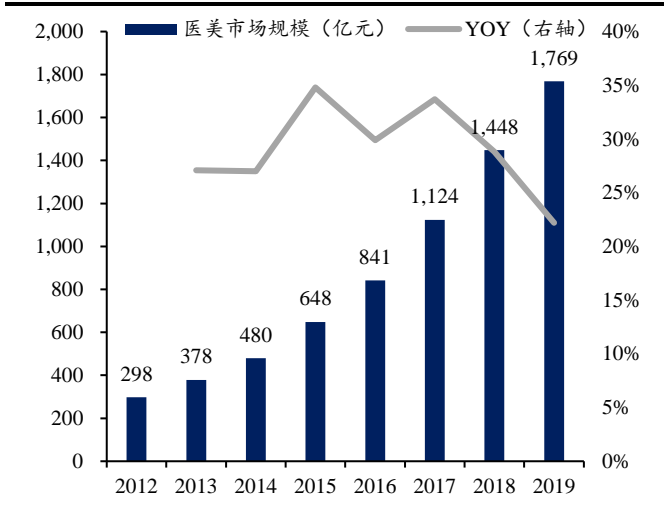
资料来源：艾瑞咨询，Frost & Sullivan，国海证券研究所

图表 36：肉毒素/玻尿酸等微整形技术在海外均已成熟，但国内第一款玻尿酸于 2008 年底才获批

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	2008.12
2	爱美客	中国	逸美、宝尼达、爱芙莱、嗨体、逸美一加一	2009.1
3	华熙生物	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	科妍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

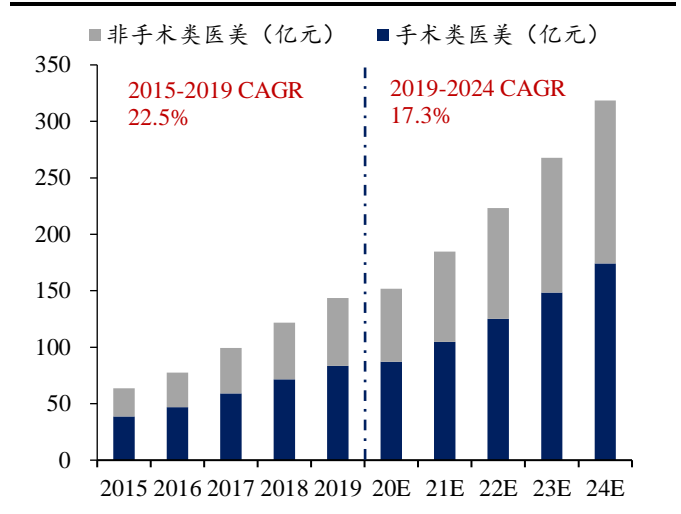
资料来源：爱美客招股说明书，国海证券研究所

图表 37: 艾瑞数据显示 2012-2019 年中国合规医美市场复合增速 29%



资料来源: 艾瑞咨询, 国海证券研究所

图表 38: 沙利文数据显示 2015-2019 年中国合规市场复合增速 22%



资料来源: Frost & Sullivan, 国海证券研究所

### 3.3 市场规模: 渗透率提升驱动为主, 对标美国至少 3 倍空间

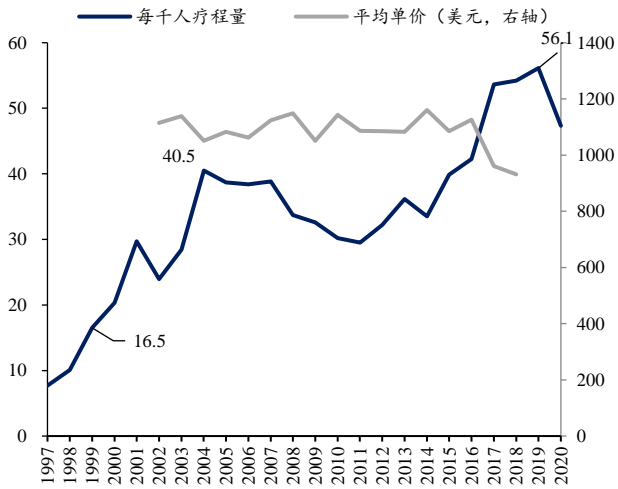
**驱动中国医美市场规模扩张三要素: 渗透率>复购次数>客单价。**1) 客单价与消费结构有关, 未来随着相对平价的轻医美项目占比提升、医美市场竞争加剧, 医美客单价难以大幅上行。2) 参考美国经验, 02-16 年医美平均单次消费变化并不大, 市场规模扩张核心驱动力也在于医美疗程渗透率的提升。3) 进一步地, 医美疗程渗透率可拆分为医美用户数渗透率与人均复购次数, 考虑到目前中国医美消费结构中高复购的非手术类项目占比已处于较高水平、复购次数已基本稳定, 预计未来中国医美行业发展核心驱动将在于用户渗透率提升。

