



财通证券
CAITONG SECURITIES

从产品布局出发寻找下一个艾尔建

医美行业深度报告

张文录 分析师

SAC证书编号: S0160517100001

zhangwenlu@ctsec.com

华挺 联系人

huating@ctsec.com

赵千 联系人

zhaoqian@ctsec.com

2022/1/5

引言

- 医美行业产品为王，能够诞生爆款产品的赛道才是好赛道。

本报告重点分析了玻尿酸、再生类制剂、肉毒素、体重管理四个具有潜力的细分赛道，市场空间广阔，部分赛道竞争格局仍是一片蓝海，未来将可能诞生十亿级的重磅产品。

- 具备强大BD能力、能够快速引进优势产品，并能凭借过硬的推广销售能力成功变现的公司才是好公司。

医美相较于医药具备更强的消费属性，产品更迭更快，因此对于医美产品公司而言，依靠自研无法实现爆款产品的持续输出，具备强大BD能力快速布局蓝海赛道或引进差异化产品才是关键。

- 本报告从细分赛道出发，详细分析了当下热门赛道的竞争格局、未来的产品研发思路、市场空间等，寻找可能成为下一个“嗨体”的潜力爆款产品；横向分析医美公司的产品布局，结合各家BD合作项目、产品推广情况，挖掘可能成为下一个“艾尔建”的优质标的。
- 重点关注标的：华东医药(000963.SZ)、爱美客(300896.SZ)、四环生物(000518.SZ)、昊海生科(688366.SH)。

目录

- 细分赛道1：玻尿酸注射剂
门槛低赛道挤，护肤品化势不可挡
- 细分赛道2：再生类注射剂
竞争格局良好，或诞生重磅产品
- 细分赛道3：肉毒素
注射类壁垒最高的赛道，赛程进入下半场
- 细分赛道4：体重管理
为医美增速注入新动能的黄金细分赛道
- 关注标的

A

细分赛道1：玻尿酸注射剂 门槛低赛道挤，护肤品化势不可挡

- 玻尿酸作为最成熟的注射类产品，具有补水、填充、塑形三大应用场景；且其产品特性（易水解、复购率高）决定其市场规模较大。据沙利文预测，2024年玻尿酸市场有望达到120亿元人民币。
- 国内获批的玻尿酸厂家非常多，国外品牌产品几乎均已进入国内，国产获批厂牌达到18家，玻尿酸市场玩家众多，但是占据市场主要份额的主要为四家进口产品和爱美客等三家国产品牌。
- 未来玻尿酸的三大应用场景将会发生一定变化，玻尿酸医美属性中的“医”逐渐淡化，使用场景和使用频率不断趋近护肤品：
 - 1) 补水：玻尿酸注射到浅表层作为补水、美白的作用暂时不会被替代，例如水光针效果显著优于化妆品；
 - 2) 填充：玻尿酸作为填充的角色将会弱化，有望被再生类产品替代；
 - 3) 塑形：玻尿酸作为塑形产品来替代部分手术市场长期来看难以为继。

- 玻尿酸，即透明质酸，是一种黏多糖，存在于人体皮肤、关节等处，起到润滑、保湿、维持弹性的作用。注射用玻尿酸就是通过补充皮肤中的玻尿酸从而达到填补凹陷、褶皱、补充水分等作用。
- 由于玻尿酸单个分子非常容易被水解，故注射用玻尿酸通常使用交联剂将单个玻尿酸串并联成为多长链的大分子结构，不仅增加了玻尿酸的硬度，也使得玻尿酸水解速度降低，效果更持久。

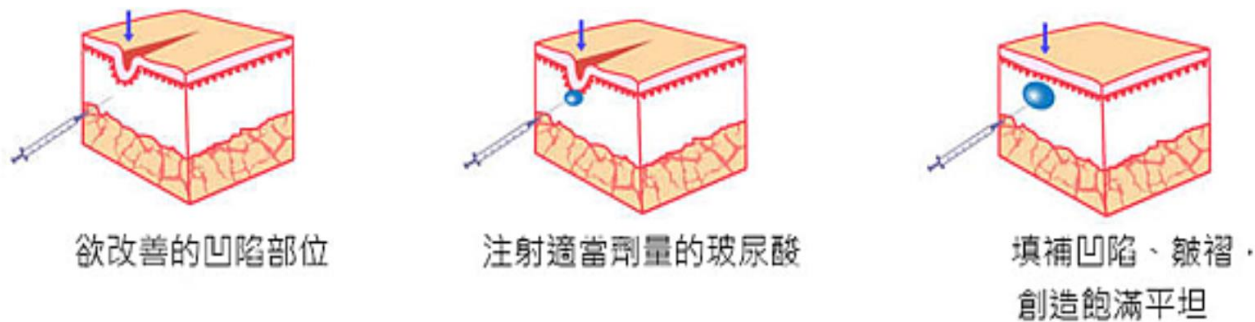


图1. 玻尿酸可以起到填补凹陷、补充水分等作用

玻尿酸注射剂值得关注的产品参数

- **交联技术（颗粒型or凝胶型）**：通过交联剂的加入使得单个玻尿酸小分子串并联成为多长链玻尿酸大分子，从而使得玻尿酸从无支撑力的流体型变成具有一定支撑力的凝胶型。交联技术可以分为两类：1) 双相交联技术：在凝胶型的交联玻尿酸中增加一些未交联的玻尿酸单体从而增加整体的润滑性，从而减少注射时的推注阻力；然而这种玻尿酸注射在皮下浅表位置会有不均一的颗粒感，容易结块；2) 单相交联技术：以乔雅登为代表，交联后的玻尿酸比较柔软，组织相容性较好
- **交联剂用量**：尽管玻尿酸最终会被水解为水和二氧化碳，但是交联剂无法被水解，将会终身残留在皮肤中，导致皮肤看起来“塑胶感”很重；而不使用交联剂的玻尿酸约3-5天后就会被水解，且支撑力较差。因此在同等支撑力情况下交联剂使用较少的产品更好。
- **推注阻力**：由于大分子玻尿酸在推注过程中较难推注，因此医生使用感较差，且注射进去易结块，不够平滑。



图2. 交联剂以及交联技术对于玻尿酸质量的影响

多面手玻尿酸，三大应用场景

根据玻尿酸交联分子大小和注射部位的不同，其可以达到三种效果：

• 补水：

无交联的玻尿酸单分子，注射到真皮浅层，可以达到即时的补水、美白作用；通常与维生素C等其他成分配伍使用，如水光针；但是效果持续时间较短，约3-5日后水解。

• 填充：

无交联（如嗨体）或低交联分子，注射到皮下组织，可以达到填平皱纹或填补凹陷的作用；升级产品中多含有利多卡因，用于降低痛感；持续时间约为6-12个月。

部分市场有望被再生类产品替代。

• 塑形：

高交联的大分子玻尿酸，有较强的支撑力，注射到骨膜组织，用于如下巴、鼻部等区域用于塑形；通常含有利多卡因；持续时间约为1-2年。

只能部分替代手术市场。

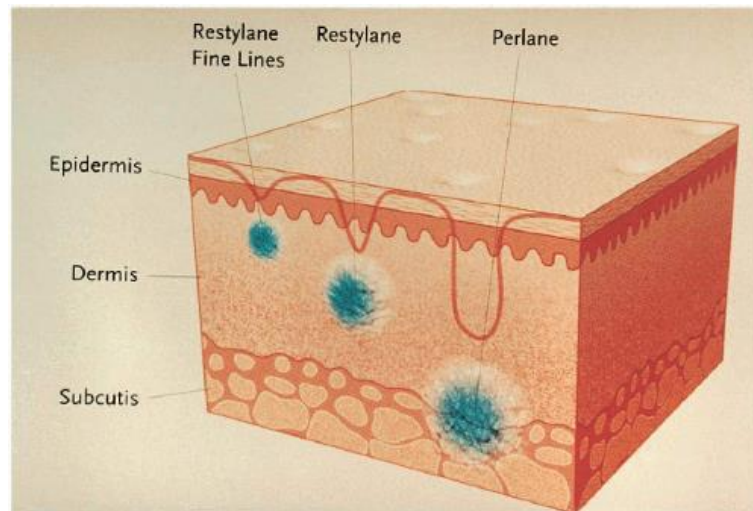


图3. 不同的分子大小和注射部位可以达到不同效果

产品应用场景多、复购率高，市场规模有望达到120亿元

- 玻尿酸作为最成熟的注射类产品，具有补水、填充、塑形三大应用场景；且其产品特性（易水解、复购率高）决定其市场规模较大。据沙利文预测，2024年玻尿酸市场有望达到120亿元人民币。

