



Research and
Development Center

以瘦为美，医美减法市场大有可为

—医疗美容行业专题报告

2022年9月22日

汲肖飞 服装化妆品首席分析师
S1500520080003
jixiaofei@cindasc.com

李媛媛 研究助理
电话：18516582264
liyuan1@cindasc.com

证券研究报告

行业研究

行业专题报告

投资评级 看好

上次评级 看好

以瘦为美，医美减法市场大有可为

2022年9月22日

本期内容提要：

- ◆**以瘦为美，医美项目成为纤体瘦身重要途径。**中国肥胖人群基数大，且自感超重率高，以瘦为美的观念促进纤体瘦身市场发展。根据弗若斯特沙利文数据，2020年中国肥胖人群为2.2亿人，同比增长4.8%，占比全国总人口的15.6%，中国肥胖人群基数较大；根据艾媒咨询调研报告，2022年有77%网民自感体重超重，新时代消费者以瘦为美的观念促进纤体瘦身市场发展。医美项目作为纤体瘦身的重要途径，精准作用，效果良好，具备较大发展空间。根据艾媒咨询调研报告，2022年网民选择药物、手术减肥比例为27.8%、20.0%，医美为纤体瘦身重要途径之一，合规项目包括手术吸脂、酷塑冷冻溶脂、魔塑射频溶脂、中医埋线、注射肉毒毒素等，在效果、时间成本等方面具备优势，运动和食物仍为纤体瘦身的主要实现途径，2022年网民选择比例为69.9%、59.3%；根据艾媒咨询，2021年中国仅健身器材和功能性食品市场规模超过3000亿元，市场广阔，若能开发出更多安全高效医美项目，有望替代部分健身、食品瘦身需求，带动市场扩容。
- ◆**溶脂针：潜在市场规模超过十亿元，布局厂家较少，竞争温和。**溶脂针通过非手术方式，将含有溶解脂肪细胞或降低脂肪细胞活性溶液注入特定部位以实现减少脂肪堆积，达到瘦脸瘦身效果，主要溶解脂肪成分包括去氧胆酸、磷脂酰胆碱。目前仅有艾尔建旗下的Kybella溶脂针在2015年4月获得FDA认证，国内尚无获批产品。根据艾尔建年报，Kybella溶脂针2019年全球收入为0.31亿美元，同比下降19.4%，其中美国地区收入为0.27亿美元，占据主导。Kybella景气度下行，主要由于：1) 艾尔建17年收购酷塑，两者均作为减脂项目，资源有所分散；2) 溶脂针为药品，监管更为严格，海外获证难度更高；3) 存在注射不当损伤血管、神经组织等风险。Kybella在中国市场专利将于2025年到期，国内少数厂家正在积极布局溶脂针产品，包括南京诺瑞特的去氧胆酸注射液（三期临床实验）、爱美客的去氧胆酸注射液（预计2023年进入临床实验），科笛生物的注射用CU-20401（第Ib/II期临床实验），根据弗若斯特沙利文数据，预计国内首款溶脂针产品将于2023年获批，到2026年市场规模（出厂端）将突破十亿元，溶脂针有望丰富医美项目，竞争温和和利率先布局厂家。
- ◆**减肥针：百亿级大赛道，需求旺盛，厂家在研储备丰富。**减肥针是通过向身体注射溶液的方式达到全身体重减轻的效果，主要针对BMI大于30或BMI大于27且伴有肥胖相关并发症如糖尿病等的患者。海外市场中，目前FDA批准两款注射液产品，分别为诺和诺德的利拉鲁肽注射液和司美格鲁肽注射液，两者核心成分均为人胰高血糖素样肽（GLP-1）类似物受体激动剂，通过调节胰岛素分泌抑制血糖，控制食欲，减缓食物吸收，从而达到瘦身效果。根据JAMA杂志发布的STEP 8试验数据，患者在两者服用68周之后可达到体重减轻6%和16%，是减重领域兼具效果和安全性药物。根据诺和诺德财报，2021年两者在减重领域收入规模超过10亿美元，销售良好。国内减重市场中，目前仅有奥利司他（口服药物）获得CFDA认证，根据弗若斯特沙利文数据，2021年减重领域市场规模为21亿元，17-21年复合增速为71.4%，预计2026年市场规模可达111亿元，主要由于较高的肥胖人群基数、以瘦为美的观念以及潜在产品供给释放。目前，仅以GLP-1受体激动剂相关的在研或审批产品超过10余种，包括仁会生物的贝那鲁肽注射液（2022年3月上市申请受理）、华东医药的仿制药利拉鲁肽注射液（2022年7月上市申请受理）、爱美客的仿

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

制药利拉鲁肽注射液（临床一期）等，行业在研储备丰富。

- ◆**投资建议：**中国肥胖人群基数较大，以瘦为美的观念加重消费者自感超重率，纤体瘦身市场大有可为。医美项目作为纤体瘦身的重要途径，包括抽脂手术、酷塑溶脂、中医埋线、肉毒毒素等，具备良好的效果，有望替代部分健身及功能食品市场需求，亦可带动市场扩容；未来溶脂针、减肥针等产品的研发上市有望带来新需求。溶脂针方面，根据弗若斯特沙利文数据，预计 2023 年国内将有一款产品布局，2026 年出厂市场规模将超过 10 亿元，现有布局厂家较少，竞争温和；减重管理市场方面，根据弗若斯特沙利文数据，2021 年市场规模为 21 亿元，预计 2026 年市场规模超过百亿元，前景广阔，行业内仅以 GLP-1 受体激动剂在研产品超过 10 款，储备丰富。我们认为，未来纤体瘦身市场前景广阔，看好率先布局厂家，重点关注爱美客，其利拉鲁肽注射液产品进入临床一期试验，储备去氧胆酸注射液。
- ◆**风险因素：**行业需求景气度下滑风险；在研产品上市进度不达预期风险；竞争加剧风险。

目录

食品+运动瘦身市场规模超 3000 亿，医美为重要纤体瘦身途径	5
1.1 “以瘦为美”，运动瘦身+食品瘦身市场规模超 3000 亿.....	5
1.2 医美为纤体瘦身的重要途径，效果良好，部位精准.....	6
溶脂针：26 年市场规模有望超过十亿元，竞争温和	8
2.1 海外借鉴：Kybella 为 FDA 唯一认证产品，19 年全球销售 0.31 亿美元.....	8
2.2 国内市场：潜在市场规模过十亿元，布局厂家较少.....	9
减肥针：26 年国内市场规模有望超百亿，在研产品丰富	10
3.1 海外借鉴：减肥针 21 年出货超过 10 亿美元，市场广阔.....	10
3.2 国内供需：需求旺盛，在研储备丰富.....	14
投资建议	16
风险因素	16

表目录

表 1：与纤体瘦身相关的医美项目.....	7
表 2：海外知名溶脂针产品情况.....	8
表 3：国内部分溶脂针概念产品情况.....	9
表 4：国内厂家溶脂针产品在研情况.....	10
表 5：获得 FDA 认证的减肥药的情况.....	12
表 6：利拉鲁肽和司美格鲁肽主要差异性.....	13
表 7：GLP-1 受体激动剂相关减重领域药物情况.....	15