**合规市场: 对标美国渗透率, 预计中国合规医美市场至少有 3 倍空间。**韩国能够成为全球渗透率最高市场有其独特土壤, 社会文化观念(极其注重形象与竞争)与政策对医美产业大力支持起着至关重要的作用, 这对中国医美市场的参考性弱于美国。我们认为相对韩国, 美国医美疗程渗透率对中国更具参考性, 截至 2019 年中国医美市场渗透率达每千人 17.4 次, 对标美国(52.9 次)预计中国医美市场至少有 3 倍空间。

**非法市场: 合规对非法替代是大势所趋, 未来关键变量或在于政策端。**当前医美市场存在较多非法针剂、黑医美机构等不合规、不合法现象, 中国整形美容协会数据显示 2016 年非正规市场的注射类产品销售量是正规市场的 2-3 倍、玻尿酸/肉毒素类产品 70%是假货水货。目前合规痛点在于行业需求扩张速度太快, 而供给端医生资源、获批产品存在较长的释放周期, 同时监管体系、执行力度也有待加强完善。参考美韩医美市场经验, 对产业链进行全流程规范化监管无法一蹴而就, 但也是大势所趋。今年以来八部委联合打击非法医美、严查违规医美贷、医疗美容广告法出台等预示行业规范化进程提速, 后续关注政策执行力度与执行效果。

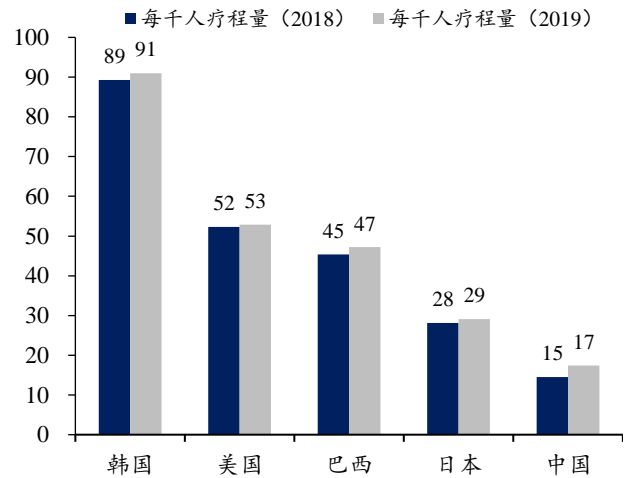


图表 39: 美国市场规模扩张核心驱动力也在于医美疗程渗透率的提升



资料来源: ASAPS, ASPS, 国海证券研究所

图表 40: 截至 2019 年中国医美市场渗透率达每千人 17.4 次, 对标美国预计至少有 3 倍空间



资料来源: Frost & Sullivan, 国海证券研究所

中性/乐观预期下, 未来 5 年中国医美复合增速均在 15%左右。1) 美国渗透率提升节奏可提供极度乐观经验参考。目前中国医美市场渗透率大体相当于美国 1999 年水平, 美国 1999-2004 年渗透率由 17 次提升至 40.5 次 (见图表 39), 但彼时美国整体经济体量与消费水平均远高于我国, 且有玻尿酸/肉毒素/激光脱毛等轻医美产品陆续上线催化, 预计仅可提供极度乐观经验参考。2) 中性/乐观预期下, 未来 5 年中国医美复合增速均在 15%左右。2019 年中国医美疗程渗透率同比提升 2.9 次/每千人, 以此为基准进行不同假设: 极度悲观/悲观/中性/乐观预期下, 2019-2025 年中国医美疗程渗透率年均分别提升 1/2/2.5/3.5 次, 对应 5 年复合增速分别为 6.1%/11.1%/13.2%/17.2%; 极度乐观假设下, 中国渗透率提升节奏与美国 1999-2004 年一致, 则对应 5 年复合增速 18%+。

