

医美行业深度报告：行业上游医美器械制造商门槛高，竞争格局好

爱美之心人皆有之，生活水平水涨船高后，消费者倾向于追求更高层次的满足，颜值经济随之兴盛。颜值一定程度影响择业、择偶、个人自信心无需多说，随着医美行业技术的不断发展进步和社交媒体发展带来的资讯获取便捷大为提升了医美接受度。作为兼具消费和医疗属性的行业，上游的医美器械制造商具备门槛高（大部分医美器械需要通过 CFDA 审批注册）和复购率高（主要指注射类医美产品）的特征，成为一门极好的生意。这篇报告我们主要从行业空间、竞争格局、行业政策、上市公司梳理这四个维度进行，主要围绕竞争格局最好、利润最丰厚的上游医美器械制造商，建议重点关注爱美客、复锐医疗、华东医药。

中国医美行业正蓬勃发展

医疗美容包括主要通过手术、医疗器械、药物及其他医疗技术来改变外观或改善生理机能的所有医学治疗，可分为手术类及非手术类。其中非手术类以其创伤小、见效快、恢复期短、副作用小、实施难度小等特点，增速高于手术类项目。常见的非手术类医美分为注射类医疗美容治疗、能量源类医疗美容治疗。根据弗若斯特沙利文的资料，按服务收入计，中国医美市场规模自 2016 年的人民币 776 亿元增至 2020 年的人民币 1549 亿元，年复合增长率为 18.9%，且其预计于 2030 年将达到人民币 6535 亿元，自 2020 年至 2030 年的年复合增长率为 15.5%。按每千人进行的医美治疗次数计，中国医美渗透率显著低于日本、巴西、美国及韩国，不及韩国的 1/5、美国的 1/3。

注射类医美市场规模及竞争格局

注射类产品中市场规模最大的是透明质酸和肉毒毒素两大品类，据弗若斯特沙利文的数据，2020 年中国基于透明质酸及肉毒毒素的产品市场规模分别为 49 亿、39 亿元人民币（按销售额计），其他如左旋乳酸皮肤填充剂和面部埋线产品处于起步阶段，预计 2021 年的市场规模分别为 1.66 亿和 1100 万元人民币。目前中国市场已获准销售的透明质酸注射剂有 17 家生产商的产品，肉毒毒素有四家公司的四款产品。总体来说，肉毒毒素的研发门槛要高一些，市场集中度也显著高于透明质酸注射剂，国产肉毒毒素目前有爱美客、复星医药的产品正在临床阶段。

光电类医美项目

光电类医美的主流技术包含激光、射频、脉冲光、超声波、冷冻溶脂等。其中皮肤美容项目最为丰富，包括抗衰老类、美白亮肤、祛痘祛斑、收缩毛孔等涉及的光电医美设备包括热玛吉、超声提升、皮秒系统、点阵激光、红蓝光、射频系统、微雕系统等。目前中国 80% 光电医美系统依靠进口，中国光电医美设备正处于竞争高地，国产企业迎头赶上随着医美的普及，光电类医美市场规模也随之增长，根据测算 2021 年光电医美市场规模预计达到 303 亿元，2025 年预计达到 501.59 亿元，CAGR 达 13.43%。**光电类医美器械市场的主要增长动力，一是渗透率提升，二是产品迭代升级，三是器械+耗材的生意模式。**

中国医美行业政策监管趋严

大部分注射类医美产品及光电类医美器械都属于二类、三类医疗器械（三类居多），**进入门槛高，审批周期长。**针对第三类器械，无论境内、境外医疗器械生产企业均需要在国家药监局进行注册申请，产品检验（经国家认可的检测机构检测）、产品临床验证（如有规定可申请免临床）、质量体系考核申请。根据这一特征，企业的先发优势很重要。

研究报告仅代表分析员个人观点，请务必阅读正文之后的免责声明。

注：以上数据均来自官方披露、公司资料，国信证券（香港）研究部整理

中国 消费
医美行业

2021 年 11 月 26 日 跑赢大市

恒生指数 24080.52
恒指 52 周最高 31084.94
恒指 52 周最低 23966.49

资料来源：Wind（截至 2011-11-26 收盘）

医美行业主要上市公司涨跌幅

上游-医美器械制造商	近30日涨跌幅%	近60日涨跌幅%	年初至今涨跌幅%
000963.SZ	-1.8	-34.0	30.7
1696.HK	-11.2	-28.3	294.4
300896.SZ	-4.4	-15.1	61.1
688363.SH	-17.2	-31.3	20.2
688366.SH	-27.0	-17.7	58.2
6826.HK	-27.6	-24.3	17.9
中游-医美资讯平台			
SY.O	-38.2	-58.3	-64.8
下游-医美机构运营商			
002612.SZ	6.3	-40.1	34.5
1827.HK	41.7	86.8	214.8
2135.HK	-24.1	-60.6	-19.2
430335.NQ	-11.2	-27.3	-20.3
AIH.O	-25.6	-58.2	-31.5
000615.SZ	-22.6	-58.0	44.0

数据来源：wind（截至 2021-11-26 收盘），国信证券（香港）研究部

杨晓琴

证监会中央编号: BBR309

+852 2899 6772

Vivian.yang@guosen.com.hk

而任何行业在发展之初，免不了出现法律法规不完善，行业野蛮生长的阶段，医美行业的医疗+消费属性使其更易存在服务供应方和终端消费者信息不对称的情况。目前行业的监管政策正在逐步收紧和完善，主要针对大量不合法医美机构存在、水货假货、虚假宣传制造容貌焦虑等行业乱象。只有规范行业发展，才能营造更健康的发展环境及促进消费者信心。我们认为政策趋严，利好行业龙头企业。

上市公司梳理

医美产业链从上游到下游主要有三大环节：上游医美器械制造商（包括注射类医美器械及光电类医美器械），中游医美资讯平台，下游医美机构（医美医院、专业门诊、连锁医美机构等）。相关的上市公司我们按产业链梳理了上、中、下游，通过对比我们发现，医美行业的利润集中在上游，中游、下游的进入门槛相对较低，竞争激烈及同质化严重。因此我们在这篇报告中只重点关注上游器械制造商。

1. 复锐医疗：复星医药子公司（持股 74.76%），运营主体为于 2013 年收购的以色列医美器械生产商 Alma Lasers（飞顿激光）。公司具有自主设计、研发及生产能力，旗下主要品牌为 Alma、Soprano、Harmony、Accent、FemiLift，产品营销渠道覆盖全球 90 多个国家及地区，主要市场北美、欧洲及中国。控股股东为复星医药，持股 74.76%。根据弗若斯特沙利文的资料，2016 年复锐医疗在中国能量源医疗美容器械主要供应商中（按收益划分）的市场份额排名第一，市占率 16.2%。
2. 爱美客：中国透明质酸注射剂龙头生产商，根据弗若斯特沙利文的资料，爱美客在中国基于透明质酸的皮肤填充剂产品的市场份额为 14%（2019 年，按销售金额计），排名第三，仅次于艾尔建及韩国 LG。2020 年按销量计，爱美客在中国基于透明质酸的皮肤填充剂产品的市场份额为 27.2%，排名第一。
3. 华熙生物：全球透明质酸原料龙头供应商，透明质酸注射剂润百颜，以透明质酸为原料的功能性护肤品。护肤品的增长势头最强，已占营收一半以上。
4. 华东医药：通过收购进入医美领域，旗下有，重磅产品少女针已于今年八月在中国上市。在研产品丰富，后劲不可小觑。

估值对比及投资建议

行业估值差异较大，我们的首选标的是爱美客及复锐医疗，这两家公司在各自的领域都已经做到行业领先的地位，是最纯正的医美标的，复锐医疗目前估值处于较低位置；其次是产品储备丰富的华东医药，发展潜力和想象空间巨大；华熙生物实际上护肤品占比较大，医美产品占收入比重约两成，建议估值回落到合理水平时可积极关注；昊海生科我们建议投资者关注港股标的，估值仅 A 股的 39%。

风险提示

- 1) 政策风险：出现超出预期的监管政策
- 2) 竞争风险：新竞争者入局，竞争加剧
- 3) 产品研发不及预期
- 4) 医疗事故风险：医美产品具备一定医疗属性，如出现医疗事故对品牌将造成巨大打击

目录

中国医美行业正蓬勃发展	4
中国医疗美容市场的增长率远高于全球市场	4
中国医美渗透率具有巨大增长潜力	4
非手术类医美对医疗美容市场的整体增长作出了重大贡献	5
非手术类医美——注射类	6
一、透明质酸注射剂	6
透明质酸注射剂市场规模及增速预测	6
中国透明质酸注射产品竞争格局：国产品牌崛起	7
二、肉毒毒素注射剂	8
肉毒毒素注射剂市场规模及增速预测	8
中国肉毒毒素注射剂竞争格局	8
非手术类医美——光电类	9
全球医疗美容器械市场规模及竞争格局	9
光电类医美器械市场的主要增长动力	11
中国医美行业政策：监管有收紧趋势	
中国医美器械监管框架	12
中国医美行业监管政策有收紧趋势，市场将向合法合规企业集中	12
中国医美行业行业增长动力及医美行业优秀商业模式特征	
中国医美行业主要增长动力	13
医美行业优秀商业模式特征	13
中国医美行业上市公司梳理	
行业相关上市公司总览	14
一、医疗美容光电类设备生产商	14
复锐医疗科技 1696.HK：光电类医疗美容器械龙头	14
二、注射类医疗美容器械生产商	16
爱美客 300896.SZ：注射类医美器械产品国产龙头	16
华熙生物 688363.SH	19
昊海生物科技 6826.HK/昊海生科 688366.SH	20
华东医药 000963.SZ：产品储备丰富，发展后劲不可小觑	22
行业估值对比及投资建议	24
风险提示	25
信息披露	26

中国医美行业正蓬勃发展

医疗美容包括主要通过手术、医疗器械、药物及其他医疗技术来改变外观或改善生理机能的所有医学治疗，可分为手术类及非手术类。医疗美容手术类治疗旨在通过外科手术类治疗改善外观，主要包括医疗美容整形手术；非手术类主要包括注射类医疗美容治疗、能量源类医疗美容治疗及其他医疗美容非手术类治疗。

表 1：医美服务类型概览

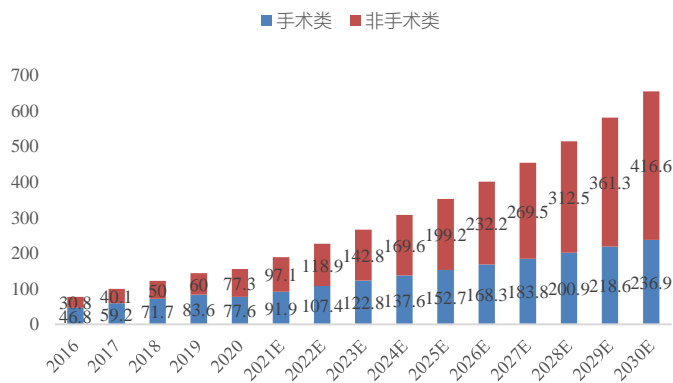
医疗美容服务类型	细分	典型项目
手术类	美容外科服务	丰胸，其中包括隆胸，提升或缩小乳房
		面部及头部塑形，包括隆鼻、双眼皮、祛眼袋手术、垫高下巴及面颊部
		身体塑形，如拉皮及抽脂
非手术类	微创美容服务	如注射肉毒毒素及透明质酸等皮下填充剂
	皮肤美容服务	主要包括能量型诊疗，使用激光、射频、强脉冲光及超声波等各种形式能源的设备进行，例如除粉刺及色素、嫩肤、皮肤提升及紧致。如热玛吉、皮秒激光、蜂巢激光、光子嫩肤、超声刀、激光脱毛等
		其他医疗美容服务

资料来源：瑞丽医美招股书，国信证券（香港）研究部整理

中国医疗美容市场的增长率远高于全球市场

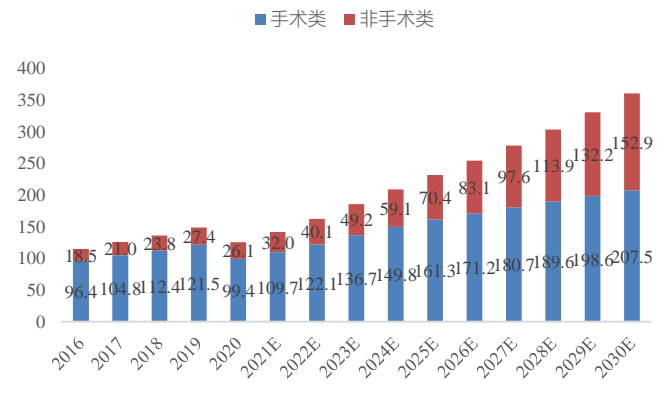
按服务收入计，中国医美市场规模自2016年的人民币776亿元增至2020年的人民币1549亿元，年复合增长率为 18.9%，且其预计于2030年将达到人民币6535亿元，自2020年至2030年的年复合增长率为 15.5%。按服务收入计，全球医美市场规模自2016年的1149亿美元增至2020年的1255亿美元，年复合增长率为2.2%，且其预计于2030年将达到3604亿美元，自2020年至2030年的年复合增长率为11.1%。

图 1：按服务收入计中国医疗美容市场规模（单位：人民币十亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，爱美客H股招股书，国信证券（香港）研究部

图 2：按服务收入计全球医疗美容市场规模（单位：美金十亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，爱美客H股招股书，国信证券（香港）研究部

中国医美渗透率具有巨大增长潜力

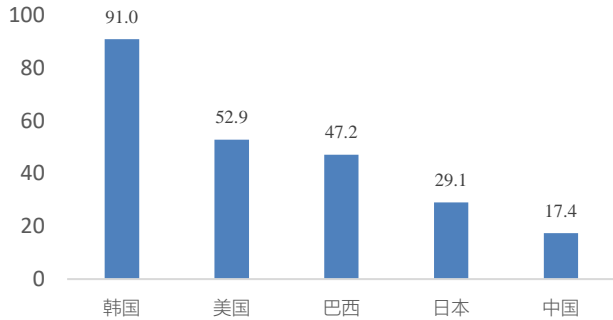
按每千人进行的医美治疗次数计，中国医美渗透率显著低于日本、巴西、美国及韩国，不及韩国的1/5、美国的1/3。不同国家及地区的消费者对医美需求也呈现较明显的偏好差异，中国消费者倾向于寻求改善面部轮廓、美白及平滑肌肤。因此，能够滋润、软化及丰盈皮肤的复合皮肤填充剂（如基于透明质酸的产品）较其他医疗美容产品而言更受中国消费者欢迎。相比之下，美国及欧洲的消费者倾向于追求改善身体曲线或使面部轮廓更加突出的美容目标，消费者通常偏爱与塑形有关的医疗美容手术及肉毒毒素注射治疗。于韩国及日本，消费者通常偏爱具有面部抗老效果的医疗美容治疗，例如注射透明质酸。

中国的大部分医疗美容消费者来自一线城市。同时，尽管医疗美容在中国更发达地区的渗透率较高，但由于人口基数较大的因素，低线城市的医疗美容消费人口正在迅速追赶，表明潜力巨大。（注：渗透率指2020年相关等级城市的18至40岁之间