图目录

图 1：2016-2020 年中国肥胖人群及渗透率.....	5
图 2：2021-2030 年中国肥胖人群预测.....	5
图 3：2022 年中国网民自感是否体重超标调查.....	5
图 4：2022 年中国网民选择纤体瘦身途径的比例.....	6
图 5：2022 年中国网民选择纤体瘦身方式考虑因素占比.....	6
图 6：中国功能性瘦身食品市场规模（亿元）.....	6
图 7：中国健身器材市场规模（亿元）.....	6
图 8：Kybella 在全球市场销售收入（百万美元）.....	9
图 9：酷塑在全球市场销售收入（百万美元）.....	9
图 10：溶脂针出厂端未来市场空间情况（亿元）.....	10
图 11：2017-2021 年利拉鲁肽与司美格鲁肽注射液在减肥领域收入规模（亿克朗）.....	14
图 12：2017-2021 年利拉鲁肽与司美格鲁肽在糖尿病领域收入规模（亿克朗）.....	14
图 13：国内体重管理市场规模及预测（亿元）.....	14

食品+运动瘦身市场规模超 3000 亿, 医美为重要纤体瘦身途径

1.1 “以瘦为美”，运动瘦身+食品瘦身市场规模超 3000 亿

中国肥胖人群基数大。目前常用体重指数(BMI,bodymassindex)界定肥胖标准,其计算公式为 BMI=体重/身高的平方 (kg/m²),国际生命科学学会提出 BMI 值 24 为中国成人超重界限, BMI 值 28 为肥胖界限。根据弗若斯特沙利文和智研咨询数据,2020 年中国肥胖人群为 2.2 亿人,同比增长 4.8%,占比全国总人口的 15.6%,同比提升 0.69pct,主要受不良生活习惯、生活水平提升以及体力活动减少所致,全国肥胖人群基数较大。根据沙利文数据,伴随中国政府采取控制肥胖人口数量政策,如发布《健康中国行动(2019-2030)》,中国肥胖人口有望增长放缓,预计到 2026 年为 2.8 亿人,21-26 年复合增速为 4.3%。

图 1: 2016-2020 年中国肥胖人群及渗透率

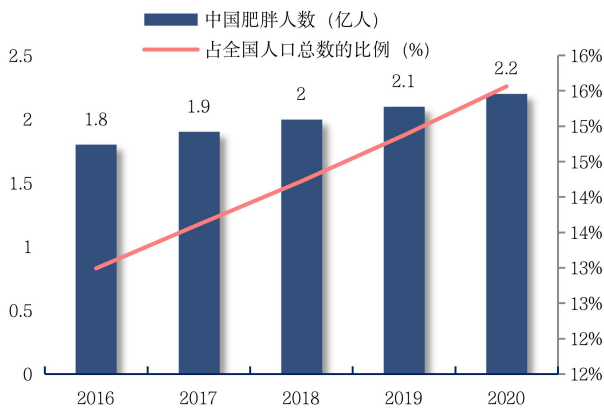
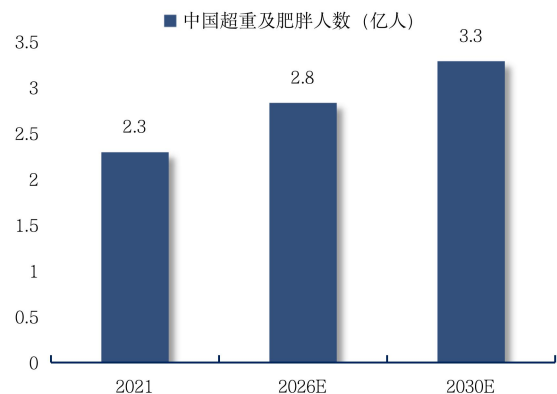


图 2: 2021-2030 年中国肥胖人群预测

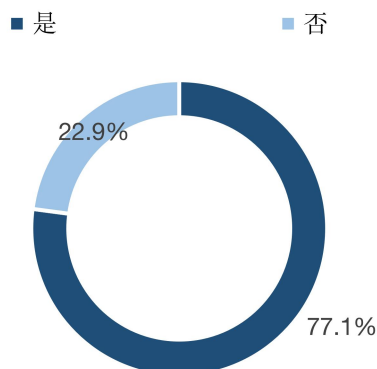


资料来源: 中国产业信息咨询网, 智研咨询, 信达证券研发中心

资料来源: 弗若斯特沙利文, 信达证券研发中心

自感超重率高, “以瘦为美”促进纤体瘦身市场发展。根据艾媒咨询调研报告,2022 年有 77% 网民自感体重超重,新时代消费者将“瘦”作为颜值与气质的重要衡量标准,追求更低的 BMI 指数,一定程度上促进纤体瘦身市场发展。

图 3: 2022 年中国网民自感是否体重超标调查

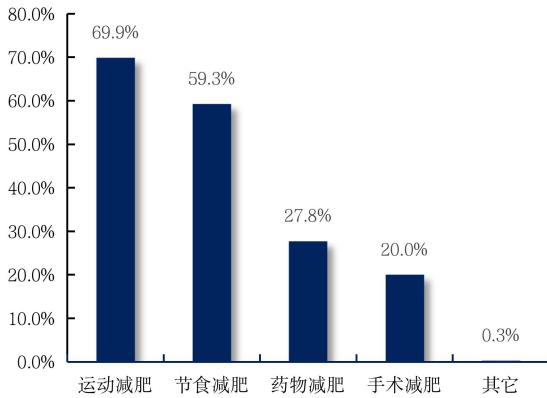


资料来源: 艾媒咨询, 信达证券研发中心 (备注: 样本量为 1680 个)

健身、食物、医美等方式为纤体瘦身的重要途径,效果与安全性是用户关注的重要因素。

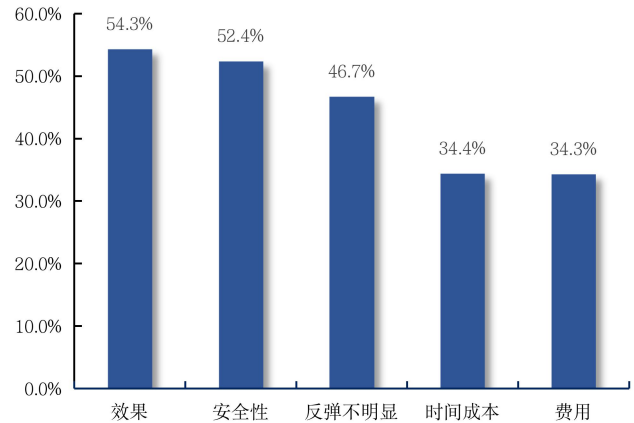
目前，实现纤体瘦身的方式主要有运动、节食、药物、医美等，根据艾媒咨询，2022年网民选择运动减肥、节食减肥、药物减肥、手术减肥的比重分别为69.9%、59.3%、27.8%、20.0%，运动与节食仍为大部分用户的选择，药物及手术减肥占据一定市场；同时，效果、安全性、反弹不明显为用户首先考虑的因素，占比分别为54.3%、52.4%、46.7%，时间成本、费用亦为用户考虑的重要因素，占比分别为34.4%、34.3%。

