

化妆品医美

索塔医疗：“热玛吉”第一股

光电美容先驱，“热玛吉”第一股。索塔医疗为全球领先的美容医疗器械公司，旗下热玛吉、素颜光、飞梭和威塑四大品牌可有效紧致、修复皮肤，塑造身体轮廓，截至2020年末已在全球50个国家/地区安装超13,800台基础仪器。2020/2021Q3公司营业收入分别为2.52/2.18亿美元，同比增长30.27%/32.15%，毛利率达67.7%/71.4%，净利率达30.1%/33.3%。通过设备+探头等消耗品绑定销售，为公司持续贡献营收，2020-2021Q3公司提供的消耗品营收贡献分别占比分别为68.25%/73.27%。

乘轻医美之风，深入亚太市场。亚太市场轻医美之风盛行，为公司第一大市场，2021Q3营收占比达67.31%。其中2020年中国轻医美用户规模达1520万人，过去5年CAGR达40.26%，预计2023年轻医美市场规模可达980亿元。公司主打非侵入性皮肤治疗，高度贴合亚太市场需求，核心品牌热玛吉为第一大收入来源，2018-2020占总营收比重达63%/74%/84%。

实力产品构筑品牌壁垒，共赢模式储备增长动力。1) 品牌优势：20年打造射频治疗领域大品牌，多项行业第一奠定业内技术先驱地位，业务遍布全球50+国家/地区；2) 产品优势：光电射频+超声吸脂技术丰富产品组合，协同应对各项美容需求。公司拥有行业顶级研发团队，累计研发投入已达5000万美元，产品创新支撑力强劲；3) 客户优势：上下游合作关系稳定，协同营销加速终端市场教育；4) 扩张生态圈：加速新兴市场版图拓展与存量市场深耕挖掘，未来全球市场扩张规模可观。

费控能力领先，研发实力突出。索塔医疗率先发起射频治疗概念，注重研发生产，加码产品创新，2021Q3研发费用率达5.67%，显著高出可比同业INMODE 2.83pct，SKIN2.21pct。公司商业模式成熟，运营效率领先，已成功构建全方位的上下游合作关系网，形成了产品推广与销售的有效渠道。2021Q3公司销售费用率仅36.85%，费控能力处于行业领先地位。

风险提示：公司经营性风险；COVID-19疫情相关风险；政策监管风险。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 赵雅楠

执业证书编号：S0680521030001

邮箱：zyn@gszq.com

研究助理 张望

执业证书编号：S0680121120024

邮箱：zhangwang3@gszq.com

相关研究

- 《美容护理：培育钻石：在新消费的浪潮中熠熠闪光》2021-12-20
- 《化妆品医美：美丽盛开，国货齐放——2022年度行业策略》2021-12-05
- 《【国盛美妆】医美面膜：先行者数尔佳》2021-10-11

内容目录

1. 索塔医疗：“热玛吉”第一股	4
1.1 发展历程：光电美容的先驱之路	4
1.2 主营业务：四大核心产品协同发展	4
1.3 组织管理：核心管理团队经验丰富	6
1.4 财务分析：公司发展稳定	7
2. 光电医美行业：医美需求拉动稳定增长	9
2.1 轻医美需求增长，光电设备持续受益	9
2.2 行业格局：利润集于中游，欧美厂商主导	11
3. 公司亮点：品牌地位牢固，研发能力领先	12
3.1 轻医美行业先驱，品牌效应显著	12
3.2 产品组合丰富，研发实力领先	12
3.3 上下游合作关系稳定，商业模式互利共赢	13
4. 未来规划：推进产品研发，加深消费者教育	14
5. 同业对比：先发优势显著，费控能力领先	14
风险提示	17

图表目录

图表 1: 索塔医疗发展历程	4
图表 2: 公司产品组合信息	5
图表 3: 热玛吉前后皮肤紧致明显	6
图表 4: 单极射频穿透能力更强	6
图表 5: 2018-2021Q3 按业务划分公司营业收入（百万美元）	6
图表 6: 2018-2021Q3 按品类划分公司营业收入（百万美元）	6
图表 7: 公司核心团队简介	7
图表 8: 2018-2021Q3 公司营收和净利润（百万美元）	8
图表 9: 2018-2021Q3 公司毛利率和净利率	8
图表 10: 2018-2021Q3 按地区划分公司营收（百万美元）	8
图表 11: 2018-2021Q3 公司成本构成（百万美元）	8
图表 12: 2018-2021Q3 公司费用率（百万美元、%）	9
图表 13: 2018-2021Q3 公司现金流情况（百万美元）	9
图表 14: 2019-2021Q3 公司应收帐款、应付账款及存货（百万美元）	9
图表 15: 公司运营效率不断提升	9
图表 16: 2015-2022 年全球医美行业市场规模及预测（十亿美元）	10
图表 17: 全球非手术类医美项目量占比稳定	10
图表 18: 中国医美细分市场规模（亿元）及增速	10
图表 19: 2020 年全球主要国家非手术类医美项目量（万次）	10
图表 20: 此主要光电医美项目介绍	11
图表 21: 以地区划分的光电医美器械全球销售收益（亿美元）	11
图表 22: 各国光电项目占总疗程比例对比	11
图表 23: 光电医美器械行业产业链	12
图表 24: 索塔医疗现有的协同治疗方案	13
图表 25: 同业公司对比	14
图表 26: InMode 产品矩阵图	15

图表 27: SKIN 探头种类与功能	15
图表 28: 探头清除脸上污渍与角质原理.....	15
图表 29: 2018-2021Q3 公司营收对比 (亿美元)	15
图表 30: 2018-2021Q3 公司净利润对比 (亿美元)	15
图表 31: 可比同业: 分地区营收比重 (2021Q3, %)	16
图表 32: 可比同业: 毛利率水平 (%)	16
图表 33: 可比同业: 净利率水平 (%)	16
图表 34: 可比同业: 期间费用率 (%)	16
图表 35: 可比同业: 销售费用率 (%)	17
图表 36: 可比同业: 研发费用率 (%)	17

1. 索塔医疗：“热玛吉”第一股

1.1 发展历程：光电美容的先驱之路

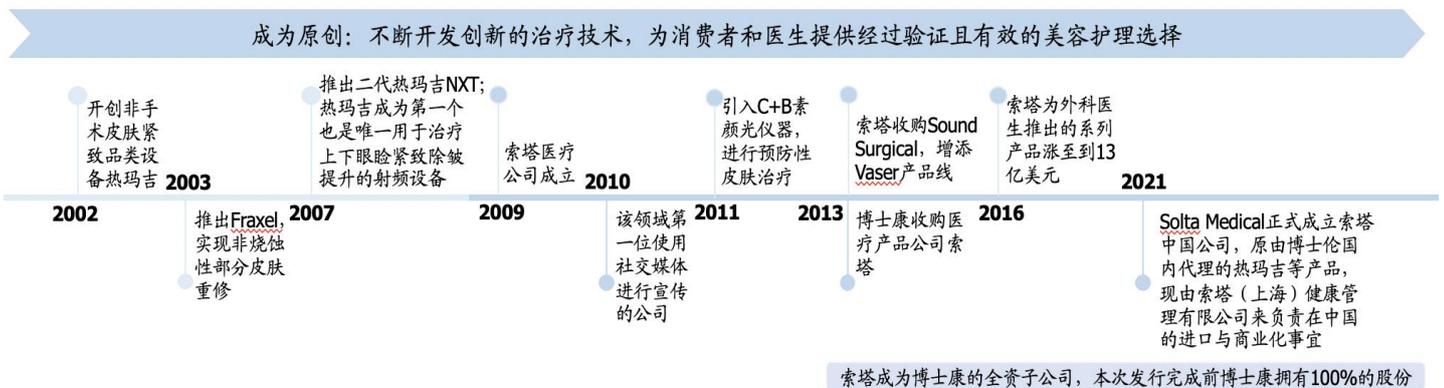
索塔医疗是全球领先的美容医疗器械公司，自2002年推出首个商用产品热玛吉以来，公司陆续在全球建立了超200项专利组合。旗下四大品牌热玛吉、素颜光、飞梭和威塑可有效解决皮肤紧致、皮肤修复和身体轮廓塑造等问题，在医美行业享誉盛名。截至2020年末，公司已在全球50个国家/地区安装超13,800台基础仪器。公司发展历程可划分为品牌建设期、多元发展期、全球扩张期等三大阶段：

