

研究所

证券分析师：芦冠宇 S0350521110002

luyg@ghzq.com.cn

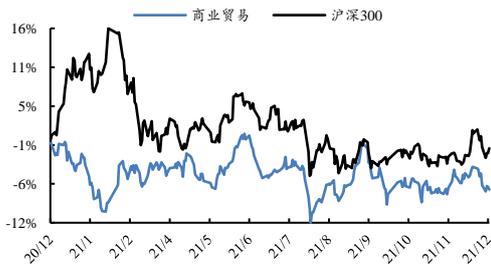
证券分析师：李英 S0350521110003

liy20@ghzq.com.cn

对标成熟市场，探寻竞争格局与龙头路径

——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	-2.3%	-3.2%	-9.0%
沪深300	0.7%	2.0%	-1.2%

相关报告

《——医美行业深度系列：对标成熟市场，探寻行业红利与市场空间（推荐）*商业贸易*芦冠宇》——2021-12-04

摘要：

基于对美韩医美市场的动态竞争格局研究，我们认为：医美上游肉毒素与玻尿酸格局变化，韩国市场参考性或大于美国；但预计中国肉毒素内卷程度弱于韩国，玻尿酸路径在于国产走量+与肉毒素协同；中游低集中度并未随着市场成熟而有太大改善；全球医美龙头路径在于并购+研发打造大单品、B端+C端体系化运营能力强。

投资要点：

产业链：进入壁垒与可复制性共同影响产业链不同环节的利润分配与竞争格局，美韩上游集中/中游分散/下游互联网平台为主，共性大于个性。 1) **上游：**美韩医美产业链均呈现上游竞争格局与利润率更优的特征，略有区别的是，美国竞争格局相对韩国更为集中；FDA 相对 MFDS 更严格，叠加韩国支持医美市场大力发展，韩国上游市场规模虽较小但厂商数量远多于美国，无论是肉毒素还是玻尿酸，其竞争格局的稳定性与集中度均低于美国。2) **中游：**美韩医疗体系均以私立主导，合规医疗美容机构数量多而散，医生个体经营特征明显、CR1 不到 1%；业态上美国机构连锁/单体并存、连锁化率 13%左右，而韩国政策限制连锁化、单体机构扩张以规模驱动为主。3) **下游：**美国搜索引擎广告投放严格监管，韩国侧重社交媒体渠道的口碑传播。

肉毒素：供给端角度，韩国对中国参考性或更高，但内卷程度中国或弱于韩国。 美国医美市场起步早且肉毒素产品数量在 2019 年前仅有 3 款，供给端产品层次亦难言丰富。而韩国市场经验充分体现供给会催化需求，早期外资品牌主导下市场体量小，本土品牌粉毒与白毒获批后凭借高性价比产品催化市场需求，提高肉毒素渗透率并驱动肉毒素市场发展壮大，本土品牌亦于供需错配期共同享受行业成长红利。中国过去肉毒素市场发展弱于玻尿酸，有需求端因素，但供给端产品数量与产品层次亦是制约项，获批产品数量增加与层次丰富有望从供给端催化肉毒素需求，基于这一点我们认为韩国对中国参考性高于美国。而相对韩国，中国面临更大的市场体量+更高的准入壁垒，预计中国市场内卷程度将弱于韩国。

对于中国肉毒素市场格局展望：1) 医美（市场扩容+合规替代+年龄结构升级）与医疗需求支撑下肉毒素市场规模中高速增长明确，叠加价格带空白尚未完全填补，未来 3-5 年竞争态势相对缓和；**2)** 中期同质竞争者数量增多（从审批进度看，预计 2025 年-2030 年间市场竞争者将陆续达到 9 家左右），叠加肉毒素市场增速中枢下移，增量竞争逐渐过渡至存量博弈，价格下行是大概率事件；**3)** 肉毒素品牌间竞争壁垒在于牌

照领先周期（提供积累口碑/抢占份额的时间窗口，领先周期越长壁垒越稳固）、**产品性价比**（无先发优势或先发优势不稳固情形下性价比更高产品亦有望脱颖而出）。

玻尿酸：韩国更具参考性，国产走量+与肉毒素协同或为趋势。与肉毒素逻辑一致，我们认为从供给端角度，韩国也对中国参考性更强。1) 对于国产玻尿酸品牌而言，差异化与下沉市场走量或为突围路径，韩国本土品牌面对瑞蓝与乔雅登等外资品牌也是主打质优价廉、走量逻辑。2) 同时拥有肉毒素与玻尿酸的厂商竞争优势更大。作为全球最大单品，肉毒素适用范围广（医药+医美）、百搭属性强，重要性无需赘述，且其进入壁垒高于玻尿酸，这也导致目前国内厂商均选择代理而非自研布局肉毒市场。“未来五年，没有肉毒素的玻尿酸注射剂将卖不出去”，这一论断有夸张成分，但无论是理论探讨还是成熟市场经验，均显示出肉毒素重要性不容忽视。

龙头路径：并购+研发打造大单品，B端+C端体系化运营能力强。1) 回顾艾尔建发展史，其医美业务布局多通过并购方式切入，收购可以花钱买时间，但也远非一劳永逸，重研发投入+高研发效率方能延长产品生命周期。2) 渠道之于艾尔建，不止于铺货，而是体系化运营赋能医生与机构，强化对B端附加价值。医美同时具备To B与To C属性，这一点无论是上游企业本身还是投资者认知都很充分，但何时开始执行（先发优势）、执行是否到位是产品力之外另一拉开企业差距的因素。3) 艾尔建C端营销不局限于广告，涵盖市场教育/费用节省/支付援助/消费者忠诚计划等一揽子活动；同时艾尔建对美丽理解不止于外在，更关注女性内在力量，赋予品牌文化内涵。4) 艾尔建2015年被收购前十年业绩CAGR 15%左右，市值曾超4500亿元/PE估值中枢30x。

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，持续看好医美行业的增长潜力，给予“推荐”评级。建议关注具有先发优势、产品布局完善的综合性医美龙头爱美客、华熙生物、四环医药、昊海生科、华东医药等。

风险提示：监管政策超预期变化；疫情进一步恶化冲击终端消费；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；医疗资源、医美技术、消费习惯等不确定性影响；重点关注公司业绩不及预期风险；国内外公司的估值并不具有可比性，相关数据仅供参考。

目录

一、 美国：上游稳定，中下游分散，Allergan 龙头地位稳固	6
1、 上游：高进入壁垒+多兼并重组，市场规模大、竞争格局优	7
1) 肉毒素：规模大、格局稳，艾尔建持续居主导地位	10
2) 玻尿酸：体量较大、兼并频繁，艾尔建与高德美份额领先	11
2、 中游：机构连锁化低、区域性为主，医师培养周期长、认证严	14
1) 机构：小而散，连锁化率不到 15%，区域特征明显	15
2) 医师：专科医生制度，培养周期 13 年+，认证较为严格	17
3、 下游：搜索引擎广告投放严格监管，互联网平台削弱信息不对称	18
4、 龙头路径：并购+研发打造大单品，B 端+C 端体系化运营能力强	19
1) 产品：强并购加速医美业务布局，重研发延长产品生命周期	19
2) 渠道：不止于铺货，体系化运营赋能医生与机构，强化对 B 端附加价值	22
3) 品牌：不止于广告，关注内在力量，于 C 端拓展高端品牌力	23
4) 财务：被收购前 CAGR 15%左右，市值曾超 4500 亿元/PE 估值中枢 30x	24
二、 韩国：上游弱于美国，中下游相似，Hugel 跃居医美龙头	25
1、 上游：市场体量小叠加获批厂商多，市场竞争较为激烈	25
1) 肉毒素：市场规模小，竞争较为激烈，龙头三易其主	25
2) 玻尿酸：更小的市场+数倍竞争者，格局弱于肉毒素	28
2、 中游：机构格局分散、单体经营，整形医师培养周期长	30
1) 机构：机构数量众多，区域集群、单体经营、格局分散	30
2) 医师：执行专科医生制度，医师培养周期超过 10 年	32
3、 下游：侧重社交媒体渠道的口碑传播	32
4、 龙头路径：多元化与国际化筑就的综合医美龙头	33
三、 成熟市场经验总结与中国竞争格局展望	35
1、 产业链：上游集中/中游分散/下游互联网平台为主，共性大于个性	35
2、 肉毒素：韩国对中国参考性或更高，但内卷程度中国或弱于韩国	36
3、 玻尿酸：韩国更具参考性，国产走量+与肉毒素协同或为趋势	37
四、 投资建议：关注具有先发优势的综合性医美龙头	37
1、 爱美客：现有差异化产品势能足，在研重磅新品呼之欲出	38
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	38
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	38
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	38
5、 华东医药：少女针铺货逐步推进，医美产品管线持续扩充	39
五、 风险提示	39

图表目录

图表 1: 医疗美容产业链.....	6
图表 2: 21 世纪以来全球医美相关药品器械厂商收购兼并频繁.....	7
图表 3: 2007 年全球医美相关药械厂商各自为阵、独立经营.....	8
图表 4: 历经多轮兼并重组后, 2017 年全球医美相关药械厂商已形成几大综合厂商.....	8
图表 5: 美国 A 型肉毒素市场竞争者较少, 仅有 Allergan、Ipsen、Merz 与大熊等 4 家厂商.....	9
图表 6: 美国面部填充厂商数量较少, 玻尿酸厂商仅有 Allergan、Merz、Q-Med、Prollenium 等 7 家.....	9
图表 7: 2005-2019 年美国肉毒素复合增速 6%, 市场体量超 30 亿美元.....	10
图表 8: 全球肉毒素市场格局稳定, 艾尔建市占率略有下滑但仍居主导地位 (70%+).....	10
图表 9: 若单看美国市场, 2018 年保妥适市占率近 80%.....	10
图表 10: 美国肉毒素市场品牌对比.....	11
图表 11: 2005-2019 年美国玻尿酸复合增速 13%, 市场体量 14 亿美元.....	12
图表 12: 美国面部填充市场历经多次兼并重组, 份额集中于乔雅登与瑞蓝玻尿酸.....	13
图表 13: 2016 年全球玻尿酸市场中艾尔建与高德美占近七成份额.....	14
图表 14: 美国玻尿酸市场品牌对比.....	14
图表 15: 美国医美机构多而散, 连锁化率 13%左右.....	15
图表 16: 平均单体机构员工 5 人, 年创收 150 万.....	15
图表 17: 美国医美机构人工成本超过 50%, 利润率 15%左右.....	16
图表 18: 美国医美机构区域性特征明显, 集中分布于东南部、大西洋中部与西部.....	16
图表 19: 美国医美机构区域性特征与人口密度、经济发达程度有关.....	16
图表 20: Med Spa 数量超过 4200 个, 行业规模 40 亿美元, 单体机构年收入近百万 (2016 年数据).....	17
图表 21: 美国 Med Spa 集中分布于东南部、35-54 岁女性客户占多数 (2016 年数据).....	17
图表 22: 美国整形外科医师培养周期高达 15 年, ABPS 认证要求和权威性最高.....	18
图表 23: 整形外科医师培训内容只有约 1/6 是包含整容手术.....	18
图表 24: 医学美容科医师培养周期超过 13 年.....	18
图表 25: 美国主要医美互联网平台包括 Realself、Real Patient Ratings 与 Yelp 等.....	19
图表 26: 回顾艾尔建发展史, 其医美业务布局多通过并购方式切入.....	20
图表 27: 至 2019 年, 艾尔建医美已覆盖面部、整形外科、再生医学、身体轮廓与皮肤护理业务.....	20
图表 28: 2002-2014 年间 (被阿特维斯收购之前), 艾尔建研发支出占收入比重长期居 15%以上.....	21
图表 29: 高投入下艾尔建研发效率居药企前五, 不输默克/诺华等研发巨头 (数据截至 2013 年).....	21
图表 30: 不止于铺货, 体系化运营赋能医生与机构, 强化对 B 端附加价值.....	23
图表 31: 艾尔建打造 Botox 肉毒素领先品牌的方式.....	24
图表 32: 艾尔建打 Juvederm 玻尿酸领先品牌方式.....	24
图表 33: 被收购前艾尔建营收利润 10 年复合增速 15%左右.....	25
图表 34: 被收购前艾尔建市值曾高达 4580 亿元, 历史 PE 估值中枢 30x 左右.....	25
图表 35: 韩国肉毒素市场体量较小 (约 9 亿元), 二十年市场规模复合增速 30%.....	26
图表 36: 2019 年以来肉毒厂商获批节奏加快, 目前肉毒厂商数量已达 17 家, 相对 2019 年前翻倍.....	26
图表 37: 2006 年前外资品牌主导, 粉毒上市后凭借低价高质抢占市场, 并于 2009 年正式超越 Botox.....	27
图表 38: 2010 年白毒正式国内上市主打高性价比抢占粉毒市场, 并于 2016 年正式超越粉毒.....	27
图表 39: 韩国肉毒素市场外资品牌对比.....	27
图表 40: 韩国肉毒素市场本土品牌对比.....	28
图表 41: 韩国玻尿酸市场体量 7 亿元左右, 约为肉毒素市场规模的 80%.....	29
图表 42: 但生产玻尿酸等组织修复生物材料的厂商数量超过 160 家, 数倍于肉毒素厂商 (17 家).....	29
图表 43: 2011 年前韩国玻尿酸市场外资品牌主导, 伊婉与艾莉薇上市后外资垄断格局被打破.....	30
图表 44: 随着获批厂商数量增多, 竞争格局更加分散, 拥有肉毒素的 Hugel 与 Medytox 逆势提升.....	30
图表 45: 韩国玻尿酸市场品牌对比.....	30

图表 46: 韩国整形美容机构超过 50%集中于首尔市, 京畿道与釜山机构数量占比 20%.....	31
图表 47: 韩国整形外科医生超过 70%分布于诊所, 20%分布于综合医院	31
图表 48: 韩国整形美容机构格局分散, 私立小型诊所为主, 原辰、ID 与三级医院整形外科等居一梯队	31
图表 49: 韩国整形外科医师培养周期超过 10 年	32
图表 50: 韩国医美互联网平台主要包括 BABITALK、江南姐姐与 GooDoc 等	32
图表 51: Hugel 通过产品多元化与国际化走向综合性医美龙头	33
图表 52: Hugel 丰富产品矩阵、强化交叉销售	33
图表 53: Hugel 国际化布局, 开辟海外市场	33
图表 54: Hugel 营收利润 8 年复合增速 30%左右	34
图表 55: Hugel 历史市值与估值变化	34
图表 56: 2019 年利润规模正式超过 Medytox, 2020 年相对同业优势进一步扩大	34
图表 57: 2019 年利润率正式超过 Medytox, 2020 年相对同业优势进一步扩大	34
图表 58: 盈利差异相应反映至估值差异, 2020 年以来 Hugel 市值高于其余可比公司	35
图表 59: 但总体而言, 韩国医美相关企业估值波动较大	35

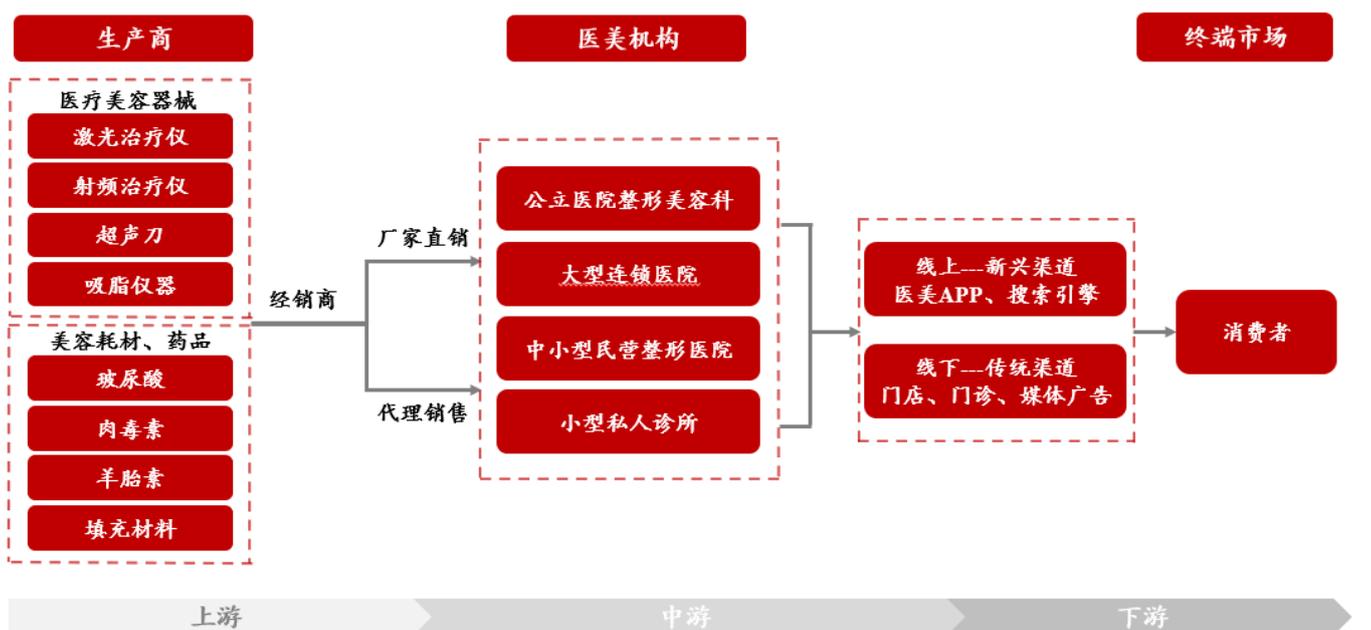
前言

医疗美容以美丽为目的，以医学为主要手段，具备医学+美学+商业等三重属性。相对临床医学，医疗美容目的在于追求更美的精神享受，而非治病需求，这要求医生除了具有医学知识外也需要美学理论与心理学常识，而追求精神享受需求不在医保范围、属于自费行为。相对生活美容，医疗美容会破损真皮层，而破皮类项目无论创伤大小都需要到有正规资质的医疗机构才能做。

