

# 医美能量源产品龙头，注射产品蓄势待发

## ——复锐医疗科技（1696.HK）深度报告

股票投资评级：买入|首次覆盖

李媛媛 S1340523020001

化妆品&医美分析师

中邮证券研究所

中邮证券

2023年4月14日

- **全球医美能量源器械龙头。**公司成立于2013年，2017年港股上市，控股股东为复星医药，持股比例超过70%；公司通过收购Alma切入医美上游市场，是全球医美能量源项目龙头厂家，19年以来通过投资合作等方式布局医美注射剂、牙科、个人护理等业务，持续扩大医美版图。22年公司收入/归母净利润分别为3.5亿美元/0.4亿美元，同增分别为20.5%/28.5%，14-22年复合增速分别为17.0%/27.0%，收入业绩稳健增长。
- **医美能量类产品及渠道双驱动，维持龙头地位。**公司子公司Alma旗下拥有Soprano（主打冰点脱毛）、Harmony（多适应症应用平台，旗舰产品为黑金超光子）、Accent（主打抗衰塑形，代表产品为热拉提2.0）三大核心产品系列，产品自推出以来持续更新迭代满足消费者需求，同时不断推出新品抢占市场，其他产品包括产后修复设备FemiLift、Legato II，抽脂及脂肪移植设备LipoLife等。根据Medical Insight数据，21年全球医美能量设备出厂端市场规模预计为45亿美元，公司份额保持领先（以21年医美能量源收入计算份额为5.8%）。Alma拥有拥有51项注册专利及12项目专利申请，在精准控制及提升舒服体验等方面颇有造诣，为产品迭代奠定基础。18年以来公司加大直营渠道建设，截止22年直营渠道占比提升至66%，未来中国直营化发展将驱动内生增长。
- **多款注射产品+家用美容仪布局，打造第二增长曲线：**1) 子公司复锐天津获得肉毒毒素产品RT002中国区美容领域适应症的销售权，该产品国内获上市申请受理，预计24年上市，是市场上唯一一款长效（6-9个月）肉毒毒素，且可常温储存，有望成为大单品；2) 子公司Alma获得Profilo玻尿酸中国香港、以色列、印度销售权，目前正在国内临床试验，预计24年上市，该产品为高浓度（64mg/2mg）无交联剂HA，可促进胶原蛋白和弹性纤维蛋白再生，22年收入仅9.2百万美元，未来有望加速成长；3) 子公司复锐天津通过投资天津星魅（股权占比7.4%）、天津星丝奕（10.4%）方式布局溶脂针JS001、丝素蛋白面部埋线/创面敷料产品，不断丰富产品矩阵；4) 22年3月推出家用美容仪器品牌LMNT，目前已在中国、意大利市场销售，抢占国内百亿市场红利，今年有望美国市场上市。
- **盈利预测及投资建议：**我们预计公司23-24年归母净利润分别为50.5/64.7百万美元，对应增速分别为26%/28%，对应估值分别为17倍、13倍，我们看好公司医美领域的多元化布局，未来成长空间广阔，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**全球医美景气度下行；肉毒毒素、玻尿酸等产品国内上市不及预期；能量类产品直营转化不及预期等。



# 目录

一

**全球领先医美能量源厂家**

二

**能量类产品及渠道双驱动，维持龙头地位**

三

**布局注射类+家用美容仪产品，打造第二成长曲线**

四

**盈利预测与投资建议**

—

## 公司概况：全球领先医美能量源厂家

1.1 复星系旗下全球医美能量源龙头厂家

1.2 14-22年收入业绩双位数稳健增长，19年以来扩展注射及牙科业务

# 1.1 深耕医美能量类上游赛道，产品矩阵丰富，业务布局全球领域

- 复锐医疗科技成立于2013年，集团总部设立于以色列，主要从事医学美容及牙科设备、家用设备、注射填充及药妆品研发、设计、制造、销售及营销，主要销售市场包括欧洲、北美、亚太、拉丁美洲、非洲及中东等，营销网络覆盖全球约90个国家及地区。公司能量源医美产品销售为第一大收入，2022年为3.1亿美元，占比为86.6%，注射填充类及牙科实现收入分别为9.2百万美元、18.6百万美元，占比较低。

图表1：复锐医疗产品矩阵情况

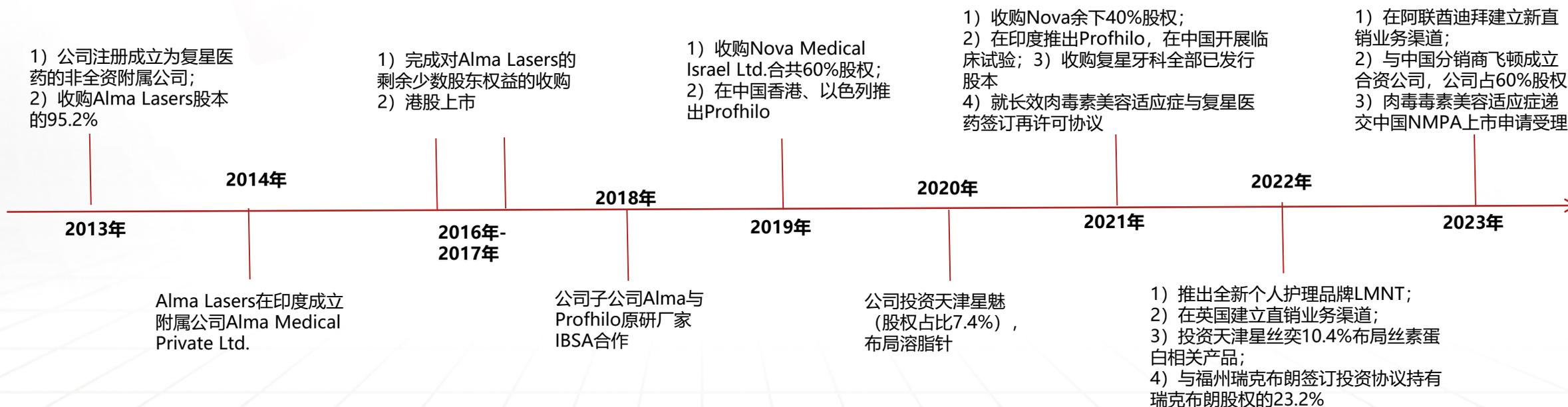
类型	代表系列	作用	销售市场	2022年收入	
能量类 医美设备	Soprano系列	主打身体各部位脱毛	欧洲、北美洲、亚太（包括中国）、拉丁美洲、非洲及中东	306.9百万美元，占比86.6%，同增18.7%	
	无创	Harmony系列			具备嫩肤、脱毛、血管治疗、色素性病变治疗、除疤、紧肤、祛痘疤等多种适应症
		Accent系列			主打抗衰紧致以及身体塑形
	微创	FemiLift			私密美容治疗、应激性尿失禁（SUI）、女性私密处干涩、复发性感染、更年期后泌尿道综合症及产后修复
	生美	Rejuve等			嫩肤、脸型及身体塑形、脱毛等
	服务及其他	向直销客户作出的售后服务、延保销售及置换应用端头销售（对于使用次数有限的应用端头）所收费用等、连锁诊所等		19.8百万美元，占比5.6%，同增27.44%	
注射填充	Profhilo	透明质酸填充物、紧致肌肤、填充皱纹	中国香港、以色列、印度	9.2百万美元，占比2.6%，同增43.97%	
牙科	复星牙科；Copulla	复星牙包括在中国分销领先的全球牙科设备品牌、用于牙科器具制造的最先进的CAD/CAM设施以及市场培训与教育。Copulla提供一站式牙科服务，通过创建最佳的指南式数字流程，以颠覆现有传统的牙科工作流程。	中国、亚洲为主	18.6百万美元，占比5.3%，同增34.47%	

资料来源：公司公告、公司官网，中邮证券研究所  
 请参阅附注免责声明

# 1.1 收购Alma进入医美能量源赛道，19年以来加大注射类、牙科及数字服务、个人护理等业务发展

- 公司发展历程可分为两大阶段：1) 2013年-2018年，聚焦全球医美能量源业务发展，公司2013年成立，当年收购全球Alma95.2%股份，切入医美赛道，2016年完成对Alma剩余股权收购，17年上市以来不断推进Alma全球直营化进程，推进内生增长；2) 2019年至今，多元化布局，2019年公司与IBSA合作在中国香港、以色列推出Profilo玻尿酸，2021年公司与复星医药签订长效肉毒RT002再许可协议，2022年推出家用美容仪品牌LMNT等，进行多元化布局，打造多维成长曲线。

图2：公司发展历程



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明



## 1.1 高管拥有丰富医疗行业从业经历，团队较为稳定

- 公司主席刘毅先生为复星医药高级副总裁，从事医疗器械行业20余年，曾在政府机构从事医疗检测等工作，拥有博士学位，专业背景强大；公司CEO Lior Moshe DAYAN先生拥有激光行业20余年市场运营经验，对亚太、欧洲等市场尤为了解，拥有全球化运营经验。公司核心高管加入时间长，团队较为稳定。

图表4：公司高管情况

姓名	职位	入职时间	履历
刘毅	董事会主席、执行董事	2016年	于2016年4月加入本集团，并自此担任董事。于2015年11月至2016年12月为复星医药医疗技术管理委员会首席技术官、于2017年1月至2021年12月为复星医药副总裁，以及自2022年1月起担任复星医药高级副总裁。
Lior Moshe DAYAN	首席执行官、执行董事	2011年	2017年6月6日获委任为本公司首席执行官兼执行董事。自2011年4月起一直为本集团全球销售部高级副总裁兼德国附属公司董事总经理。于2008年9月至2012年12月为负责Alma Lasers亚太市场的高级总监及于2010年11月至2011年4月为Alma Lasers欧洲及亚太销售及营销部副总裁。于激光行业拥有20年经验以及对营运、物流、财务及销售的专门知识，其中11年乃来自亚洲。
Ran Ezioni	首席运营官	—	Ezioni先生在多个行业拥有超过二十年的多维经验，包括全球运营、供应链管理、IT、外包和服务与维护领域。Ezioni先生拥有以色列理工学院的工业工程学士学位
方前厉	公司秘书	2019年	历任本公司董事会秘书、本公司并购与业务发展总监及Alma Lasers Ltd.（本公司主要附属公司）董事会秘书。在加入本公司前，自2016年2月至2019年4月于以色列德勤财务顾问部担任中国客户主管。

资料来源：公司公告、公司官网，中邮证券研究所

# 1.2 14-22年收入业绩双位数稳健增长，21年以来受益于疫后复苏、牙科业务并表等因素快速增长，净利率提升至11.3%

■ **收入业绩双位数稳健复合增长，21年以来快速增长。**公司2022年收入/归母净利润分别为3.5亿美元/0.4亿美元，同增分别为20.5%/28.5%，14-22年复合增速分别为17.0%/27.0%，收入业绩实现稳健增长。2021年以来收入业绩快速增长，主要受益于：1) 疫后复苏alma带动医美业务增长70%以上；2) 21年将复星牙科整合进公司，当年收入占比4.7%。

■ **毛利率稳步提升，净利率有所优化达双位数。**公司2022年毛利率为57.1%，实现稳步提升，受益于直销渠道占比提升，22年毛销差为28.9%，略微下降；公司22净利率11.3%，近2年有所提升，主要受益于管理、研发等费用的规模效应。

图表5：公司14-22年收入及增速（百万美元）



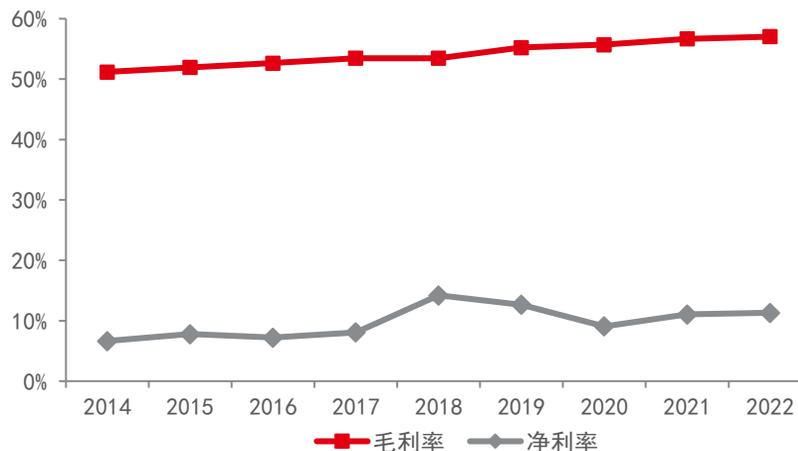
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表6：公司14-22年归母净利润（百万美元）



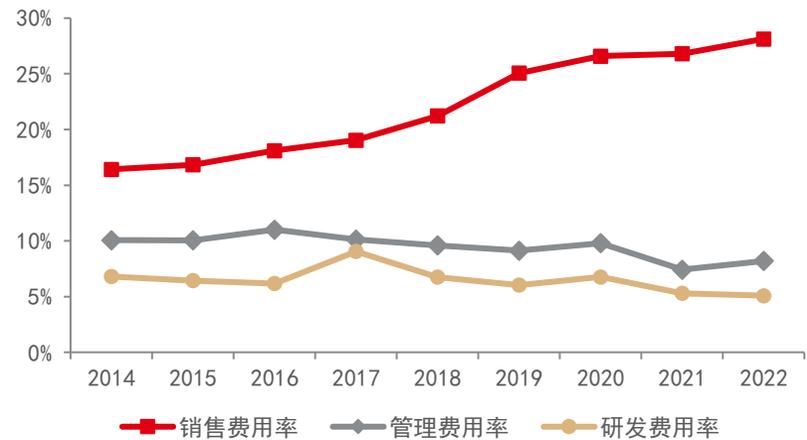
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表7：公司14-22年毛利率、净利率



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表8：公司14-2022年期间费用率



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

# 1.2 20年以来ROE受益于资产周转效率提升及净利率优化稳步提升至9.3%，拥有稳健的现金流储备

- **20年以来ROE稳步提升至9.3%，资产周转效率优化下有望持续优化。** 公司2017年因上市融资ROE降低17.2pct至3.8%，伴随资产周转效率及净利率稳步提升ROE有所提升，20年受疫情冲击ROE下降，伴随疫后复苏，公司资产周转效率及净利率改善ROE稳步提升至9.3%，我们认为，剔除疫情及上市影响，公司资产周转效率稳步提升，未来ROE有望持续优化。
- **维持稳健的现金流储备。** 22年公司现金及现金等价物、其他短期投资合计5.7亿元，较21年减少4.1亿元，整体保持稳健的现金流储备；公司19年以来经营性现金流净额/净利润超过0.95，创造现金能力较强，具备较好自我造血能力。

图表9：公司2014-2022年ROE拆分

指标	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
ROE (%)	26.7	26.4	21.0	3.8	7.0	6.7	4.4	8.1	9.3
销售净利率 (%)	6.62	7.8	7.2	8.1	14.2	12.6	9.1	11.1	11.3
资产周转率 (%)	37.5	40.4	42.3	39.5	44.0	44.2	37.5	55.5	63.8
权益乘数	10.8	8.4	6.9	1.2	1.1	1.2	1.3	1.3	1.3