研究报告仅代表分析员个人观点，请务必阅读正文之后的免责声明。
注：以上数据均来自官方披露、公司资料，国信证券（香港）研究部整理

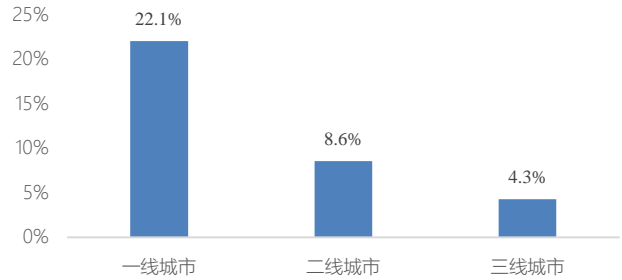
的医疗美容手术类治疗及非手术类治疗消费者占相应等级 城市该年龄段总人口的比例)

图 3 主要国家中每千人医疗美容治疗次数（2019 年）



资料来源：弗若斯特沙利文，爱美客 H 股招股书，国信证券（香港）研究部

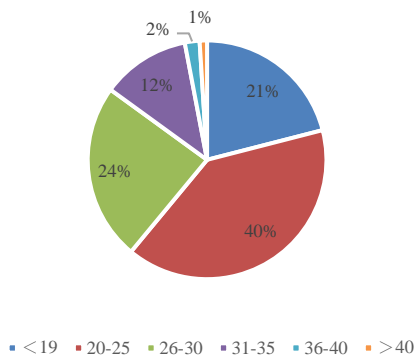
图 4 中国按城市等级划分的医疗美容渗透率（2020 年）



资料来源：弗若斯特沙利文，爱美客 H 股招股书，国信证券（香港）研究部

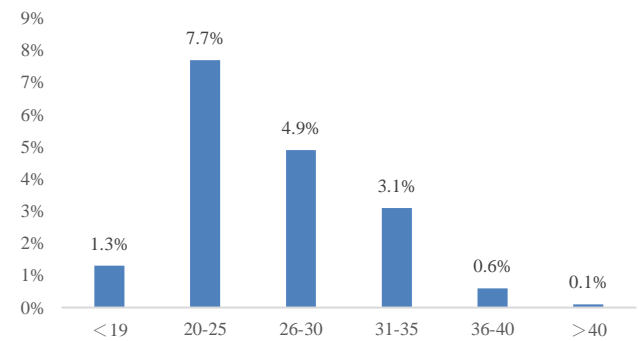
年龄在20至35岁之间的消费者在医疗美容服务的消费群体中占比巨大，于2020年占约76%。医疗美容在年轻一代消费群体中的渗透率将持续提升。（渗透率指2020年相关年龄段的医疗美容手术类治疗和非手术类治疗的消费者占同年龄段总人口百分比。）

图 5 按年龄划分的消费者占比（2020 年）



资料来源：弗若斯特沙利文，爱美客 H 股招股书，国信证券（香港）研究部

图 6 按年龄划分的渗透率（2020 年）



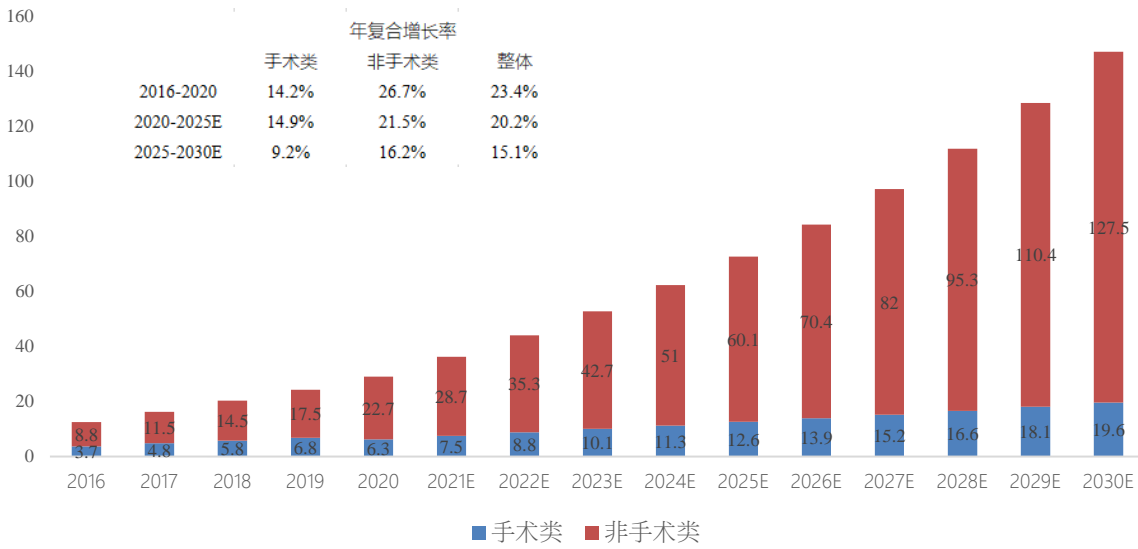
资料来源：弗若斯特沙利文，爱美客 H 股招股书，国信证券（香港）研究部

非手术类医美对医疗美容市场的整体增长作出了重大贡献

与手术类医美相比，非手术类风险更低、恢复期更短及治疗成果更可逆且更容易完成，所以于消费者中更受欢迎。近年来，非手术类医美的总量增速已超过整个医疗美容市场，非手术类医美占整体医美治疗的比例从2016年的70%增至2020年的78%，并预计将于2030年进一步增至占总体医美治疗总量的87%。

非手术类医美以注射治疗和能量源医美为主，其中注射类医美占比更高。据弗若斯特沙利文报告，中国医疗美容注射治疗于2020年在中国医疗美容非手术治疗市场份额中占51.6%。根据同一数据源，中国医疗美容注射治疗市场由2016年的人民币159亿元增至2020年的人民币399亿元，年复合增长率为25.9%，并预计于2025年将达到人民币1038亿元，自2020年至2025年的年复合增长率为21.1%，于2030年将达到人民币2193亿元，自2025年至2030年的年复合增长率为16.1%。用于医疗美容注射治疗的产品中，大部分是皮肤填充剂产品。该产品在中国均被归为第三类医疗器械。近年来它们已获得较高的市场接受度，并具有显著的增长潜力。其他新兴产品，如属于第三类医疗器械的面部埋植线产品和生物药类的肉毒毒素产品于市场中的认可度近年来亦快速提升。受强劲的消费需求所推动，用于医疗美容注射治疗的产品市场将持续快速增长。

图 7：中国医疗美容治疗次数（百万次）



资料来源：弗若斯特沙利文，爱美客H股招股书，国信证券（香港）研究部整理

非手术类医美——注射类

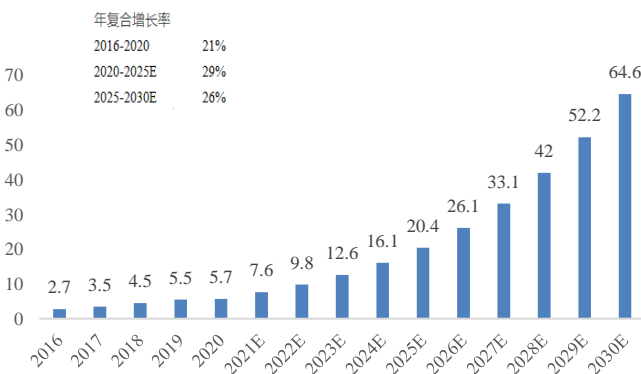
注射类产品中市场规模最大的是透明质酸和肉毒毒素两大品类，据弗若斯特沙利文的数据，2020年中国基于透明质酸及肉毒毒素的产品市场规模分别为49亿、39亿元人民币（按销售额计），其他如左旋乳酸皮肤填充剂和面部埋线产品处于起步阶段，预计2021年的市场规模分别为1.66亿和1100万元人民币。据头豹研究院的数据，中国注射类医美中基于透明质酸及肉毒毒素的规模约占57%，其中透明质酸产品占38%，肉毒毒素占18.6%。目前中国市场已获准销售的透明质酸注射剂有17家生产商的产品，肉毒毒素有四家公司的四款产品。总体来说，肉毒毒素的研发门槛要高一些，市场集中度也显著高于透明质酸注射剂，比如肉毒毒素的第一大品牌保妥适（艾尔建产品）2005年全球市占率高达86%，之后随着竞争产品不断上市，其市占率逐渐下滑，根据GBI Research数据，截至2018年，保妥适市占率仍高达74%。

一、透明质酸注射剂

透明质酸（俗称玻尿酸）注射剂市场规模及增长预测

透明质酸是一种天然的、广泛的存在于人体的糖胺聚糖，具有安全无毒、无抗原性、生物相容性好的特点。透明质酸是理想的医美填充材料，主要用于医美微整形领域的填充塑形和除皱，是医疗美容从业者的首选材料。经过多年发展，中国透明质酸的发酵技术、产销量和质量都已经达到国际先进水平，行业规模也在迅速扩张根据弗若斯特沙利文报告，以销售额（出厂价）计，中国基于透明质酸的皮肤填充剂产品市场于2020年已达人民币49亿元，2016年至2020年的年复合增长率为18.9%。根据同一数据源，在医疗美容注射类治疗服务不断发展及基于透明质酸的产品类型扩张的推动下，该市场预计于2025年将达到人民币157亿元，自2020年至2025年的年复合增长率为26.3%，于2030年将达到人民币443亿元，自2025年至2030年的年复合增长率为23.1%。

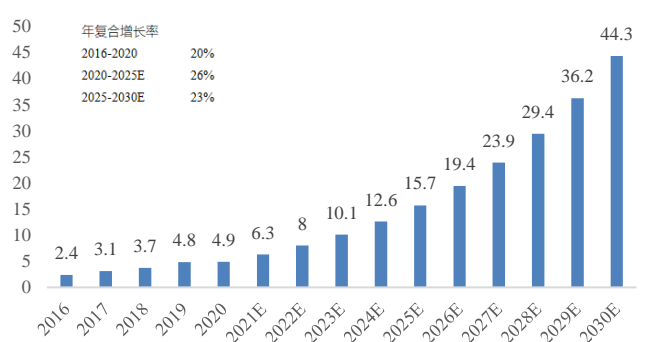
图8 中国基于透明质酸的皮肤填充剂产品的消费数量（单位：百万支）



资料来源：弗若斯特沙利文，爱美客H股招股书，国信证券（香港）研究部
注：基于终端消费者购买及注射支数

研究报告仅代表分析员个人观点，请务必阅读正文之后的免责声明。
注：以上数据均来自官方披露、公司资料，国信证券（香港）研究部整理

图9 中国基于透明质酸的皮肤填充剂产品市场销售额（十亿 RMB）



资料来源：弗若斯特沙利文，爱美客H股招股书，国信证券（香港）研究部
注：基于出厂价

透明质酸注射产品竞争格局：国产品牌崛起

根据弗若斯特沙利文报告，随着技术、供应链及品牌形象的不断完善，近年来，基于透明质酸的皮肤填充剂产品的中国制造商竞争力已超过全球参与者，并正在占据更多的市场份额。基于透明质酸的进口皮肤填充剂产品曾在中国市场占据主导地位。然而，随着国内参与者持续加强研发能力，并开发出价格更具竞争力、更适合国内需求的产品，而基于透明质酸的进口皮肤填充剂产品的平均出厂价为国产产品的约3倍。国产产品越来越多地得到医疗美容机构及终端消费者的欢迎，就销量而言，近年来国产产品已开始占据几乎一半的市场份额。该市场的主要国际参与者包括多个跨国公司，例如艾尔建美学（拥有乔雅登系列）；LG Chem Ltd.（拥有伊婉系列）以及Q-Med AB（拥有瑞蓝系列）。该市场的主要国内参与者包括本公司（拥有嗨体、爱芙莱和宝尼达系列）；华熙生物科技股份有限公司（拥有润致系列）以及上海昊海生物科技股份有限公司（拥有娇兰系列）。

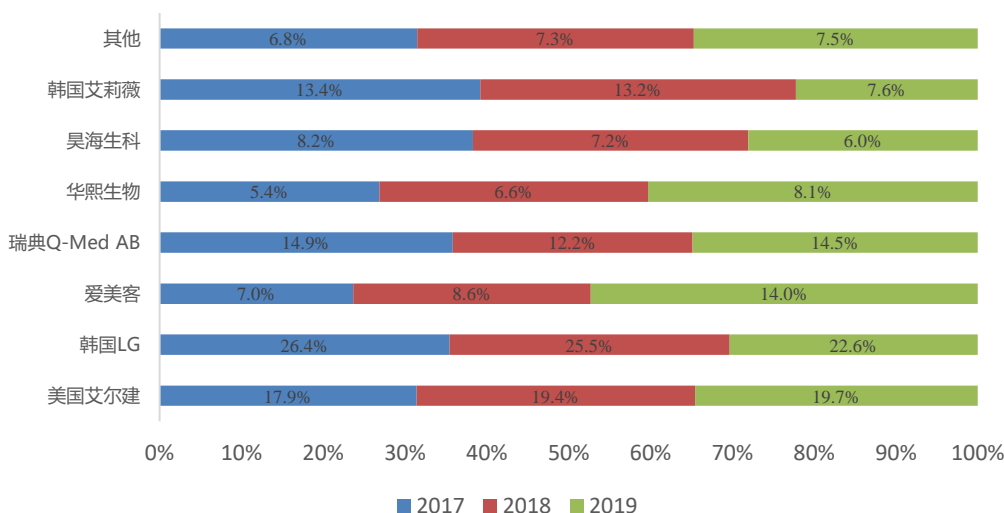
表 2：中国获批透明质酸钠注射剂产品一览

公司名称	国家/地区	主要产品的商品名	首款产品取得中国医疗器械注册证书时间
Q-Med AB	瑞典	瑞蓝Ⅱ	2008.12
爱美客生物	中国	逸美、宝尼达、爱芙莱、嗨体	2009.1
华熙生物科技	中国	润百颜、润致、奥昵、德蔓、娜楚	2012.7
LG Life	韩国	伊婉	2013.7
昊海生物科技	中国	海薇、姣兰、薇力、海魅	2013.9
北京蒙博润生物科技	中国	舒颜、觉醒	2014.2
科妍生物科技	中国台湾	法思丽	2014.4
Humedix	韩国	艾莉薇	2015.1
艾尔建	美国	乔雅登	2015.5
杭州协合医疗	中国	欣菲聆	2015.7
和康生物科技	中国台湾	肤美登	2016.4
CROMA GmbH	奥地利	Princess Volume	2017.5
山东凯乐普生物工程	中国	玻菲	2017.7
常州药物研究所	中国	碧萃诗	2018.3
大熊制药	韩国	婕尔	2019.3
菲洛嘉	法国	Art Filler	2019.11
吉诺斯	韩国	莫娜丽莎	2019.12

资料来源：CFDA，国信证券（香港）研究部整理

根据弗若斯特沙利文报告，2020年中国医疗美容透明质酸终端产品的市场规模达57.7亿元，2016-2020年复合增长率为24%，预计将以20.6%的复合增长率在2025年达到147.1亿元。根据同一数据来源，2018年爱美客市在中国医疗美容透明质酸终端产品占率为8.6%，同时弗若斯特沙利文分析预测，中国医美透明质酸终端产品本土品牌占比将在2021年达到约30%。