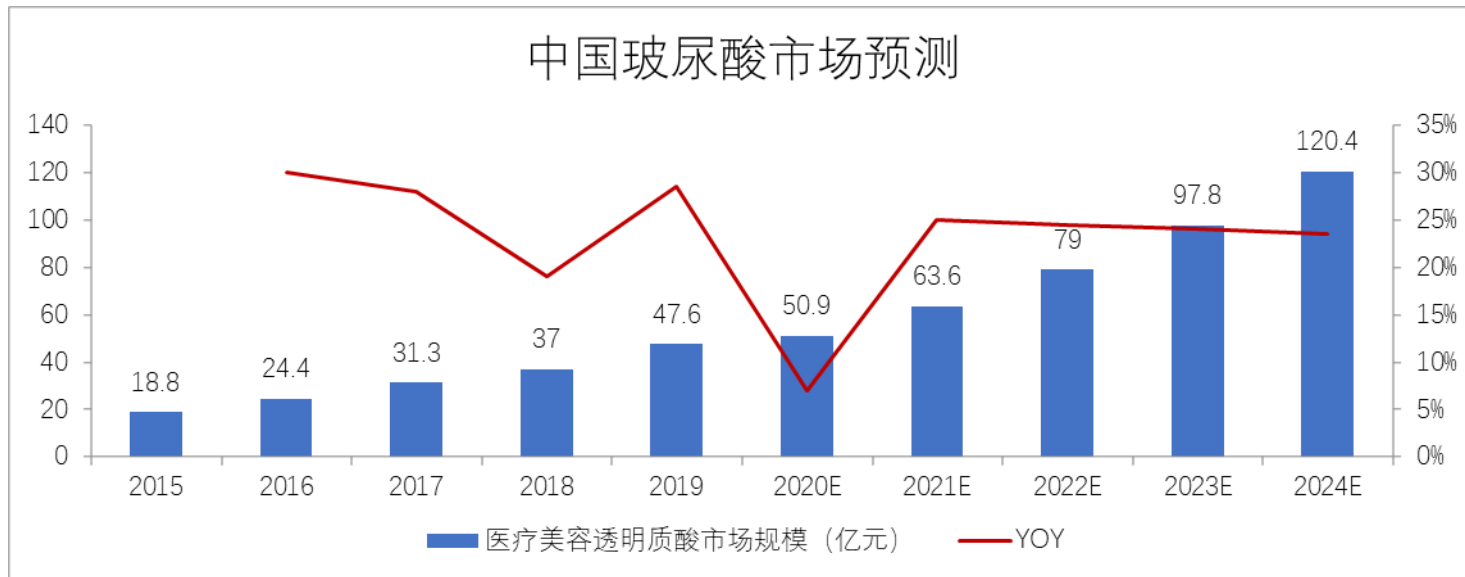


图4. 国内玻尿酸市场2024年有望达到120亿元

玩家众多赛道拥挤，头部地位稳固

- 尽管国内获批的玻尿酸厂家非常多，国外品牌产品几乎均已进入国内，国产获批厂牌达到18家，玻尿酸市场玩家众多，但是占据市场主要份额的主要为四家进口产品和爱美客等三家国产品牌。
- 目前市场上的玻尿酸可以分为进口和国产两大阵营：

1) 进口：华东医药代理的韩国LG伊婉、美国艾尔建的乔雅登和高德美的瑞兰占据销售额的前三名；其中伊婉以高性价比占据22%的市场份额，超越老牌乔雅登位列第一；

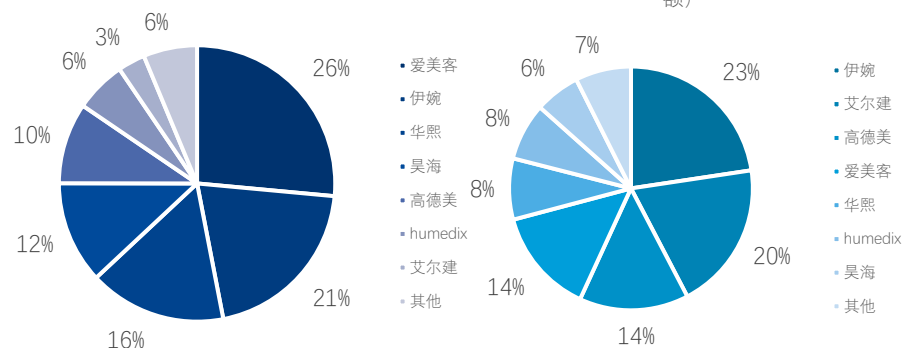
2) 国产：国产品牌爱美客、华熙和昊海生科的玻尿酸产品相较进口产品质量仍有一定提升空间，市场定位为中低端；其中爱美客的嗨体由于针对颈纹的差异化定位以及许可证稀缺性独占市场，占据26%市场销售量，销售额也在国产品牌中遥遥领先。

主要玻尿酸填充剂品牌及获NMPA认证的时间

品牌/公司	获NMPA认证时间
国产	
华熙生物	润百颜黑金 (2012年) 润百颜星耀 (2012年) 润百颜月盈 (2012年) 奥昵 (2012年) 润致 (2016年)
爱美客	爱美飞 (2015年) 爱美莱 (2015年) 逸美 (2009年) 宝尼达 (2012年) 嗨体 (2016年)
常州药物研究所	碧萃诗 (2018年)
浙江梓圣	馨妍 (2017年)
昊海生科	海薇 (2013年) 姣兰 (2016年)
蒙博润	舒颜 (2014年) AWAKE觉醒 (2019年)
台湾科妍	法思丽 (2014年) 台湾和康生物 贝丽姿 (2017年) 芙媵登 (2016年)
山东凯乐普	玻菲 (2017年) 菲羽 (2017年)
杭州协和	欣菲聆 (2015年) 塑欣 (2015年)
进口	
美国艾尔建	乔雅登系列 极致 (2015年) 丰颜 (2019年) 缇颜 (2020年)
瑞典Q-Med	瑞蓝二号 (2008年)
韩国LG	伊婉C (2017年) 伊婉V 婉美 (2018年) 伊婉C Plus致柔 (2016年) 伊婉V Plus致美 (2016年)
韩国HUONS	艾莉薇 Deep Line Plus (2015年) 艾莉薇风尚版 (2019年)
韩国大熊制药	婕尔 (2019年)
奥地利克罗玛	公主volume (2017年)
韩国吉诺斯株式会社	莫娜丽莎 (2019年)
法国菲诺嘉	ART FILLER (2019年)

图5. 国内玻尿酸市场2024年有望达到120亿元

2019年玻尿酸市场竞争格局（按销量）



2019年玻尿酸市场竞争格局（按销售金额）

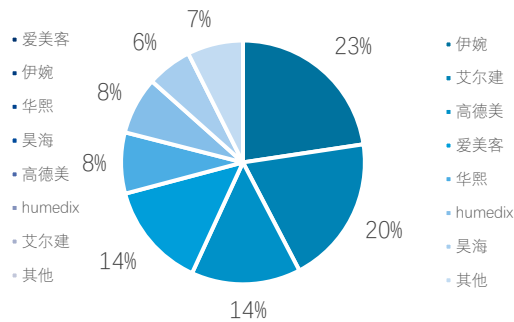


图6. 四家进口+爱美客五家占据主要市场

玻尿酸门槛低赛道挤，后来者发展把握三方向

- 玻尿酸是否会被再生类注射产品替代？会有部分替代，但是不会完全替代。

再生类产品由于注射部位较深、对医生要求较高，潜在安全风险更大，推广起来不如玻尿酸顺利；而且玻尿酸用于浅表注射有明显的即时效果，作为水光针类别去做一个即时的补水、美白作用是再生类产品无法替代的。

- 部分质地较硬挺的玻尿酸产品可以作为鼻部、下巴的填充材料是否可以替代手术？无法完全替代。

由于鼻部、下巴的组织张力很大，尽管有些玻尿酸的比较硬挺，但是在那么大的组织中也无法长期维持硬挺的形状，最终会因为张力挤压向两边扩散，导致鼻部或者下巴变宽的现象。

- 三大应用场景将会发生一定变化，玻尿酸医美属性中的“医”逐渐淡化，使用场景和使用频率不断趋近护肤品：

1) **补水**：玻尿酸注射到浅表层作为补水、美白的作用暂时不会被替代，例如水光针效果显著优于化妆品；2) **填充**：玻尿酸作为填充的角色将会弱化，有望被再生类产品替代；3) **塑形**：玻尿酸作为塑形产品来替代部分手术市场长期来看难以为继。

- 对于后来者的发展方向：

1) **精准化适应症**。现在鼻唇沟适应症占90%以上，嗨体专攻颈纹、熊猫针专攻眼下，其他部位包括额纹、手部、私密部位等；2) **补水复配制剂**。国外产品有复配甘露醇和其他一些成分；3) **打造品牌**。当产品技术创新属性不显著时或无明显差异化优势时，品牌力是竞争的核心，打造品牌影响力、塑造高端或高品质的品牌形象，是国内厂家的必修课。