图 4：2022 年中国网民选择纤体瘦身途径的比例



资料来源：艾媒咨询，信达证券研发中心

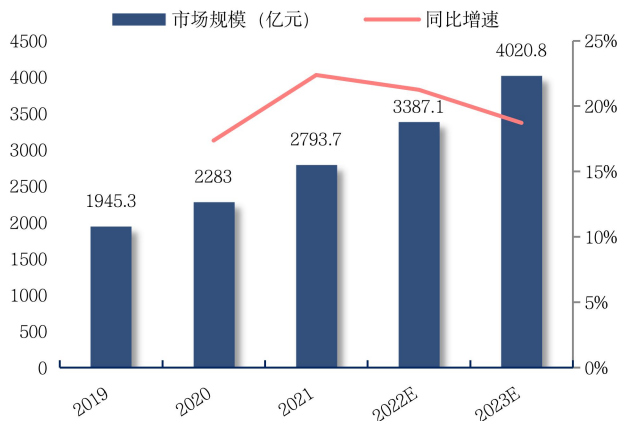
图 5：2022 年中国网民选择纤体瘦身方式考虑因素占比



资料来源：艾媒咨询，信达证券研发中心

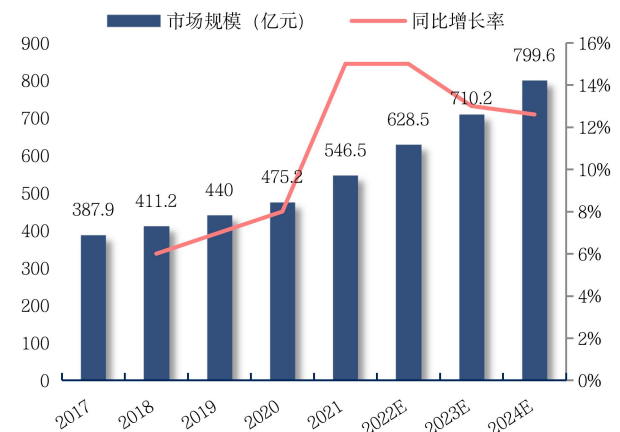
健身器材及功能食品市场规模超过 3000 亿元，纤体瘦身市场前景广阔。根据艾媒咨询，2021 年中国功能性瘦身食品市场规模为 2794 亿元，同增 22.4%，中国健身器材市场规模为 547 亿元，同增 15%；2021 年健身器材及功能性食品市场规模合计可达 3341 亿元，纤体瘦身市场较大，未来若能挖掘更加安全高效的纤体瘦身途径，市场有望进一步扩容。

图 6：中国功能性瘦身食品市场规模（亿元）



资料来源：艾媒咨询，鲁中网，信达证券研发中心

图 7：中国健身器材市场规模（亿元）



资料来源：艾媒咨询，信达证券研发中心

1.2 医美为纤体瘦身的重要途径，效果良好，部位精准

医美为纤体瘦身的重要途径，涉及手术、注射、光电项目。市场上存在较多合规医美项目用于面部、腰部、大腿等部位减脂减重，为消费者提供多样化选择。手术方面，吸脂手术利用负压原理，将皮肤切口或穿刺，将皮下脂肪吸出，达到永久性减脂效果，持续时间长，不易反弹，可用于脸部（下巴）、腰部、腿部等，精准除脂，水动力吸脂是较

多求美者的选择，但该项目为手术类型，对医生要求较高，操作不当存在感染风险，且术区存在凹凸不平的风险。**微创方面**，中医埋线项目将人体可吸收的蛋白线等线材精准埋入身体穴位，刺激穴位，抑制食欲，促进排泄，从而达到减肥瘦身效果，亦可改善内分泌系统，作用温和，一般作用于腰部、腿部，但该项目对医生要求较高，尤其是对穴位位置、深度等把握，且需要多次治疗，维持时间有限，是纤体瘦身中小众项目。注射项目方面，肉毒毒素通过抑制神经末梢释放乙酰胆碱使肌肉无法收缩，从而达到抗皱、瘦脸瘦身效果，可用于面部、肩部（跨适应症）等部位，该项目不涉及脂肪细胞粉碎及代谢循环，主要作用部位为肌肉，维持时间较短且易反弹，需多次治疗，但安全性较高，疗程轻松，局部作用效果好，受到众多求美者青睐；溶脂针利用去氧胆酸等成分溶液破坏脂肪细胞原理减少脂肪细胞从而达到瘦身效果，国内尚无获批产品，FDA 仅批准一款产品 Kybella 用于下巴部位，该产品效果持久，注射方式疗程较为轻松，但作用部位有限，且对操作者要求高。**光电设备方面**，酷塑利用低温下三酸甘油酯从液体转化为固体，结晶老化后陆续死亡通过代谢排出体外，实现脂肪细胞消除而不损害其他身体组织，可作用于腰部、大腿等区域，疗程较为轻松，安全性较高，但见效较慢，需 2-4 个月方可代谢完毕，需多次治疗，费用较高。

表 1：与纤体瘦身相关的医美项目

项目	吸脂	冷冻溶脂	射频溶脂	中医埋线	溶脂针	肉毒毒素
类型	手术	光电	光电	微创	注射	注射
成分	—	激光	射频	蛋白线等	去氧胆酸等	A 型肉毒毒素
作用原理	利用负压吸引等方式，通过较小皮肤切口或穿刺孔，将堆积的皮下脂肪吸出，使脂肪层变薄，达到瘦身效果	利用低温下（5 度）身体内的三酸甘油酯从液体转化为固体，结晶老化后陆续死亡通过身体代谢排出体外；仪器精准定位选定区域，结合真空技术，捕获皮下组织，选择性冷却，实现消除脂肪细胞而不损伤其他组织	通过高频电波产生高热达到消融治疗部位的脂肪，而真皮层的外电级也会产生高热，对肌肤深层胶原蛋白进行加热，使其排列紧密，达到紧致肌肤效果	将蛋白线等可吸收线在身体穴位埋填，有效刺激穴位，抑制食欲，促进排泄，加速脂肪燃烧	去氧胆酸是人体中天然物质，注射进入人体后将脂肪细胞分解成为微小的脂肪酸，并通过新陈代谢由淋巴系统排出体外	通过抑制神经末梢释放乙酰胆碱使肌肉无法收缩，达到抗皱、瘦脸瘦身的效果
是否认证	水动力吸脂设备获得认证	酷塑冷冻溶脂获得认证	魔塑、磁雕精灵获得认证	线材获得认证	国内未获得认证	4 款认证产品
治疗部位	下巴、脸部、腰部等	腰部、大腿等	腰部、腿部等	腰部、腿部等	面部下巴区域	脸部、肩部、小腿（跨适应症）
治疗频率	单次	3-5 次	3-5 次	2 次以上	3-6 次	单次维持时间短
维持时间	持久	持久	持久	一年左右	持久	6-9 个月
恢复时间	3-6 个月	1-3 个月	3-6 个月	—	—	—
单次价格	2 万左右	1000-8000 元/部位	1000-5000 元/部位	公立体系 30 元左右/穴位	—	500-3000 元/部位
缺点	手术存在感染等风险；术区可能造成凹凸不平；治疗部位有疼痛感等	见效慢，2-4 个月才能代谢完毕；费用较高，需多次治疗才能起效	需多次治疗；可能出现皮肤及深层组织烫伤、血清肿、皮肤瘀斑、脂肪栓塞等并发症	对埋线部位、深度等要求较高，可能伤害神经血管等以及感染	为药品，若注射不当可能损伤血管、神经组织等，易造成局部红肿、肉芽肿、硬结等症状，对操作者要求较高。	需多次治疗，维持时间短，长期可出现肌肉僵硬等问题
优点	永久性持续时间长；精准去除不易反弹	疗程轻松，只针对脂肪层，不伤及皮肤	快速减肥塑形、同时紧致皮肤	可改善内分泌等	永久性去除脂肪，疗程较为轻松	安全性较高，疗程轻松，效果较好

资料来源：新氧，信达证券研发中心

医美项目效果较好，作用部位精准，具备优势。相比于运动、食物等方式实现纤体瘦身，

医美项目具备多个优势：1) 作用机理明确，效果较好，甚至可实现脂肪细胞消除达到永久性减脂；2) 作用部位精准，面部、腰部、大腿等部位均有可匹配的医美项目。总体上，医美项目为消费者提供多样化的纤体瘦身项目选择，精准作用于面部、腰部、大腿等多个部位，效果有保障，是实现“瘦”的重要途径。