进入壁垒与可复制性共同影响产业链不同环节的利润分配与竞争格局。1) 上游：药品器械厂商，由于研发、注册、获批认证所需的时间和资金投入较多，因而进入壁垒高；且销售的是标准化产品因而可复制性强；高进入壁垒+强可复制性，上游厂商数量较少且单家厂商规模容易做大，对其下游享有较高议价能力，行业竞争格局与盈利能力较好。2) 中游：医疗美容服务提供机构，需具备相应资质的场所，但对资本投入要求与时间要求低于上游；且其提供的医疗美容服务难以标准化，核心在于提供服务方案（对美的认知没有标准答案，同一张脸同一个机构不同医生会有不同诊疗方案）与服务提供结果（对医生依赖度高，不同医生基于医学水平+对美的认知差异，操作结果不同）难以完全标准化；进入壁垒不高+弱可复制性，中游厂商数量多且机构连锁化扩张难度大，相对上游议价能力弱且营销成本高，行业竞争格局与盈利能力偏弱。

产业链不同环节，个体企业竞争壁垒存在差异。1) 上游：企业竞争壁垒在于牌照领先周期/产品性价比/渠道力，排序有先后；领先周期与产品力背后实质是企业研发能力的反映，牌照领先周期越长、竞争壁垒愈加稳固；2) 中游：企业竞争壁垒在于连锁化运营能力，能否在难以标准化的行业中摸索出成熟的连锁化运营模式是企业能否获取 α （份额提升+盈利优化）的关键因素。

图表 1：医疗美容产业链



资料来源：沙利文，德勤，国海证券研究所

一、美国：上游稳定，中下游分散，Allergan 龙头地位稳固

1、上游：高进入壁垒+多兼并重组，市场规模大、竞争格局优

高进入壁垒+多兼并重组，美国医美市场药品器械厂商数量较少。1) **准入严格：**FDA 被公认为世界上产品标准最严格、管理最完善的食品和药物监管机构之一，审批流程复杂、过证时间长，美国医美市场上游准入壁垒较高。2) **兼并频繁：**轻医美技术突破后美国医美市场步入快速发展期，21 世纪以来大型医美相关药品器械厂商兼并重组频繁（详见图表 2）；一方面通过并购“花钱买时间”快速切入市场，另一方面单一医美项目存在规模边界与生命周期，彼时蓬勃发展的注射美容产品是上游大型厂商并购重点。3) **过证厂商数量仅为个位数：**以注射类产品过证结果来看，目前美国过证肉毒素厂商仅有 Allergan、Ipsen、Merz 与大熊等 4 家，玻尿酸厂商仅有 Allergan、Merz、Q-Med、Prollenium 等 7 家。

图表 2：21 世纪以来全球医美相关药品器械厂商收购兼并频繁

收购公司	时间	被收购公司	被收购公司主营业务	交易价值
Allergan	1991	Oculinum	肉毒素（OnabotulinumtoxinA），收购后改名为 Botox。	-
	2006	Inamed	人工乳房植入物、真皮填充物（Hylaform/Captique 销售权、Juvederm 的开发、分销和营销权等）	33 亿美元
	2007	Corneal Group Laboratories	营销权扩展至 JuvedermTM、Surgiderm、Voluma 等玻尿酸，并控制了 Juvederm 制造过程、未来发展及公司研发管线	2.1 亿美元
	2012	Skin medica	美国知名美妆品牌，旗下拥有多项 Skin Medica 品牌的医学美容专用保养品	3.5 亿美元
	2013	Medytox	Allergan 与 Medytox 签署技术授权协议，Allergan 获得 Medytox license 新型肉毒杆菌素全球（韩国除外）独家销售权。	3.6 亿美元
	2015	Kythera	生物制药公司，旗下拥有注射溶脂产品（Kybella）	21 亿美元
	2016	Vitae	产品主攻阿茨海默氏症、动脉粥样硬化、糖尿病等	6.39 亿美元
	2016	Anterios	Anterios 旗下肉毒毒素靶向传输系统以及 A 型肉毒毒素配方外用乳液产品的全球所有权	9000 万美元
	2017	Keller Medical, Inc.	隆胸业务	-
	2017	Zeltiq Aesthetics, Inc	溶脂美容医疗器械（Coolsculpting）	24.8 亿美元
	2017	Life Cell	再生医学领域领导者、主要销售乳房再造和软组织修复产品	29 亿美元
	2018	Bonti, Inc.	专注于开发和商业化新型、快速作用的神经毒素程序	1.95 亿美元
	2018	Elastagen Pty Ltd	开发用于组织修复的下一代注射剂	9500 万美元
2019	Envy Medical, Inc.	专门从事非手术、非侵入性换肤系统	8140 万美元	
Galderma	2008	Collagenex	致力于开发和向皮肤医学市场销售专有的创新型治疗药物（Oracea®，红斑痤疮治疗产品市场中的领导药物）	4.2 亿美元
	2011	Q-Med	瑞典著名的玻尿酸制造商（Restylane）	9.7 亿美元
	2013	Spirig Pharma	开发、生产和营销皮肤美容产品的领先公司，知名品牌包括防晒产品 Daylong®和干燥敏感皮肤护理产品 Excipial®	-
	2014	Valeant	Galderma 母公司雀巢集团收购 Valeant 在美国和加拿大若干医美产品权益（Restylane、Perlane、Emervel 及 Dysport 等）以及 Sculptra 产品的全部权益，并交由高德美负责	14 亿美元
Johnson & Johnson	2009	Mentor	世界上生产人工乳房假体历史最悠久、规模最大的公司	10.7 亿美元
Merz（旗下主打 Belotero®、Anteis Range、Neocutis、	2010	BioForm Medical	美国和欧洲真皮填充剂市场领导者（Radiesse），被收购后 Biofarm 更名为 Merz Aesthetics	2.53 亿美元
	2013	Anteis	专注于透明质酸类器械产品的研究开发（Belotero），2004 年 Merz	-

Radiesse®、ULtherapy、Xeomin 等)	2013	Neocutis	开始代理并于 2013 年正式收购 高科技护肤产品	-
	2014	Ulthera	全球顶级医疗设备公司，专注于开发超声波美容仪器 (Ultherapy® 系统)	6 亿美元
Valeant (旗下拥有 Obagi、Solta、Medicis、Sculptra、Sprout 等医美企业)	2011	Sanofi 旗下 Dermik 皮肤医学部门及 Sculptra Aesthetic 全球所有权	Sculptra Aesthetic 是 Sculptra 的美容适应症产品，其主要成分为 PLLA 聚乳酸	4.25 亿美元
	2012	Medicis	生产皮肤保健产品 (粉刺药物、头虱治疗和抗真菌药膏等)，曾与 Ipsen 联合推出 Dysport A 型肉毒素，2002 年 1.6 亿美元收购 Q-Med 北美子公司于北美市场代理 Restlyane 部分产品	26 亿美元
	2013	Obagi Medical Products	集研发、生产和销售处方类皮肤护理系列用品的医疗公司	3.44 亿美元
	2014	Solta Medical, Inc.	医学美容市场的全球领导厂商、抗衰老领域科技先锋 (旗下拥有美容仪器品牌 ThermageR、FraxelR、IsolazR 和 Claror)	2.5 亿美元
	2015	Sprout	开发女性健康用品 Addyi	10 亿美元
Sinclair (旗下主打 Silhouette Soft、Ellanse、Perfectha、Sculptra 等)	2014	AQTIS	专注于开发“医学美学中的微创疗法”，拥有旗舰产品 Ellansé	4700 万欧元
	2014	Silhouette	Silhouette Soft® 是使用一种含有聚乳酸、能被自身吸收的双向缝线来进行面部提升的微创疗法	1.17 亿美元
	2021	Cocoon Medical	旗下拥有冷冻溶脂品牌包括 Cool tech 和 Cool tech Define，以及激光脱毛设备 Prime lase	-
华东医药	2018	Sinclair	旗下主打产品有 Silhouette Soft、Ellanse、Perfectha、Sculptra 等	1.69 亿英镑
	2021	High Technology Products, S.L.U.	业务覆盖身体苏醒和皮肤修护两大医美领域，主要产品包括冷冻溶质以及激光脱毛等	8500 万欧元
AbbVie	2019	Allergan	医学美容、眼部护理、中枢神经系统和胃肠病学等	630 亿美元

资料来源：美业观察，国海证券研究所

图表 3：2007 年全球医美相关药械厂商各自为阵、独立经营



资料来源：美业观察，国海证券研究所

图表 4：历经多轮兼并重组后，2017 年全球医美相关药械厂商已形成几大综合厂商



资料来源：美业观察，国海证券研究所

图表 5: 美国 A 型肉毒素市场竞争者较少, 仅有 Allergan、Ipsen、Merz 与大熊等 4 家厂商

生产厂商	产品品牌	所属国家	应用领域	首次获批	适应症
Allergan	保妥适 (BOTOX)	美国	治疗	1989	眼睑痉挛/斜视/第 VII 神经功能紊乱
	保妥适 (BOTOX)		治疗	2000	颈部肌张力障碍
	保妥适 (Botox Cosmetic)		美容	2002	中重度皱眉纹
	保妥适 (BOTOX)		治疗	2004	重度原发性腋窝多汗症
	保妥适 (BOTOX)		治疗	2010	成人上肢痉挛
	保妥适 (BOTOX)		治疗	2010	慢性偏头疼
	保妥适 (BOTOX)		治疗	2011	神经性尿失禁
	保妥适 (Botox Cosmetic)		美容	2013	眼外眦皱纹 (鱼尾纹)
	保妥适 (BOTOX)		治疗	2013	膀胱过度活动综合症
	保妥适 (BOTOX)		治疗	2016	成人下肢痉挛
Ipsen	吉适 (Dysport)	英国	治疗	2009	痉挛性斜颈
	吉适 (Dysport)		美容	2009	中重度皱眉纹
	吉适 (Dysport)		治疗	2015	成人上肢痉挛
Merz	净优明 (Xeomin)	德国	治疗	2010	眼睑痉挛、痉挛性斜颈
	净优明 (Xeomin)		美容	2011	中重度皱眉纹
	净优明 (Xeomin)		治疗	2015	成人上肢痉挛
Evolus (大熊代理商)	Jeuveau	韩国	美容	2019	中度至重度皱眉纹

资料来源: FDA, 中国医疗美容, 国海证券研究所

图表 6: 美国面部填充厂商数量较少, 玻尿酸厂商仅有 Allergan、Merz、Q-Med、Prolenium 等 7 家

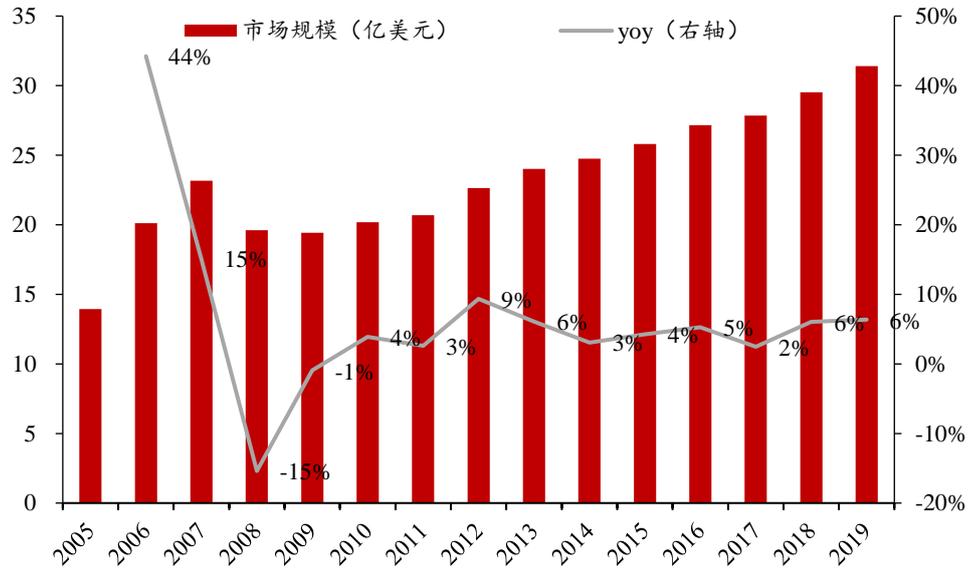
厂商	首次获批	填充产品
Allergan	1981/07/22	Zyderm Collagen Implant (Zyderm CI) (牛胶原蛋白)
	2006/06/02	Juvederm 24HV, Juvederm 30 And Juvederm 30HV Gel Implants
	2013/10/22	Juvederm Voluma XC
Merz North America, Inc	2006/12/22	Radiesse 1.3CC And 0.3CC
	2006/12/22	Radiesse Injectable Implant (微晶瓷)
	2011/11/14	Belotero Balance (透明质酸)
Q-Med AB	2003/12/12	Restylane Injectable Gel
	2004/08/03	Sculptra And Sculptra Aesthetic (PLLA)
	2005/03/25	Restylane Injectable Gel
	2016/12/09	Restylane Refyne, Restylane Defyne
Anika Therapeutics, Inc.	2006/12/20	Hydrelle (透明质酸)
Colbar Lifescience Ltd.	2008/06/27	Evolence Collagen Filler (胶原蛋白填充剂)
Genzyme Biosurgery	2004/04/22	Hylaform (Hylan B Gel) (基于禽类的交联透明质酸)
Mentor Corp.	1988/02/26	Fibrel (胶原蛋白)
Prolenium Medical Technologies Inc.	2017/08/04	Revanesse Ultra (透明质酸)
Suneva Medical, Inc.	2006/10/27	Artefill, Bellafill Pmma Collagen Permanent Dermal Filler (PMMA、胶原蛋白、利多卡因)
Teoxane S.A.	2017/10/19	Rha 2, Rha 3, Rha 4 (透明质酸)

资料来源: FDA, 国海证券研究所

1) 肉毒素：规模大、格局稳，艾尔建持续居主导地位

肉毒素为美国医美市场最大单品。自 2002 年保妥适针对皱眉纹适应症获批，肉毒素常年位居最受欢迎医美疗程项目 ToP1。除金融危机期间，美国肉毒素消费体量均保持稳健增长，2005-2019 年市场规模复合增速 6%，市场体量超过 30 亿美元，占美国医美市场体量（160 亿美元）近 20%。

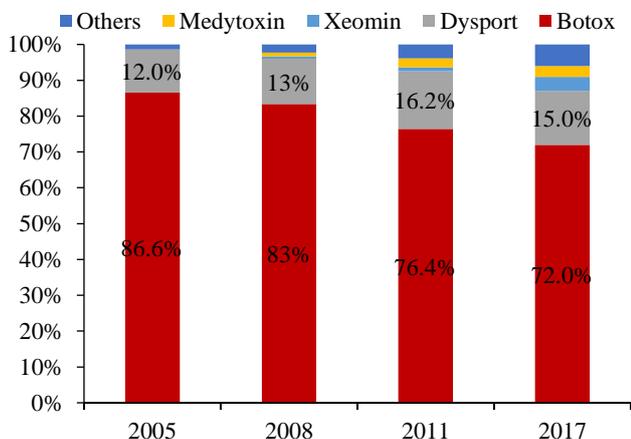
图表 7：2005-2019 年美国肉毒素复合增速 6%，市场体量超 30 亿美元



资料来源：ASPS，国海证券研究所

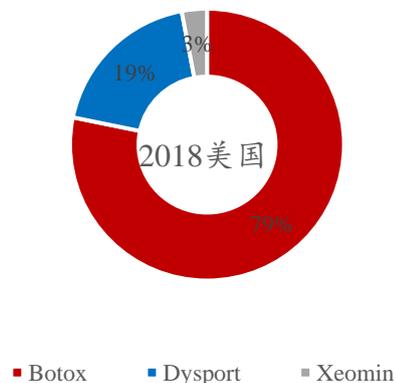
进入壁垒高、竞争格局稳定，保妥适全球市占率 70%+。作为毒性最强烈的生物毒素之一（1 克即能致 100 万人死亡），肉毒素面临严格的行政管制，进入壁垒较高。长期以来美国肉毒素厂商数量仅有 3 家，2019 年 Jeuveau 获批上市后数量才变为 4 家。2009 年前保妥适全球市占率 80%+，随着获批厂商数量增加，保妥适市占率略有下滑但仍居全球主导地位（70%+），若单看美国市场 2018 年保妥适市占率近 80%。

图表 8：全球肉毒素市场格局稳定，艾尔建市占率略有下滑但仍居主导地位（70%+）



资料来源：Medytox, Khidi, Korea Biomedical Review, 国海证券研究所

图表 9：若单看美国市场，2018 年保妥适市占率近 80%



资料来源：CLSA，国海证券研究所

先发优势+产品实力+B 端 C 端营销推广能力，保妥适持续居主导地位。1) 保妥适 (Botox) 最早获批乃至开创了一个行业，成为肉毒素 (Botox) 代名词，于美国市场相对 2009 年获批上市的吉适而言有 7 年竞争空窗期。2) 肉毒素核心评价指标-安全、有效、持久、精准，保妥适弥散度最小 (弥散度影响因素也与医美注射手法有关)、适合所有部位尤其是精准除皱，背后是艾尔建深厚研发实力的体现。3) 肉毒素注射对医生技术要求高，艾尔建于 B 端对医生进行培训，于 C 端塑造品牌形象，机构医生与消费者认可度高。这一点很多厂商都会去做，但先发优势与具体执行效果会拉开头部企业与其他企业的差距。