品牌建设期（1995年-2009年）：1995年爱德华·诺顿、罗杰·斯坦和妇幼医疗器械专家凯思·马卢奈共同成立公司热玛吉（Thermage, Inc），并于2002年推出第一款用于紧致皮肤和皱纹治疗的射频设备热玛吉款。2009年热玛吉公司与飞梭公司完成合并，更名为索塔（Solta）。

多元发展期（2010年-2013年）：公司于2011年推出品牌C+B素颜光，并在2013年通过收购SoundSurgical增添威塑产品线，同年索塔医疗被博士康收购。

全球扩张期（2014年-至今）：2018年起热玛吉FLX先后在香港、日本、韩国、台湾、新加坡等亚洲地区上市。2021年初索塔医疗成立中国公司，以全新面貌进入中国市场。

图表 1：索塔医疗发展历程



资料来源：公司官网、国盛证券研究所

1.2 主营业务：四大核心产品协同发展

产品矩阵专注解决皮肤问题：旗下知名品牌热玛吉FLX、C+B素颜光、飞梭和威塑lipo特色显著，产品协同性与广度可有效满足消费者紧肤塑身、抚平细纹、缩小毛孔、改善肤色等美容护理需求，公司的无创和微创美容医疗设备自推出以来已在全球完成700万次手术疗程。RealPatientRatings调查数据显示消费者对热玛吉、C+B素颜光、飞梭、威塑的满意度分别达90%/96%/92%/95%。

核心品牌一：热玛吉—全球无创紧肤治疗的先驱。热玛吉FLX仪器通过单个探头使用单极射频技术加热深层皮肤，在与水分子分离的条件下，纤维胶原蛋白可立即收缩达到皮

肤紧致效果。热玛吉仪器可采取多个探头互换针对身体不同部分进行精确治疗，单次治疗效果显著，皮肤状态改善明显。2018年以来热玛吉仪器作为非侵入性皮肤紧致治疗领导者，在全球共完成250万次疗程，应用次数位居全球紧致产品第一。

核心品牌二：C+B 素颜光一点阵激光技术解决皮肤老化。素颜光治疗通过移动探头发射的激光在皮肤上形成数万个微治疗区，唤醒肌肤自我修复能力并刺激胶原蛋白生成，促进皮肤细胞更新，达到全面改善皮肤肤质与肤色的效果。单次治疗仅需30分钟，且不形成创面。2011年以来素颜光一直是预防性激光治疗领域的领导者，于2016年被评为RealSelf最有价值的非侵入性激光，于2020年被New Beauty评为用于焕亮皮肤的最佳激光。

核心品牌三：飞梭—非剥脱性局部皮肤重修治疗。飞梭使用比素颜光更强烈的激光渗透深层皮肤，全面改善老化、晒伤的皮肤问题。单次激光针对一个微小组织而不影响周围组织，伤口能够快速愈合，通过使用IOTS专利技术实现治疗能量分布准确而均匀，避免过度热量伤害肌肤。一个有效疗程需要进行3-5次治疗，每次间隔2-4周，在2-3月内完成改善。

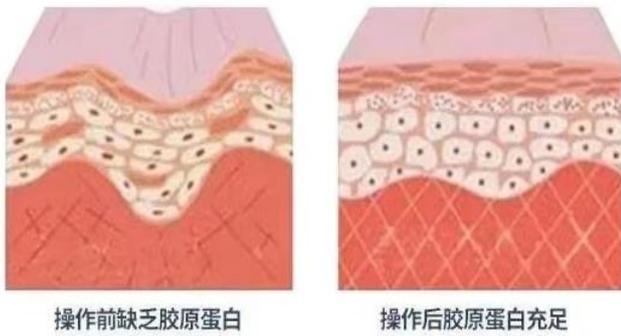
核心品牌四：威塑—超声波能量塑造身体轮廓。威塑利用超声波将脂肪震碎，在脂肪细胞溶解并乳糜化后温和抽出，最大限度减少对周围组织的创伤。威塑仪器可以对浅层脂肪进行雕刻塑形，并实现强力消除大面积脂肪与温和针对敏感区域之间的平衡。

图表 2: 公司产品组合信息

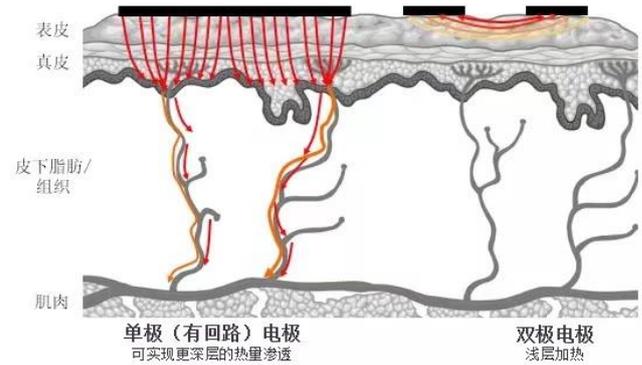
品牌	技术	描述	关键区别	功效
热玛吉	单极射频	利用单向射频技术加热皮肤富含胶原蛋白的更深层，刺激胶原蛋白立即收缩和重塑，随着时间的推移收紧并提高胶原蛋白的密度。	<ul style="list-style-type: none"> • AccuREP 技术 • 非侵入性 • 可以治疗各种皮肤类型 • 几乎不需要恢复时间 • 单次治疗结果可随时间推移而改善 	紧肤塑形、抚平细纹及皱纹
素颜光	非剥脱点阵激光 • 1440&1927nm: 二极管激光器	利用点阵激光技术创建渗透到真皮中的微光束通道。激光利用局部光热作用原理，刺激胶原蛋白重塑。	<ul style="list-style-type: none"> • 治疗皮肤表面和深层问题 • 非侵入性 • 可以治疗各种皮肤类型 • 恢复时间短 	Original(1440nm): 改善毛孔, 减少细纹和皱纹, 刺激皮肤胶原蛋白增生 Permea(1927nm): 提亮肤色, 爆破浅层色素
飞梭	非剥脱点阵激光 • 1550nm: 铒激光 • 1927nm: 铥激光	产生穿透真皮层的激光柱, 以加速真皮层胶原蛋白重塑。	<ul style="list-style-type: none"> • 非侵入性 • 治疗所有皮肤类型 • 恢复时间短 	改善色素沉着、晒伤、痤疮疤痕、手术疤痕、皱纹和黄褐斑等
威塑	超声辅助吸脂	探头传递超声波致脂肪细胞脱落, 并产生大量液体进一步分离脂肪细胞, 同时保持其他组织不受损。	<ul style="list-style-type: none"> • 微创 • 立竿见影的效果 • 减少外科医生的疲劳 	减少顽固多余的脂肪