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表10：公司现金及现金等价物及现金流情况（百万美元）

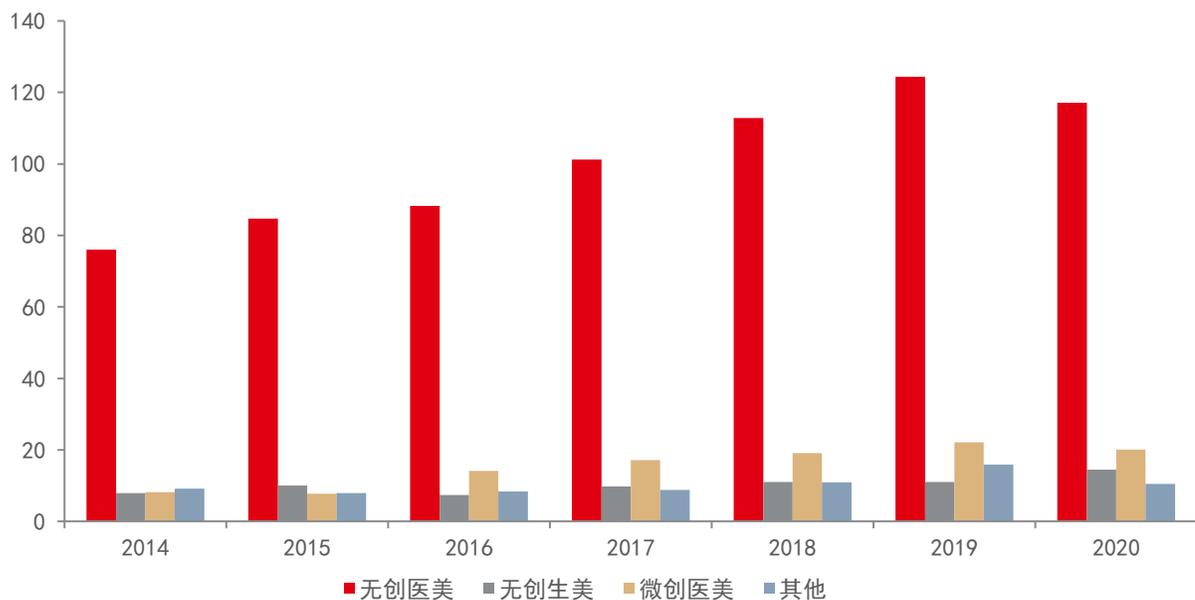


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

# 1.3 能量类医疗美容收入占比超过86%，19年以来扩展牙科、注射填充类业务，不断丰富产品矩阵

- **能量类医美设备贡献主要收入，积极布局牙科及注射填充业务。**分业务来看，22年能量类设备收入307百万美元，同增18.7%，占比总收入降低1.3pct至86.6%；22年牙科收入19百万美元，同增34.5%，占比总收入提升0.55pct至5.3%；22年注射填充业务收入9百万美元，同增44.0%，占比总收入增加0.42pct至2.6%，能量类设备贡献主要收入。
- **医美设备高毛利率整体维持较高水平。**公司2016年无创医美、无创生美、微创医美毛利率分别为65.0%、61.0%、69.3%，医疗美容能量设备毛利率较高，彰显上下游稳定的议价能力。

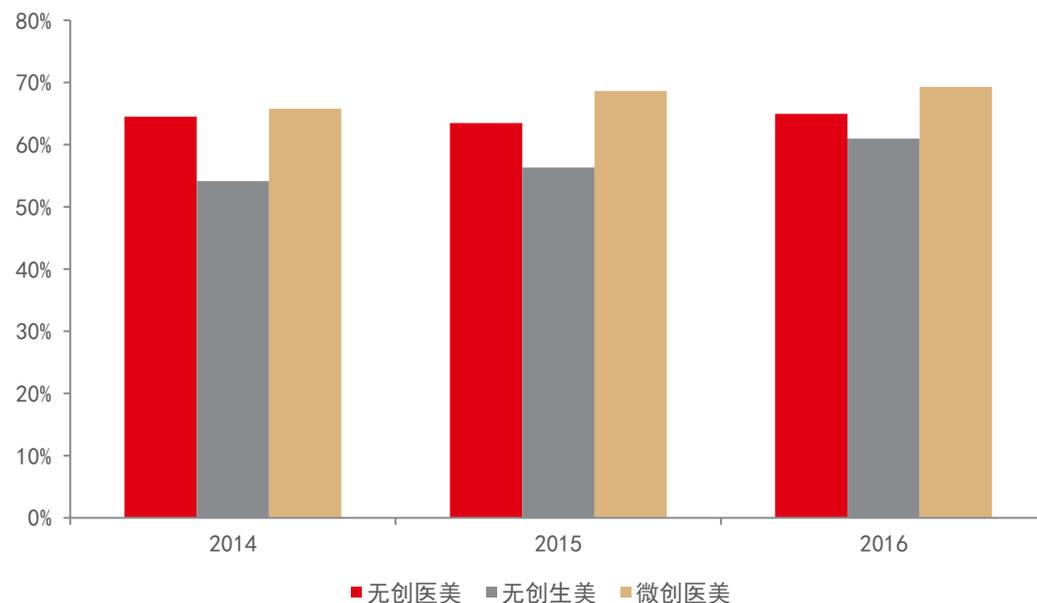
图表11：2014-2020年公司分产品类型收入变化（百万美元）



资料来源：复锐招股书、公司年报，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表12：公司分产品类型毛利率

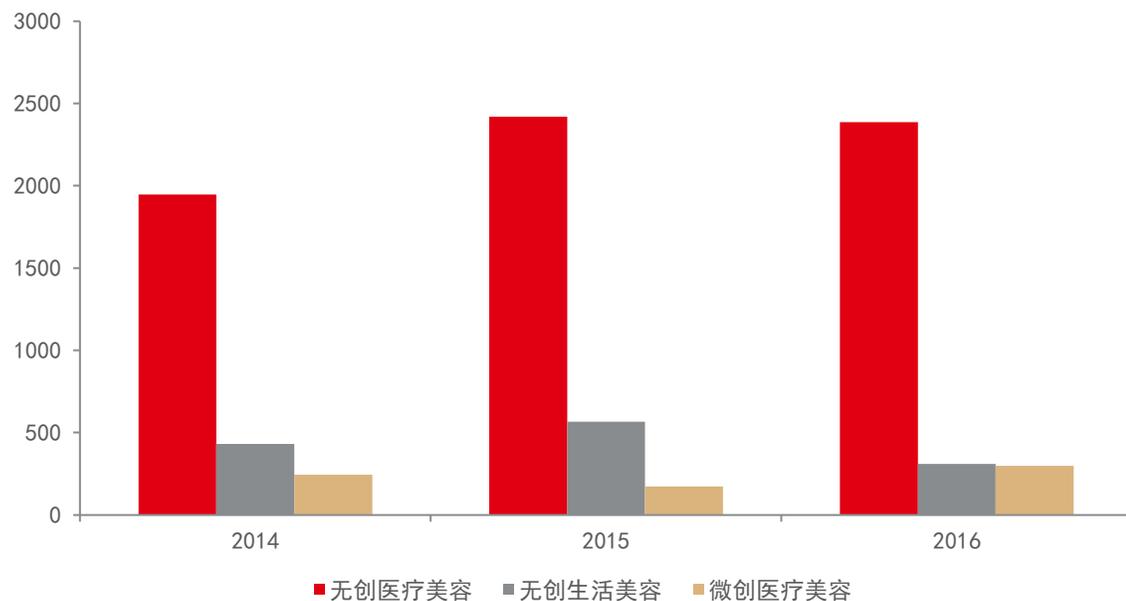


资料来源：复锐招股书、公司年报，中邮证券研究所

# 1.3 无创医疗美容设备销量领先，均价约3.7万美元，微创医疗美容设备价格领先，均价约4.8万美元

- **无创医疗美容设备销量领先，微创医疗美容设备单价领先。**销量方面，2016年公司无创医疗美容、无创生活美容、微创医疗美容销量分别为2386件、310件、298件，无创医疗美容销售领先；单价方面，2016年公司无创医疗美容、无创生活美容、微创医疗美容单价分别为3.7万美元/件、2.4万美元/件、4.8万美元/件，微创医疗美容设备价格领先且稳定提升，无创医美设备受产品结构等影响略微波动。

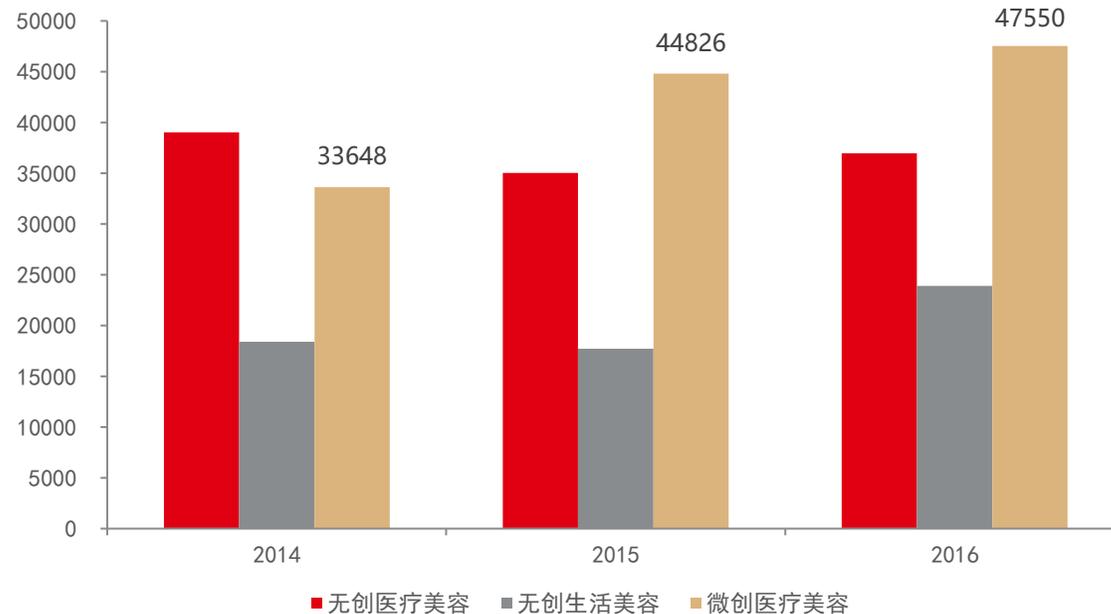
图表13：公司2014-2016年分产品类型销售量（件）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表14：公司2014-2016年分产品类型销售价（美元/件）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所



二

## 逻辑一：能量类产品及渠道双驱动，维持龙头地位

- 2.1 全球医美能量类维持双位数增长，集中度较高
- 2.2 三大核心产品系列竞争优势领先，保持推新频率巩固地位
- 2.3 分销转直营增厚收入，亚太地区未来有望快速增长

## 2.1 全球能量类医美设备21年市场规模预计44亿美元，保持双位数增长 修身紧肤、嫩肤、脱毛为大项目，北美、亚洲、欧洲为前三大市场

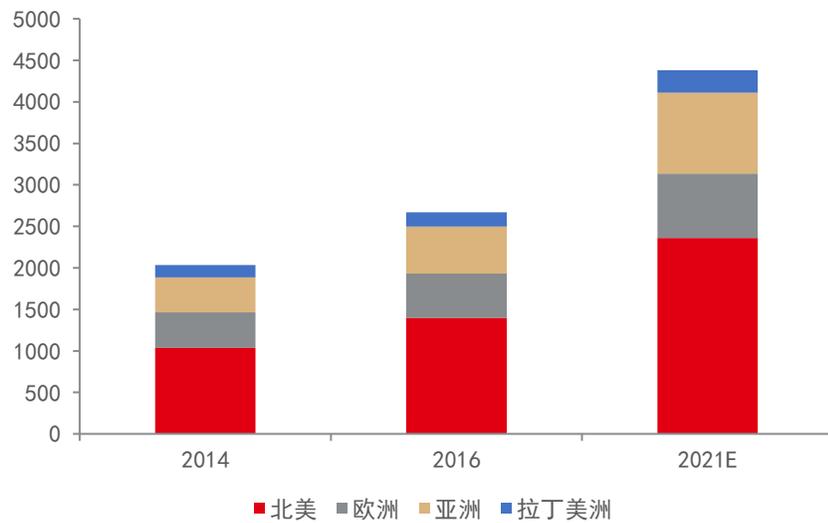
- **全球医美能量类市场保持双位数增长。**根据Medical Insight, 16年全球能量类医美设备及耗材市场规模为26.7亿美元, 14-16年复合增速为14.6%, 预计21年市场规模达44.8亿美元, 16-21年复合增速为10.4%, 全球能量类医美市场保持双位数稳健增长。分项目来看: 1) 21年预计修身紧肤类市场规模19.6亿美元, 占比44%; 2) 21年预计非修身紧肤类市场规模24.2亿美元, 占比54%, 其中嫩肤、脱毛为前两大项目, 21年预计市场规模分别为10.9亿美元、3.3亿美元。
- **北美、亚洲市场潜力大。**根据Medical Insight, 16年北美、亚洲、欧洲市场为全球能量类医美前三大市场, 市场规模分别为13.9亿美元/5.7亿美元/5.4亿美元, 预计21年分别以11.1%/11.5%/7.6%复合增速增长至23.6亿美元、9.7亿美元、7.7亿美元, 北美、亚洲市场增长潜力领先。

图表15: 分类别全球能量源无创医疗美容器械市场规模 (百万美元)



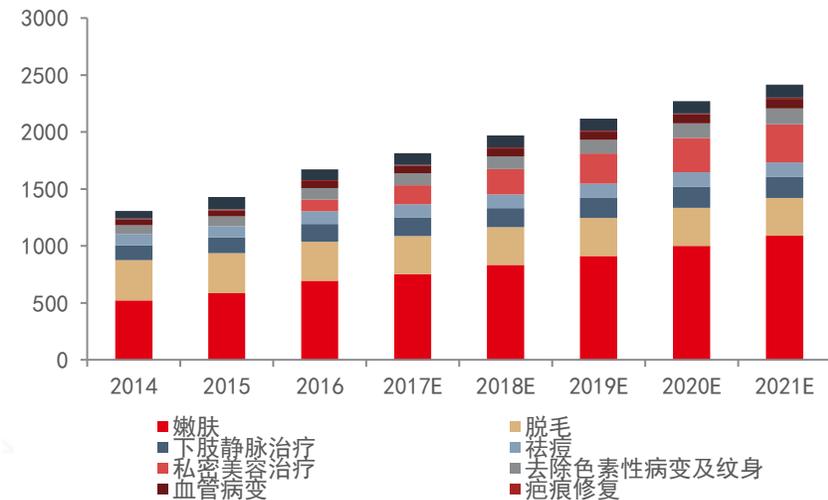
资料来源: Medical Insight、公司公告, 中邮证券研究所

图表16: 分地区全球能量源医疗美容器械市场规模 (百万美元)



资料来源: Medical Insight、公司公告, 中邮证券研究所

图表17: 按治疗类别细分能量源无创医疗美容 (不包括修身及紧肤 (百万美元))



