

行业深度研究报告

2022年11月08日



中航证券有限公司

AVIC SECURITIES CO., LTD.

医美行业专题报告：全功效轻医美产品投资图鉴

行业评级：【增持】

中航证券社会服务团队
分析师：裴伊凡

证券执业证书号：S0640516120002
邮箱：peiyf@avicsec.com

□ 轻医美行业：重塑美丽，雕刻岁月

- ✓ **行业分类：**医疗美容可分为手术类和非手术类，非手术类又称轻医美，包括注射类项目（肉毒素、玻尿酸等）、光电类项目（光子嫩肤等）及其他项目。
- ✓ **市场规模：**根据Frost&Sullivan数据，1) 医美市场：2021年，中国医美市场规模高达1891亿元，近5年复合增速为17.5%，高于全球市场增速（3%），预计2021年至2030年，中国医疗美容市场的增长占全球市场同期增长的1/3，领跑全球医美市场的高增长。2) 轻医美市场：2021年，全球非手术类市场占医美市场比例提升至22.7%；中国非手术市场规模占比高达51.6%，其增速高于手术类市场增速，2030年非手术类市场规模占比有望达到65.1%。3) 轻医美产品：玻尿酸和肉毒素占市场主导，预计未来玻尿酸和肉毒素市场规模将持续增长，同时新产品也将不断渗透，埋植线、溶脂针在未来GAGR或超50%。
- ✓ **产业链：**上游为药械商，资金、技术与资质壁垒高筑，市场集中度较高，对下游议价能力强；中游为私立美容机构为主、公立医院的整形外科为辅的医美机构与渠道引流方，盈利能力相对弱，行业竞争格局分散；下游是消费者。

□ 驱动因素：供需双增，行业风起

- ✓ **供给端：**医美机构、从业人员、营销推广等方面较为混乱，合规经营势在必行；行业相关法规日益完善，严监管、高标准大势所趋，头部医美企业壁垒高筑。
- ✓ **需求端：1) 用户规模：**国内医美年消费人数已由2016年的280万人增长至2021年的1813万人，GAGR高达45.3%，艾媒咨询预测2022/2023年增长率分别为15.4%/12.5%，且中国每千人医美次数仅为20.8次，不及韩国的1/4，美国和巴西的1/2，我国医美行业远未触及天花板。**2) 消费者画像：**年龄方面，国内30岁以上的主力消费群体渗透率仅有20%，未来伴随70后、80后接触医美行业机会增多以及90后的积极带动下，有望改善国内医美消费者年龄结构；性别方面，女性用户2021年占比近90%，男性用户加速渗透，2021年总占比较2019年提升2.6pct至12.6%；**3) 城市分布：**一线和新一线城市为医美消费主战场，二线城市成新增长极，未来下沉市场增量可期。

□ 产品图谱：功效为锚，轻医美产品解析

- ✓ **注射类：**按功效划分，填充（玻尿酸/胶原蛋白填充）、抑制（肉毒毒素）、护理（水光针、童颜针、少女针、埋植线、美白针）、溶脂（溶脂针）
- ✓ **光电类：**按光电原理划分，强脉冲光类（光子嫩肤）、激光类（点阵激光、皮秒激光）、射频类（热玛吉、热拉提）、超声类（超声提升、超声刀/炮）

□ 投资建议：

近年来，国内医美市场规模持续扩张，尤其是轻医美项目凭借风险相对较低、创伤更小、恢复治愈时间更短、价格更低等特性，市场接受度日益提升，现已占据国内医美市场“半壁江山”，未来市场占比有望进一步提升。未来，严监管、高标准助推行业迅速出清，医美产品服务正规化，市场环境进一步改善，叠加多元消费群体加速渗透，医美认知度日益提升，且产品矩阵更加丰富，为消费者提供多样化、个性化的医美选择。**综上，按照“医美渗透率+用户群体+轻医美占比+国产化市占率”四大提升逻辑，轻医美行业未来成长空间可期，有望维持长期、持续、稳定增长的高景气态势，建议关注具有牌照壁垒的优质上游医美企业产品矩阵的市场表现和新品研发进度【爱美客、华熙生物、四环医药、华东医药、朗姿股份、巨子生物】。**

- **风险提示：**新冠疫情的不确定性、行业监管加剧风险、市场竞争加剧风险、医疗事故风险、新品效果不及预期。

图表1：皮肤衰老的底层逻辑及对应医美项目



目录

1

轻医美行业：重塑美丽，雕刻岁月

2

驱动因素：供需双增，行业风起

3

产品图谱：功效为锚，轻医美产品解析

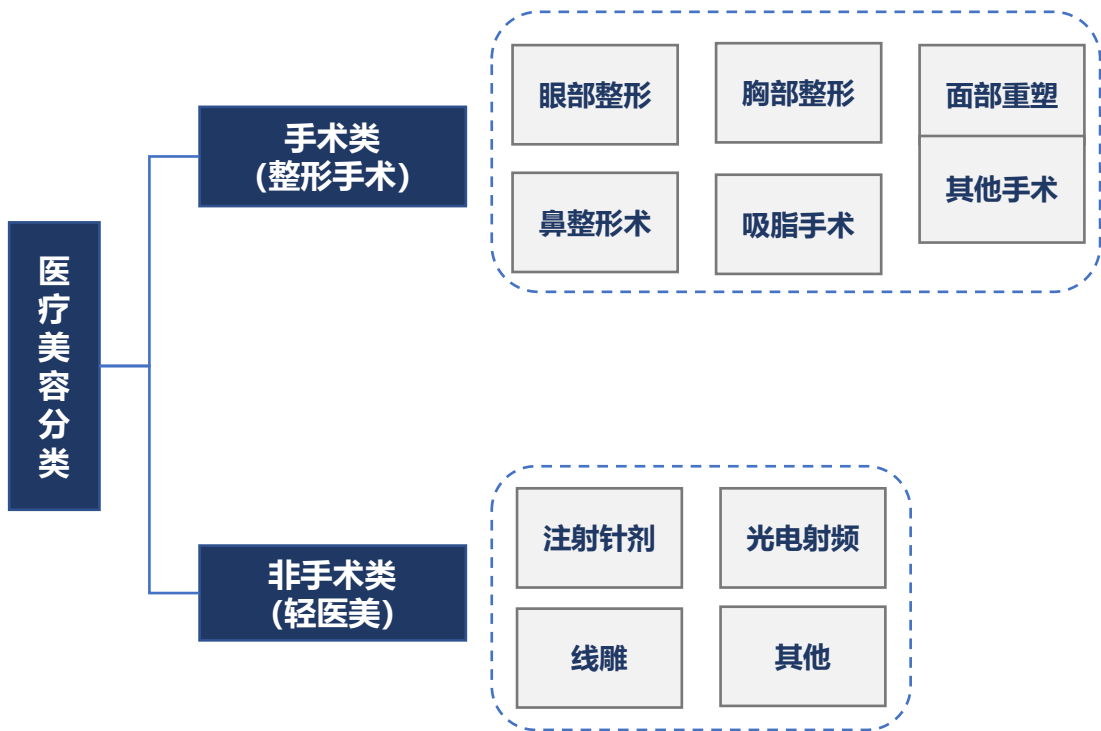
4

公司梳理：轻医美产品布局

1.1 医美行业分类：手术类+非手术类

- **医美定义：**根据《医疗美容服务管理办法》第二条规定，医疗美容，是指运用手术、药物、医疗器械以及其他具有创伤性或者侵入性的医学技术方法对人的容貌和人体各部位形态进行的修复与再塑。
- **医美分类：按介入手段划分，医疗美容可分为手术类与非手术类。**
 - **手术类项目：**从根本上改变或改善面部及身体部位的外观；
 - **非手术类项目又称轻医美项目：主要包括注射类项目（肉毒素、玻尿酸等）、光电类项目（光子嫩肤等）及其他项目；**根据《医疗美容项目分级管理目录》规定，医疗美容科为一级诊疗科目，美容外科、美容牙科、美容皮肤科和美容中医科为二级诊疗科目，除美容外科所有项目及美容皮肤科的手术项目，其余项目均属于轻医美的范畴。

图表2：医疗美容分类



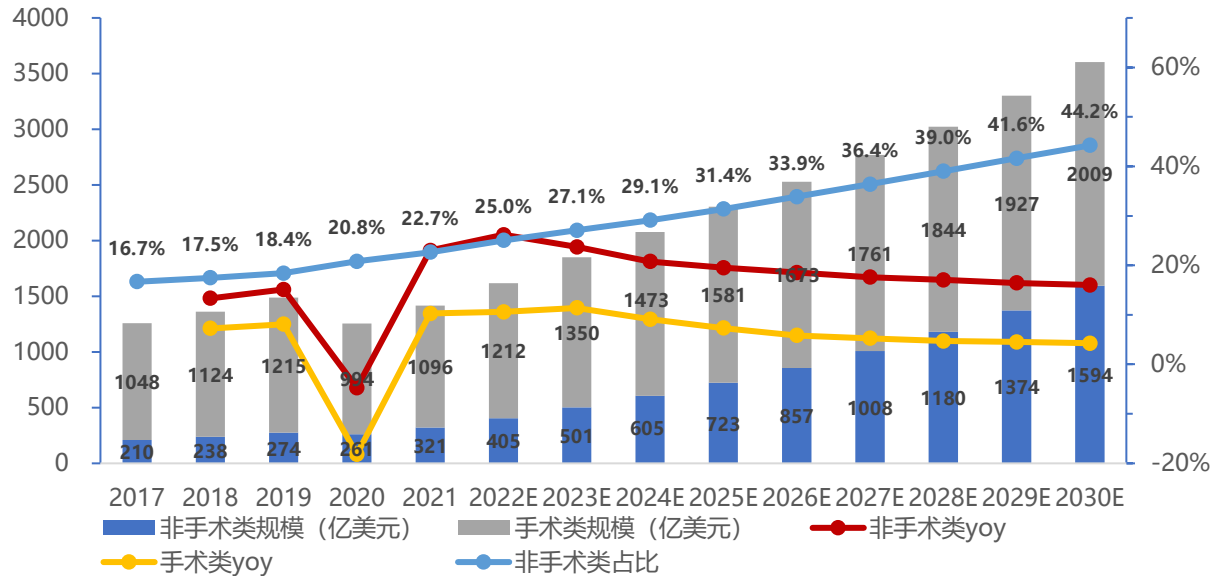
图表3：医疗美容各科室项目

科室	项目	细分项目
美容外科	头面部	隆鼻术、后唇矫正术、隆颏术、颊脂肪垫去除术等
	乳房、躯干	隆乳术、乳头内陷矫正术、脂肪抽吸术、颧骨降低术等
	会阴部	处女膜修补术、小阴唇成形术、阴茎延长术等
	其他	腋臭手术、毛发移植术、穿耳孔术、瘢痕切除缝合术等
美容皮肤科	物理治疗	冷冻，电外科治疗、微波治疗，微针治疗等
	抽吸、注射、填充	硬化剂注射、肉毒素注射、填充物注射、吸脂与脂肪移植等
	化学剥脱	
	激光及光电磁波	激光治疗、强脉冲光（IPL）治疗等
美容牙科	手术项目	白癜风治疗术、自体表皮移植术、酒窝成形术等
	美容牙科	牙齿美容修复、牙周美容技术操作、牙合畸形美容矫治
美容中医科		中药内服外治美容、针灸美容、推拿美容、其他

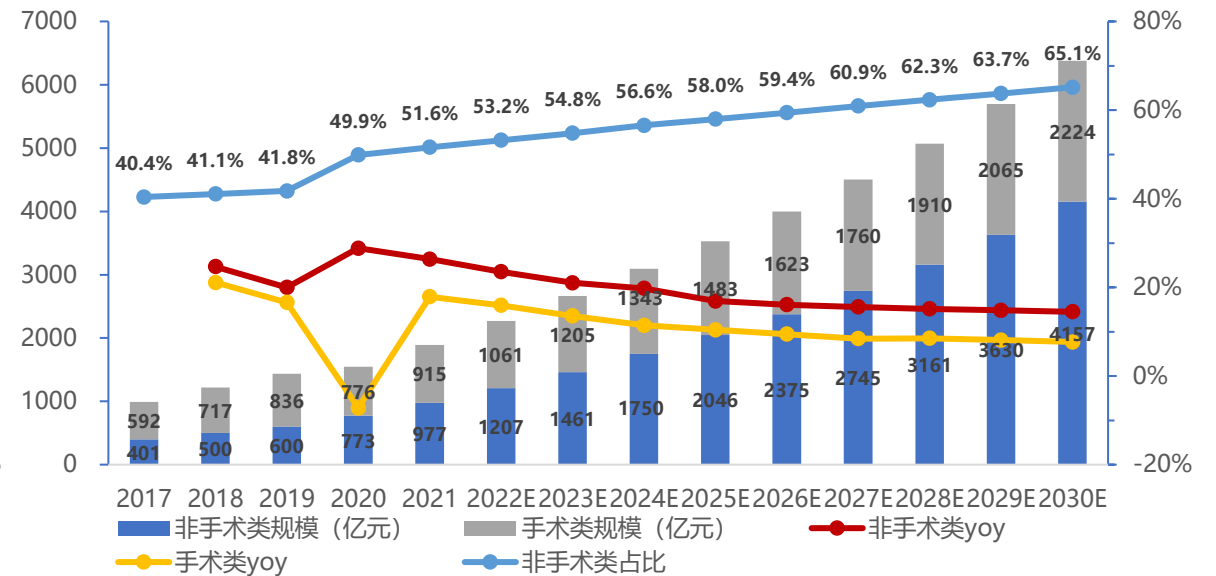
1.2 医美市场：中国市场高速增长，轻医美成主要驱动力（1/3）

- 2021年，中国医美市场规模高达1891亿元，近5年复合增速为17.5%，高于全球市场增速（3%）：**近年来，中国医美市场增速迅猛，且COVID-19对全球医疗美容市场造成重大影响，而对中国医疗美容市场的影响相对有限。根据Frost&Sullivan数据，按服务收入计算，中国医疗美容市场规模自2017年的993亿元增长至2021年的1891亿元，年复合增速为17.5%，预计于2030年将达到6382亿元，自2021年至2030年的年复合增速为14.5%；而全球医疗美容市场自2017年的1258亿美元增至2021年的1417亿美元，年复合增速为3%，预计于2030年将达到3602亿美元，自2021年至2030年的年复合增速为10.9%，**预计2021年至2030年，中国医疗美容市场的增长占全球市场同期增长的1/3，领跑全球医美市场的高增长。**
- 非手术类项目比手术类项目更受欢迎：**2021年，全球市场，手术类/非手术类市场增速分别为同比+10.3%/+23%；中国市场，手术类/非手术类市场增速分别同比+17.9%/+26.4%。非手术类项目凭借风险相对较低、创伤更小、恢复治愈时间更短、价格更低等特性，比手术类项目更受追捧，且复购率更高。国内市场，受疫情防控政策影响，居民宅家时间大幅增多，给轻医美用户提供更多的恢复时间窗口，据Frost&Sullivan数据，2020年，中国非手术市场规模同比增长28.8%，而同期手术类市场规模同比下降7.2%。2017年-2021年全球/中国非手术类市场GAGR分别为+11.2%/+24.9%，国内高增速主要系国内基数小且市场持续放量所致，据Frost&Sullivan 预计，2022-2024年全球及中国非手术类市场增速将在20%以上，2025年后将逐渐放缓，2030年下降至15%左右。
- 中国医美市场中，非医美市场占据“半壁江山”：**2021年，全球非手术类市场占比提升至22.7%，中国非手术市场规模占比高达51.6%。在未来伴随着轻医美产品品类的增多和升级迭代，全球非手术市场有望进一步扩张，据Frost&Sullivan 预计，**2030年中国/全球非手术类市场规模预计占比将达65.1%/44.2%。**

图表4：全球手术类和非手术类医美市场规模（亿美元）



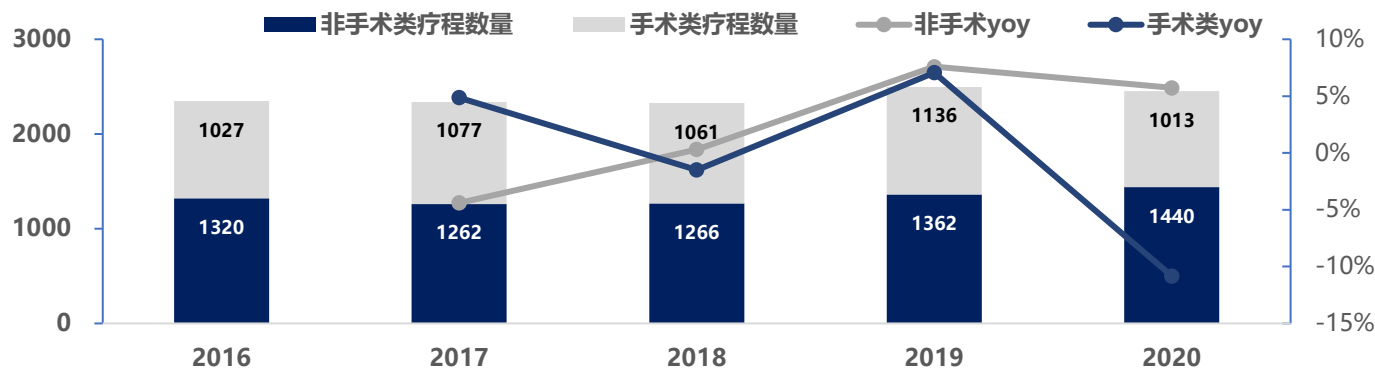
图表5：中国手术类和非手术类医美市场规模（亿元）



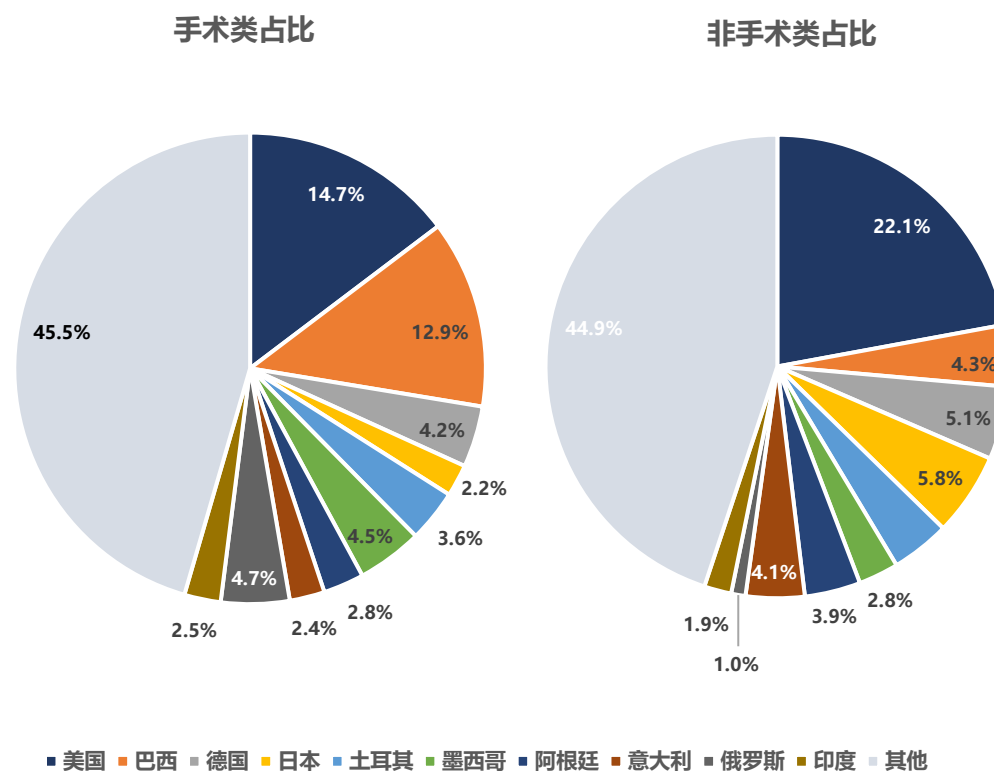
1.2 医美市场：中国市场高速增长，轻医美成主要驱动力（2/3）

- 疗程数量方面：**全球医疗美容疗程数总量相对稳定，非手术类增速快于手术类增速，美国为全球第一医美大国，巴西手术类占比突出。
- 疫情当下非手术类市场依旧坚挺：**2020年受全球新冠疫情影响，全球医美项目疗程数量同比-1.8%至2453万例，手术类/非手术类疗程数量分别同比-10.8%/+5.7%。
- 手术类市场美巴争霸，非手术类市场美国一家独大：**2020年，美国医美疗程数总量为466.8万，占全球总量19.0%，手术类/非手术类分别占比14.7%/22.1%，稳居医美大国首位；手术类排名第二的巴西与美国差距不大，占手术类全球总量的12.9%，但非手术类美国遥遥领先其他国家，排名第二的日本仅占比5.8%。