B

细分赛道2：再生类注射剂 竞争格局良好，或诞生重磅产品

- 目前合规市场竞争格局非常好，获批产品仅有3款且产品设计、市场定位均有较大差异性；在研产品距离上市仍有至少2-3年。
- 预计未来3-5年市场处于迅速增长、合规产品上市提高渗透率将蛋糕做大的发展黄金期。
- 市场增速来自非合规市场的替代+渗透率提高带来的市场增量：非合规的水货市场约有10亿元；合规产品上市后可以进行合规的市场教育，参考审美较为接近的韩国和台湾，国内市场渗透率约有10倍增长空间，预计到2025年市场规模达到32亿元。其中少女针一家将占据半壁江山，该细分赛道或将诞生至少2款10亿重磅产品。

再生类注射剂:玻尿酸2.0版本，在技术原理上拥有革命性优势

- 再生类注射剂包括俗称的童颜针、少女针、婴儿针，通常包含传统的玻尿酸及高分子微球，同时兼顾即时饱满效果和长期填充作用。
- 短期通过玻尿酸有一个即时填充的效果，长期通过微球刺激机体自身胶原蛋白的合成，相较于注射的玻尿酸不会出现移位的情况，效果更自然；而且微球的代谢周期更长，相较于单纯玻尿酸注射，效果维持时间更长。

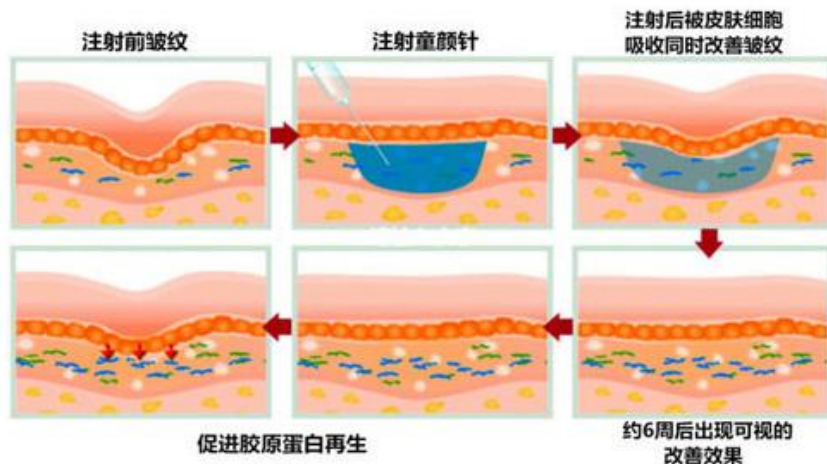


图7. 童颜针作用机理

再生类注射剂值得关注的技术难点

- 生产端：颗粒较大容易产生硬结，初代sculptura硬结率为20%；关键在于颗粒大小；
- 剂型：粉针+利多卡因+水混合后易形成沉淀，沉淀会增加硬结风险，因此预灌封效果更好；
- 使用端：注射层次更深，因此注射难度相对更高；注射层次过浅，存在结节风险。

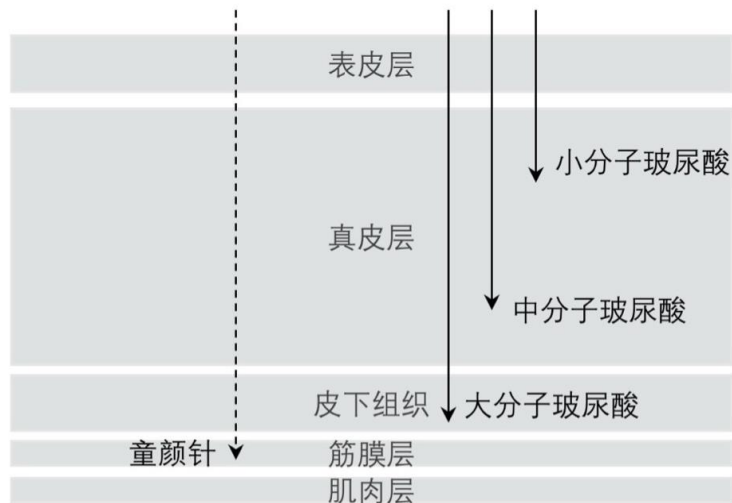


图8. 童颜针和传统玻尿酸注射剂相比注射层次更深

童颜针、少女针名称多样，作用机理不同但殊途同归

- 目前已上市的三款再生类注射剂，华东医药的产品伊妍仕俗称“少女针”，爱美客和长春圣博玛产品俗称“童颜针”，此外水货市场还存在“婴儿针”。尽管这类产品名称不同，不像玻尿酸注射剂主要成分均为玻尿酸，因此可统一用玻尿酸代称；再生类制剂中成分不止一种，多为玻尿酸加上一种高分子聚合物，因此各家产品往往会有不同名称指代，但是均为（类）玻尿酸+高分子聚合物以达到即时效果和长期效果，因此本质上是属于同一类产品。
- 具体来说，童颜针和少女针的区别区别在于：
 - 初代童颜针仅含有PLLA或其他胶原蛋白刺激微球，不含有玻尿酸或其他即时填充物质；二代的童颜针配方为PLLA+玻尿酸，可以达到即时效果和长期效果。
 - 少女针为CMC+PCL成分，一个负责即时填充、一个负责刺激胶原蛋白重生达到长期效果。

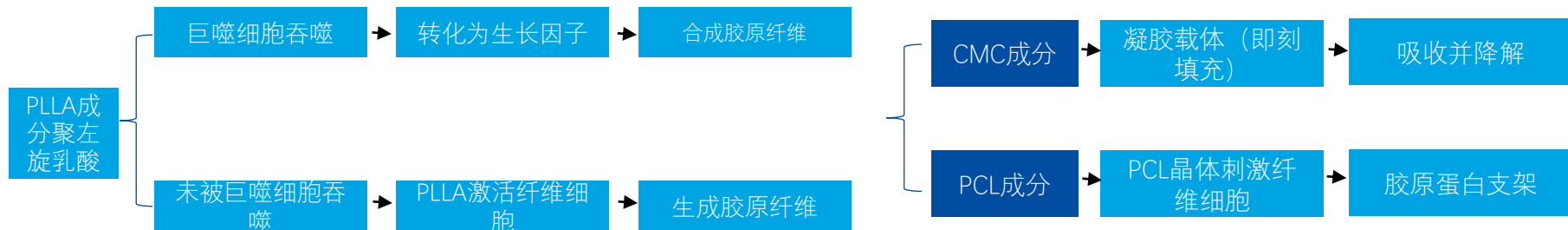


图9. 童颜针和少女针的作用机理图示

起于欧美兴于亚洲，国内10亿水货市场亟待正规产品替代

- 欧美使用较早，侧重于医而非美；但是欧美的需求量不高，因为审美的不同，在亚洲地区需求量更大；
- 国内虽然从2021年4月才开始批准首个童颜针产品，但是非法使用的水货市场一直存在，大约存在10款水货产品，水货市场大约10亿左右；目前获批的合规产品只有3款，而整个再生类制剂的市场空间足够至少5-6款不同定位产品的存在。

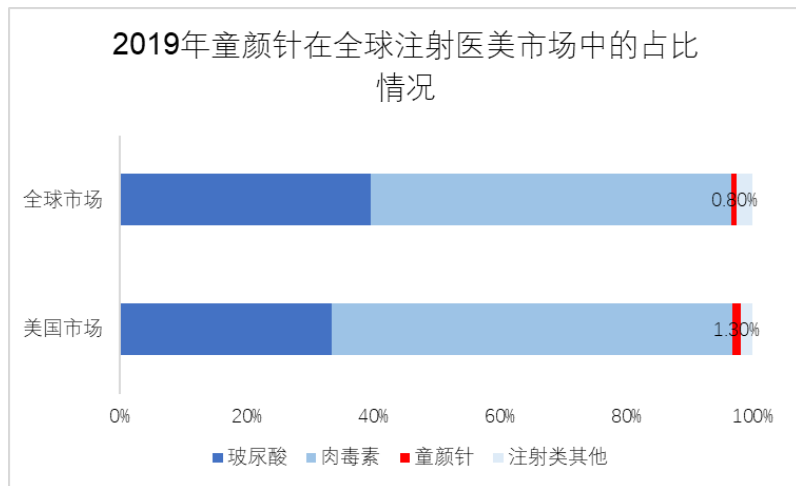


图10. 全球注射项目中童颜针目前占比较低

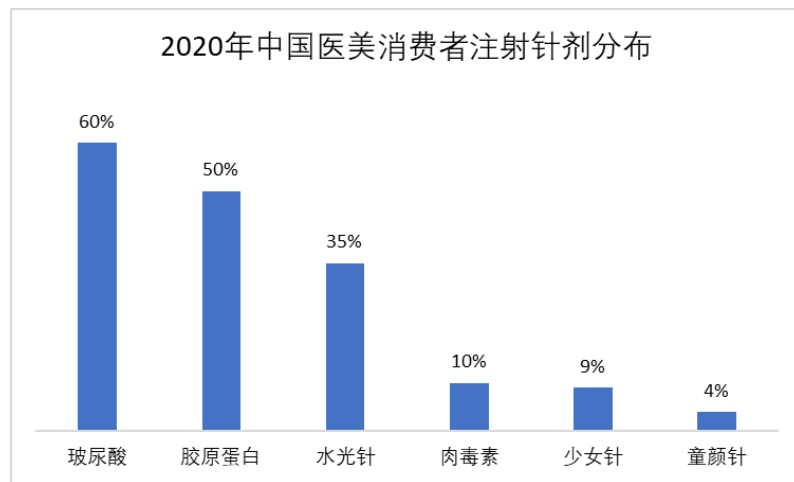


图11. 我国医美市场中注射项目中童颜针占比同样较低

市场渗透率仍有10倍增长空间，预计到2025年超过32亿

- 对比台湾和韩国市场，中国再生类注射剂的合规市场方兴未艾，未来有约10倍渗透率增长空间；
- 预计到2025年市场，国内再生类注射剂的市场规模可以达到32亿以上*。