资料来源: Medical Insight、公司公告, 中邮证券研究所

## 2.1 全球能量类医美设备厂商竞争激烈，16年CR3约40%，Alma保持优势地位位居前列，近年涌现索塔医疗等新秀

- **全球能量类设备集中度较高，Alma保持优势位居前列。**根据Medical Insight数据，2016年全球前三大能量类医美设备厂家分别为赛诺秀、艾尔建（酷塑）、赛诺龙，CR3为41%，集中度较高；复锐医疗旗下的Alma以4.4%份额位列第五，其中非修身紧肤类设备份额为4.1%，保持优势。
- **近年涌现索塔医疗等新秀。**20年索塔医疗依靠热玛吉设备快速成长，实现收入2.5亿美元，成为行业新秀，其中亚太市场为第一大地区，占比约70%。

图表18：2016年全球能量源医美设备厂商竞争格局

能量源医美设备		无创能量源医美设备	
公司	占比（按收益划分）	公司	占比（按收益划分）
Cynosure	16.2%	Cynosure	14.7%
Zeltiq Aesthetics	13.3%	Syneron Medical	9.3%
Syneron Medical	11.2%	Lumenis	4.2%
Lumenis	5.9%	El. En. S. p. A.	4.1%
复锐医疗	4.4%	复锐医疗	3.7%
其他	49.0%	其他	47.7%

资料来源：Medical Insight、公司公告、中邮证券研究所

图表19：全球龙头能量源医美设备厂商基本情况

公司	国家	代表产品	财务情况
赛诺秀	美国	蜂巢皮秒、5D胶原光	16年收入4.3亿美元，净利润0.14亿美元，17年2月被Hologic以16.5亿美元股权价值收购
艾尔建（Zeltiq）	美国	酷塑冷冻减脂仪	17年2月被艾尔建以24.8亿美金现金收购；19年实现收入3.7亿美元
赛诺龙（西龙医疗）	以色列	超皮秒激光、星耀VII、酷雪等	16年收入2.98亿美元，净利润为0亿美元，17年7月退市
科医人	以色列	M22光子嫩肤、月光真空脱毛	布局外科、眼科及美容，14年收入2.9亿美元，净利润0.13亿美元，15年终止上市
本公司（Alma）	以色列	黑金超光子、热拉提等	22年能量类医美业务收入3.1亿美元
索塔医疗	加拿大	热玛吉	20年收入2.5亿美元，其中亚太市场占比约70%，净利润0.76亿美元，22年11月撤销上市申请

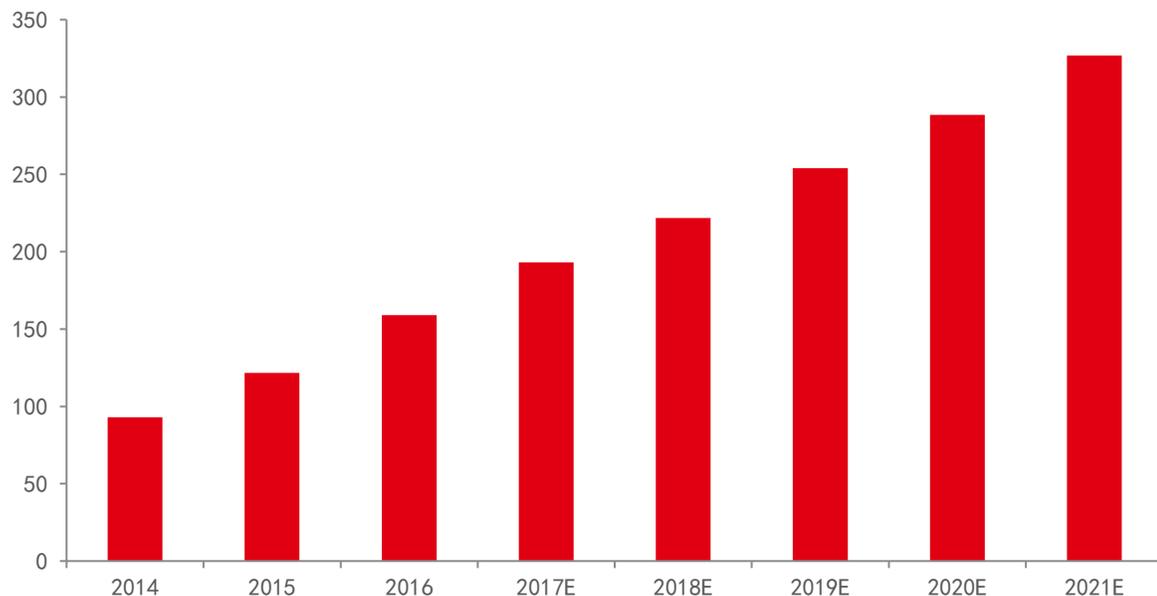
资料来源：各公司公告，各公司官网，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

## 2.1 中国能量类医美市场维持较高景气度，嫩肤、脱毛、紧肤类项目受求美者青睐

- **中国能量类市场需求维持双位数增长。**根据Medical Insight，中国16年能量类医美设备市场规模为1.6亿美元，预计16-21年以16%复合增速增长至3.3亿美元；根据弗若斯特沙利文数据，21年中国非手术类市场规模为977亿元，17-21年复合增速为25%，行业保持高景气度。
- **去除色素性病、嫩肤、脱毛等成为非修身紧肤类热门项目，抗衰类成为近年来热门项目。**根据Medical Insight数据，中国16年非修身紧肤类项目中去除色素性病及纹身、嫩肤、脱毛为前三大热门项目，占比约77%，紧肤类抗衰项目成为近年新秀，备受求美者追捧。

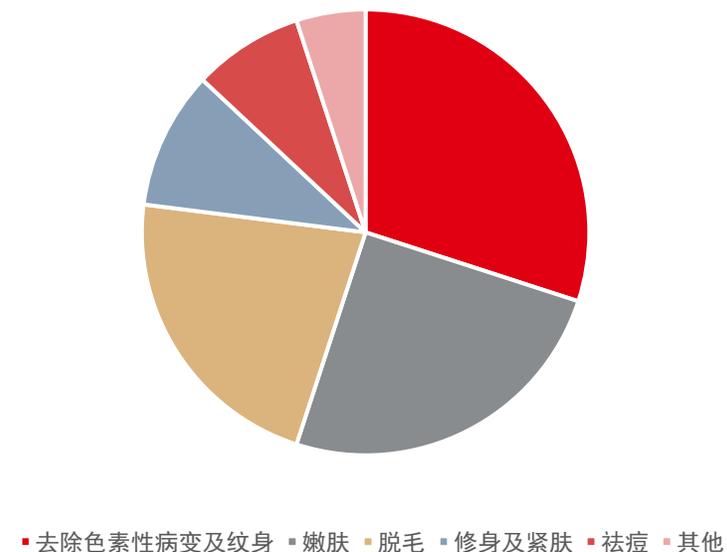
图表20：中国能量源医美器械市场规模（百万美元）



资料来源：Medical Insight、复锐医疗招股书，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表21：2016年中国细分品类占比



资料来源：Medical Insight、复锐医疗招股书，中邮证券研究所

## 2.1 复锐医疗为非修身紧肤类医美能量项目国内市场龙头，以索塔医疗为代表的紧肤类项目近年增长势头较好

- **复锐医疗为非修身紧肤类项目龙头。**根据Medical Insight数据，16年中国非修身紧肤类医美能量项目前三大厂家分别为复锐医疗（Alma）、奇致激光、科医人，份额分别为16%、13%、11%，公司在细分领域成为龙头。
- **紧肤类项目近年备受追捧，索塔医疗表现突出。**伴随求美者对抗衰需求提升，近年来紧肤类项目备受关注，热玛吉、超声炮、热拉提等项目较为火热，根据索塔医疗招股书，21年Q1-Q3亚太地区实现收入1.5亿美元，占比为67%，同增26%，表现突出。

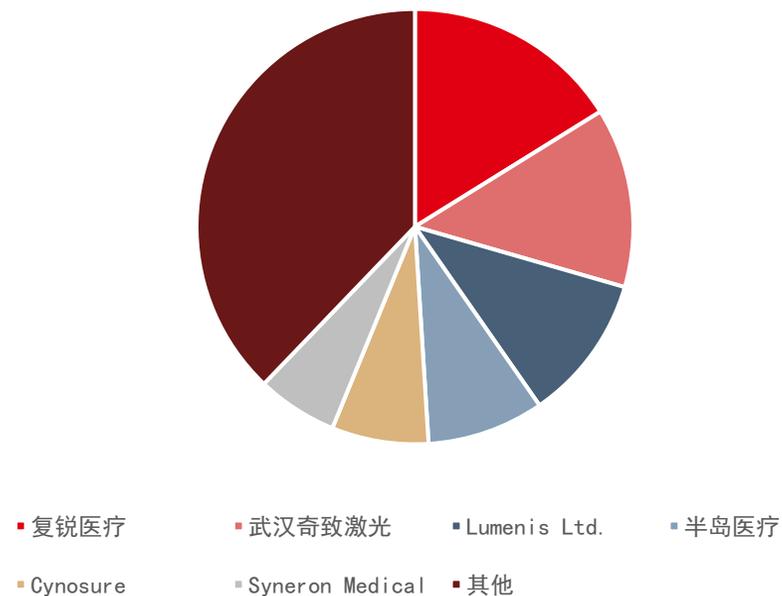
图表22：中国能量源器械市场主要企业代表产品

公司名	国家	代表产品
复锐医疗	以色列	Soprano冰点脱毛系列；黑金DPL超光子；热拉提
奇致激光	中国	CC蛋白光、Profile强脉冲光、IPL皇后光子
科医人	美国	M22王者之冠、M22-AOPT黄金超光子、Ultrapulse超脉冲点阵王
半岛医疗	中国	6D黄金微雕、独角兽痤疮治疗仪、半岛超声炮、半岛黄金微针4.0
赛诺秀	美国	picosure蜂巢皮秒、极速5D胶原光、ICON、Vectus皓雪极速脱毛
赛诺龙	以色列	超皮秒、Nd:YAG皮秒激光脱毛仪、皓雪翠绿保湿激光脱毛、5gmax

资料来源：公司招股书，各公司官网，大众点评，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表23：2016年中国非紧致瘦身类设备竞争格局



资料来源：Medical Insight、复锐医疗招股书，中邮证券研究所

## 2.2 产品—Soprano：兼具多种波长的激光脱毛设备，更新至第五代产品，自带冷却系统舒适感较高，项目本身普及率高定价大众化

- **Soprano为多层次激光脱毛设备，更新至第六代产品。** Soprano于2006年推出，至今更新至第六代产品，最新产品Soprano Titanium使用三重组合波长，将三重激光波长（755纳米/810纳米/1065纳米）结合4平方厘米大尺寸涂抹器，可对不同皮肤组织及深度进行脱毛治疗，治疗速度快；同时采用先进ICE Plus技术，**持续冷却皮肤**，并在整个治疗过程中控制温度，**舒适感较高**。

图表25：Soprano系列产品推出时间及升级趋势

产品名称	能量来源	推出年份	相关应用端头数量/类型	作用
Soprano XL	激光	2006年	2个手具	脱毛及紧肤
Soprano Accord	激光	2009年	2个手具及1个配件	脱毛
Soprano XLI	激光	2010年	2个手具	脱毛及紧肤
Soprano ICE	激光	2014年	4个手具及1个配件	脱毛
Soprano ICE Platinum	激光（三条组合波长）	2016年	5个手具及3个配件	脱毛
Soprano Titanium	激光（三条组合波长）	2019年		脱毛

资料来源：公司公告，Alma官网，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表24：脱毛能量源分类及优缺点

	激光	冰点	光子
特点	能量集中效果好	效果好痛感低，烫伤风险低	兼顾嫩肤功效
适合人群	体毛严重粗大，快速脱毛不怕疼	疼痛较敏感，追求舒适体验	精细、敏感部位脱毛，如唇毛、手毛
常见设备	美国科医人月光真空、施德嘉808	奇致至尊、飞顿冰点、赛诺龙酷雪、欧洲之星冰点雪肤、元泰曼卡妮	德国粉饼

资料来源：大众点评，中邮证券研究所

图表26：脱毛设备常见光源对比

光源	波长	优点	缺点
长脉冲红宝石激光	694nm	对肤色浅体毛色深的求美者效果好	穿透力弱、不良反应多、目前应用较少
长脉冲绿宝石激光	755nm	效果好、应用最广泛、不良反应轻微、适合所有肤色	价格相对较高
半导体激光	800nm/810nm	效果好、副作用少、多带冷却系统	细小、色浅体毛效果较差
长脉冲Nd YAG激光	1064nm	色素问题发生概率低、粗黑体毛效果好、适合深肤色	疼痛感较强、治疗后有水肿概率
强脉冲光	多为400-1200nm	疼痛感较小、价格较低、兼顾光子嫩肤和脱毛的效果	易引起色沉/色素减退

资料来源：大众点评，中邮证券研究所

## 2.2 产品—Soprano：兼具多种波长的激光脱毛设备，更新至第五代产品，自带冷却系统舒适感较高，项目本身普及率高定价大众化

- 国内市场为例，安全性领先，定价高于国产设备。以中国市场为例，Soprano设备通用名为飞顿冰点，在冰点脱毛项目中，设备保持舒适度同时安全性较高，定价高于国产设备奇致至尊，与进口赛诺龙酷雪接近，整体项目普及率较高，定价较为大众化。

图表27：以中国市场为例Soprano系列产品与竞品比较

	激光类			冰点类			光子类
设备名称	月光真空	STK施德嘉808	奇致至尊	飞顿冰点	酷雪	冰点雪肤	德国粉饼
厂家	美国科医人	韩国施德嘉	中国奇致激光	以色列飞顿	赛诺龙	德国欧洲之星	德国Asclepion
作用周期	单次维持2-4周，不同部位持续6次左右作用周期可达数年						
疗程	3-6次一疗程，每次间隔1个月	3-6次一疗程，每次间隔2周	3-6次一疗程，每次间隔1个月	3-5次一疗程，每次间隔1个月	2-3次，可在6个月后进行再次治疗	3-6次一疗程，每次间隔1个月	3-5次一疗程，每次间隔1-2月
参考价格	600元/次	唇毛/腋下100-200元，四肢/私密300-400元，全身2000元	唇毛/腋下100元，四肢/私密200-400元，全身500-1000元	唇毛/腋下100-200元，四肢/私密300-600元，全身300-2000元	唇毛/腋下100-400元，四肢/私密400-900元，全身2000元	唇毛/腋下100-300元，四肢/私密300-500元，全身1500元	唇毛/腋下100元，四肢/私密300-500元，全身1500元
优点	脱毛速度较快，过程舒适无痛	疗程效果持久、治疗过程舒适	舒适度较高、额外可嫩肤祛痘、滑动脱毛速度快、智能选择脱毛模式	高效安全、舒适度高	悬浮脱毛，无交叉感染风险、有美白功效、操作次数少	效果较好、舒适度较高、效率高无治疗死角	手柄灵活效率高，舒适感好，额外可解决多种皮肤问题
缺点	需按疗程多次治疗	有烫伤风险，毛色较浅者效果不佳；需多次治疗	需做好操作护理	治疗次数较多	需多次治疗	术后可能轻微红肿	需做好护理