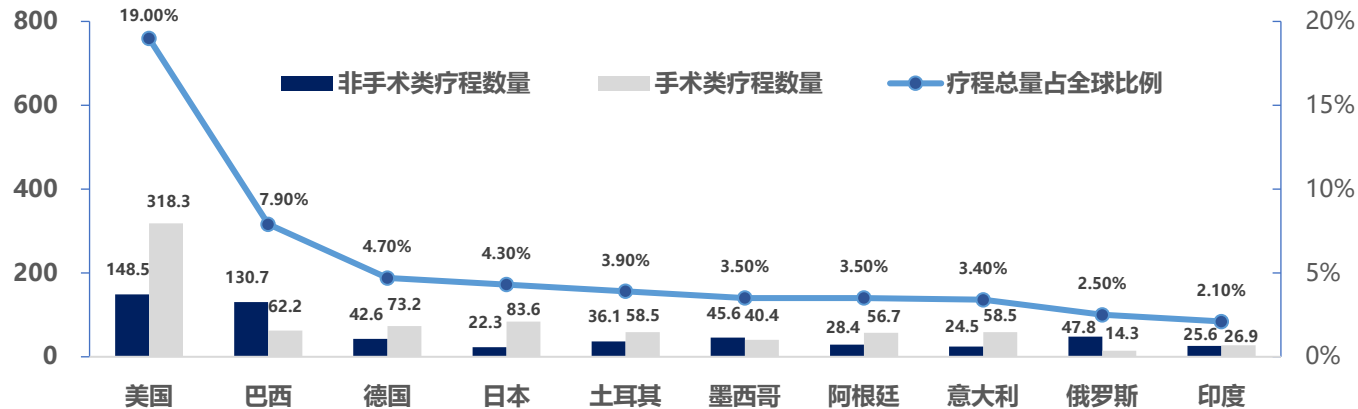
图表6：2016-2020年全球医美项目疗程数量（万例）及增速



图表8：2020全球医美项目疗程数量TOP10占比情况



图表7：全球TOP10医美国家非手术和手术类构成（按疗程数量：万例）

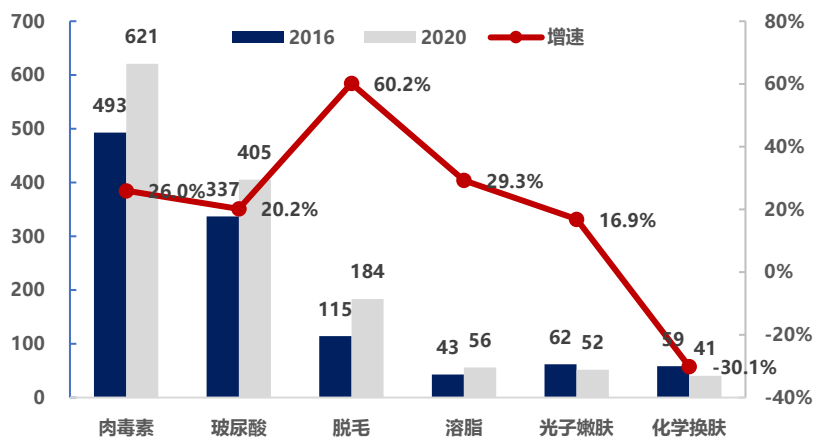


1.2 医美市场：中国市场高速增长，轻医美成主要驱动力 (3/3)

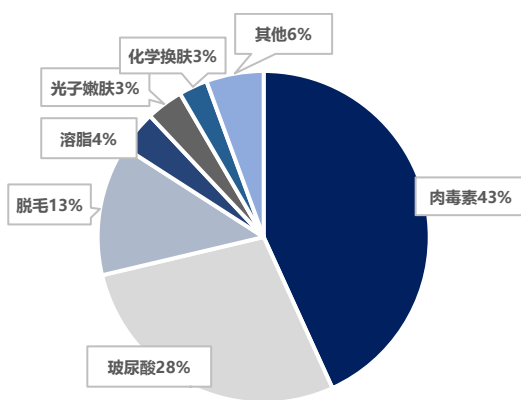
□ **产品方面：**轻医美主流产品供给不断丰富，渗透率提升空间较大。

- **全球及美国市场：**轻医美疗程数量前五位依次是**肉毒素 > 玻尿酸 > 脱毛 > 溶脂 > 光子嫩肤**，合计占比超90%，肉毒素和玻尿酸合计占比更是超70%；
- **国内市场：**目前，玻尿酸和肉毒素占市场主导，据Frost&Sullivan预测，预计未来玻尿酸和肉毒素市场规模将持续增长，同时新产品也将不断渗透，埋植线、溶脂针在未来GAGR或超50%，轻医美主流产品未来成长空间较大。

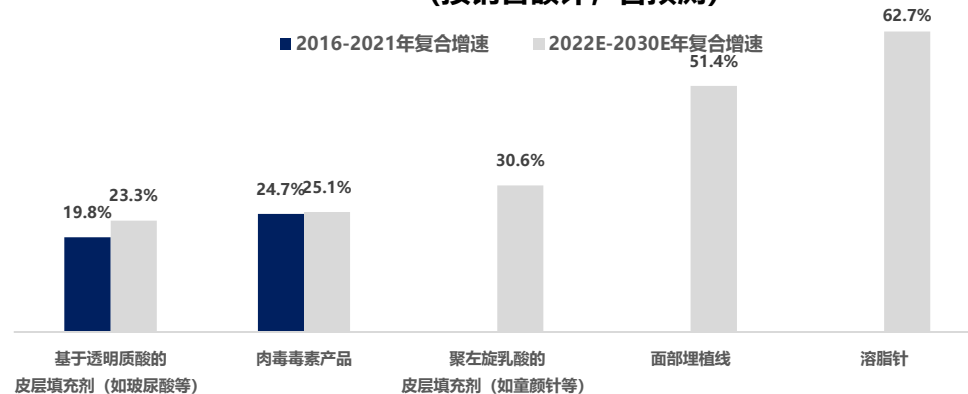
图表9：2016和2020全球轻医美项目疗程数量（万例）及增速



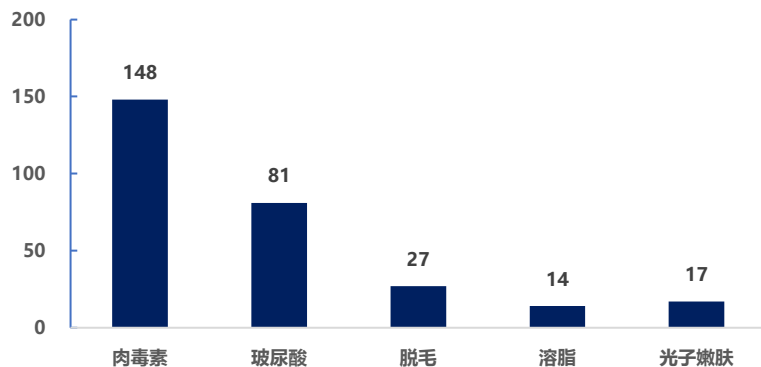
图表10：2020年全球轻医美项目疗程数量占比



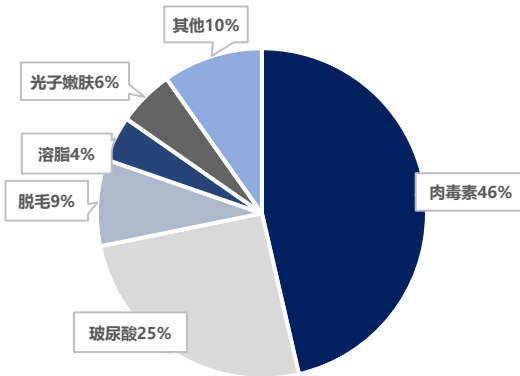
图表13：中国主要轻医美产品年复合增速比较（按销售额计，含预测）



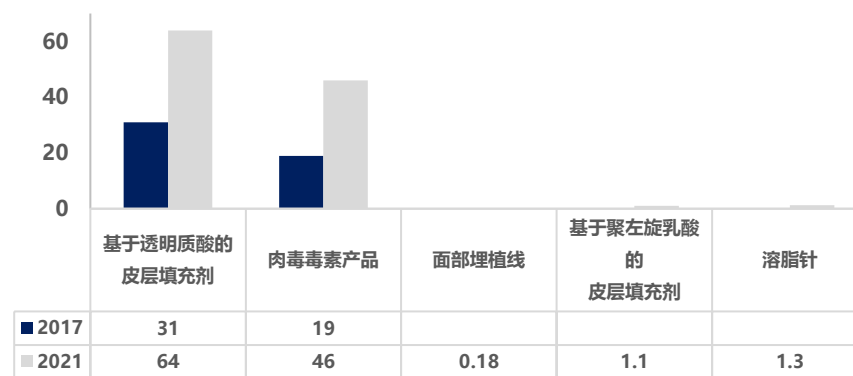
图表11：2020年美国轻医美主要产品使用量（万例）



图表12：2020年美国轻医美主要产品使用量占比



图表14：2017和2021年中国轻医美主要产品市场规模（亿元）



1.3 医美产业链：上游企业占据利润高地，中游竞争格局分散

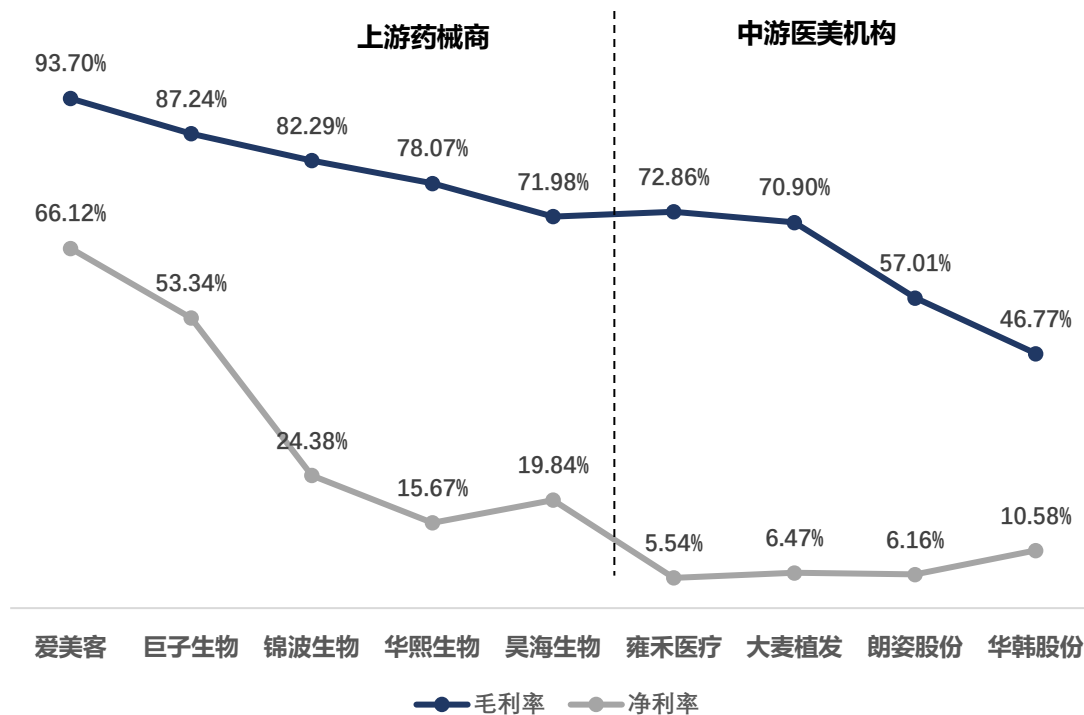
中国医美行业的主要参与者包括以下几类：

- ① **上游--药械商**：它们占据产业链的优势地位，资金、技术与资质壁垒高筑，市场集中度较高，对下游议价能力强，以爱美客为代表的上游药械商毛利率和净利率均高于中下游医美机构，主营业务成本低和费用控制得当造就药械制造商的极高盈利能力，在整个产业链中极具话语权；
- ② **中游--医美机构与渠道引流方**：私立美容机构为主、公立医院的整形外科为辅的中游医美机构布局，叠加线上医美O2O平台引流、线下异业合作或者广告直投的获客模式，受制于上游原料成本、获客成本及租金成本等因素，中下游参与者盈利能力较差（净利率5%-12%），行业竞争格局分散，尚未出现龙头企业；
- ③ **下游--消费者**：医美产业链末端触达的目标对象。

图表15：中国医美行业产业链



图表16：2021年上下游代表企业毛利率和净利率对比



资料来源：爱美客招股说明书、艾媒咨询、同花顺iFinD、各企业官网，中航证券研究所整理



目录

1

轻医美行业：重塑美丽，雕刻岁月

2

驱动因素：供需双增，行业风起

3

产品图谱：功效为锚，轻医美产品解析

4

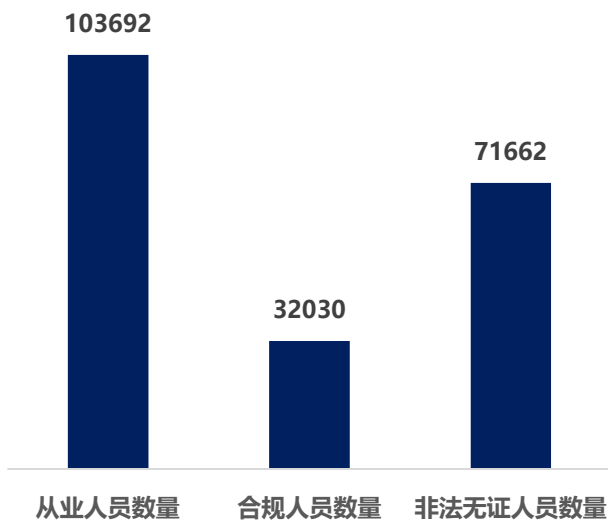
公司梳理：轻医美产品布局

2.1 供给端：行业内乱象丛生，监管趋严利好头部企业（1/2）

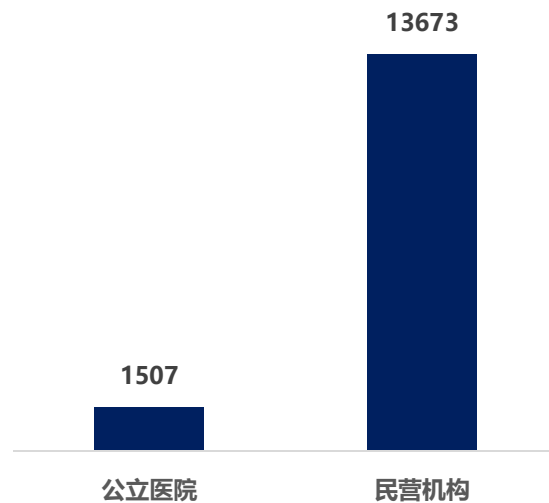
□ 医美机构、从业人员、营销推广、经营管理等方面较为混乱，合规经营势在必行。

- **医美机构：**机构内美容师、执业医师等人员缺乏专业资质，操作不规范，超适应症使用产品，甚至发生人身安全事故等违规操作普遍存在，根据德勤数据，**截至2021年，国内没有资格非法从事医疗美容服务的机构是正规机构的6倍以上，15%合法医疗美容机构存在超范围经营现象，公立医院1507家、民营机构13673家；**
- **整形外科医生：****中国医美渗透率及整形外科医生数量和成熟市场依然存在较大差距，提升空间较大。**韩国、美国等已形成较为完善的医美行业体系，我国每千人医美次数和医美发达国家差距较大，大约为韩国的4%，不及巴西、日本、美国等国的10%；我国每10万人口中整形外科医生仅有0.2人，专业医疗从业人员存在巨大人才缺口，市场供需显著不平衡。
- **产品流通：**据iResearch统计，截止2019年，**非法医美场所90%以上的医美设备为假货，约10%的正品和水货通过租赁或走私流入市场市面流通的注射类针剂，正品率约33.3%，每销售1支正品针剂便至少有2支非法针剂在市面上流通；**
- **推广渠道：**营销人员使用绝对化用语，断言功效和安全性，夸大治愈率、治疗效果，制造容貌焦虑、诱导消费者办理美容网贷等违规行为屡见不鲜；
- **监管趋严：**2017-2020年，**共有6391家医美机构被吊销营业执照，医美行业行政处罚件数提升247%至3841件，医美行业裁决文书数量提升104%至44599份。**

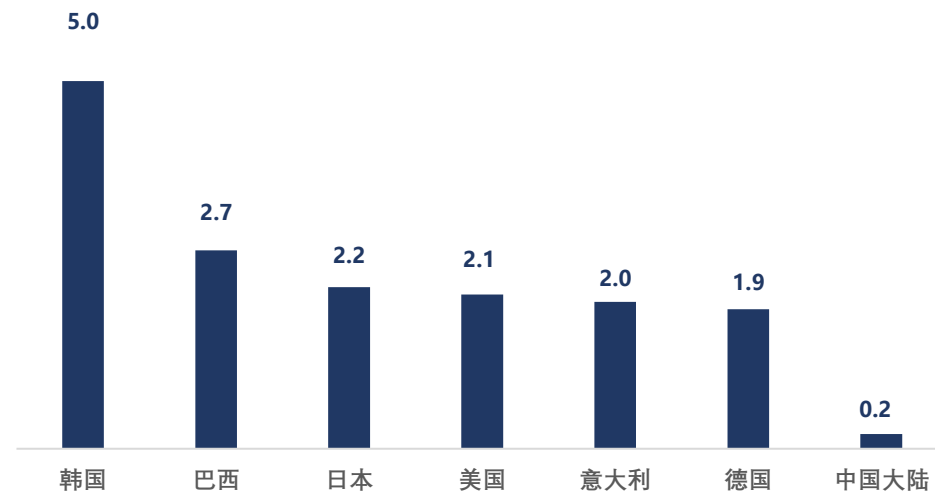
图表17：2020年医美行业从业人员情况（单位：人）



图表18：2021年医美机构分布（单位：家）



图表19：2020年每10万人口中整形外科医生数量对比（单位：人次）



2.1 供给端：行业内乱象丛生，监管趋严利好头部企业（2/2）

- 行业相关法规日益完善，监管趋向严格。** 医美终端机构存在渠道不正规和营销乱象等问题，信息不对称与高溢价普遍存在，消费者权益受损严重，2021年6月国家八部委联合发布《关于印发打击非法医疗美容服务专项整治工作方案》，2021年以来各项整顿措施力度超过往年，**行业监管边际趋严，推动行业中长期健康有序发展，加速行业出清，利好头部上游原料企业和正规医美机构。**
- 严监管、高标准大势所趋，头部医美企业壁垒高筑。** 相比于 I、II 类医疗器械，整形填充器材、整形用注射填充物等 III 类医疗器械和药品存在更高风险，审批流程繁琐且严格，理论上注册审批需要约 20-49M，变数出现可能需要更长时间，因此，对于公司的研发能力、资金能力及前瞻性判断要求极高，注册证数量有利于头部企业高筑竞争壁垒。以药品类型的爱美客 A 型肉毒毒素的研发、审批、上市为例，预计耗时 5 年以上，投资预算约 1.2 亿元（不同公司、不同产品研发存在差异）。

图表20：行业政策法规与行动一览表

年份	相关政策法规与行动
2022年	《2022年医疗美容机构规范运营指南》发布，“三正规医美平台”正式上线，集中展示正规医院、正规医师、正规产品等信息，提供公开、可观的信息查询、验证服务等。
2021年	《打击非法医疗美容服务专项整治工作方案》，卫健委等八部委联合开展打击非法医疗美容服务专项整治工作。国家市场监督管理总局发布《医疗美容广告执法指南》。
2020年	卫健委等八部委下达加强监管执法通知，进一步规范行业发展，立下严打黑医美的决心
2019年	上海市场监督管理广告监督处、卫健委监督所联合举办医疗广告培训会，明确医美平台的广告规范
2018年	建立职责明确、分工协作、科学有效的综合监管制度，健全机构自治、行业自律、政府监管、社会监督相结合的多元化综合监管体系，形成专业高效、统一规范、文明公正的卫生健康执法监督队伍，实现医疗卫生行业综合监管法制化、规范化、常态化
2016年	成立中国整形美容协会，针对服务机构的合规化正式开始
2014-2015年	人民日报发布对整形广告坚决打击；同年NMPA联合多部门开展打击非法制售和使用注射用透明酸钠行为专项行动