图 10 中国基于透明质酸的皮肤填充剂产品的市场份额（按销售额计）



资料来源：弗若斯特沙利文，爱美客招股书，国信证券（香港）研究部整理

二、肉毒素注射剂

肉毒素注射剂市场规模及增长预测

肉毒素是一种生物药品，将其注射至肌肉层后，会阻断局部神经与肌肉之间的神经冲动，从而使肌肉停止收缩并改善皮肤表面的皱纹，在医美领域，肉毒素注射剂的主要适应症是除皱和瘦脸。

注射用A型肉毒素是中国医疗美容市场上唯一的肉毒素产品类型，A型肉毒素注射的效果通常可持续4至6个月。为获得长期效果，肉毒素需定期注射，但不宜过于频繁，以免出现不理想的结果。中国拥有不断增长的医疗美容肉毒素产品市场。中国肉毒素注射次数由2016年的1.3百万次增至2020年的3.9百万次，年复合增长率为30.8%。预计于2025年注射次数将达到12.4百万次，自2020年至2025年的年复合增长率为25.9%，于2030年将达到33.9百万次，自2025年至2030年的年复合增长率为22.3%。

根据弗若斯特沙利文报告，按销售额（出厂价）计，中国医疗美容肉毒素产品市场规模由2016年的人民币15亿元增至2020年的人民币39亿元，2016年至2020年的年复合增长率为26.9%。根据同一数据源，在医疗美容注射类治疗服务不断发展和医疗美容肉毒素产品种类不断增加的推动下，该市场预计于2025年将达到人民币114亿元，自2020年至2025年的年复合增长率为23.9%，于2030年将达到人民币296亿元，自2025年至2030年的年复合增长率为21.1%。

图 11 中国肉毒素注射次数（单位：百万支）

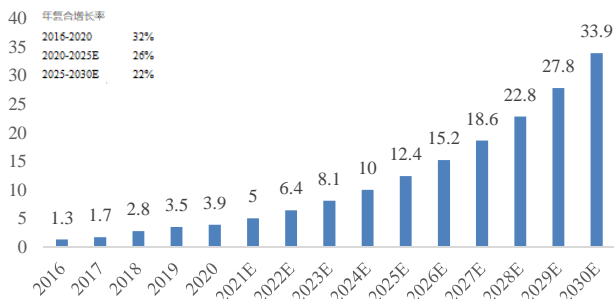
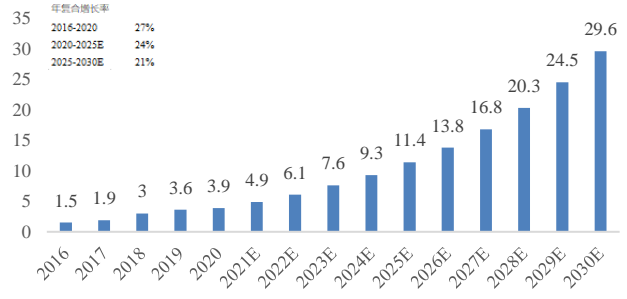


图 12 中国基于透明质酸的皮肤填充剂产品市场销售额（十亿 RMB）



资料来源：弗若斯特沙利文，爱美客H股招股书，国信证券（香港）研究部
注：基于已售瓶数及向终端消费者给药的支数

资料来源：弗若斯特沙利文，爱美客H股招股书，国信证券（香港）研究部
注：基于出厂价

中国肉毒素注射剂竞争格局

由于强监管+超长审批周期，肉毒素相较透明质酸等其他产品，有更高的行业壁垒和更好的竞争格局。根据GBI Research数据，2018年全球肉毒素市场CR4高达98%，分别为艾尔建生产的Botox（74%）、英国Ipsen生产的Dysport（15%）、德国Merz生产的Xeomin（7%）以及韩国Medytox生产的Neuronox（2%）。目前中国有四款（1款国产，3款进口）获国家药监局批准用于商业化的医疗美容肉毒素产品，除此外，还有四款（中国厂商与国外品牌合作）产品已经进入三期临床。

市场占有率方面，2020年前中国只有保妥适及衡力两款产品，根据Frost&Sullivan数据，2019年国内正规肉毒素市场中，从销量来看，衡力和保妥适分别占比74%和26%；从金额来看，衡力和保妥适分别占比44%和56%。保妥适定位高端，平均售价约为衡力的3倍。2020年6月和10月，吉适和乐提葆分别获批上市，国内持证肉毒素产品从2个扩展至4个。从定价情况来看，从高到低分别为保妥适>吉适>乐提葆>衡力，吉适和乐提葆填补了原本保妥适和衡力之间的价格空白。实际上韩国的乐提葆在获批前就在中国的肉毒素“黑市”渠道广为流传，获得CFDA批准后可提升消费者对其的信任度，料将在正规渠道取得更高的市场份额。而正在进行三期临床的潜在新入竞争者中，全部为国内厂商联合国外药企的产品。中国获批肉毒素产品有望从四款变八款，竞争加剧的同时也可能促进肉毒素注射剂的渗透率。

表 3：中国市场获批销售的肉毒素注射剂产品一览

公司	品牌	原产国	中国获批时间	适应症
兰州生物制品研究所	衡力	中国	1997年1月	用于眼睑痉挛、面肌痉挛等成人患者某些斜视，特别是急性麻痹性斜视、共同性斜视、内分泌肌病引起的斜视及无法手术矫正或手术效果不佳的12岁以上的斜视患者。暂时性改善65岁及65岁以下成人因皱眉肌和降眉间肌活动引起的中度至重度眉间纹。治疗12岁以上患者的眼睑痉挛、面肌痉挛及相关局灶性肌张力障碍。暂时性改善65岁及65岁以下成人因皱眉肌和降眉间肌活动引起的中度至重度皱眉纹。暂时性改善成人中度至重度的眼角侧皱纹（鱼尾纹）。
艾尔建美学	保妥适	美国	2003年4月	暂时性改善成人中度至重度的眼角侧皱纹（鱼尾纹）。
Ipsen SA	吉适	英国	2020年6月	暂时性改善65岁及65岁以下成人因皱眉肌和降眉间肌活动引起的中度至重度眉间纹。
Hugel, Inc.	乐提葆	韩国	2020年10月	用于眼睑痉挛、面肌痉挛等成人患者及某些斜视，特别是急性麻痹性斜视、共同性斜视、内分泌肌病引起的斜视及无法手术矫正或手术效果不佳的12岁以上的斜视患者。暂时性改善65岁及65岁以下成人因皱眉肌和降眉间肌活动引起的中度至重度眉间纹。

资料来源：弗若斯特沙利文，爱美客H股招股书，国信证券（香港）研究部整理

研究报告仅代表分析员个人观点，请务必阅读正文之后的免责声明。
注：以上数据均来自官方披露、公司资料，国信证券（香港）研究部整理

表 4：中国市场已经入三期临床肉毒毒素注射剂产品一览

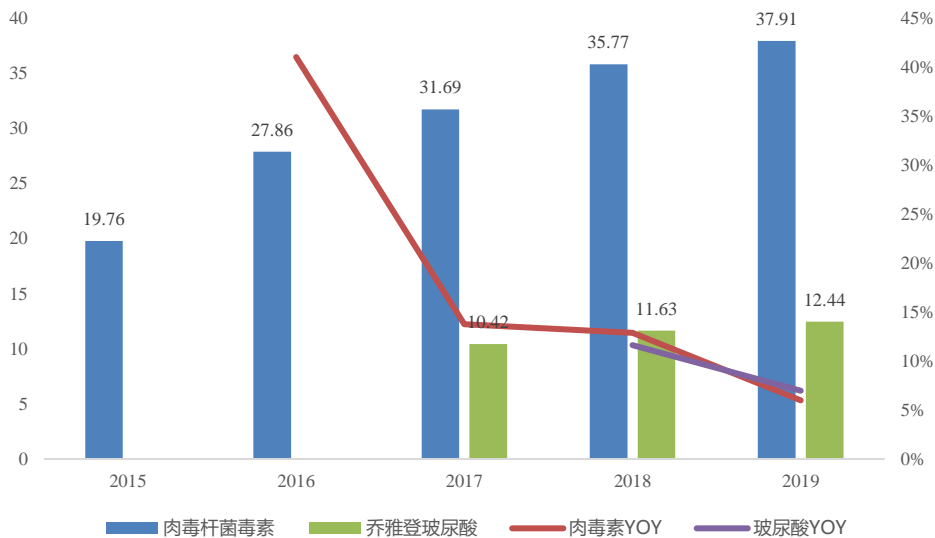
公司	通用名称	适应症
爱美客（经Huons Co., Ltd. 授权）	注射用A型肉毒毒素	试验中度至重度眉间纹
Merz Pharmaceuticals 精鼎医药研究开发（上海）有限公司	注射用A型肉毒毒素（150 KD，不含复合蛋白）	眉间纹
大熊制药株式会社/北京大熊伟业医药科技有限公司	注射用A型肉毒毒素	暂时改善20至65岁成人因皱眉肌和降眉间肌活动引起的中度至重度皱眉纹
上海复星医药（集团）股份有限公司及Revnac Therapeutics, Inc.	注射用A型达西肉毒毒素	中度至重度眉间纹

资料来源：弗若斯特沙利文，爱美客H股招股书，国信证券（香港）研究部整理

全球范围而言，肉毒素普遍比玻尿酸注射更受欢迎，而国内市场受制于审批进度，肉毒素占比落后于玻尿酸，未来增速有望加快。根据ISAPS数据，2020年全球注射类产品中，肉毒素的平均占比约为58%，高于玻尿酸的40%，在其他各个国家也有类似的趋势。从国际医美产品龙头企业艾尔建（2019年已退市）的销售数据我们可以看到，其肉毒素产品保妥适销量是其玻尿酸产品乔雅登的

而在中国，根据新氧大数据，玻尿酸占比高于肉毒素，我们推测与市场参与者较少有关（2020年前仅有衡力和保妥适两款持证产品），随着未来市场参与者的丰富以及市场教育的普及，未来国内肉毒素占比将逐年提升。

图 13：艾尔建（Allergan）旗下肉毒素及玻尿酸注射产品全球销售额（单位：亿 USD）



资料来源：公司公告，国信证券（香港）研究部整理

非手术类医美——光电类

光电类医美的主流技术包含激光、射频、脉冲光、超声波、冷冻溶脂等。其中皮肤美容项目最为丰富，包括抗衰老类、美白亮肤、祛痘祛斑、收缩毛孔等涉及的光电医美设备包括热玛吉、超声提升、皮秒系统、点阵激光、红蓝光、射频系统、微雕系统等。

全球医疗美容器械市场规模及竞争格局

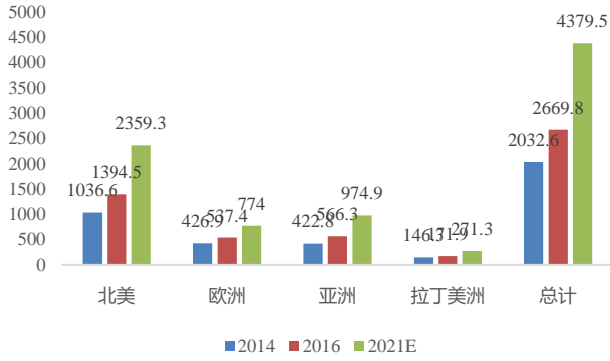
根据Medical Insight的数据，2016年全球无创及微创医疗美容器械（包括耗材）市场规模约84亿美元（按医疗器械销售收入计），预计2021年达到139亿美元。其中能量源医疗美容器械是其中最大的分部，2016年全球能量源医疗美容器械市场

研究报告仅代表分析员个人观点，请务必阅读正文之后的免责声明。

注：以上数据均来自官方披露、公司资料，国信证券（香港）研究部整理

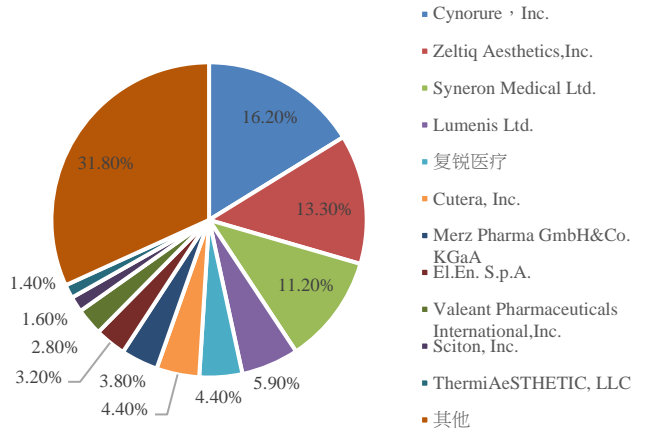
销售收益为26.7亿美金，预计到2021年达43.8亿美金。医疗美容器械领域并购非常普遍，比如生产热玛吉设备的索尔塔公司就在2014年被博士康收购，生产酷塑冷冻溶脂光电设备的Zeltiq Aesthetics Inc.于2017年被艾尔建收购，2017年 Hologic Inc.收购Cynosure Inc. (为现在热门皮秒激光仪器PicoSure生产商)，Apax Partners LLP2017年收购Syneron Medical Ltd.(为现在热门皮秒激光仪器PicoWay生产商)。

图 14 以地区划分的能量源医疗美容器械全球销售收益 (百万 USD)



资料来源: Medical Insight, 复锐医疗招股书, 国信证券(香港)研究部

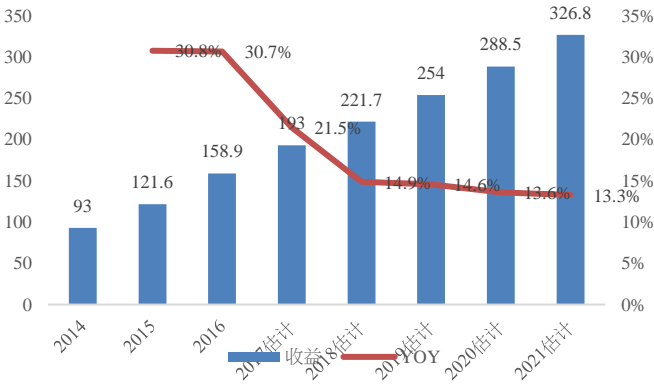
图 15 全球主要供应商按收益划分在能量源医疗美容器械市场的市场份额 (2016年)



资料来源: Medical Insight, 复锐医疗招股书, 国信证券(香港)研究部

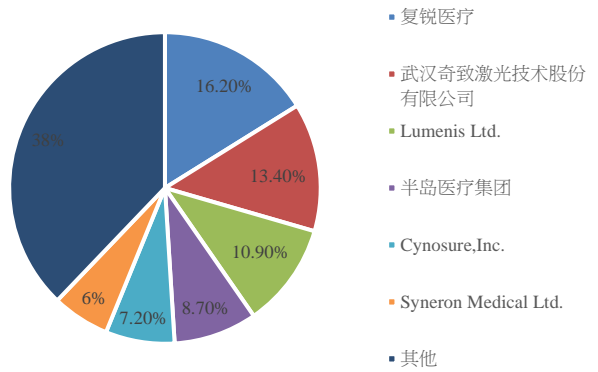
中国能量源医疗美容器械销售额从2014年的9300万美元增加至2016年的1.59亿美元，预计2021年将达到3.27亿美元，2016-2021年的年复合增长率约为15.5%。中国市场中80%光电医美系统依靠进口，中国光电医美设备正处于竞争高地，国产企业迎头赶上随着医美的普及，光电类医美市场规模也随之增长，根据测算2021年光电医美市场规模预计达到303亿元，2025年预计达到501.59亿元，CAGR达13.43%。