资料来源：大众点评，新氧，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

## 2.2 产品—Harmony：多适应症应用，涵盖嫩肤、除疤、色素治疗等项目，国内黄金超光子主打0痛感嫩肤，祛红效果领先

- **Harmony为多适应症应用平台，国内主打光子嫩肤领域。** Harmony是利用激光、超声波技术的能量源医美可扩展、多应用平台；2007年推出，2020年更新至Harmony XL Pro Special edition，配合19种手具治疗超过65种FDA批准的适用症，包括嫩肤、脱毛、血管治疗、色素性治疗、除疤及紧肤等。国内代表产品为黑金DPL超光子、大Q激光等，在光子嫩肤领域知名度高，超光子以独有的3HZ超光频率搭配In-motion改变传统光子嫩肤的加热模式，使有效的能量充分累计，提高了治疗的体验感，主打“真正0痛感”嫩肤升级。

图表28：Harmony系列产品推出时间及升级趋势

产品	能量来源	推出年份	相关应用端头数量/类型	主要预期适应症
Harmony XL	激光；超声波；AFT；NIR及LED	2007年	16个手具	超过65种适应症，如嫩肤、脱毛、血管治疗和色素性病变治疗、除疤及紧肤、祛痘疤
Harmony XL Pro	激光；超声波；AFT；NIR及LED	2014年	与上述Harmony XL相同，另附3个手具	
Harmony XL Pro Special edition	激光；超声波；AFT；NIR及LED	2020年	19个手具	

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表29：Harmony产品国内推广应用代表手具

名称	适应症	图片
ClearSkin Pro	结合了非烧蚀激光和同步接触冷却技术，促进新组织的发展，同时保持高水平的安全性。	
Dye-VL PRO	具有窄带频谱，用于血管和色素病变的专门治疗。黑色素吸收能力强，能有效去除色斑和色素沉着。	
ClearLift	去除纹身和色素沉着非常有效。是目前最全面的Q-Switched Nd:YAG处理解决方案。	
Pixel Er:YAG 2940	显著改善整体肤色，弹性和纹理，减少表面色素沉着和毛孔大小。	
SPEED AFT	通过逐渐加热真皮层，使其温度有效地破坏毛囊，防止再生，同时避免对周围组织造成伤害。	

资料来源：Alma官网，中邮证券研究所

## 2.2 产品—Harmony：多适应症应用，涵盖嫩肤、除疤、色素治疗等项目，国内黄金超光子主打0痛感嫩肤，祛红效果领先

- **Harmony旗下光子嫩肤产品舒适感高，祛红效果良好。**光子嫩肤可改善各种皮肤问题，包括嫩肤收缩毛孔、祛红血丝/痘印、祛痘闭口、浅层祛斑等。目前通过NMPA认证的热门光子嫩肤仪器有8款，每款仪器侧重的效果有所差异：1) 嫩肤方面，星耀、AOPT效果突出；2) 祛红方面，星耀、DPL/DPL pro效果领先；3) 祛痘闭口仅AOPL、BBL拥有祛痘滤光片，AOPL效果更领先。黑金超光子定位较高端，在舒服度上体验良好，祛红效果领先，国内推广良好。

图表30：以中国市场为例黄金超DPL光子与竞品比较

	黑金超光子	星耀	M22 (AOPT/OPT)	皇后光子
设备名称	黑金DPL超光子	Nordlys星耀VII	M22	IPL皇后光子
厂家	Alma(飞顿)	赛诺龙	科医人	奇致激光
认证	通过NMPA认证	通过NMPA认证	通过NMPA认证	通过NMPA认证
光谱分析	超窄光谱/100nm	双滤过光谱技术	脉冲能量可调整 (AOPT)	强脉冲光
维持时间	1-2个月	1-3个月	1-2个月	1-2个月
疗程	每1-2个月1次	3-6次一疗程，每次间隔3-4周	每1-2个月1次	每1-2个月1次
参考价格	2200元/次	2980元/次	1200元/次	380元/次
优点	超高频率，每秒钟发射3个脉冲，是传统光子的9倍；in-motion速滑技术；使用超级冷却技术，避免烫伤	使用优化窄光谱，所需治疗次数少于宽波段；能够治疗良性血管病变；单次效果明显	拥有专利OPT技术及滤光科技，可以针对性治疗；较低方形波能量均匀输出，减少疼痛；针对不同肤色调整波长	多脉冲独立可调专利技术，减少治疗痛感；能量稳定；性价比高
缺点	术后护理严格	价格更贵	术后护理严格	对深层的红血丝和嫩肤治疗效果差

资料来源：新氧，大众点评，中邮证券研究所（参考上海伊莱美、北京丽合、上海洁铭）

## 2.2 产品—Accent: 主打紧致抗衰、身体塑形, 16年推出的热拉提升级至第三代, 实现精准聚焦达到提拉紧致效果, 定价具备优势

- **Accent: 精准聚焦, 主打提拉紧致, 主打产品为热拉提2.0。** Accent系列于2009年推出, 包含Cold Shear Wave (超声波) 以及Unipolar Pro (射频) 技术, 前者可分解脂肪细胞达到身体塑形效果, 后者用于紧肤。2016年公司升级的热拉提产品在国内市场推广, 搭配12个手具, 提升作用时间, 至今升级至第三代产品热拉提2.0, 搭载双聚能射频技术, 在确保射频能量隔空加热的同时 (65度黄金温度), 通过调整射频手具上每个发射源的相位 (4档), 使每个射频波呈现聚焦式聚集于皮下特定深度 (最深4.5mm), 热作用更精准聚集 (0.1s反应速度), 达到超强提拉效果。

图表31: Accent系列产品推出时间及升级趋势

产品	能量来源	推出年份	相关应用端头数量/类型	主要预期适应症
Accent XL	射频	2009年	3个手具	紧肤及脂肪消减、靓肤
Accent Ultra V	射频及超声波	2011年	9个手具	身体及面部塑形、紧肤及脂肪消减、靓肤
Accent Prime (ThermoLift)	射频及超声波	2016年	12个手具	身体及面部塑形、靓肤及嫩肤、脂肪消减
ThermoLift Plus	聚焦射频及超声波	2019年	—	身体及面部塑形、靓肤及嫩肤、脂肪消减
ThermoLift 2.0	单极大射频	2021年	—	瘦脸, 祛皱紧肤、抗衰

资料来源: 公司公告、Alma官网, 中邮证券研究所  
请参阅附注免责声明

图表32: 热拉提plus不同档位介绍

	热拉提	热拉提PLUS	黄金热拉提2.0
治疗能量	聚焦射频	单极射频	单极大射频
治疗档位	3	4	
升级方式	标准化方案, 护士操作	在原有聚焦射频紧肤系统的基础上, 升级效果和体验, 搭载NPM新波相聚焦射频技术。	300W单极大射频搭载双聚能射频技术; 舒适度提升, 制冷系统加强; 研发眼周手具。
治疗时间	60-90分钟	40分钟	30分钟-1小时
舒适度	低	高	高
维持时间	6个月左右	1-2年左右	1-2年左右
疗程	1-3次, 间隔1-3个月	1-3次一疗程, 每次间隔一个月	多疗程, 因人而异

资料来源: 新氧、大众点评, 中邮证券研究所

## 2.2 产品—Accent：主打紧致抗衰、身体塑形，16年推出的热拉提升级至第三代，实现精准聚焦达到提拉紧致效果，定价具备优势

- 相比热玛吉、欧洲之星，热拉提具备溶脂作用，舒适感强，定价具备优势。热拉提2.0主要定位抗衰提升，相近项目包括热玛吉、超声炮、fotona4D、埋线提升、拉皮等；热拉提2.0对于轻度衰老效果明显，舒适感较高，定价相比竞品有优势，同时具溶脂效果，对于有双下巴改善的求美者更具优势。

图表33：Accent系列产品推出时间及升级趋势

项目名称	第四代热玛吉	黄金热拉提2.0	FOTONA4D	冷拉提	超声炮
认证	获得NMPA认证	通过NMPA认证	通过NMPA认证	通过NMPA认证	通过NMPA认证
能量源	射频	射频	激光	超脉冲冲击波	超声波
原理	采用单极有回路射频技术，安全立体加热深层皮肤组织，刺激胶原蛋白收紧并促进胶原新生，达到紧致肌肤、减少皱纹、重塑轮廓的目的	作用于真皮浅层、真皮深层、SMAS筋膜层、脂肪层	2940nm/1064nm双波长作用于全面部立体抗衰，4大模式，覆盖皮肤浅层、中层和深层结缔组织	超脉冲转换阀将冲击波能量压缩到极窄的脉宽发射，3种手枪，最深作用至脂肪层/筋膜层	大焦域超声及超脉冲技术将热能作用在皮下多个层次。
适合人群	松弛、有皱纹、适合皮肤较薄者	皮肤松弛、下颌轮廓模糊，适合皮肤较厚者	双下巴、细纹泛红、肤色暗沉	去双下巴、下颌提拉、淡纹、疤痕修复	全脸中度下垂
疗程维持时间	1年以上，3-6个月效果最佳	1年以上	1年以上	1年以上	1年以上，3-6个月之后效果最佳
疗程次数	2-3次	一般3次	3-5次	3次	根据皮肤状态1-3次
单次参考价格	14500元	2980元	3980元	—	11800元
优点	紧致、除皱效果最好	可同时溶脂和胶原再生	同时达到美白嫩肤、溶脂紧致效果	纯物理抗衰无烫伤及过度刺激皮肤风险	中度衰老人群，全面部整体提升；分层作用、精细治疗；治疗过程舒适
缺点	疗程后皮肤容易发红发热	能量较低，不适合严重衰老者，维持时间短需要多次治疗	能量较低	—	单次价格较高

资料来源：新氧、大众点评、中华整形大典公众号，中邮证券研究所（单次价格参考上海伊莱美、上海薇琳）

请参阅附注免责声明

## 2.2 其他产品：多样化产品线，持续在皮肤治疗、色素治疗、产后修复等领域持续布局，保持新品推进及大单品更新迭代

- 三大大单品系列之外，布局多样化产品矩阵。此外，公司拥有产后修复设备FemiLift、Legato II，抽脂及脂肪移植设备LipoLife，生美设备REJUVE、生美设备REJUVE等，产品矩阵丰富多样，全部提升综合竞争力。
- 保持产品推新及更新迭代频率。公司推新能力突出，20年以来推出Alma Hybrid、Opus、Alma Duo、Alma Ted等产品，大单品保持一定的更新迭代频次，保障产品积极响应市场需求变化，提升综合市占率。

图表34：Alma旗下其他产品布局

	产品名	推出时间	能量源	功能
无创	Legato II	2012年	激光及超声波	靓肤、祛除色斑
	Pixel CO2	2012年	二氧化碳激光及超声波	嫩肤、紧肤
	REJUVE (生美)	2015年	AFT、Dye、NIR	嫩肤及紧肤、脸型及身体塑形、脱毛
	Spa RF/Spa RF Pro (生美)	2015年	射频	紧肤及身体塑形
	Reboost (生美)	2015年	超声波	嫩肤、皮肤美白、紧肤、油性或问题肌肤
	Spa Slim (生美)	2015年	超声波	身体塑形
	Alma-Q	2016年	激光	嫩肤、祛除色斑
	Pioclear	2016年	激光	去除纹身及色斑
	SINON/SINON II	2012/2017年	激光	治疗色素性病变及多色纹身
	RESHAPE	2018年	射频、超声波	面部、身体美容护理
	Alma Hybrid	2020年	镭射、超声波	嫩肤、除疤治疗，减少皮肤修护期
	Opus	2020年	激光	等离子皮肤修复技术
	DermaClear	2020年	水和磨皮	皮肤去角质、清洁、提取及进行水合作用
	Alma Duo	2021年	冲击波	低强度体外冲击波治疗 (LIESWT)，促进血液循环及恢复正常性功能
	Alma PrimeX	2021年	射频、超声波	美体塑形、紧肤
Alma Ted	2022年	超声波	非侵入性无创治疗，脱发治疗	
微创	FemiLift	2013年	二氧化碳激光、超声波	私密美容治疗、应激性尿失禁 (SUI)、女性私密处干涩、复发性感染、更年期后泌尿道综合症及产后修复
	LipoLife	2016年	激光	抽脂及脂肪移植
	BeautiFill by LipoFlow	2019年		自体脂肪移植

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 2.2 扎实专利储备，在精准控制、舒适体验等方面造诣较深，加大研发队伍建设，为产品出新更迭奠定基础

- 公司子公司Alma拥有51项注册专利及12项专利申请，其核心技术In-Motion基于在治疗区域重复移动治疗设备，使肌肤吸收较传统方法等量的能量，减少能源浪费的前提下提升舒服体验；而IMPACT、Unipolar pro及深度控制等可使能量源精准到达预定深度，最大化促进皮肤修复。
- 公司拥有79人研发队伍，21年研发投入1559万美元，近年来研发队伍不断壮大，为未来产品迭代及推新奠定基础。

图表36：Alma旗下三大单品系列核心技术拆解

名称	核心技术	技术拆解
热拉提	双聚能射频技术	(1) 波相匹配 (2) 波形压缩 (3) 相位移动
超光子	黑金DPL超光子嫩肤	(1) DPL精准嫩肤系统 (2) 3HZ超高频率 (3) In-motion速滑技术 (4) 超级白宝石冷却技术
冰点脱毛	ICETM超级冰点TM核心技术	(1) DP双脉冲技术 (2) ICE制冷技术 (3) 10Hz超高重复频率 (4) In-motion快速滑动技术

资料来源：Alma官网，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表35：公司2019-2021年研发费用情况（千美元）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表37：公司核心专利技术情况

技术名称	内容
In-motion技术	基于在治疗区域内重复移动治疗设备（释放相对较低能量）的原则，使肌肤吸收传统方法等量能量，降低传统方法的疗效损失
SHR（超级脱毛）	在脱毛设备中结合In-motion技术，以控制的方式逐渐加热肌肤，降低肌肤及其周围组织的创伤
Unipolar Pro及深度控制	身体及面部塑形及紧肤专利技术通过单电机进行手术，在肌肤不同深度提供浓缩射频，容许集中及高温加热肌肤组织
Cold Shear Wave	专利超声波技术，用于面部及身体塑形
ClearLift	分段式非消融性Q-Switched Nd: YAG镭射，主要用于治疗与老化相关的皮肤缺陷
IMPACT	与分段式镭射治疗结合使用使得外用化合物（如乳膏）更有效到达肌肤预定深度
Pixel	以分段式靓肤技术为基础的专有嫩肤技术
AFT（新一代荧光技术）	专有的强脉冲光技术的先进形式

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 2.3 注重直营渠道建设，北美等核心地区搭建完善直营平台，直营占比提升驱动能量类产品销售稳健增长