溶脂针：26 年市场规模有望超过十亿元，竞争温和

2.1 海外借鉴：Kybella 为 FDA 唯一认证产品，19 年全球销售 0.31 亿美元

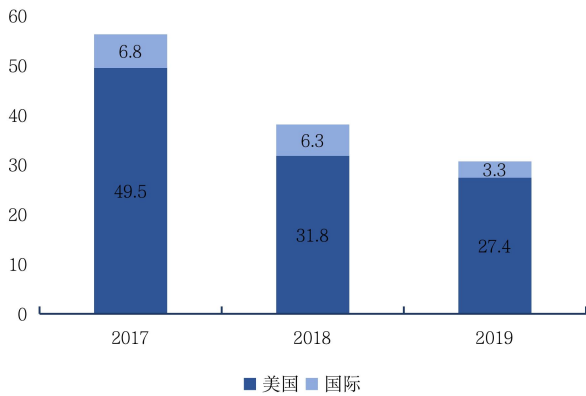
全球仅有一款获得 FDA 认证的溶脂针。溶脂针是通过非手术的方法，将含有溶解脂肪细胞或者降低脂肪细胞活性的溶液产品注入特定部位，减少脂肪堆积，达到瘦脸瘦身等效果。目前，溶脂针产品主要成分包括去氧胆酸、磷脂酰胆碱等，去氧胆酸是人体中天然存在的物质，注射进入人体后可将脂肪细胞分解成微小脂肪酸，通过代谢从淋巴系统内排出体外，而磷脂酰胆碱作为磷脂的主要成分之一，可溶解脂肪堆，破坏脂肪细胞，通过肾脏代谢排出体外。欧美、韩国等地区拥有较多溶脂针产品，包括 Kybella 溶脂针、BCN 溶脂针、DERMCLAR 溶脂针、Aqualyx 溶脂针、利保特溶脂针等，目前仅有 Kybella 溶脂针获得 FDA 认证，获批时间为 2015 年 4 月。

表 2：海外知名溶脂针产品情况

产品	厂家/国家	核心成分	作用原理	疗程及效果	FDA 认证
Kybella (又名 Belkyra)	艾尔建/美国	去氧胆酸	去氧胆酸是人体中天然物质，注射进入人体后将脂肪细胞分解成为微小的脂肪酸，并通过新陈代谢由淋巴系统排出体外	3-6 次一个疗程，每次间隔一个月；由于破坏脂肪细胞，维持时间较长	2015 年 4 月 FDA 获批，部位为颌下脂肪堆积（双下巴）
BCN 面部溶脂	BCN 国际中胚层疗法研究所/西班牙	磷脂酰胆碱	磷脂酰胆碱（简称 PPC）是磷脂的主要成分之一，可溶解脂肪堆，甚至破坏脂肪细胞，并通过肾脏代谢排出	3-6 次一个疗程，每次间隔半个月；由于破坏脂肪细胞，维持时间较长	未获得认证
DERMCLAR 溶脂针	德嘉儿/西班牙	磷脂酰胆碱	磷脂酰胆碱（简称 PPC）是磷脂的主要成分之一，可溶解脂肪堆，甚至破坏脂肪细胞，并通过肾脏代谢排出	3-6 次一个疗程，每次间隔半个月；由于破坏脂肪细胞，维持时间较长	未获得认证
Aqualyx 溶脂针	Mills Medical Service/英国	去氧胆酸	去氧胆酸是人体中天然物质，注射进入人体后将脂肪细胞分解成为微小的脂肪酸，并通过新陈代谢由淋巴系统排出体外	2-3 次，可在 6 个月进行再次治疗，由于破坏脂肪细胞，维持时间较长	获欧洲 CE 认证
利保特溶脂针	韩国	未知	—	4 次一疗程，每次间隔 1 周，由于破坏脂肪细胞，维持时间较长	未获得认证

资料来源：新氧，信达证券研发中心

Kybella 在美国景气度有所下降，全球领域有待扩展。根据艾尔建年报，2019 年 Kybella 在全球销售收入为 0.31 亿美元，同比下降 19.4%，其中美国地区收入为 0.27 亿美元，同比下降 13.8%，其他地区收入为 330 万美元，同比下降 47.6%。Kybella 销售景气度下行，我们认为可能在于：1) 酷塑（冷冻减脂广电设备）成为艾尔建在减脂领域另一布局，资源有所分散；艾尔建在 2015 年以约 21 亿美元收购 Kybella 公司，2017 年以约 25 亿美元收购酷塑母公司 Zeltiq，酷塑正处于商业化快速推广阶段，两者均作为减脂医美手段，一定程度上资源有所分散；2) 溶脂针为药品，监管更为严格，海外扩展获证难度更高；3) 存在潜在风险，若注射不当可能损伤血管、神经组织等，易可造成局部红肿、肉芽肿、硬结等症状，对操作者要求较高。总体而言，Kybella 近年增长遇到一定压力，未来全球领域扩展有望提升销售。

图 8: Kybella 在全球市场销售收入 (百万美元)


资料来源: 艾尔建年报, 信达证券研发中心

图 9: 酷塑在全球市场销售收入 (百万美元)


资料来源: 艾尔建年报, 信达证券研发中心

2.2 国内市场: 潜在市场规模过十亿元, 布局厂家较少

国内暂无认证三类产品。国内尚无 CFDA 认证的三类医疗器械溶脂针产品, 市场上流通一些无证产品, 以韩国产品为主, 例如爱尔菲林、修立塑精华液、喜爱芙莱茵 CF-Line 等产品, 该产品主要通过缩小细胞体积、抑制脂肪细胞生成等方式达到减脂效果, 主要作用于面部, 维持时间较短, 相较于直接破坏脂肪细胞的溶脂针产品, 此类产品作用机制更为温和, 效果稍为逊色。

表 3: 国内部分溶脂针概念产品情况

产品	国家	核心成分	作用原理	疗程及效果
爱尔菲琳 pro X 医用版	—	纯天然提取成分	缩小脂肪细胞体积减少脂肪生成	3 次一疗程, 每次间隔一个月
修立塑精华液	韩国	欧洲七叶树提取物、扁桃仁提取物、酪氨酸、三磷酸腺苷二钠	缩小细胞体积, 促进脂肪细胞加速代谢释能	3 次一疗程, 每次间隔一周, 可维持时间较长
珀洛丽肽精华液	韩国	剂三肽-49、八肽-11、九肽-32、五肽-43	缩小脂肪细胞体积有效抑制脂肪生成	3-6 次一疗程, 每次间隔 1 个月, 可维持 3-6 个月左右
喜爱芙莱茵 CF-Line	韩国	多胜肽	可促进循环, 排出肌肤内的陈旧废物, 重新分布皮下脂肪, 分解脂肪后, 6 个月内变成小便慢慢排出体外, 改善身体	2-3 次一疗程, 可在 6 个月后进行再次治疗, 可维持 9 个月左右