图 16 中国能量源医疗美容器械销售总收益 (百万 USD)



资料来源: Medical Insight, 复锐医疗招股书, 国信证券(香港)研究部

图 17 2016年中国能量源医疗美容器械主要供应商按收益划分的市场份额



资料来源: Medical Insight, 复锐医疗招股书, 国信证券(香港)研究部

表 5: 中国医美市场主要光电、射频医美器械

公司	主要仪器	主要功能
以色列 Alma(复锐医疗科技旗下)	Pico four 四波长皮秒色素激光/热拉提 Plus/深蓝射频	去面部细纹、嫩肤、美白祛斑、祛红血丝、去纹身、去胎记/去皱、紧致皮肤、提升皮肤等/立体塑形、紧致肌肤、延缓衰老
中国奇致激光	半导体激光脱毛/二氧化碳激光治疗仪	不烫伤皮肤的前提下永久去除毛发/治疗血管皮肤病、色素性皮肤病、恶性、良性肿瘤、角化增生等其他皮肤病
美国科医人 (Lumenis)	微雕点阵王/M22 光子嫩肤	嫩肤、去皱、提高肤色、祛红血丝/祛红、祛斑美白、去色素、嫩肤、收缩毛孔等
中国半岛医疗	独角兽痤疮治疗仪/多功能激光光电平台	直击痤疮、痘痘、各类面部细小皱纹、收缩毛孔/镇痛消炎、促进组织修复、毛发生长、过敏性皮炎等
美国塞诺秀 (Cynosure)	蜂巢皮秒	去除纹身、除皱紧肤、美白嫩肤、祛斑等
以色列塞诺龙 (Syneron)	超皮秒	祛斑美白、去纹身、洗眉、去胎记、去皱嫩肤等。

研究报告仅代表分析员个人观点，请务必阅读正文之后的免责声明。
注：以上数据均来自官方披露、公司资料，国信证券(香港)研究部整理

中国深圳 GSD	微束 1550nm 点阵激光/瓷美肌 二代 Qx-Max 祛斑/"飞梭"点阵镭激	疤痕修复、祛皱修复、脱发治疗/亮肤美肌、减轻痤疮的炎症
欧洲之星 (Fotona)	光	祛斑、祛黄气、改善肤质/改善痘坑、毛孔粗大、疤痕、细纹

资料来源：艾媒数据中心，各公司官网，国信证券（香港）研究部整理

表 6：目前受市场欢迎的主流皮肤提拉紧致类光电医美项目

	热拉提 (Thermolift)	Ultherapy (超声刀)	FOTONA 4D Pro (极塑提拉)	Thermage FLX (热玛吉第五代)
生产公司	以色列ALMA	美国Merz	德国欧洲之星激光公司	美国Solta Medical
主打功效	面部年轻化, 抗皱, 祛皱, 去面部细纹, 抗初老	收紧肌肤、提升轮廓、刺激纤维母细胞, 增生及强化胶原蛋白	溶脂紧肤、重塑轮廓	安全地立体加热深层皮肤·刺激胶原蛋白·达到实时收紧效果·同时促进胶原蛋白逐渐增生·持续塑造立体轮廓
类型	聚焦射频 (第四代升级技术)	聚焦式超声波技术	激光	单极无线射频电波拉皮技术
参考价格	约3000RMB/次	约20000-32000HKD/全脸	单次约7000元, 1个完整疗程约21000-35000元	约30000-50000/全脸
认证机构	FDA,CFDA	FDA,CE	FDA,CE,CFDA	FDA,CFDA
优点	300W单极大射频搭载双聚焦射频技术, 改变加热模式做到高温短时, 可让皮下组织达55-65°的胶原黄金温度; 2) 舒适度提升, 制冷系统加强; 3) 研发眼周工具, 做到面部、颈部、眼部, 全面部抗衰; 4) PAP进阶抗衰老理念	作用点精确, 可深达SMAS筋膜层	作用广泛, 除了提拉紧致、重塑面部轮廓之外还有美白、收缩毛孔、改善粗糙肤质的效果, 完全无痛	采用一次性探头, 一个完整疗程只需要一次治疗
缺点	治疗后可引起皮肤干燥, 需加强补水和防晒。每1-2个月需要进行一次治疗	有痛感, 价格较高	单次操作时间长60-90分钟, 1个完整疗程需要3-5次操作	治疗有疼痛感, 价格较高
仪器原理	热拉提能够准确的将射频能量作用于真皮浅层, 透过热作用促进浅层胶原纤维即刻收缩, 促进皮肤结构立刻拉紧, 出现即时的紧致效果。皮肤真皮被加热后, 不断刺激胶原再生, 使皮肤弹性逐渐恢复, 从而达到提升皮肤活性、减少皱纹的目的。	将聚焦的超声波直接送达皮肤底层, 形成最佳温度的「热点」, 启动身体自然反应 - 胶原蛋白新生(neocollagenesis), 刺激胶原蛋白再生, 对抗岁月和地心引力对皮肤的影响。过程单靠自身的胶原蛋白增生机能, 便有效达到自然明显的效果。	统集Fotona欧洲之星专利的SmoothLiftin、Frac3、Plano和S superficial等四种专利技术于一身, 通过4种激光模式, 分别针对筋膜、皮下脂肪、真皮、表皮作用不同的层次, 实现提升轮廓, 改善肤质, 减轻纹路的多维概念。Fotona 4D作用范围广泛, 3-5次治疗可以实现最终效果。而它治疗时无需敷麻药, 完全无痛是它的优势。	Thermage 3D 环回紧肤疗程采用专利单极射频(Mono-polar RF)技术, 安全地立体加热深层皮肤组织, 刺激胶原蛋白, 达致实时收紧效果, 同时促进胶原蛋白逐渐增生, 持续塑造立体轮廓。
疗程有效期	12个月左右	24-36个月	约12个月	6-18个月

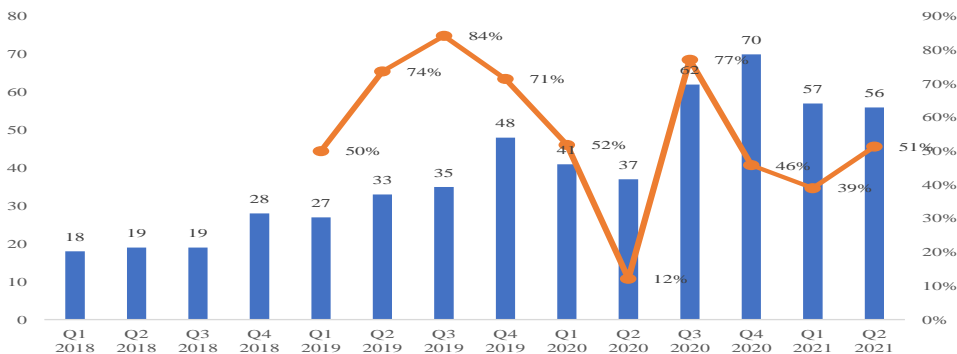
资料来源：公司官网，连锁医美机构草根调研，国信证券（香港）研究部

光电类医美器械市场的主要增长动力，一是渗透率提升，二是产品迭代升级，三是器械+耗材的生意模式

以冷冻融脂的光电医美项目酷塑（艾尔建公司旗下产品）为例，其2010年在美国FDA获批，2016年获NMPA批准上市，经过近10年发展后，到2019年其全球销售额约3.7亿美金，按照公司披露数据，其中耗材占比接近七成。这几年大热的能量源医美项目之一热玛吉，它的设备生产商Solta（索尔塔公司）2014年被加拿大Bausch Health（博士康）收购，我们从博士康的财报可以看到，热玛吉设备的销量增速非常快，2018-2020年，热玛吉设备全球销售收入分别是84、143、210百万美金，同比增速分别为70%、47%，远高于全球能量源医美设备整体增速。和其他能量源医美设备比，热玛吉的生意模式要优越很多，因为它采用一次性探头耗材，以单个客户的一次完整热玛吉FLX（第五代）治疗为例，眼部+脸部+颈部热玛吉治疗为需要用到眼部450发和脸部900发两个探头，价格约在3-4万元。一台正版的热玛吉设备约为80万元人民币，一个一次性治疗探头的价格约为8000元人民币（数据来自中国商网）。

根据《2020医美行业白皮书》公布的数据显示，尽管受到疫情冲击，2020年，我国纯医美市场仍保持增长态势，市场规模达到1975亿元，其中，热玛吉订单量增长最快，增速达到281%。

图 18：索尔塔公司热玛吉设备全球销售收入（百万美金）及同比增速（右轴）



资料来源：彭博，上市公司公告，国信证券（香港）研究部整理

中国医美行业政策：监管有收紧趋势

中国有关医美器械的监管框架

《医疗器械监督管理条例》按照医疗器械的风险程度推行对有关器械的分类管理，按照风险程度由低到高分为一类、二类、三类医疗器械，适用的审批流程、管理办法亦是由松至紧。大部分注射类医美产品及光电类医美器械都属于二类、三类医疗器械（三类居多），进入门槛高，审批周期长。针对Ⅲ类器械，无论境内、境外医疗器械生产企业均需要在国家药监局进行注册申请，产品检验（经国家认可的检测机构监测）、产品临床验证（如有规定可申请免临床）、质量体系考核申请。

传统医疗行业相比，医美行业具有更强的消费属性，且定价上更具自主权，因此当行业仍相对高端和产品供应相对稀缺时，生产商和销售机构能够制定较高的销售价格，利润也较丰厚。

图 19：中国三类医疗器械注册流程图



资料来源：NMPA 官网，国信证券（香港）研究部整理

中国医美行业监管政策有收紧趋势，市场份额将向合法合规企业集中

据艾瑞咨询的《2020年中国医疗美容行业洞察白皮书》，2019年中国具备医疗美容资质的机构约1.3万家，其中医院类占29%，门诊部类占33%、诊所类占38%。经过估算，全国有超过8万家生活美业的店铺非法开展医疗美容项目，例如美甲店提供水光针注射项目等，这都属于违法行为。即使在合法的医疗美容机构中，依然存在15%的机构超范围经营现象。行业流传的说法是，假货/水货注射类医美产品大行其道，市面上流通的针剂正品率只有1/3，而非医美场所90%以上医疗美容设备都是假货。

中国医美行业尚属一个年轻的行业，这与中国的经济发展密切相关。90年代到21世纪初，中国大众消费仍聚焦在衣食住行，只有经济发展到一定程度，医美才会为普罗大众所接受。许多行业尤其是利润空间巨大的行业发展早期不可避免会经历一个混乱、无序的状态，医美行业也不例外，针对行业黑市规模大、假货、水货充斥市场，医美机构、医美平台为促成生意制造容貌焦虑、虚假宣传、鼓吹提前消费等行业乱象对行业的形象造成负面影响，不利于行业健康发展。为此，国家多次出手整治，尤其是今年行业政策出台较为密集，政府监管部门打出一套连环拳。5月份，国家卫生健康委、中央网信办、公安部、海关总署、市场监管总局、国家邮政局、国家药监局、国家中医药局等八部委联合颁布《打击非法医疗美容服务专项整治工作方案》，6月份中国互联网金融协会发布《关于规范医疗美容相关金融产品和金融服务的倡议》，8月份国家市场监督管理总局发布《医疗美容广告执法指南（征求意见稿）》。监管方向重点由产品转向机构是这几年的监管特点。2017年监管方向主要针对产品端，2021年转为对机构加强监管，例如严禁“以次充好”，严禁违规分解手术项目，严禁聘用非卫生人员、超范围开展诊疗活动等，严格规范医疗美容服务行为。同样，加强对医疗美容广告以及医美贷等金融产品的监管，均剑指医美机构。政府加强行业整治，从长远来看，目的是要让医美机构更加合规化，促进行业发展更加风清气正，行业发展更规范无疑给会医美消费者增强信心。

表 7：中国医美行业相关政策梳理

时间	政策发布主体及名称	主要内容
2013年10月18日	《国务院关于促进健康服务业发展的若干意见》	各地对非营利性医疗机构建设免征有关行政事业性收费，对营利性医疗机构建设减半征收有关行政事业性收费。
2014年9月12日	中国整形美容协会将在全国医疗美容机构中实施《医疗美容机构评价标准（试行稿）》	旨在推动医疗美容机构加强内部管理、提高医疗质量和服务水平、防范医疗风险、保障医疗安全等内容
2017年5月18日	卫生部、食品药品监管局、公安厅等七部委	联合打击非法医美，监管方向主要针对的是产品端，加强对透明质酸产品、肉毒素产品等注射剂产品的整顿；其次是针对非法医美培训服务进行监管。
2018年8月3日	《国务院办公厅关于改革完善医疗卫生行业综合监管制度的指导意见》	总体目标为建立职责明确、分工协作、科学有效的综合监管制度，健全机构自治、行业自律、政府监管、社会监督相结合的多元化综合监管体系，形成专业高效、统一规范、文明公正的卫生健康执法监督队伍，实现医疗卫生行业综合监管法治化、规范化、常态化。
2019年3月6日	卫健委等8部委发布《关于开展医疗美容专项整治行动的通知》	主要内容为为守护医疗质量安全底线，进一步规范医疗秩序，打击和整治医疗诈骗、虚假宣传、乱收费、骗保等医疗乱象，净化行业环境，促进医疗行业规范有序发展，切实维护人民群众健康权益。
2020年4月17日	国家卫健委联合中央网信办、教育部、公安部、商务部、海关总署、市场监管总局、国家药监局八部门发布了《关于进一步加强医疗美容综合监管执法的通知》	从医疗美容机构自我管理、行业组织自律、政府监管、社会监督四个方面加强监管
2021年6月9日	中国互联网金融协会(以下简称“协会”)发布《关于规范医疗美容相关金融产品和金融服务的倡议》	推动医美领域消费金融规范有序发展，从合作机构资质、授信审批、风险管理、信息披露、营销宣传、消费者保护等方面作了具体规定，倡导会员单位以身作则、恪尽职守，积极发挥行业带头作用，为行业发展正本清源
2021年6月10日	国家卫健委、公安部、海关总署等八部委联合印发《打击非法医疗美容服务专项整治工作方案》	将于6月到12月联合开展打击非法医疗美容服务专项整治工作，严厉打击非法医疗美容活动。本次监管方向主要针对非正规医疗美容终端，进一步强调市场准入门槛。
2021年8月27日	市场监管总局《医疗美容广告执法指南（征求意见稿）》	为提升医疗美容广告监管规则的科学性、规范性，维护消费者合法权益，市场监管部门依法整治各类医疗美容广告乱象，着力解决危害性大、群众反映集中的问题，对以下情形予以重点打击：制造“容貌焦虑”，使用患者名义或者形象进行诊疗前后效果对比或者作证明，宣传诊疗效果或者对诊疗的安全性、功效做保证性承诺等
2021年9月27日	国家广播电视总局办公厅	关于停止播出“美容贷”及类似广告的通知