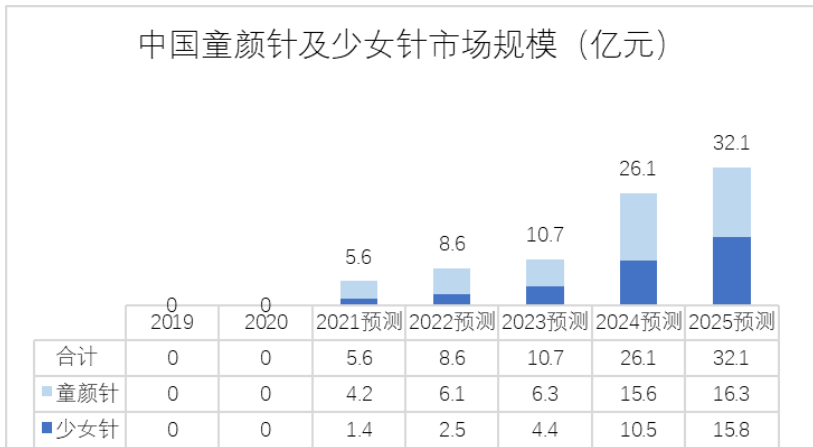


图12. 国内童颜针和少女针市场空间2025年超过32亿元

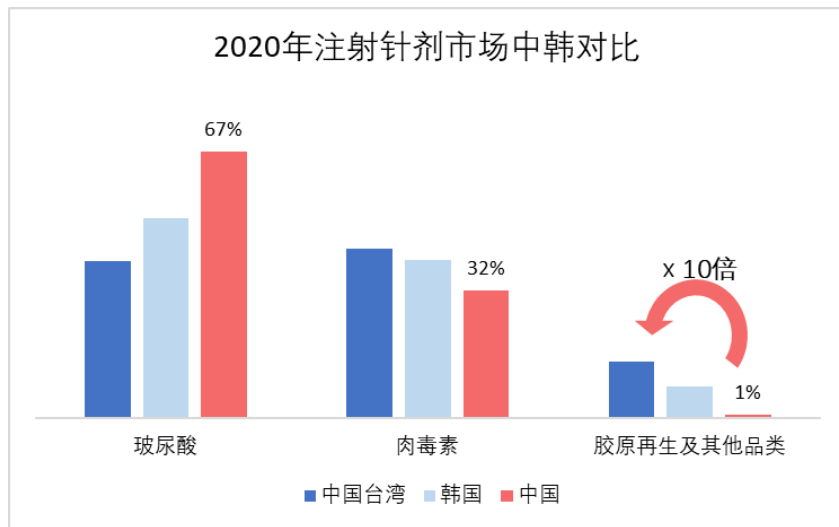


图13. 对比韩国和台湾市场，渗透率有10倍增长空间

数据来源：头豹研究院，财通证券研究所

*预测数据来源：头豹研究院

三驾马车率先入场，华东医药少女针独占高端市场

- 目前已上市的三款再生类注射剂中，长春圣博玛(一代产品，仅含有胶原刺激的PLLA微球)和爱美客的两款产品定位中低端市场，每次注射价格在8000-1万元左右；华东医药的少女针定位高端市场，终端价格在1.8万元左右，市场定位具有差异化优势。
- 在研的产品中进度最快的是四环医药，预计在2023年推出二代少女针；其次是高德美的sculptra属于初代童颜针，即仅含有胶原刺激微球、不含有即时填充物质，与目前已上市的再生类注射剂相比优势不显著，且上市时间落后约3年左右。

玻尿酸+微球

	已上市		定位	终端价格	上市时间
	华东医药	伊妍仕（少女针）	高端	1.8万元	2021.4
	长春圣博玛	艾维岚（初代童颜针）	低端	8000元	2021.8
	爱美客	濡白天使（二代童颜针）	低端	1万元	2021.9

	临床中		定位	进展	预计时间
	江苏吴中/ 韩国Regen	爱塑美（初代童颜针）	/	临床III期	2022-2023
	高德美	sculptra（初代童颜针）	/	临床	2024
	尚礼	初代童颜针（对标sculptra）	/	临床	2025-2026
	四环医药	一代童颜针	/	动物试验	/
		二代少女针	/	动物试验	/

图14. 再生类制剂已上市及在研产品

细分赛道3：肉毒素

注射类壁垒最高的赛道，赛程进入下半场

- 肉毒素虽然是目前国内最成熟的品类之一，但仍然具有较大市场增量空间。随着非合规市场的替代以及适应症扩展，国内肉毒素渗透率有望进一步提高，预计到2025年肉毒素市场规模有望接近120亿元*。乐提葆、吉适入场终结双雄时代；德国西马、韩国绿毒、爱美客即将达到战场，竞争即将白热化。
- 告别传统肉毒素，下一代肉毒素产品各显其能：更长效、更快起效、新剂型。数十年传统肉毒素之间同质化竞争之后，肉毒素迎来发展新纪元，真正意义上的创新产品进入关键临床阶段，显现出极大的商业化潜力：
 - Revance公司的长效肉毒素，可以实现效果维持6-9个月，超过保妥适50%；
 - Bonti公司的E型肉毒素，可以实现24h起效、效果仅维持1个月，可以作为长效肉毒素的“试用装”，还可用于缓解急性疼痛以及抑制疤痕；
 - Eirion公司开发的外用涂抹型肉毒素更是具有极大吸引力，有望极大提高渗透率。
- 同质化竞争时代产品性能差距不显著，因此差异化的市场定位（包括价格和适用部位）及对于终端机构更有驱动力的定价策略是制胜关键；然而，这一时代将被在研的“技术型”选手终结，从同质化竞争步入真正的创新比拼。

肉毒素：功能单一却无可替代，应用广泛市场广阔

- 功能单一但无可替代：肉毒素通过抑制乙酰胆碱的释放抑制肌肉的收缩，从而强行遏制动态皱纹的形成。玻尿酸、再生类注射剂或光电设备可以用于填充静态皱纹，相互之间存在市场竞争的情况，肉毒素抑制动态皱纹形成的功能暂时无法取代，且可以向其他医学应用拓展。
- 应用范围广阔：医学+美学双应用。
 - 美学适应症从面部拓展到腿部、肩颈等部位；
 - 医学适应症包括先天肌肉力量不一致、汗腺分泌问题等；

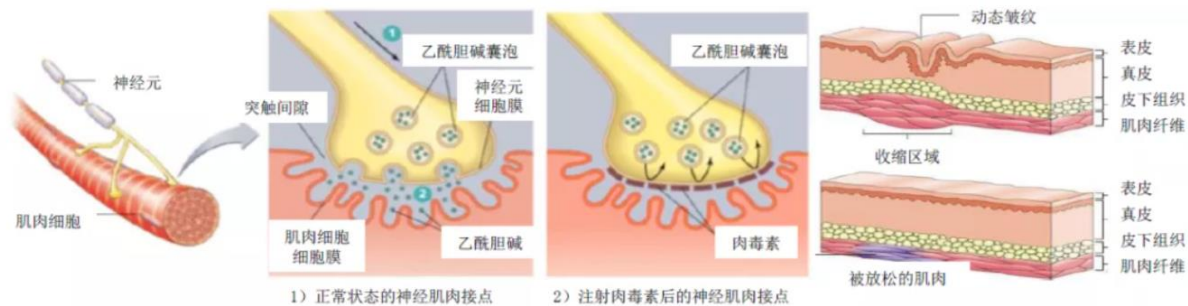


图15. 肉毒素除皱作用机理

肉毒素：功能单一却无可替代，应用广泛市场广阔

治疗类型		医疗美容	
症状	瘦脸	除皱	瘦腿瘦身
用法用量	每侧咬肌30-60个单位	每个部位8-6个单位	每块肌肉200个单位左右
治疗类型		局部肌张力障碍	
症状	斜颈	频繁眨眼（眼睑痉挛）	四肢肌张力障碍
用法用量	每隔3-4个月注射100-300个单位的A型肉毒素，较小的肌肉注射1针，较大的可注射2-4针		
治疗类型		痉挛	
症状	中风	面瘫	耳鸣
用法用量	根据严重程度，每1-2个月注射100-300个单位的A型肉毒素		
治疗类型		疼痛管理	
症状	慢性腰痛		药物滥用头痛
用法用量	每隔3-4个月注射20-100个单位的A型肉毒素		
治疗类型		平滑肌多动症	
症状	括约肌功能障碍	尿频、尿不尽（膀胱平滑肌过度活动）	良性前列腺肥大
用法用量	每隔3-4个月注射100-300个单位的A型肉毒素		
治疗类型		腺体活动旺盛	
症状	流涎症（唾液腺）	多汗、狐臭（腋下汗腺）	过敏性鼻炎
用法用量	每隔2-3个月注射50-100个单位的A型肉毒素		