图表 41: 中性/乐观预期下, 未来 5 年中国医美市场复合增速均在 15%左右

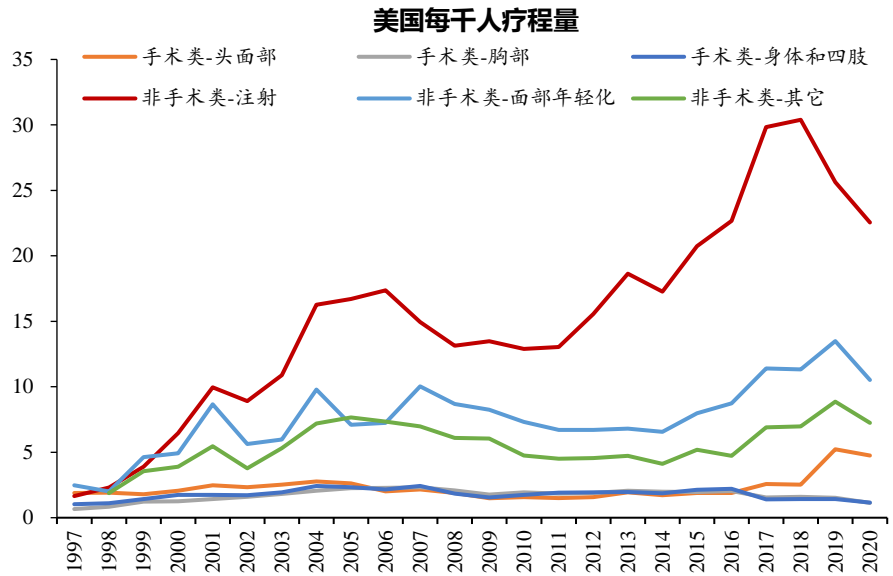
时间	2018	2019	2025E				
			极度悲观	悲观	中性	乐观	极度乐观
每千人疗程量 (次)	14.5	17.4	23.4	29.4	32.4	35.4	40.5
年均提升幅度 (次)		2.9	1	2	2.5	3.5	3.85*
对应 5 年复合增速			6.1%	11.1%	13.2%	17.2%	18.4%

资料来源: Frost & Sullivan, 国海证券研究所

注: 红色数值代表假设值, 极度乐观情形下中国渗透率提升节奏与美国保持一致 (1999-2004 年)

消费结构角度, 非手术尤其是注射类项目渗透率提升将是医美市场规模扩大的核心驱动力。美国 1997 年以来医美疗程渗透率增长主要来自于注射类、面部年轻化项目与激光脱毛等非手术类项目; 轻医美项目平价、风险小、耗时短、恢复期少, 符合白领女性对“不知不觉变美”的追求, 预计中国医美市场也将呈现这样的消费特征。

图表 42：消费结构角度，非手术尤其是注射类项目渗透率提升将是中国医美市场规模扩大的核心驱动因素



资料来源：ASAPS, ASPs, 国海证券研究所

#### 4、投资建议：关注具有先发优势的综合性医美龙头

医美行业目前处于渗透率提升驱动为主的高景气周期，建议关注具有先发优势的综合性医美龙头爱美客、华熙生物、四环医药、昊海生科等。

##### 重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2021-11-30 股价	EPS			PE			投资 评级
			2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	
300896.SZ	爱美客	564.8	3.66	4.2	6.4	154	135	89	增持
688363.SH	华熙生物	161.3	1.35	1.7	2.4	120	95	67	增持
688366.SH	昊海生科	132.7	1.30	2.7	3.5	102	50	38	增持
0460.HK	四环医药	1.6	0.05	0.10	0.14	31	16	11	增持

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

注：盈利预测均取自 Wind 一致预期

#### 4.1 爱美客：现有差异化产品势能足，在研重磅新品呼之欲出

现有差异化产品势能足，在研重磅新品呼之欲出。1) 行业高增长明确，公司先发优势显著。医美消费频率高、黏性大且具有上瘾性，代际变迁驱动消费年龄结构扩张，行业增长确定性强，而非手术类项目将享有渗透率提升与占比提升的双重红利。同时，医美侵入类项目具有 3-5 年的审批时间，公司目前已拥有七张医疗器械 III 类证，先发优势显著。2) 聚焦于差异化产品，在研管线丰富，支撑业绩高增。公司现有爆品“嗨体”独占颈纹市场，衍生品类“熊猫针”主打眼周部位，直接竞品少且市场空间大，具备成为爆品的潜质；重磅新品童颜针已实现商业化上市，为国内首款 III 类合规聚左旋乳酸类产品，对“舒颜萃”、“欧倍颜”等 I/II 类械字号产品形成替代；公司合作的 Hutox 肉毒素目前处于 III 期临床试验，有望在 2024 年获批；减肥纤体利拉鲁肽目前处于 I 期临床试验，