资料来源：国家卫健委官网、政府官网、中国整形美容协会官网、市场监督管理总局，国信证券（香港）研究部整理

中国医美行业行业增长动力及医美行业优秀商业模式特征

中国医美市场的主要增长驱动因素

- 1) 可支配收入增加及消费升级：中国的人均年可支配收入预计自2020年至2025年以7.8%的年复合增长率增加，以及自2025年至2030年的年复合增长率为7.5%。持续增长的支配收入令医美渗透率提升创造了土壤；
- 2) 人口结构性变化：持续的城镇化增加了社交频率并改变了社会环境，推动了城镇居民对改善外观的需求不断增长；
- 3) 持不断发展的技术：材料科学、生物技术及制药行业的快速发展产生了更好及更安全的医疗美容成果，风险更低且恢复更快，使得医疗美容获得消费者广泛接纳，尤其是非手术类医美具吸引力；
- 4) 日益提升的医疗美容服务的社会接受度：近年来，社会对医疗美容的印象发生了积极转变。小红书、抖音、ins等新兴社交媒体的流行为医美行业的发展提供了良好的土壤。与其他消费者服务相比，医美具备医疗和消费双重属性，医美资讯较为专业难懂，服务提供者与消费者往往存在极大的信息不对称，而专业的医美资讯平台如新氧对医美的普及功不可没，而小红书、抖音等社交媒体通过大量普通人的亲身体验来实现“种草”，消费者获取医美资讯的方式更加便捷和多样化，令消费者对医美的接受度及信心更加高。
- 5) 国产品牌替代。更加成熟的技术应用对应更好的国产替代化程度，从竞争格局来看，注射类医美产品国产替代化的程度高于后文提及的光电设备，特别是技术更加成熟的透明质酸钠填充剂市场。透明质酸钠注射领域：根据爱美客港股招股书披露的2020年最新数据，国内龙头公司爱美客的销售额市占率已位列全国第三，销量市占率全国第一；而在肉毒素注射剂领域，我国生产的兰州衡力亦是牢牢占据大众市场空间。光电设备类医美器械，也有越来越多的中国企业通过收购进入这个行业，如复星医药旗下的复锐医疗，华东医药等。

医美行业优秀商业模式的特征

1. 重复消费：在消费者消费能力更强之后，其风险偏好逐步降低、偏好可逆性更强的“少量多次”型产品，这是从整形类医美到非手术类医美发展的内在逻辑，也是非手术类医美持续更新迭代的源动力。例如近年来大受欢迎的水光针、童颜针、少女针、光子嫩肤等，都是属于入门较容易（单价较低，实施过程无明显痛感，恢复期短）但需要多次治疗才能达到理想效果的项目；
2. 产品延展，更新迭代。这一点在光电类医美项目上体现更明显，例如激光、射频类光电医美器械一直在更新迭代，新一代的产品在功效、使用体验上较上一代有所改进，价格通常也更高，例如大火的皮肤抗衰紧致项目热玛吉，目前器械已经迭代到第五代，不仅功效上较上一代有改进，治疗过程的疼痛感也有减轻，这对推进该项目的接受程度大有帮助；

研究报告仅代表分析员个人观点，请务必阅读正文之后的免责声明。

注：以上数据均来自官方披露、公司资料，国信证券（香港）研究部整理

3. 主设备+耗材的模式。这一点主要体现在光电类医美项目上，前面我们以热玛吉为例解释，这里不再展开。

中国医美领域上市公司梳理

行业相关上市公司总览

医美产业链从上游到下游主要有三大环节：上游医美器械制造商（包括注射类医美器械及光电类医美器械），中游医美资讯平台，下游医美机构（医美医院、专业门诊、连锁医美机构等）。相关的上市公司我们梳理如下表：

表8 中国医美行业上市公司一览

代码	公司名称	2018		2019		2020	
		毛利率%	净利润率%	毛利率%	净利润率%	毛利率%	净利润率%
上游医美器械制造商							
000963.SZ	华东医药	28.99	7.39	32.05	7.94	33.05	8.37
1696.HK	复锐医疗科技	53.47	14.18	55.25	11.98	55.71	8.23
300896.SZ	爱美客	89.34	38.27	92.63	54.78	92.17	62.00
688363.SH	华熙生物	79.92	33.56	79.66	31.06	81.41	24.53
688366.SH	昊海生科	78.54	26.60	77.31	23.11	74.78	17.37
平均		66.05	24.00	67.38	25.77	67.42	24.10
中游医美资讯平台							
SY.O	新氧	85.17	8.92	82.75	15.35	83.61	0.45
下游医美机构运营商							
002612 CH Equity	朗姿股份	57.95	7.91	58.24	1.95	54.15	8.37
1827.HK	卓珈控股	NA	20.84	NA	14.09	NA	7.68
2135.HK	瑞丽医美	58.20	11.23	52.86	5.18	48.72	2.58
430335.NQ	华韩整形	51.33	0.52	50.66	10.32	50.51	13.49
AIH.O	医美国际	66.04	-33.53	68.25	15.68	60.43	-26.12
000615.SZ	奥园美谷	29.50	5.45	25.47	0.38	27.01	-6.78
平均		52.60	2.07	51.09	7.94	48.16	-0.13

资料来源：彭博，上市公司公告，国信证券（香港）研究部整理

通过对比我们发现，医美行业的利润集中在上游，上游医美器械制造商的平均毛利率、净利润率达26-27%、24-26%；中游盈利模式未成熟，下游的进入门槛相对较低，竞争激烈及同质化严重，我们统计了6家上市的下游医美机构运营商，近三年的净利润率分别为2.1%、7.9%和-0.13%。因此我们下面只重点关注上游器械制造商。

一、医疗美容光电类器械生产商

复锐医疗科技 (1696.HK)：光电类医疗美容器械龙头

一) 中国能量源医美器械龙头生产商，运营主体为于2013年收购的以色列医美器械生产商 Alma Lasers。公司具有自主设计、研发及生产能力，旗下主要品牌为 Alma、Soprano、Harmony、Accent、FemiLift，产品营销渠道覆盖全球 90 多个国家及地区，主要市场北美、欧洲及中国。控股股东为复星医药，持股 74.76%。根据弗若斯特沙利文的资料，2016 年复锐医疗在中国能量源医疗美容器械主要供应商中（按收益划分）的市场份额排名第一，市占率 16.2%。

公司旗舰产品包括：(i) [Soprano]系列，主要用于激光脱毛；(ii)[Harmony]系列，可用于超过 65 种 FDA 许可适应症的多功能多应用平台；(iii) [Accent]系列，主要用于美体塑形及紧肤，全部均属医疗美容产品线；(iv) [FemiLift]，一种用于多种女性问题的微创医疗美容器械；及(v) [BeautiFill] by LipoFlow 平台，FDA 批准的首个也是目前唯一用于自体脂肪移植的能量源设备。公司在核心设备的发展策略是提升直销占比及产品更新迭代，于 2020 年推出四款创新新产品。

图 20 复锐医疗旗下无创医疗美容设备



资料来源：复锐医疗科技官网，国信证券（香港）研究部

图 21 复锐医疗旗下微创医疗美容设备



资料来源：复锐医疗科技官网，国信证券（香港）研究部

二) 积极开拓新领域，注射类医美、牙科、个人护理

透明质酸填充剂预计即将在中国上市，引入长效肉毒素注射剂。公司注射填充类产品收入2019、2020、2021H1收入分别317、426、287万美元，同比增速34.2%、51.7%。公司于2019年进入医疗美容注射填充市场，陆续在以色列、香港、印度等地引进欧洲知名药企IBSA的医美注射填充产品“Profilo”。IBSA的“Profilo”生物重塑治疗是非交联类注射填充产品(不含任何化学交联成分)，每2ml含64mg透明质酸成分，32mg高分子HA(1100-1400KDa)和32mg低分子HA(80-110KDa)，是市场上透明质酸成分最高的产品之一，采用IBSA的NAHYCO专利技术，将高分子及低分子HA稳定结合，使其能在体内稳定存在28天左右，能够刺激胶原蛋白及弹性蛋白的增生，目前该产品已经在中国地区展开注册申请工作。

参与投资天津星魅生物科技有限公司（复星医药旗下风险投资基金孵化的初创平台），天津星魅已与Raziel Therapeutics签署许可协议。根据协议，Raziel授权天津星魅在中国（含港澳台地区）独家开发和商业化该区域内第一款注射类溶脂产品。

与复星产业签订长效肉毒素RT002注射剂产品再许可协议，RT002是复星医药获美国Revance Therapeutics授权在区域内（包括中国大陆、香港及澳门）独家使用、进口、销售及其他商业化（不包括制造）的权利，目前该新药在中国处于三期临床。

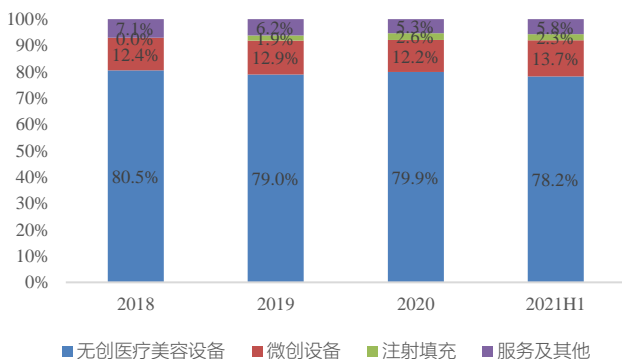
把握美容牙科和个人护理市场显著的增长潜力，发掘与现有产品和管道潜在的协同机会。公司于2021年4月以代价人民币3.12亿元收购复星牙科全部已发行股本，复星牙科主要在中国从事进口及分销海外的牙科设备。

开发个护产品，触达终端消费者，增强复锐与终端消费者的联系，期望打造成成熟的线上线下联合运营平台——即电商与Alma传统渠道的结合赋能。

直销占比提升：现有7个直销子公司，直销收入2020年占比55.5%，2021H1进一步提升至59.7%；与各地区分销商保持良好合作关系。

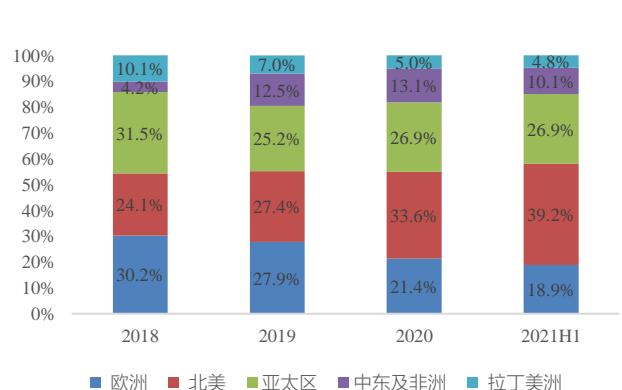
复锐医疗是港、A股市场难得的纯正医美器械上市公司，目前市值不到65亿港币，对应今年预测盈利26-28xPE，且后续有牙科、个护两条全新业务线，估值不算高，值得重点关注。

图 22 复锐医疗按产品类别划分收入结构



资料来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部

图 23 复锐医疗按地区划分收入结构



资料来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部

财务状况：营收净利润稳健增长

图 24 复锐医疗营收及净利润增速

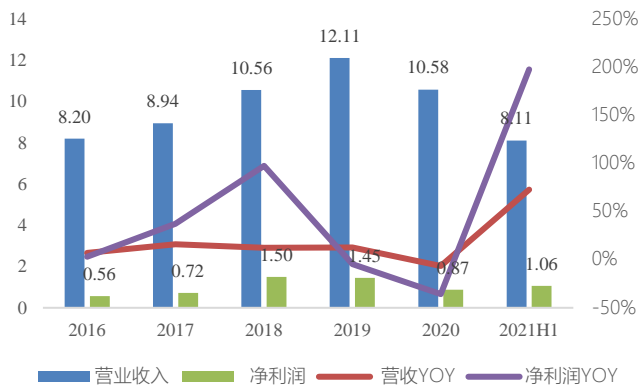
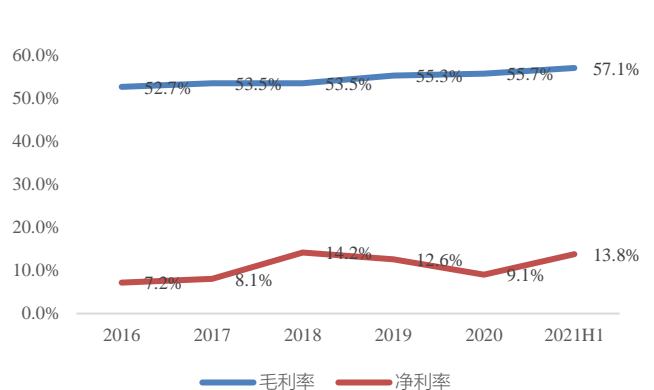


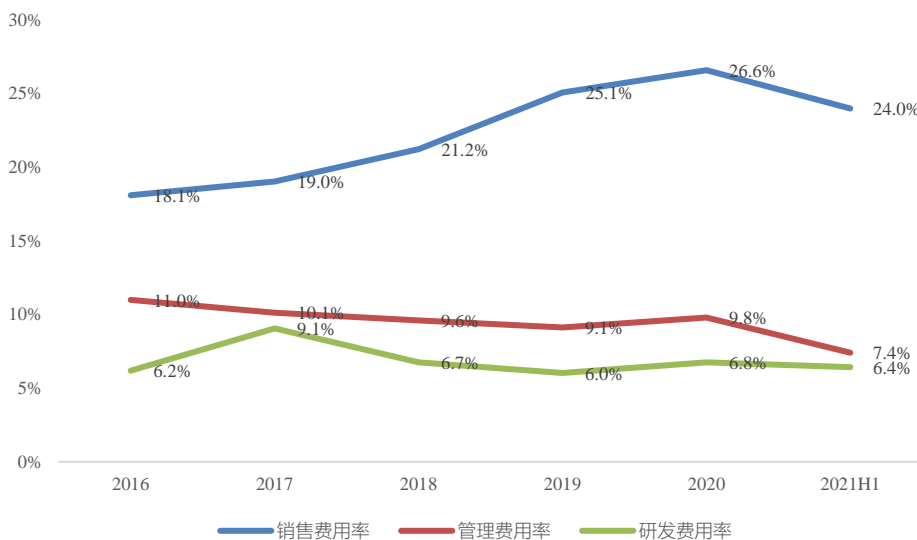
图 25 复锐医疗毛利率及净利率



资料来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部

资料来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部

图 26 复锐医疗三项费用率



资料来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部

二、注射类医疗美容器械生产商

爱美客 (300896.SZ)：注射类医美器械国产龙头

爱美客是国内生物医用软组织修复材料领域的创新型领先企业，立足于生物医用材料的研发和转化，致力于重组蛋白和多肽等生物医药的开发，已成功实现注射类透明质酸钠系列产品及聚对二氧环己酮面部埋植线的产业化，并建立了医用几丁糖、聚乳酸等生物医用材料的产品技术转化平台，产品临床应用涵盖医疗美容、外科修复以及代谢疾病治疗等领域。公司是首家获得国家药监局批准用于面部软组织修复的注射用透明质酸钠医疗器械产品注册证书的国内企业。截至今年年中，公司已拥有7款获国家药监局批准的III类注射用透明质酸钠系列产品，为获得国家药监局批准的同类产品最多的企业。公司7款产品在配方组份、注射部位、注射体验等方面有所不同，能够满足多个细分市场的消费需求。此外，公司已于2019年5月取得聚对二氧环己酮面部埋植线的III类医疗器械注册证书，为首款获得国家药监局批准的面部埋植线产品。截至报告期末，公司拥有32项专利，其中发明专利18项。除了医美产品，公司也依托医美领域知名度拓展产品线至护肤领域，目前有一款嗨体美肌透明质酸补水修护面膜在售。