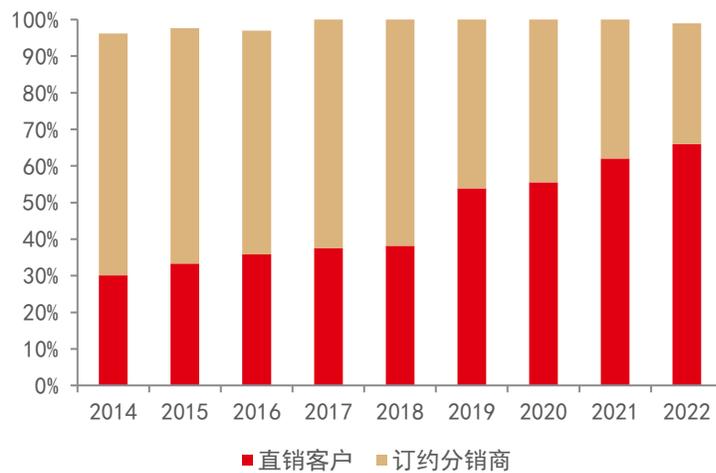
- **18年以来加大直销渠道建设。**上市以来，公司将加大直销渠道布局作为内生增长的重要因素之一持续布局，目前形成全球9大直销中心，18年以来完成中国香港、韩国、英国、澳大利亚、以色列等市场分销转直销。截止22年公司直销渠道收入占比从17年37.6%提升至66%，17-21年直销渠道收入复合增速以28.8%超过平均收入21.09%同期复合增速。
- **直销便于成熟市场精细化运营，毛利率更高。**我们认为，外资品牌进入本土市场初期通过经销商可快速覆盖终端市场，打开局面，伴随项目成熟，各大品牌商增长更依赖于内部精细化运营，维护好与机构端关系，传达产品特色。公司直营渠道毛利率超过分销渠道毛利率，未来直营化趋势助力更高质量增长。

图表38：公司直营与分销渠道收入情况（百万美元）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表39：公司直营与分销渠道占比情况



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表40：公司近年来直营渠道布局动作

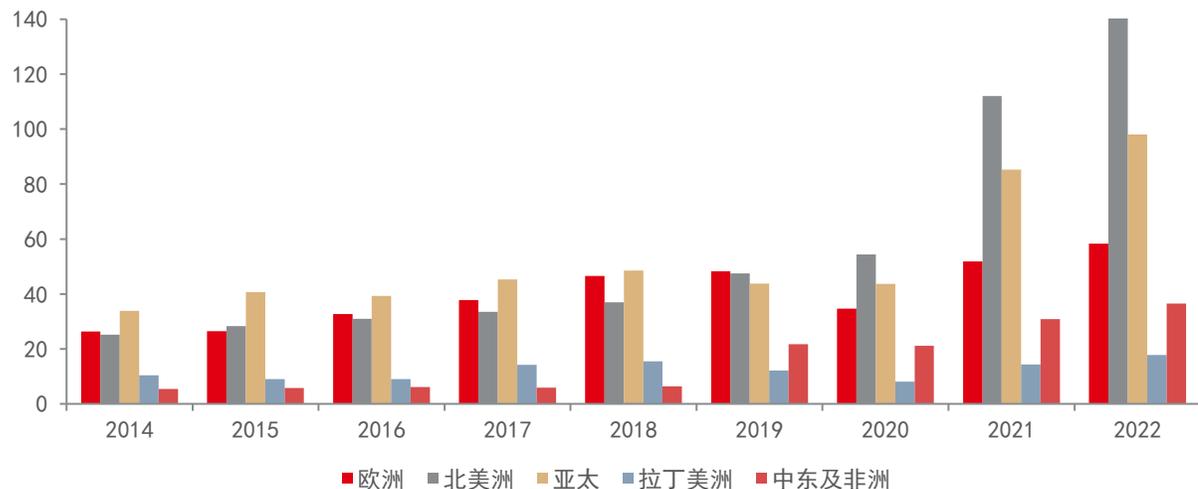
地区	直营动作
美国	1) 2004年在特拉华州成立公司Alma Lasers Inc. 开展美国直销业务 2) 2005年在美国加强直销及营销业务 3) 2017年就美国市场聘请45名销售代表
加拿大	2009年扩展加拿大直销平台
德国	2012年在德国成立Alma Lasers GmbH展开德国直销及营销体系
印度	2014年在印度成立Alma Medical Private Ltd. 展开直销业务
以色列	1) 2018年收购以色列分销商60%股权 2) 2019年设立以色列直销办事处 3) 2021年收购以色列分销商剩余40%股权
澳洲	2019年设立澳洲直销办事处
韩国	2019年设立韩国直销办事处
英国	2022年在英国建立直销业务渠道
阿联酋迪拜	23年在阿联酋迪拜建立新直销业务渠道
中国	1) 2018年成立中国香港附属子公司 2) 23年与中国大陆分销商飞顿成立合资公司，公司占60%股权

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 2.3 北美、以色列等地区分销转直营带动市场快速增长，23年推动中国大陆直营化发展，未来亚太地区有望保持爆发力

- **北美、中东及非洲等地区受益直营建设推动。**北美市场直营建设较早，18年公司实现对北美直接销售团队及营销团队的重大投资，19-21年该地区实现54%高复合增速；19年收购以色列分销商Nova 60%股权开始直营化，当年中东及非洲市场收入占比提升9pct至13%，18-21年复合增速为69.0%。
- **23年推进中国大陆直营进程，亚太市场有望迎来快速增长。**公司过去逐步实现在收入占比较高的重点市场分销转直营，亚太市场实现韩国（19年）、澳大利亚（19年）等市场的整合，中国大陆作为亚太市场的重要构成部分，整合在即。23年3月，公司公告子公司Alma与中国大陆分销商飞顿成立合资子公司，公司持股比例为60%，飞顿业务将进入合资公司，23H2-24H1/24H2-25H1合资公司目标收入为4.5/5.5亿元，未来中国大陆直营化发展将助力内生增长，亚太地区有望迎来快速增长。

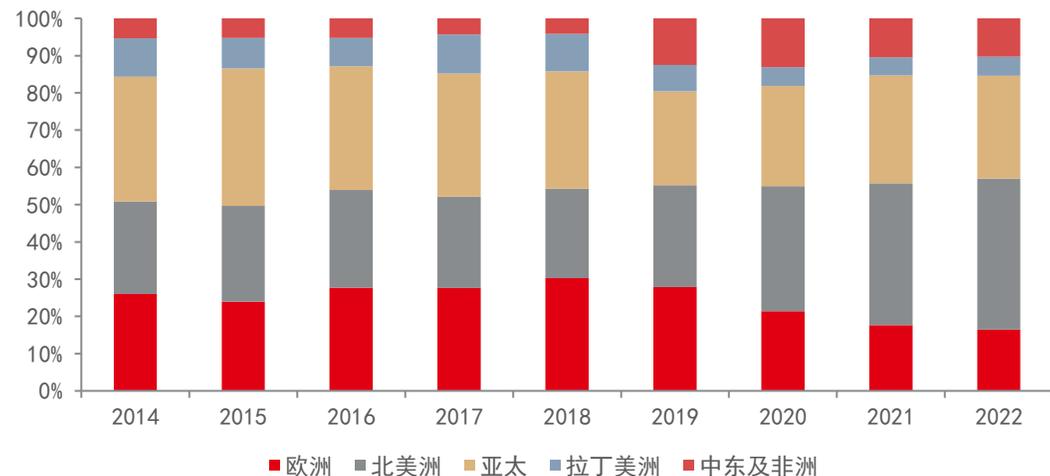
图表41：公司2014-2022分地区收入规模（百万美元）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表42：公司2014-2022地区结构及变化



资料来源：公司公告，中邮证券研究所



三

## 逻辑二：注射类业务蓄势待发，布局玻尿酸、肉毒毒素等产品

- 3.1 肉毒毒素市场高景气度，布局长效肉毒毒素有望后来者居上
- 3.2 溶脂针市场竞争温和，投资天津星魅有望抢占先机
- 3.3 布局高浓度无交联剂Profhilo玻尿酸，稳步推进国内临床试验
- 3.4 投资天津星丝奕，布局丝素蛋白面部埋线、创面敷料产品

### 3.1 肉毒毒素国内主要用于瘦、除皱等，主要活性成分为A型肉毒毒素，不同产品同质性程度较高，弥散度、维持时间带来核心差异

- 肉毒毒素是一种由肉毒杆菌产生的外毒素，共七型，其中A型肉毒毒性最强，稳定性最好，广泛应用于医疗美容领域；它由一条100kd的重链和50kd的轻链组成，重链以特异性与神经细胞膜结合进入细胞，轻链条可抑制神经末梢释放乙酰胆碱，使肌纤维无法收缩，达到抑制动态纹（除皱）、瘦脸瘦身的效果，伴随肉毒毒素活性降低至失活，神经肌肉接头重新恢复活性，是一种短暂的影响行为。
- **肉毒毒素同质化程度较高，弥散度、维持时间是核心差异点。**肉毒毒素活性成分为A型肉毒毒素，奠定同质化程度较高基础，一般由赋形剂经过一定制作工艺制备：1) 赋形剂，主要作用在于保护毒素，增强稳定性，猪明胶为人异体蛋白，可能产生抗体反应；2) 分子量，由于活性物与赋形剂形成的复合结构物，分子量150-900kd不等，单位计量下，分子量越大浓度越低；3) 制作工艺，真空干燥是原形态由液体变成固体保存，冷冻干燥是原形态由固体变成固体保存，前者更不易产生抗体，更具稳定性。尽管活性成分一致，不同肉毒毒素核心差异在于：1) 储存条件，对温度要求越低，越方便运输；2) 弥散度，除皱对弥散度要求较高，弥散度越低越精准；3) 维持时间，活性成分降低的时间周期，维持时间长可拉长消费者注射频次。

图表43：不同肉毒毒素产品特性指标

参数	作用/定义	常见种类及优缺点
赋形剂	保护肉毒毒素，维持稳定性及活性	猪明胶/人血清白蛋白等；猪明胶为人异体蛋白，抗体反应率更高
分子量	由活性物与赋形剂结合而成的复合结构物	150-900KD不等；单位计量下分子量越大，浓度越低
制作工艺	将形态产物制作成固体保存的过程，旨在降低抗体率，提升活性成分的稳定性	真空干燥（原形态由液体变成固体）；冷冻干燥（原形态由固体变固体）前者更不易产生抗体，稳定性更强
储存条件	维持毒素生物活性的温度	一般0-8度，少数可常温；温度要求越低，越方便运输
弥散度	活性成分发挥作用的面积	一般分有0.5cm <sup>2</sup> 、1cm <sup>2</sup> ，越低越精准，越适合细微动态纹的控制
维持时间	活性成分失活的时间	一般一个疗程3-6个月
起效时间	活性成分开始发挥作用时间	一般24-72h

资料来源：肉毒毒素BTXA，中邮证券研究所  
请参阅附注免责声明

图表44：肉毒毒素用于不同功效的用量及用法

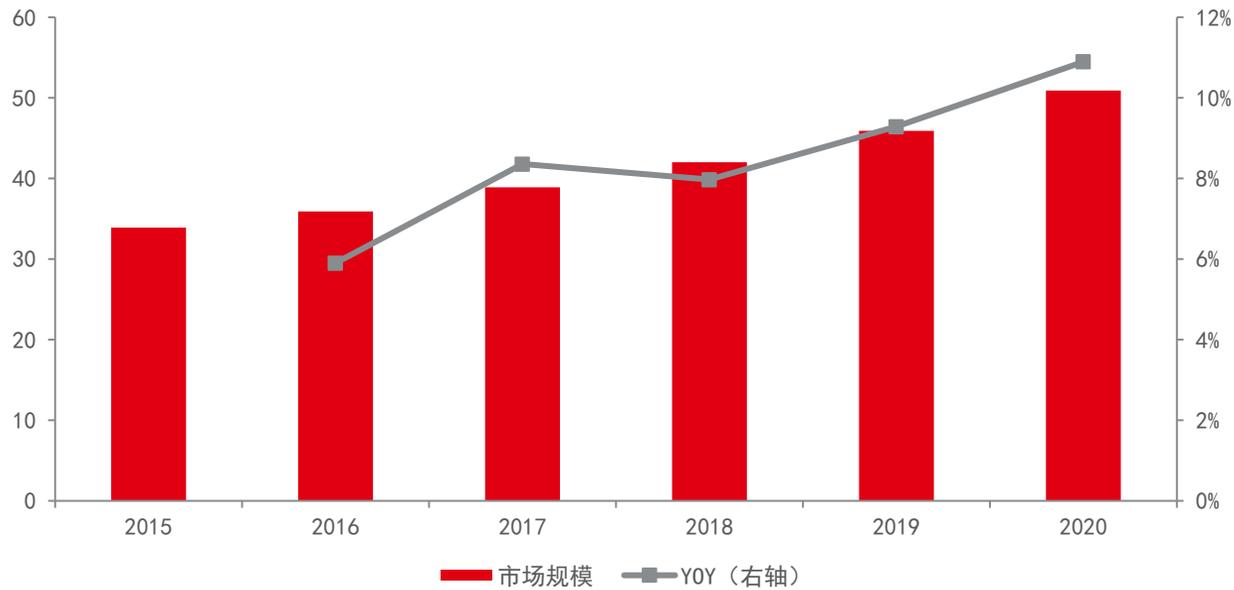
诉求	剂量	注射部位
抬头纹	一排6-8点，每点0.5-2U	皮下
眉间纹	每侧注射1-2点，每点2-4U	深浅搭配
腓肠肌	分中部和侧面，各3点，每点8-10U，每侧50-60U	肌肉
咬肌	每侧3-5点，每点15-40U	肌肉

资料来源：肉毒毒素BTXA，中邮证券研究所

# 3.1 21年国内肉毒毒素正规市场出场端达46亿元，CAGR (5) 为25%，20年全球肉毒毒素市场达51亿美元，维持稳定增长

- **中国肉毒毒素市场以25%复合增速快速增长。**根据沙利文数据，2021年中国肉毒毒素厂家出场段市场规模为46亿元，17-21年复合增速为25%，高于同期医美行业22%复合增速，景气度领先；销量方面，21年中国肉毒毒素销售450万支，17-21年复合增速为27%，平均单价为1022元/支，受终端价格等压力略微下降。
- **全球肉毒毒素医美应用市场维持稳定增长。**根据沙利文及智研咨询数据，2020年全球肉毒毒素医美市场规模达51亿美元，15-20年复合增速为9%，维持稳定增长。