图表 10：美国肉毒素市场品牌对比

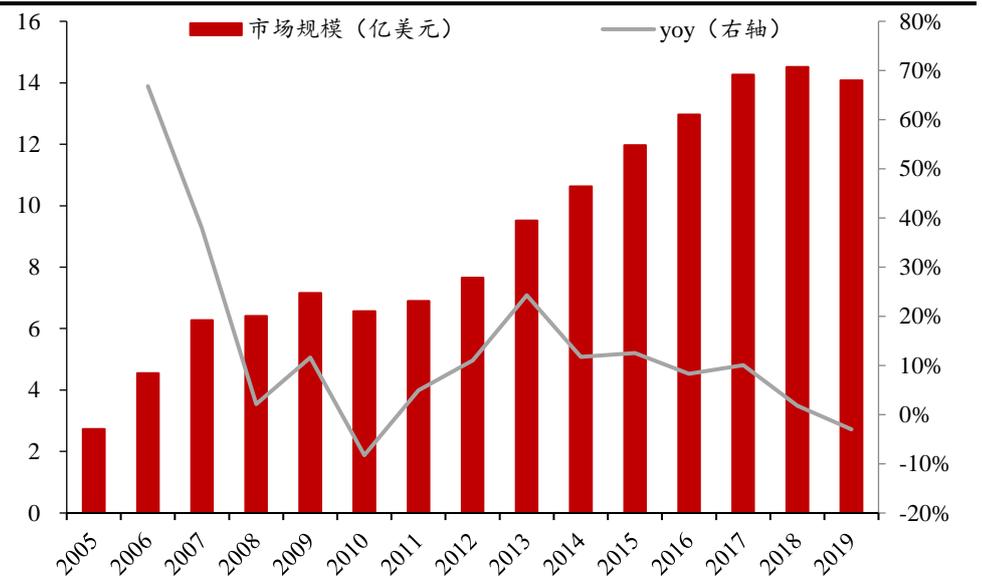
品牌	Botox (保妥适)	Dysport (吉适)	Xeomin (净优明)	Jeuveau (绿毒)
品牌形象				
制造商	美国艾尔建	英国 Ipsen	德国 Merz	韩国 Dae woong
首次获批	1989 美国	1991 英国	2005 德国	2013 韩国
美国获批时间 (美容适应症)	2002 年	2009 年	2011 年	2019 年
分子量 (kD)	900	500-900	150	900
干燥方法	真空干燥	冷冻干燥	真空干燥	冷冻干燥
规格 (U)	50/100/200	300/500	50/100/200	25/50/100/150/200
主要赋形剂	人血清白蛋白	人血清白蛋白	无	人血清白蛋白
储存条件	密封容器, < -5°C 冷冻或 2°C~8°C 冷藏保存	密封容器, 2~8°C 冷藏保 存	<25°C	2~8°C 冷藏保存
保质期 (月)	100U 36/200U 24	36	36	36
起效时间	3-5 天	24 小时	5-7 天	3-5 天
维持时间	3-6 个月	3-6 个月	3-6 个月	3-6 个月
效价比 (相对 botox)	1	2.5-3	1	1
特点	高纯度、高精度、高价格、 高认可; 适合所有部位尤其 是精准除皱	抗药性低	不含辅助蛋白、不易产 生抗药性	临床表明功效与安全性接近 botox 但价格低 20%至 30%; 营销活动主要针对千禧一代

资料来源: FDA, 中国医疗美容, 国海证券研究所

2) 玻尿酸: 体量较大、兼并频繁, 艾尔建与高德美份额领先

玻尿酸为美国医美市场第二大单品、面部填充核心项目。自 2003 年瑞蓝玻尿酸获批后, 玻尿酸常年位居最受欢迎医美治疗项目 ToP2。至 2020 年注射类项目中肉毒素占比近 60%, 玻尿酸占比 35%, Radiesse/PLLA/PMMA 等其它注射项目疗程占比不到 5%。美国玻尿酸市场 2013 年后增速放缓、趋于成熟, 2005-2019 年市场规模复合增速 13%, 市场体量超过 14 亿美元, 占美国医美市场体量 (160 亿美元) 9%左右。

图表 11：2005-2019 年美国玻尿酸复合增速 13%，市场体量 14 亿美元



资料来源：ASPS，国海证券研究所

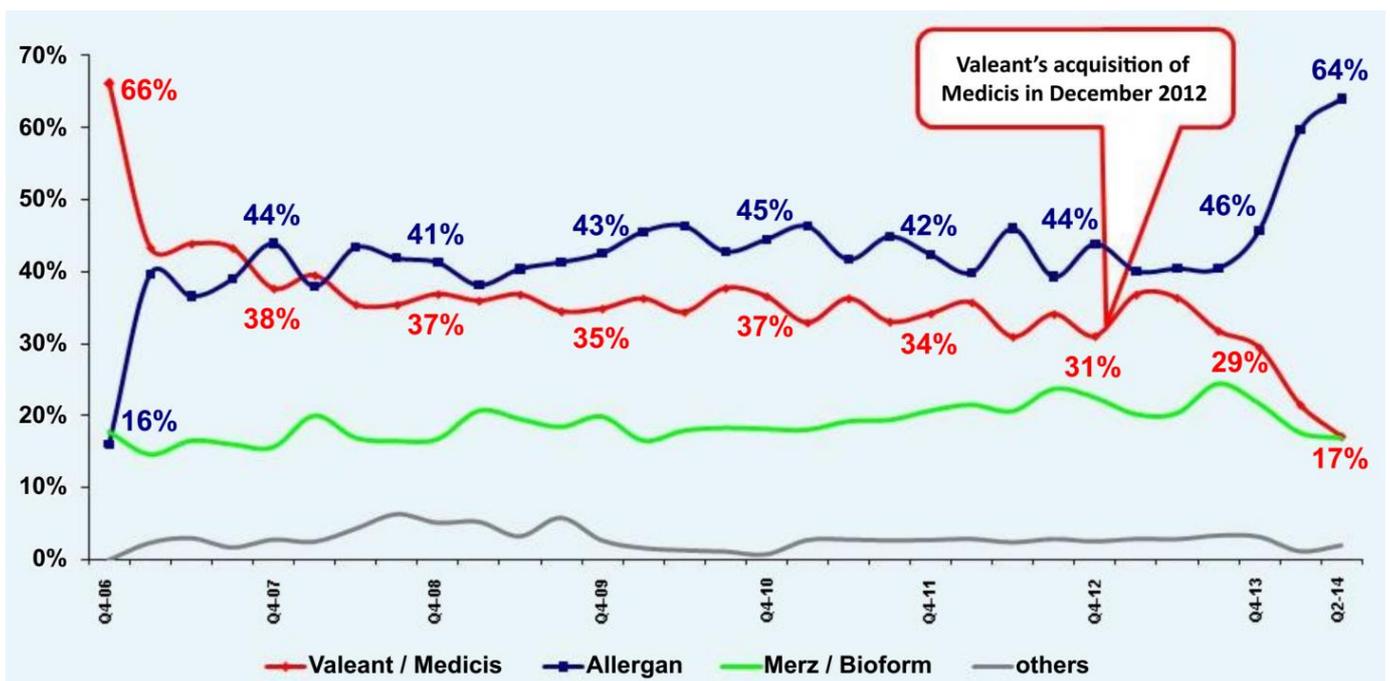
美国面部填充市场格局影响因素之一：供给端玻尿酸对胶原蛋白注射材料的替代。

1) **瑞蓝玻尿酸 vs Zyplast 胶原蛋白**：2003 年 Restlyane 获批进入美国市场，由于玻尿酸相对竞品胶原蛋白注射材料的致敏率更低、持续时间更长，上市后迅速占领彼时胶原蛋白龙头 Zyplast（艾尔建旗下）市场份额，到 2006 年底美国面部填充市场 Restlyane 份额已达 66%。

2) **乔雅登玻尿酸 vs 艾尔建旗下胶原蛋白产品**：2006 年 Juvederm 获批后至 2007 年艾尔建市占率由 16% 提升至 40%，Juvederm 不仅抢占 Restlyane 份额，也对艾尔建旗下各类胶原蛋白产品（Zyderm、Zyplast、CosmoDerm、CosmoPlast）与其它玻尿酸产品（基于禽类的交联透明质酸 Hylaform/非动物稳定的透明质酸 Captique）形成替代，2007 年基于市场需求减少的预期，艾尔建关闭旗下胶原蛋白制造工厂。

美国面部填充市场格局影响因素之二：企业兼并重组频繁。 尽管历经多次兼并重组后，厂商数量与厂商间关系发生变化（详见图表 12），但美国面部填充市场格局均聚焦于玻尿酸尤其是乔雅登与瑞蓝。Radiesse/PLLA/PMMA 等其它注射类项目基于产品技术不成熟或需求不足等因素发展相对平淡，对面部填充市场格局影响较小。

图表 12: 美国面部填充市场历经多次兼并重组, 份额集中于乔雅登与瑞蓝玻尿酸



资料来源: Allergan, 国海证券研究所

注 1: Valeant/Medicis: 2012 年 Valeant (拥有 Sculptra Aesthetic) 收购 Medicis (Restlyane 美国代理商), 2014 年 7 月 Valeant 将面部注射业务出售给 Galderma

注 2: Allergan: 2006 年收购 Inamed (拥有 Hylaform/Captique 代理权), 2007 年收购 Corneal Group Laboratories (Juvederm)

注 3: Merz/Bioform: 2010 年 Merz (拥有 Belotero 玻尿酸) 完成对 BioForm 的收购 (拥有 Radiesse)

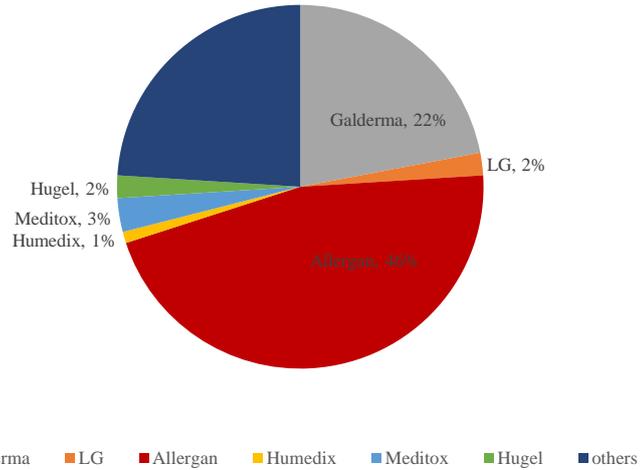
强产品力+注重 B 端培训/C 端教育+Restlyane 被收购后整合不顺, Juvederm 持续引领市场。

1) **产品力强:** 玻尿酸维持时间与注射效果的核心均是交联技术, 这一点上 Restylane 与 Juvederm 各有千秋 (分别依赖粒径均匀的高 G 素与更高的内聚力来实现注射效果); 同时, Restylane 与 Juvederm 均拥有丰富产品组合以满足不同适应症需求; 此外, 相对 Belotero 与 Revanesse, Restylane 与 Juvederm 均具有一定先发优势。

2) **注重 B 端培训与 C 端教育:** 艾尔建在肉毒素市场取胜关键之一也在于注重销售端, 于玻尿酸市场也不例外; Q-Med 于 2005 年后亦陆续提出“帮助顾客提高销售能力”、“加强与顾客的沟通以增加对 Q-Med 的品牌认知和产品需求”。

3) **Restlyane 被收购后整合不顺:** Juvederm 逐渐超越 Restylane 并于 2014 年大幅领先背后有 Botox 积累品牌声誉、产品交叉销售因素, 也有 Valeant 收购 Medicis 后经营不善因素, 2014 年 Valeant 将面部注射业务出售给 Galderma。截至 2016 年末, 艾尔建与高德美占全球玻尿酸市场约 7 成份额。

图表 13: 2016 年全球玻尿酸市场中艾尔建与高德美占近七成份额



资料来源: Meritz Securities, 国海证券研究所

图表 14: 美国玻尿酸市场品牌对比

公司品牌	系列	获批时间	成分	交联技术	维持时间 (月)	G'	交联度
Q-Med AB- Restylane	/-L	2003/2010	透明质酸 (20mg/ml),	NASHA	12	544	1%
	Lyft	2010/2018	利多卡因	双相填充剂	12	545	1%
	Silk	2014		BDDE	6	344	1%
	Refyne	2016	玻璃酸钠 (20mg/ml)		12	47	6%
	Kysse	2020	透明质酸 (20mg/ml), 利多卡因	xPresHAn	12	151	-
	Defyne	2016	玻璃酸钠 (20mg/ml)		12	260	8%
Allergan-Juvederm	Ultra	2006	透明质酸 (24mg/ml),	Hylacross	9	207	6%
	Ultra Plus	2008	利多卡因	单相填充剂 BDDE	12	244	8%
	Voluma	2013	透明质酸 (20mg/ml), 利多卡因	Vycross	18-24	353	-
	Volbella	2016	透明质酸 (15mg/ml), 利多卡因	单相填充剂 BDDE	12	274	-
	Vollure	2017	透明质酸 (17.5mg/ml)		18	317	-
Merz-Belotero Balance	Belotero Balance	2011	玻璃酸钠 (22.5mg/ml)	CPM 单相填充剂 BDDE	6	30	-
Prollenium- Revanesse	Versa (+)	2017	透明质酸 (25mg/ml), 利多卡因	Thixofix 单相填充剂 BDDE	10-14	-	-

资料来源: Lumier Medical, Europe PMC, 国海证券研究所

注: G'为凝胶刚度的弹性模态或测量, G'越高产品就越坚固, 填充物提升软组织的能力与 G'直接相关, 但也与内聚力相关。

2、中游: 机构连锁化低、区域性为主, 医师培养周期长、认证严

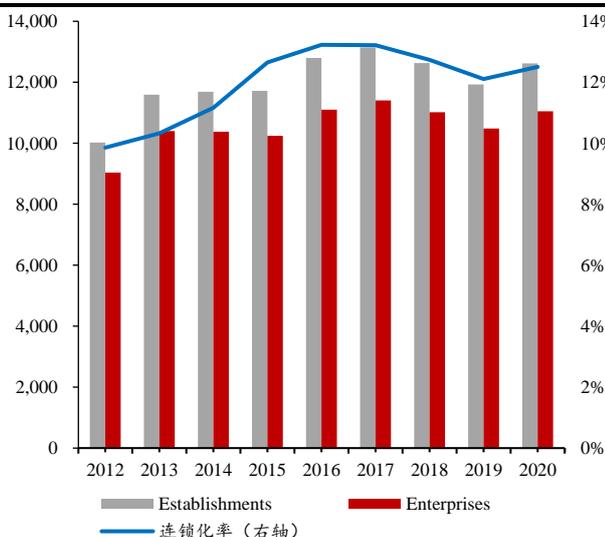
1) 机构：小而散，连锁化率不到 15%，区域特征明显

美国医美机构进入难度不高、单体机构小而散，连锁化率不到 15%。1) 低资本投入，进入壁垒不高，个体经营特征明显。美国整形美容机构硬性标准为专科医生证书，可以独立开设也可以 3-5 个医生合伙，对注册资本并未有明确要求、设立流程亦不复杂，机构开设难度不高。机构运营多围绕医师进行，整形外科医师既需承担日常手术，也需承担规划组织、指导预算等额外行政工作，“个体户”经营特征明显。2) 单体机构小而散，连锁化率不到 15%。平均而言，单体机构规模较小、平均员工数量仅 5 人，年均创收 150 万美元，成本核心是工资支出（50%+）而非固定资产或营销投入。总体来看，至 2020 年美国合规整形美容机构数量已超过 1.2 万个，同时行业还面临着来自于医疗水疗中心与非专科医生开设诊所的外部竞争。经历内外部激烈竞争后行业连锁化率有所提升，但最高也不到 15%。

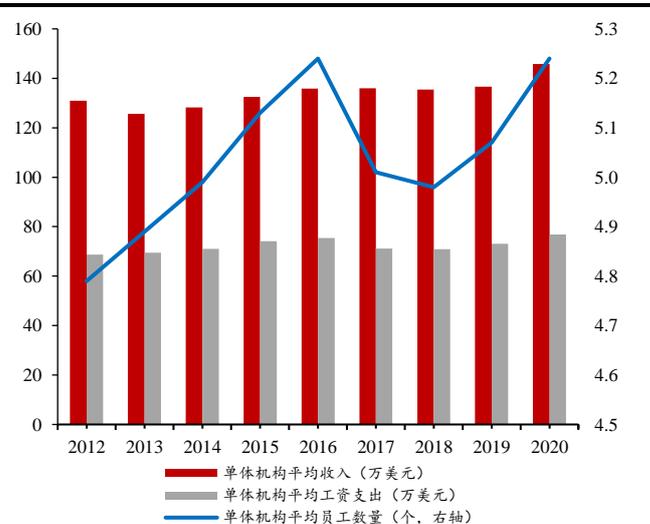
经济水平、人口分布差异，美国医美机构区域特征明显，集中分布于东南部、大西洋中部与西部等人口密集、经济发达地区。1) 东南部医美机构数量占比近 26%，仅佛罗里达州就占比 8.2%，人口稠密同时晒沙滩的生活方式会损害皮肤，进而刺激医美需求。2) 大西洋中部机构数量占比近 19%，其中纽约占比 7.8%，全美最大整形外科诊所长岛整形外科集团在纽约有 9 家分所。3) 西部地区医美机构数量占比 17.7%，加利福尼亚州拥有蓬勃发展的海滩文化和高度集中的富裕人群，同时好莱坞电视和电影产业的存在也推动医美需求。

美国整形美容连锁机构以区域型连锁为主，最大区域型连锁机构市占率不到 1%。区域型连锁机构中，长岛整形外科集团（LIPSG）规模最大（旗下拥有 23 名整形外科医师与 9 所分院，分院均位于纽约州）、业内持续运营时间最长（1948 年成立），按收入口径市场份额 0.3%，行业集中度极低。而全国性连锁机构有 Sono Bello，旗下拥有超过 60 家连锁的医美机构与超过 125 名董事会认证的外科医生，以激光去脂、妈妈塑身术等身体类项目为主，按疗程数量计算（目前每年执行约 3 万个手术）市场份额不足 0.2%。