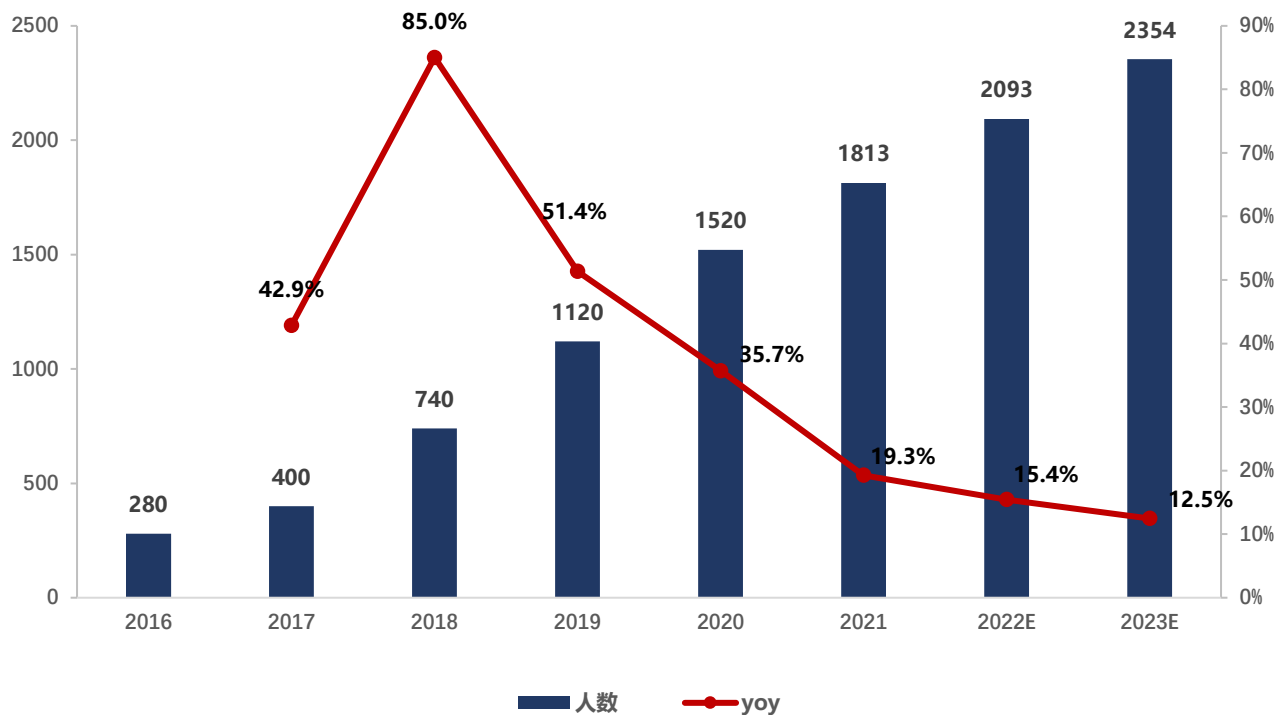
图表21：我国三类医疗器械审批上市流程（以爱美客A型肉毒毒素为例）



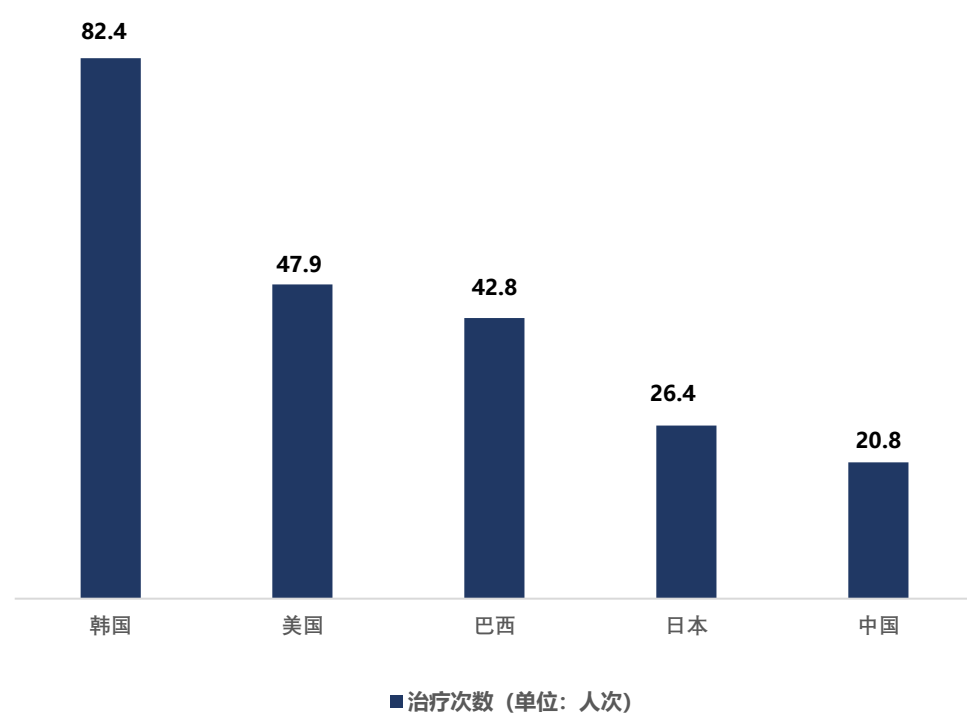
2.2 需求端：用户群体多元渗透，医美认知度日益提升（1/4）

- 中国医美市场用户规模持续扩张，受疫情影响行业增速有所放缓。国内医美年消费人数已由2016年的280万人增长至2021年的1813万人，GAGR高达45.3%。受疫情居家等因素影响，行业增速开始放缓，2021年年增速首次低于20%，艾媒咨询预测2022/2023年增长率分别为15.4%/12.5%，但随着疫情防控的常态化，加之消费者在年龄、性别、地域等多维度渗透发展，驱动医美消费者数量跨入长期稳定增长时代。
- 借鉴成熟医美市场的消费者表现及市场数据，我国医美行业远未触及天花板。2020年，韩国/美国/巴西医美渗透率已经非常高，每千人医美次数分别为82.4/47.9/42.8次，而中国仅为20.8次，不及韩国的1/4，美国和巴西的1/2。伴随市场医美产品丰富、消费者接受意愿提升、医美用户群体扩大、医美营销体系完善等，中国医美市场渗透率增长可期，未来有望开拓新增长曲线。

图表22：中国医美市场用户规模（单位：万人）



图表23：2020年主要国家每千人医美次数（单位：人次）

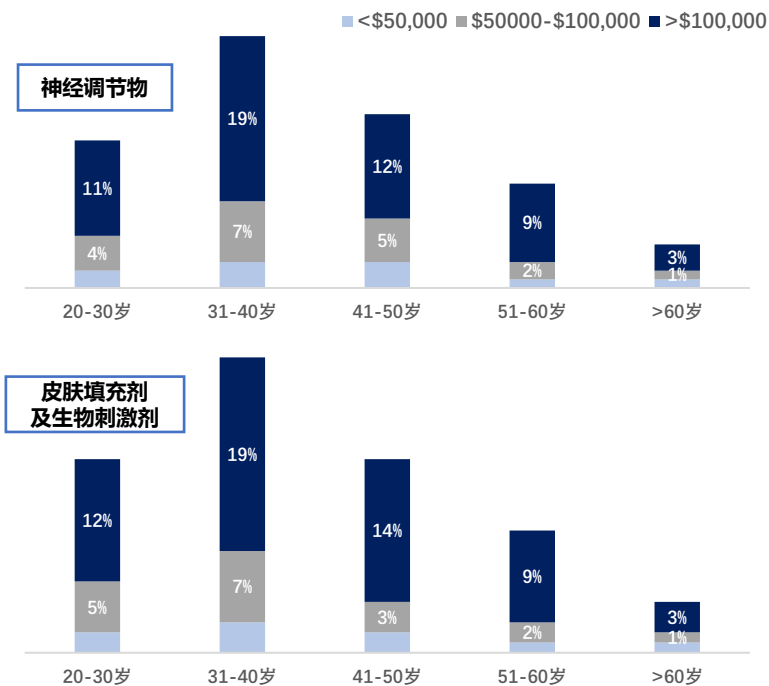


2.2 需求端：用户群体多元渗透，医美认知度日益提升（2/4）

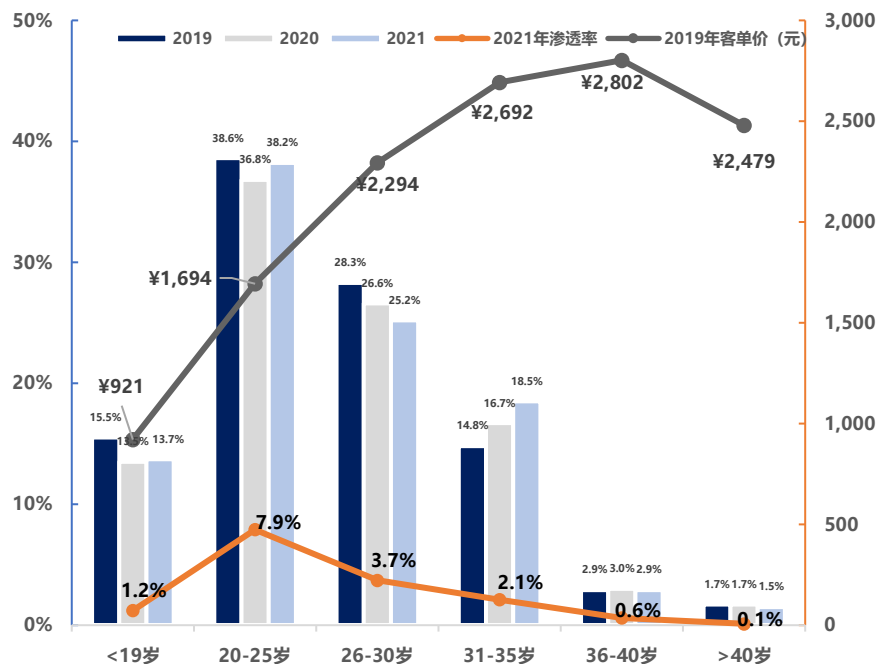
对比成熟医美市场，我国消费人群偏年轻化，消费能力偏弱，但随着90后消费主力军消费能力提升、70后对医美接受度提高，我国医美市场有望长期稳定增长。

- 全球医美消费：玻尿酸和肉毒素是主流消费产品，高收入中年群体是主流消费群体。** 基于麦肯锡2021年的调研，在全球医美市场注射类产品消费中，神经调节物产品（如肉毒素）和皮肤填充剂及生物刺激剂产品（如玻尿酸）消费人群年龄和家庭收入分布基本一致，**两类商品的前三主力消费人群为31-40岁（~20%）>41-50岁（~13%）>20-30岁（~12%），且家庭年收入大于100,000美金的群体。**
- 国内医美消费：中年消费群体渗透率提升空间仍较大。** 国内30岁以上人群为消费主力军，但渗透率仅有20%左右，这归因于中国年龄偏大人群对于医美产品接受能力差，教育难度大，未来伴随70后、80后接触医美行业机会增多以及90后的积极带动下，有望改善国内医美消费者年龄结构。
- 国内医美消费：中年消费群体客单价更高。** 2019年，占比38.6%的20-25岁医美消费者人均客单价为1694元，而仅占比2.9%的36-40岁消费人群人均客单价最高（人均2802元），她们具备一定的消费实力且对抗衰和变美的需求更旺盛，因此营业十年以上的医美机构对这类高净值客户依赖程度更高。

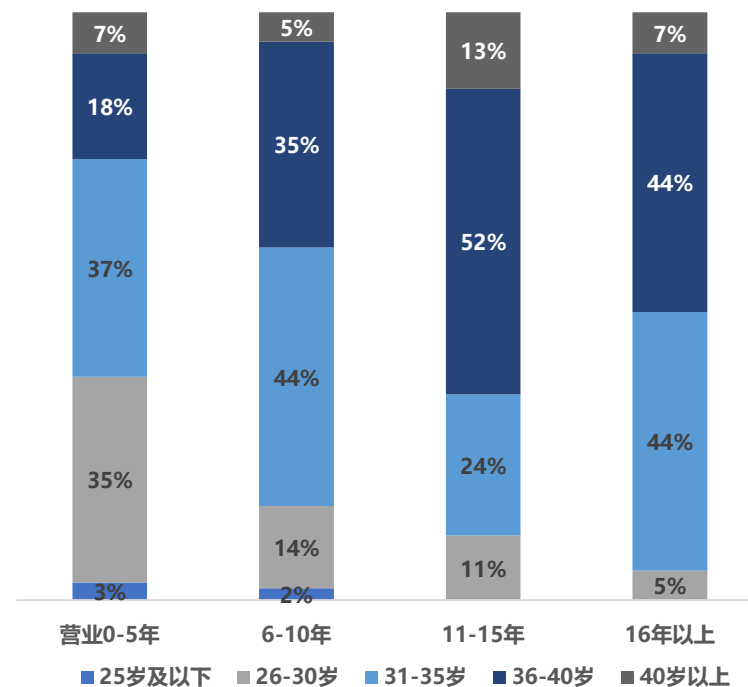
图表24：2021全球注射类医美产品使用分布（基于年龄和家庭收入）



图表25：中国医美市场各年龄段消费者情况



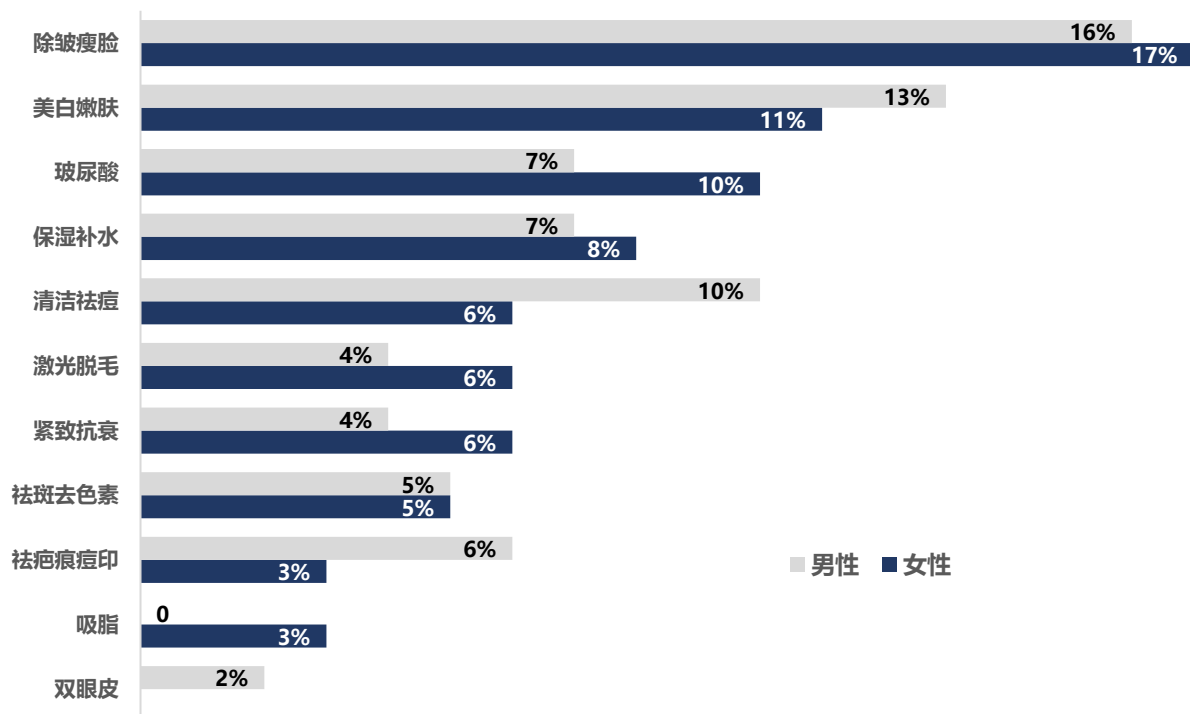
图表26：中国医美机构重视年龄段客群比例



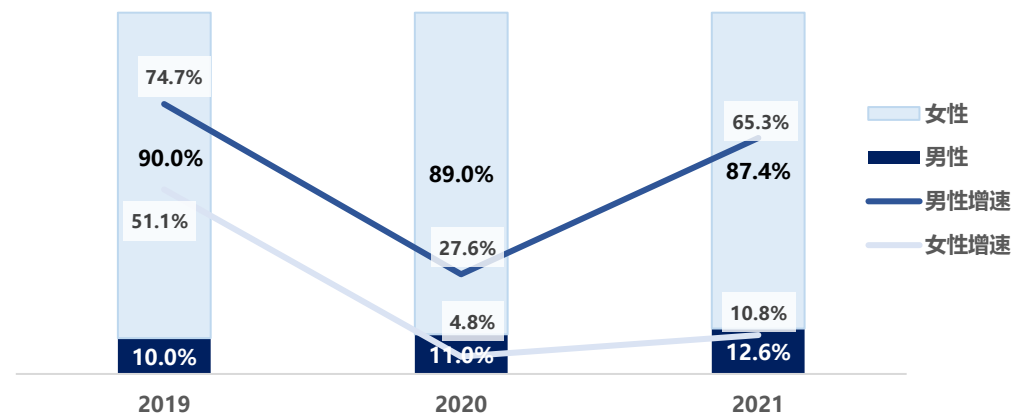
2.2 需求端：用户群体多元渗透，医美认知度日益提升（3/4）

- 用户结构：女性用户医美消费最多，男性用户加速渗透，且更加关注皮肤及双眼皮。** 医美消费市场女性的主导地位无法撼动，2021年占比依然近90%；但男性消费人数增速迅猛，除2020年受疫情影响增速缓慢外，2021年增速高达65.3%，2021年总占比也较2019年提升2.6pct至12.6%。据新氧数据显示，男女喜爱的医美项目类型相近，但女性要吸脂、男性要割双眼皮为各自特殊喜好，此外，男性在美白嫩肤、清洁祛痘、去疤痕痘印方面较女性消费占比高，皮肤成为男性医美消费中重点关注项目。
- 消费习惯：手术动脸减少，非手术中面部消费占比不断增加。** 越来越多人选择在身体上动刀，面部手术占比略有下降；非手术类中，面部消费GMV不断增加至2021年的86.64%，未来有望继续拉升。

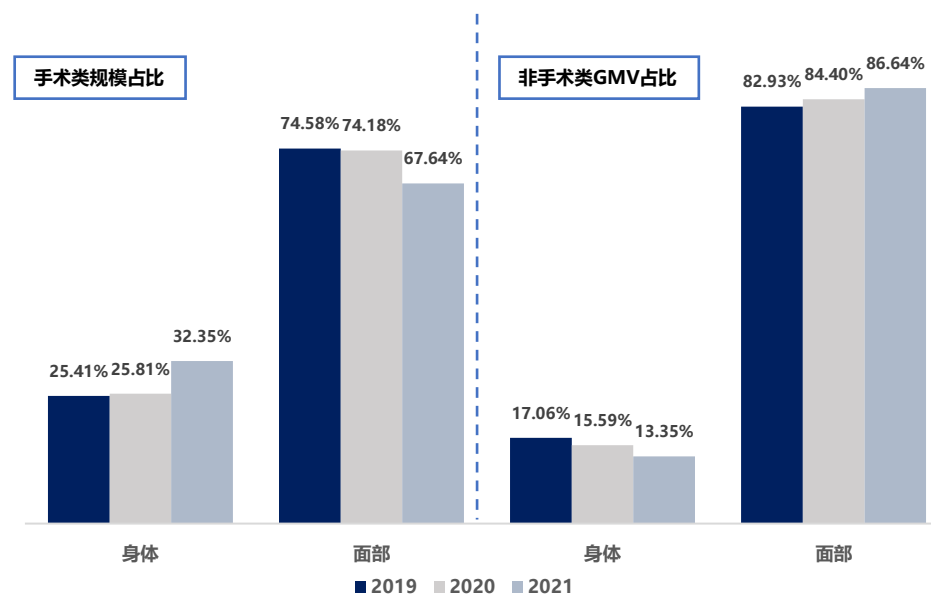
图表27：2021年男女喜爱前十医美项目榜单（消费金额占比）



图表28：2019-2021年医美消费人群男女占比及增速



图表29：身体/面部消费在手术类和非手术类占比



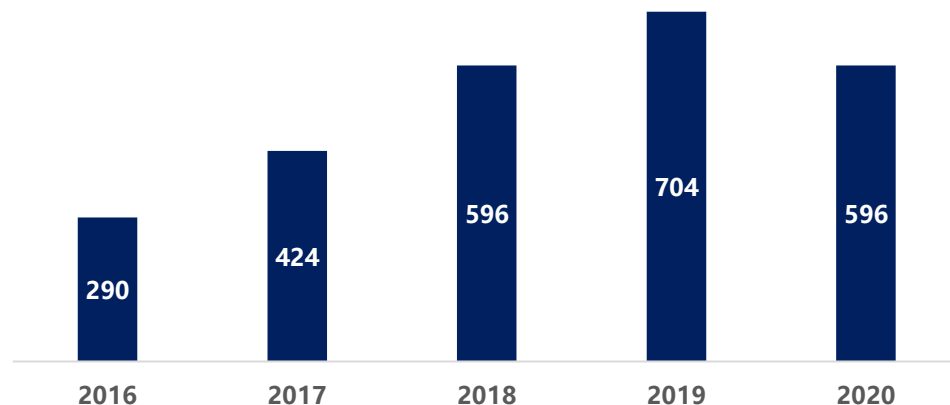
2.2 需求端：用户群体多元渗透，医美认知度日益提升（4/4）

- 一线和新一线城市为医美消费主战场，二线城市成新增长极，未来下沉市场增量可期。** 2019年至2021年，一线及新一线医美消费人群占比持续超70%，渗透率高达22.2%，二线城市消费人群数量持续增长，2021年占比为18.3%，未来有望持续增长，与一线、新一线城市医美市场呈现三足鼎立的新态势；根据国内知名医美平台——新氧数据显示，2020年河北保定用户的医美搜索次数同比增长173.7%，搜索人数同比增长643.2%，疗程单价下降及消费升级等因素综合作用，同时下沉市场医美机构数量增长明显，2018-2020年连续三年新增注册量超500个，医美消费的下沉趋势逐渐显现。
- 地理位置、风俗文化、政治导向的不同，造成了医美消费者和机构在不同地域产生了强烈的地域特征。** 根据德勤报告显示，北京因其政治地位倡导医美合规先行，广州和杭州则分别注重医美需求和医美潮流。