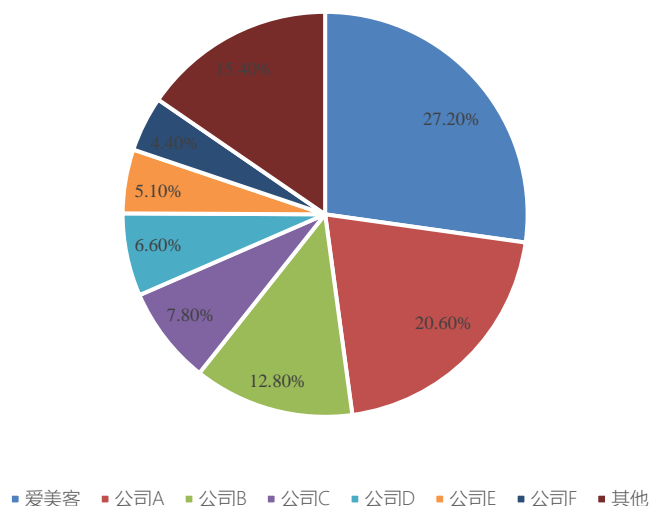
表 9 爱美客旗下注射医美产品

商品名	产品名称	首次获批时间	适应症	获批类型
逸美	医用羟丙基甲基纤维素-透明质酸钠溶液	2009年10月	该产品用于皮肤真皮深层及皮下浅层之间注射填充，以纠正中重度额部皱纹和中重度鼻唇部皱纹	III类医疗器械注册证
宝尼达	医用含聚乙烯醇凝胶微球的透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶	2012年10月	该产品用于皮肤真皮深层及皮下浅层之间注射填充，以纠正中重度额部皱纹和中重度鼻唇部皱纹	III类医疗器械注册证
爱美莱	注射用修饰透明质酸钠凝胶	2015年4月	该产品用于皮肤真皮中层至深层注射填充，以纠正中、重度鼻唇沟	III类医疗器械注册证
嗨体	注射用透明质酸钠复合溶液	2016年12月	该产品用于皮内真皮层注射填充，以纠正颈部中重度皱纹	III类医疗器械注册证
逸美一加一	医用透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶	2016年12月	该产品用于皮肤皮下浅层至深层之间的填充，以纠正中重度额部皱纹和中重度鼻唇沟皱纹	III类医疗器械注册证
紧恋	聚对二氧环己酮面部埋线线	2019年3月	用于皮下脂肪层植入纠正中、重度鼻唇沟皱纹	III类医疗器械注册证
濡白天使	含左旋乳酸-乙二醇共聚物微球的交联透明质酸钠凝胶	2021年3月	本产品适用于真皮深层、皮下浅层及深层注射填充纠正中、重度鼻唇沟皱纹	III类医疗器械注册证

资料来源：上市公司官网，国信证券（香港）研究部整理

根据弗若斯特沙利文的资料，爱美客在中国基于透明质酸的皮肤填充剂产品的市场份额为14%（2019年，按销售金额计），排名第三，仅次于艾尔建及韩国LG。2020年按销量计，爱美客在中国基于透明质酸的皮肤填充剂产品的市场份额为27.2%，排名第一。

图 27 中国基于透明质酸的皮肤填充剂产品的市场份额（按销量计）（2020 年）



资料来源：弗若斯特沙利文，爱美客H股招股书，国信证券（香港）研究部整理

公司下游客户主要为医院、医美机构及经销商。公司坚持“直销为主、经销为辅”的营销模式。公司制定了完整、高效的销售人员培训体系，已建立覆盖全国31个省、市、自治区的销售服务网络。在直销模式下，公司更多地参与到医疗美容机构的产品推广和终端销售，为下游医疗机构提供从产品到服务的全面解决方案，解决医疗机构产品定位、推广策略和内容制定、客户经营与维护等诸多问题；同时对终端产品的使用效果形成了较好的掌控能力，有利于产品直接在终端消费者中打造品牌，把握住优质的客户资源。经销模式主要覆盖公司销售团队无法直接覆盖的医疗机构，有利于迅速扩大产品的市场占有率。

明星单品嗨体：5年20倍

爱美客大单品嗨体（一款注射用透明质酸钠复合溶液，针对颈纹改善）自2017年获批后至今，上演了5年销量20多倍的增长神话。2020年嗨体这一个单品的销售收入占公司营收的63%，到今年上半年这个占比提升至75.18%。嗨体是国内唯一经药监局批准的针对颈部皱纹改善的III类医疗器械，至今没有竞品出现，爱美客独享庞大市场。去年7月，嗨体旗下另一品种熊猫针正式上市，这是一款针对眶周修复的注射溶液（眼睛周边），就是大家所熟知的泪沟填充，眶周市场大于颈部不说，竞争格局也非常好，目前市面上合规竞品只有一款——台湾的双美胶原蛋白，嗨体熊猫针在价格上与其有较明显差异，双美胶原蛋白约5000元/0.5ml，嗨体熊猫针约4000元/1ml（根据官网资料及深圳连锁美容机构草根调研数据）。

今年6月，爱美客的童颜针濡白天使获批，这款童颜针属于二代少女针，注射后立刻起到填充效果，维持时间更长（一般可维持2年以上），童颜针在海外是大卖的产品，爱美客濡白天使的表现十分值得期待。

对外投资和战略布局

1. 合作布局埋线产品。公司与韩国DongBang Medicalco.,Ltd (株式会社东方医疗) 合资成立东方美客(北京)科技发展有限公司, 其中爱美客持有该公司51%股份。合资公司通过引进韩国专利技术, 进行埋线产品的研发和生产, 将进一步提升公司在埋线产品方向的长期领先和竞争能力。埋线产品2020、2021H1分别录得184、240万元人民币收入。
2. GLP-1靶点研究。公司通过投资取得杭州先为达生物科技有限公司2%股份。杭州先为达生物科技有限公司围绕GLP-1靶点研究开发并拥有自主知识产权的长效注射产品及口服产品, 有望未来在GLP-1的市场竞争中获得优势。该投资将进一步丰富和完善公司在生物药肥胖症治疗方向的业务布局和长期竞争能力。
3. 布局外用麻醉产品。与山东诚创蓝海医药科技有限公司达成协议, 公司以技术转让方式引进局部外用麻醉乳膏产品。该产品主要应用于面部填充注射等医美相关操作术前的局部麻醉, 具有起效快、麻醉效果好、自成膜易去除、临床使用便利等优势, 将进一步丰富公司在医美产品线上的布局, 提高公司在医疗美容领域内的行业领先地位。

财务状况：5年营收复合增速近50%

2016-2020年, 爱美客营业收入由1.41亿元增长至7.09亿元, 复合增长率49.75%, 20年实现营收同比增长27.18%; 归母净利润由0.53亿元增长至4.40亿元, 复合增长率69.74%, 20年实现归母净利润同比增长43.93%; 扣非归母净利润由0.51亿元增长至4.24亿元, 复合增长率69.80%。2021年前三季实现营收10.23亿元, 同比增长120.3%; 归母净利润7.1亿元, 同比增长144%。

图 28 爱美客营收&归母净利润 (亿元 RMB) 及同比增速 (右轴)

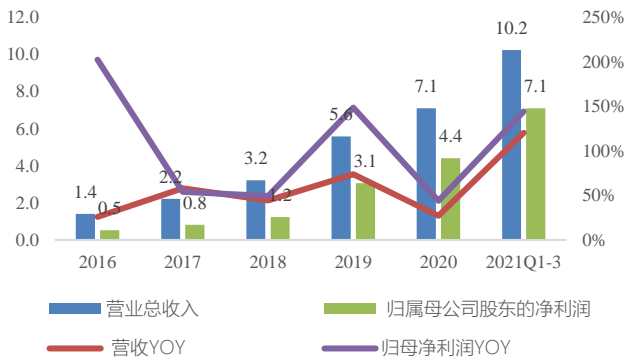
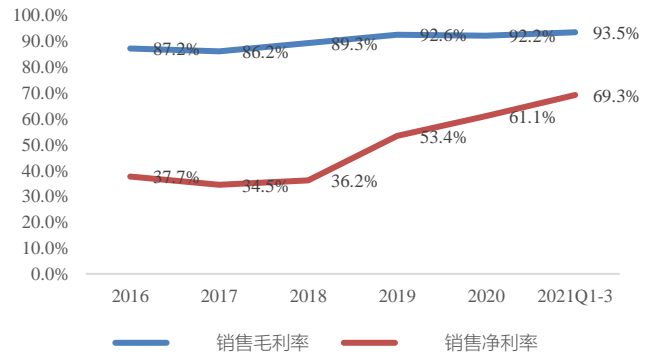


图 29 爱美客毛利率&净利率



资料来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部

资料来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部

图 30 爱美客营收结构 (按产品类型划分)

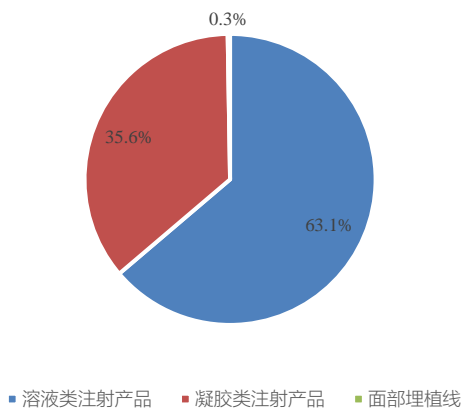
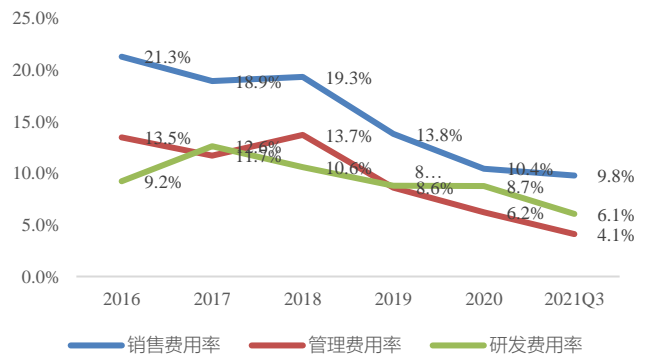


图 31 爱美客三项费用率



资料来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部

资料来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部

华熙生物688363.SH：透明质酸原料+功能性护肤品+医疗医美终端+功能性食品四轮驱动

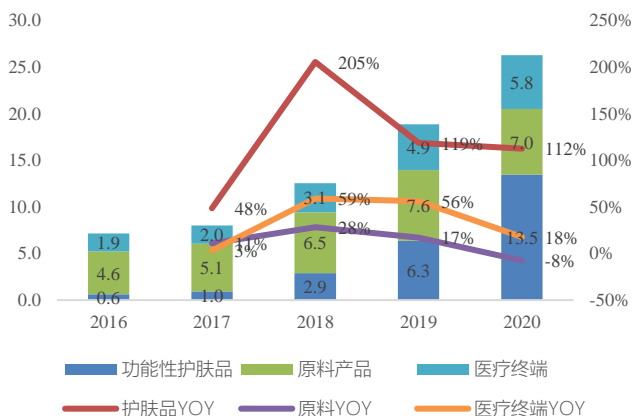
华熙生物是全球最大的透明质酸原料供应商，公司全面掌握透明质酸微生物发酵技术和交联技术，拥有医药、化妆品及食品三大应用领域的原料产品，及骨科、眼科、整形外科等多领域、多管线的医疗终端产品及功能性护肤品，打通了上游原料产品到下游终端产品的全产业链。2020年原料占收入26.7%，护肤品占营收51.1%，医疗医美终端占营收21.9%。我们从华熙生物的营收结构可以看到公司的发展重心发生了明显变化，在2019年以前，公司的主要收入来源仍是玻尿酸原料，占比超过50%，而18年之后护肤品业务发展特别迅速，2018-2020年护肤品营收增速分别达205%，119%和112%。而公司的医疗终端产品也取得了亮眼的增速，占营收比重稳定在两成以上。原料产品收入占比在2020年下降至26.7%。

其功能性护肤品构建了润百颜、夸迪、米蓓尔、BM肌活四大品牌；分别布局玻尿酸护肤产品、抗初老产品、敏感肌产品、活性成分功效产品，以此细分不同需求人群，产品种类包括次抛原液、各类膏霜水乳、面膜、手膜、眼膜、喷雾、母婴个护、头皮护理及部分彩妆产品。华熙生物护肤品在2021年前三季度均取得较高增速，润百颜、夸迪、米蓓尔、BM肌活分别实现营收7.8亿元，4.8亿元，2.5亿元，1.9亿元，同比增长163%，160%，119%，143%。

公司自主研发生产的透明质酸生物医用材料领域的医疗终端产品，主要分为医美和医药两类。1) 医药类：包括眼科黏弹剂、医用润滑剂等医疗器械产品，及骨关节腔注射针剂等药品。公司作为瑞士Regen Lab公司在中国唯一的总经销商，2021年继续开展“富血小板血浆制备用套装”（PRP）产品在国内骨科、运动医学科、整形外科以及疼痛科等多科室的推广与销售。2) 医美类：包括软组织填充剂、医用皮肤保护剂等；2012年，公司“润百颜”注射用修饰透明质酸钠凝胶作为国内首款获得NMPA批准文号的国产交联透明质酸软组织填充剂批准上市；2016年，公司含利多卡因的注射用修饰透明质酸钠凝胶率先通过NMPA认证；2019年，公司推出国内首款自主研发的单相含麻透明质酸软组织填充剂；2020年，公司推出国内首款用于额部除皱的含利多卡因的微交联透明质酸真皮填充产品——润致“娃娃针”。公司不断丰富其他透明质酸填充剂产品线，升级术后修复系列产品，如液体敷料、喷剂敷料等产品。公司已具备最全的透明质酸填充剂品类体系。报告期内，根据市场不断变化的需要，公司重新梳理医美产品体系，将针剂产品矩阵按照不同功效、不同部位、不同颗粒度进行排布，全方位有针对性的布局面部年轻化解决方案，包括细纹抚平，凹陷填充，骨性塑形等。