图表 15: 美国医美机构多而散，连锁化率 13%左右



图表 16: 平均单体机构员工 5 人，年创收 150 万

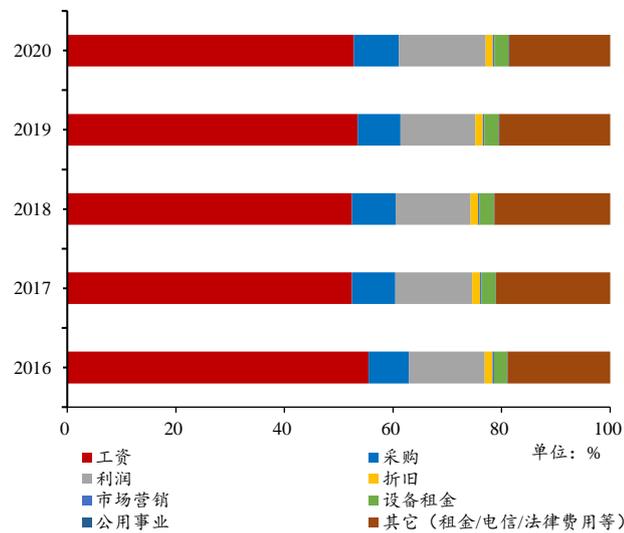


资料来源：IBIS World，国海证券研究所

注：Enterprise（企业）：一个单独管理并保留管理账户的部门。每个企业由一个或多个受共同所有权或控制的机构组成。

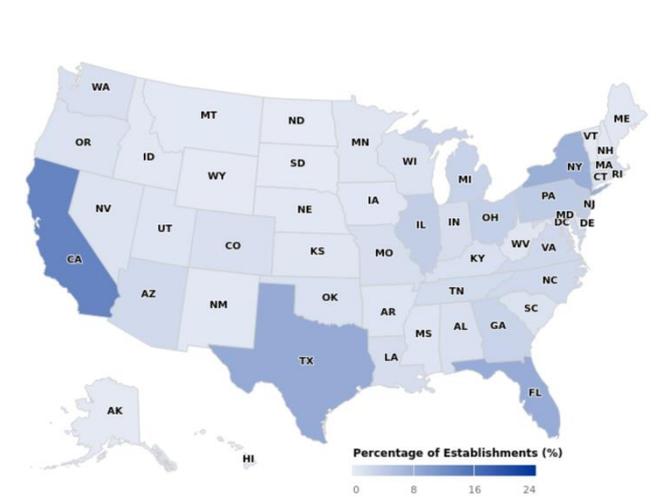
Establishment (机构): 企业内最小的会计单位类型, 机构是开展业务或提供服务或工业运营的单一物理场所。
 连锁化率计算方式: 多个同一控制下的 Establishment (机构) 组成一个 Enterprise (企业), 即连锁化率= (机构数量-企业数量) / 机构数量。

图表 17: 美国医美机构人工成本超过 50%, 利润率 15%左右



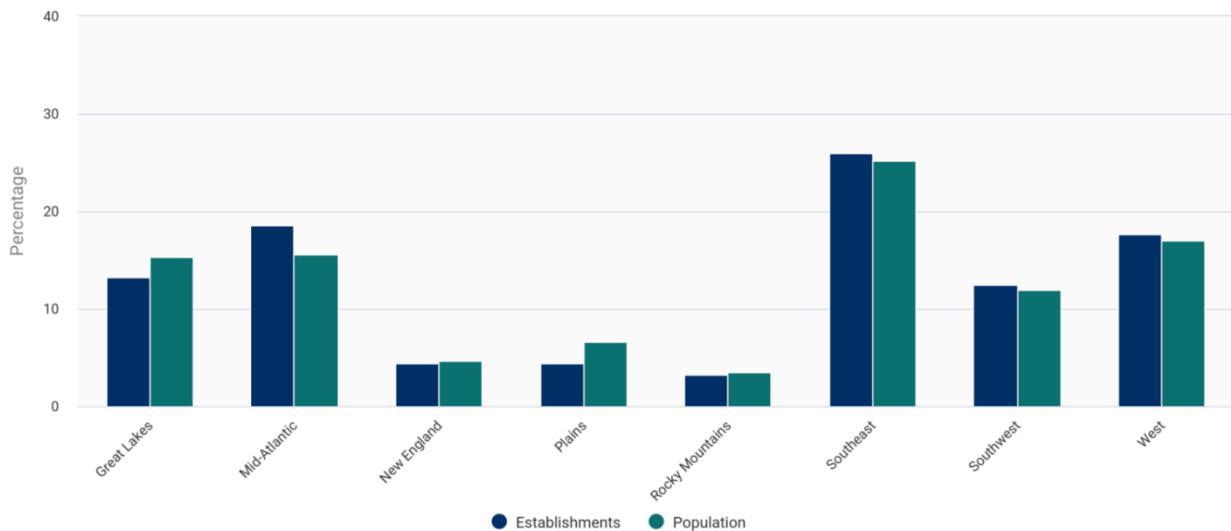
资料来源: IBIS World, 国海证券研究所

图表 18: 美国医美机构区域性特征明显, 集中分布于东南部、大西洋中部与西部



资料来源: IBIS World, 国海证券研究所

图表 19: 美国医美机构区域性特征与人口密度、经济发达程度有关



资料来源: IBIS World, 国海证券研究所

作为美国整形美容机构的竞争对手, Med Spa 行业伴随轻医美技术突破而兴起, 逐步从整形外科/美容皮肤科独立, 市场规模已超过 40 亿美元。轻医美项目操作便捷度、对医生依赖度都低于手术类项目, 2003 年以来美国 Med Spa 行业发展壮大, 2013 年美国医疗水疗协会成立, 并于 2017 年首次对行业数据进行统计。截至 2016 年, Med Spa 数量达到 4200 个, 市场体量接近 40 亿美元, 平均单体机构收入近 100 万, 肉毒素、玻尿酸、激光脱毛为最受欢迎的项目。区域分布上 Med Spa 有 40% 分布于东南部, 消费者以 35 岁以上女性为主, 男性占

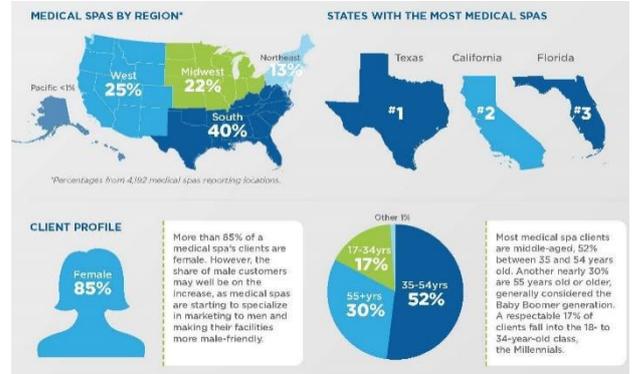
比也达到 15%。行业中 Ideal Image 为最大连锁医疗水疗中心，目前在美国和加拿大拥有 150 多家分店、拥有 800 多名医疗专业人士。

图表 20: Med Spa 数量超过 4200 个，行业规模 40 亿美元，单体机构年收入近百万（2016 年数据）



资料来源: American Med Spa, 国海证券研究所

图表 21: 美国 Med Spa 集中分布于东南部、35-54 岁女性客户占多数（2016 年数据）



资料来源: American Med Spa, 国海证券研究所

2) 医师: 专科医生制度, 培养周期 13 年+, 认证较为严格

美国执行专科医生制度, 医师进入门槛较高、培养周期 15 年左右。根据手术类型区别, 美国医师分为整形外科医师与医学美容科医师, 分别专长整形手术与整容手术。

1) 整形外科医师培养周期长达 15 年: 要成为一名整形外科医师, 需要经过 4 年综合大学学习获得学士学位, 4 年医学院全科医学学习获得医学院学位, 之后还需经过研究生居住计划 (6 年综合居住培训或 8 年住院计划, 不同认证具体要求有差异, 此处以 ABCS 认证要求为例)。

2) 类似地, 医学美容科医师培养周期超过 13 年: 4 年学士+4 年医学院+4-6 年居住计划+1-2 年医学美容科实习 (以 ABCS 认证为例)。

3) 整形外科医师 VS 医学美容科医师: 整形外科医师培训内容只有约 1/6 是包含整容手术, 而医学美容科医师培训都是集中于整容手术。

4) 行业协会资格认证: ABPS>ABCS>其它。ABPS (美国整形外科委员会) 权威性最高, 成立于 1931 年、成立 90 余年认证数量不到 1 万张; ABCS (美国美容外科委员会) 仅次于 ABPS, 医生的住院医师训练在非整形外科完成; ASPS/ASAPS 等民间行业协会权威性低于上述两个协会。

图表 22：美国整形外科医师培养周期高达 15 年，ABPS 认证要求和权威性最高

整形外科医师：培养周期15年以上

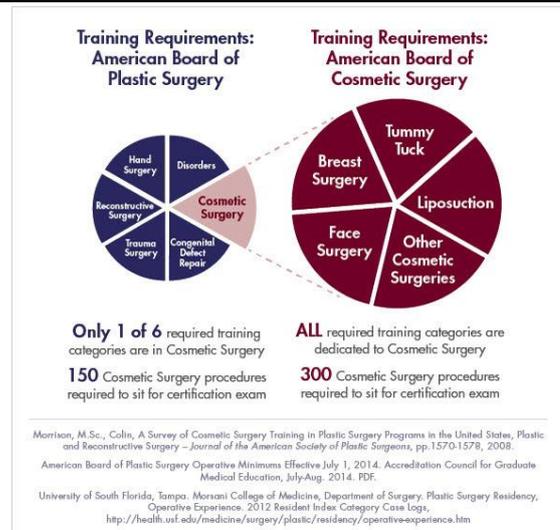
- 学士学位：4年综合大学学习；
- 医学院学位：4年医学院校全科医学学习；
- 研究生居住计划：6年综合居住培训（3年普通手术和3年整形手术）；或8年住院计划（独立为期5年的普通外科住院计划+为期3年的整形手术住院计划）

行业协会资格认证：ABPS > ABCS > ASPS/ASAPS/AAPS

- ABPS（美国整形外科委员会）：成立于1931年、最权威、认证要求最高，成立90余年认证数量不到1万张
- ABCS（美国美容外科委员会）：认证难度略低于ABPS，住院医生训练在非整形外科完成
- 其他民间组织（ASPS、ASAPS、AAPS等）：权威性低于上述两个协会

资料来源：ABPS, ABCS, 国海证券研究所

图表 23：整形外科医师培训内容只有约 1/6 是包含整容手术



资料来源：ABCS, 国海证券研究所

图表 24：医学美容科医师培养周期超过 13 年



资料来源：ABCS, 国海证券研究所

3、下游：搜索引擎广告投放严格监管，互联网平台削弱信息不对称

搜索引擎渠道的医疗广告投放受到严格监管。2009 年美国媒体曝光谷歌广告平台 AdWords 员工帮助诈骗公司出售非法处方药，2011 年谷歌与美国政府达成和解并交纳了高达 5 亿美元的罚金，这是美国历史上针对违法网络广告开具的最大罚金之一。自此美国政府加大打击网络非法医疗广告力度，谷歌广告也遵循严格过滤机制、广告标识提醒明显。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。

类似于新氧/更美/大众点评等，美国也拥有垂直/综合互联网平台以降低信息不对称。典型平台有 Realself（美国最大的医美垂直的平台）、Real Patient Ratings（垂直医美平台）、Yelp（美国最大的商户点评网站）。美国医美互联网平台在展示宣传与评分方面更多围绕医生而非机构进行，美国最大医美垂直平台 Realself 宣传其“展示了行业领先的供应商（超过 20,000 名获得董事会认证的医生和医疗保健专业人士）以及公正的患者评论”。

图表 25：美国主要医美互联网平台包括 Realself、Real Patient Ratings 与 Yelp 等

名称	类型	简介
Realself	美国最大的医美垂直平台	<ul style="list-style-type: none"> ● 2006 年于西雅图诞生，致力于为有医美整形意向的人解决信息不对称的问题，经历多轮融资 ● 每个月数百万 RealSelf 访问者通过网站对手术过程进行研究并与高质量的供应商联系 ● 展示了行业领先的供应商（超过 20,000 名获得董事会认证的医生和医疗保健专业人士）以及公正的患者评论。 ● 通过前后照片访问权、“值得”评级以及美学专家的个性化答案，帮助消费者做出明智的决定。
Real Patient Ratings	垂直医美平台	<ul style="list-style-type: none"> ● 2011 年由 Vizium360 的创始人兼首席患者体验官 Marie 推出 ● Real Patient Ratings 生成的评论均来自真实患者完成的调查，评论结果反映了所有患者的实际体验 ● Real Patient Ratings 是美国美容整形外科学会（ASAPS）认可的计划
Yelp	美国最大的商户点评网站（类似大众点评）	<ul style="list-style-type: none"> ● 于 2004 年 7 月在旧金山成立创立 ● 拥有超过 2 亿条评论，囊括餐馆、精品店和沙龙到牙医、机械师、管道工等 ● 2012 年纽交所上市，2020 年营收 8.7 亿美元、净利润-1942 万美元，目前市值 30 亿美元左右

资料来源：各公司官网，国海证券研究所

4、龙头路径：并购+研发打造大单品，B 端+C 端体系化运营能力强

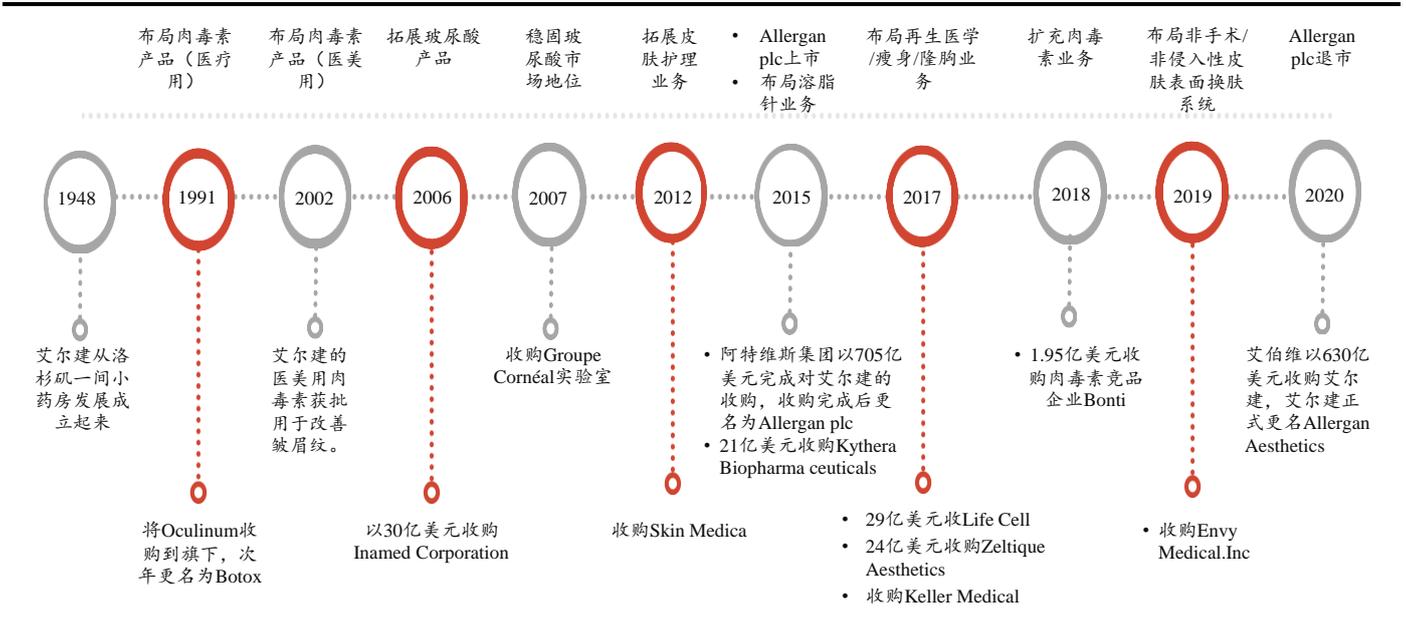
1) 产品：强并购加速医美业务布局，重研发延长产品生命周期

回顾艾尔建发展史，其医美业务布局多通过并购方式切入。1) 2002-2015 年：艾尔建通过自研、收购陆续完成医美用肉毒素、玻尿酸、皮肤护理、溶脂针等业务布局，到 2015 年已基本拥有整体年轻化的医美产品线，明星产品份额全球第一。2) 2015-2019 年：被阿特维斯收购后艾尔建继续加快并购步伐，2017-2019 年通过收购陆续完成再生医学、瘦身、隆胸、非侵入性皮肤再生疗法等业务，至 2019 年已实现面部美学、整形外科、再生医学、身体轮廓塑形与皮肤护理等业务条线的覆盖。截至 2019 年末，肉毒素与玻尿酸贡献艾尔建医美业务 70% 营收，其余医美业务占收入比重合计 3 成；分区域看，美国本土医美收入占比 65%，海外医美收入占比 35%。3) 2020 年：被艾伯维收购后艾尔建退市，并更名为艾尔建美学，艾尔建正式退市。

收购可以花钱买时间，但远非一劳永逸，重研发投入+高研发效率方能延长产品生命周期。1) 收购一款好产品背后也有试错成本：例如收购乔雅登的同期也有对胶原材料及其它玻尿酸产品的收购/代理行为，包括 2006 年收购 Inamed 获得 Zyderm 与 Zyplast 牛胶原蛋白可注射制剂、从 Smith & Nephew 获得许可的可注射人体皮肤细胞衍生的胶原蛋白产品 Cosmo Derm 与 Cosmo Plast、从 Genzyme Corporation 获得的基于禽类的交联透明质酸可注射产品 Hylaform 与非动物稳定的透明质酸可注射产品 Captique 等，并不是每一次收购/代理行为都能充分实现商业化。2) 将好产品打磨成常青大单品，背后是强研发投入与高研发效率支撑。艾尔建旗下 Botox 自推出后就持续居领导地位、Juvederm 推出后市占率快速提升，这一方面来自于其优秀的产品力，另一方面研发驱动下产品适应症不断扩充、产品种类愈加丰富进而更多更好地满足市场需求也是其常胜不衰的关键。2002-2014 年间（被阿特维斯收购之前），艾尔建研发支出占收入