图16. 肉毒素可应用适应症

肉毒素制剂值得关注的 key 产品参数

1. 弥散度（指药物作用超出了本身注射的部位，扩散到了非目标区域）：衡力弥散度最大（即最差），其他都类似；
2. 代谢时长：目前市场上国内外肉毒素持续时间都是4-6个月（Revance临床效果6-9个月，目前还未上市）
3. 耐药性：主要跟注射间隔有关，注射频率高更容易耐药；此外一次性注射剂量大，耐药性风险更大；
4. 过敏：和使用的辅料有关。衡力：蔗糖、右旋糖苷、明胶（猪或牛身上提取，易产生过敏）；其他三款：人源白蛋白，不易产生过敏；即将在国内上市的德国西马是唯一一款不含有任何辅助蛋白的产品，没有任何过敏风险；
5. 起效时间：差不多，吉适起效最快；
6. 分子量：大多在300-900kD范围内，德国西马和未上市的Revance肉毒素仅有150kD，在大剂量注射时有一定优势；
7. 剂型：大多是冻干剂型，且需要冷链运输；吉适拥有液体剂型；德国西马和未上市的Revance肉毒素可以常温保存。

渗透率仍有提升空间，预计到2025年达到120亿

- 渗透率不足1%，相较于海外成熟市场仍有极大增长空间：根据新氧官网的统计数据，2019年中国肉毒素注射项目总诊疗量为336万例，渗透率仅为0.24%；ISAPS数据显示，2019年美国肉毒素项目诊疗量约769.8万例，渗透率为4.3%。
- 2019年国内肉毒素市场份额是6亿美元，渗透率约为2%，每年超过20%的速度在增长；参考海外市场渗透率，2025年国内的肉毒素市场份额可能达到18亿美元（约为117亿人民币）。

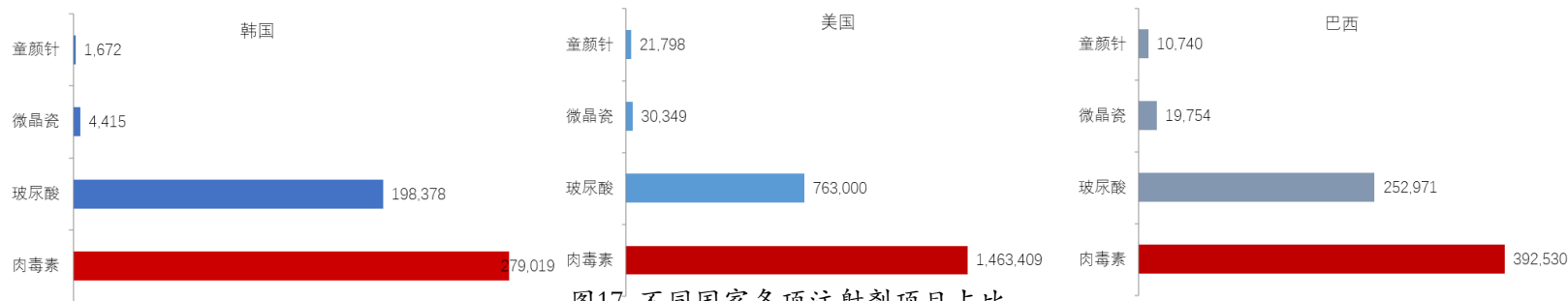


图17. 不同国家各项注射剂项目占比

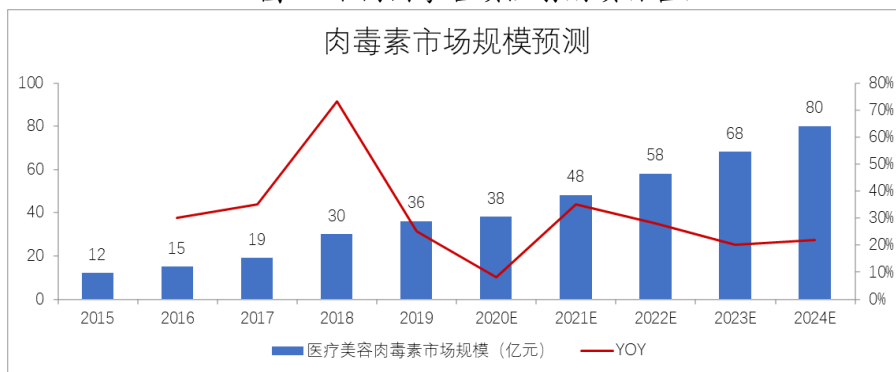


图18. 国内肉毒素市场2025年有望达到120亿元

市场增速双动力：取代水货市场+适应症不断拓展

- 随着获批合规产品增多，水货市场缩水，合规市场份额扩张。水货市场主要是粉毒、白毒和绿毒，而这些韩国产品已在2020年获批或在未来两三年中即将获批，因此合规市场份额有望进一步增大；
- 适应症不断拓展：从美学到医学应用，从面部到身体。
 - 医学适应症包括先天肌肉力量不一致、汗腺分泌问题等；
 - 美学适应症从面部拓展到腿部、肩颈等部位，身体应用的拓展将增加肉毒素的需求量。面部：眉间纹、鱼尾纹各20单位，抬头纹30-40单位，v-line大约20单位；身体：瘦肩针200单位，瘦腿针200单位，瘦脸100单位。

肉毒素水货市场被韩国产品垄断

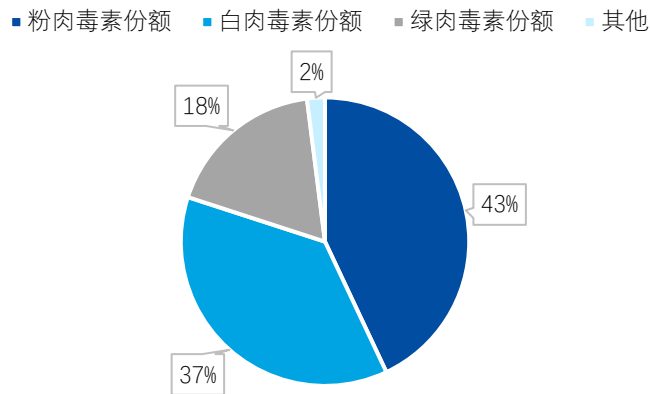


图19. 国内肉毒素水货市场被韩国产品垄断

双雄变四强，乐提葆差异化定位风头正盛

- 乐提葆在市场定位上具有差异化，介于保妥适和衡力，定位为轻奢肉毒素，瞄准有一定支付能力的年轻人；适用部位主要为面部。乐提葆上市后放量迅速：乐提葆2020年10月获批了100单位肉毒素，2021年2月获批了50单位，截至2021年6月底，已经覆盖超过1500家，头部500家机构已经覆盖超过380家；2021年上半年发货接近20万瓶。
- 吉适在价格上与保妥适在同一价位，但适用部位与保妥适的面部不同，吉适主要用于腿部和肩部，这就导致用量较大，因此单个客户消费总价将显著贵于保妥适（至少2倍）。这导致其目标客户较保妥适目标客户要求具有更高支付能力，也就导致其目标客户人群受限，这一点从吉适上市后放量有限也可以得到验证。

现行肉毒素品牌区别				
品牌	人群	部位	价格	定位
乐提葆Letybo	时尚年轻人	瘦脸/下颚缘提升	超高性价比	轻奢
保妥适botox	贵妇	除皱	贵	精准可控
吉适dysport	贵妇	瘦腿瘦肩	贵	皇家肉毒
衡力Heng Li	学生	瘦脸	便宜	国货之光

图20. 乐提葆定位具有差异化，避免与保妥适直接竞争

海外销售top选手陆续入局，在研产品八仙过海各显神通

- 目前在研的肉毒素至少有5家，其中商业化进展最快的是德国Merz/精鼎医药的Xeomin，预计将于2021-2022上市；根据Xeomin海外售价与保妥适接近（\$8-17/单位 vs. \$10-15/单位）推测其定位与保妥适类似，均为高端产品。
- 德国西马，唯一不含任何辅助蛋白的“裸肉毒素”：去除辅助蛋白的同时仍可保持肉毒素的稳定性，大大降低抗药性（Xeomin 0.6% VS BOTOX/Dysport 7.0%）；因不含有辅助蛋白故无需冷藏保存，常温（<25摄氏度）环境下可稳定储存48个月）；其他产品在2-8℃的环境中储存24个月；美国销量第三、欧洲销量第二。
- 韩国的绿毒和爱美客的Hutox定位均较为低端，并分别适用于面部和身体，有望通过优于衡力的效果抢占衡力的市场份额。