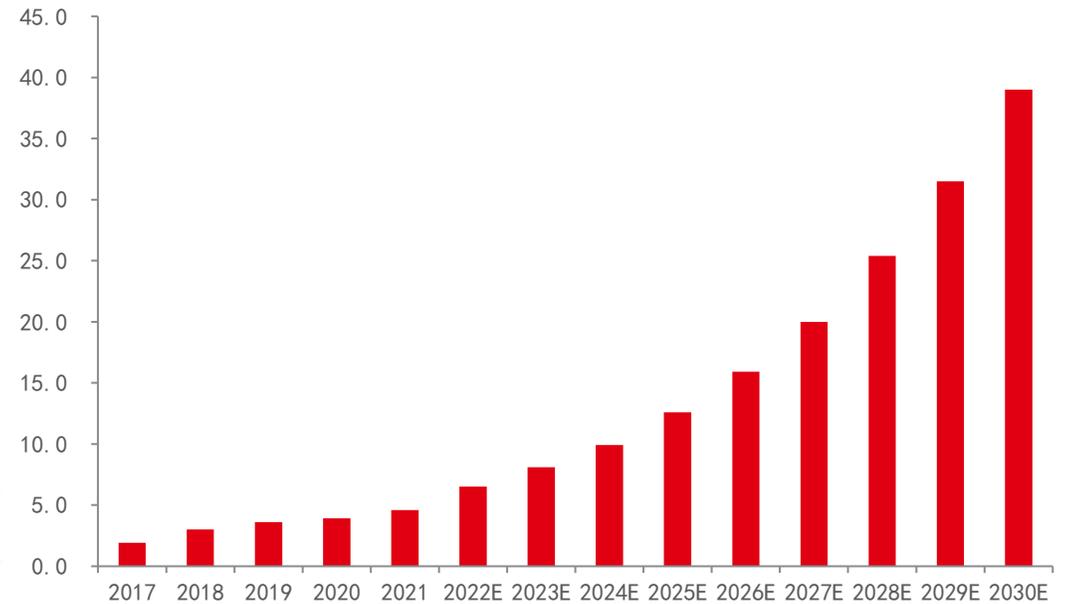
图表45：肉毒毒素全球市场规模情况（亿美元）



资料来源：FROST&SULLIVAN、智研咨询，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表46：肉毒毒素中国市场规模及销量情况（十亿元）



资料来源：FROST&SULLIVAN、爱美客招股书，中邮证券研究所

# 3.1 中国肉毒毒素获批产品不断丰富，保妥适、衡力保持领先地位，未来竞争将加剧，产品特性及运营成为抢占市场核心

- **行业竞争加剧，产品不断丰富。**2020年前肉毒毒素医美市场双寡头竞争，根据智研咨询，19年国内样本医院衡力/保妥适销售额占比分别为44%、56%，形成双寡头格局；20年吉适、乐缇葆获得国内认证，份额有所稀释，其中21年四环医美出货收入为4亿元，预计约份额9%（参考行业同期46亿元规模）。西蒙的Merz、Huons的橙毒、Revance的RT002拟进入国内市场，未来行业供给不断丰富，竞争加剧，独具特色卖点及精细化运营厂家有望抢占市场。

图表47：中国市场已获得NMPA以及审批中肉毒毒素情况

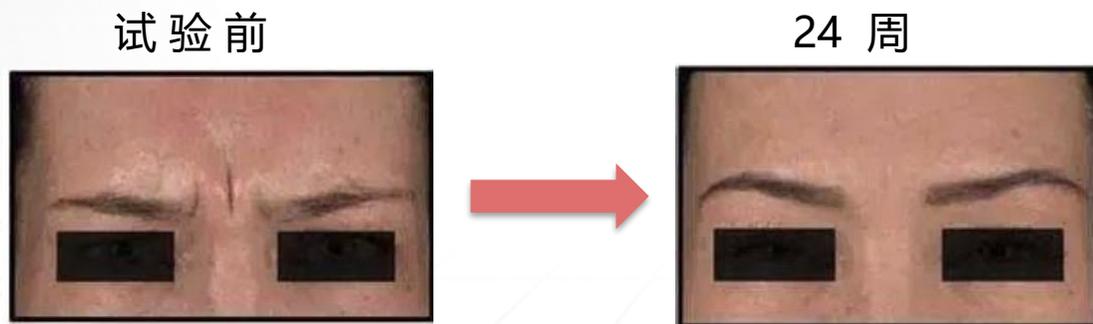
产品	衡力	保妥适	吉适	乐缇葆（白毒）	Merz	橙毒	RT002/Daxxify
原研厂家/国内合作厂家	兰生所/自营	艾尔建/自营	高德美（ipson）/自营	huge1/四环医药	西蒙	Huons/爱美客	Revance/复锐医疗
认证时间	NMPA	FDA/NMPA	FDA/NMPA（2020年）	KFDA/NMPA（2020年）	FDA/国内完成临床	KFDA/完成三期临床	FDA/国内上市申请受理
核心成分	a型肉毒毒素+赋形剂（猪明胶、葡萄糖、蔗糖）	a型肉毒毒素+赋形剂（人血清白蛋白、氯化钠）	a型肉毒毒素+赋形剂（人血清白蛋白、乳糖）	a型肉毒毒素+赋形剂（人血清白蛋白、氯化钠）	无需赋形剂	未知	DaxibotulinumtoxinA 型肉毒毒素+赋形剂（TransMTS肽）
制作工艺	冻干法	真空干燥	冷冻干燥	冷冻干燥	冷冻干燥	冷冻干燥	未知
储存条件	2-8度	2-8度	2-8度	2-8度	常温	0-4度	常温
弥散度	1cm2	0.5cm2	较小	适中	—	—	较小
维持时间	3-4个月	3-6个月	4-6个月	3-6个月	—	—	6-9个月
终端价格	710元/100单位	3980元/100单位	2399元/100单位	3900元/100单位	—	—	—
销售情况	根据立本咨询，18年样本医院衡力/保妥适份额分别为46%/54%		—	21年/22年四环医美收入4亿元/1.5亿元	—	—	—

资料来源：新氧、大众点评，中邮证券研究所（终端价格参考上海伊莱美、深圳美莱）

### 3.1 公司旗下肉毒毒素产品RT002主打长效性，作用周期中枢为6个月，是市场上唯一一款长效肉毒，已通过FDA审批，未来放量可期

- **代理Daxxify肉毒毒素。**2018年12月，复星医药获得Revance研发的含有DaxibotulinumtoxinA型肉毒杆菌毒素的注射用药物（RT002/Daxxify）在区域内（即中国内地、中国香港及澳门特别行政区）及领域（美容适应症包括但不限于眉间纹以及治疗适应症包括但不限于颈部肌张力障碍、足底筋膜炎、上肢痉挛和慢性偏头痛）内独家使用、进口、销售及其他商业化（不包括制造）；2021年7月，复锐医疗旗下子公司复锐天津与复星医药签订协议，获得Daxxify在中国地区美容领域适应症的销售权。
- **Daxxify为市场唯一长效肉毒，已获得FDA审批。**22年9月，Daxxify获得FDA审批，目前递交中国NMPA获得上市审批受理，2024年有望上市。该产品的主要成分为DaxibotulinumtoxinA-lanm，赋形剂为TransMTS肽，基于公司专有的TransMTs技术平台，该产品在2700多名患者三期试验中维持时间中枢值为6个月，最长可达9个月，是首款也是唯一一款长效肉毒，同时储存条件无需冷藏，独具卖点。
- **对标保妥适，Daxxify有望成为大单品。**根据艾尔建销售数据，2022年保妥适全球销售额为5334百万美元，医美领域销售额为2615百万美元，医药领域销售额为2719百万美元，凭借良好的弥散度、精细化运营，成为全球肉毒毒素龙头；Daxxify具备长效、易于储存等独家优良属性，未来有望快速放量。

图表48：RT002肉毒毒素临观数据



资料来源：医美部落，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表49：复星医药与Revance合作协议情况

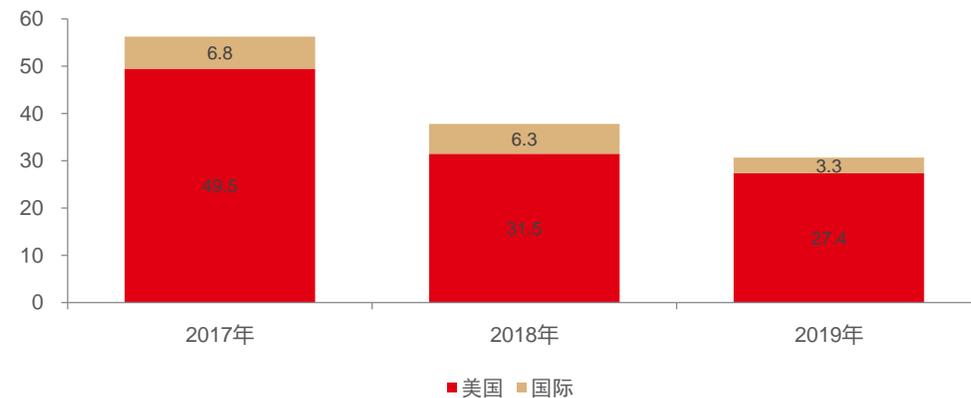
费用类型	明细
许可费用	1) 首付款3000万美元，约定《许可协议》生效后30天内 2) 注册里程碑款至多5800万美元，于产品不同适应症获美国FDA/中国药监局批准上市分别支付
销售里程碑款	1) 实现产品销售区域商业化运营后，根据产品净销售额达成情况，支付至多17250万美元销售里程碑款 2) 根据净销售额达成情况，按12%-18%比例区间支付销售提成

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 3.2 溶脂针全球领域较为稀缺，艾尔建旗下Kybella为FDA认证产品，高峰期销售收入超过0.56亿美元

- 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射入特定部位，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。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。Kybella 被艾尔建收购，17 年销售收入为 0.56 亿美元。

图表50: Kybella全球市场销售收入 (百万美元)



资料来源: 艾尔建年报, 中邮证券研究所

图表51: 全球溶脂针产品情况

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 部位为颊下脂肪堆积(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
利保平溶脂针	韩国	未知	——	4次一个疗程, 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, 中邮证券研究所  
请参阅附注免责声明

## 3.2 溶脂针国内主要竞品项目为能量类溶脂、埋线、手术吸脂等，能量类项目酷塑获得双认证，全球销售收入可观

- 纤体瘦身包括手术、光电、注射等多种医美项目。手术方面，主要通过手术吸脂以及埋线方式，对医生要求较高，手术吸脂费用较高；光电项目方面，主要有激光溶脂、射频溶脂两大类型，由于激光作用部分更精准，以酷塑为代表的激光类项目更受欢迎。酷塑母公司Zeltiq 2017年被艾尔建以25亿美元收购，18年全球销售收入为3.7亿美元，取得美国FDA及中国NMPA双认证，全球销售收入可观。

图表52：国内溶脂瘦身相关项目比较

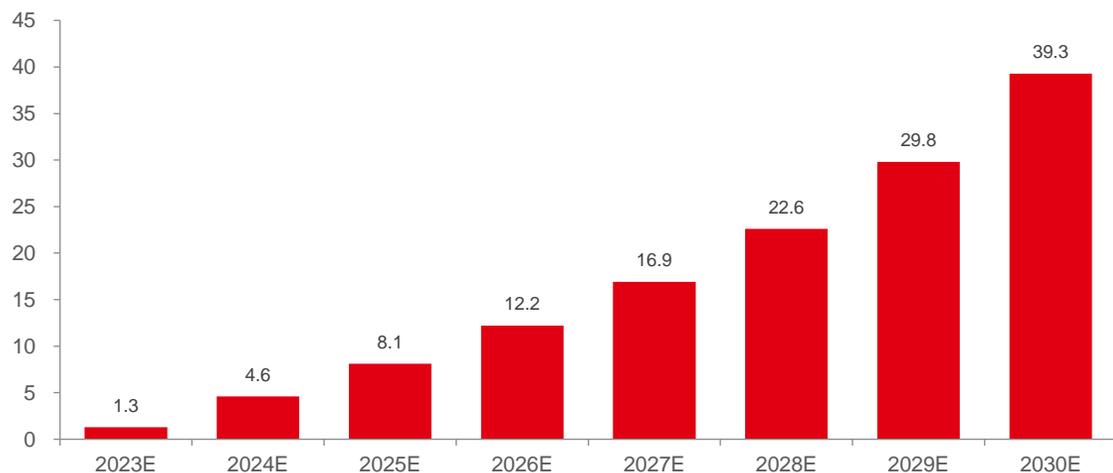
项目	吸脂	冷冻溶脂	射频溶脂	中医埋线	溶脂针	肉毒毒素
类型	手术	光电	光电	微创	注射	注射
成分	—	激光	射频	蛋白线等	去氧胆酸等	A型肉毒毒素
作用原理	利用负压吸引等方式，通过较小皮肤切口或穿刺孔，将堆积的皮下脂肪吸出，使脂肪层变薄，达到瘦身效果	利用低温下（5度）身体内的三酸甘油酯从液体转化为固体，结晶老化后陆续死亡通过身体代谢排出体外；仪器精准定位选定区域，结合真空技术，捕获皮下组织，选择性冷却，实现消除脂肪细胞而不损伤其他组织	通过高频电波产生高热达到消融治疗部位的脂肪，而真皮层的外电极也会产生高热，对肌肤深层胶原蛋白进行加热，使其排列紧密，达到紧致肌肤效果	将蛋白线等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（2014年CFDA）	酷塑冷冻溶脂（2016年CFDA）	魔塑2015年CFDA；磁雕精灵2013年CFDA	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	1-3个月	5-7天	1-3天	1-3天	7-14天	1-3天
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，易可造成局部红肿、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	永久性持续时间久；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，中邮证券研究所  
请参阅附注免责声明

## 3.2 溶脂针行业规模有望超过10亿元，国内无获批三类产品，进入临床试验阶段竞品少，公司合作的 JS-001 进入二期临床有望突围

- **溶脂针市场规模有望超过10亿元，国内目前尚无三类产品。**根据沙利文数据，2026年国内溶脂针市场规模有望达12亿元，具备高成长性，目前国内尚无获批产品，布局厂家较少，南京诺瑞特、科笛生物布局产品正在临床试验，竞争温和。
- **公司布局JS001溶脂针产品，有望享受行业红利。**2020年12月，公司投资天津星魅（股权占比7.4%）获得溶脂针产品JS001产品的大陆及港台地区美容及美容适应症的独家开发和商业化运作权限，2022年6月该产品完成IIb期临床试验，预计2023年开展三期临床试验。该产品原研厂家为以色列制药公司Raziel Therapeutics Ltd.，JS001是可注射药物，将其注射入网膜下的脂肪组织中，可破坏脂肪细胞，适用于中度及重度下颌饱满成年人（双下巴）美学治疗。在美国完成的IIb期临床试验表明，在单次注射84天后，经MRI检测受试者下颏脂肪量比治疗前平均减少15%，没有严重不良反应且不良反应主要局限在注射部位且多为过一性。公司率先布局，有望享受行业红利。

图表53：中国溶脂针市场规模预测（亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文（经参考药品审评中心），中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表54：中国溶脂针产品研发及申报进展情况