资料来源: 公司招股说明书、国盛证券研究所

图表 3: 热玛吉前后皮肤紧致明显



图表 4: 单极射频穿透能力更强

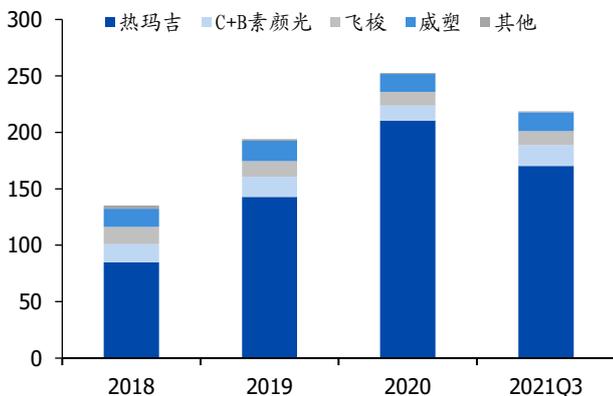


资料来源: 热玛吉微信公众号、国盛证券研究所

资料来源: 热玛吉微信公众号、国盛证券研究所

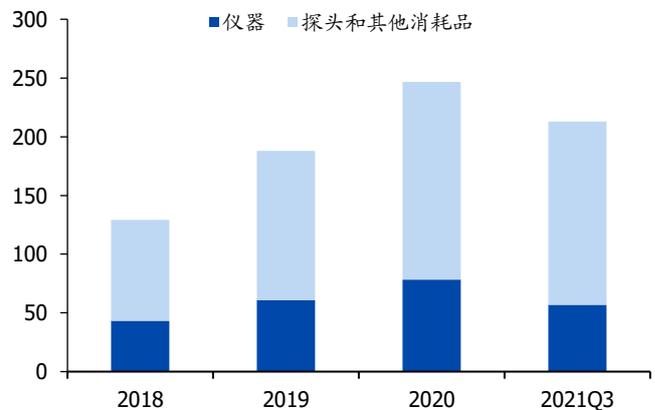
热玛吉为第一大收入来源, 消耗品占比持续提升。2018-2020 热玛吉业务营业收入分别为 0.85/1.43/2.10 亿美元, 分别占总营收的 63%/74%/84%, 份额逐年递增。2021Q3 热玛吉业务营业收入为 1.70 亿美元, 同比上升 21.92%, 同期素颜光/飞梭/威塑营业收入分别为 0.19/0.12/0.17 亿美元。按照品类对公司营收进行划分, 探头等消耗品所占比重较大, 2019-2021Q3 所占比重分别为 66.43%/67.50%/68.25%/73.27%, 2021Q3 探头和其他消耗品与仪器的营业收入分别为 1.56/0.57 亿美元。

图表 5: 2018-2021Q3 按业务划分公司营业收入 (百万美元)



资料来源: 公司招股说明书、国盛证券研究所

图表 6: 2018-2021Q3 按品类划分公司营业收入 (百万美元)



资料来源: 公司招股说明书、国盛证券研究所

1.3 组织管理: 核心管理团队经验丰富

索塔医疗为博士康全资子公司, 管理层结构稳定。2021 年 8 月 3 日博士康宣布将全球美容医疗器械业务分离, 成为独立上市实体。当前管理层结构稳定, 从业经验丰富。公司董事会共有 7 人, 其中独立董事 4 人, 分别为托马斯·罗斯、罗伯特·鲍尔、艾米·韦克斯勒和索菲亚·朗洛伊斯。公司主要管理人员在公司平均工作年限达 5 年以上, 首席执行官斯科特·赫希在医疗保健行业具有超过 10 年的管理决策领域经验。其他董事会成员与高级管理人员在公司运营管理、企业融资、医药生物、法律法务等方面均具有丰富的专业经验。

图表 7: 公司核心团队简介

姓名	年龄	职位	加入公司时间	背景
斯科特·赫希	45	首席执行官	2016年	2012-2016年在Surveyor Capital负责医疗保健领域的股权投资和风险管理决策, 2016年8月加入博士康担任高级总裁兼首席业务战略官; 2021.7开始在博士康旗下OraPharma和Ortho Dermatologics担任总裁兼首席战略官。
托马斯·哈特	66	首席运营官	2012年	先后担任Sheffield高管、TRG Group首席执行官等, 2012年1月加入博士康担任iNova业务亚洲区总监, 2017年担任索塔医疗全球总监, 2018年8月起担任全球索塔医疗副总裁。
保罗·海伦丁	66	董事会主席	2016年	2016年8月起担任博士康的执行副总裁兼首席财务官, 2021年6月被任命为董事长兼首席执行官顾问, 在此之前曾任多家医疗制药公司的首席财务官。
托马斯·罗斯	71	首席独立董事	2016年	2016年3月开始在博士康董事会任职, 2016年6月被任命为博士康首席独立董事; 目前担任北卡罗来纳大学的名誉校长, 非营利组织沃尔克联盟的总裁, 具有丰富领导能力, 对大型组织内部运作非常了解。
罗伯特·鲍尔	65	董事会成员	2008年	2008年8月起在博士康董事会任职, 在制药和生物技术行业拥有超过25年的工作经验。
艾米·韦克斯勒	52	董事会成员	2016年	2016年6月起担任博士康董事会成员; 获得皮肤病学和精神病学委员会认可, 具有丰富经验。
托马斯·阿皮奥	60	董事会成员	2013年	2018年起担任博士康总裁, 曾担任博士伦公司北亚/日本副总裁等多个职位, 2013年加入博士康, 2016-2018年担任博士康执行副总裁兼公司集团国际主席。
索菲亚·朗洛伊斯	52	董事会成员	2021年	2006-2020年担任毕马威审计合伙人, 2021年2月起担任审计委员会主席。

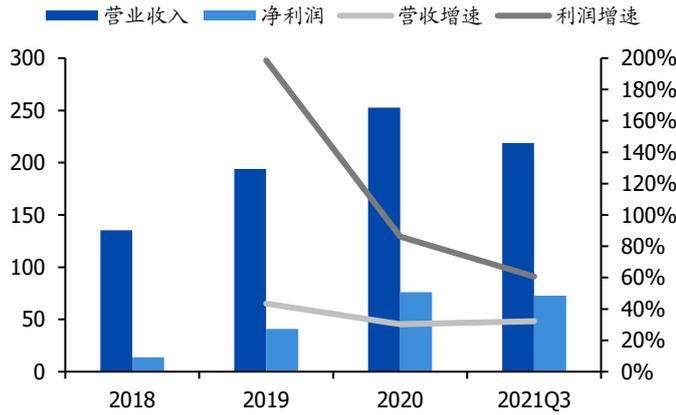
资料来源: 公司招股说明书、国盛证券研究所

1.4 财务分析: 公司发展稳定

营业收入稳定增长, 盈利能力不断提升。公司营业收入由仪器和个人治疗消耗品如探头的销售驱动, 2020年公司实现营业收入2.52亿美元, 过去2年CAGR达19.94%, 净利润0.76亿美元, 毛利率达67.7%, 净利率达30.1%。其中2021年前三季度共实现营业收入2.18亿元, 同比增长32.15%, 净利润为0.73亿元, 同比增长60.71%; 毛利率较年初提升3.7pct至71.4%, 净利率较年初提升3.2pct至33.3%。未来公司有多种途径来推动营收增长, 包括进一步渗透市场、跨产品组合医疗解决方案等。

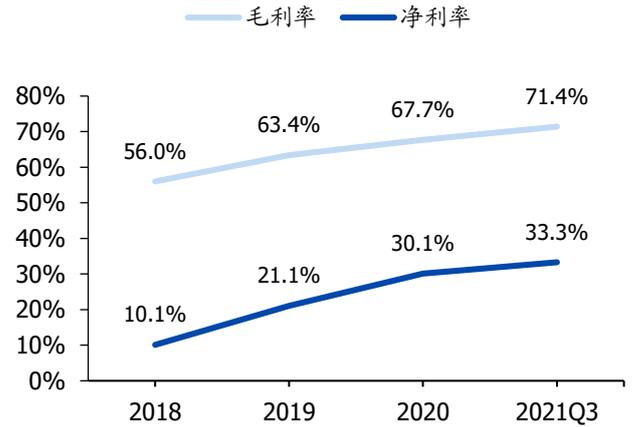
亚太市场仍可深挖, 北美市场较为稳定。2018-2020年亚太地区以0.70亿美元的营业收入占占公司总营收的51.63%/59.67%/67.74%, 2021Q3亚太地区营业收入为1.47亿美元, 同比上升26.24pct, 占总营收的67.31%; 而2018-2021Q3北美地区营业收入分别为5.28/6.25/5.77/5.82千万美元, 2020年收入同比下降7.68pct, 同期欧洲/中东地区营业收入为0.10/0.13/0.22/0.12亿美元。

图表 8: 2018-2021Q3 公司营收和净利润 (百万美元)