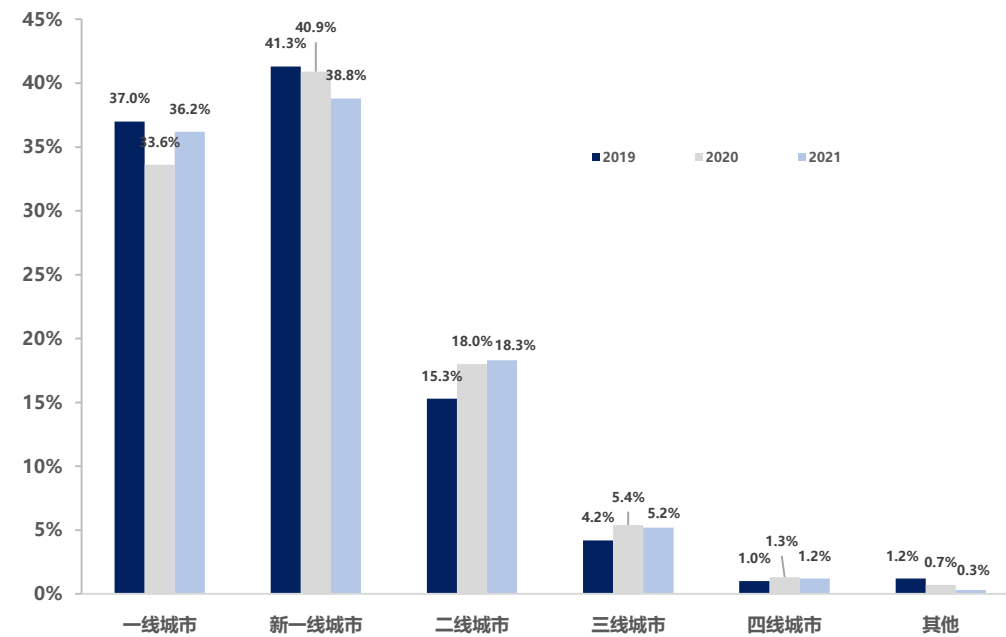
图表30：中国城市医美画像

城市	城市画像	监管特点	机构特征	医美特色
北京	医疗为本，谨慎求美	有诉必查	医生引流	注重医疗本质
上海	监管风向，专业精细	监管风向标	医资丰富，形态多元	消费者专业化，更高品质要求
杭州	潮流先驱，竞争激烈	支持健康发展	多元机构充分竞争	开放创新，注重品质
成都	医美之都，高度渗透	政策利好加强监管	准入门槛低，增速和民营机构领先	高渗透竞争，吸引外地医美消费
广州	市场广阔，有待开发	管控逐渐升级	准入宽松，寡头垄断效应显著	渗透率低，“阶梯”升级式消费
深圳	价格敏感，价值导向	政府倡导，监管与教育并重	漏斗形架构，医生诊所活跃	价格敏感，价值导向
西安	初具规模，加强培育	紧随要求，主动出击	具备一定繁荣度，头部连锁机构主导	渗透率低，市场待培育
珠海	红海竞争，期待区隔	管控趋严，关注线上平台露出	同质化严重，优势机构初显	渗透速度慢，虹吸效应明显
泉州	潜力市场，提升渗透	响应号召规范行业	机构业态布局待多元化提升	人情导向，期待加强市场教育

图表31：2016-2020年下沉市场医美机构新增注册数（单位：家）



图表32：2019-2021年中国医美市场城市分布情况



目录

1

轻医美行业：重塑美丽，雕刻岁月

2

驱动因素：供需双增，行业风起

3

产品图谱：功效为锚，轻医美产品解析

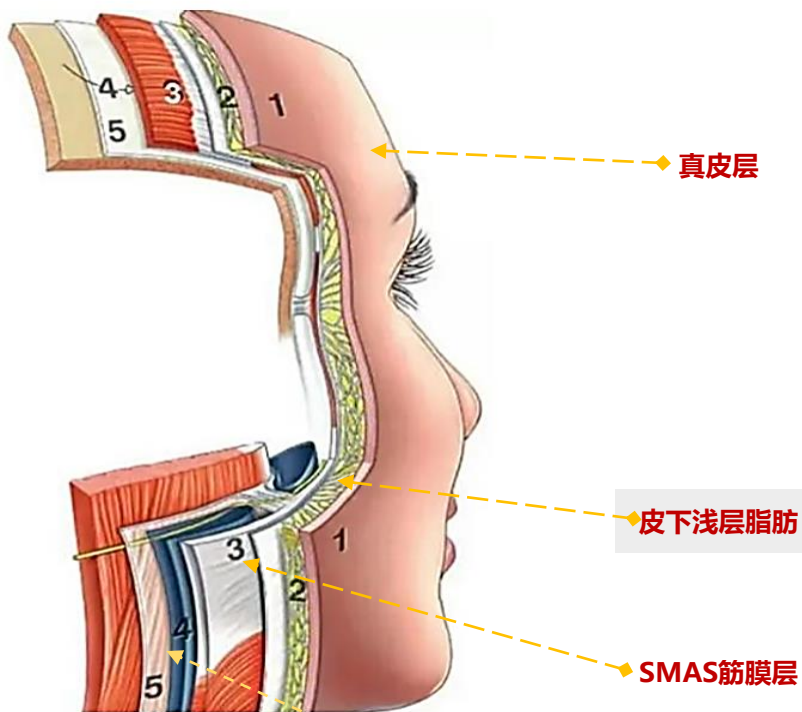
4

公司梳理：轻医美产品布局

3.1 轻医美主要产品介绍



□ 非手术类（轻医美）项目包括注射类和光电类项目，项目按风险分类，医疗器械 I < II < III < 药品。



图表33：轻医美主要项目介绍（按注射部位由外而内）

作用皮层	类别	项目名称	风险分类	主要成分	原理	作用功效	主要公司
真皮层	注射类	玻尿酸填充	器械III	玻尿酸	将玻尿酸以填充物的方式注入真皮皱折凹陷或欲丰满部位	塑形除皱、保湿	爱美客、华熙生物、昊海生科等
		胶原蛋白填充	器械III	胶原蛋白	胶原蛋白纤维紧密堆砌，增加真皮层组织的容量，持续修补凹陷	滋养、亮肤、紧肤、除皱	台湾双美、长春博泰、荷兰汉福
		水光针	器械III	玻尿酸	玻尿酸的吸水性	补水	爱美客、瑞典Q-Med、华熙生物
		童颜针	器械III	PLLA+玻尿酸	缓慢刺激胶原再生，非填充剂，是组织再升剂	紧致、改善皱纹	圣博玛、爱美客
		少女针	器械III	PCL+CMC	持续刺激胶原再生，即时填充	除皱抗衰	华东医药
皮下浅层脂肪	光电类	光子嫩肤	器械II	强脉冲光	波长近于560-1200nm的宽谱线光源，穿透至皮肤深层，选择性作用于皮下色素或血管	祛斑、色沉、红血丝，祛皱紧致	美国科医人、以色列飞顿、丹麦DDD、武汉奇致激光等
		点阵激光	器械III	激光	利用特殊的探头能够发射出均匀的高脉冲光作用在局部的皮肤上	改善痘坑、痘印、疤痕	美国科医人、德国欧洲之星等
		皮秒激光	器械III	激光	使用精确的皮秒级别激光对皮肤中的黑色素进行破坏	祛除各类色斑、胎记等	以色列赛诺龙、美国赛诺秀等
		热玛吉	器械III	射频	发射出来的电磁波产生的热量，刺激胶原蛋白收缩重组再生	紧肤抗衰	加拿大索塔
SMAS筋膜层	注射类	溶脂针	器械III	乳化剂等	对脂肪组织进行化学性烧蚀或破坏	减脂	预计2023年首获批
		热拉提	器械III	射频	特殊的仪器发出射频作用到皮肤不同的层次，加热改善肌肤	紧致、改善皱纹	以色列飞顿
		超声刀	器械III	超声	高分子能量波直接作用于皮肤深层，刺激胶原增生重组	提拉面部、肌肤年轻化	国内暂无获批产品
肌肉等更深层	光电类	超声炮	器械III	超声+声波脉冲	超声波基础上配备了声波超脉冲输出技术，精准加热皮下SMAS筋膜层、浅筋膜层、真皮层，刺激胶原蛋白和弹性纤维增生重组	紧致皮肤	半岛
		注射类	肉毒毒素	药品	肉毒毒素	阻断局部神经与肌肉之间的神经冲动，从而使肌肉停止收缩	除皱瘦脸
			埋植线	器械III	可吸收蛋白线	线提拉紧致作用使下垂的软组织复位，并刺激筋膜层、胶原再生	改善皮肤松弛

资料来源：亿渡数据、头豹，中航证券研究所整理

3.2 注射类：核心成分简介（四大功效：填充、抑制、护理、溶脂）

□ 医美产品核心成分的研发对于企业构筑竞争壁垒意义重大，市面上流行的面部注射类产品的核心成分主要有以下几种：

- ① **玻尿酸（透明质酸）**：透明质酸是人体皮肤中天然存在的基质成分之一，可通过人工达到**保湿、消除皱纹和填充塑性的效果**。
- ② **肉毒毒素**：肉毒毒素是一种毒性较强的神经毒素（**神经抑制剂**），可以阻断神经与肌肉间的神经冲动，使过度收缩的小肌肉放松，达到**除皱**的效果，或利用其可以暂时麻痹肌肉的特性，使肌肉因失去功能而萎缩，来达到**雕塑线条**的目的。
- ③ **胶原蛋白**：胶原蛋白在皮肤中起锁水支撑作用，使皮肤光滑平整，将胶原蛋白注射到皮肤组织下后肌肤就会达到**抚平皱纹、改善脸部缺陷、雕塑完美肌肤**的目的。
- ④ **再生成分**：a) **PLLA(聚左旋乳酸)**：良好的生物相容性和可降解性，通过刺激胶原蛋白及弹性蛋白再生，舒展纹理，能有效**改善皮肤自我调节、修复以及再生功能**；b) **PCL(聚己内酯微球)**：良好的生物相容性和可降解性，由于其较长的降解时间经常被用于药物的长效缓释剂型，**重启注射部位皮下的胶原新生**。

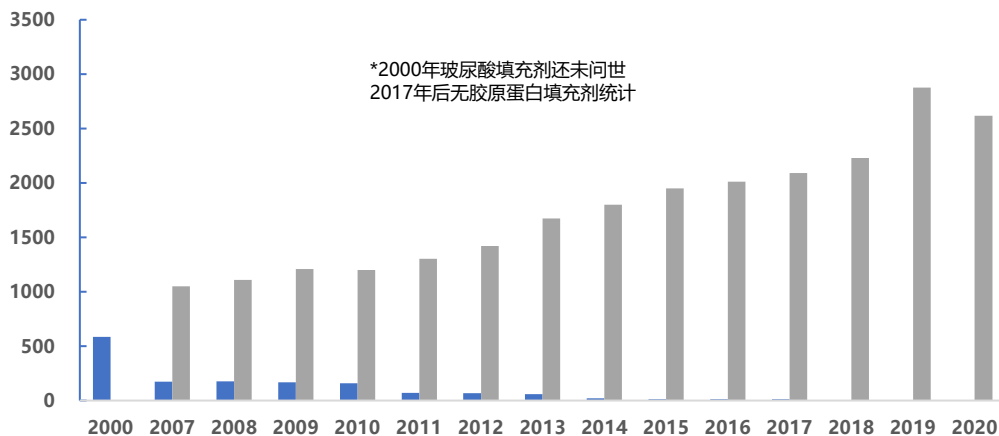
图表34：注射类主要项目

	功能	项目名称	核心成分	原理	注射皮层	市场代表商品
注射类	填充	玻尿酸填充	玻尿酸	将玻尿酸以填充物的方式注入真皮皱折凹陷或欲丰满部位	真皮深层、真皮浅层和表皮	乔雅登极致、伊婉V、铂金瑞蓝、嗨体；瑞蓝唯缇、逸美
		胶原蛋白填充	胶原蛋白	采用注射的方式将胶原蛋白填充到真皮层，以达到补水、提升、除皱、美白等作用	真皮层	Evolence、Zyderm、Zyplas、肤美达、肤丽美、肤柔美等
	抑制	肉毒毒素	肉毒毒素	高分子蛋白的神经毒素，通过阻断神经与肌肉间的神经冲动或者暂时麻痹肌肉达到除皱瘦脸等功效	肌肉组织	保妥适、衡力、丽妥适、乐提葆
	护理	水光针	玻尿酸	将小分子、非交联（弱交联）的玻尿酸注射到较浅的真皮层，以改善肌肤缺水问题	真皮层	润百颜水光、润致熨纹针、瑞蓝唯缇、欣菲聆水光等
		童颜针	PLLA+玻尿酸	通过真空负压技术在皮肤真皮层注入以聚左旋乳酸(PLLA)为基底的溶液，刺激胶原蛋白再生	真皮深层、筋膜层、骨膜	爱维岚、濡白天使
		少女针	PCL+CMC	由聚己内酯微球(PCL) 和羧甲基纤维素(CMC)制成，先通过CMC进行填充，然后通过PCL刺激胶原再生	真皮层	伊妍仕
		埋植线	PCL或PDO	采用PCL、PDO等可吸收材料植入浅表肌肉腱膜系统(SMAS)及其浅层组织，线材上突起部分会抓住皮下组织，达到填充凹陷组织、提拉松弛肌肤、重塑体表轮廓、刺激胶原再生等目的	脂肪层、筋膜层	紧恋、秘特、菲翎线
	溶脂	美白针	多种抗氧化成分	包含谷胱甘肽、传明酸和维C等成分，可抑制细胞氧化、阻止黑色素生成	静脉注射	暂无获批产品
		溶脂针	加速新陈代谢药物	通过向皮下注射溶脂制剂对脂肪组织进行化学性烧蚀或破坏，以达到减脂塑身的作用	脂肪组织	暂无获批产品

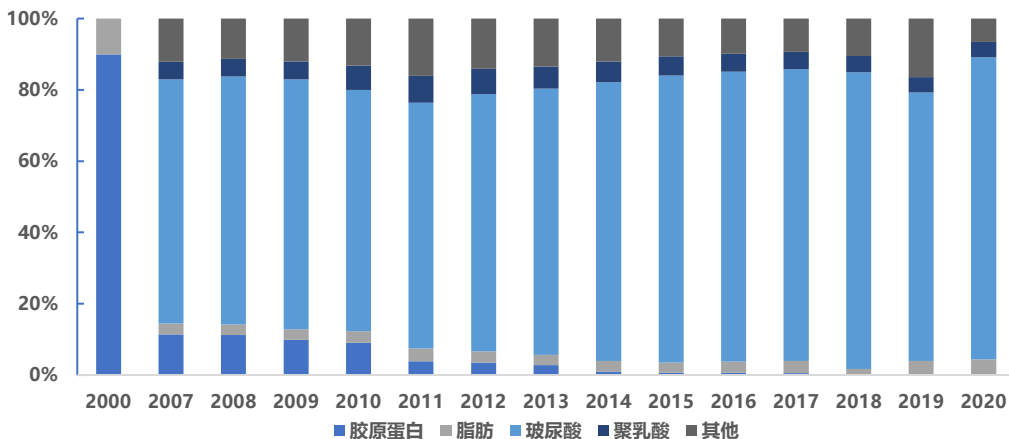
3.2.1 注射填充：胶原蛋白风光一时，透明质酸后来者居上

- ❑ **鉴美知中：美国胶原蛋白填充市场已被玻尿酸占领，玻尿酸填充一家独大局面已经形成。** 1981-2003年，可注射胶原蛋白独占美国的医美填充剂市场，2003年12月FDA批准透明质酸填充剂上市，胶原独占美容填充物的时代结束。玻尿酸凭借提升效果迅速且持久、更加安全、注射方式简单等特点，逐步取代胶原蛋白。
- ❑ **重组胶原或在未来占领高端填充市场。** 相比于动物源胶原蛋白，重组型皮肤填充剂避免了免疫原性、致敏的问题，未来相关产品入场值得期待。

图表35：美国胶原蛋白填充案例数量（千例）



图表36：美国面部软组织填充案例数量市场份额占比



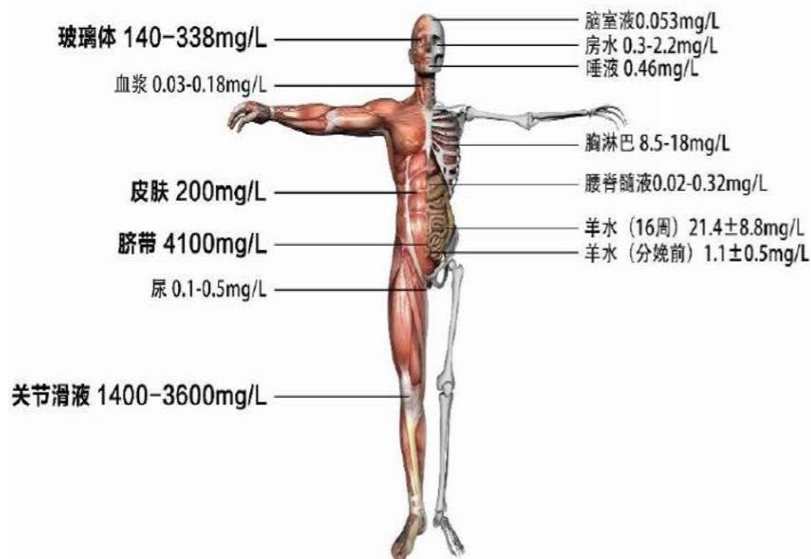
图表37：胶原蛋白和玻尿酸主要特性对比

	胶原蛋白	透明质酸
人体含量/合成方式	人体蛋白质的30%：在颅骨中为23%，软骨中为50%，皮肤中高达75%；一个成年人人体内约有3kg胶原蛋白；在体内不断产生，25岁后会逐渐减弱	70kg的人约有15g透明质酸，50%以上在皮肤中；由位于成纤维细胞质膜中的蛋白质合成
硬度	柔软	☆取决于分子量大小
安全性	动物源胶原存在部分过敏可能性，重组胶原安全性较高	☆微生物发酵技术安全性高
技术成熟度	技术尚未成熟，提取目前难量产，重组量产尚未实现	☆技术成熟，可通过微生物进行高通量发酵和提纯获取
注射皮层	浅层	☆深浅皆可
价格	较高	☆高中低市场覆盖
位移属性	☆不易位移	易位移
膨胀属性	☆不吸水膨胀	吸水膨胀
功能	紧致肌肤，补水保湿，修复再生	抗皱抗衰、滋润肌肤
注射要求	表麻或局麻	☆无需麻醉或表麻
作用周期	6个月左右	☆1年左右

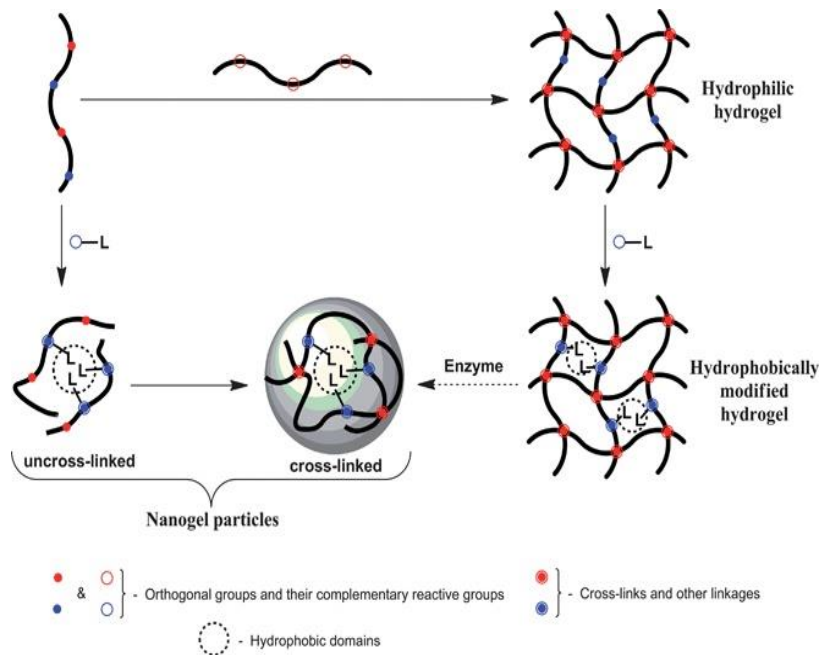
3.2.1 注射填充：玻尿酸——大市场群雄争霸 (1/3)

- 玻尿酸:** (又称糖醛酸、透明质酸) 为人体天然物质, 在人体中分布极为广泛, 注射或填充无排异反应, 基本结构是由两个双糖单位D-葡萄糖醛酸及N-乙酰葡萄糖胺组成的大型多糖类, 基于玻尿酸的不同特性, 可用于皮肤注射实现两大功能: **1) 皮肤填充: 塑形、除皱功能; 2) 皮肤保护: 保湿嫩肤功能。**
- 不同类型的玻尿酸具有不同形态、分子大小、功效, 市场上也出现了不同类型的玻尿酸产品。**
 - 玻尿酸形态:** 1) **非交联的小分子**, 小分子玻尿酸交联度低或无交联, 降解较为迅速 (人体代谢周期~14天), 很容易被分解吸收, 可以起到补水保湿的效果;
 - 2) 通过交联剂形成网状支架**, 让玻尿酸不容易被吸收, 延长降解时间 (长代谢周期), 从而达到填充塑形的效果。
 - 玻尿酸分子大小:** 1) **大分子玻尿酸**, 有填充定型的作用, 主要用于隆胸丰臀、隆鼻隆下巴等塑形手术中, 填充部位是深层组织; 2) **中分子玻尿酸**, 通常用来除皱, 注射部位通常为泪沟、唇部以及皱纹横生处, 填充部位是深层组织; 3) **小分子玻尿酸**, 主要用于全脸真皮层注射, 能补充缺失的水分, 修复受损肌肤, 保湿嫩肤。

图表38: 透明质酸在人体中的分布



图表39: 透明质酸交联技术



图表40: 透明质酸分类 (按交联技术和分子大小)