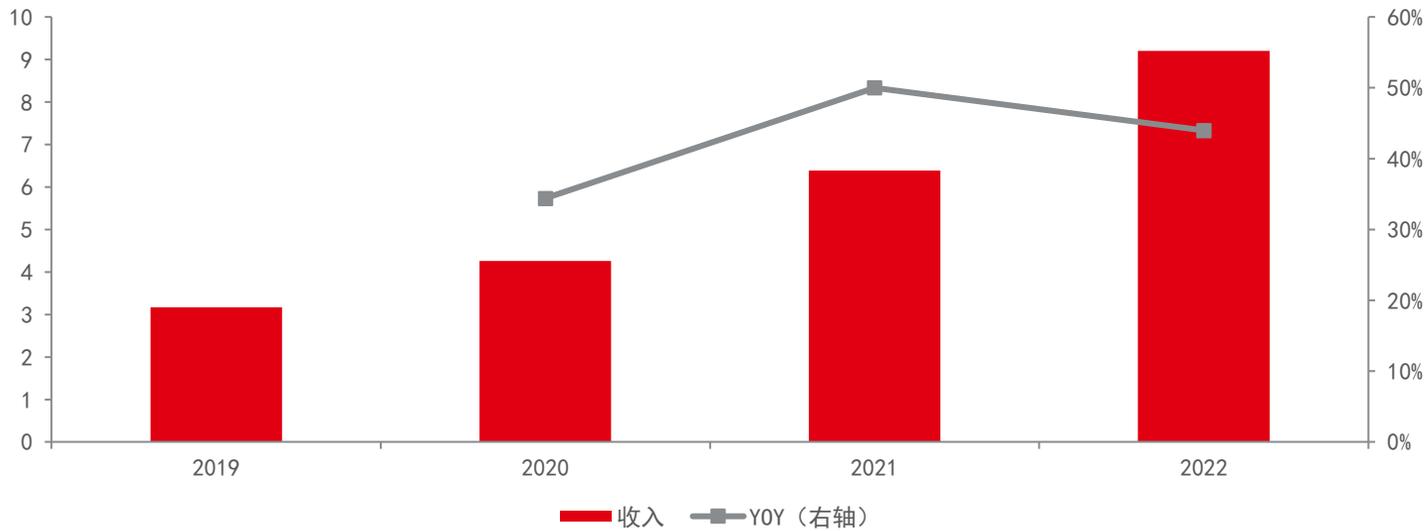
厂家	核心成分	研发进展
南京诺瑞特医药科技有限公司	去氧胆酸	三期临床实验
科迪生物医药（无锡）有限公司	CU-20401	Ib/II期临床实验
星魅生物	新型小分子合成物（NCE）	完成IIb临床实验 进入临床终点

资料来源：爱美客招股书、公司公告，中邮证券研究所

### 3.3 布局Profhilo玻尿酸，为高浓度大小HA组合，无交联剂，19-22年收入复合增速为43%，推进国内临床试验及商业化运作

- **Profhilo玻尿酸在以色列等市场推广，国内推进临床试验。**2018年公司子公司Alma与Profhilo原研厂家IBSA合作，成为Profhilo中国香港代理商，19年和21年分别为在以色列/中国香港、印度推出Profhilo，目前在中国开展临床试验。目前，公司注射填充业务收入主要通过Profhilo贡献，22年实现收入9.2百万美元，同增44%，较19年翻3倍，快速增长。
- **Profhilo主打抗衰老，为高浓度的大小玻尿酸组合。**IBSA是瑞士制药厂商，利用NAHYCO专利混合技术生产64mg/2mg高浓度玻尿酸（32mg高分子HA+32mg低分子HA），通过热能交流，无BDDE交联剂，小分子HA可滋养皮肤，大分子HA可填充皱纹，两者结合可实现细胞活化效能，促进胶原蛋白和弹性纤维蛋白再生，产品卖点突出，有望持续发力。

图表55：公司19-22年注射填充业务收入（百万美元）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表56：Profhilo产品图

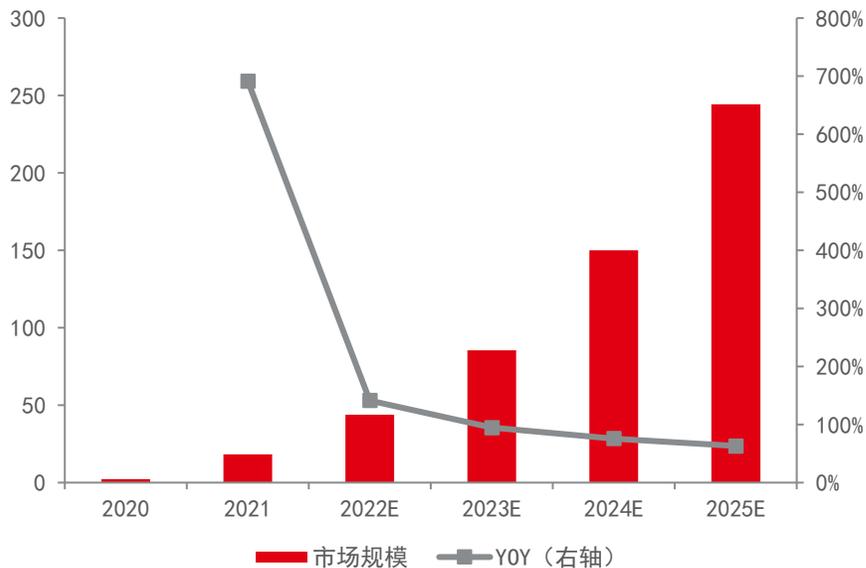


资料来源：美则帮科普，中邮证券研究所

### 3.4 布局丝素蛋白相关面部埋线、创面敷料产品，产品矩阵不断丰富

- **投资天津星丝奕布局丝素蛋白相关埋线、创面敷料产品。**2021年公司与复星医药旗下基金订立投资协议，设定天津星丝奕，公司股权占比10.4%，天津星丝奕从事丝素蛋白相关终端产品研发生产，包括面部埋线产品以及创面敷料产品，进一步丰富医美产品线。根据西格玛医学，丝素蛋白是从蚕丝中提取的天然高分子纤维蛋白，具备较好的生物相容性、较高的力学强度以及较慢的降解速率，是一种优质的生物医用材料。
- **面部埋线小而美市场，创面敷料市场空间广阔。**根据沙利文数据，21年中国面部埋线市场规模为0.18亿元，预计2025年达2.44亿元，市场快速增长，目前医美领域合规产品仅3款，竞争较为温和；医用敷料大市场，根据沙利文数据，21年终端零售额为259亿元，22年11月浙江星月生物旗下丝素蛋白水凝胶敷料获批（2类），拥有激光术后非慢性创面的覆盖和护理，未来丝素蛋白敷料产品市场有望打开。

图表57：中国面部埋线市场规模及增速（百万元）



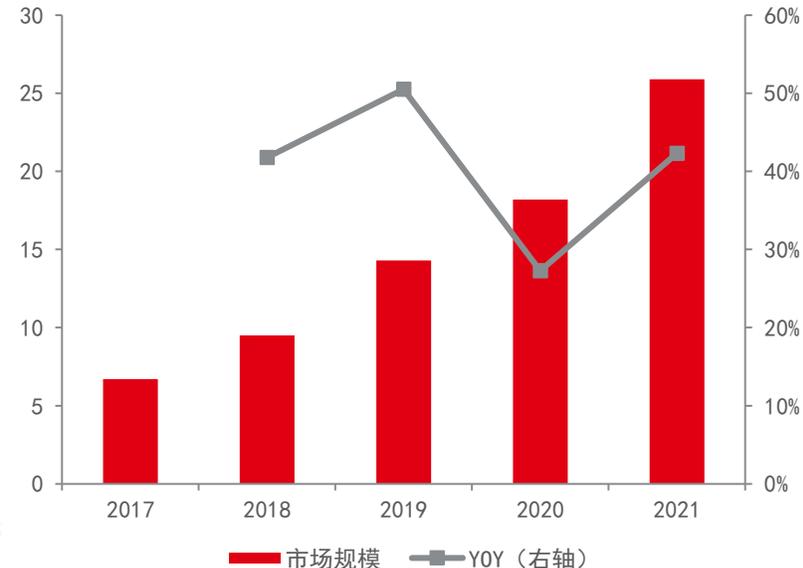
资料来源：FROST&SULLIVAN，中邮证券研究所

图表58：国内面部埋线产品竞争态势

公司	产品	获批日期	类型	主要运营地点
爱美客	紧恋	2019年5月	第三类	中国
韩士生科株式会社	PPDO面部埋植线	2019年6月	第三类	韩国
浙江微度医疗器械有限公司	聚丙烯面部埋植线	2021年6月	第三类	中国

资料来源：爱美客招股书，中邮证券研究所

图表59：医用敷料市场规模及增速（十亿元）



资料来源：FROST&SULLIVAN，中邮证券研究所

# 四

## 逻辑三：家用美容仪市场东风已来，LMNT有望获益

- 4.1 家用美容仪市场规模约百亿，行业集中度较高
- 4.2 推出家用美容仪品牌LMNT，享受行业红利

## 4.1 家用美容仪通过射频、声波等能量作用皮肤表面达到清洁、嫩肤、紧致提升等效果，操作简便，满足求美者日常护理

- 家用美容仪是利用物理、电子技术、光学等原理对人体生理机能和表面肌肤进行调节和改善的机器，目前市场上主流家用美容仪类型按照技术原理分类主要有声波技术、离子超导、LED光照、EMS微电流、RF射频、激光六大类。
- 家用美容仪与医美设备相比具有操作便捷、技术门槛低等优点，可以满足求美者日常肌肤护理保养的需求，且风险较低，无需专业资格即可操作。

图表60：家用美容仪的分类及原理

类别	技术原理	功效
声波技术	运用声波原理震动美容仪头部，实现清洁和按摩功效	清洁毛孔、营养导入等
离子超导	采用正负离子相互作用，产生相吸、互斥，通过离子的等价交换达到护肤目的	清洁肌肤、补水保湿等
LED光照	采用光动力原理，光线被皮肤吸收后光能转换为细胞内能量，与肌肤产生化学反应促进细胞新陈代谢	针对性解决皮肤问题
EMS微电流	利用弱电流每一次脉冲仅需要96微库伦），对肌肉和淋巴产生刺激从而促进血液淋巴循环，提高细胞活性从而达到收缩肌肉、去水肿作用	去水肿、提拉线条等
RF射频	RF射频可以直接穿透皮肤，利用皮肤形成的阻抗作用使细胞分子产生共振旋转从而促进胶原蛋白的再生	去皱、紧致肌肤等
激光	利用光热作用理论，适度损伤表层皮肤进入表皮深层，使胶原纤维收缩或重组	嫩肤、祛斑、脱毛等

资料来源：头豹研究院，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表61：家用美容仪与医美设备区分

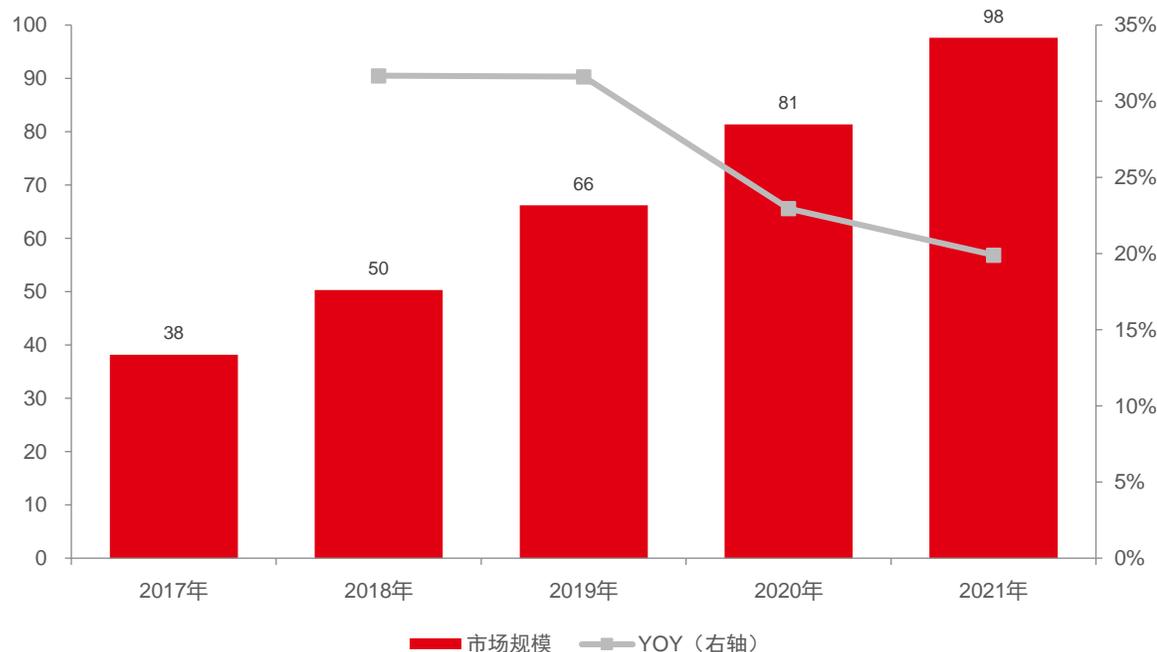
	医美设备	家用美容仪
产品售价	10万元以上	100元-2万元
设计构造	构造复杂，包含激光系统、水循环系统、电源系统等	构造简单，多以1-2节干电池驱动
技术需求	操作者多为医生，需要系统化培训	消费者根据说明书即可操作
呈现效果	见效快，效果更明显	见效慢，效果相对微弱
市场准入	需要多次验证包括临床试验，属于医疗器械监管范畴，门槛高	只需验证无风险，不在医疗器械监管范畴内，门槛低

资料来源：头豹研究院，中邮证券研究所

## 4.1 家用美容仪市场规模约100亿元，17-21年复合增速达26%，高端化成为近年来趋势，利好高质量产品销售

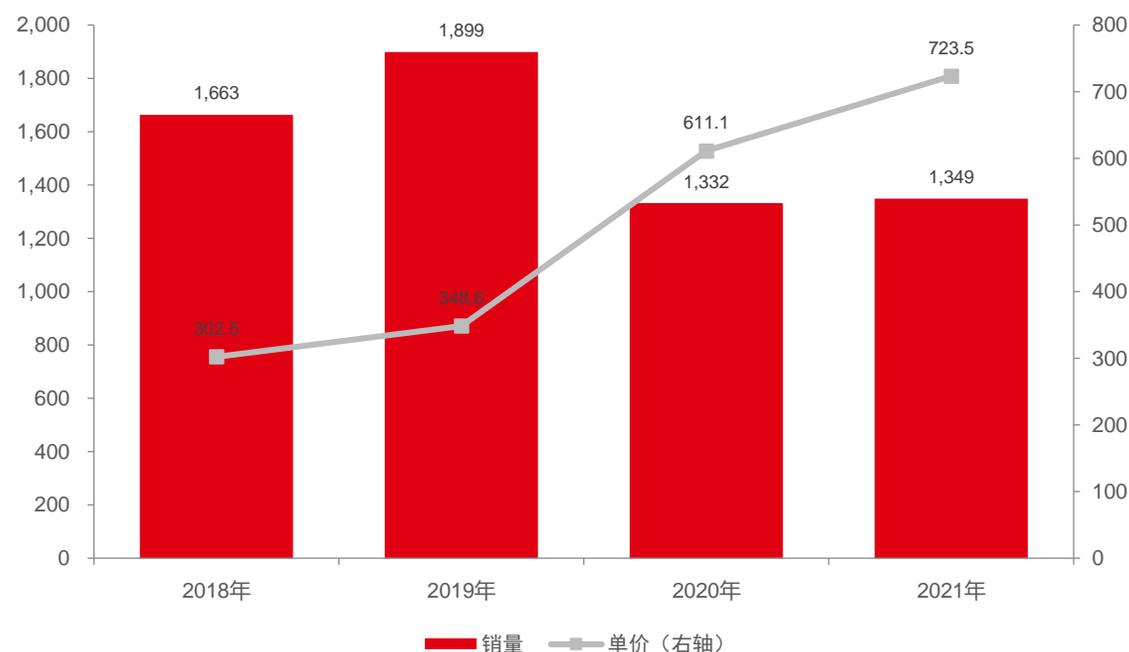
- **颜值经济内生驱动+日系/新锐品牌方投入外在刺激，行业进入快速增长期。** 2021年家用美容仪市场规模达到98亿元，同比增长19.9%，2017-2021年复合增长率约26.4%，行业进入快速成长的阶段。
- **高端化成为近年行业增长主要驱动力，利好高质量产品销售。** 2021年家用美容仪销量约1349万台，较20年同比增长1.3%，18-21年复合增速为-6.7%；2021年家用美容仪单价约724元/台，较20年同比增长18.4%，18-21年复合增速为33.7%。近年来行业成长主要靠均价提升驱动，以雅萌系列、觅光为代表的高客单价产品成为行业主流。