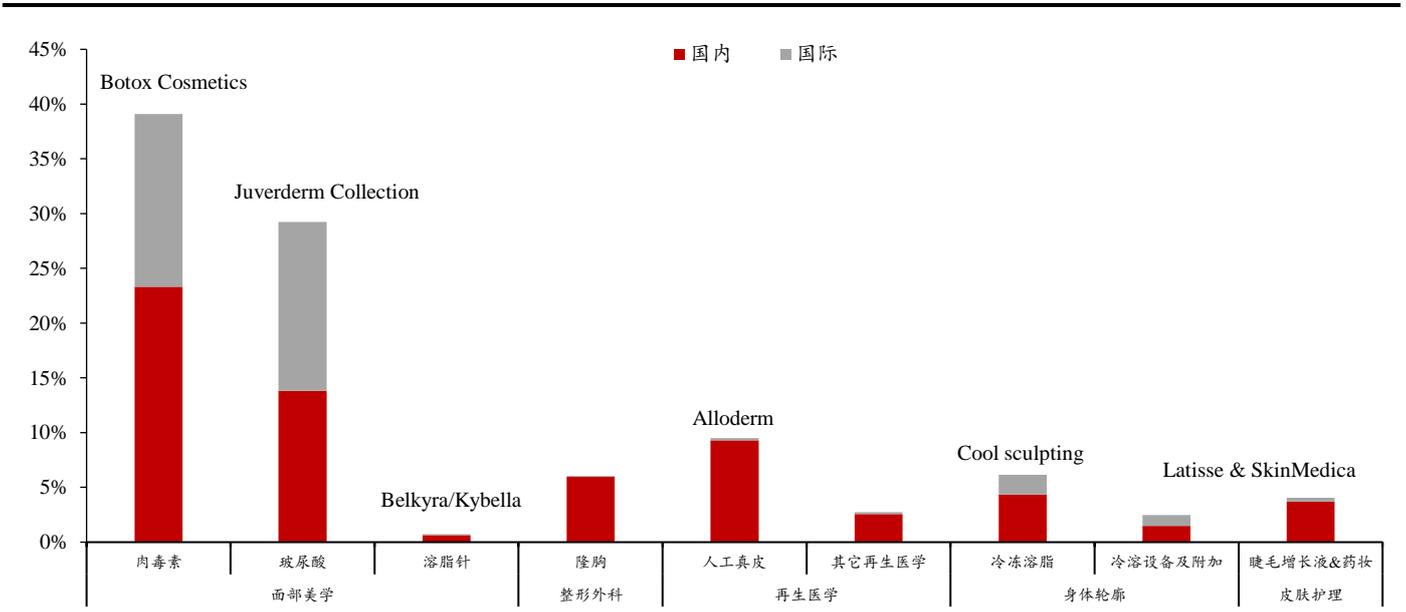
比重长期居 15%以上；同时高投入下公司研发效率排制药企业前五（截至 2013 年数据），不输默克/诺华等研发巨头。

图表 26：回顾艾尔建发展史，其医美业务布局多通过并购方式切入



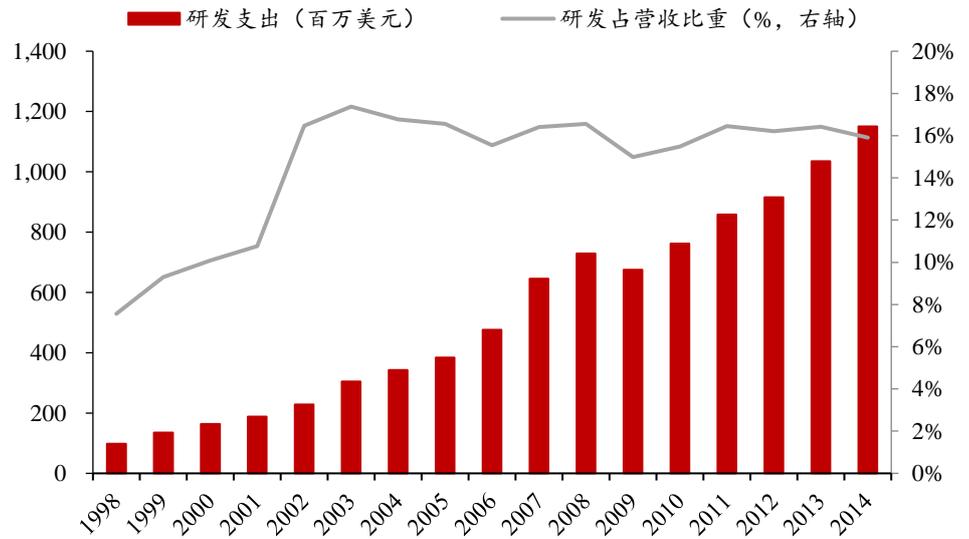
资料来源：Allergan 公司公告，国海证券研究所

图表 27：至 2019 年，艾尔建医美已覆盖面部、整形外科、再生医学、身体轮廓与皮肤护理业务



资料来源：Allergan 公司公告，国海证券研究所

图表 28：2002-2014 年间（被阿特维斯收购之前），艾尔建研发支出占收入比重长期居 15% 以上



资料来源：Allergan，国海证券研究所

图表 29：高投入下艾尔建研发效率居药企前五，不输默克/诺华等研发巨头（数据截至 2013 年）

排名	公司	研发支出的经济回报*	专利 / 100 万美元的研发支出*	创新平均相对质量*	目标研究领域的平均排名 (按创新份额)	内部偏差指数
1	布里斯托尔-迈尔斯·斯奎布	1.5%	0.22	1.2	1.9	23
2	赛尔金	32.3%	0.23	1.5	8.4	98
3	顶点	-125.4%	0.81	2.4	4.2	53
4	吉拉德	20.8%	0.16	1.1	6.4	185
5	阿勒甘	8.0%	0.46	1.4	8.1	96
5	罗氏	7.7%	0.09	0.9	2	24
7	安根	9.4%	0.09	1.1	5.3	58
8	约翰逊和约翰逊	8.2%	0.07	1	4.8	34
9	诺和诺德	17.5%	0.11	1.7	10.8	439
9	艾伯维	11.1%	0.12	1	9.4	54
9	辉瑞	-3.2%	0.11	0.9	2.5	24
12	阿斯利康	3.9%	0.1	1	7.1	43
12	比奥根·伊德克	9.1%	0.13	1.1	13.1	155
12	郡	18.6%	0.11	1.4	15.4	338
15	萨诺菲	1.5%	0.09	0.9	4.2	28
16	默克	3.0%	0.08	0.9	5.4	35
17	葛兰素史克	1.0%	0.09	1	6	36
18	诺华	8.4%	0.05	0.7	5.3	37
19	再生	8.3%	0.16	0.7	13.7	638
20	拜耳	-2.1%	0.07	0.9	10.3	82
21	礼来	4.5%	0.05	0.8	11.7	131
22	亚历克西翁	12.8%	0.03	0.4	21.4	8,012

资料来源：Forbes，国海证券研究所

注：*滚动 5 年平均值。

- 1、研发支出的经济回报：实际 10 年年化调整后的真实研发支出的净收益回报（税收调整后），减去研发资本成本；
- 2、专利 / 100 万美元的研发支出：每 100 万美元的研发投入所带来的专利申请数量；
- 3、创新平均相对质量：一家公司的专利被其他专利或出版物引用的频率；
- 4、目标研究领域的平均排名（按创新份额）：公司在特定疾病或类型的化学家方面申请的专利数量是领先还是落后，比如是排第 1 号还是排第 11 号；
- 5、内部偏差指数：一个公司在避免“非本发明（Not invented here）综合症”方面做得有多好

2) 渠道：不止于铺货，体系化运营赋能医生与机构，强化对 B 端附加价值

除了好产品，多年深耕筑就的 B 端体系化服务能力亦是艾尔建成功基石之一。医美疗程效果受产品本身与服务提供者共同影响，即同时具备 To B 与 To C 属性。对于这一点无论是上游企业本身还是投资者认知都很充分，但何时开始执行（先发优势）、执行是否到位是产品力之外另一拉开企业差距的因素。艾尔建 2003 年就有直接面对消费者与美容专科医生的电视广告、广播广告和印刷广告等营销活动，也有美容为导向的医生培训以扩大合格医生基础。多年深耕于 B 端，艾尔建逐步形成涵盖**培训**（注射范例/注射技术教学/现场医师培训计划）、**咨询**（实践过程中的咨询）与**运营**（专门的团队帮助改善机构办公流程与物流、全面的报销支持、报销解决方案等）等环节的体系化服务能力，进而强化了其对 B 端客户的附加价值。

这一经验同样也被本土化至成长性最强的中国市场。1) **针对咨询师**：艾尔建注重对咨询师的培训，推动**技术与服务水平的提升**，在咨询阶段就让医美消费者能够深入了解医美知识，最终实现咨询师业绩与技能的双提升。2) **针对医师**：基于艾尔建学院的优质平台与全球广阔的网络去提升从业人员的**审美意识和诊疗技术水平**；同时培训过程中还关注与**医美消费的沟通技巧等软性能力提升**，以全方位升级医美消费者的求美体验。以乔雅登医生教育课程 MD Codes（代表 Medical Codes）为例，该课程包括求美者沟通、面部评估、注射部位评估、注射流程和技法等内容，以实现基于求美者个人期待和医生专业评判之上的最优效果。3) **针对机构经营者**：艾尔建学院培训不仅针对咨询师与医生，同样也覆盖机构经营者。以艾尔建五星院长特训营为例，通过线上直播课+线下集中式工作坊的形式，从客群、品项、体验、活动四个维度，助力医美机构管理者的核心能力提升。

图表 30：不止于铺货，体系化运营赋能医生与机构，强化对 B 端附加价值



资料来源：Allergan，国海证券研究所

3) 品牌：不止于广告，关注内在力量，于 C 端拓展高端品牌力

艾尔建 C 端营销活动不局限于广告，涵盖市场教育/费用节省/支付援助/消费者忠诚计划等一揽子活动。例如提高消费者对面中部缺失原因的认知，针对千禧一代对肉毒素造成面部不自然的担忧而举办 Own Your Look 活动打破传统认知，利用 Botox Patient Assistance / Co-Pay 基金会/ Botox Partnership for Access 等计划帮助消费者获取需要的治疗，开展 Brilliant Distinctions 消费者忠诚活动以交叉销售产品和发送促销信息等。总体而言，2003 年即开始的直面消费者的广告（DTC）与名目繁多的营销活动，覆盖消费习惯培育/公司品牌认知/支付费用协助/消费粘性提升等消费决策全流程，进而促就公司业绩与品牌认知的双提升。

美丽不止于外在，更关注女性内在力量，赋予品牌文化内涵。艾尔建美学团队成员背景多元化，包括传统药企、皮肤科医生、阿里/美团点评互联网企业、奢侈品时尚领域/化妆品领域专家等，其对于女性美的理解不局限于产品与诊疗方案带来的外在蜕变，更关注女性内在力量的觉醒。例如，在美国针对千禧一代消费者举办#Actually She Can#运动激励年轻女性实现职业/个人/健康和社会目标，于中国举办 EED&I 活动探讨女性的职场力量、举办 Operation Smile 微笑行动协助唇腭裂患儿绽放自信笑容等。这些活动从温度情感等内在层面激发女性认同、唤起女性共鸣，赋予品牌更广泛的文化内涵进而拓展了品牌力。在中国市场，Botox/Juvederm 被誉为肉毒素/玻尿酸中的爱马仕，这种品牌形象的塑造与艾尔建美学背后涵盖奢侈品时尚背景成员的营销理念分不开。

图表 31: 艾尔建打造 Botox 肉毒素领先品牌的方式



资料来源: Allergan, 国海证券研究所

图表 32: 艾尔建打 Juvederm 玻尿酸领先品牌方式

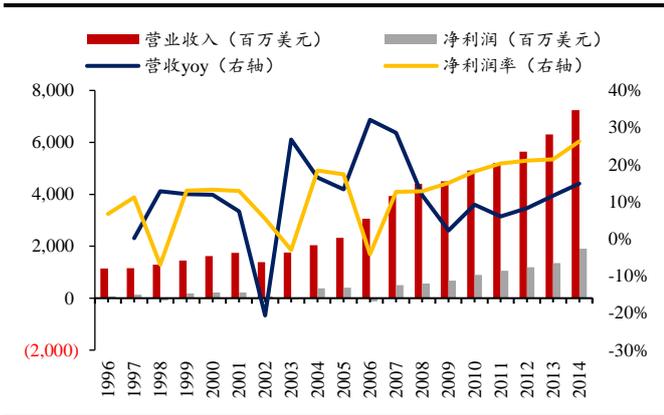


资料来源: Allergan, 国海证券研究所

4) 财务: 被收购前 CAGR 15%左右, 市值曾超 4500 亿元/PE 估值中枢 30x

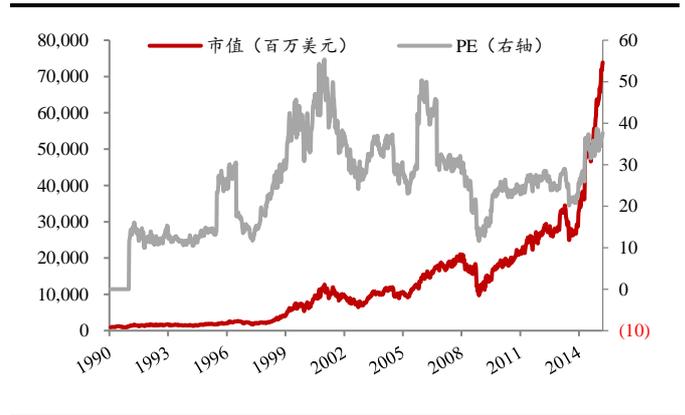
被收购 (2015 年) 前业绩复合增速 15%左右, 市值曾高达 4580 亿元。1) 被收购前情况对中国更具参考性: 被收购前 allergan.inc 医美收入占比 55%左右, 被收购后 allergan.plc 医美收入占比不到 30%。2) 业绩: 被收购前业绩稳健增长, 2004-2014 年营收/净利润 10 年复合增速分别为 13.5%/17.6%, 2007-2014 年净利率由 13%提升至 26%。3) 估值: 1990 年至今市值稳步增长, 最高曾达到 739 亿美元, 对应人民币高达 4580 亿元, 历史 PE 估值中枢在 30x 左右。

图表 33: 被收购前艾尔建营收利润 10 年复合增速 15%左右



资料来源: Bloomberg, 国海证券研究所

图表 34: 被收购前艾尔建市值曾高达 4580 亿元, 历史 PE 估值中枢 30x 左右



资料来源: Bloomberg, 国海证券研究所

二、韩国: 上游弱于美国, 中下游相似, Hugel 跃居医美龙头

1、上游: 市场体量小叠加获批厂商多, 市场竞争较为激烈

1) 肉毒素: 市场规模小, 竞争较为激烈, 龙头三易其主

相对美国而言, 市场体量小、厂商数量多, 竞争更为激烈。韩国肉毒素市场始于 1996 年, Allergan 正式获得内销许可(医疗适应症)进入韩国, 之后 Dysport (1999 年)、BTXA (2002 年) 陆续进入韩国, 本土品牌 Medytox 于 2000 年成立、2001 年开始研发并于 2006 年获批上市, 正式打破外资垄断局面, 此后陆续有其它外资品牌与本土品牌上市。目前韩国肉毒素市场厂商数量 17 家, 1998-2019 年市场规模复合增速 30%左右, 2019 年市场体量近 1500 亿韩元、对应人民币约 9 亿元。

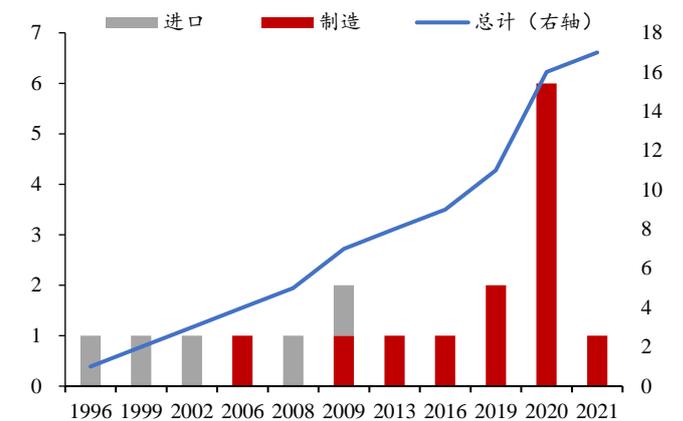
但相对本土玻尿酸市场而言, 肉毒素进入壁垒更高, 竞争格局更优。在韩国, 肉毒杆菌毒素或生产菌株受《国际生物武器公约》(1975 年生效, 自 1987 年起在韩国生效) 的约束, 其制造、获取、拥有、储存、转让等均需许可证报告。此外, 由于剧毒蛋白质原料属性, 其制造过程中需要达到生物安全 3 级标准的特殊建筑物和设备。2019 年之前, 韩国本土产商数量仅有 8 家; 2019 年后厂商获批节奏加快, 目前肉毒素厂商已达 17 家, 相对 2019 年前翻倍; 但与生产玻尿酸等组织修复生物材料的 100 多家厂商相比, 韩国肉毒素市场竞争格局更好。