资料来源: 新氧, 信达证券研发中心

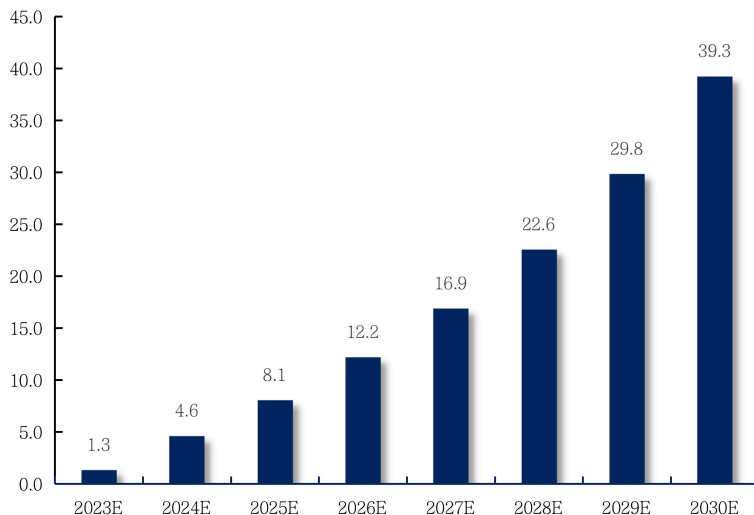
少数厂家布局以去氧胆酸为核心成分的溶脂针产品。Kybella 在中国市场专利将于 2025 年到期, 国内厂家正在积极布局以去氧胆酸为核心成分的溶脂针产品, 包括南京诺瑞特医药科技有限公司的去氧胆酸注射液 (三期临床实验)、爱美客的去氧胆酸注射液 (预计 2023 年进入临床实验), 此外, 科笛生物的注射用 CU-20401 处于第 Ib/II 期临床实验, 未来有望诞生合规产品。

表 4：国内厂家溶脂针产品在研情况

厂家	核心成分	研发进展
南京诺瑞特医药科技有限公司	去氧胆酸	三期临床实验
科笛生物医药（无锡）有限公司	CU-20401	Ib/II 期临床实验
爱美客	去氧胆酸	预计 2023 年进入临床试验

资料来源：爱美客港股招股说明书，信达证券研发中心

2026 年国内溶脂针市场空间有望超过 10 亿元，轻医美属性仍是竞争优势。目前求美者解决面部或腰部过于丰满，合规操作主要为吸脂手术、冷冻溶脂等方式，若未来存在注射类溶脂产品获批，其轻医美属性有望获得求美者青睐。根据弗若斯特沙利文预测（根据 kybella 在美国销量，给予中国市场溶脂针获批首年 8-25 万剂销量预测），中国首款溶脂针产品有望 2023 年获批，预计 2026 年溶脂针出厂市场规模有望达到 12.2 亿元，成长空间较大。

图 10：溶脂针出厂端未来市场空间情况（亿元）


资料来源：弗若斯特沙利文（经参考药品审评中心），信达证券研发中心

减肥针：26 年国内市场规模有望超百亿，在研产品丰富

3.1 海外借鉴：减肥针 21 年出货超过 10 亿美元，市场广阔

利拉鲁肽注射液、司美格鲁肽注射液、奥利司他、氟卡色林、纳曲酮/安非他酮组合剂、芬特明/托吡酯缓释剂是获得 FDA 批准的在使用的体重管理药物，其中利拉鲁肽注射液、司美格鲁肽注射液以注射方式使用，俗称“减肥针”。

1) 利拉鲁肽注射液

利拉鲁肽注射液在 2014 年 12 月获得 FDA 批准可作为肥胖人群的减肥药物，厂商为诺和诺德，商品名为 Saxenda。该产品适合 BMI 大于 30kg/m² 或者 BMI 大于等于 27kg/m² 且有肥胖相关并发症如糖尿病、高血压的成年患者。利拉鲁肽是一种人胰高糖素样肽-1 (GLP-1) 类似物，作用类似于天然胃肠激素（肠降血糖素），可增加胰岛素分泌，抑制摄食中枢，影响食欲，延缓胃排空，减慢食物消化速度，从而达到控制体重的效果。利拉

鲁肽通过 DNA 重组技术合成，是一种多肽，与内源性人 GLP-1 (7-37) 具有 97% 同源性，替代总循环中 20% 具有活性的内源性 GLP-1，同时可阻止 DPP-4 降解(内源性 GLP-1 不具备)，延长持续时间。该产品起始用量为 0.6mg/次/日，每日注射，一周后加大剂量，直到 1.8mg/次/日，根据 JAMA 杂志发布的 STEP 8 试验数据，使用 68 周体重可下降 6%。产品常见的副作用为恶心、呕吐、腹泻、头晕等，与使用剂量有关。该产品的优点在于：1) 安全性较高，产品本身为多肽，由血清及组织蛋白酶代谢成氨基酸，肝毒性低；2) 效果较好，使用 68 周体重可下降 6%。

2) 司美格鲁肽注射液

司美格鲁肽注射液是 2021 年 6 月获得 FDA 批准可作为肥胖人群的减肥药物，曾用名索马鲁肽注射液，原研厂商为诺和诺德，商品名为 Wegovy。该产品适合 BMI 大于 30kg/m² 或者 BMI 大于等于 27kg/m² 且有肥胖相关并发症如糖尿病、高血压的成年患者。司美格鲁肽是一种人胰高糖素样肽-1 (GLP-1) 类似物，与人 GLP-1 具有 94% 序列同源性，可促进胰岛素分泌，降低食欲、减少食物摄入量、诱导减肥。该产品为起始剂量为 0.25mg，每周一次，4 周后剂量逐步升到 2.4mg/每周一次，根据 JAMA 杂志发布的 STEP 8 试验数据，使用 68 周可实现体重下降 16%，产品常见副作用为恶心、呕吐、腹泻、头晕等，与使用剂量有关。该产品的优点在于：1) 安全性较高，产品本身为多肽，由血清及组织蛋白酶代谢成氨基酸，肝毒性低；2) 效果较好，使用 68 周可实现体重下降 16%。

3) 奥利司他

奥利司他是 1999 年 4 月获得 FDA 批准可作为肥胖人群的减肥药物，2001 年获得 CFDA 批准于中国上市，2007 年被批准为减肥非处方药，原研厂商为霍夫曼罗氏，商品名为 Xenical(处方药)、Alli (非处方药)。该产品适合 BMI 大于 24kg/m² 的患者。奥利司他是一种胃肠道和胰腺脂肪酶抑制剂，失活的酶不能将食物中的脂肪水解成游离的脂肪酸和单酰基甘油，从而不易被身体吸收，减少热量摄入。OTC 一般剂量为每日三次，每次一胶囊剂，饭前服用，产品常见副作用为腹胀、腹泻、大小便漏和脂肪痢等，多因其对脂肪吸收的作用引致。该产品优点在于：近期疗效较好，服用方便，不良反应少，价格便宜。

4) 盐酸氯卡色林

盐酸氯卡色林是 2012 年 6 月获得 FDA 批准可作为肥胖人群的减肥药物，商品名为 Belviq，该产品适合 BMI ≥30 的肥胖患者或超重(BMI ≥27-30kg/m²)同时患有肥胖相关性疾病的成年人群。氯卡色林是一种 5-羟色胺 2C(5-HT_{2C})受体的选择性 5-羟色胺激动剂，该受体的激活作用可激活饥饿感和饱腹感通路，包括诱发阿黑皮素原，降低食欲的通路。该产品每日一至两次，每剂量 10mg，产品有潜在的心脏瓣膜副作用，同时还存在一些不良反应，如上呼吸道感染、头痛、头晕和恶心等，另外使用本品需注意潜在的成瘾风险。该产品优点在于：短期见效快，较为可靠的长期效果，较为便宜。