或在2026年推出市场。作为A股纯医美标的，公司先发优势显著，爆款产品嗨体差异化定位，重磅新品濡白天使已商业化上市，在研产品管线丰富，具备受益行业红利与市场份额提升双逻辑，业绩有望维持高增。

#### 4.2 华熙生物：规模与技术优势构筑竞争壁垒，产业链一体化深挖护城河

**规模与技术优势构筑竞争壁垒，产业链一体化深挖护城河。**公司是全球最大透明质酸生产及销售企业，基于规模化与领先的生产工艺，公司原料在价格和品质上领先境内外公司同等产品。同时，公司以效价强大的透明质酸原料为基石，向产业链下游延伸至功能性护肤品、医疗终端，实现产业链上下游联动。整体来看，公司功能性护肤产品力强、赛道景气度高，战略上公司以先“跑马圈地”为主，大量投入资源做营销推广，未来功能性护肤品有望维持高增长。医疗终端业务方面，润致 Aqua 水光针于2020年上半年合规获批，是国内极少数可注射的医疗器械III类产品，在监管趋严大环境下，未来或能为医疗终端业务贡献新增量。原料业务方面，2021年初玻尿酸添加到普通食品政策重磅释放，原料业务打开收入弹性，在经过1-2年完成市场培育后放量可期。

#### 4.3 四环医药：四环医美+生物制药双轮驱动，转型成果逐步兑现

**四环医美+生物制药双轮驱动，转型成果逐步兑现。**2020年公司明确四环医美+生物制药双轮驱动战略，向医美与高质量医药转型，1H2021转型成果已逐步显现。非重点监控目录产品收入放量+肉毒素上市提供增量；同时，成本端研发绝对投入与去年基本相当、行政管理费用管控得当，费率同比大幅节约；营收高增+费率节约，归母净利率（持续经营业务）同比提升16pcts至32.1%。展望未来，医美板块肉毒素性价比突出短期有望快速放量，后续水凝针/玻尿酸陆续上线支撑中期业绩增长；医药板块强大销售变现能力下仿制药提供现金流，创新药在研产品管线丰富，重磅产品将在未来三年内陆续上市。

#### 4.4 昊海生科：眼科+医美驱动业绩走出低谷，研发并购产品线持续扩充

**眼科+医美驱动业绩走出低谷，研发并购产品线持续扩充。**前三季度公司各产品线业务均已全面恢复并实现较好增长，眼科与医美仍贡献主要业绩，业绩恢复的同时产品管线持续扩充。眼科领域，1H2021公司投资亨泰视觉获得“迈儿康 myOK”大陆独家经销权；收购河北鑫视康布局彩片市场；基于 Contamac 高透氧材料的自研 OK 镜临床试验正在有序推进；通过上述产品布局公司已具备为全年龄段人群提供从防控到矫正的多样化近视解决方案的能力。医美领域，1H21公司收购欧华美科布局射频及激光医疗美容设备和市场，投资 Eirion 顺利进入肉毒毒素和小分子药物领域，已形成覆盖真皮填充剂、肉毒毒素、射频及激光设备四大品类的完整业务矩阵。

### 5、风险提示

产品竞争日趋激烈；监管政策超预期变化；医疗风险事故；国际经验不完全具有可复制性，相关数据及资料仅供参考；医美技术、消费习惯等不确定性影响。

## 【商社小组介绍】

芦冠宇：商社首席分析师。杜伦大学/四川大学。曾就职于中信建投证券、国泰君安证券、方正证券。2017年新财富中国最佳分析师评选社会服务行业第二名核心成员；2017和2018年金牛奖餐饮旅游行业最佳分析师第一名核心成员；2017和2018年水晶球社会服务行业第二名核心成员；2018年中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师餐饮旅游行业第二名核心成员。

## 【分析师承诺】

芦冠宇，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

李英，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；  
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；  
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；  
 增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；  
 中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；  
 卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。