图表 35: 韩国肉毒素市场体量较小 (约 9 亿元), 二十年市场规模复合增速 30%



资料来源: Medytox, Hugel, 国海证券研究所

图表 36: 2019 年以来肉毒厂商获批节奏加快, 目前肉毒厂商数量已达 17 家, 相对 2019 年前翻倍



资料来源: MFDS, 国海证券研究所

过去 20 余年市场格局变化较大, 聚焦本土与外资的性价比、肉毒素市场的价格战、本土品牌间的毒株纠纷, 韩国肉毒素市场龙头三易其主。

2006-2009: 本土品牌低价高质, 打破外资垄断格局。 1) 2006 年前韩国肉毒素市场被外资垄断。彼时肉毒素市场仅有 Botox、Dysport、BTXA 三家外资品牌, Botox 市占率 40%+ 位居第一。2) 粉毒凭借低价高质, 于 2009 年正式超越 Botox。2006 年粉毒获批上市, 临床研究证明其功效和安全与 Botox 相当但定价仅为其 2/3 左右。凭借质量与价格的竞争力粉毒迅速切入市场, 2006-2009 年市占率由 6% 提升至 38%, 并于 2009 年正式超越 Botox 成为第一。

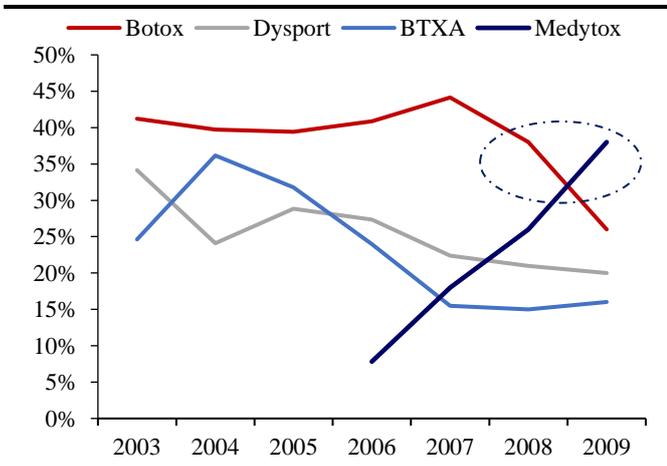
2010-2015: 本土产品推出催化肉毒素需求的同时, 本土与外资、本土间格局亦发生变化。 1) 供给催化需求, 市场规模扩大。继粉毒后韩国本土品牌获批数量增加, 2010 年白毒上市主打“高纯度、低致敏、高性价比”, 2014 年绿毒上市主打“高纯度、针对抗药人群亦有效”。三大本土品牌相对外资更低的绝对价格与更高的性价比, 共同催化肉毒素市场需求, 韩国肉毒素渗透率快速提升, 同时韩国肉毒素产品于海外尤其是东南亚市场也非常受欢迎。2009 年后韩国肉毒素市场规模迅速扩张, 而供给端产能受限, 本土企业盈利能力提升。2) 本土超越外资。基于本土厂商的“低价格、高性价比、韩国品牌”优势, 外资品牌市场份额逐渐下降, 到 2015 年外资品牌市占率已由 2009 年的 60%+ 降至 35%, 到 2016 年进一步降至 20% 内。3) 本土竞争增加, Medytox 市占率提升趋缓。2010 年白毒上市初始定价仅有粉毒 1/2 左右, 同时公司在韩国超 5000 家医院的广泛分销网络开展集中促销活动, 2015 年市场份额已提升至 26%。粉毒此前相对 Botox 的“低价格、高性价比、韩国品牌”等优势削弱, 面对竞争亦主动降低价格与研发新品 (2013 年推出 Innotox 主打性价比、2016 年推出 Coretox 主打持久抗药) 来提升竞争力, 市场份额并未如 2009 年前大幅提升但也保持基本稳定。

2016-2020: 龙头扩产价格战兴起, 叠加粉毒/绿毒法律纠纷, 白毒跃居第一。 1) 龙头扩产价格战兴起。基于前期产能受限龙头厂商纷纷加大投资力度: 2016 年 Hugel 第二家工厂投产后产能由第一家的 72 万瓶提升至 500 万瓶, 且公司在第二家工厂基础上新增设施于 2018 年初额外新增 250 万瓶产能; 2017 年

Daewoong 第二家工厂投产后产能亦由第一工厂的 50 万瓶提升至 450 万瓶；2017 年 Medytox 第三家工厂投产后生产能力提高 10 倍，三家工厂合计产能达到 1020 万瓶。供给大规模增长后肉毒素价格战兴起：2016 年 Hugel 产能增加后本土销售与出口体量快速增加，肉毒素市场份额跃居第一；2017 年上半年 Medytox 第三家工厂投产后于 8 月调低肉毒素价格 20% 以上后市占率有所企稳，与 Hugel 差距缩小；面对 Medytox 降价策略，Hugel 最初于 2017 年 3 季度维持价格不变但 3 季度内需销售额大幅下滑；2017 年后价格战愈演愈烈，肉毒素企业净利润率加速下滑。2) 与 Hugel 价格战的同时，粉毒/绿毒法律纠纷爆发。Medytox 于 2016 年和 2017 年对 Daewoong 发起法律诉讼，控告其窃取商业秘密，并于 2019 年将其告上美国国际贸易委员会，Daewoong 被禁止 21 个月出口肉毒素产品至美国。另一方面，Medytox 前员工也向 MFDS 控诉 Medytox 在产品质量、法律合规方面存在违法行为，旗下 3 款产品被判决吊销许可，但 Medytox 对此进行多次上诉，未来仍存在不确定性。

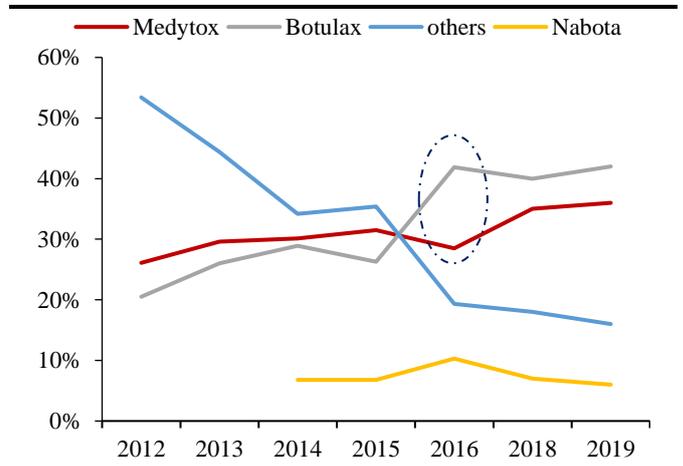
现状：Hugel 市占率居第一，但新厂商入局+粉毒被吊销许可，格局面临重塑。由于未受粉毒绿毒长达 4 年法律纠纷干扰，Hugel 经营环境相对稳定，韩国市场预计 2020 市占率超过 50%、连续 5 年市占率第一。另一方面，2019 年以来 Hunos、Pharma Research Bio、BNC Korea、Jetema 等 9 家新厂商陆续获批，叠加此前占据市场 1/3 份额的粉毒吊销许可尘埃尚未落定，韩国肉毒市场竞争格局仍面临较大不确定性。值得注意的是，近期（2021 年 12 月）韩国食药监局对 Hugel、Pharma Research Bio 等 6 个品种取消项目许可，但首尔行政法院决定停止执行 MFDS 取消项目许可的决定，这一事项未来也具有不确定性。

图表 37：2006 年前外资品牌主导，粉毒上市后凭借低价高质抢占市场，并于 2009 年正式超越 Botox



资料来源：Medytox, HMC Securities, 国海证券研究所

图表 38：2010 年白毒正式国内上市主打高性价比抢占粉毒市场，并于 2016 年正式超越粉毒



资料来源：ZUM, Korea Biomedical Review, CLSA, 国海证券研究所

图表 39：韩国肉毒素市场外资品牌对比

品牌	Botox	Dysport	BTXA	Xeomin	Myobloc
毒素类型	A 型	A 型	A 型	A 型	B 型
制造商	Allergan	Ipsen	Lanzhou Institute	Merz	Solstice Neurosciences
代理商	Allergan Korea	Ipsen korea	Hanall biopharma	Hanwha Pharma	Dream Pharma

内销许可日期 1996.10.02 1999.07.13 2002.05.29 2009.06.02 2008.04.08

资料来源：Medytox，国海证券研究所

图表 40：韩国肉毒素市场本土品牌对比

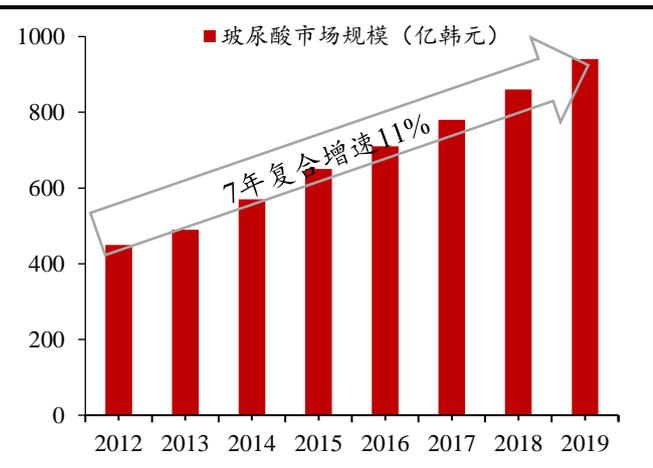
品牌	Botulax (白毒) / Letybo (乐提葆)	Nabota (绿毒)	Hutox/liztox (橙毒)	The Toxin	Neuronox /Medytoxin (粉毒)	Innotox (小金瓶)	Coretox
品牌形象							
公司	Hugel	Dae woong	Huons	Jetema	Medytox		
首次获批	2009 韩国	2013 韩国	2016 韩国	2020 韩国	2006 韩国	2013 韩国	2016 韩国
分子量 (kD)	900	900	900	-	900	150	-
干燥方法	冷冻干燥	冷冻干燥	冷冻干燥	冷冻干燥	冷冻干燥	液态	冷冻干燥
规格 (U)	50/100/150/200/300	25/50/100/150/200	100	100	50/100/150/200	25/50/100	100
主要赋形剂	人血清白蛋白	人血清白蛋白	人血清白蛋白	人血清白蛋白	人血清白蛋白	L- 蛋氨酸、聚山梨酯	-
维持时间	4-6 个月	4-6 个月	4-6 个月				
储存条件	密封容器, 2~8°C 冷藏保存	2~8°C 冷藏保存	2~8°C 冷藏保存	2~8°C 冷藏保存	-15~-5°C 冷冻或 2°C~8°C 冷藏保存	2~8°C 冷藏保存	2~8°C 冷藏保存
保质期 (月)	36 (300U 6M)	36	36	36	36	36	36
特点	高纯度、低致敏、高性价比	定价高、纯度高、不易产生抗药性	起效快、维持时间较长	-	临床研究证明功效和安全与 BOTOX 相当	无动物源性成分/HAS, 高级安全; 预混, 使用方便	不含辅助蛋白, 免疫反应少; 无动物源性成分/HAS, 高级安全

资料来源：中国医疗美容，国海证券研究所

2) 玻尿酸：更小的市场+数倍竞争者，格局弱于肉毒素

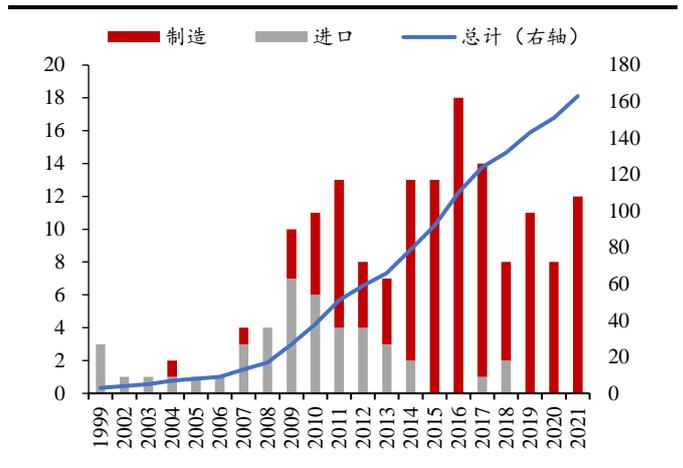
韩国玻尿酸市场体量小于肉毒素，同时进入壁垒更低，厂商数倍于肉毒素，竞争更为激烈。韩国面部填充市场始于 1999 年，Artesense (胶原蛋白+PMMA) 获得内销许可，2002 年、2004 年乔雅登与瑞蓝分别获得韩国内销许可，2009 年韩国本土玻尿酸伊婉获批，此后韩国本土玻尿酸厂商获批节奏加快。历经 20 余年发展，韩国玻尿酸市场体量已达 940 亿韩元，2012-2019 年 7 年复合增速 11%，生产玻尿酸等组织修复生物材料的厂商超过 160 家。相对肉毒素市场，韩国玻尿酸市场体量更小，同时相对于受生化武器公约规范的肉毒素而言，玻尿酸进入壁垒更低，厂商数量为肉毒素数倍，市场格局更弱。

图表 41: 韩国玻尿酸市场体量 7 亿元左右, 约为肉毒素市场规模的 80%



资料来源: Hugel, 国海证券研究所

图表 42: 但生产玻尿酸等组织修复生物材料的厂商数量超过 160 家, 数倍于肉毒素厂商 (17 家)

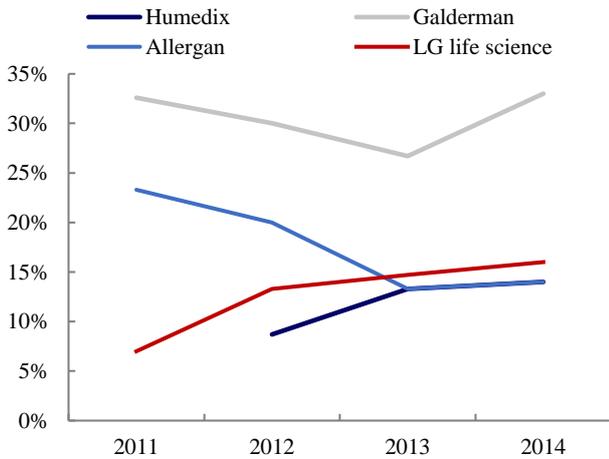


资料来源: MFDS, 国海证券研究所

韩国玻尿酸市场格局变化与肉毒素相似, 早期市场由外资品牌主导, 但随着本土品牌获批, 外资垄断局面被打破。2009 年前全球主流玻尿酸品牌 Juvederm (2002)、Restlyane (2004)、Belotero (2008) 均已进入韩国市场, 至 2011 年底 Galderman 与 Allergan 两大外资品牌市占率超过 50%。本土品牌 Yvoire (2009 年)、Elravie (2011 年) 获批后, 基于安全有效性不弱与价格更具竞争力, 外资品牌垄断格局被打破, 本土品牌认知度与市场份额逐渐提升, 2011-2014 年 Yvoire 与 Elravie 市占率由 13% 提升至 30%。

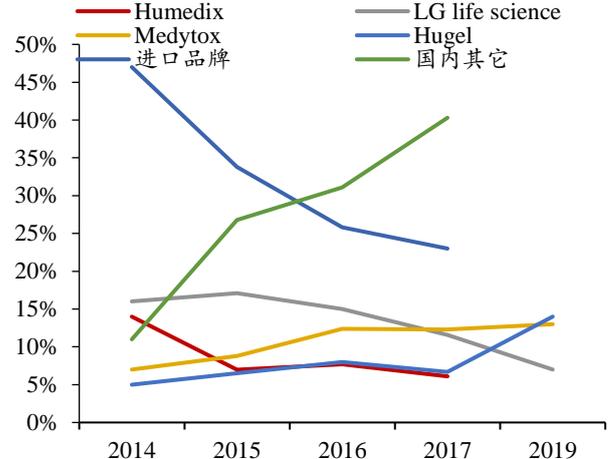
获批厂商大幅增加后, 本土与外资品牌、本土品牌内部间亦分化。2011 年后本土“用于组织修复的生物材料”厂商年均新增 10 家, 同时也仍有外资品牌陆续进场, 玻尿酸市场竞争格局愈趋分散。1) 本土 vs 外资: 2014-2017 年外资品牌市占率由 47% 降至 23%, 本土厂商 (除 LG/Humedix/Hugel/Medytox 外) 市占率则由 11% 提升至 40%。2) 四大本土厂商内部: LG 与 Humedix 份额逐渐下滑, 至 2019 年 LG 与 Humedix 市占率已不到 7%; 而 Medytox 与 Hugel 逆势提升, 至 2019 年市占率分别达到 14% 与 13%, Hugel 跃居韩国玻尿酸与肉毒素市场龙头。3) 本土厂商间分化差异关键或在于肉毒素。到 2014 年韩国本土玻尿酸厂商已有数十家, 但本土肉毒素厂商仅有 3 家, 彼时肉毒素市场产能尚处于偏紧状态, 而玻尿酸市场竞争已趋于白热化。同时拥有肉毒素与玻尿酸的厂商 (Medytox 与 Hugel) 通过与肉毒素捆绑、与埋线提拉产品协同来提高玻尿酸销售额, 进而使得玻尿酸市占率逆势提升。截至 2020 年 Hugel 玻尿酸市占率继续提升至 18%, 仍居韩国玻尿酸第一水平。