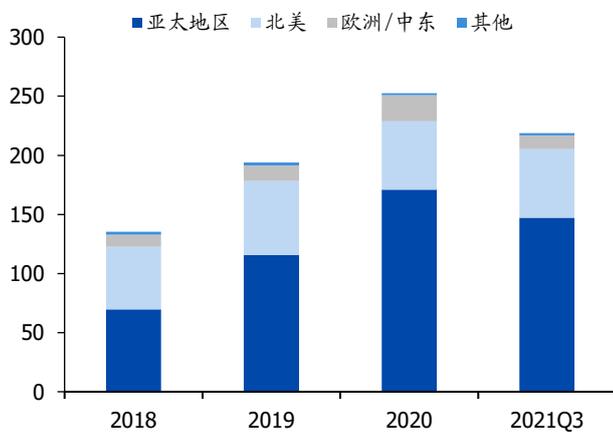
资料来源: 公司招股说明书、国盛证券研究所

图表 9: 2018-2021Q3 公司毛利率和净利率



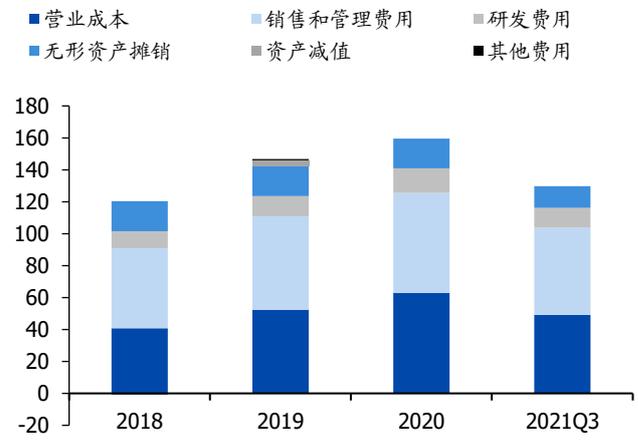
资料来源: 公司招股说明书、国盛证券研究所

图表 10: 2018-2021Q3 按地区划分公司营收 (百万美元)



资料来源: 公司招股说明书、国盛证券研究所

图表 11: 2018-2021Q3 公司成本构成 (百万美元)

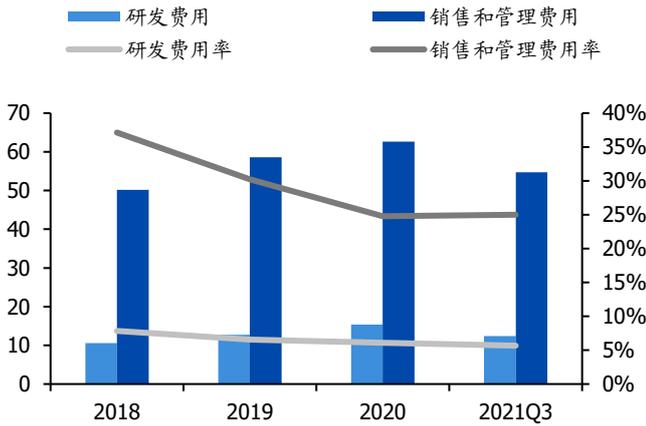


资料来源: 公司招股说明书、国盛证券研究所

成本结构稳定, 销售与研发费用高企。2018-2021Q3 公司总成本分别为 1.20/1.47/1.60/1.30 亿美元, 同比上升 22.56%/8.80%/17.91%。其中销售费用与研发费用为公司主要支出。由于品牌推广与销售需要, 公司销售费用率长期高于 25%以上, 2018-21Q3 分别达 37.13%/30.22%/24.78%/25.01%, 近年销售费用率改善明显主要系公司推广效益提升, 前期营销投入实现收益转化。其次公司研发实力强劲, 已有科研人员 40 余名, 发明专利 200 多项, 2018-2021Q3 研发费用率分别达 7.84%/6.55%/6.10%/5.67%。

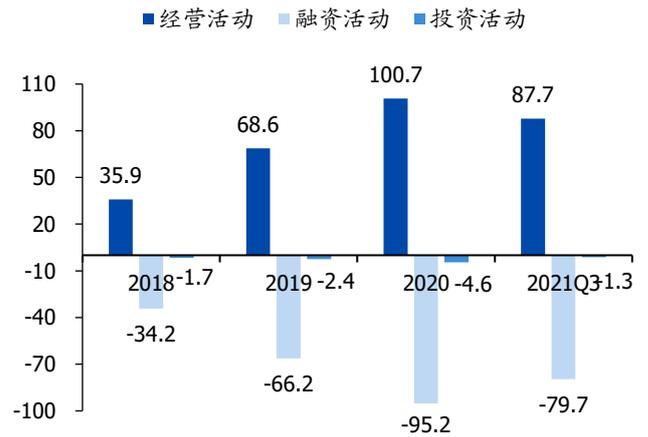
经营性现金流改善, 运营效率持续提升。公司经营活动现金流呈持续净流入, 至 2021Q3 达 0.88 亿美元, 主要系营业收入增加影响。投资活动现金流持续小幅净流出, 2021Q3 为-1.3 亿美元; 融资活动现金流持续净流出, 2018-2021Q3 分别为-34.2/-66.2/-95.2/-79.7 亿美元, 反应向母公司博士康的净转移。公司应收/应付款项周转天数持续下降, 2021Q3 分别为 28.19/9.75 天, 公司管理水平不断上升; 2021Q3 库存增加系原材料增加和公司为应对中国市场复苏的强劲需求和海外运输延迟影响而提高了库存水平。

图表 12: 2018-2021Q3 公司费用率 (百万美元, %)



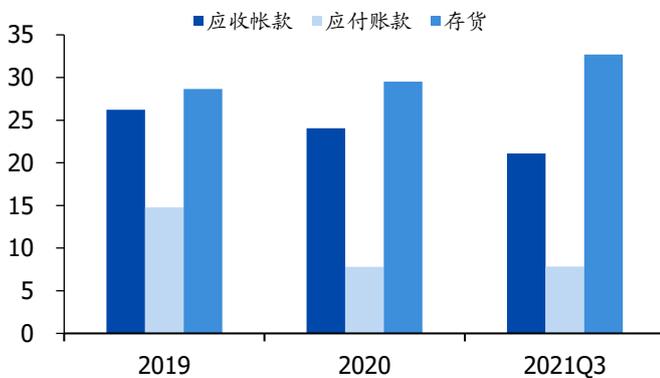
资料来源: 公司招股说明书、国盛证券研究所

图表 13: 2018-2021Q3 公司现金流情况 (百万美元)



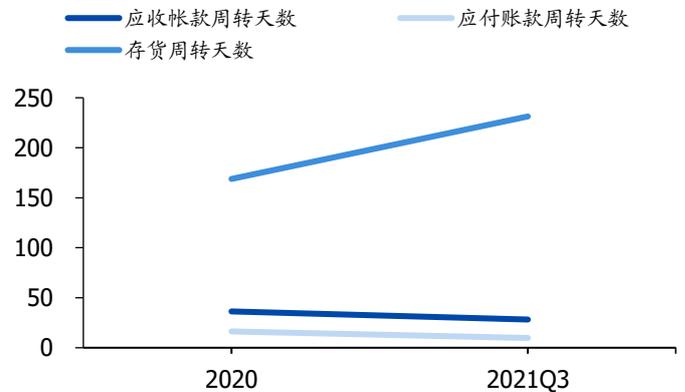
资料来源: 公司招股说明书、国盛证券研究所

图表 14: 2019-2021Q3 公司应收帐款、应付账款及存货 (百万美元)