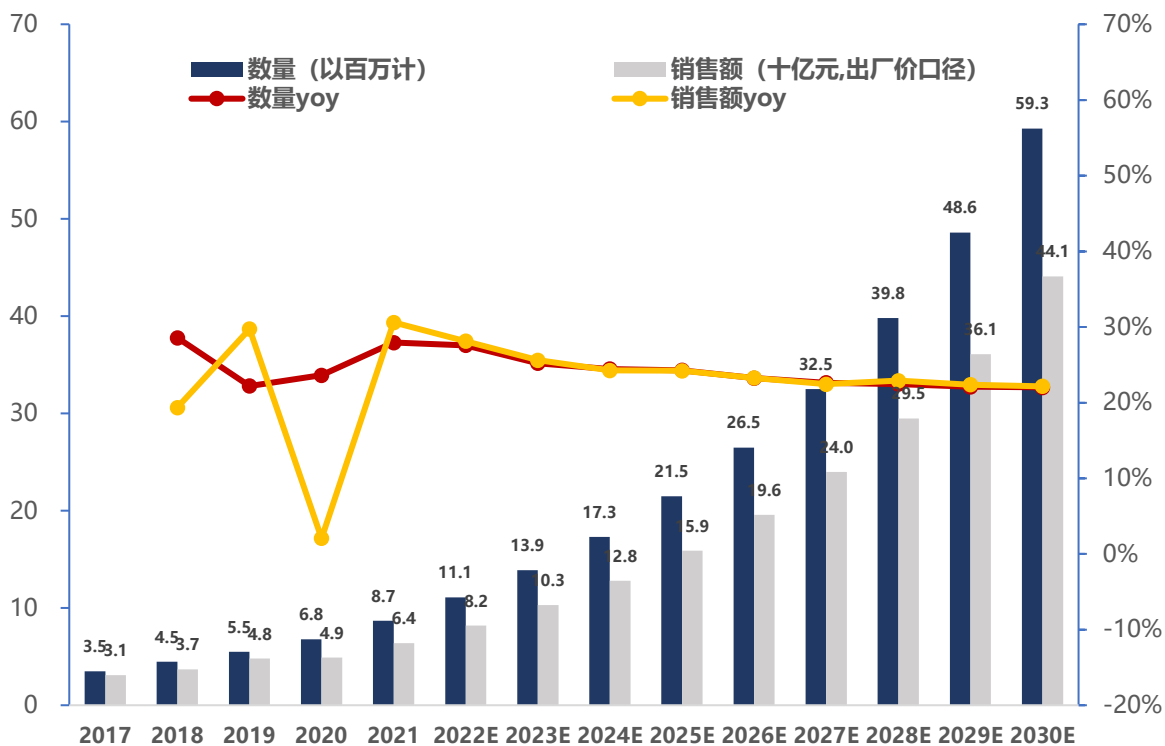
拆分依据	形态	效果	注射皮层	产品及持续时间
交联技术	单相玻尿酸 (非交联)	补水保湿	依据分子大小	乔雅登雅致: 12M 爱美莱: 6M
	双相玻尿酸 (交联)	填充塑形	依据分子大小	法思丽: 12-18M 舒颜: 9M
分子大小	大分子	填充塑型	真皮深层	润百颜: 9M
	中分子	填充除皱	真皮深层	瑞蓝2号: 8-12M 海薇: 9M 爱美莱: 6M 欣菲聆: 6M
	小分子	补水保湿	真皮浅层和表皮	逸美: 1M 瑞蓝唯缇: 4M

*蓝色代表国产品牌

3.2.1 注射填充：玻尿酸——大市场群雄争霸 (2/3)

- 玻尿酸作为应用最广泛的填充剂，轻医美霸主地位稳固，未来将迎高速发展期。** 2021年中国玻尿酸皮肤填充出厂价市场规模64亿元，注射数量超8700万支；据Frost&Sullivan统计（含预测），2017-2021年/2021-2026年/2026-2030年GAGR分别为19.7%/25.0%/22.5%，未来5年玻尿酸市场或进入更快的发展阶段，有望在2026年销售额接近200亿元。
- 国内本土势力崛起，头部效应显著。** 近年来随着国内品牌质量的提升及技术的创新，叠加对于国内消费者的深刻洞察，本土龙头品牌正在崛起，
- 基于透明质酸的皮肤填充剂产品市场具有高进入壁垒。** 1) 消费者医美需求日益多样化，要求生产商具备强大的产品研发能力；2) 由于相关产品被归类为第三类医疗器械，新进入者须满足严格的监管要求；3) 现有参与者具备稳定可靠的供应商关系、客户基础和消费者忠诚度，新参与者难以在短期内获取相关优势。

图表41：基于透明质酸的皮肤填充剂市场情况



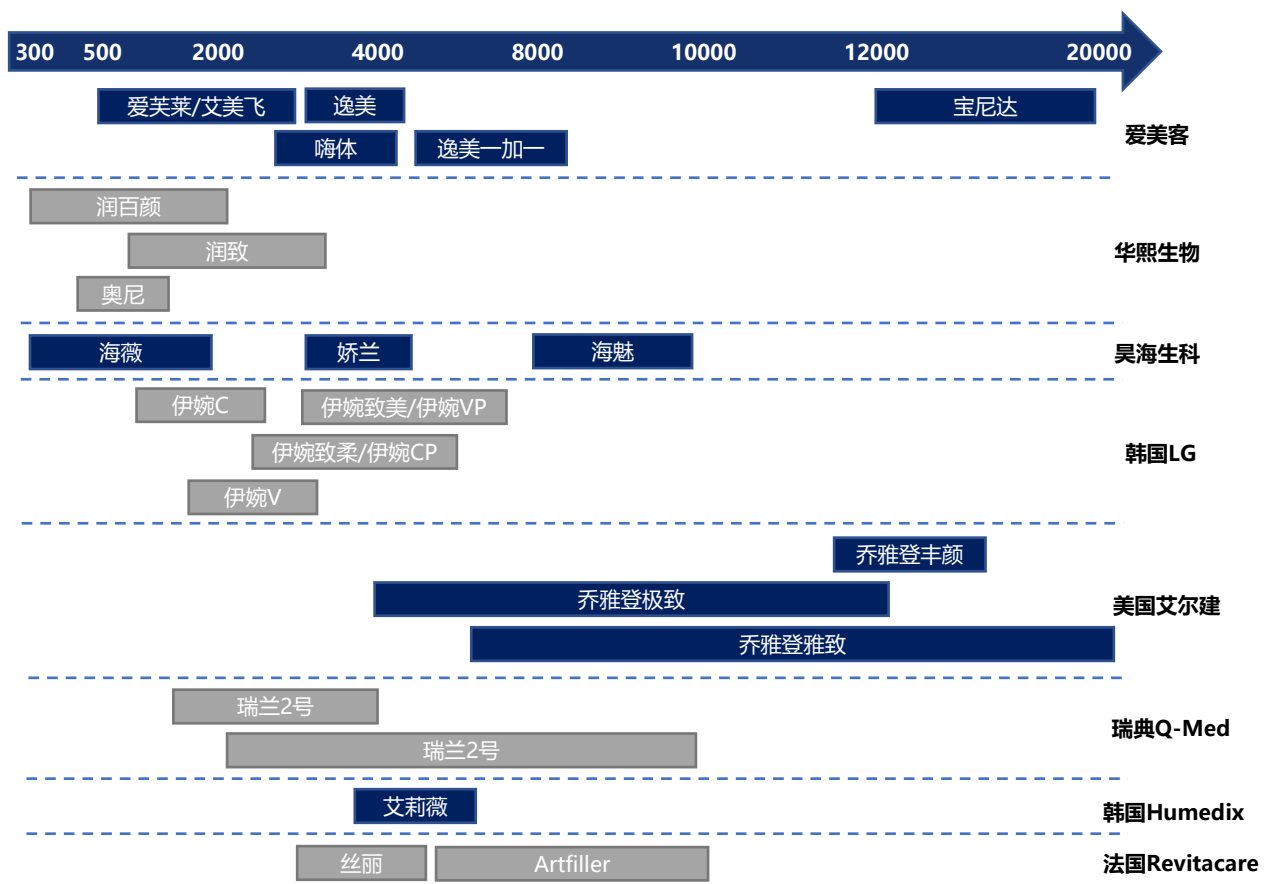
图表42：我国常见玻尿酸公司及产品情况

	公司名称	主要产品	市场地位
国内前3公司 (依据2021年销售量)	1.爱美客	爱芙莱、爱美飞、嗨体、宝尼达、逸美	合计占据市场份额 61.3% ，其中爱美客占比39.2%
	2.华熙生物	润百颜、润效	
	3.昊海生科	海薇、海媚、姣兰	
海外前5公司 (依据2021年销售量)	1.韩国LG	伊婉、诗如萱	合计占据市场份额 23.4% ，其中韩国LG占比7.5%
	2.美国艾尔建	乔雅登	
	3.瑞典Q-Med	瑞兰	
	4.韩国Humedix	艾莉薇	
	5.法国Revitacare (2017年华熙生物全资收购)	丝丽、Artfiller	
其他公司	杭州协和	欣菲聆、欣德美	占据市场份额较小
	台湾和康生物	艾莉芙、贝丽姿、芙媵登	
	苏州蔓尔生物	思黛莉	
	荷兰汉福生物	玻菲	

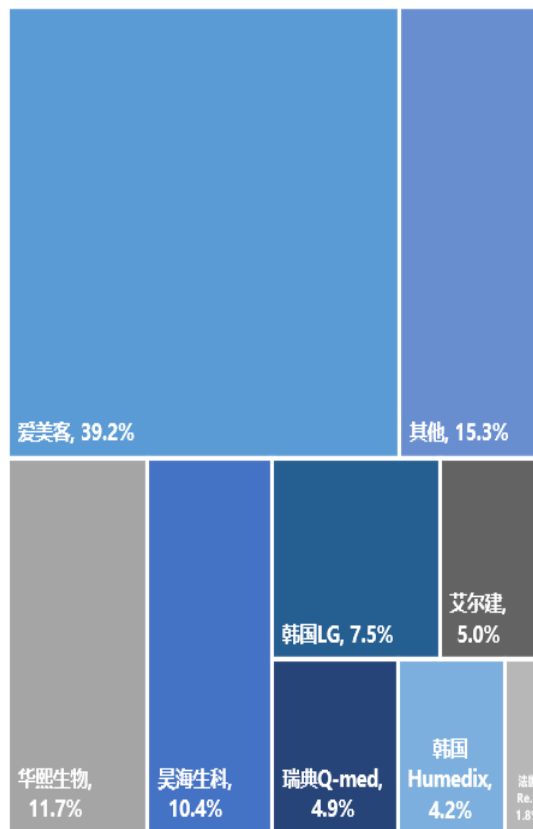
3.2.1 注射填充：玻尿酸——大市场群雄争霸 (3/3)

- **玻尿酸填充市场群雄争霸，新品不断。** 截至目前，已获批上市的玻尿酸产品近50种，新产品年均获证数量约5个，未来市场有望出现更多差异化产品，加剧市场竞争。
- **本土产品凭借高性价比迅速占据市场，海外产品占领高端市场。** 按销售量来看，本土企业占据较大市场份额，2021年爱美客、华熙生物、昊海生科按销售量统计的市占率分别为39.2%、11.7%、10.4%，合计61.3%，但销售额合计仅占32.8%，而海外霸主企业艾尔建却凭借仅有5%的销售量市占率，拿下了23.8%的销售额市占率。**国产品牌主要分布于中低端市场**，和进口产品功效成分等方面还存在差距，未来本土企业有望弥补劣势，向高端市场渗透，抢占竞争主动权。

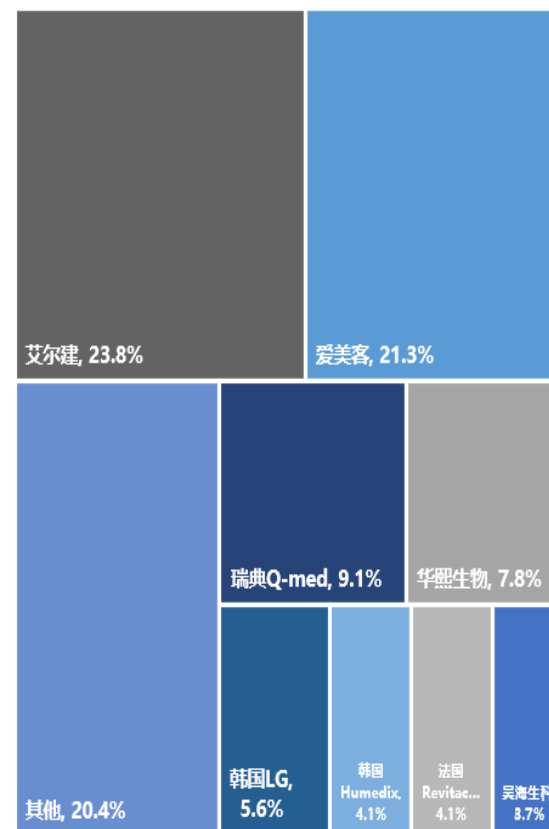
图表43：基于透明质酸的皮肤填充剂产品价格（元）



图表44：2021年基于透明质酸的皮肤填充剂市占率（按销售量）



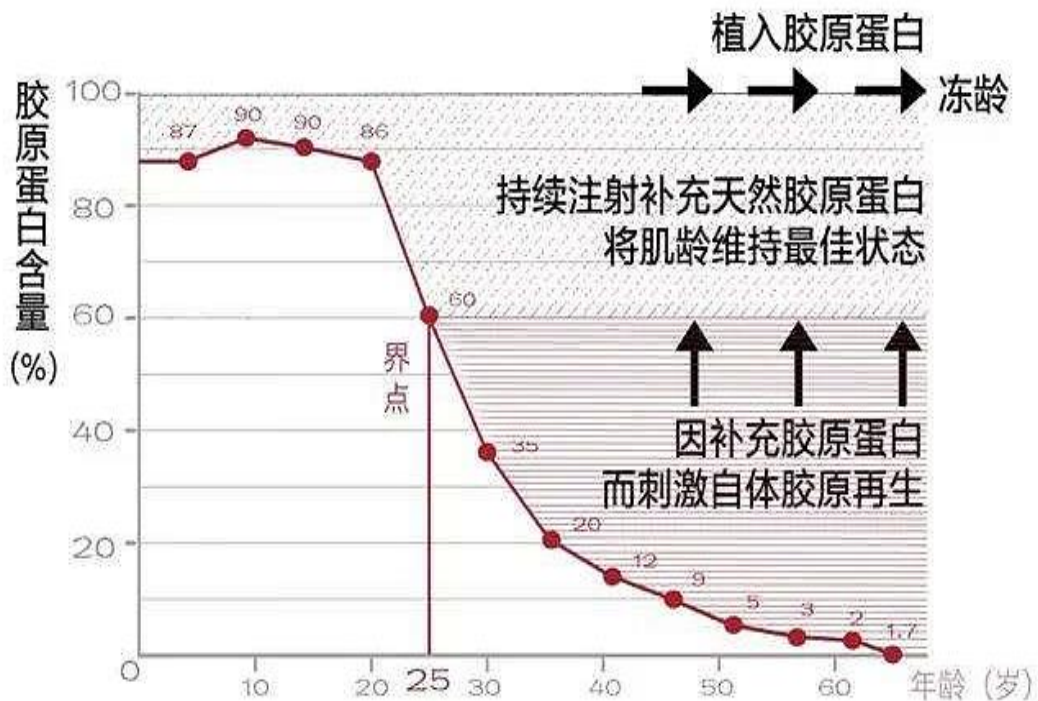
图表45：2021年基于透明质酸的皮肤填充剂市占率（按销售额）



3.2.1 注射填充：胶原蛋白——高端市场的潜力股

- 胶原蛋白减少使人变老、变黑。** 胶原蛋白是细胞外基质的主要成分，是在哺乳动物中含量最多、分布最广的功能性蛋白，在皮肤中构成了一张细密的弹力网；人体胶原蛋白含量在10岁左右达到顶峰90%，20岁后开始逐渐减少，25岁后下降到60%，之后逐年递减，**真皮层胶原蛋白含量的减少是皮肤老化和黑色素出现的根源。**
- 胶原蛋白针原理及功效：** 通过非手术方式植入皮下的填充剂，胶原蛋白纤维紧密堆砌，增加真皮层组织的容量，持续修补凹陷，实现滋养、亮肤、紧肤、除皱功能。以我国台湾双美生物科技公司研制的“肤丽美”为例，植入剂植入后不会马上被分解，胶原蛋白分散后形成一个柔软具粘性的纤维状结构，可停留于植入部位，使凹陷恢复并实现持续修补，同时可以改善黑色素，刺激胶原蛋白再生，改善肤质。经过数月后，**植入的胶原蛋白会被人体的结缔组织同化为人体组织的一部份，但亦会为体内如胶原蛋白酶分解，因此不会永久留在植入部位。**
- 已获国家药监局批准上市的胶原蛋白填充剂产品共有五款：** 双美旗下的肤柔美、肤丽美、肤力原，长春博泰旗下的弗缦（原名肤美达），荷兰汉福旗下爱贝芙。此外，**锦波生物于2021年6月底获批重组III型人源化胶原蛋白冻干纤维（暂未有商业化产品面世），是我国首款重组型胶原蛋白填充剂，可用于面部真皮组织填充以纠正额部动力性皱纹，相比于动物源胶原蛋白，重组型皮肤填充剂避免了免疫原性、致敏的问题，未来相关产品入场值得期待。**

图表46：不同年龄段皮肤中胶原蛋白含量变化曲线



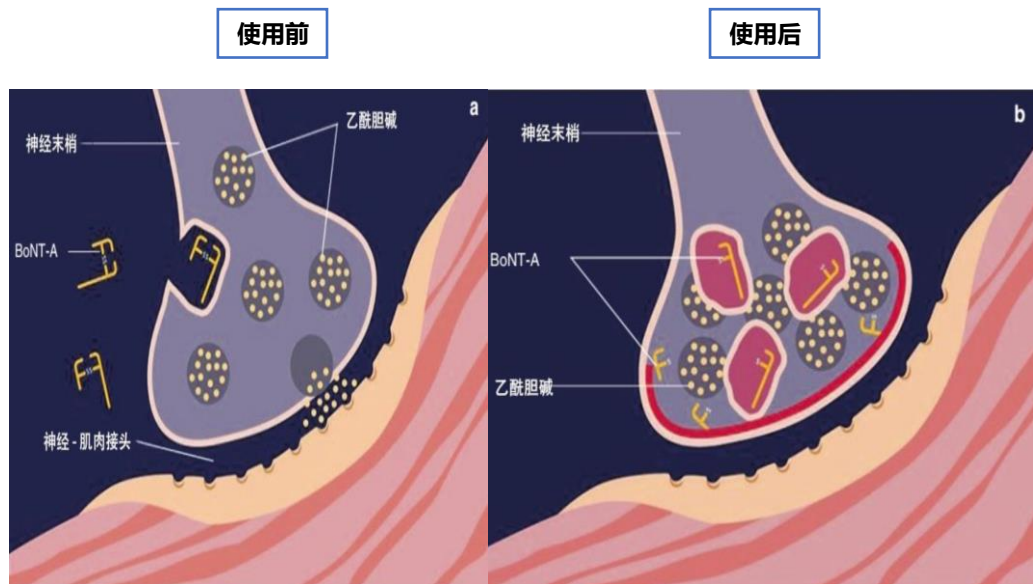
图表47：国内获批的胶原蛋白填充剂

类别	产品名称	主要成分	适应症	作用周期	终端价格
双美	肤柔美		用于面部真皮组织填充以纠正额部动力性皱纹（如眉间纹、额头纹和鱼尾纹等）	3月	7800-9800元
	肤丽美	由猪皮纯化而成的交联I型胶原蛋白及磷酸盐缓冲生理盐水构成	适用于面部真皮组织中层至深层注射以纠正鼻唇沟重力性皱纹	8-12月	7800-13800元
	肤力原		适用于颜面皮层缺陷的矫正，如皱纹的填补	6-8月	7800-13800元
长春博泰	弗缦	3.5%牛胶原蛋白及0.3%盐酸利多卡因的生理盐水悬浮液	用于面部真皮组织填充以纠正中、重度鼻唇沟	6-8月	5800-7800元
荷兰汉福	爱贝芙	20%爱贝芙微球（原材料为聚甲基丙烯酸甲酯），80%的牛胶原蛋白溶液，0.3%的利多卡因	用于注射到真皮深层以纠正鼻唇沟纹，或填充到骨膜外层以进行（鼻骨段）隆鼻	12月以上	15800-19800元

3.2.2 注射抑制：肉毒毒素——除皱瘦脸“香饽饽” (1/2)

- **作用原理及功能介绍：**肉毒毒素是一种生物药品，将其注射至肌肉层后，会阻断局部神经与肌肉之间的神经冲动，从而使肌肉停止收缩并改善皮肤表面的皱纹，故主要用于治疗动态皱纹，或利用其可以暂时麻痹肌肉的特性，使肌肉因失去功能而萎缩，来达到雕塑线条的目的。
- **分类：**根据抗原性的不同，肉毒素分为A、B、Ca、Cb、D、E、F、G八个类型，其中A型肉毒素毒力最强。**注射用A型肉毒毒素是中国医疗美容市场上唯一的肉毒毒素产品类型**，注射用A型肉毒毒素的效果通常可持续4至6个月。为获得长期效果，肉毒毒素需定期注射，但不宜过于频繁，以免出现不理想的结果。
- **国内肉毒毒素市场被海外品牌侵占，技术+审核高门槛难进入。**截至2022年，国内批准上市肉毒毒素仅有四款：兰州生物制品研究所的衡力、美国艾尔建美学的保妥适、英国IpsenSA的吉适、韩国Hugel的乐缇葆，未来抗药性概率更低的德国Xeomin和复星代理的美国RT002有望进入中国市场，国内竞争愈发激烈；与其余以医疗器械管理的注射类产品不同，**肉毒素以药品要求进行管理，获批难度较大**，对新进入者技术要求苛刻，爱美客等公司在研肉毒毒素产品值得期待。