图表 43: 2011 年前韩国玻尿酸市场外资品牌主导, 伊婉与艾莉薇上市后外资垄断格局被打破



资料来源: Humedix, 国海证券研究所

图表 44: 随着获批厂商数量增多, 竞争格局更加分散, 拥有肉毒素的 Hugel 与 Medytox 逆势提升



资料来源: NH Securities, SamSung Securities, 国海证券研究所

图表 45: 韩国玻尿酸市场品牌对比

品牌	公司	获批时间 (MFDS)	交联技术	维持时间 (月)
Elravie 艾丽薇	Humedix	2011	HI, 双相填充剂, BDDE	9 ~ 12
Yvoire 伊婉	LG life science	2009	HICE, 双相填充剂, BDDE	7 ~ 10 (Classic)
				8 ~ 12 (Volume)
				12 ~ 18 (Contour)
Neuramis	Medytox	2012	SHAPE, 单相填充剂, BDDE	~9 (Lidocaine/Deep Lidocaine) ~12 (Deep) >6 (Volume Lidocaine)
Dermalax	Hugel	2011	单相填充剂, BDDE	6 ~ 12
The Chaeum		2014		-
Juvederm	Allergan	2002	Hylacross (Ultra /Ultra Plus) /Vycross, 单相填充剂, BDDE	6 ~ 12
Restylane	Q-Med	2004	NASHA, 双相填充剂, BDDE	6 ~ 12

资料来源: Humedix, 国海证券研究所

2、中游: 机构格局分散、单体经营, 整形医师培养周期长

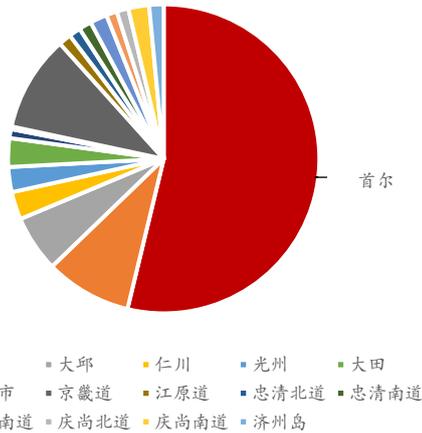
1) 机构: 机构数量众多, 区域集群、单体经营、格局分散

机构数量众多、非法机构盛行, 区域集群、个体经营特征明显。1) 数量众多: 据韩国数据信息中心 (Kosis) 统计, 截至 2021 年 2 月韩国共有合规整形美容机构 1068 家, 整形外科医生数量近 2200 个, 整形外科医生渗透率居全球最高水平。2) 非法盛行: 资本逐利叠加执法力度有限, 韩国非法机构数量数倍于合规机构; “韩国拥有超过 6000 家整形美容的机构/诊所, 只有 1000 家左右是有认证的整形专家, 其他 5000 家都是由没有经过认证的医生执刀的” (2014 年 BK 东洋医院院长接受采访表示)。3) 区域集群: 医美机构分布区域集中于经济发达的首尔市 (50%+), 京畿道与釜山市场机构数量占比 20%, 4) 个体经营:

韩国 70%以上的整形外科医生分布于私营小型诊所，10%分布于三级医院、9%分布于综合医院，医生个体经营特征明显。

政策限制叠加行业医疗服务属性，韩国整形美容机构并未连锁化经营，竞争格局较为分散。1) 按照旗下专科医生数量对医美机构进行划分，目前韩国整形美容机构格局分散：74%的机构为专科医生独立经营，21%的机构专科医生数量仅有 2-4 人，仅有 5%的机构旗下专科医生数量大于 5 人；原辰整形外科以 27 位整形外科医生数量位居第一，市占率（按专科医生数量）不到 1%。2) 进一步细化，机构内部间梯队清晰：第一梯队（专科医生数量 10 人+）以原辰、ID、Banobagi、布朗、珠宝等大型机构与三级医院整形外科为主；第二梯队（专科医生数量 5 人+）以 BK、梦想、JK、JW、Regan、TL 等中型机构与综合医院整形外科为主；第三、第四梯队旗下专科医生数量低于 4 人，私人小型机构与医院整形外科为主。

图表 46：韩国整形美容机构超过 50%集中于首尔市，京畿道与釜山机构数量占比 20%



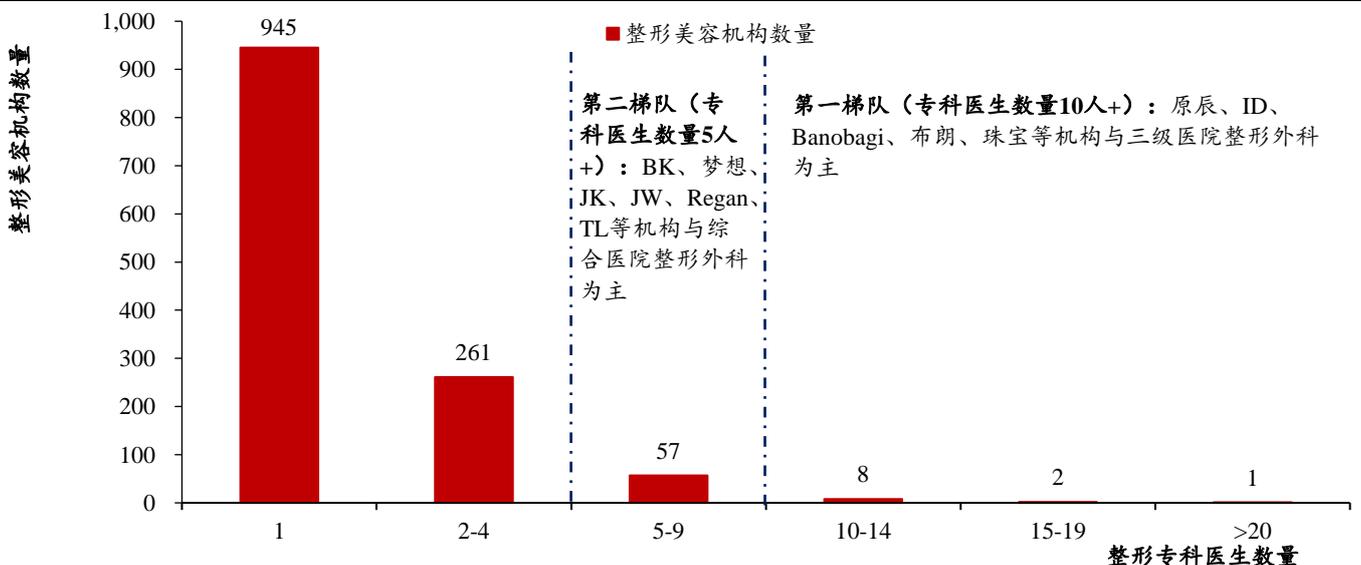
资料来源：Kosis，国海证券研究所

图表 47：韩国整形外科医生超过 70%分布于诊所，20%分布于综合医院



资料来源：Kosis，国海证券研究所

图表 48：韩国整形美容机构格局分散，私立小型诊所为主，原辰、ID 与三级医院整形外科等居一梯队

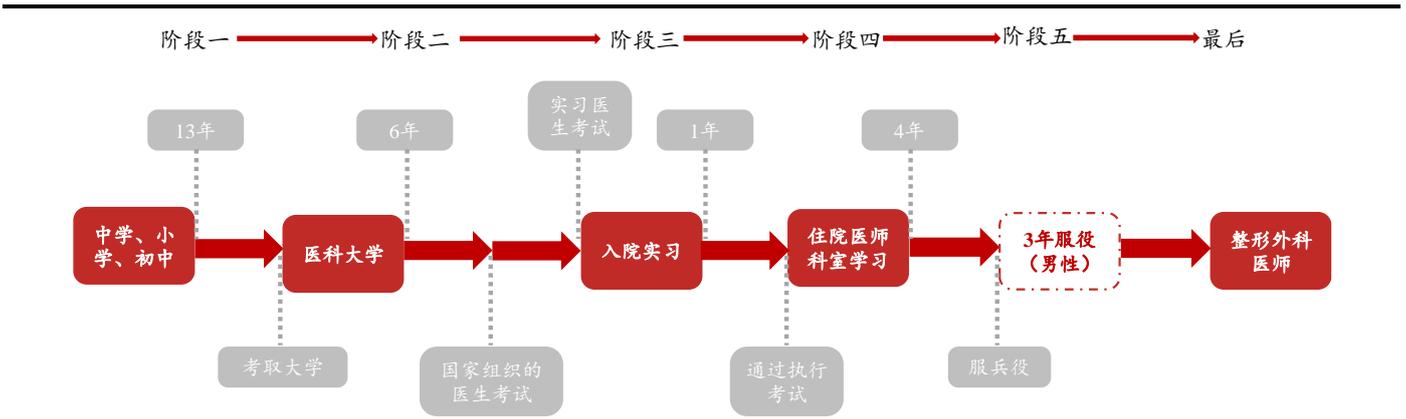


资料来源：KSPRS，国海证券研究所

2) 医师：执行专科医生制度，医师培养周期超过 10 年

与美国类似，韩国也实行专科医生制度，整形外科医师培养周期也超过 10 年。要成为一名整形外科医师，首先要从医科大学（6 年）毕业，然后通过国家医生考试取得医生资格证；其次须在相应医院的实习医生考试中合格成为实习医生（1 年），实习医生结束后需通过整形外科住院实习医生考试；之后经过住院实习医生过程（4 年）就可获得参加整形外科专门医生考试的资格；男性须服完兵役，最后参加整形外科专科医生考试合格才能获得整形外科专科医生资格。

图表 49：韩国整形外科医师培养周期超过 10 年



资料来源：非常爱美网，国海证券研究所

3、下游：侧重社交媒体渠道的口碑传播

韩国医美市场下游宣传侧重于社交媒体渠道的口碑传播。区别于在传统媒体（广播、电视等）、人群聚集地以及搜索引擎上投放广告等方式进行宣传，韩国整形外科更多使用 SNS（Instagram 等）以及 naver blog（著名社交软件 LINE 的母公司，世界第五大搜索引擎）等形式进行宣传，宣传手段更加依赖于口碑传播——“韩国拥有地球上最快的互联网，99.9%的人口连接到网络”。近年来也出现了针对消费者对医美信息需求而上线的整形美容 app，如江南姐姐、BABITALK、GooDoc 等。

图表 50：韩国医美互联网平台主要包括 BABITALK、江南姐姐与 GooDoc 等

名称	特点	简介
BABITALK	韩国第一整形信息应用程序	<ul style="list-style-type: none"> BABITALK 的母公司 CareLabs (263700) 已上市，旗下主要产品 GooDoc（为患者提供医院预约、接收、线上诊疗咨询等服务），BABITALK（提供整形美容医院预约、线上咨询、评价查看等相关服务）； BABITALK 应用商店累计下载 392 万次，月访问人数 169 万，软件内累计整形美容相关后记 92 万个，可查看 1600 余名医生信息。
江南姐姐	韩国排名第一的整形手术和手术信息应用程序	<ul style="list-style-type: none"> 由 Healing paper 有限公司开发运营，2015 年 APP 上线，提供整形手术相关费用、手术满意度、医院设施、医疗团队等美容医疗核心信息，已获多轮融资； 2021 年江南姐姐软件已拥有 260 万名会员，其中 10-19 岁、20-29 岁年龄区间的女性有 164 万名，占会员总数的 64%； 通过 APP 发起的移动端咨询及预约申请已达到百万次，以 2020 年 3 季度数据为基准，全韩国 1032 家整形外科每 3 家中就有一家入驻江南姐姐 APP 并进行市场营销和线上广告投放。
GooDoc	最早的医疗平台	<ul style="list-style-type: none"> 与 BABITALK 同属上市公司 CareLabs 有限公司 (263700)，2012 年 5 月 GoodDoc 推出，同

年8月获得3千万韩元的风险投资：

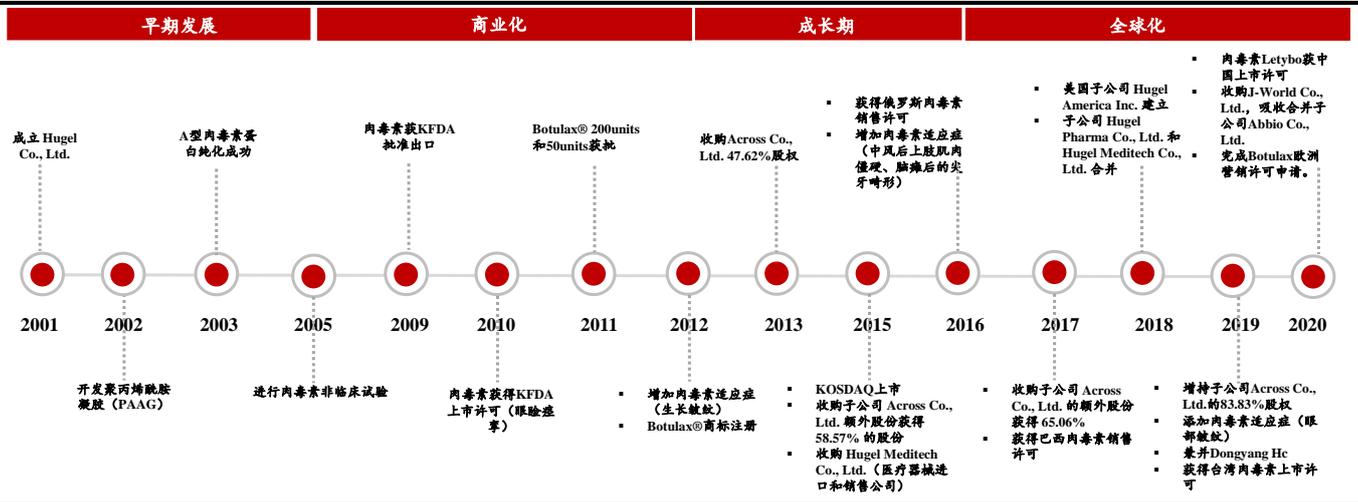
- 与48家整形机构合作，用户可通过平台查找有关医生、医院和其他医疗服务的可靠信息，进行预约/接待/治疗/远程治疗等，并为用户提供医生费用/住院费用/电话等信息。

资料来源：各公司官网，国海证券研究所

4、龙头路径：多元化与国际化筑就的综合医美龙头

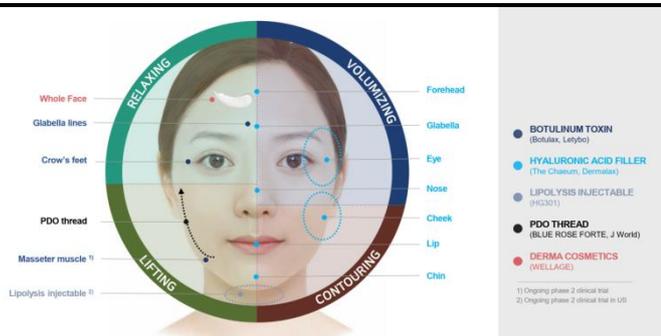
经过20余年发展，Hugel通过产品多元化与布局海外市场，已成为韩国综合性医美龙头。1) 丰富产品矩阵、强化交叉销售：Hugel产品矩阵包括Letybo肉毒素、Chaum德彩玻尿酸、Dermalax德玛玻尿酸、Wellage唯拉珠肌肤科学德玛化妆品、PR4婷尔芙医美专门护肤品牌等多个品项，通过提供多种产品满足消费者多元化需求。2) 国际化开辟海外市场：截至2020年底，公司肉毒素、玻尿酸在美国、欧洲和中国等30个国家/地区获得许可，预计2023年前覆盖全球95%市场。

图表 51：Hugel 通过产品多元化与国际化走向综合性医美龙头



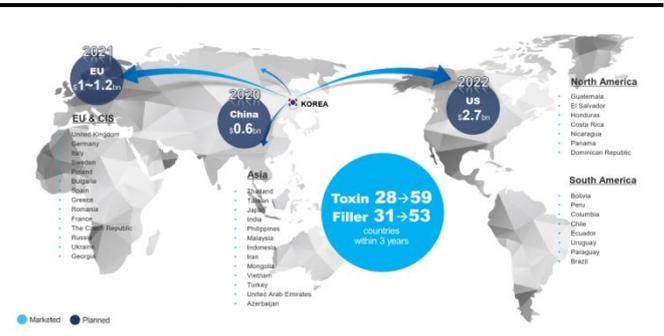
资料来源：Hugel 公司官网，国海证券研究所

图表 52：Hugel 丰富产品矩阵、强化交叉销售



资料来源：Hugel 公司公告，国海证券研究所

图表 53：Hugel 国际化布局，开辟海外市场

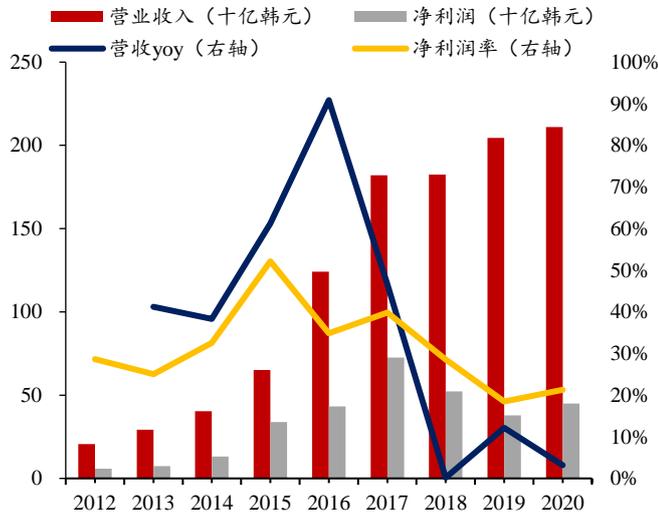


资料来源：Hugel 公司公告，国海证券研究所

盈利能力远超同业，2020 年以来市值高于同业。1) 纵向来看：2012-2020 年 Hugel 营收、净利润 8 年复合增速分别为 34%、29%，截至 2020 年公司营收 2110 亿韩元 (11.7 亿元)，净利润 449 亿韩元 (3.2 亿元)。2015 年以来随着肉毒素获批产品数量增加，韩国医美市场竞争加剧，行业净利率普遍下行，Hugel 净利率最高由 52% 降至 21%。2) 横向对比：2019 年 Hugel 利润规模和利润率