资料来源: 公司招股说明书、国盛证券研究所

图表 15: 公司运营效率不断提升



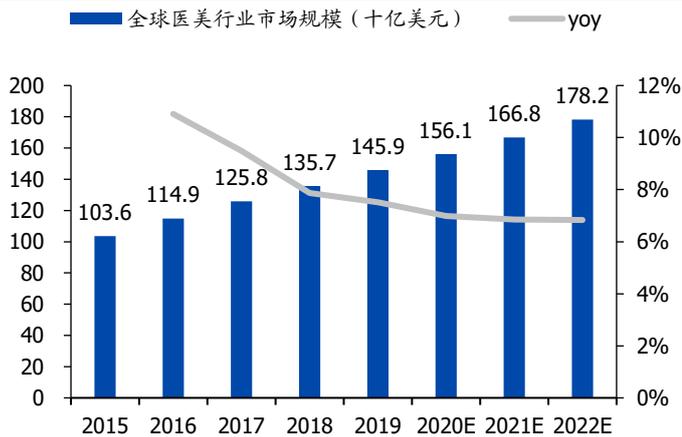
资料来源: 公司招股说明书、国盛证券研究所

2. 光电医美行业: 医美需求拉动稳定增长

2.1 轻医美需求增长, 光电设备持续受益

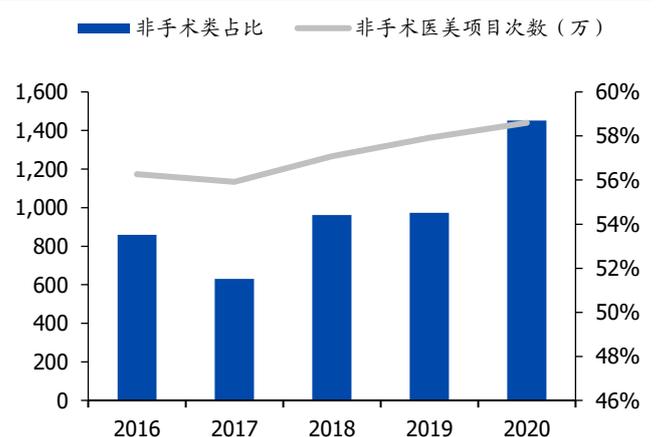
全球医美市场增速稳定, 轻医美备受青睐。医美项目按照是否需要手术可以划分为手术与非手术两大类, 其中手术类包含自体脂肪填充、口腔医疗、面部整形等; 非手术类项目又称轻医美, 通过无创或微创医学疗法满足美容诉求, 以注射类医美和光电类医美为主, 相较手术类医美而言具有风险更低、恢复期更短及治疗成果更可逆且更容易完成等特点。数据显示, 轻医美为行业发展大趋势, 2016-2020 年全球非手术类医美项目执行量占总医美项目的 50% 以上且较为稳定增长, 2020 年非手术类项目执行量占比为 58.71%, 同比上升 4.2pct。中国非手术医美市场规模从 2016 年的 308 亿提升至 2019 年的 545 亿元。随着用户规模的持续增长, 中国轻医美市场将快速发展, 2022 年市场规模有望进一步增加至 980 亿元, 期间 CAGR 达 21.3%, 高于同期手术类医美的 CAGR17.8%。

图表 16: 2015-2022 年全球医美行业市场规模及预测 (十亿美元)



资料来源: 艾媒咨询、国盛证券研究所

图表 17: 全球非手术类医美项目量占比稳定



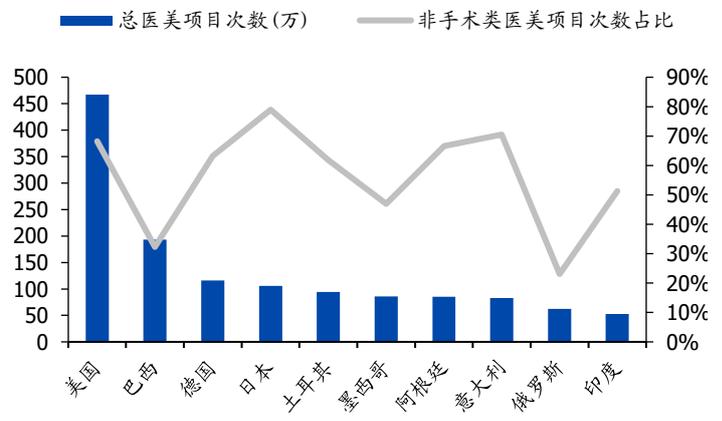
资料来源: ISAPS、国盛证券研究所

图表 18: 中国医美细分市场规模 (亿元) 及增速



资料来源: 艾瑞咨询、国盛证券研究所

图表 19: 2020 年全球主要国家非手术类医美项目量 (万次)



资料来源: ISAPS、国盛证券研究所

光电医美设备发展空间广阔, 热门项目持续拉动终端需求。光电医美又称为能量源医美, 通过指通过激光、射频、IPL、超声波及冷冻溶脂等光电技术作用域皮肤, 达到紧致嫩肤、去除痤疮/色素性病变、改善肤质暗沉、瘦身塑形及脱毛等功效, 以治疗时间短 (30-60min)、无创安全性高、恢复快、效果明显、维持时间较长 (半年到数年不等) 而深受消费者青睐。2016 年北美/全球光电医美设备市场规模为 13.95/26.70 亿美元, 在市场已相对成熟的前提下保持两年 CAGR 分别为 16.0%/14.6% 的高增速, 根据艾瑞咨询数据, 2014-2020 年中国光电医美设备销售额高速增长, 2020 年销售规模达 19.3 亿元, 期间 CAGR20.8%。预计 2021 年市场规模将保持高增速 17.1%, 达 22.6 亿元。在渗透率方面, 美国和日本光电类医美渗透率分别为 10.4%/13.5%, 而中国渗透率仅为 5.0%。未来随着设备不断迭代爆品推出, 带来终端消费需求的持续增长, 光电医美设备市场空间将更为广阔。

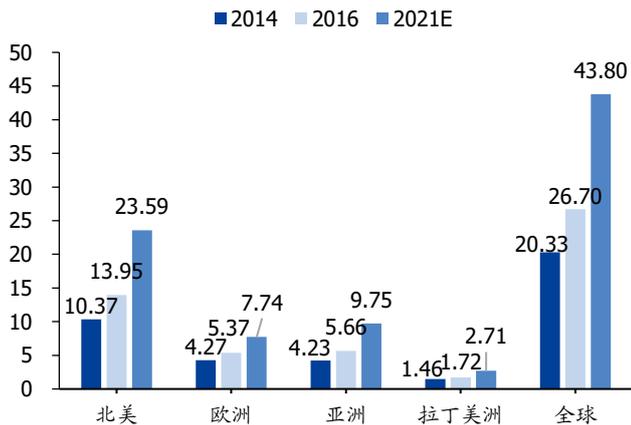
全球光电设备以美肤类基础需求为主, 修身紧肤有望提高。光电医美设备按照功能可分为美肤类 (祛斑、嫩肤、脱毛、祛痘等, 以光源为主) 和修身紧肤类 (以射频超声波为主), 全球光电医美项目需求以美肤类为主, 2016 年修身紧肤仪器占比达 37%, 美肤类需求中嫩肤/脱毛/祛痘/祛斑祛疤及纹身分别占比 26%/13%/4%/4%, 合计占 47%。随着热玛吉、热拉提、超声刀等抗衰及塑性减脂类项目热度旺盛, 全球消费者对于修复紧肤类需求逐步提升, 未来修身紧肤类医美需求有望不断提升。

图表 20: 此主要光电医美项目介绍

能量源形式	工作原理	在医美领域的应用	代表性产品或项目
激光	利用核心部激光器所发出的不同波段激光与生物组织间发生光子生物学效应，不伤害周边皮肤组织	嫩肤、脱毛、痤疮治疗、去除色斑及纹身、私密部位、疤痕修复	点阵激光、皮秒
射频	加热皮肤层，热量会使水分子与纤维胶原蛋白分离，达到立刻收紧皮肤作用，同时刺激新的胶原蛋白再生而进一步收紧皮肤	修身、紧致、私密美容	热玛吉、热拉提
IPL	由疝弧灯产生的强光，经由不同滤光片滤过，以获取指定波长范围内的光能量，达到选择性破坏色素、毛囊、血管等结构，同时一定程度上刺激真皮胶原纤维增生的美容效果	嫩肤、脱毛、去除色斑及纹身	光子嫩肤
超声波	利用高强度聚焦式超声波，作用于皮下，聚焦热能，温度可达到 65℃-70℃，在不伤害皮肤表面的同时作用于真皮层、筋膜层，拉紧松弛皮肤并刺激胶原蛋白再生，与上述技术相比作用层级较深	修身、紧致、私密美容	Ulthera™ 超声波（未获得 NMPA 认证）
冷冻溶质	利用脂肪细胞不耐冷的特征，在特定低温环境下使细胞结晶，并且凋亡，最终通过新陈代谢将脂肪细胞排出体外，从而达到减脂塑性的效果	NMPA 获批腹部和腰部适应症	酷塑