5) 纳曲酮/安非他酮组合剂

纳曲酮/安非他酮组合剂是 2014 年 9 月获得 FDA 批准可作为肥胖人群的减肥药物，商品名为 Contrave，该产品适合 (BMI) ≥30kg/m² 或 BMI ≥27 kg/m² 且至少患有一种体重相关病症如高血压或糖尿病的成人患者。安非他酮是多巴胺和去甲肾上腺素再摄取抑制剂，用于治疗抑郁和戒烟。纳曲酮是阿片受体拮抗剂，用于治疗酒精及阿片依赖。两者协同作用于下丘脑饥饿中枢，减少食物摄入。该产品 4 周内逐渐加量至最大剂量每日两次，每

次两片（共 32/360mg），常见的不良反应为恶心、呕吐、口干、便秘、头痛、失眠等，同时也发现该药对胎儿有致畸作用。该产品优点在于：短期效果好，较为便宜。

6) 芬特明/托吡酯缓释剂

芬特明/托吡酯缓释剂是 2012 年 6 月获得 FDA 批准可作为肥胖人群的减肥药物，商品名为 Qsymia，该产品适合 12 岁及以上 BMI 超出经年龄和性别矫正后标准值的 95% 或更高的患者。芬特明可促进下丘脑释放儿茶酚胺，儿茶酚胺可引起食欲降低、食量减少从而缓慢减轻体重。而托吡酯可减少食欲、增强饱腹感。两者组合使用可减少托吡酯用量，比单独使用效果更好，副作用更小。该产品起始每日 3.75/23mg，服用 14 天；增加到 7.5/46mg，之后每月增加剂量直到获得减肥效果，常见副作用主要有口干、便秘、失眠、心悸、头晕、味觉障碍、胎儿毒性、心率升高、急性闭角型青光眼、情感和睡眠障碍、认知损伤和代谢性酸中毒等，还会对神经系统产生影响。该产品优点在于：短期/长期效果好，较便宜。

表 5: 获得 FDA 认证的减肥药的情况

产 品	利拉鲁肽 (saxenda/诺和力)	司美格鲁肽 (Wegovy/诺和泰)	奥利司他 (Xenical/罗氏鲜, Alli/阿莱)	盐酸氯卡色林 (Belviq)	纳曲酮/安非他酮组合剂 (Contrave)	芬特明/托吡酯缓释剂 (Qsymia)
厂 家	诺和诺德	诺和诺德	霍夫曼罗氏 (原研)	艾瑞纳制药 (原研)	奥西珍医疗	维福斯
FD A 时 间	2014 年 12 月	2021 年 6 月	1999 年 4 月	2012 年 6 月	2014 年 9 月	2012 年
类 型	注射剂	注射剂药	口服	口服	口服	口服
适 用 人 群	BMI 大于 30 kg/m ² 或 BMI≥27 kg/m ² 但有肥胖相关并发症如糖尿病或高血压的成年肥胖患者	(BMI) ≥30kg/m ² 或者伴有至少一种体重相关疾病 (如高血压、2 型糖尿病或高胆固醇) 的成年超重人群 (BMI≥27kg/m ²)	(BMI) 大于 24 的患者	BMI ≥30 的肥胖患者或超重 (BMI ≥27-30) 同时患有肥胖相关性疾病的成年	(BMI) ≥30kg/m ² 或 BMI≥27 kg/m ² 且至少患有一种体重相关病症如高血压或糖尿病的成人患者	12 岁及以上 BMI 超出经年龄和性别矫正后标准值的 95% 或更高的患者
原 理	利拉鲁肽为人胰高糖素样肽类似物 (glp-1) 受体激动剂，当血糖浓度升高，利拉鲁肽可增加细胞内环磷酸腺苷，释放胰岛素，降低血糖，可抑制摄食中枢，影响食欲，延缓胃排空，减慢食物消化速度	司美格鲁肽是长效胰高糖素样肽-1 (GLP-1) 受体激动剂，通过激活受体促进胰岛素分泌，抑制血糖，减缓食物吸收，进而使体重减轻	是一种胃肠道和胰腺脂肪酶抑制剂，失活的酶不能将食物中的脂肪水解成游离的脂肪酸和单酰基甘油，从而不易被身体吸收，减少热量摄入	氯卡色林是一种 5-羟色胺 2C(5-HT _{2C}) 受体的选择性 5-羟色胺激动剂，该受体的激活作用可激活饥饿感和饱腹感通路，包括诱发阿黑皮素原，降低食欲的通路	安非他酮是多巴胺和去甲肾上腺素再摄取抑制剂，用于治疗抑郁和戒烟。纳曲酮是阿片受体拮抗剂，用于治疗酒精及阿片依赖。两者协同作用于下丘脑饥饿中枢，减少食物摄入。	芬特明可促进下丘脑释放儿茶酚胺，儿茶酚胺可引起食欲降低、食量减少从而缓慢减轻体重。而托吡酯可减少食欲、增强饱腹感。两者组合使用可减少托吡酯用量，比单独使用效果更好，副作用更小。
用 量	0.6mg、1.2mg、1.8mg、3mg 的容量，起始每日 0.6mg，一周后加剂量逐	起始每周 0.25mg，逐渐加量至 2.4mg	OTC 一般剂量为每日三次，每次一胶囊剂，饭前	每剂量 10mg，每日一至两次	4 周内逐渐加量至最大剂量每日两次，每次两片 (共 32/360mg)	起始每日 3.75/23mg，服用 14 天；增加到 7.5/46mg，之后每月

	渐调整至 1.8mg 及以上	服用胶囊/口服		增加剂量直到获得减 肥效果	
缺点	常见副作用包括恶心、 腹泻、便秘、呕吐、低 血糖和食欲下降	常见副反应为胃 肠道反应，如腹 胀、恶心、呕吐等	常见副反应为胃 肠道反应，如腹 泻等	潜在的肥胖膜副 作用，同时还存在一 些不良反应，如上呼 吸道感染、头痛、 头晕和恶心等，另 外使用本品需注意 潜在的成瘾风险	常见的不良反应为恶 心、呕吐、口干、便秘、 头痛、失眠等，同时也 发现该药对胎儿有致 畸作用
优点	安全性较高，效果较好	安全性较高，效果 较好	近期疗效较好， 服用方便，不良 反应少，价格便 宜	短期见效快，较为 可靠的长期效果， 较为便宜	短期/长期效果好，较 便宜

资料来源：药物性损伤肝伤专业网，药智网，丁香医生，春雨医生，医牛健康资讯网，JAMA 杂志，信达证券研发中心

利拉鲁肽与司美格鲁肽减重领域优势突出，两者仍有差异。利拉鲁肽与司美格鲁肽药理作用类似，起初均为治疗 2 型糖尿病药物，而后延展至减肥领域，作用靶点均为 GLP-1，因其较高的安全性及良好的效果在减重领域中优势明显，但两者存在差异：1) 获批时间方面，利拉鲁肽用于糖尿病适应症在 2010 年 1 月获 FDA 批准，2011 年 10 月获得中国 CFDA 批准，而用于减肥领域在 2014 年 12 月获 FDA 批准，国内未获得批准；司美格鲁肽注射液用于糖尿病适应症在 2017 年 12 月获 FDA 批准，2021 年 4 月获得中国 CFDA 批准，而用于减肥领域在 2021 年 6 月获 FDA 批准，国内未获得批准；司美格鲁肽片用于糖尿病适应症在 2019 年 9 月获 FDA 批准，2022 年 5 月上市申请获国家药监局正式受理。2) 用法方面，利拉鲁肽仅存在注射液形态，需每日注射，起始用量为 0.6mg，逐渐增加至 1.8mg；司美格鲁肽注射液每周一次，起始用量为 0.25mg，逐步增加到 2.4mg，司美格鲁肽片起始剂量 3mg，持续 30 天后，剂量增加到每天一次 7mg。3) 效果方面，因为司美格鲁肽能够更有效地降低患者的空腹血糖、糖化血红蛋白以及餐后血糖水平，降糖效果更好更稳定，减重效果上司美格鲁肽也优于利拉鲁肽，接受司美格鲁肽治疗的肥胖症患者在 68 周内平均体重减轻 16%，而接受利拉鲁肽治疗的在 68 周内平均体重减轻 6%。4) 不良反应方面，司美格鲁肽发生胃肠道不适等不良反应概率更高。