肉毒素

	已上市	商品名	适用部位	定位	出厂定价	终端定价
	艾尔建	保妥适	精细化部位	高端	2000	4000-6000
	兰州生物所	衡力	中大部位	低端	600-700	1000-2000
	韩国hugel/四环医药	乐提葆	中小部位	轻奢	1200	3000-5000
	英国ipsen	吉适	大面积部位	高端	1800	4000-6000

	临床中	商品名	适用部位	定位	进展	预计时间
	Merz/精鼎医药	Xeomin	精细化部位	高端	已完成临床试验	2022
	韩国大熊制药/绿毒	Nabota	精细化部位	低端	III期	2022-2023
	韩国Huons/爱美客	Hutox	大面积部位	低端	III期	2023-2024
	Revanche/复星医药	RT002	精细化部位	/	III期	2024-2025

告别双雄时代，肉毒素下半场看谁？

肉毒素产品研发三个方向：更长效、更短效、新剂型

- 更长效：
 - 美国Revance：用专利多肽取代传统人血清蛋白，拥有更高肉毒素亲和力、可以延缓肉毒素扩散，从而提高作用时间，临床结果显示Revance肉毒素有效时间达到6-9个月，超过保妥适50%（3-4个月）；同样不含人源或动物源蛋白，可以支持常温储存。
- 更短效、更快速：
 - Bonti公司（后被艾尔建收购）：开发的E型肉毒素EB-001约24h起效、持续时间约1个月。短效肉毒素可以用于缓解急性疼痛以及抑制疤痕作用（通过放松伤口周围的肌肉、降低伤口组织的张力）；此外，短效肉毒素还可以作为A型肉毒素的“试用装”、提高肉毒素的渗透率。目前已完成II期临床。
- 新剂型：
 - Eirion公司：开发外用涂抹型A型肉毒素ET-01（需结合特定设施pre-treatment，创造暂时的微孔micropores便于肉毒素的吸收），预计今年开展2b临床试验，有望于2025年在美国获批上市。
 - 昊海生科获得ET-01在中国地区的商业化权利。2021年3月，昊海生科公告以3100万美元认购Eirion公司约13.96%的股权，同时以800万美元预付款获得其旗下在研产品ET-01、注射用A型肉毒素AI-09（液体）等在中国地区的独家权益。昊海生科预计将与美国同步在中国开展上述2个适应症的III期临床试验。

注射类壁垒最高的赛道，赛程进入下半场

- 肉毒素作为注射类唯一萎缩类产品、应用范围最广的产品，国内渗透率相较于海外成熟市场仍有较大增长空间；且随着合规产品的不断上市，非合规的水货市场将被合规市场进一步挤压。故肉毒素虽然是目前国内最成熟的品类之一，但仍然具有较大市场增量空间。
- 传统肉毒素同质化竞争时代：2020年以前，市场上合规产品仅有保妥适和衡力两款，且定位区别显著（高端、低端），以6:4比例占据全部合规市场，市场地位较为稳固；2020年以后英国的吉适和韩国的乐提葆获批上市，其中乐提葆定价略低于保妥适，定位为高性价比的轻奢型肉毒素，由于其差异化市场定位放量显著；反观吉适，由于其定位及定价与保妥适高度重合，但市场认可度远不及保妥适，故上市后放量不明显。
- 告别传统肉毒素，下一代肉毒素产品各显其能：更长效、更快起效、新剂型。数十年传统肉毒素之间同质化竞争之后，肉毒素迎来发展新纪元，真正意义上的创新产品进入关键临床阶段，显现出极大的商业化潜力：Revance公司的长效肉毒素，可以实现效果维持6-9个月，超过保妥适50%；Bonti公司的E型肉毒素，可以实现24h起效、效果仅维持1个月，可以作为长效肉毒素的“试用装”，还可用于缓解急性疼痛以及抑制疤痕；Eirion公司开发的外用涂抹型肉毒素更是具有极大吸引力，有望极大提高渗透率。
- 同质化竞争时代产品性能差距不显著，因此差异化的市场定位（包括价格和适用部位）及对于终端机构更有驱动力的定价策略是制胜关键；然而，这一时代将被在研的“技术型”选手终结，从同质化竞争步入真正的创新比拼。
- 目前来看，主要的创新肉毒素产品主要集中在美国，且还在临床阶段，国内肉毒素在研管线中除了复星代理的Revance肉毒素有显著创新，其余产品仍是传统肉毒素的同质化竞争，对于华东医药来说，上述竞争策略仍奏效；但需要注意的是，昊海生科获得了Eirion公司的涂抹式肉毒素的中国权益，提前布局创新肉毒素产品，有报告指出与华东医药合作的韩国Jetema也有E型肉毒素布局，但未获确证。如果有，华东有望在肉毒素下半场竞争中拥有一定战斗力；如果没有，华东最终只能凭借销售长项与同质化产品厮杀，随着肉毒素渗透率的提高，大概率还是可以喝到汤。

细分赛道4：体重管理 为医美增速注入新动能的黄金细分赛道

D

- 合规减肥药物市场一片蓝海，利拉鲁肽用于体重管理市场前景广阔，且竞争格局良好。值得关注的是GLP-1类用于减肥最大的问题在于每日注射是否可接受，影响到它的渗透率有多少。
- 医美塑形市场广阔，预计超过170亿元。医美塑形方法分为手术类和非手术类，两者受众重合度不高，不存在直接竞争。
- 非手术类减脂，尤其是冷冻溶脂，订单量增速显著。冷冻溶脂相比其他非手术类减脂项目优势显著：对其他组织细胞损伤低、减脂效果相对较好、完全无创、痛感有限。
- 冷冻溶脂仪器竞争格局良好，目前国内仅有一家获批，国际市场也仅有三家。

体重管理：当代年轻人关注的重点领域

体重管理主要包括三种方式：1) 生活方式干预；2) 药物干预；3) 医美手段。

1) 生活方式干预：热量摄入和增强运动，依从性较差；

2) 药物干预：对于BMI \geq 28KG/M²或BMI \geq 24KG/M²并伴有高血脂、高血压、糖尿病等肥胖相关疾病的患者推进药物治疗。FDA获批药物有以下五种，而国内获批肥胖症药物仅有奥利司他一款（且奥利司他仅能抑制脂肪的吸收不能抑制碳水的吸收，因此仍需配合低碳水饮食、体重控制效果有限），药物选择非常有限；

3) 医美手段：包括吸脂手术、冷冻溶脂、超声溶脂等侵入性治疗方式。

商品名	通用名	成分与功效
Alli	奥利司他	脂肪酶抑制剂，抑制肠道吸收脂肪
Xenical	奥利司他	脂肪酶抑制剂，抑制肠道吸收脂肪
Belviq	氯卡色林	选择性5-羟色胺受体激动剂，增强饱腹感
Adipex-P	芬特明	食欲抑制剂
Suprenza	芬特明	食欲抑制剂
Qsymia	芬特明和托吡酯缓释胶囊	食欲抑制剂
Contrave	盐酸纳曲酮与盐酸安非他酮缓释片	增加新陈代谢率，控制食欲
Saxenda	利拉鲁肽	食欲抑制剂

图22. 美国获批减肥药物

利拉鲁肽减重效果好，国内布局玩家少

- **利拉鲁肽的体重管理效果获得FDA认可：**2014年FDA批准诺和诺德的利拉鲁肽Saxenda适应症由II型糖尿病拓展到肥胖治疗领域，适用人群为BMI指数 ≥ 27 且有肥胖相关并发症或BMI ≥ 30 ，以及12-17岁体重超过60kg的儿童。临床结果显示，Saxenda治疗52周可以使肥胖患者体重相比安慰剂降低4.5%，使患有糖尿病的肥胖患者体重相比安慰剂降低3.7%。
- 目前国内进入临床阶段的利拉鲁肽肥胖适应症的只有三家：

减肥药物

厂家	产品	对照组	入组条件	临床进展	剂型	预计上市
江苏万邦	利拉鲁肽生物类似物	不含利拉鲁肽的模拟剂	BMI ≥ 30 KG/M ² 或BMI ≥ 27 KG/M ² 并伴有肥胖相关疾病	III	3ml:18mg	2022
华东医药/九源基因	利拉鲁肽生物类似物	安慰剂	BMI ≥ 30 KG/M ² 或BMI ≥ 27 KG/M ² 并伴有肥胖相关疾病	III	3ml:18mg (注射笔)	2022
爱美客/诺博特	利拉鲁肽生物类似物	利拉鲁肽	体重 ≥ 50 KG,BMI指数在19-26KG/M ²	I	3ml:18mg	2025-2026