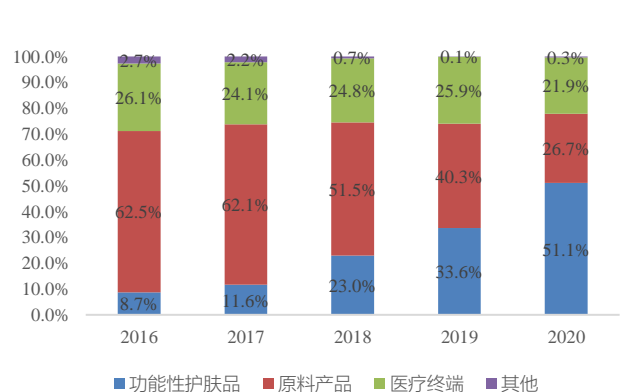
2021年是公司医美业务的战略升级元年，公司期望用几年时间在医美市场获得更高的市场份额和市场地位，将“润致”打造成医美知名品牌。主要包括以下几个方面的措施：第一，产品布局方面，打造“大单品”，公司二季度重新梳理了医美产品管线，将针剂产品矩阵按照不同功效、不同部位、不同颗粒度进行排布，全方位有针对性的制定面部年轻化解决方案，包括细纹抚平，凹陷填充，骨性塑形等；第二，组织结构层面，打造“强中台”架构——包括品牌推广中心、医学事务中心、运营项目中心、产品管理中心、研发管理中心、HRBP中心以及医美生态发展中心等七大中台，打破原有组织边界，提升组织运行效率。

图 32 华熙生物不同产品营收及同比增速



资料来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部

图 33 华熙生物营收结构（按产品类型划分）

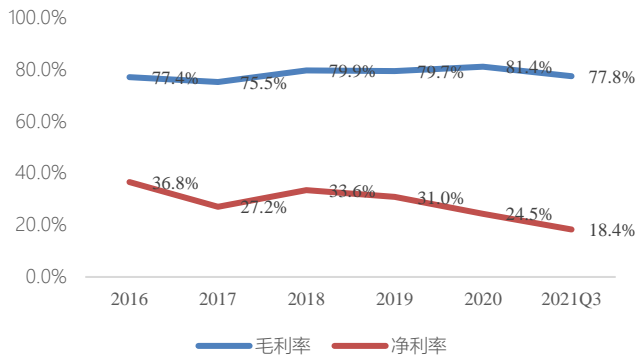


资料来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部

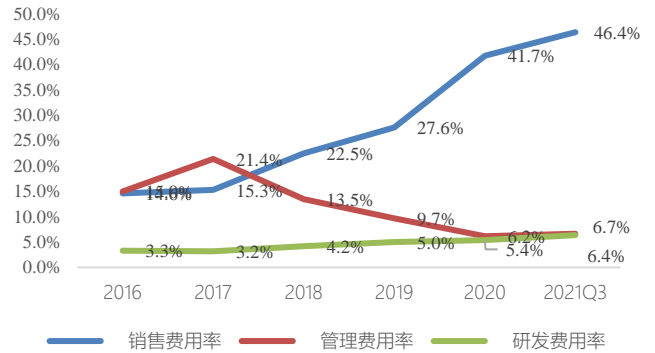
公司从原料供应商转型到面向终端消费者的护肤品、医美注射剂产品供应商后，研发费用率尤其是销售费用率明显提升。2020年是公司品牌元年，通过大众传媒对润百颜品牌进行品牌投放，通过直播扩大夸迪品牌曝光，2020年全年产生广告宣传费合计1.25亿元；加大加深与头部主播的线上推广合作，产生线上推广服务费4.93亿元。

图 34 华熙生物毛利率&净利润率

图 35 华熙生物三项费用率



资料来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部



资料来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部

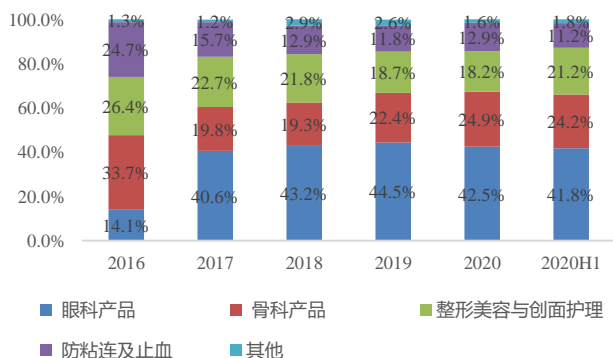
近年来备受市场欢迎的水光针（主要成分为透明质酸），华熙生物占先机。2020年新氧线上成交“非手术类”项目按成交金额，排名前三的项目分别为肉毒素、透明质酸填充以及水光针（以透明质酸为主要成分的皮肤保护剂），总占比超过50%。11月9日，国家药品监督管理局医疗器械标准管理中心对外发布关于征求《医疗器械分类目录》（调整意见）的通知，该通知涉及到了水光针行业未来发展的相关内容，要求水光针市场按照最严格的第Ⅲ类医疗器械进行管理。在目录正式发布之前，国内的水光针制造市场，确实存在着一定的市场乱象。一些不法商家在材料上“以次充好”，通过压缩制造成本的方式，获取大量的销售收益，对广大消费者的权益造成了侵害。一些消费者虽然长期使用水光针产品，但见效甚微，浪费了许多金钱与精力。因为相较于普通护肤品而言，水光针能够直接把美容成分、抗衰老成分输送到真皮层，达到消费者想要的美容效果。而且作为轻度医美项目，水光针术后修复速度快，并且很少存在副作用。华熙生物，旗下“润致娃娃针”和“润致熨纹针”拥有国内正规水光类透明质酸批证，得到了权威机构的质量“背书”。这就表示，面对崭新的水光针行业政策，华熙生物能够率先一步抢占消费市场，深度布局水光针制造产业，成功吸引更多潜在消费者的注意力。

昊海生物科技6826.HK/昊海生科688366.SH

公司是一家应用生物医用材料技术和基因工程技术（建立了人工晶状体及视光材料、医用几丁糖、医用透明质酸钠、重组人表皮生长因子四大技术平台）进行医疗器械和药品研发、生产和销售的科技创新型企业，致力于通过技术创新及转化、国内外资源整合及规模化生产，为市场提供创新医疗产品，逐步实现相关医药产品的进口替代，成为生物医用材料领域的领军企业。

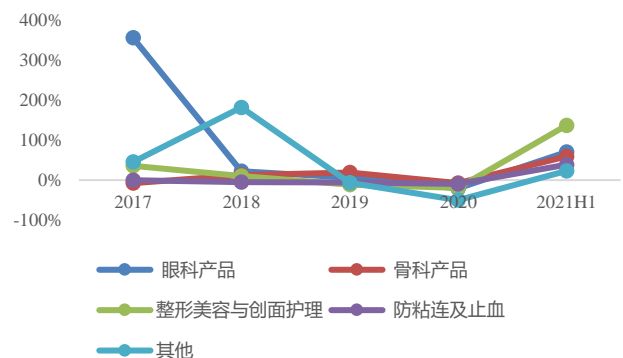
收入结构方面，眼科、骨科、医美及创面护理、防粘连及止血产品分别占营收比重的42.5%、24.9%、18.2%、13%（2020年数据）。医美分部中目前已经商业化的产品是几款透明质酸填充剂，但增速并未如预期理想。2016-2020年医美产品的收入分别是1.89、2.55、2.66、2.04、1.46亿元人民币，同比增速分别为35%、4.3%、-23.2%、-28.5%。

图 36 昊海生科营收结构



资料来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部

图 37 昊海生科分部营收同比增速



资料来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部

医美领域产品矩阵及布局

研究报告仅代表分析员个人观点，请务必阅读正文之后的免责声明。
注：以上数据均来自官方披露、公司资料，国信证券（香港）研究部整理

公司的医美产品主要致力于构建覆盖真皮填充剂、肉毒毒素、射频及激光设备四大品类的医美产品布局，贯通医疗美容、生活美容以及家用美容三大应用场景，全方位满足终端客户的消费需求。目前公司在售医美产品主要是几款透明质酸钠皮肤填充剂。作为国内知名玻尿酸生产商之一，公司自主研发掌握了单相交联、低温二次交联、线性无颗粒化交联以及有机交联等交联工艺。公司的核心技术先进性强，构成了公司产品市场竞争力的基础。昊海生科同时掌握“鸡冠提取法”和“细菌发酵法”两种国际市场主流的医用透明质酸钠生产工艺，且正在积极推进“无有机溶剂透明质酸钠生产工艺”开发及应用，拥有器械号和国药准字医用透明质酸钠/玻璃酸钠产品注册证。

表 10 昊海生科透明质酸钠填充剂产品

商品名	产品定位及特色
第一代 海薇	国内首个获得国家药监局批准的单相交联注射用透明质酸钠凝胶，主要定位于大众普及入门型玻尿酸
第二代 姣兰	市场定位为中高端玻尿酸，主打动态填充功能的特性
第三代 海魅	具有线性无颗粒特征，市场定位为高端玻尿酸，主打“精准雕饰”功能
第四代 NA (临床阶段)	有机交联玻尿酸产品

资料来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部

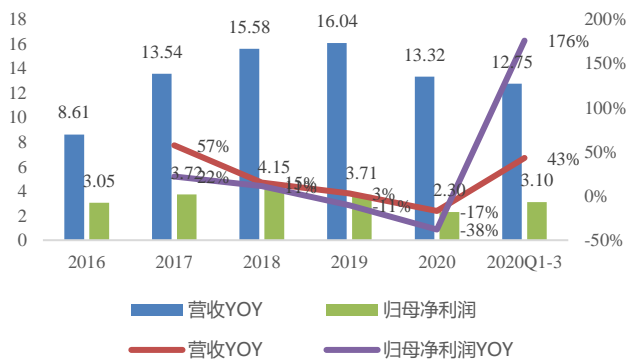
通过投资欧华美科和美国Eirion，布局射频及激光医疗设备和家用仪器、肉毒毒素等领域。

2021年2月，公司与欧华美科签署股权转让及增资认购协议，拟以合计2.05亿元获得欧华美科63.64%股权。欧华美科持有以色列上市公司EndyMed 48.98%股权，EndyMed主要从事家用及医用射频美容仪器设备的研发、生产及销售业务，旗下EndyMed Pro、Pure专业射频美容仪、Newa家用美容仪系列产品已在国内市场上市销售。欧华美科持有法国玻尿酸厂商Bioxis 35.65%股权，Bioxis采用薄层交联专利技术制备的Cytosial 玻尿酸产品已在欧盟上市销售，欧华美科已获得该玻尿酸产品在中国市场商业化的权利，正在有序推进Bioxis玻尿酸产品在国内的注册上市工作。此外，欧华美科持有镭科光电55%股权，镭科光电主要从事激光芯片及仪器设备的研发、生产及销售业务，其激光嫩肤设备已获得欧盟CE医疗器械认证并在海外销售，正在推进激光嫩肤、皮秒激光等美容设备在中国和美国的注册上市申请工作。

2021年3月，公司与美国Eirion达成股权投资和产品许可协议，获得Eirion的创新外用涂抹型A型肉毒毒素产品ET-01、经典注射型肉毒毒素产品AI-09、治疗脱发白发用小分子药物产品ET-02，在中国大陆、香港及澳门特别行政区、台湾地区的独家研发、销售、商业化的权利。

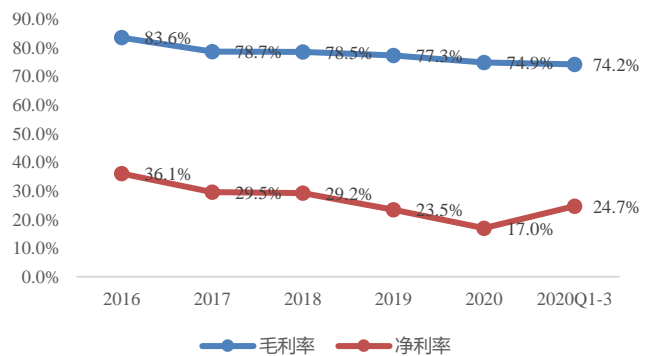
在创面护理领域，公司是国内第二大外用重组人表皮生长因子生产商，生产的重组人表皮生长因子(rhEGF)“康合素”为国内唯一与人体天然EGF拥有完全相同的氨基酸数量、序列以及空间结构的表皮生长因子产品，亦是国际第一个获得注册的重组人表皮生长因子产品，在创面护理治疗领域疗效显著。

图 38 昊海生科营收&归母净利润及同比增速



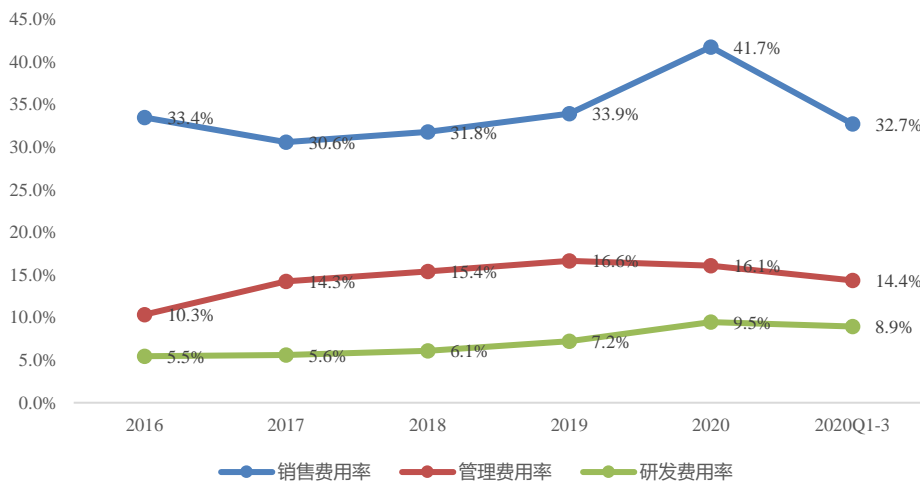
资料来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部

图 39 昊海生科毛利率&净利率



资料来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部

图 40 昊海生科三项费用率

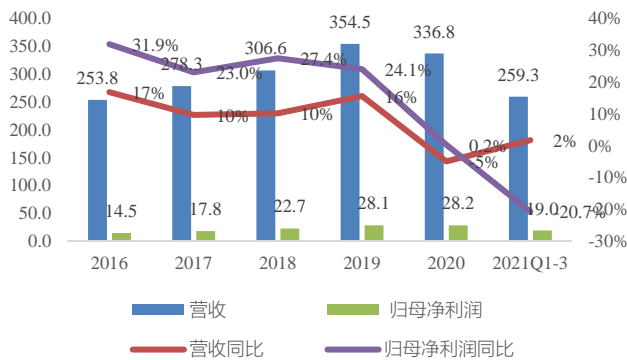


资料来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部

华东医药000963.SZ：产品储备丰富，发展后劲不可小觑

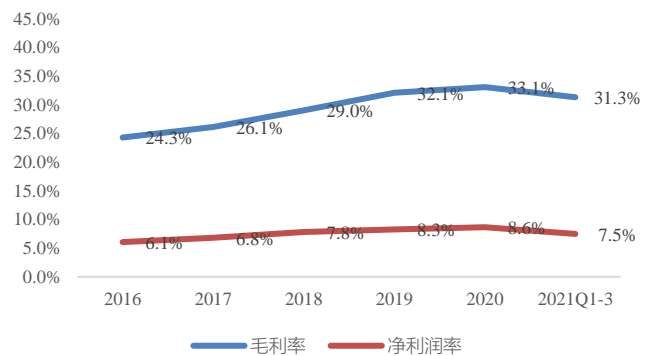
公司医药商业拥有中西药、医疗器械、药材参茸、健康产业四大业务板块，涵盖医药批发、医药零售、以冷链为特色的第三方医药物流、医药电商、医院增值服务及特色大健康产业，为客户提供综合性解决方案。2013年公司拿到韩国LG旗下玻尿酸填充剂伊婉的中国独家代理权，开始迈入医美行业，但真正在医美行业发力是2018年，公司收购英国Sinclair开始于全球布局医美业务版图。尽管目前公司的医美业务占营收比重还很低，但公司通过外延式扩张的方式快速丰富产品矩阵，发展潜力不可小觑。