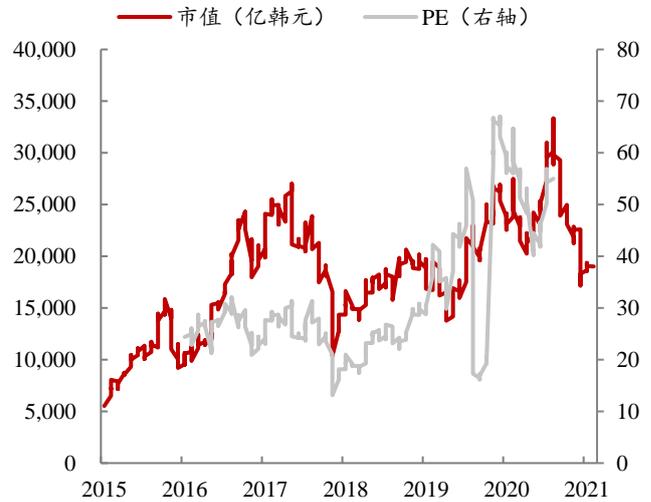
正式超过 Medytox，2020 年相对同业优势进一步扩大。3) 盈利差异相应反映至估值差异上：2020 年以来 Hugel 市值高于可比同业，但总体而言韩国医美相关企业估值波动较大。

图表 54: Hugel 营收利润 8 年复合增速 30%左右



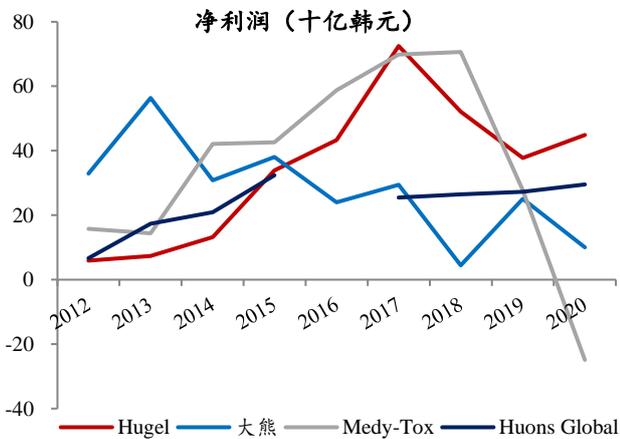
资料来源: Bloomberg, 国海证券研究所

图表 55: Hugel 历史市值与估值变化



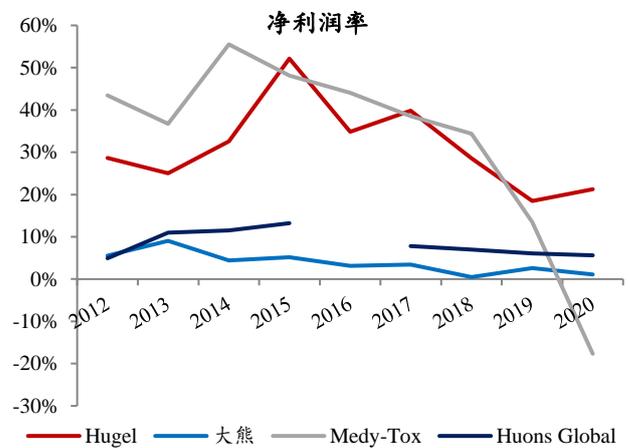
资料来源: Bloomberg, 国海证券研究所
注: 2021 年数据截至 2021 年 12 月

图表 56: 2019 年利润规模正式超过 Medytox, 2020 年相对同业优势进一步扩大



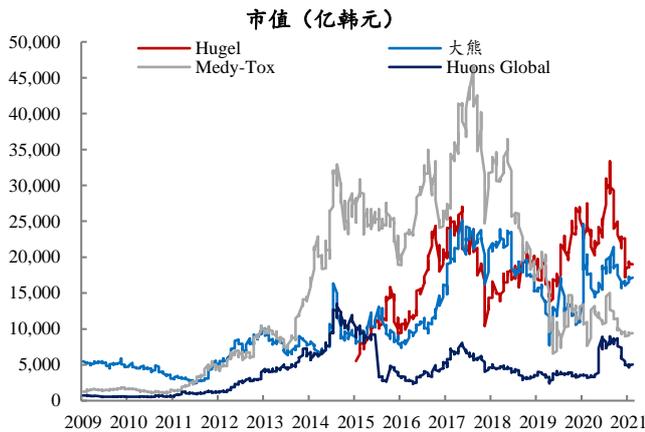
资料来源: Bloomberg, 国海证券研究所
注: 2016 年 Huons Global 将 Huons Co., Ltd. 拆分出去, 净利润波动较大, 此处不予显示

图表 57: 2019 年利润率正式超过 Medytox, 2020 年相对同业优势进一步扩大



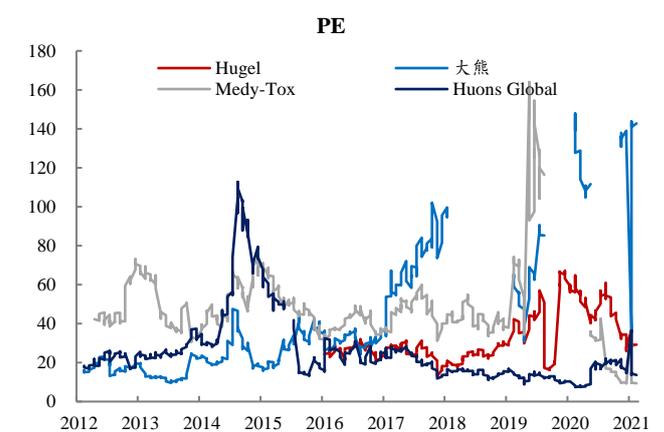
资料来源: Bloomberg, 国海证券研究所
注: 2016 年 Huons Global 将 Huons Co., Ltd. 拆分出去, 净利润波动较大, 此处不予显示

图表 58：盈利差异相应反映至估值差异，2020 年以来 Hugel 市值高于其余可比公司



资料来源：Bloomberg，国海证券研究所
注：2021 年数据截至 2021 年 12 月底

图表 59：但总体而言，韩国医美相关企业估值波动较大



资料来源：Bloomberg，国海证券研究所
注：2021 年数据截至 2021 年 12 月底

三、成熟市场经验总结与中国竞争格局展望

1、产业链：上游集中/中游分散/下游互联网平台为主，共性大于个性

上游：美韩医美产业链均呈现上游竞争格局与利润率更优的特征。正如我们在前言中讨论的，进入壁垒与可复制性共同影响产业链不同环节的利润分配与竞争格局。上游药品器械厂商受食药监管部门管理，企业准入壁垒与可复制性相对中游医疗服务提供商更优，产业链中的话语权与盈利能力更强。略有区别的是，产业链上游，美国竞争格局相对韩国更为集中。FDA 相对 MFDS 更严格，叠加韩国支持医美市场大力发展，韩国上游市场规模较小但厂商数量远多于美国，无论是肉毒素还是玻尿酸，其竞争格局的稳定性与集中度均低于美国。

中游：低集中度并未随着市场成熟而有太大改善。1) 机构竞争格局并未随着行业成熟而有太大改善。美国与韩国医疗体系均以私立主导，合规医疗美容机构数量多而散，医生个体经营特征明显、CR1 不到 1%。2) 业态上连锁/单体并存，美国连锁化率 13%，韩国政策限制连锁化。美国医美机构区域性特征明显（整体地广人稀、区域间人口密度与消费水平差异较大、州与州之间监管体系差异），连锁化率不到 15%且以区域性连锁机构为主，全国性连锁机构主营项目为身体塑形类；而韩国连锁化经营则受限于政策，单体机构扩张以规模驱动为主。

3) 美国轻医美行业蓬勃发展，预计连锁化率高于医美机构。作为整形美容机构的竞争对手，Med Spa 行业伴随轻医美技术突破而兴起，逐步从整形外科/美容皮肤科独立，到 2016 年市场规模仅 40 亿美元、数量超过 4000 个，行业中最大连锁医疗水疗中心 Ideal Image 在美国和加拿大拥有 150 多家分店，考虑到更高的标准化程度预计连锁化率优于医美机构。4) 资本逐利与监管难度高，非法医美市场仍存。但非法规模与非法现象预计好于当前中国，更多侧重于机构端与医生端，而非假货水货。5) 美韩均执行专科医生制度。医师进入门槛较高、培养周期普遍在 10 年以上，美韩整形医师渗透率均位列全球前列，与成熟发达的医美市场相辅相成。

下游：美国搜索引擎广告投放严格监管，韩国侧重社交媒体渠道的口碑传播。自 2009 年谷歌事件后美国政府加大打击网络非法医疗广告力度，谷歌广告也遵循严格过滤机制、广告标识提醒明显。韩国整形外科更多使用 Instagram/Naver Blog 等社交媒体形式进行宣传，宣传手段依赖于口碑传播（“韩国拥有地球上最快的互联网，99.9%的人口连接到网络”）。类似于中国的新氧/更美/大众点评等，美韩也拥有医美互联网平台，例如美国的 Realself、韩国的 Babitalk 等。

2、肉毒素：韩国对中国参考性或更高，但内卷程度中国或弱于韩国

美韩肉毒素市场格局差异较大，或与行业准入/个体经营有关。1) **差异：**美国肉毒素市场体量大而厂商数量少，竞争格局稳定，获批厂商数量增加会分流 Botox 份额，但艾尔建龙头地位仍稳固；韩国本土肉毒素市场体量小叠加政策支持下厂商数量多，竞争较为激烈，龙头三易其主。2) **差异因素之一：行业准入。**如前言所述，行业格局集中或分散取决于进入壁垒与可复制性，进入壁垒越高、可复制性越强，市场份额更趋向于集中，例如上游与中游、肉毒素与玻尿酸，美韩肉毒素格局差异背后或是 FDA 准入较 MFDS 更严格。

3) **差异因素之二：个体经营。**如前言所述，我们认为上游厂商竞争壁垒在于牌照领先周期/产品性价比/渠道力。于美国市场，Botox 开创美国乃至全球肉毒素市场且领先第二进入者周期长达七年，叠加产品精准有效、B 端体系化运营赋能机构、C 端强化市场教育与品牌塑造，综合优势突出、龙头地位稳固，市场份额常年 70% 以上。于韩国市场，韩国本土肉毒品牌获批时间落后于外资品牌，但凭借低价高质的竞争力与韩国本土品牌效应逐渐抢占外资品牌份额，而本土品牌 Hugel 在获批时间落后于 Medytox 达 3 年情形下提供更高性价比产品，也充分享受行业成长期红利，并于 Medytox 法律纠纷期间扩大领先优势。

从供给端角度，韩国肉毒素市场对中国参考性或更高。美国医美市场起步早且肉毒素产品数量在 2019 年前仅有 3 款，供给端产品层次亦难言丰富。而韩国市场经验充分体现供给会催化需求，早期外资品牌主导下市场体量小，本土品牌粉毒与白毒获批后凭借高性价比产品催化市场需求，提高肉毒素渗透率并驱动肉毒素市场发展壮大，本土品牌亦于供需错配期共同分享行业成长红利。中国过去肉毒素市场发展弱于玻尿酸，有需求端消费者年龄结构、市场教育因素，而供给端产品数量与产品层次亦是制约项，获批产品数量增加与层次丰富有望从供给端催化肉毒素需求，基于这一点我们认为韩国对中国参考性高于美国。

但更大的市场体量+更高的准入壁垒，预计中国肉毒素市场内卷程度弱于韩国。目前中国医美渗透率相对成熟市场而言处于较低水平，市场体量与成长空间均远大于韩国，且韩国政策大力支持医疗美容产业化这一点对中国并不适用；叠加中国肉毒素市场准入优于韩国，即使算上 2025 年后陆续获批上市的肉毒素品牌，厂商数量也低于韩国，预计中国市场内卷程度将弱于韩国。

对于中国肉毒素市场格局展望：1) 医美（市场扩容+合规替代+年龄结构升级）与医疗需求支撑下肉毒素市场规模中高速增长明确，叠加价格带空白尚未完全填补，未来 3-5 年竞争态势相对缓和；2) 中期同质竞争者数量增多（从审批进度看，预计 2025 年-2030 年间市场竞争者将陆续达到 9 家左右），叠加肉毒素市场增速中枢下移，增量竞争逐渐过渡至存量博弈，价格下行是大概率事件；3)

肉毒素品牌间竞争壁垒在于**牌照领先周期**（提供积累口碑/抢占份额的时间窗口，领先周期越长壁垒越稳固）、**产品性价比**（无先发优势或先发优势不稳固情形下性价比更高产品亦有望脱颖而出）。

3、玻尿酸：韩国更具参考性，国产走量+与肉毒素协同或为趋势

美韩玻尿酸市场格局也存在较大差异，背后逻辑与肉毒素相似，均在于行业准入与个体经营。1) **差异**：美国玻尿酸市场规模/厂商数量/竞争格局稳定性均好于韩国，乔雅登长期居领先地位；韩国玻尿酸市场龙头多次变化，目前龙头 Hugel 市占率不到 20%。2) **差异因素**：**行业准入与个体经营**。玻尿酸进入壁垒低于肉毒素这一点是共性，而这一点在韩国更为突出，厂商数倍于肉毒素。于美国，面部填充市场历经玻尿酸对胶原蛋白材料的替代与 21 世纪以来上游企业兼并重组频繁，乔雅登玻尿酸基于自身产品力+Botox 协同效应+Restlyane 被收购后整合不顺，2014 年后份额领先优势扩大。于韩国，国产品牌 LG 与 Humedix 获批后市占率提升打破外资品牌垄断，后续 Medytox 与 Hugel 也陆续推出玻尿酸品牌，国产品牌共同做大玻尿酸市场、也挤压外资品牌份额，而国产品牌内部拥有肉毒素的 Medytox 与 Hugel 后来居上、逐渐超越 LG 与 Humedix。

与上文肉毒素逻辑一致，我们认为，从供给端角度，韩国也对中国参考性更强。

1) **对于国产玻尿酸品牌而言，差异化与下沉市场走量或为突围路径，韩国本土品牌面对瑞蓝与乔雅登等外资品牌也是主打质优价廉、走量逻辑**。以 Humedix 公告内容（2014 年）为例，“就品牌知名度而言，Restylane 和 Juvederm 仍处于最高水平。另一方面，由于供应价格高，Restylane 占有很大的市场份额，但在使用方面，我们的 Elravie 使用量如此之大，以至于在医生中提高了品牌知名度”。“以质优价廉的策略扩大市场占有率-以优良的品质，而非简单的低价策略，向具有合理价格竞争力的产品进军”。

2) **同时拥有肉毒素与玻尿酸的厂商竞争优势更大**。作为全球最大单品，肉毒素适用范围广（医药+医美）、百搭属性强，且其进入壁垒高于玻尿酸，这也导致目前国内厂商均选择代理而非自研布局肉毒市场。“未来五年，没有肉毒素的玻尿酸注射剂将卖不出去”，这一论断有夸张成分，但无论是理论探讨还是美韩成熟市场经验，均显示出肉毒素的重要性不容忽视。

四、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，持续看好医美行业的增长潜力，给予“推荐”评级。建议关注具有先发优势、产品布局完善的综合性医美龙头爱美客、华熙生物、四环医药、昊海生科、华东医药等。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2022-01-06 股价 (人民币元)	EPS (人民币元)			PE			投资评级
			2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	
300896.SZ	爱美客	392.6	3.66	5.21	7.39	107	75	53	增持
688363.SH	华熙生物	149.2	1.35	1.90	2.53	111	79	59	增持
0460.HK	四环医药	0.7	0.05	0.06	0.08	14	11	9	增持
688366.SH	昊海生科	92.0	1.30	2.41	3.07	71	38	30	增持

000963.SZ 华东医药 28.3 1.61 1.94 2.29 18 15 12 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，四环医药股价换算汇率为 2022/01/06 即期汇率

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。

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。

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，2021H1 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、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，2021H1 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、华东医药：少女针铺货逐步推进，医美产品管线持续扩充

少女针铺货逐步推进，医美产品管线持续扩充。1) 少女针：公司聚焦全球医美高端市场，现已实现无创+微创的医美产业链全布局。核心产品伊妍仕少女针于 2021 年 8 月底登陆大陆市场，销售推广现已全面铺开；截至 2021Q3 签约合作医院超 120 家，培训认证医生超 200 人，已实现预收款超 1 亿元。荷兰阿尔梅勒工厂新建产能已投入使用，以保障少女针后续全球供应，预计少女针铺货有望提速，未来放量可期。2) 在研新品：公司已获比利时 KiOmed 4 款在研创新型壳聚糖医美产品以及后续相关产品于全球区域（美国除外）在皮肤医美领域的独家许可；引进的美国 R2 公司冷触美容仪酷雪（F0）已获药监局非医疗器械管理认证（已获韩国、台湾地区上市许可）；此外，公司已经为全资子公司西班牙能量源型医美器械公司 HighTech 的主要海外在售产品和在研创新产品分别制定了中国区域上市规划，相关注册准备工作正常开展。公司医美产业经过 3 年高速发展，已拥有无创+微创医美领域产品二十余款，产品数量和覆盖领域均居行业前列，其中多款潜力产品将有望于 2025 年前陆续在海内外上市销售，为公司全球化医美业务带来新的增长动能。

五、风险提示

监管政策超预期变化；疫情进一步恶化冲击终端消费；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；医疗资源、医美技术、消费习惯等不确定性影响；重点关注公司业绩不及预期风险；国内外公司的估值并不具有可比性，相关数据仅供参考。

【商社小组介绍】

芦冠宇：商社首席分析师。杜伦大学/四川大学。曾就职于国泰君安证券、中信建投证券、方正证券。主攻免税、酒店、景区、餐饮、化妆品、人力资源等板块。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。

李英：商社分析师，南京大学，曾就职于兴业证券、方正证券，主攻医美、零售板块。

李宇宸：香港中文大学（深圳）。主要覆盖餐饮、茶饮及化妆品行业。

周钰筠：对外经济贸易大学金融本硕，主攻酒店、电商代运营、跨境电商、免税板块。

【分析师承诺】

芦冠宇，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。