表 6: 利拉鲁肽和司美格鲁肽主要差异性

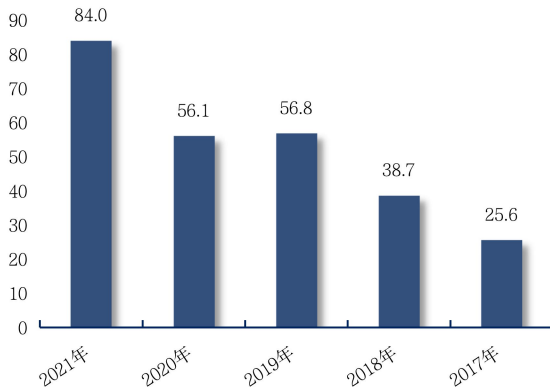
类型	利拉鲁肽	司美格鲁肽
获批时间	糖尿病适应症在 2010 年 1 月获 FDA 批准，2011 年 10 月获得中国 CFDA 批准，用于减肥领域在 2014 年 12 月获 FDA 批准，国内未获得批准	注射液用于糖尿病适应症在 2017 年 12 月获 FDA 批准，2021 年 4 月获得中国 CFDA 批准，而用于减肥领域在 2021 年 6 月获 FDA 批准，国内未获得批准；司美格鲁肽片用于糖尿病适应症在 2019 年 9 月获 FDA 批准，2022 年 5 月上市申请获国家药监局正式受理
用法	仅存在注射液形态，需每日注射，起始用量为 0.6mg，逐渐增加至 1.8mg	司美格鲁肽注射液每周一次，起始用量为 0.25mg，逐步增加到 2.4mg；司美格鲁肽片起始剂量 3mg，持续 30 天后，剂量增加到每天一次 7mg
效果	68 周平均体重减轻 6%	降糖效果更好更稳定，68 周平均体重减轻 16%
不良反应	常见不良反应为胃肠道反应	发生胃肠道不适等不良反应概率更高

资料来源：丁香园，JAMA 杂志，信达证券研发中心

利拉鲁肽与司美格鲁肽销售良好，减重领域快速增长突破十亿美元。根据诺和诺德公司

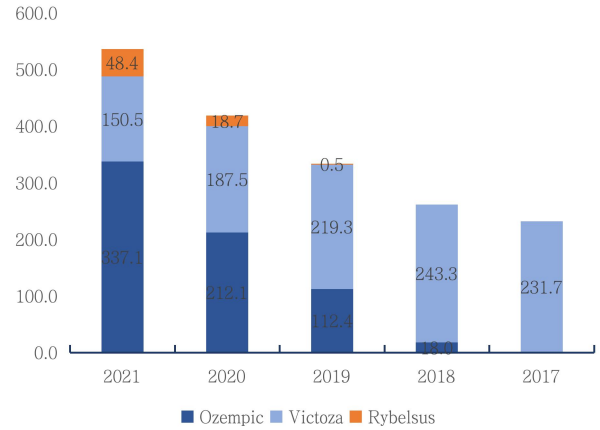
年报，在糖尿病领域，2021 年利拉鲁肽以及司美格鲁肽实现收入 536 亿丹麦克郎，17-21 年复合增速为 23.3%，参考 21 年 12 月 31 日汇率，为 82 亿美元，是生物药领域大体量品种，彰显其安全性与高效性。在减重领域，2021 年利拉鲁肽与司美格鲁肽实现收入 84 亿丹麦克郎，参考 21 年 12 月 31 日汇率，出货规模超过 10 亿美元；考虑到司美格鲁肽 21 年才开始放量，未来成长空间广阔。

图 11: 2017-2021 年利拉鲁肽与司美格鲁肽注射液在减肥领域收入规模 (亿克朗)



资料来源: 诺和诺德公司年报, 信达证券研发中心

图 12: 2017-2021 年利拉鲁肽与司美格鲁肽在糖尿病领域收入规模 (亿克朗)

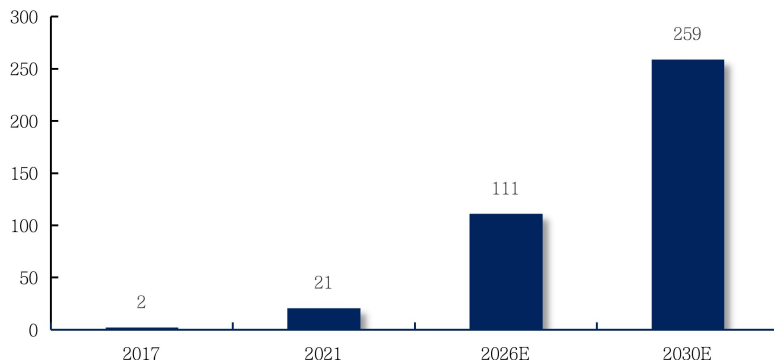


资料来源: 诺和诺德公司年报, 信达证券研发中心

3.2 国内供需：需求旺盛，在研储备丰富

国内减重领域供给不足，需求广阔。国内目前仅有奥利司他获得 CFDA 认证，该产品 2000 年引入国内市场，2007 年专利到期后国内陆续有厂家上市产品，包括海正药业、中美华东（华东医药子公司）、碧生源、重庆植恩等企业。根据弗罗斯特沙利文数据，2021 年国内减重市场规模（出厂端）为 21 亿元，17-21 年复合增速为 71.4%，预计 2026 年市场规模可达 111 亿元，21-26 年复合增速为 39.0%，市场快速增长主要得益于：1) 肥胖人群基数较大，潜在市场空间大；2) 市场供给有望打开，激发需求。

图 13: 国内体重管理市场规模及预测 (亿元)



资料来源: 弗罗斯特沙利文, 信达证券研发中心

在研产品丰富，助力赛道高增长。体重管理市场潜在储备产品丰富，仅 GLP-1 受体激动剂相关药物在研或审批产品超过 10 余种类，以创新药及仿制药口径来看 1) 创新在研药物方面，包括上海仁会生物制药的贝那鲁肽注射液、礼来公司的 Tirzepatide、诺和诺德

的司美格鲁肽、江苏恒瑞医药的诺利糖肽、信达生物制药的 IBI362 等，一共 10 款；2) 仿制药方面，利拉鲁肽注射液 Saxenda 仿制药厂家包括华东医药、江苏万邦生化医药集团、爱美客，Saxenda 在中国的核心专利 2017 年已经到期，由中美华东、重庆派金申报的司美格鲁肽注射液临床试验申请获得批准，一共 4 款。从上市进度来看，贝那鲁肽于 2022 年 3 月上市申请获得受理，若顺利获批，将成为我国减重领域第一款原研发新药；华东医药的利拉鲁肽注射液于 2022 年 7 月上市申请获得受理，若顺利获批，将成为我国减重领域第一款利拉鲁肽仿制药。