图表48：肉毒素作用原理



(a) 正常神经肌肉接头：乙酰胆碱释放到神经肌肉接头中；
(b) A型肉毒杆菌毒素 (BoNT-A) 阻断神经肌肉接头处的乙酰胆碱释放

图表49：国内外肉毒毒素产品对比

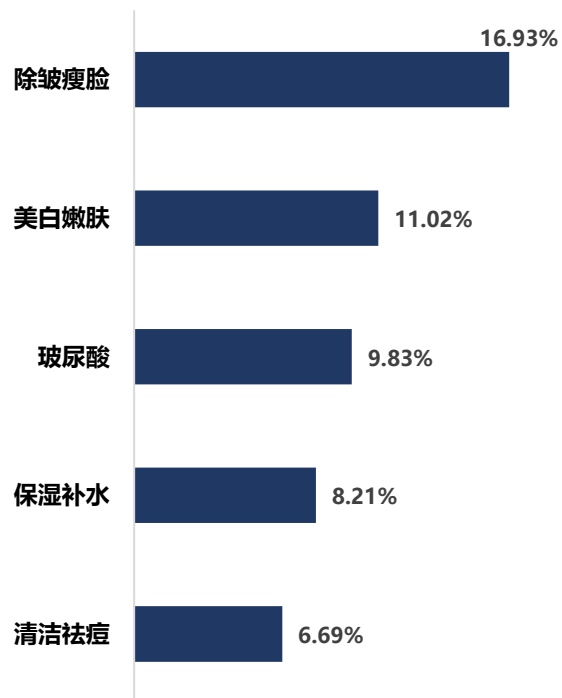
产品	国内代理企业/生产企业	价格	产品特点
衡力	兰州生物制品研究所	480-1500元/支	性价比高；适合精细度要求不高部位；易过敏
保妥适	美国艾尔建	1800-4800元/支	安全性高，不易过敏；适合精细度高的部位
吉适	四环医药/韩国Hugel	800-1400元/支	性价比高；不易过敏；适合精细度高的部位
乐缇葆	英国Ipsen公司	1500-3500元/支	精细度中等，起效时间短，维持时间长
Hutox	爱美客/Huons	-	III期临床阶段，预计2024年底面世
Jetema	华东医药/Jetema	-	华东医药独家代理，预计2024年获批
RT002	复星医药/美国Revance	-	国内III期临床试验，在美递交上市申请
Xeomin	精鼎医药/德国Merz	-	完成临床试验，预计2022年获批

*兰州生物、艾尔建及Ipsen公司生产且销售肉毒产品，无国内代理；蓝色部分产品尚未获批上市

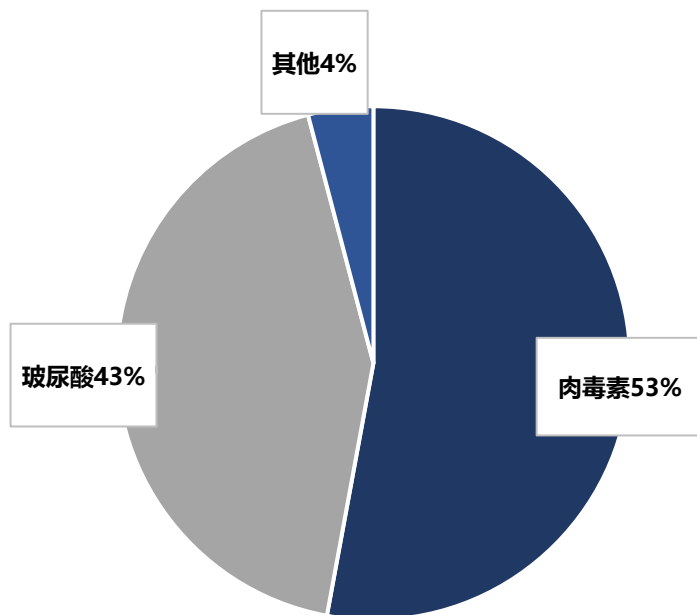
3.2.2 注射抑制：肉毒毒素——除皱瘦脸“香饽饽” (2/2)

- 现状：国内抗衰老潮兴起，肉毒素成“香饽饽”。** 颜值经济充分带动了求美需求的精细化发展，催动抗衰老意识兴起，注射类轻医美项目凭借其安全系数高、时间成本小、恢复周期短等特点迅速占据抗衰老市场，**根据新氧数据颜究院数据显示，2021年以肉毒毒素注射为主的除皱瘦脸消费下单人数最多，占比高达16.93%，在注射类医美消费占比方面，肉毒素更是超越玻尿酸占比高达52.9%。**
- 未来：全球范围内，肉毒毒素是最受欢迎的非手术类美容项目，国内肉毒素市场持续高增可期。** 根据国际美容整形外科学会（ISAPS）2020年12月发布的美容整形手术年度全球调查结果，肉毒素、玻尿酸、脱毛为排名前三的非手术类美容项目，其中肉毒素占比58.6%，其中美国注射类市场肉毒素占比更是高达62.0%。**中国肉毒素市场刚刚起步，2021年注射次数为450万支，销售额为46亿元，Frost&Sullivan预测2030年注射次数将超过4000万支，销售额将近400亿元。**

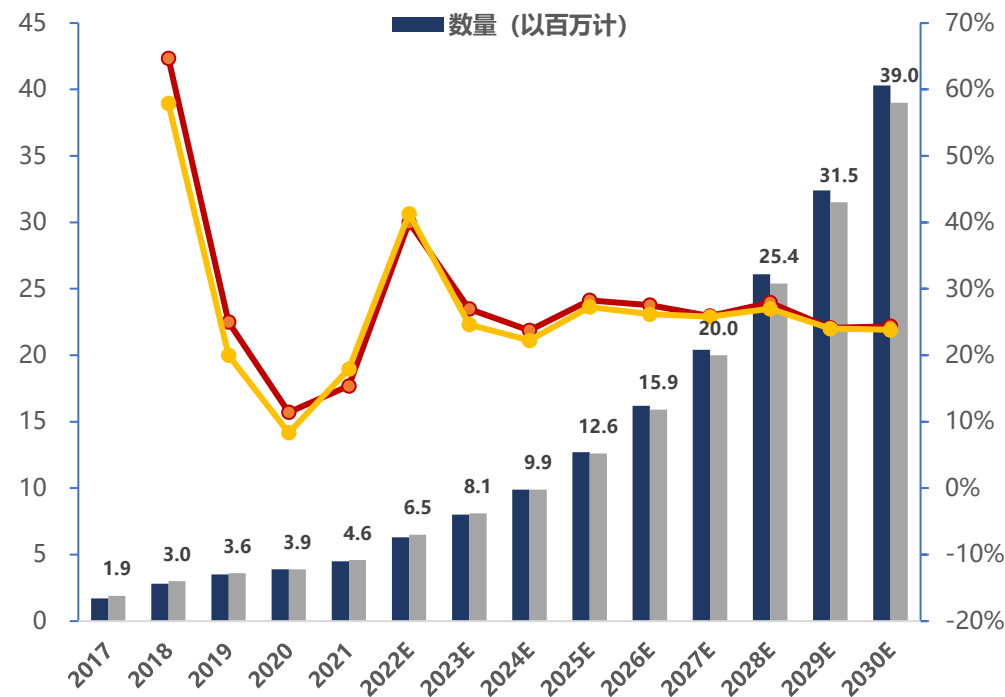
图表50：2021年下单人数最多的项目



图表51：2021年注射类医美消费占比



图表52：2017-2030E年中国肉毒素产品市场情况



3.2.3 注射护理：“水光针”——全能型护理选手（1/2）

- **补水的重要性：**面部衰老的一大特征便是含水量的减少。随着年龄的增长，真皮基质中玻尿酸减少，皮肤含水量下降，就会出现皮肤干燥、弹性降低、皱纹等。
- **全能“水光针”功效—保湿锁水：**通过注射针头将**主要成分为玻尿酸的溶液大面积注射至皮肤真皮层内**，玻尿酸有超过自身重量1000倍的吸水能力，功能包括：1) 短时间内为皮肤快速补水，提高肌肤保湿锁水能力；2) 玻尿酸自由基清除特性有助于皮肤抵御太阳辐射；3) 大面积皮肤刺伤型注射方式，刺激皮肤自我修复和胶原蛋白再生。
- **水光针广义分类中，部分产品不一定含有玻尿酸。**从成分看，狭义上，水光针仅指纯HA（Hyaluronic Acid透明质酸的缩写）制剂的基础水光；广义上或实际应用中，可分为四大类，包括**纯HA制剂、富含多种营养素的HA制剂、以某一其他成分为主的制剂、协同多个成分的配方制剂**。消费者可以通过**水光产品组合实现复合效果**，例如“基础水光”（纯HA制剂）搭配“英诺小棕瓶”（多成分协调制剂），达到补水美白、抑制黑色素的效果。

图表53：水光针的注射过程（以韩国德玛莎为例）



图表54：水光针广义分类及复配方案展示

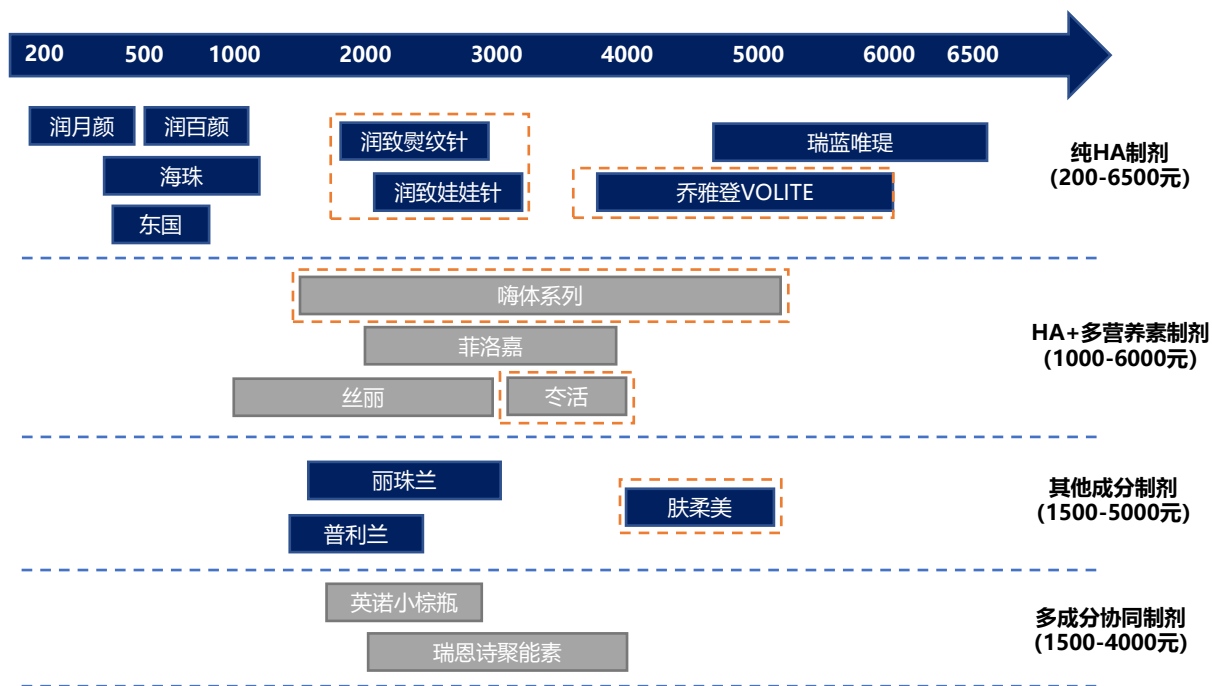
类别	成分组成	效果	主要产品
纯HA制剂	透明质酸	补水	润百颜水光、润致熨纹针、瑞蓝唯瑅、欣菲聆水光、海月兰水光等
富含多种营养素的HA制剂（动能素）	透明质酸、维生素、氨基酸、矿物质等	保湿、美白、抗氧化	菲洛嘉动能素、丝丽动能素、嗨体系列、忒活等
以某一其他成分为主的制剂	胶原蛋白	紧致肌肤	肤柔美、思美润、伊肤泉
	PDRN（提取于三文鱼生殖细胞）、PN（PDRN二次精制）	抗炎、修复	意大利Placentex三文鱼、韩国丽珠兰和韩国普丽兰
协同多个成分的配方制剂（聚能素）	多种营养成分	针对性补给肌肤	英诺小棕瓶、瑞恩诗聚能素
搭配方案		效果	
基础水光+三文鱼		敏感肌、收缩毛孔、祛红血丝	
基础水光+丽珠兰+菲洛嘉		油皮痘肌、抗衰	
基础水光+英诺小棕瓶		补水美白、抑制黑色素	
基础水光+菲洛嘉+三文鱼		全能功效，补充皮肤所需各种营养成分	

3.2.3 注射护理：“水光针”——全能型护理选手（2/2）

❑ 水光类产品价格分布范围较广，正规产品稀少，未来持证企业有望脱颖而出。

- ① **价格分布：**纯HA类水光类产品的价格分布最广，从200-6000+元不等，国内品牌集中在低端市场，高端HA类水光被国外品牌占领；领先的国内医美针剂生厂商例如爱美客、华熙生物，通过开发HA+多种营养素制剂和兼具品质及性价比的中端纯HA类水光，能够在水光市场占据一席之地。
- ② **正规产品：**作为破皮注射类项目，水光针应按照III类医疗器械在NMPA注册，但**市面上透明质酸类正规水光批证企业仅三个：华熙生物、爱美客和Q-Med。**正规产品包括华熙生物的“润致娃娃针”和“润致熨纹针”、爱美客的“嗨体”系列和“姣活”以及瑞典Q-Med的瑞蓝唯瑅；另有双美的肤柔美为胶原蛋白水光产品。
- ③ **行业趋势：**作为本土化趋势较强的注射产品品类之一，爱美客、华熙生物的正规水光针品牌嗨体、润致、丝丽均有较高知名度，未来有望率先受益于水货、假货向行货的转换，叠加更完善的渠道布局和更强的本土适应性，本土企业在水光市场竞争中大放异彩。

图表55：水光针产品价格对比（元）



*红色框内为合规III类医疗器械水光产品

图表56：正规水光产品（已获III类医疗器械审批）

类别	公司名称	产品名	主要成分	作用	作用周期	终端价格
透明质酸	爱美客	嗨体系列/姣活	透明质酸钠、L-肌肽、甘氨酸、丙氨酸、脯氨酸、维生素B2	补水保湿，促进蛋白质合成，加速代谢	6-12月	1500-5000元/3000-4000元
	瑞典Q-Med	瑞蓝唯瑅	透明质酸钠、氯化钠、磷酸二氢钾、磷酸氢二钠	除皱和软组织凹陷填充	8-12月	5000-7000元
胶原蛋白	华熙生物	润致娃娃针/熨纹针	透明质酸钠、盐酸利多卡因、氯化钠、磷酸盐缓冲液	胶原蛋白再生，再长纤维组织，改善皮肤状态	1-3月	2000-4000元
	双美	肤柔美	胶原蛋白、磷酸盐缓冲液	补水、祛除黑色素沉淀	3月	4000-6000元

3.2.3 注射护理：少女针&童颜针——引领医美注射“再生时代” (1/2)

童颜针：含修饰聚左旋乳酸微球PLLA（缓慢刺激胶原再生）+透明质酸钠凝胶（即时填充），达到提升紧致、增加弹性、改善皱纹的效果。**相较于一般的玻尿酸注射填充，童颜针一般更加长效，注射后可维持2-3年。**目前大陆NMPAⅢ类医疗器械证的童颜针有：**1) 圣博玛的艾维岚：**PLLA粉剂，即刻填充效果消失快，**胶原再生效果缓慢，需多次叠加注射，定位于高消费能力的顶尖客户；****2) 爱美客的濡白天使：**交联玻尿酸+PLLA微球+利多卡因，相当于“升级版玻尿酸”，定位于玻尿酸客户高价转化。

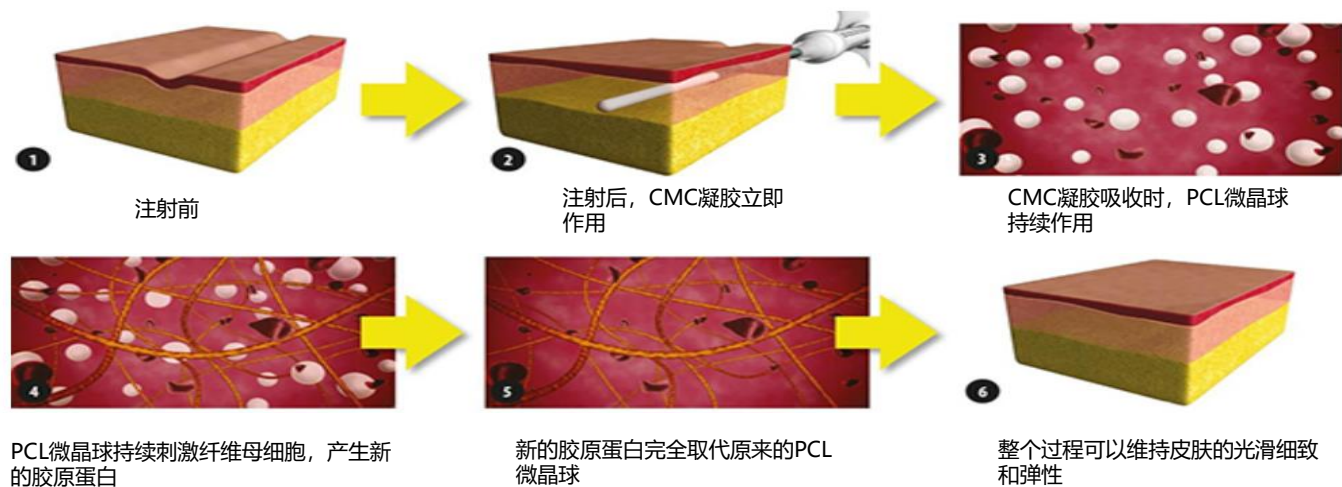
少女针（作用原理与童颜针类似，但效果优于童颜针，见效更快）：有效成分包括30%聚己内酯微球PCL（可降解为二氧化碳和水，持续刺激胶原再生，且降解时间长）+70%聚己内酯微球CMC（**即时填充，黏度弹性好，可降解吸收**），能够刺激胶原蛋白重生、除皱抗衰，且自然、安全、持久。**华东生物的Ellanse伊妍仕为首款获NMPAⅢ类医疗器械认证的进口再生类医美产品，S/M/L/E四款产品对应效果维持1/2/3/4年，2021年8月上市后备受关注，2022H1合作医院已超500家。**

图表57：童颜针和少女针对比

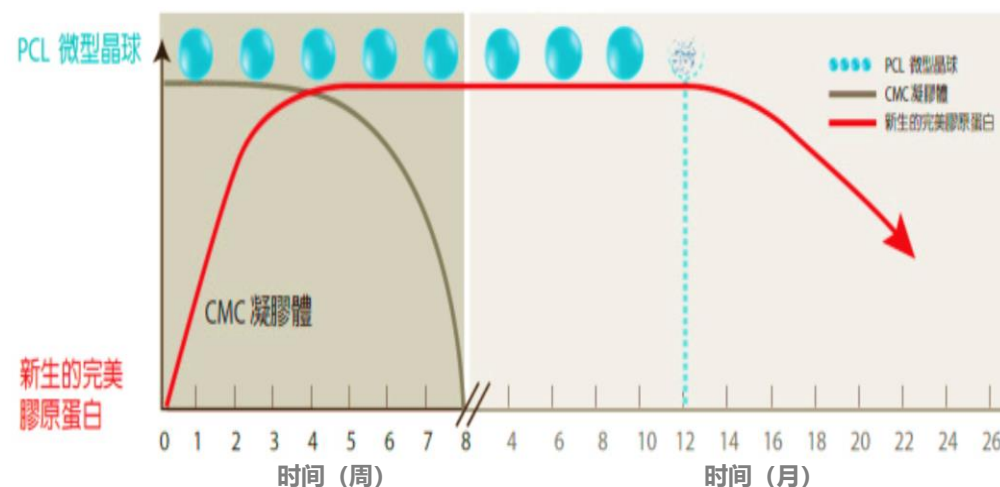
玻尿酸 ☆ 童颜针 ☆ ☆ 少女针 ☆ ☆ ☆

	童颜针（升级版玻尿酸）	少女针（升级版童颜针）
成分	母液载体暂时性占位；PLLA缓慢降解为乳酸、CO ₂ ；乳酸刺激周围组织病理学	<ul style="list-style-type: none"> 30%PCL和70%CMC制成的凝胶体；CMC首先发挥功效，即刻填充； 3-6个月后，PCL开始起作用，在它的刺激下，注射部位的皮下胶原蛋白开始新生； 12个月后，PCL和CMC会被人体自然代谢。
安全性	PLLA可降解；无需皮肤过敏测试；	☆PCL、CMC可降解；无需皮肤过敏测试
效果及疗程	即刻效果取决于母液代谢时间，持续紧致皮肤，按疗程注射3~4次，效果维持1~3年	☆即刻填充为主，持续紧致皮肤，注射一次即可，效果维持1~3年
价格	艾维岚18800元左右 ☆濡白天使12800元	Ellanse伊妍仕18800元
缺点	可能组织过分增生（肉芽肿）	☆惰性材料，对组织细胞因子吸附效应弱