图23. 国内布局利拉鲁肽的厂家仍较少

利拉鲁肽减重的用药路径：医+美两条腿走路

- 由于体重管理兼具“医”与“美”的特殊属性，其处方路径相较于普通药物则更加多样化：
 - 1) 与糖尿病管理药物一样，患者到医院的内分泌科就诊，确诊符合用药标准后，由医生开具利拉鲁肽用于减重的处方，患者凭处方购药，并每日在家中自行注射，4周后去医院复诊并开具下一疗程处方；
 - 2) 与医美项目类似，患者到符合资质的医美机构就诊，由具有资质的医生确诊符合用药标准后，由医生开具利拉鲁肽用于减重的处方，后续流程与1)相同。(目前仍无先例)

因此对于药企而言，利拉鲁肽的推广渠道就包括医院的内分泌科和医美终端机构两条路，且两条路线的渠道人员、甚至推广方式无法共享，因此大多数企业只能兼顾其中一条。

- 以在研的三款利拉鲁肽所属厂家为例：
 - 1) 江苏万邦前身为徐州生物化学制药厂，现为复星医药成员企业；管线主要为仿制药，在糖尿病领域产品丰富，包括胰岛素、恩格列净、格列美脲、精蛋白胰岛素等，与华东医药一样在糖尿病领域有既有的渠道资源；
 - 2) 尽管爱美客的利拉鲁肽开展了糖尿病适应症，但其并不具有糖尿病领域的渠道资源，且其子公司诺富特亦不具有（北京诺富特于2016年11月成立控股子公司诺博特，开展基因重组蛋白药物重组人胰高血糖素样肽-1（GLP-1）类似物产品的研究及开发；目前并无产品上市）；
 - 3) 华东医药自身布局有阿卡波糖，也布局有医美产品的销售团队，因此两条路线都能走通，在渠道和销售团队上相对更有优势。

合规减肥药市场一片蓝海，2025年有望超过120亿元

- 截止2019年，我国18岁以上超重及肥胖人口规模达到1.92亿人，历史CAGR为5.2%；假设未来仍保持同等增速，预计2025年超重及肥胖人口有望达到2.65亿人；
- 参考利拉鲁肽降血糖适应症在国内的中标价格：400元/盒，则年化治疗费用约为2.3万元；
- 假设2023年获批首款用于减重适应症的利拉鲁肽注射剂，假设由于注射剂型影响，国内2023、2024、2025年渗透率为0.08%、0.15%、0.2%，则预计到2025年国内合规减肥药市场有望超过120亿元。

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
超重及肥胖人数/亿人	1.92	2.03	2.14	2.26	2.38	2.51	2.65
YOY	5.52%	5.52%	5.52%	5.52%	5.52%	5.52%	5.52%
利拉鲁肽渗透率					0.08%	0.15%	0.2%
利拉鲁肽用于减重的年化费用/元	23333.3	23333.3	23333.3	23333.3	23333.3	23333.3	23333.3
市场规模/亿元					44.4	87.9	123.7

图24. 国内合规减肥药市场2025年有望超过120亿元

医美塑形助力体重管理，手术/非手术方法各有千秋

- 医美塑形手段可以分为手术方法和非手术方法：
 - 手术方法：主要是通过手术方法吸出脂肪，通过一个小切口将吸头置入脂肪组织中，凭借负压将脂肪细胞吸出。
 - 非手术方法：主要是通过冷冻、射频、超声方法将脂肪细胞溶解，然后被人体代谢除去。
- 手术方法和非手术方法之间不存在直接竞争，因为两者的目标客户不同。
 - 手术方法减重效果最显著，因此适用于体重基数较大、减脂量大且对价格较为敏感的客户；
 - 非手术方法减脂效果不如手术吸脂，更适合局部减脂、体重基数不大、皮肤松弛有紧致需求的客户，且非手术方法可以与手术方法结合，起到更好的效果。

	冷冻溶脂	射频溶脂	超声溶脂	手术吸脂
原理	利用甘油三酯在4摄氏度左右会凝固的原理利用负压冷冻吸头在局部组织处创造4-6摄氏度环境，使得组织处的脂肪细胞因冷冻损伤启动细胞凋亡程序，凋亡的脂肪细胞会随着新陈代谢排除体外，从而达到脂肪减少的效果；该温度不会对其他组织细胞造成损伤。	利用射频热能将脂肪细胞溶解，液化后的脂肪细胞会随着新陈代谢自然排出，从而达到减少脂肪的作用	利用低能超声波聚焦产生的空化效应引起脂肪细胞膜的选择性破坏，而周围的结构不受影响，被破坏的细胞再由巨噬细胞吞噬，达到减脂的效果	通过一个小切口将吸头置入脂肪组织中，凭借负压将脂肪细胞吸出
有创性	无创	微创	无创	有创
麻醉方式	局部麻醉	局部麻醉	局部麻醉	全身麻醉
术后恢复	结束治疗当天即可自由活动，无需穿戴塑身衣			恢复时间长，需要穿戴塑身衣3-6个月
减脂效果	一次减脂20%左右，同一部位需要2-3次起效；减脂相对较为均匀	一次减脂20%左右，同一部位需要2-3次起效；	一次减脂20%左右，做三次可以达到25%左右	减脂量没有限制，且一次有效；但减脂后可能会出现凹凸不平的情况
起效时间	6周	即刻有效	2-8周	即刻有效
适合人群	适合需要局部减脂、体重基数不是非常大的人群	适合需要局部减脂、体重基数不是非常大且皮肤松弛有紧致需求的人	适合需要局部减脂、体重基数不是非常大的人群	适合体重基数大、减脂量大的人群
价格	最高（每点8000元左右）			最低
厂家品牌	酷塑（美国艾尔建）	既塑Trusculpt 3D（美国CUTERA） 磁雕精灵（以色列维缇） 薇拉VelaShape III（以色列赛诺龙）	优立塑UltraShape（以色列赛诺龙） 热立塑UltraShape（美国索尔塔）	产品较多，不在此枚举

图25. 医美减脂方法比较

手术吸脂无法满足所有减重需求，非手术溶脂大有前景

- 传统的负压吸脂由于吸脂后可能会出现凹凸不平、塑形效果不好、安全性不高等原因被逐渐抛弃，目前主流的吸脂技术包括水动力辅助吸脂、射频/超声/激光辅助吸脂等，相较于传统的负压吸脂，可以有效减少以上副作用，尤其是射频辅助的方法，可以在吸脂之后起到皮肤紧致的作用。
- 手术吸脂需要全麻、手术创伤大、术后恢复时间长，这些是手术吸脂所无法避免的。因此手术吸脂吸引的客户群体仍然是那些体重基数大、吸脂量较大、对价格较为敏感的人群。对于一些体重基数不大、有局部塑形需求的客户来说，没有手术吸脂的必要，非手术方法可以提供更加无痛、微创、局部针对性强的方法，满足这部分客户的需求。

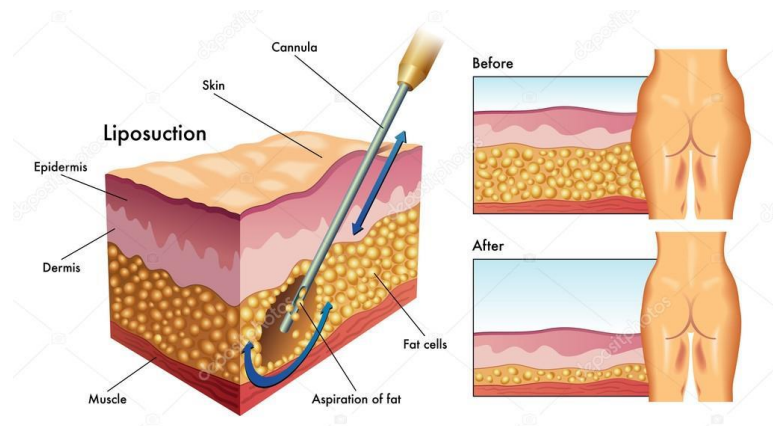


图26. 手术吸脂原理

医美塑形百亿市场空间广阔，冷冻溶脂复合300%增速迅猛

- 医美塑形（医美方法进行体重管理）市场为医美赛道的高增速提供新动能。根据预测，医美塑形市场规模在2022年有望超过170亿元，预计CAGR达25%，高于医美整体市场的18%。
- 其中，非手术方法的溶脂项目近年来发展势头迅猛。根据美团数据，过去三年冷冻溶脂/射频溶脂/超声溶脂订单量年均复合增速分别为318%/158%/216%，冷冻溶脂增速更是远超其他两种。
- 这三者比较来看，射频和超声均可结合手术吸脂来进行，既可作为手术吸脂后的局部皮肤紧致，也可以结合微创方法在溶脂后将脂肪吸出体外，因此只有冷冻溶脂是完全无创的；且冷冻溶脂利用了脂肪细胞对于低温更加敏感的特性，对其他组织细胞的损伤相较于射频和超声更小，安全性更高。