图 41 华东医药营收&净利润（单位：亿 RMB）及同比增速



资料来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部

图 42 华东医药毛利率及净利率率

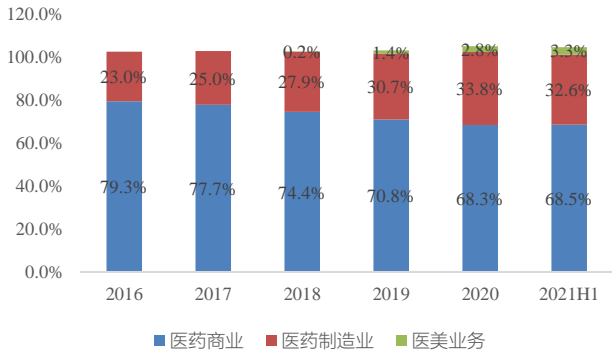


资料来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部

2018-2020年公司医美业务迅速发展，占营收比重从0.2%提升至2.8%。2018-2020年，公司医药商业、医药制造业、医美业务营收年复合增速分别为0.4%、15.3%和252%。（注：公司医美业务包括国内医美业务和国际医美业务，其中国内医美业务收入统计与医药商业、医药制造业收入统计稍有重叠）

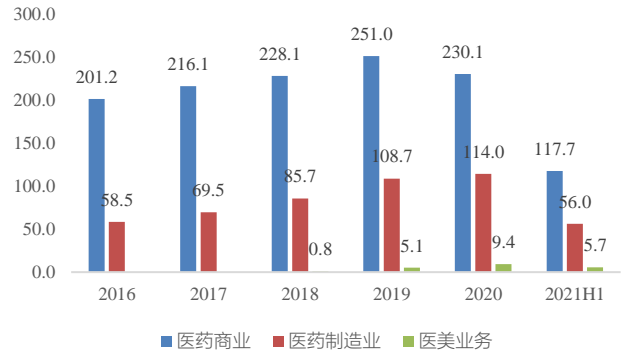
图 43 华东医药营收结构

图 44 华东医药分部营收规模（单位：亿 RMB）



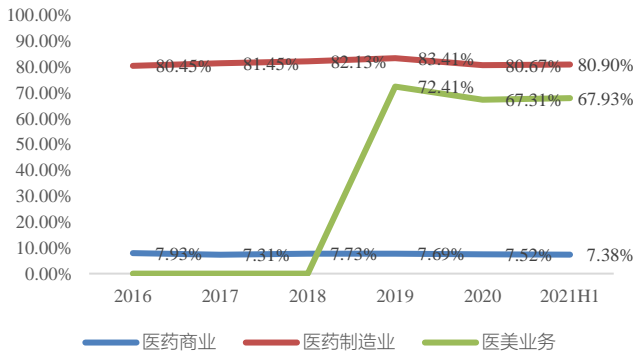
资料来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部

图 45 华东医药分部毛利率

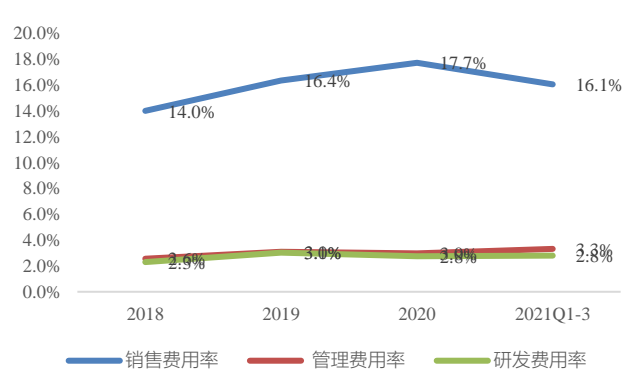


资料来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部

图 46 华东医药三项费用率



资料来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部



资料来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部

代理+收购，拓展全球化医美业务版图

华东医美旗下美学产品组合覆盖面部填充剂、身体塑形、埋线、能量源器械等非手术类主流医美领域，已形成差异化透明质酸钠全产品组合、胶原蛋白刺激剂、A型肉毒素、埋植线、能量源设备的综合化产品集群，实现了无创+微创的医美产业链全布局。华东医美聚焦美学领域的突破创新，致力于提供全面、科学的美学产品。拥有独立的研发部门，包括全资子公司英国Sinclair、西班牙High Tech以及参股公司美国R2、瑞士Kylane四个研发中心，并在全球拥有荷兰、法国、美国、瑞士和保加利亚五个生产基地，核心产品已在全球60多个国家和地区上市。全资子公司Sinclair总部位于英国，在法国、荷兰拥有生产基地，并在全球市场推广销售注射用长效微球、玻尿酸以及面部提拉埋线等产品，是公司全球化的医美运营平台。

今年公司的英国全资子公司Sinclair全面完成西班牙能量源型医美器械公司High Tech的100%股权收购及交割。后者正式成为公司全球化医美版图的重要成员，并纳入Sinclair和公司的合并报表范围。Sinclair已开始和High Tech开展市场及业务的协同整合工作，公司也在为High Tech公司5款海外在售产品和4款在研创新产品分别制定上市规划，计划在2021年内启动核心产品在中国区域的注册工作。

控股子公司华东宁波公司为专注大健康领域产品研发、专业化推广的综合型医美大健康平台公司，目前总代理韩国“伊婉”玻尿酸产品以及赛缪斯系列护肤品在中国市场的推广销售。

产品储备丰富，发展潜力深厚

- 1.少女针：英国子公司Sinclair的重磅产品注射用长效微球Ellansé伊妍仕（俗称少女针）已于2021年4月正式获得国内上市注册许可，2021年8月已经在大陆上市销售；Ellansé®目前已在60多个国家或地区获得注册认证或上市准入。
- 2.埋线产品：Sinclair重磅产品Silhouette®Instalift™是FDA批准的唯一一款用于中面部组织提拉的可吸收埋线，国内临床试验正在按计划顺利开展。目前国内获批的埋线产品仅有爱美客及韩国HansBiomed的Mint埋线两款产品，仍处于初兴阶段。
- 3.玻尿酸填充剂：公司早在2013年就拿到韩国LG公司旗下玻尿酸填充剂伊婉的中国独家代理权。伊婉是中国市占率最高的玻尿酸填充剂品牌，2019年市占率为22.6%。

公司参股的瑞士Kylane的采用OXIFREE™专利技术和工艺的新型高端含利多卡因玻尿酸填充剂MaiLi®系列产品将于2021年上半年在欧洲市场上市，并已启动中国市场注册工作。

4. 光电类医美器械：

2019年华东医药收购美国R2，该公司成立于2014年，主要从事医美领域冷冻祛斑和美白相关医疗器械及相关技术的开发。R2公司的冷触美容仪Glacial™ Spa (F0) 已经在中国上市；冷冻祛斑医疗器械Glacial™ Rx (F1) 在有序推进中国的注册工作；

2021年2月公司以6500万欧元全资收购能量源医美器械公司High Tech，该公司现有两款产品用于脱毛的激光产品Primelase、ElySION及三款用于冷冻溶脂的产品（Cooltech、Cooltech Define、Crystile）

表 11 华东医药主要医美产品研发情况

公司名称	公司简介	与本公司关系	相关主要产品	适应症	公司(或子公司)权益
英国Sinclair	全球化医美产品业务运营	全资子公司	胶原蛋白刺激剂(Ellansé®)	面部修复+填充	全球权益
			美容埋线(Silhouette®)	适用于中面部提拉手术，短暂固定并提拉脸颊下真皮位置	全球权益
瑞士Kylane	提供创新面部填充产品的生物科技	参股公司	MaiLi 系列, 含利多卡因成分的新型玻尿酸	面部修复+填充	全球权益
			两款重点研发产品	面部和身体填充剂	全球权益
美国R2	医美领域冷冻祛斑和美白相关医疗器械及技术开发公司	参股公司	F1(Glacial Rx™)	消除皮肤的良性色素病变	中、日、韩等34个亚洲国家地区的独家分销权
			F2	全身美白	
			F0(Glacial Spa™)	全身美白	
韩国Jetema	医美生物制药与医美器械领域全品类研发公司	产品授权合作关系, 无股权关系	Botulinum Toxin	除皱	中国独家代理权
西班牙High Tech	聚焦能量源型医美设备, 集研发、生产及销售为一体	全资子公司	Cooltech	减脂	全球权益
			Cooltech Define		
			Crystile		
			Primelase		
			ElySION	脱毛	
			Define2.0		
			Define3.0	紧肤塑形	
			PrimelasePro		
Titania					

资料来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部

行业估值对比及投资建议

行业估值差异较大，我们的首选标的是爱美客及复锐医疗，这两家公司在各自的领域都已经做到行业领先的地位，是最纯正的医美标的，复锐医疗目前估值处于较低位置；其次是产品储备丰富的华东医药，发展潜力和想象空间巨大；华熙生物实际上护肤品占比较大，医美产品占收入比重约两成，建议估值回落到合理水平时可积极关注；昊海生科我们建议投资者关注港股标的，估值仅A股的39%。

表 12 行业估值对比

代码	简称	最新收盘价	总市值/原始币种亿	PE				EPS 增速
				2020	2021E	2022E	2023E	CAGR
000963.SZ	华东医药	34.09	596.5	21.2	22.1	18.8	15.5	11.0%

研究报告仅代表分析员个人观点，请务必阅读正文之后的免责声明。

注：以上数据均来自官方披露、公司资料，国信证券（香港）研究部整理

1696.HK	复锐医疗科技	13.12	61.2	54.7	27.9	22.2	17.7	45.5%
300896.SZ	爱美客	565.50	1,223.5	225.7	130.6	87.3	60.9	54.8%
688363.SH	华熙生物	164.93	791.7	122.2	97.7	70.5	51.9	33.0%
688366.SH	昊海生科	137.18	241.2	105.5	51.9	40.2	31.3	49.9%
6826.HK	昊海生物科技	53.80	94.6	34.5	17.0	13.1	10.2	49.9%

资料来源：Wind（截至 2021-11-26 收盘），国信证券（香港）研究部

注：盈利预测采用 Wind 一致预期

风险提示

- 1) 政策风险：出现超出预期的监管政策
- 2) 竞争风险：新竞争者入局，竞争加剧
- 3) 产品研发不及预期
- 4) 医疗事故风险：医美产品具备一定医疗属性，如出现医疗事故对品牌将造成巨大打击

Information Disclosures

Stock ratings, sector ratings and related definitions

Stock Ratings:

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index

Time Horizon: 6 to 12 months

Buy	Relative Performance > 20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable.
Accumulate	Relative Performance is 5% to 20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable.
Neutral	Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the company or sector is neutral.
Reduce	Relative Performance is -5% to -20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable.
Sell	Relative Performance < -20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable.

Sector Ratings:

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index

Time Horizon: 6 to 12 months

Outperform	Relative Performance > 5%; or the fundamental outlook of the sector is favorable.
Neutral	Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the sector is neutral.
Underperform	Relative Performance < -5%; or the fundamental outlook of the sector is unfavorable.

Interest disclosure statement

The analyst is licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission. Neither the analyst nor his/her associates serves as an officer of the listed companies covered in this report and has no financial interests in the companies.

Guosen Securities (HK) Brokerage Co., Ltd. and its associated companies (collectively "Guosen Securities (HK)") has no disclosable financial interests (including securities holding) or make a market in the securities in respect of the listed companies. Guosen Securities (HK) has no investment banking relationship within the past 12 months, to the listed companies. Guosen Securities (HK) has no individual employed by the listed companies.

Disclaimers

The prices of securities may fluctuate up or down. It may become valueless. It is as likely that losses will be incurred rather than profit made as a result of buying and selling securities.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute any buying/selling or dealing agreement in relation to the securities mentioned. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the listed companies.

This report is based on information available to the public that we consider reliable, however, the authenticity, accuracy or completeness of such information is not guaranteed by Guosen Securities (HK). This report does not take into account the particular investment objectives, financial situation or needs of individual clients and does not constitute a personal investment recommendation to anyone. Clients are wholly responsible for any investment decision based on this report. Clients are advised to consider whether any advice or recommendation contained in this report is suitable for their particular circumstances. This report is not intended to be an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell the securities mentioned.

This report is for distribution only to clients of Guosen Securities (HK). Without Guosen Securities (HK)'s written authorization, any form of quotation, reproduction or transmission to third parties is prohibited, or may be subject to legal action. Such information and opinions contained therein are subject to change and may be amended without any notification. This report is not directed at, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of or located in any jurisdiction where such distribution, publication, availability or use would be contrary to applicable law or regulation or which would subject Guosen Securities (HK) and its group companies to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

信息披露

公司评级、行业评级及相关定义

公司评级

参考基准：香港恒生指数

评级区间：6 至 12 个月

买入	相对表现超过 20%，或公司、行业基本面良好。
增持	相对表现介于 5%至 20%之间，或公司、行业基本面良好。
中性	相对表现介于-5%至 5%之间，或公司、行业基本面中性。
减持	相对表现介于-5%至-20%之间，或公司、行业基本面不理想。
卖出	相对表现低于-20%，或公司、行业基本面不理想。

行业评级

参考基准：香港恒生指数

评级区间：6 至 12 个月

跑赢大市	相对表现超过 5%，或行业基本面良好。
中性	相对表现介于-5%至 5%之间，或行业基本面中性。
跑输大市	相对表现低于-5%，或行业基本面不理想。

利益披露声明

报告作者为香港证监会持牌人士，分析员本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员，也未持有其任何财务权益。

本报告中，国信证券（香港）经纪有限公司及其所属关联机构（合称国信证券（香港））并无持有该公司须作出披露的财务权益(包括持股)，在过去 12 个月内与该公司并无投资银行关系，亦无进行该公司有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。

免责条款

证券价格有时可能非常波动。证券价格可升可跌，甚至变成毫无价值。买卖证券未必一定能够赚取利润，反而可能会招致损失。

本研究报告内容既不代国信证券（香港）的推荐意见，也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易要约。国信证券（香港）或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务（例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票）。国信证券（香港）不排除其员工有个人投资于本报告内所提及的上市法团。

报告中的资料均来自公开信息，我们力求准确可靠，但对这些信息的正确性、公正性及完整性不做任何保证。本报告没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，并不构成个人投资建议，客户据此投资，责任自负。客户在阅读本研究报告时应考虑报告中的任何意见或建议是否符合其个人特定状况。本报告并不存在招揽或邀约购买或出售任何证券的企图。

本报告仅向特定客户传送，未经国信证券香港书面授权许可，任何人不得引用、转载以及向第三方传播，否则可能将承担法律责任。研究报告所载的资料及意见，如有任何更改，本司将不作另行通知。在一些管辖区域内，针对或意图向该等区域内的市民、居民、个人或实体发布、公布、供其使用或提供获取渠道的行为会违反该区域内所适用的法律或规例或令国信证券（香港）受制于任何注册或领牌规定，则本研究报告不适用于该等管辖区域内的市民、居民或身处该范围内的任何人或实体