图表58：少女针伊妍仕作用原理（与童颜针类似）



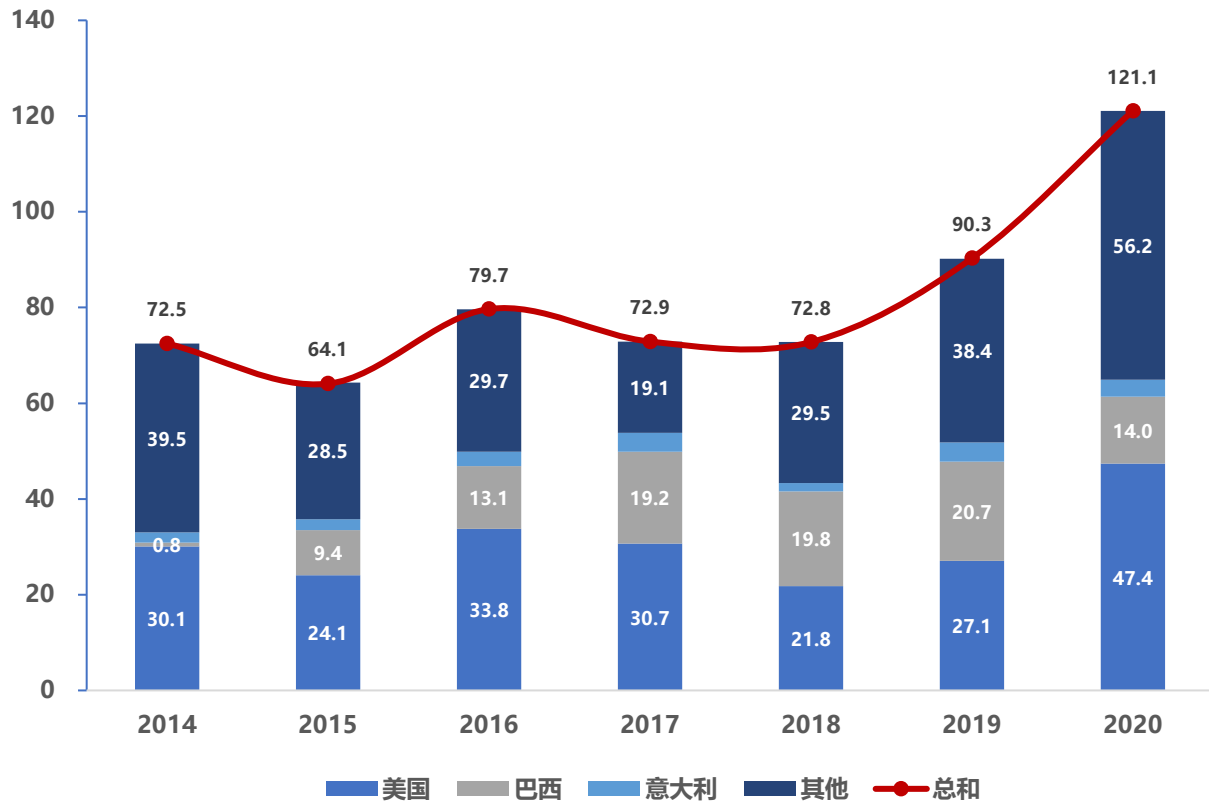
图表59：少女针伊妍仕作用时间示意图



3.2.3 注射护理：少女针&童颜针——引领医美注射“再生时代” (2/2)

- 全球童颜针市场高速增长。** 1) 市场规模方面，2020年全球市场规模达12万例，较2019年同比增加34.2%，较2018年增加66.3%，全球注射类医美产品增速中位列第一，远超玻尿酸及肉毒素增速；2) 市场分布方面，美、巴、意分列全球前三位（按销售量），2020年美国市场占比39.1%，美国市场发展迅猛，同时其他地区占比加大，童颜针的全球化趋势日益显著。
- 国内童颜针及“升级版童颜针”少女针市场有望扩大，预计2025年破百亿。** 虽现阶段市场正规产品仅有三款，但是在研产品未来有望上市；伴随监管日益严格，“水货”市场或萎缩，为正规市场腾挪更多发展空间；此外，医美消费升级趋势有望带动两针销量高增。

图表60：2014-2020年全球童颜针案例数量（千例）



图表61：童颜针及少女针产品情况（含在研）

	产品	具体情况介绍
童颜针	圣博玛“艾维岚”（已获批）	2021年4月获批，开启美国FDA申报
	爱美客濡白天使（已获批）	2021年下半年上市，推广顺利
	韩国AestheFill（爱塑美）	国内提交注册申请阶段
	美国AntecoPharma公司DermaVeil（得美妍）	2001年用于改善面部衰老，2003获FDA出口认证，2006年销往拉丁美洲、东南亚等
	法国Sanofi-Aventis公司Sculptra（塑然雅）	1999年在欧洲首次获批，目前在全球40多个国家销售
	杭盖桐生物“瑞博童颜针”	欧美日韩获批，国内未获批
	四环医药一代童颜针（在研）	-
少女针	华东医药-英国Sinclair伊妍仕（已获批）	2009年欧洲上市，目前销往全球市场；2021年8月国内上市，合作医院超500家
	四环医药二代少女针（在研）	-

*蓝色字体为获批产品；英国Sinclair为华东医药收购的全资子公司

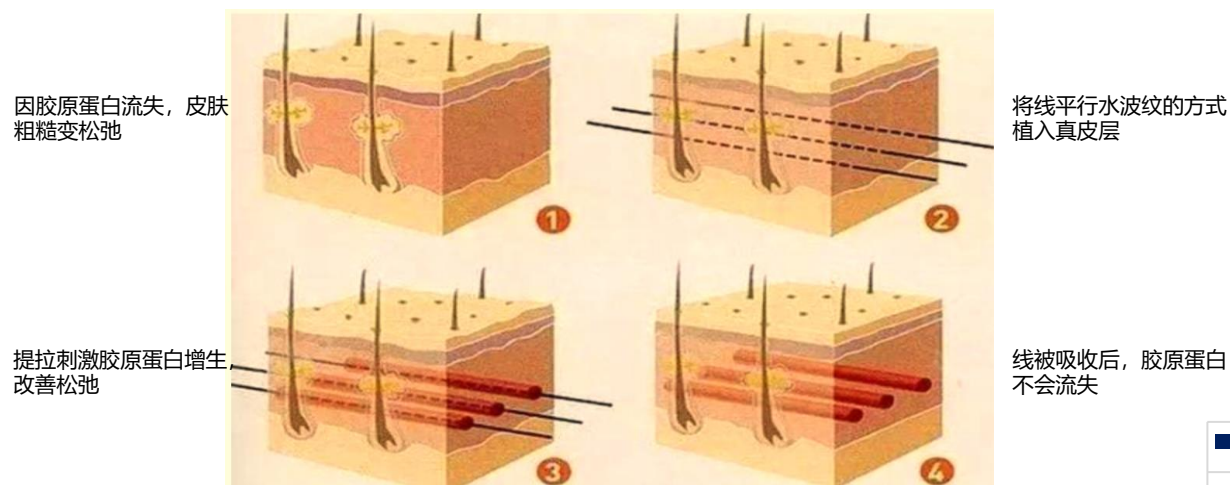
3.2.3 注射护理：面部埋植线——新兴线雕市场

- 面部埋植线：**可植入皮肤的可吸收蛋白线，利用其提拉紧致作用使下垂的软组织复位，并刺激筋膜层、胶原再生，使达到改善皮肤松弛状态的目的。埋植线产品通常采用的材料包括PDO类二氧环己酮聚合物（包括聚对二氧环己酮PPDO）及聚乳酸（包括左旋聚乳酸PLLA），日后将有更多种类的可吸收材料作为面部埋植线材料。从线型上来区分，埋线可分为平滑线、螺旋线和锯齿线，每种线又有不同的粗细规格，带齿线主要用作提拉。
- 非法使用产品众多，正规产品稀缺。**中国有三种面部埋植线产品获国家药监局批准为第三类医疗器械，包括爱美客的紧恋、韩士生科的秘特MINT、贝洛美的菲翎线，华东医药的Silhouette埋线等国内产品也在临床试验阶段，未来有望进入正规市场。
- Frost&Sullivan预测，2020-2026年埋植线市场GAGR高达133.7%，2030年市场规模超12亿元。**

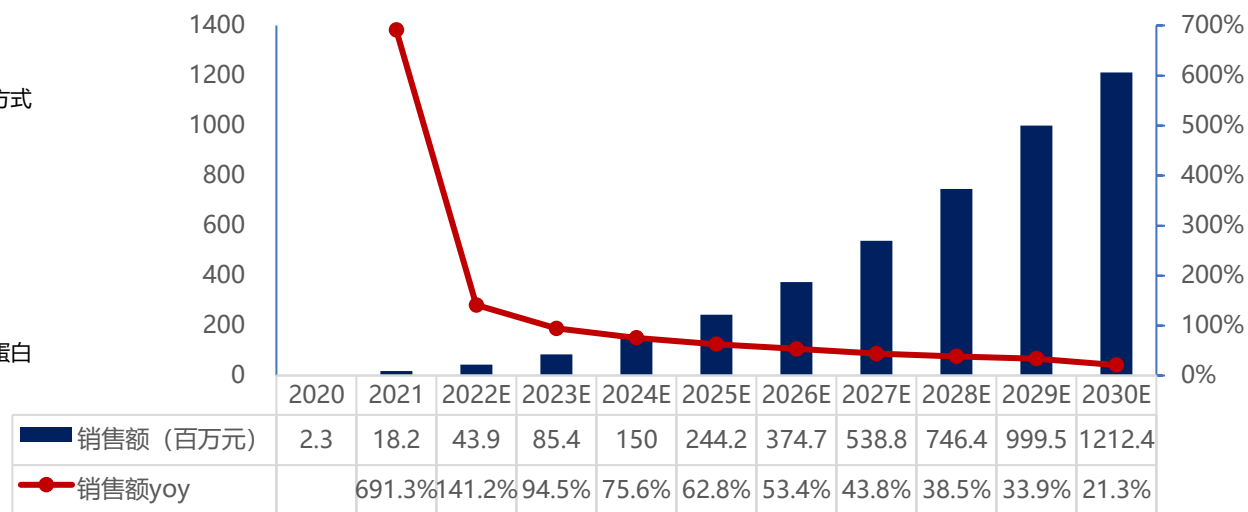
图表62：面部埋植线正规产品对比

	紧恋	秘特MINT	菲翎线
公司	爱美客	韩士生科（韩国）	贝洛美
获批时间	2019.5	2019.6	2021.6
主要成分	PPDO（可吸收）	PPDO（可吸收）	PLGA（主体线永久不吸收）
线性	锯齿/平滑/线性	锯齿	锯齿
适用范围	皮下脂肪层植入纠正中、重度鼻唇沟皱纹。	植入浅表肌肉腱膜系统（SMAS）及其浅层组织植入纠正鼻唇沟皱纹	植入皮下浅层脂肪层，中面部皮肤及皮下组织轻中度松垂，鼻唇沟加深；下面部皮肤及皮下组织轻中度松垂、脂肪堆积
作用周期	2年	2-3年	2年
价格（元）	3000-5000	15000左右	20000-30000

图表63：面部埋植线作用原理



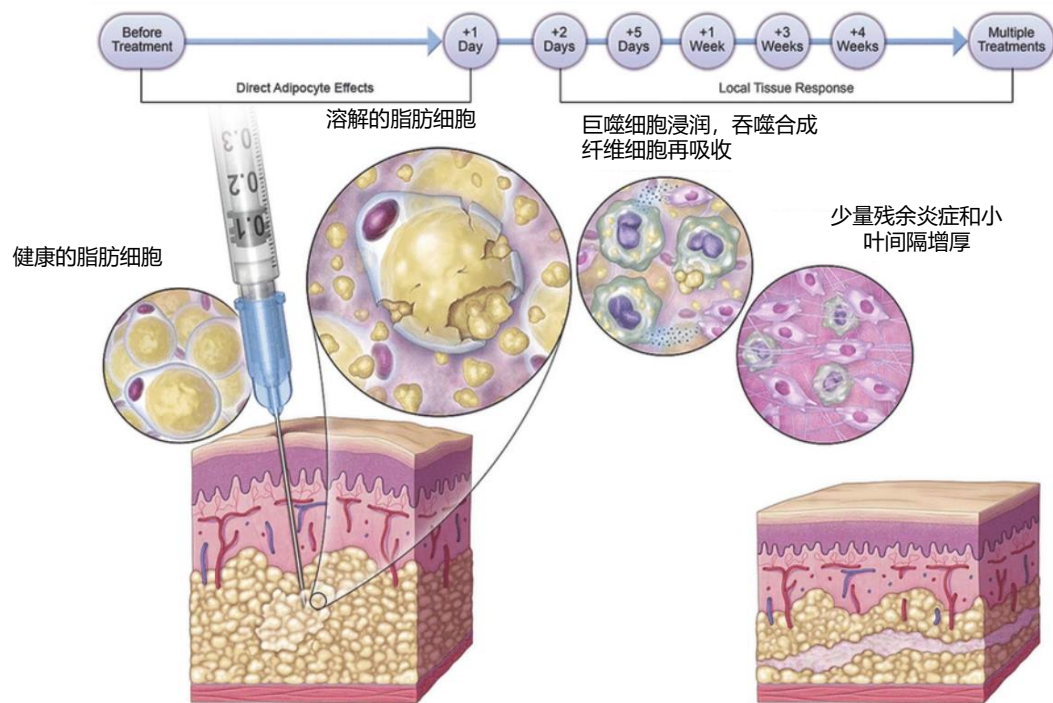
图表64：2020-2030E年面部埋植线市场规模



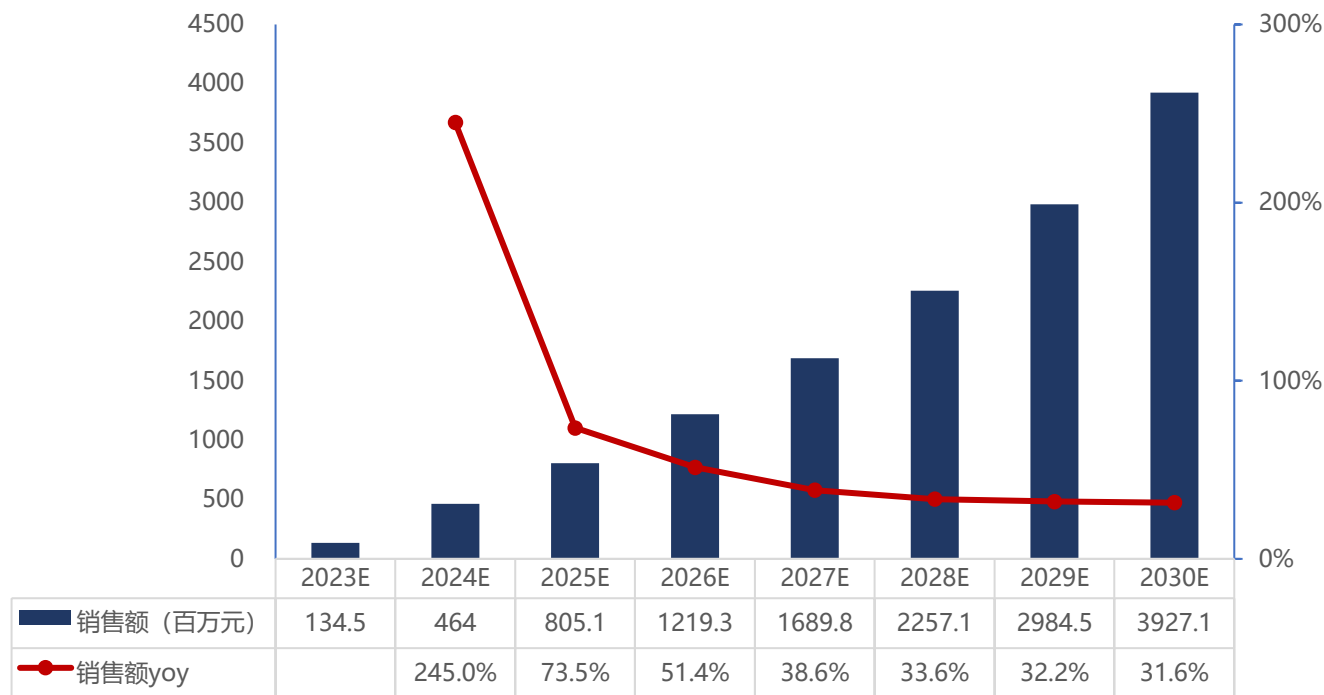
3.2.4注射溶脂：溶脂针——等待首款产品面世

- 溶脂针：**溶脂注射药物适合于小面积局部减肥，通过向皮下注射溶脂制剂对脂肪组织进行化学性烧蚀或破坏，以达到减脂塑身的作用；作用机理主要为：**乳化（脱氧胆酸、卵磷脂等乳化剂）+加速循环代谢（左旋肉碱、多胜肽等成分）+止痛消炎（辅助成分）。**
- 全球仅一款FDA认证产品。**2015年，美国FDA批准由艾尔建旗下公司研发生产的Kybella，成为全球第一个获批的溶脂药物，但此药物主要批准用于颌下脂肪堆积（双下巴），禁止用于其它部位。
- 国内暂无获批溶脂针产品，但已有企业在研发阶段。**1) **爱美客**产品以去氧胆酸为主要成分，与美国上市产品Kybella一致，目前处于临床前研发阶段；2) **台湾企业康霈生技**的CBL-514局部溶脂注射剂，通过细胞凋亡机制来减少皮下脂肪，公司于2020年8月21日公告于澳洲的Phasella临床试验IND申请。根据Frost&Sullivan预测，**中国首个溶脂针产品预计将于2023年获批准**，预计2023年在中国的销售量约为8万剂到25万剂，并逐渐占据冷冻溶脂和抽脂市场，2030年市场规模约40亿元。

图表65：溶脂针作用原理



图表66：中国溶脂针市场预期规模（按销售额）



3.3光电类：主要项目及公司介绍

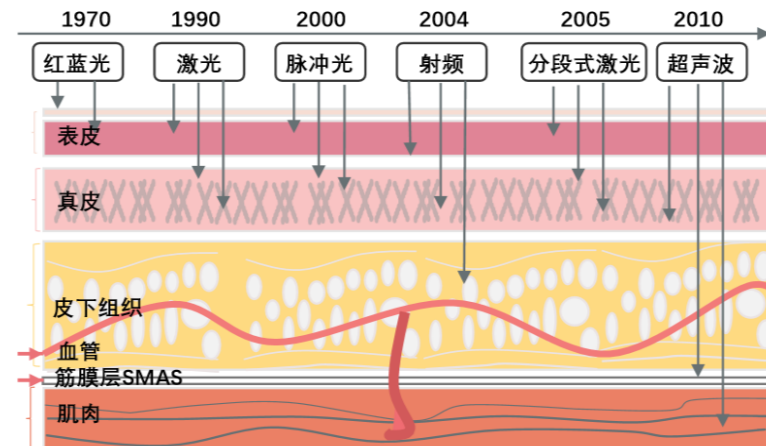


- **光电类医美：**利用光电原理的仪器作用于皮肤来达到美容抗衰效果的治疗方式。
- **分类：**按照光电原理的不同，可分为**光子类、激光类、射频类、超声波类（作用皮肤层次递增）**，能够对不同皮肤问题产生差异化的治疗效果，例如美白嫩肤、祛斑、紧致抗衰等。**国内市场，激光项目占光电医美项目的60%，脉冲项目占20%，二者共占市场80%；**我国光电医美设备主要依靠进口，包括**热玛吉、皮秒系统、超声系统**等，国产品牌全力追赶海外品牌，力争改变进口为主的局面。
- **优势：**相较其他医美手段，**光电医美项目具有治疗时间短（通常30分钟-60分钟）、恢复时间短、无创安全性高、见效快等优势，在护肤领域被消费者广泛接受。**

图表67：主要光电设备及项目介绍

类别	项目名称	原理	产品功能	作用皮层	主要生产企业（产品）
光电类	强脉冲光类	光子嫩肤	利用强力全光谱 脉冲光 破坏整个面部的色素团	表皮、真皮	科医人(M22王者之冠)、飞顿(飞顿2号)
	激光类	点阵激光	利用特殊的探头能够发射出均匀的 高脉冲光 作用在局部的皮肤上	表皮、真皮	微雕点阵王(科医人)、飞梭3D铒激光(欧洲之星)
		皮秒激光	使用精确的皮秒级别 激光 对皮肤中的黑色素进行破坏	表皮、真皮	赛诺龙(Picoway)、赛诺秀(PicoSure)
	射频类	热玛吉热拉提	RF 射频 波穿透肌肤并利用热效应刺激胶原蛋白再生	表皮、真皮、皮下组织	Solta(热玛吉)、飞顿(热拉提)
超声类	超声提升超声炮	在 超声 聚焦的作用下，以高温点射型加热让真皮层及SMAS筋膜层受到刺激收缩进而产生提拉的效果，并刺激皮肤产生胶原蛋白	皮下组织、筋膜层、肌肉层	Ulthera超声提升NMPA未获批(Ulthera)	

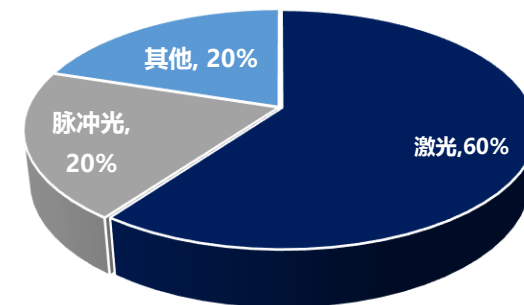
图表68：光电设备作用皮层示意图



图表69：国内光电医美主要公司

公司	成立日期	相关业务	公司	成立日期	相关业务
奥园美谷	1993年	获得科医人光电产品在中国大陆的独家总代理权	昊海生科	2007年	2021年以2.05亿元获得欧华美科63.64%的股权，通过并购欧华美科进军射频及光电类设备
华东医药	1993年	2018/2019年先后收购能量源医美器械公司Viora/HighTech	普门科技	2008年	2020年收购京渝激光和为人光大,形成了皮肤医美系列激光产品组合方案
奇致激光	2001年	自主生产激光设备如光子治疗仪和半导体激光脱毛仪,新氧以7.91亿元的总价收购武汉奇致激光84.49%的股份	复星医药成立复锐医疗科技	2013年	2013年收购了以色列飞顿激光95.6%的股权