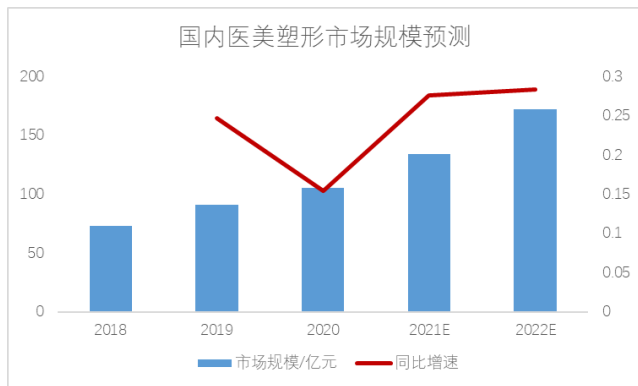


图27. 医美塑形市场2022年有望超过170亿元

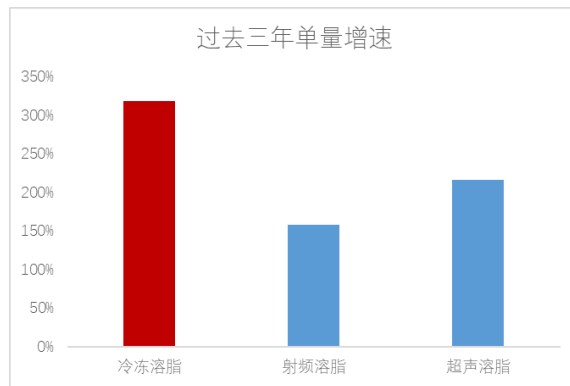


图28. 冷冻溶脂项目单量远超其他

冷冻溶脂仪器竞争格局良好，点卡模式带来持续收入

- 目前国内仅有艾尔建酷塑®产品2018年获批上市，国际市场中其他厂商包括韩国恩盛、High Tech 共三家，市场中现有玩家少，竞争格局较好。
- 高客单价为机构端带来高推广动力。通常单只手臂需要一个点，腹部按照个人情况可能需要2-4个点，且通常需要2-3次治疗才能起效，因此以一个做腹部溶脂的患者为例，假设2个点/次，做3次，需要4.8万元左右。
- 设备+点卡销售模式，厂商收入随着项目量提高而不断滚雪球。以酷塑®为例，医院端以50万元购买设备或租赁设备后，仍需以2.88万元的价格购买卡（包含16或24个点次），平均每个点次1200-1800元；患者也是按照点次付费进行冷冻溶脂治疗，平均价格在8000元/点。

设备供应商	设备名称	参考价格
艾尔建	酷塑	6000-12000/部位/次
华东医药	Cooltech	4000-8000/部位/次
恩盛	CoolShaping	600-1000/部位/次

图29. 冷冻溶脂仪器市场竞争格局良好

关注标的



E

- 少女针销售不负期待，多款重磅产品蓄势待发。

少女针（Ellanse）于2021年8月正式开始销售，预计到2021年底（4个月）销售额达到1.5亿元，2022年目标销售额在6-7亿元，销售放量非常迅猛，成功打消市场对于华东医药在医美领域市场推广和销售能力的担忧；少女针也将成为华东医药自身首个真正意义上的爆款产品。

此外，公司医美管线中还有多款重磅产品进度领先，蓄势待发：1) 用于减重适应症的利拉鲁肽，有望成为首款获批产品；2) PerfectHA及Maili玻尿酸，其中高端产品Maili对标乔雅登最顶级系列丰颜，定位更高消费能力人群；3) 冷冻溶脂仪器CoolTech，有望成为继酷塑之后第二款上市的冷冻溶脂仪器，竞争格局良好。

- 全球化BD水平+顶级销售推广能力，铸就医美业务核心竞争力。

拥有高水平全球化的BD能力，能够license-in前沿产品、差异化产品，并且有过关的市场推广和销售能力，是医美公司的最核心竞争力。华东医药通过收购英国公司Sinclair，获得一系列定位高端、全球领先的产品，不仅拥有少女针、高端玻尿酸等注射剂资产，还布局了冷冻溶脂等光电仪器，公司医美管线得到极大丰富，颇具艾尔建风范。

更重要的是，公司同时具有较强的市场推广和销售能力。凭借高端的市场定位，和产品自身过硬的短期和长期效果，少女针上市销售四个月便斩获过亿销售额，有望成为公司首个爆款产品，有望冲击医美板块首个10亿品种。

爱美客(300896.SZ)：当之无愧的爆款制造机

- 当之无愧的爆款制造机，嗨体引领精细化产品研发思路。

公司玻尿酸注射剂“嗨体”2016年获批，凭借其针对颈纹适应症这一差异化产品定位，嗨体在2019年、2020年实现营收2.5亿元、4.5亿元，是当之无愧的爆款产品，在竞争激烈的玻尿酸市场杀出一条活路。

嗨体的成功也让其他医美厂家看到精细化产品定位的巨大优势。2021年4月，艾尔建、高德美等国际医美巨头均推出其适用于唇部填充、鼻背部填充的玻尿酸产品，玻尿酸产品适应范围的精细化已成趋势。

- 产品矩阵日趋完善，多适用部位挖掘应用潜力。

嗨体之后，公司陆续推出熊猫针、冬活泡泡针，均为玻尿酸产品，不同的是熊猫针适用于眼下黑眼圈部位，冬活泡泡针为负压注射针剂（即俗称的“水光针”），通过不同的适用部位充分挖掘玻尿酸系列产品的应用潜力，有望形成完善的玻尿酸产品矩阵。公司重磅产品再生类制剂濡白天使也在今年7月推出市场，有望为公司带来业绩增长的新动能。

此外，公司在研管线包括从韩国Huons引进的玻尿酸、用于减重适应症的利拉鲁肽、第二代面部埋植线、利多卡因丁卡因乳膏等，公司产品矩阵日趋完善。

- 自研王者拥抱外购，借力投资并购快速布局。

公司2018年9月与韩国Huons公司签订Hutox肉毒素的合作协议，获得国内的代理权；2021年6月更是斥资8.86亿元收购Huons25%股权。此外，公司拟于港交所挂牌上市，进一步拓宽募资渠道，立足全球视野，积极拥抱投资并购。

四环生物(000518.SZ)：乐提葆一战成名，成功跨界医美

- 肉毒素产品乐提葆差异化定位，上市以来销售一骑绝尘。

在市场定位上具有差异化，介于保妥适和衡力，定位为轻奢肉毒素，瞄准有一定支付能力的年轻人；适用部位主要为面部。乐提葆上市后放量迅速：乐提葆2020年10月获批了100单位肉毒素，2021年2月获批了50单位，截至2021年6月底，已经覆盖超过1500家，头部500家机构已经覆盖超过380家；2021年上半年发货接近20万瓶。

- 在研管线覆盖十余款产品，布局胶原、再生类、溶脂药品等。

公司与Hugel合作的另一款产品玻尿酸预计2022年在国内上市。此外，公司的医美管线布局有10余款产品，包括再生类注射剂童颜针和少女针、溶脂药物等。预计2023-2025年多款医美产品将获得注册批文，公司医美业务迎来收获期。

核心在研医美产品

序号	品种名称	国内上市情况	国内申报情况	研发阶段	申报时间
1	复合胶原蛋白 (生物发酵来源)填充剂	产品非常少， 动物源性为主	少	立项	2024
2	一代“童颜针”填充剂	无合法上市产品	少	动物试验	2023
3	二代“少女针”填充剂	无合法上市产品	少	动物试验	2023
4	局部改善脂肪容积的 溶脂药品	无	少	立项	2023

昊海生科(688366.SH)：积极拥抱外延，不止玻尿酸

- 外延并购积极拓展管线，布局光电及前沿肉毒素产品。

公司2021年2月以2.05亿元收购欧华美科63.6%股权。欧华美科主要产品包括EndyMed射频美容设备、激光美容设备、玻尿酸填充剂以及在研的首款长效几丁糖填充剂；公司3月以3100万美元参与美国Eirion公司的A轮融资（投前估值1.9亿美元），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的大中华区权益。

- 深耕玻尿酸，差异化定位形成完善产品矩阵。

公司深耕玻尿酸领域，形成了以海薇、姣兰、海魅为主导的完善的玻尿酸产品矩阵，2020年销售量达到70万支。

自研玻尿酸

海薇	塑形，用于鼻部、下巴等
姣兰	填充，用于苹果肌、额头、唇部等
海魅	填充，用于眉间纹

欧华美科

EndyMed	射频美容设备
镭科光电	激光美容设备
Bioxis	玻尿酸及几丁糖生物医用材料

美国Eirion

ET-01	创新外用涂抹型A型肉毒素
ET-02	治疗脱发白发用小分子药物
AI-09	经典注射型肉毒素

图31. 自研+外延并购铸就差异化管线

风险提示

- 研发进展不及预期
- 市场推广及销售不及预期
- 引进产品权益争端风险
- 行业政策风险

分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。



财通证券

CAITONG SECURITIES

谢谢聆听！
THANK YOU