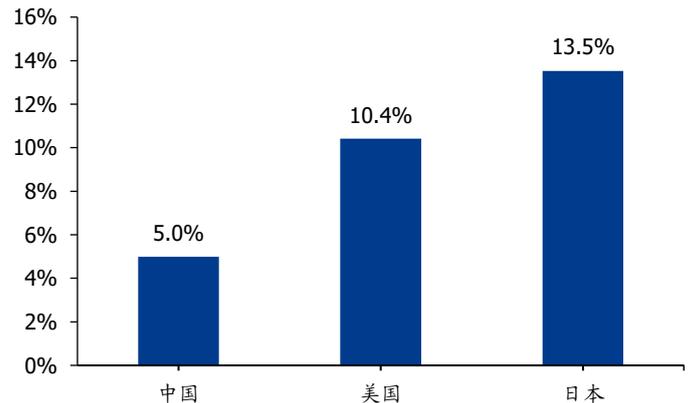
资料来源：华经情报网、国盛证券研究所

图表 21: 以地区划分的光电医美器械全球销售收益 (亿美元)



资料来源：Medical Insight、国盛证券研究所

图表 22: 各国光电项目占总疗程比例对比



资料来源：新氧白皮书、国盛证券研究所

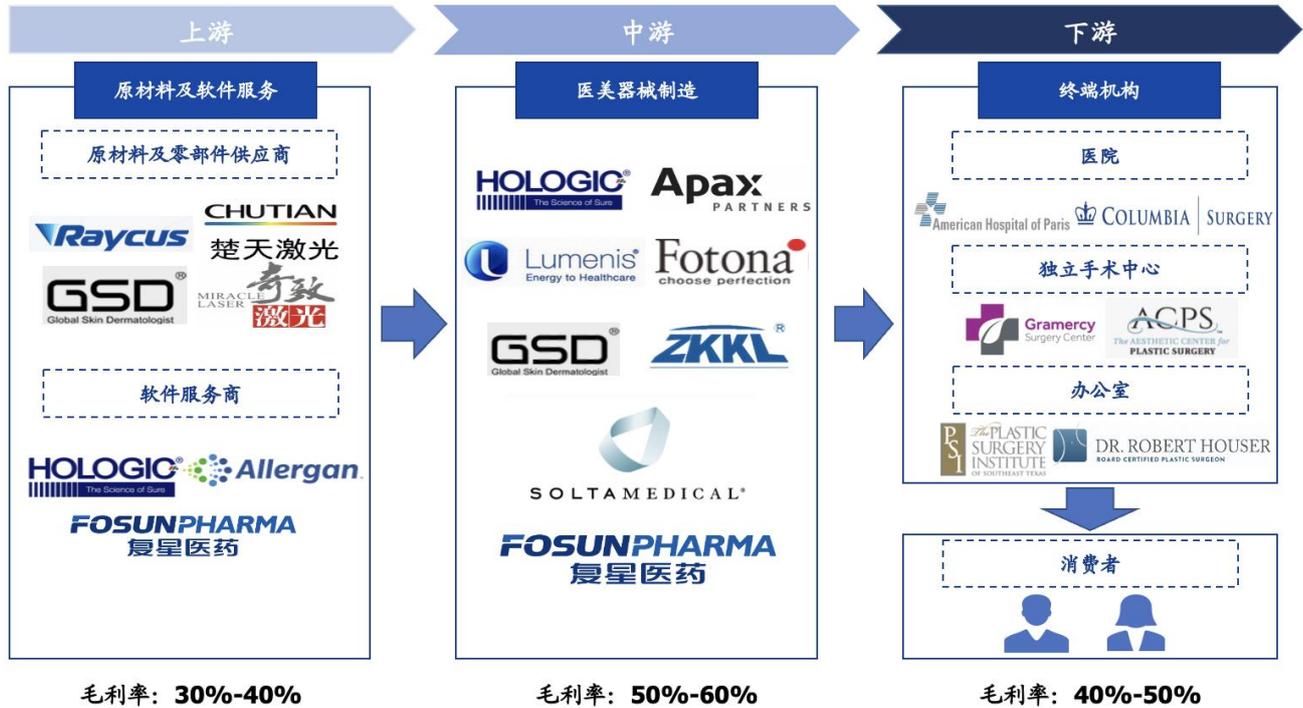
2.2 行业格局：利润集于中游，欧美厂商主导

光电医美器械行业产业链分为三个环节。产业链上游原材料企业由于替代性相对较高，且发展较为成熟，议价能力最低，毛利率在 30%-40%；中游医美器械企业由于技术及资金壁垒构筑护城河，议价能力最强，毛利率在 50%-60%；下游医疗机构需具备执业资质，具备一定门槛，议价能力较高，毛利率在 40%-50%。

- **上游为原材料及软件服务供应商**，原料供应商提供光电医美器械生产所需的材料配件，如调 Q 激光器、二氧化碳激光器等，行业内存在大量中小型企业，陷入低价竞争阶段。软件服务商为中游光电医美器械制造企业提供信息技术服务，包括图像处理技术、计算机及通信技术、大数据运算处理技术等。与原材料相比，技术含量更高、供应难度更大，整体而言在稳定性、响应速度、易用性等方面欧美大型供应商更具优势。
- **中游为光电医美器械生产制造商**，提供激光医疗设备、射频医疗设备、超声刀设备、超声波医疗设备等，欧美国际龙头厂商占据主要市场地位。该部分企业成立较早，

- 具有先发优势，其产品科技含量高且可替代性低，从而对下游话语权较强。
- 下游以医院、独立手术中心和医生办公室为主。医院有较充足的资金配备昂贵的光电医美设备，且消费者受传统观念影响对公立机构具有天然信赖，2020年市占率为43.8%，仍占据全球最大市场。医生办公室形式的优势在于专注于整形整容手术，发展迅速，2020年占据全球32.4%的份额。近十年来，人们对美的需求增加，而医生办公室形式美容具有私密性强、价格低等优势而备受青睐。独立手术中心具有训练有素的医生团队和护理人员，较办公室形式可容纳更多患者，对中游光电医美器械需求较大。

图表 23: 光电医美器械行业产业链



资料来源: 亿渡数据、ISAPS、国盛证券研究所

3. 公司亮点: 品牌地位牢固, 研发能力领先

3.1 轻医美行业先驱, 品牌效应显著

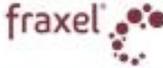
公司作为行业领头者具有极高的品牌认知度。索塔医疗业务遍布包括美国、亚太地区和欧盟五国在内的主要国家地区, 公司通过直销和分销的混合模式进入市场, 在超 15 个国家直接设立商业机构提供服务, 灵活响应所服务地区的特定市场动态。公司作为非手术类医美等领域先驱, 2002 年推出市场上第一款射频设备热玛吉, 2006 年推出行业首个点阵激光治疗仪飞梭, 2018 年推出首款基于超声波的吸脂设备威塑, 为市场带来多个行业第一, 具有极高的品牌认知度。知名品牌组合以可靠临床数据为支撑。公司积累大量临床数据, 协同 200 多篇临床出版物验证产品的有效性与安全性。四款主打产品热玛吉、C+B 素颜光、飞梭和威塑分别针对皮肤紧致、预防皮肤老化、皮肤重塑与超声波塑形提供了解决方案, 产品功能侧重点具有差异, 整体产品线覆盖医美消费者的多样化需求。

3.2 产品组合丰富, 研发实力领先

交叉销售推动多样化产品组合发展。公司产品线解决了包括皮肤紧致、皮肤表面重修和

身体轮廓在内的广泛美容问题，同时为客户提供补充医美治疗选择，可以利用公司的两个或多个仪器同时治疗，全面满足患者的审美需求，比如热玛吉和素颜光同时作用以实现皮肤紧致提亮，飞梭和威塑协同实现吸脂和疤痕修复。截至2021年9月28日，公司约67%的美国客户只拥有一种设备，仅9%的美国客户拥有三种设备（热玛吉、素颜光和飞梭）。公司可以向现有客户群交叉销售产品组合，通过良好客户关系和高接触商业模式提供的众多接触点有效引入下一代产品。

图表 24: 索塔医疗现有的协同治疗方案

Positioning Strategies Across Our Complimentary Franchises				
				
ThermaFrax®	✓		✓	
“Tighten and Brighten”	✓	✓		
Liposuction and Skin Tightening	✓			✓
Liposuction and Treatment of Scars			✓	✓