表 7: GLP-1 受体激动剂相关减重领域药物情况

类型	厂家	产品	研发进展	厂家介绍	产品介绍
	仁会生物 (830931.NQ)	贝那鲁肽注射液 (BEM-014)	2022 年 3 月上市 申请受理	公司成立于 1999 年，是糖尿病领域创新药领先者，并在内分泌、心血管等领域布局。曾在新三板挂牌，2019 年收入 0.57 亿元，未实现盈利。	贝那鲁肽是全球唯一一款与内源性人 GLP-1 具有 100% 氨基酸序列的 GLP-1 类似物，长期使用不易产生抗体，有效性、安全性具备优势。2017 年 2 月贝那鲁肽注射液（谊生泰）上市，适应症为 2 型糖尿病治疗；2022 年 3 月用于超重/肥胖适应症上市申请受理。
	礼来公司	替尔泊肽注射液 (Tirzepatide)	III 期临床试验	公司成立于 1901 年，总部位于美国，是一家全球性的以研发为基础的医药公司，致力于为全人类提供以药物为基础的创新医疗保健方案，1973 年纽交所主板上市，2021 年收入 283 亿美元。	Tirzepatide 是 GLP-1R/GIPR 双靶点激动剂，其糖尿病适应症 2022 年 5 月获 FDA 批准上市，2022 年 9 月上市申请获 NMPA 受理；用于超重/肥胖适应症已处于中国 III 期临床研究阶段
创新药	诺和诺德	司美格鲁肽	III 期临床试验	公司成立于 1989 年，专注于糖尿病护理和提供胰岛素输送系统和其他糖尿病产品，总部位于丹麦，1981 年纽交所主板上市，2021 年收入 1408 亿丹麦克朗。	司美格鲁肽注射液是一款长效 GLP-1（胰高血糖素样肽-1）受体激动剂，只需每周一次皮下给药，其糖尿病适应症 2017 年 12 月获 FDA 批准上市，2021 年 4 月获 CFDA 批准上市；肥胖/超重适应症 2021 年 6 月获 FDA 批准上市，用于超重/肥胖适应症已处于中国 III 期临床研究阶段。
	江苏恒瑞医药股份有限公司	诺利糖肽	II 期临床试验	公司成立于 1997 年，致力于在抗肿瘤药、手术用药、内分泌治疗药、心血管药及抗感染药等领域的创新发展，2000 年上海主板上市，2021 年收入 259 亿元。	诺利糖肽是一款经棕榈酸修饰的 GLP-1 类似物，目前已进入 II 期临床阶段
	信达生物制药	mazdutide	II 期临床试验	公司成立于 2011 年，致力于开发、生产和销售用于治疗肿瘤等重大疾病的创新药物，2018 年港交所主板上市，2021 年收入 42.7 亿元。	mazdutide (研发代号: IBI362) 是 GLP-1R/胰高血糖素受体 (GCGR) 双重激动剂，目前已进入 II 期临床
仿制药	爱美客股份有限公司	利拉鲁肽	I 期临床试验	公司成立于 2004 年，立足于生物医用材料的研发和转化，致力于重组蛋白和多肽等生物医药的开发，2020 年创业板上市，2021 年总营收 14.5 亿元；利拉鲁肽注射液的研发工作由其全资子公司北京诺博特生物科技有限公司负责，研发人员黄钦恒曾任诺和诺德的糖尿病生物学部首席研究员。	利拉鲁肽为人胰高血糖素样肽-1 (GLP-1) 受体激动剂，与人 GLP-1 具有 97% 的序列同源性，华东医药的利拉鲁肽注射液为诺和诺德诺和力的生物类似药，生产工艺与原研厂家不同；万邦生化医药利拉鲁肽注射液处于 III 期临床研究阶段；爱美客利拉鲁肽注射液处于 I 期临床研究阶段
	华东医药股份有限公司	利拉鲁肽	2022 年 7 月上市 申请获受理	同时拓展医药商业和医美产业，2000 年深圳主板上市，2021 年收入 346 亿元；杭州中美华东制药有限公司为其全资子公司。	

江苏万邦生化医药集团有限公司

利拉鲁肽

III期临床试验

公司成立于1998年，建有国内一流的原核和真核细胞基因工程药物研发和生产基地，重组人胰岛素及类似物、治疗用细胞因子等重组蛋白药物的研发国内领先，2017年收入31.91亿元。

华东医药股份有限公司

司美格鲁肽

司美格鲁肽注射液临床试验申请获NMPA批准

司美格鲁肽注射液是一种长效胰高血糖素样肽公司成立于1993年，业务覆盖医-1 (GLP-1) 受体激动剂，与人GLP-1有94%药全产业链，以医药工业为主导，的序列同源性，原研企业为诺和诺德，其糖尿病同时拓展医药商业和医美产业，适应症2017年12月获FDA批准上市，2021年4月获CFDA批准上市，2021年4月获CFDA批准上市，2021年6月获FDA批准上市；2022年6月由中美华东、重庆派金申报的司美格鲁肽注射液临床试验申请获得批准。

资料来源：爱美客港股招股说明书，华东医药投资者关系管理微信公众号，药融云，药渡，WIND，信达证券研发中心

投资建议

中国肥胖人群基数较大，以瘦为美的观念加重消费者自感超重率，纤体瘦身市场大有可为。根据智研咨询，2021年仅运动健身器材、功能性瘦身食品市场规模超过3000亿元，医美项目作为纤体瘦身的重要途径，包括抽脂手术、酷塑溶脂、中医埋线、肉毒毒素，具备良好的效果，有望替代部分市场需求，亦可带动市场扩容；未来溶脂针、减肥针等产品的研发上市有望带来新需求。溶脂针方面，根据弗若斯特沙利文数据，预计2023年国内将有一款产品布局，2026年出厂市场规模将超过10亿元，现有布局厂家较少，竞争温和；减重管理市场方面，根据弗若斯特沙利文数据，2021年市场规模为21亿元，预计2026年市场规模超过百亿元，前景广阔，行业内仅以GLP-1受体激动剂在研产品超过10款，储备丰富。我们认为，未来纤体瘦身市场前景广阔，看好率先布局厂家，重点关注爱美客，其利拉鲁肽注射液产品进入临床一期试验，储备去氧胆酸注射液。

风险因素

需求景气度下行风险。新冠疫情对线下客流造成一定冲击，医疗美容依赖客户线下体验消费，若疫情反复，将减少终端机构客流量，同时，新冠疫情一定程度上影响求美者消费力，对医疗美容需求带来较大冲击；

在研产品上市进度不达预期风险。目前，各大厂家积极布局溶脂针、减肥针等产品，产品上市将推动行业发展，刺激需求。若未来厂家的产品未能顺利获批上市，将不利于激发潜在需求。

竞争加剧风险。减重领域市场空间广阔，布局厂家较多，竞争较为激烈，未来仍可能存在具备研发实力的厂家进入，加剧竞争；同时，溶脂针领域市场未打开，若未来首款产品市场反馈良好，将引来更多厂家进入，加剧竞争。

研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，七年证券研究经验，2016年9月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得16/17/19年新财富纺织服装行业最佳分析师第3名/第2名/第5名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，行业研究经验丰富，从长周期研判行业发展趋势。

李媛媛，复旦大学金融硕士，五年消费品行业研究经验，2020年加入信达证券，从事化妆品&医美行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjjajie@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数: 沪深 300 指数 (以下简称基准); 时间段: 报告发布之日起 6 个月内。	买入: 股价相对强于基准 20% 以上;	看好: 行业指数超越基准;
	增持: 股价相对强于基准 5% ~ 20%;	中性: 行业指数与基准基本持平;
	持有: 股价相对基准波动在 $\pm 5\%$ 之间;	看淡: 行业指数弱于基准。
	卖出: 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。