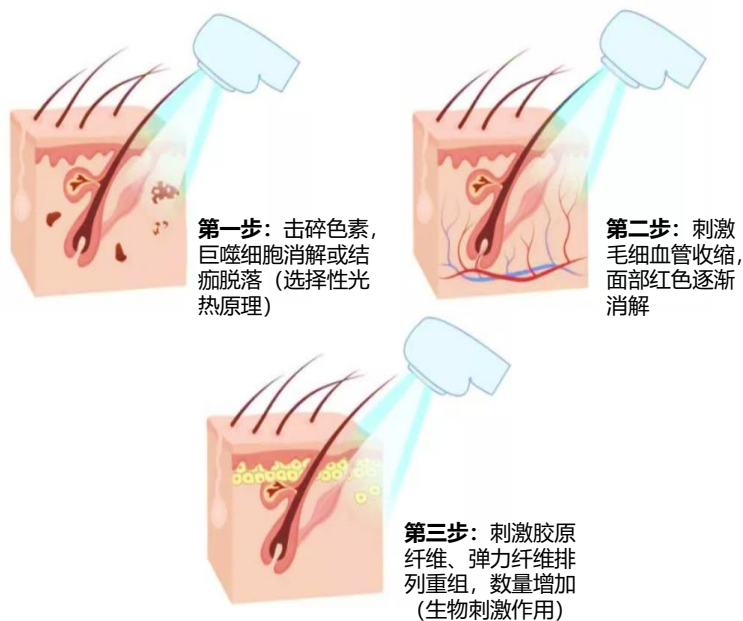
图表70：2020年中国光电医美项目结构（按能量源）



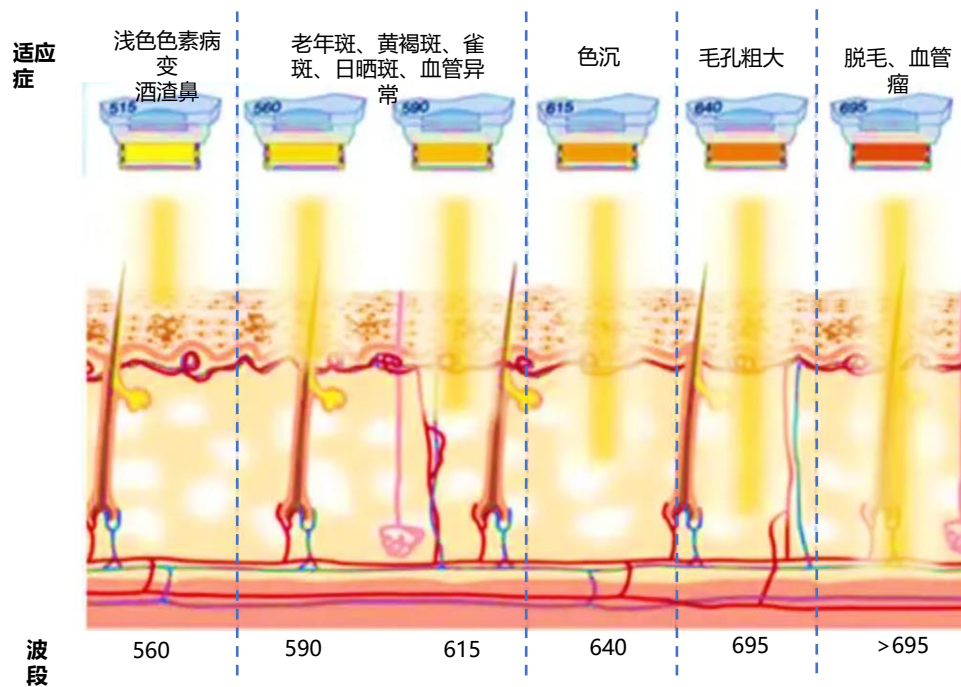
3.3.1 强脉冲光类：光子嫩肤——皮肤保养“万金油”

- 光子嫩肤：**采用波长近于560-1200nm的宽谱线光源，直接照射于皮肤表面，它可以穿透至皮肤深层，选择性作用于皮下色素或血管，分解色斑，闭合异常的毛细血管，同时刺激皮下胶原蛋白的增生。
- 原理：**主要原因如下：**1) 选择性光热原理**，使特定波长的强脉冲光作用于皮肤色素颗粒细胞及扩张毛细血管中的血红蛋白，吸收强光能量后产生温差，引发血管、色素破裂分解，以实现**祛斑、色沉、红血丝**。**2) 生物刺激作用**，强光进入真皮层后，能让多段动能、弹力纤维的内部分子结构发生化学变化，刺激更多的胶原纤维新生，恢复弹性，叠加强光热促进血液循环，达到**祛皱、紧致、缩毛孔**的目的。
- 分类：**不同组织对特定波长光的吸收系数不同，500纳米左右的波长对血管起作用，可治疗面部毛细血管扩张；600-700纳米左右的波长易被黑色素吸收，可治疗黑色素斑。
- 优势：**光子嫩肤因其见效快、治疗安全、副作用少的特点，具有嫩肤、去皱、去色素三合一效果，单次效果持续一年以上，近年来具有较高热度。

图表71：光子嫩肤原理



图表72：不同波段的适应症



图表73：主要光子嫩肤设备

所属公司	设备
美国科医人 (奥园美谷独家代理)	M22王者之冠、王者风范、AOPT超光子
以色列Alma飞顿 (复锐医科控股)	辉煌激光光子工作站、DPL精准护肤
丹麦DDD公司	Ellipse3D极光女神
武汉奇致激光	皇后光子嫩肤仪

3.3.2 激光类：点阵激光&皮秒激光——祛斑祛疤“小能手”（1/2）

□ **激光治疗**，又称“镭射治疗”，采用特定波长的单色光照射皮肤表面，作用原理与强脉冲光治疗类似（为避免伤及正常组织，激光治疗同样采取脉冲光形式）。

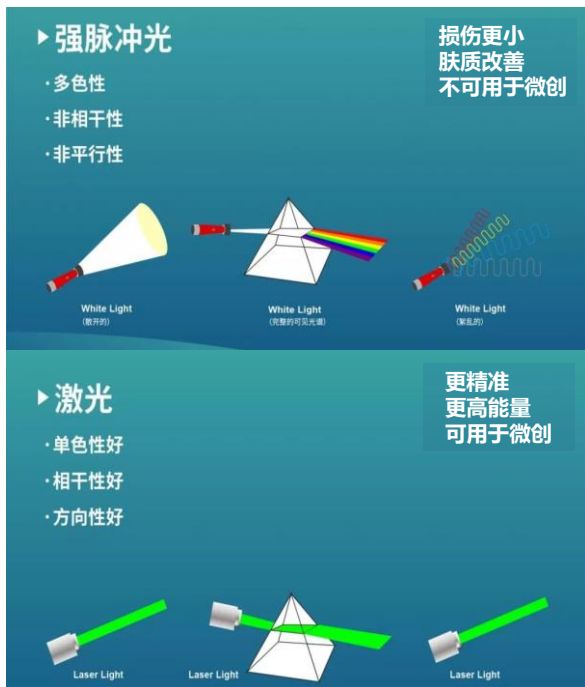
□ **与强脉冲光治疗对比：**

- **特征：**激光治疗采用单色光，激光更聚焦、能量更高，因此除无创的嫩肤项目之外也可用于微创项目，如激光祛斑、点阵激光等；
- **医疗器械分类：**强脉冲光治疗设备只按II类管理（如武汉奇致的皇后光子），而用于皮肤的激光治疗设备则按III类管理。

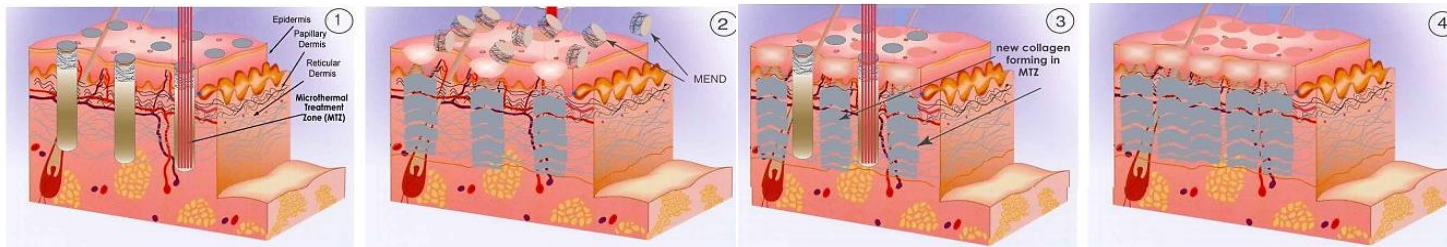
□ **两种激光治疗方式：**

- **点阵激光：**利用特殊的探头能够发射出均匀的高脉冲光作用在局部的皮肤上，改善痘坑、痘印、疤痕等皮肤粗糙症状；
- **皮秒激光：**使用精确的皮秒级别激光对皮肤中的黑色素进行破坏，祛除各类色斑、胎记、纹身、痘印等。

图表74：激光和强脉冲光对比



图表75：点阵激光原理



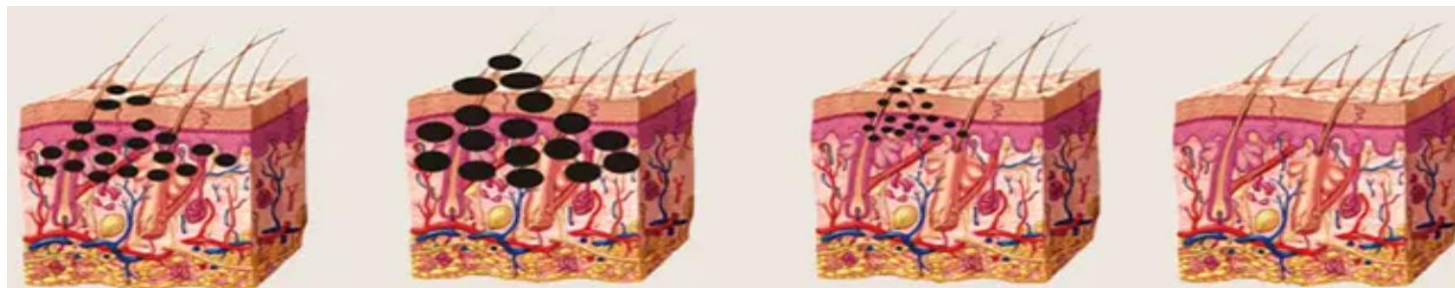
激光的每一击都会产生一个比头发丝还细的治疗区MTZ，避免了介入正常组织。

胶原重塑发生在MTZ，几天后，一小块微表皮坏死碎片脱落。

第二次治疗会产生更多的MTZs，因为第一次治疗中的胶原蛋白会重塑和收紧。

每个疗程覆盖20%的皮肤表面，通常需要4-6次，每次间隔1周。

图表76：皮秒激光原理



沉淀皮肤中的色素

色素颗粒吸收激光后膨胀

膨胀后爆破

色素颗粒随新陈代谢排出

3.3.2 激光类：点阵激光&皮秒激光——祛斑祛疤“小能手” (2/2)

- 以点阵激光和皮秒激光为主的光电祛斑祛疤项目，占据光电医美市场份额首位，未来成长空间可期。** 根据头豹数据显示，光电医美项目排名前三的项目是祛斑祛疤，占整个光电医美市场份额的30%。据亿渡数据显示，2016-2019年，中国激光器械合规市场规模由8.1亿元增长至14.0亿元，年复合增长率将达到20.1%，受疫情影响，2020年市场规模下降至13.2亿元。但2021年后恢复增长态势，未来5年，预计至2025年中国激光医疗器械市场规模将增长至19.8亿元。
- 激光市场以进口产品主导，中国企业市占率超75%，主要系进口品牌被中国企业收购所致。** 以点阵激光和皮秒激光为例，市场上主流以进口品牌为主，包括美国科医人（2012年被复星医药子公司复锐医疗科技收购）、德国欧洲之星（2017年被汉德资本收购）、以色列赛诺龙等；亿渡数据的报告显示，2018年至2020年三年均值激光市场份额TOP3的品牌分别为欧洲之星（汉德资本收购）、以色列飞顿Alam（复锐控股）和武汉奇致激光，占比分别为21%、15%和12%；近年来，国产品牌奇致激光、半岛医疗、吉斯迪等国产企业的产品市场渗透率不断提高，在中低端市场竞争力不断增强。

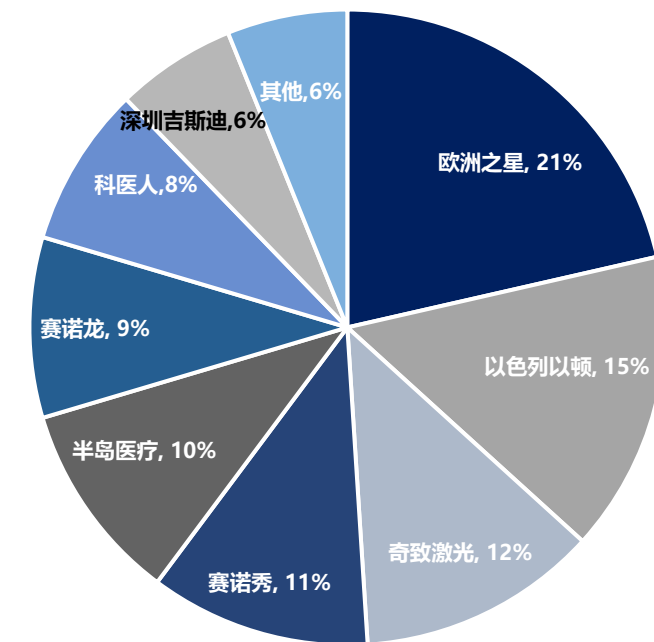
图表77：我国激光医美器械市场份额（亿元），2016年-2025年预测



图表78：国内主要激光仪器产品

点阵激光	皮秒激光
美国科医人 (Ultrapulse超脉冲点阵王、微雕点阵王)	以色列赛诺龙 (PicoWa)
美国PALOMAR (晶钻激光换肤系统)	美国赛诺秀 (PicoSure)
德国欧洲之星 (飞梭3D钾激光)	
美国Scition (Profile超级平台)	

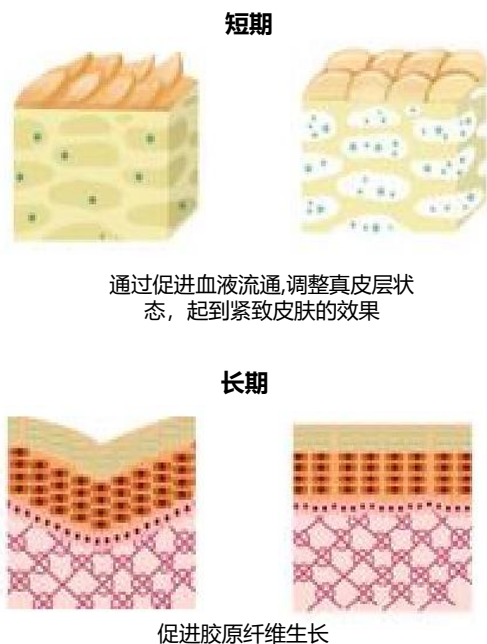
图表79：我国激光医美器械市场份额，2018-2020年3年平均



3.3.3 射频类：热玛吉&热提拉——抗衰微创医美

- **射频医美：**射频作为高流电磁波，能够深入皮肤深层产生热效应，达到美容抗衰的作用。射频的本质是高频交流变化的电磁波，频率范围在300KHz~300GHz之间，**相较激光、脉冲光，射频器械可作用于更深的皮下组织**，这是因为表皮层的黑色素、血红蛋白都不会对射频能量造成干扰。多数射频医美项目中属于微创治疗，需要局部麻醉，**对执行医师要求较高，减少痛感和提高射频可调节性**是射频类产品升级的主要方向。
- **热玛吉（紧肤抗衰）和热拉提（深度抗衰）为主要项目，索塔和飞顿公司产品市占率高。**二者同属**非侵入式**除皱紧肤塑形项目，分别采用**单极/升级版聚焦射频技术**。
- **通过认证的射频医美设备较少，多数为海外设备。**消费者在持牌/非持牌医美机构能够接触到被称为“射频医美器械”的设备数量超过200种，但多数器械属于无显著疗效的“山寨设备”，仅有30余种在欧洲、美国、日本或韩国通过当地医疗器械认证。截至2021年10月，通过NMPA认证的射频医美器械有21款，国内自主研发的射频医美器械仅有武汉中科科理和德技医疗器械的2款器械，此外，国内企业种复锐医疗子公司飞顿也有3款产品通过认证。
- **未来监管趋严，利好合规产品。**2022年3月，国家药监局发布关于调整医疗器械分类目录部分内容（2022年第30号），公告指出，**自2024年4月1日起，射频治疗仪、射频皮肤治疗仪类产品未依法取得医疗器械注册证不得生产、进口和销售。**

图表80：射频医美作用原理



图表81：射频医美主要项目



图表82：中国射频医美器械获批情况

公司名称	国家	数量	公司名称	国家	数量
Syneron赛诺龙	以色列	5	VenusConcept维缇	以色列	1
Alam飞顿	以色列, 被复锐医疗收购	3	BLT实业	英国	1
Jeisys杰西思	韩国	1	奥维	韩国	1
半岛医疗 (代理Invasix英华思产品)	中国 (以色列原产)	1	德技	中国	1
EndyMed欧华美科	以色列, 被昊海生物收购	1	InMode盈美司科	以色列	2
SoltaMedical索塔	加拿大	1	viora华诺美容	以色列	1
武汉中科科理	中国	1	Lutronic路创丽	韩国	1



目录

1

轻医美行业：重塑美丽，雕刻岁月

2

驱动因素：供需双增，行业风起

3

产品图谱：功效为锚，轻医美产品解析

4

公司梳理：轻医美产品布局

4. 相关上市公司梳理

图表83：轻医美主要公司一览（2021年数据）

公司名称	证券代码	公司主营	轻医美产品及亮点	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	研发费用率	销售毛利率	销售净利率	员工总数	玻尿酸	肉毒素	胶原蛋白	水光针	童颜少女	线雕	溶脂	脉冲光	激光	射频	
爱美客	300896.SZ	注射类医美产品及埋植线	7款医美产品，玻尿酸填充占98%营收	14.48	9.58	7.07%	93.70%	66.12%	507	☆	☆		☆	☆	☆	☆				
华熙生物	688363.SH	功能性护肤品、原料产品、医疗终端产品	透明质酸产品突出，皮肤类医疗产品收入5.04亿元	49.48	7.82	5.75%	78.07%	15.67%	3214	☆	☆		☆							
昊海生科	688366.SH	眼科产品、医疗美容与创面护理产品、防粘连及止血产品	真皮填充剂、肉毒毒素、射频及激光设备，医美产品营收3.29亿元	17.67	3.52	9.48%	72.10%	19.65%	1866	☆	☆						☆	☆		
华东医药	000963.SZ	医药药品和医疗器械	拥有无创+微创医美领域产品三十余款，22H1医美业务创收8.97亿元	345.63	23.02	2.83%	30.69%	6.77%	12427	☆	☆			☆	☆			☆	☆	
奇致激光	上市终止	激光和其他光电类医疗及美容设备研发、生产、销售和代理	光电医美方案提供商，医美贡献1.92亿元	2.42	0.36	8.28%	58.03%	14.76%	284								☆			
复锐医疗	01696.HK	设计、研发及生产能量源医疗美容器械	光电能量源产品布局全面，在探索玻尿酸、再生等产品	18.74	1.99	-	56.70%	11.05%	803								☆	☆	☆	
四环医药	00460.HK	制造及销售医药产品	独家代理Hugel生产的肉毒素，自研童颜针、少女针等	32.91	4.17	-	74.39%	7.07%	3896	☆	☆			☆						
康哲药业	00867.HK	营销、推广、销售及制造医药产品	利用收购进军医美领域	83.37	30.17	-	74.93%	36.29%	5454											
创尔生物	未上市	医疗器械、化妆品	活性胶原生物医用材料细分领域的领先企业	2.40	0.34	9.25%	79.58%	14.17%	338			☆								
锦波生物	未上市	重组胶原蛋白产品	医疗器械创收0.81亿元，再生医学领域企业	2.33	0.57	12.45%	82.29%	24.38%	491			☆								
巨子生物	未上市	重组胶原蛋白为关键生物活性成分的专业皮肤护理产品。	人源化胶原蛋白产品克服了传统胶原蛋白诸多风险，医用皮肤修复辅料销售靠前	15.52	10.17	-	78.24%	53.34%	839			☆								

☆ 自研上市产品 ☆ 在研未上市产品 ☆ 代理产品或并购外部公司

- **新冠疫情的不确定性：**不同消费行业受到一定程度疫情和未来恢复周期不确定性所带来的消极影响。
- **行业监管加剧风险：**若医美行业乱象层出不穷，产品审批流程和监管政策的变化，对公司业务和产品推进都可能带来一定影响。
- **市场竞争加剧风险：**若新入局者过多，未来市场存在竞争加剧的风险，影响行业增速和利润水平。
- **医疗事故风险：**如果过多客户对于医美改善效果不满意而提出法律申诉，可能会对行业和从业机构对造成不利影响，并降低信任度。
- **新品效果不及预期：**行业的消费者需求及偏好快速变化，新技术产品可能无法满足客户的需求及预期。

分析师简介

裴伊凡（证券执业证书号：S0640516120002），英国格拉斯哥大学经济学硕士，中航证券社会服务行业分析师，覆盖互联网传媒、教育、医美、免税、餐饮、旅游等行业。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

我们设定的上市公司投资评级如下：

买入	：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有	：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%-10%之间
卖出	：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

增持	：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性	：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持	：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

免责声明

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。