资料来源: 公司招股说明书、国盛证券研究所

顶尖研发流水线助力新产品诞生。公司经验丰富的40余名员工组成了强大研发团队，打造了200余项专利组合。过去20年间，索塔医疗与皮肤科医生、整形外科医生、美容医生和医疗从业者客户合作建立了研发流水线，研发团队从从业客户的专业知识与从业经验中获得设计建议，实时整合关键反馈和新兴趋势，支持产品持续和迭代发展。自2018年以来，索塔医疗已有超过5000万美元的研发相关投入，始终走在行业创新前列，过去的经验表明，研发团队在开发新技术，以及将技术落地为产品或改良以往产品上的能力行业一流。

3.3 上下游合作关系稳定，商业模式互利共赢

索塔医疗整体战略创造忠诚持久的客户关系。公司专注于构建皮肤科、整形外科和美容医生等专业从业者网络，依靠医生使用公司产品来提高品牌知名度和认可度，帮助公司接触到全球数百万潜在的最终消费者。社交媒体影响力扩大及对审美外观关注的提升使该渠道比传统营销渠道更有效地推动需求。同时公司通过全面售后建立以合作伙伴为导向的客户关系，为客户提供现场和虚拟临床培训、持续支持与产品服务，在部分地区甚至会给予客户营销支持和业务支持，提高客户忠诚度，成为新产品推广的有效渠道。

上下游互利的合作关系。医美行业由于其功效难以量化，承担失败风险的成本较高，消费者会给予专业人士建议与品牌价值极高的权重——即客户从医身份为产品专业性背书，公司品牌知名度又反向为客户引流医美消费者，上下游唇齿相依。

共赢的商业模式为公司营收持续增长提供动力。在基础设备配置完成后公司专注于通过消耗品更换和设备维护服务来增加公司经常性收入。索塔医疗的营收大部分来源于售出设备后的消耗品如探头的更换服务，2020/2021Q3设备相关消耗品的营业收入分别为2.53/2.19亿美元，占总营收比重的69%/74%，主要为公司大客户所贡献的经常性收入，故投资热玛吉FLX等设备的客户已从设备初始投资中看到有吸引力的回报。公司目前采取的定价策略可以让设备投资商在数月内达到收支平衡并在未来带来可观的收益，形成互利共赢的商业模式。

4. 未来规划：推进产品研发，加深消费者教育

加大研发投入，丰富产品矩阵：专注于差异化产品研发与现有产品矩阵补充，以收购、学术机构或创新公司合作等手段补充内部研发实力，持续拓宽产品宽度与深度，提升核心竞争力。

发展全球市场，扩大销售渠道：通过深化与领先零售商和分销商的商业关系扩大销售渠道，深入各细分人口市场，实现品牌发展全球化。

加速消费者教育，转化观望型需求：针对传统侵入性医美手术高风险、长恢复期、需求难以转化等缺陷，公司产品矩阵融合非侵入性疗程，凭借疼痛感轻微，留疤风险小与恢复期短暂等优势，获得显著市场竞争力。未来公司将加速投入营销资源推进消费者教育，通过市场与客户资源触达终端，实现观望需求的业绩转化。

5. 同业对比：先发优势显著，费控能力领先

索塔医疗品牌根基稳固，先发优势明显。索塔医疗在医美领域率先发起射频治疗概念，通过在射频紧肤领域的持续深耕，公司品牌形象深入人心。截至2020年，索塔医疗已在全球50+国家与地区投放13800台射频仪器，位居行业第一。相较SKIN和InMode等射频医美同业，先发优势和规模优势使得索塔医疗营收规模长期居于可比公司首位。2020/2021Q3索塔医疗实现总营收2.53/2.19亿美元，同期SKIN实现总营收1.19/1.82亿美元，InMode实现总营收2.06/2.47亿美元。2020年以来射频治疗概念爆火，北美及亚太地区掀起射频紧肤的狂潮，SKIN与InMode依靠自身产品差异化获得大量销售仪器的机会，索塔医疗则面临市场对自身产品需求的饱和，因此2021Q3营收低于InMode。

图表 25: 同业公司对比

公司	索塔医疗	SKIN	InMode
成立时间	<ul style="list-style-type: none"> ·1995年热玛吉公司成立 ·2009年热玛吉公司与飞梭公司合并，索塔医疗成立 ·2013年博士康收购索塔 	<ul style="list-style-type: none"> ·1997年HydraFacial公司成立 ·2021年收购分销商公司后，同年被Vesper收购，合并后实体改名为The Beauty Health Company 	<ul style="list-style-type: none"> ·2008年于以色列注册成立Invasix公司 ·2017年改名为InMode（中文名盈美特）
主营业务	<ul style="list-style-type: none"> ·业务范围：皮肤紧致、皮肤修复和身体轮廓塑造等问题。 ·主营业务：热玛吉、素颜光、飞梭和威塑等仪器，探头、精华等消耗品 	<ul style="list-style-type: none"> ·业务范围：在医学美学与个人护理之间，针对皮肤护理与头皮健康等需求提供解决方案；眼保健；长寿与健康。 ·主营业务：用于提供治疗的仪器，精华素、探头、升压器等消耗品 	<ul style="list-style-type: none"> ·业务范围：基于射频能量技术，面向“面部与身体轮廓、医学美学、妇女健康”等医疗需求提供微创解决方案；其他非侵入性的医学美容产品，包括脱毛、减脂、改善皮肤外观和质地等。 ·主营业务：微创平台、非侵入性平台、免提平台等仪器，对应的消耗品
业务规模	截至2020年末，在全球50个国家/地区安装超13800台仪器	截至2021年9月，在全球87个国家/地区分销产品	截止2021年12月在全球安装超11600台仪器。

资料来源：公司财报、国盛证券研究所

图表 26: InMode 产品矩阵图



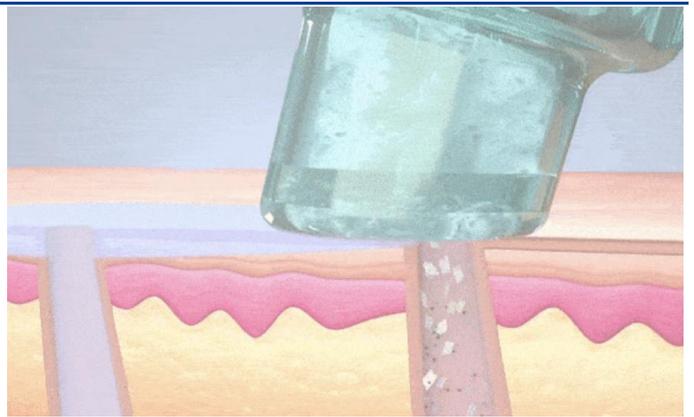
资料来源: 公司微信公众号、国盛证券研究所

图表 27: SKIN 探头种类与功能



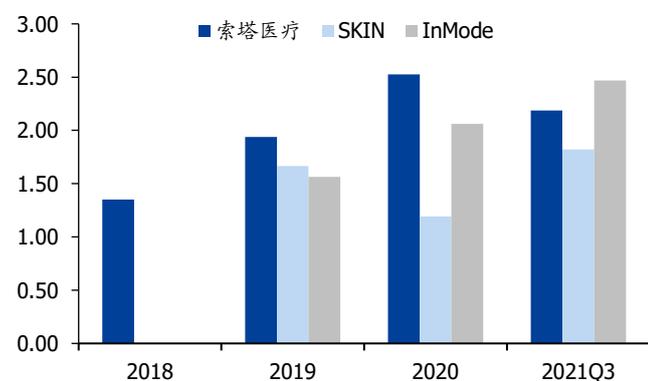
资料来源: 皇珈美学官网、国盛证券研究所

图表 28: 探头清除脸上污渍与角质原理



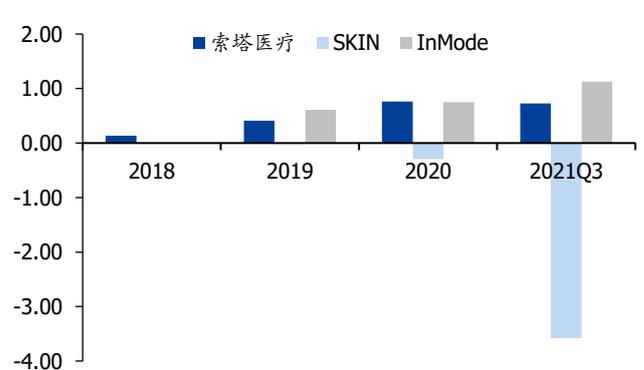
资料来源: 皇珈美学官网、国盛证券研究所

图表 29: 2018-2021Q3 公司营收对比 (亿美元)



资料来源: 公司招股书、国盛证券研究所

图表 30: 2018-2021Q3 公司净利润对比 (亿美元)

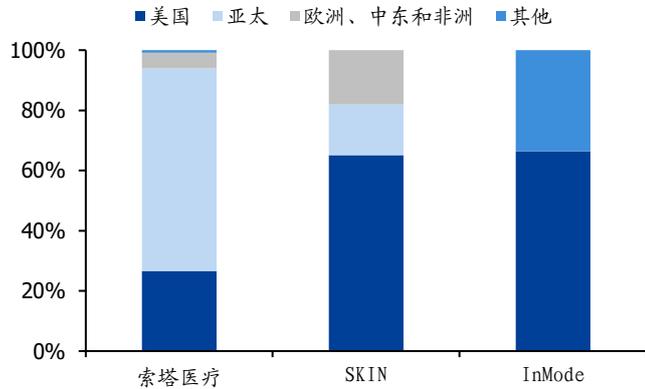


资料来源: 公司招股书、国盛证券研究所

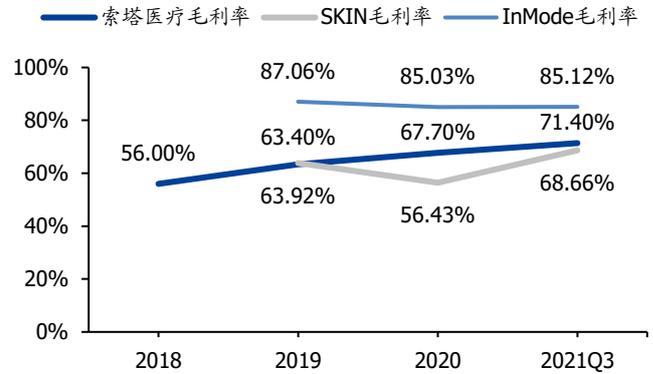
深挖亚太市场, 贴合轻医美诉求。索塔医疗主打轻医美概念的热玛吉产品, 更贴合亚太地区的美容护理需求, 2021Q3 亚太市场收入占总营收比重达 67.3%, 美国地区收入仅占 26.6%, 显著低于同期 SKIN 的 65.3% 和 InMode 的 66.4%。

盈利能力处行业较高水平。2018年以来索塔医疗盈利能力提升趋势明显，至2021Q3毛利率已达71.40%，较上年末提升3.70pct，净利率为33.3%，较上年末提升3.2pct，较SKIN与InMode等同业比处于行业较高水平，同期SKIN毛利率在56%-69%的区间，InMode处于85%-87%的区间，对应净利率为36%-45%之间。

图表 31: 可比同业: 分地区营收比重 (2021Q3, %)



图表 32: 可比同业: 毛利率水平 (%)

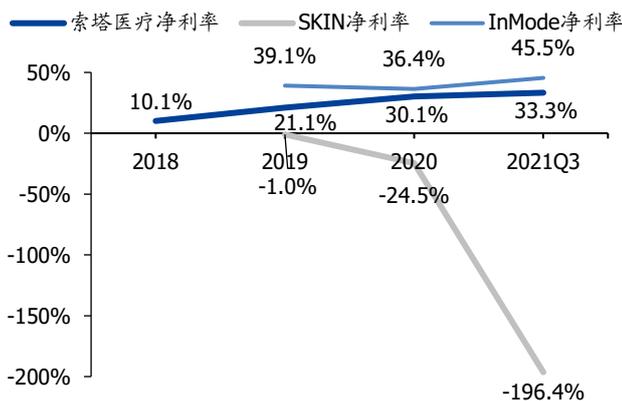


资料来源: 公司招股书、国盛证券研究所
备注: InMode数据缺失, “其他”代表其美国市场外所有营收

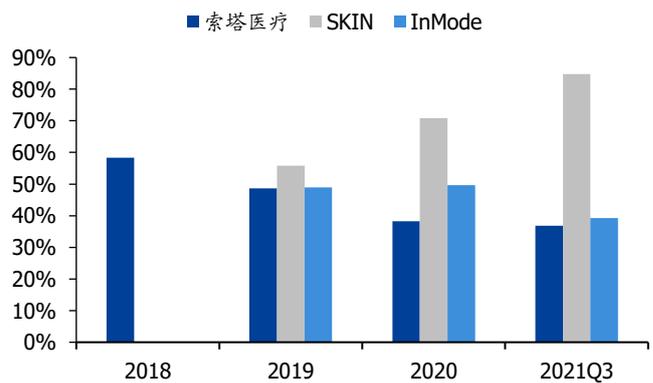
资料来源: 公司招股书、国盛证券研究所

费用管控能力领先, 研发实力突出。索塔医疗商业模式成熟, 运营效率领先, 整体费用率自2018年以来实现持续下降, 至2021Q3达36.85%, 较上年末下降1.43pct。整体费用管控能力处于行业领先地位, 同期InMode与SKIN费用率分别为39.25%和84.80%, 高出索塔医疗2.40pct/47.95pct。其中索塔医疗销售与管理费用率显著领先同业, 2021Q3销售费用率仅25.01%, 同期InMode与SKIN分别达36.41%和81.28%。索塔医疗业内先发优势明显, 品牌口碑良好, 已成功构建全方位覆盖上下游合作伙伴的关系网, 形成了产品推广与售卖的有效渠道。公司注重研发生产, 加码产品创新, 研发费用率稳中有降但始终处于行业领先地位。2021Q3索塔医疗研发费用率达5.67%, 显著高出同期的InMode 2.83pct, SKIN 2.21pct。

图表 33: 可比同业: 净利率水平 (%)



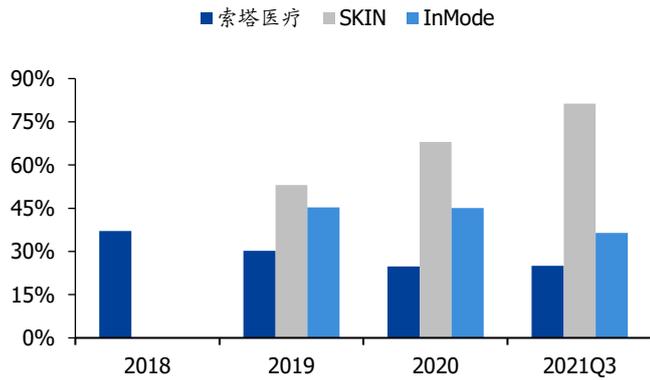
图表 34: 可比同业: 期间费用率 (%)



资料来源: 公司招股书、国盛证券研究所

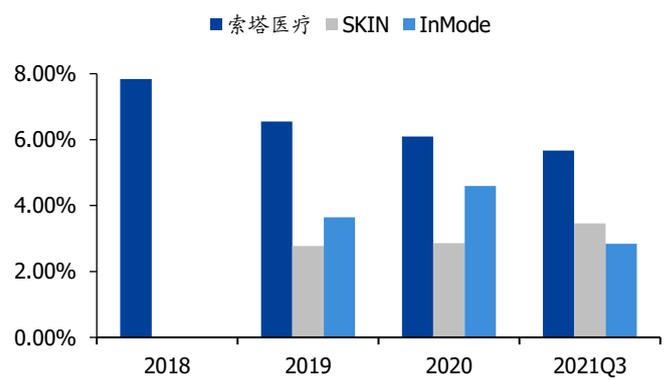
资料来源: 公司招股书、国盛证券研究所

图表 35: 可比同业: 销售费用率 (%)



资料来源: 公司招股书、国盛证券研究所

图表 36: 可比同业: 研发费用率 (%)



资料来源: 公司招股书、国盛证券研究所

风险提示

- **公司经营性风险:** 员工流失、产品不及预期、医疗事故、客户服务质量下降等均会导致业务和经营业绩下滑。
- **COVID-19 疫情相关风险:** 疫情相关的经济影响与公共政策影响。
- **政策监管风险:** 如未能遵守各地法规可能对公司财务与业务造成影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com