图表62：2017-2021年家用美容仪市场规模（亿元）及增速



资料来源：头豹研究院，中邮证券研究所  
 请参阅附注免责声明

图表63：家用美容仪销量（万台）及单价（元/台）

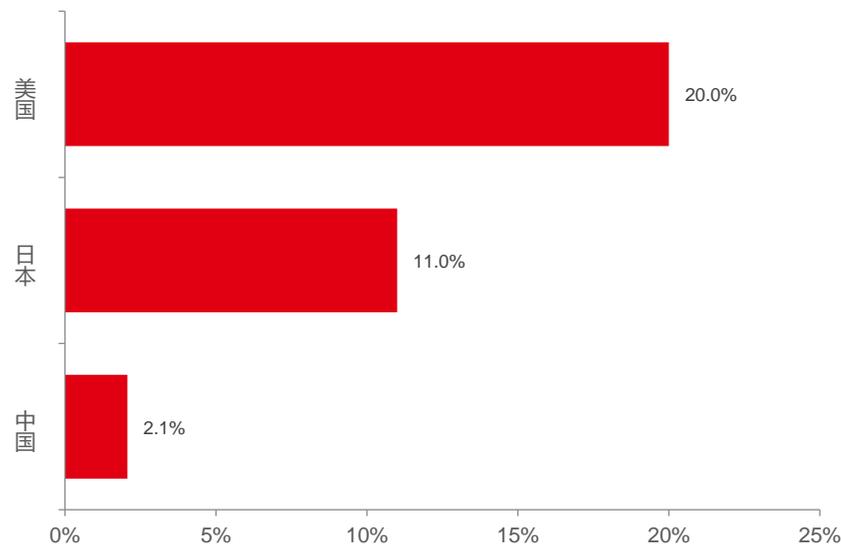


资料来源：头豹研究院，中邮证券研究所

## 4.1 对标日美等成熟市场，中国家用美容仪市场渗透率仍在低位，线上新营销推动行业快速增长

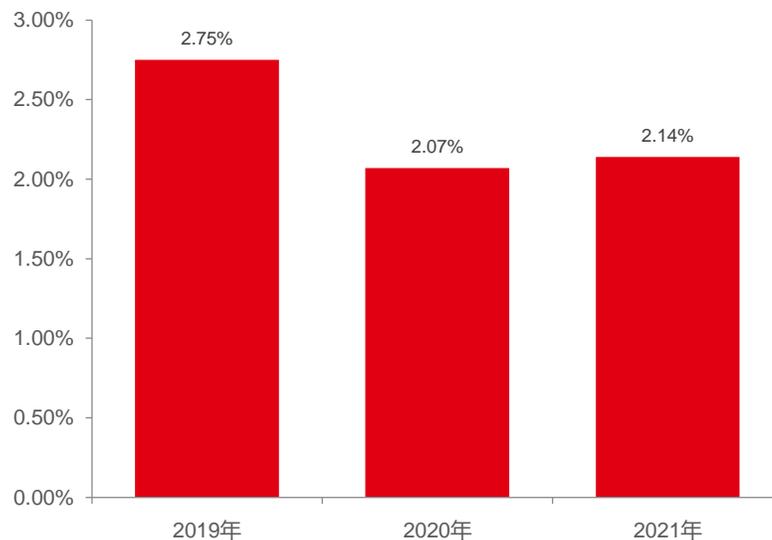
- **对标日美等市场，中国家用美容仪低渗透率，成长空间大。**2020年中国家用美容仪渗透率为2.1%，同期美国和日本的家美容仪市场渗透率分别为20.0%/11.0%，对标海外市场我国家用美容仪市场渗透率仍在低位，未来具备较大提升空间。
- **借助达人等新营销，线上推动行业快速增长。**2021年中国家用美容仪线上收入和线下收入分别为75.0亿元/22.6亿元，线上占比渠道高达76.8%，19-21年复合增速为31.9%，远高于同期线下渠道-1.1%复合增速。家用美容仪品牌近年来借助小红书、抖音等社交平台达人传播，推动行业迅速成长。

图表64：2020年中日美家用美容仪渗透率对比



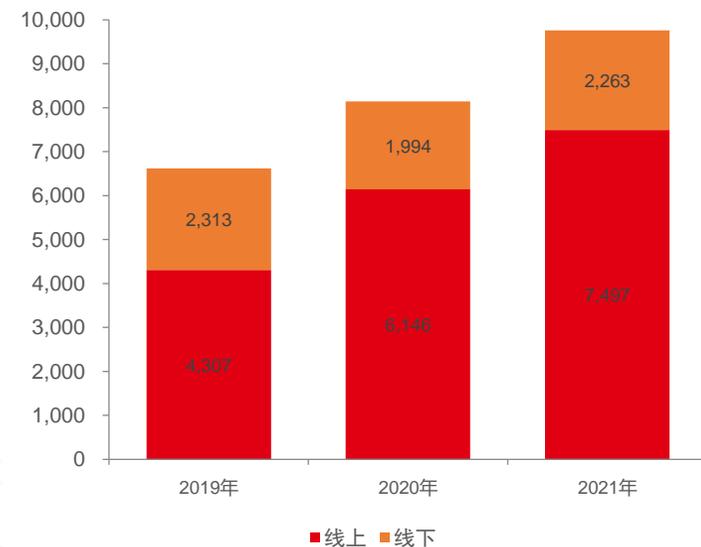
资料来源：头豹研究院，中邮证券研究所  
请参阅附注免责声明

图表65：2019-2021年中国家用美容仪渗透率



资料来源：头豹研究院，中邮证券研究所

图表66：2019-2021年中国家用美容仪渠道结构（百万元）



资料来源：头豹研究院，中邮证券研究所

# 4.1 雅萌、觅光通过线上快速打开市场份额领先，行业集中度较高，22年双十一期间CR3超过70%

■ **行业集中度较高，雅萌觅光领先。**根据头豹研究院，2021年我国家用美容仪相关企业注册数量为257家，2012-2021年复合增速为21.1%，快速增长的行业吸引大批企业入驻。雅萌、觅光、初普凭借灵活营销及优质的产品领先，22年11月线上份额合计74%，行业集中度较高，雅萌、觅光份额遥遥领先。

图表68：国内家用美容仪竞争对手分析

公司	国家	代表产品	能量源	定价（元）	渠道布局	粉丝数量
雅萌	日本	射频美容仪	射频	4000-13000	线上：天猫、京东、唯品会、小红书 线下：商城专柜为主	微博：30.1万 抖音：45.7万 小红书：12.9万
觅光	中国	射频美容仪	射频+EMS+LED	1500-5600	线上：天猫、京东	微博：26.8万 抖音：27.6万 小红书：4.8万
初普	以色列	射频美容仪	射频+EMS	2000-6000	线上：天猫、京东、小红书	微博：7.3万 抖音：13.1万 小红书：4.4万
K. SKIN	中国	黑投铲、射频美容仪	射频	80-3400	线上：天猫、京东、小红书	微博：55.1万 抖音：26.4万 小红书：1.7万
DR. Arrivo	日本	电流导入仪（射频+EMS）	射频+EMS	3000-18000	线上：天猫、京东、小红书 线下：商城专柜为主	微博：1.6万 抖音：2.0万 小红书：3.4万

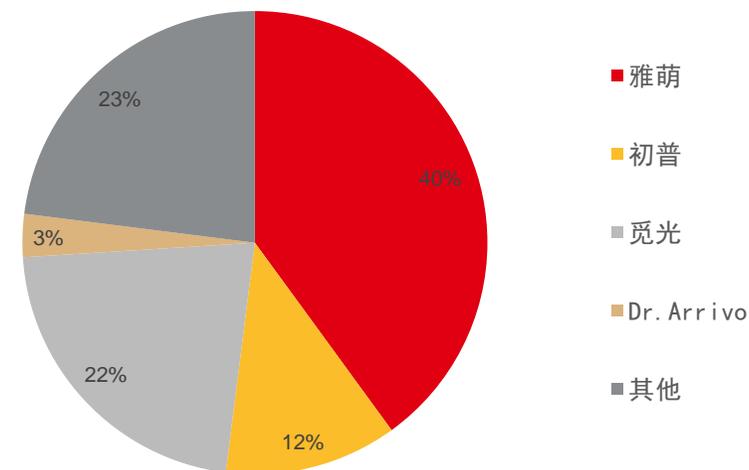
资料来源：各品牌官方账号，中邮证券研究所  
请参阅附注免责声明

图表67：2012-2021年家用美容仪相关企业注册数量



资料来源：头豹研究院，中邮证券研究所

图表69：2022年11月线上竞争格局



资料来源：头豹研究院，中邮证券研究所

## 4.2 推出家用美容仪器产品LMNT One，三重能量源实现提亮肤色、胶原再生等多重功效，背靠Alma产品力有保障

- **推出家用美容仪器产品LMNT One。**2022年3月公司推出家用美容仪品牌LMNT，5月推出首款产品LMNT One，通过代理及电商模式在中国、意大利销售。公司已在天猫、抖音、小红书等多个平台进行相关布局，为后续线上渠道发力打下坚实基础。计划2023年上半年在美国试点模式推出，2023年下半年正式上市。
- **多重光源实现提亮肤色、胶原再生等多重功效，产品力有保障。**LMNT one家用美容仪采用三重技术复合形成核心技术（633nm LED红光提亮肤色，830nm NIR近红外光激活胶原再生，micro-pluses微脉冲改善水肿）使能量直达肌底，同时采用单一挡位设计，一键操作，轻松上手，满足居家SPA、商务出差、外出旅游等多个场景的使用。背靠Alma在医美能量类市场多年研发沉淀，产品力有保障，未来有望加大线上推广放量，享受行业红利。

图表70：国内家用美容仪竞争对手分析

品牌	LMNT One	雅萌ACE五代	初普S	觅光
公司	复锐医疗	YA-MAN株式会社	泊乐根公司	宗匠科技
能量源	射频+LED光照	射频	射频+EMS微电流	射频+EMS微电流+LED光照
使用频率/时间	每周至少三次/15分钟	每周五次/6-10分钟	敏感肌：每周2-3次/不超过15分钟 非敏感肌：最高隔天使用/不超过20分钟	隔天操作/提拉5分钟/淡纹10分钟
档位	1个	4个	3个	5个
价格	3999元	4099元	3999元	2180元
核心技术	三重技术，直达肌底（633nm LED红光，830nm NIR近红外光，micro-pluses微脉冲）	黄金五代射频技术，热电光三重能量齐发	第三代DMA动态肌肉激活技术	四重光电科技（3mm深层射频+变频MES微电流+IR红外光+隧道红光）

资料来源：天猫旗舰店，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表71：LMNT国内电商平台布局

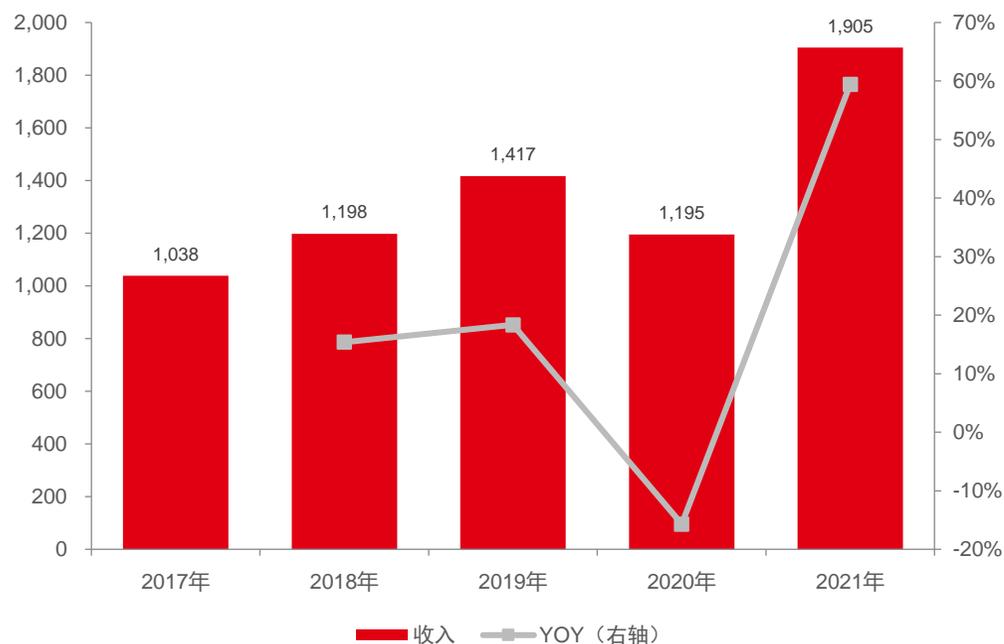
平台	天猫	抖音	小红书
粉丝量	9765	104	701
内容	4件宝贝	8条作品	32条笔记
月销	160	——	——
sku/定价	牛奶光子提亮嫩肤家用脸部美容仪 /3999元		

资料来源：品牌官方账号，中邮证券研究所

## 4.2 日本雅萌作为国内家用美容仪龙头21年收入约19亿元，对标雅萌LMNTOne成长空间大

- 雅萌于1978年在日本成立，是较早进入家用美容仪领域、发展较为成熟的品牌之一，雅萌旗下主要有两大系列产品，分别为MAX系列和ACE系列，其中MAX系列主要功能为全脸提亮、嫩肤净肤，ACE系列主要功能为提拉紧致、淡化皱纹；其次布局水光钻美容仪，主要功效为补水。凭借良好的产品品质以及灵活的新媒体营销推广策略，近年来保持良好的增长势头；2021年雅萌收入约19亿，2017-2021年复合增速约16.4%，收入实现快速增长。目前雅萌是国内市场龙头品牌，对标雅萌，未来LMNT one具备广阔成长空间。

图表72：雅萌2017-2021年收入及增速（百万元）



资料来源：头豹研究院，中邮证券研究所  
请参阅附注免责声明

图表73：雅萌主打产品情况

产品	特性	产品优势
MAX系列产品 MAX旗舰版射频仪 MAX二代旗舰版美容仪/5999元 M21明星版美容仪 M30明星版美容仪	(1) 全脸提亮（明亮度+27.4%，光泽度+14.0%，肤色均匀+8.0%） (2) 嫩肤净肤（水润度+64.8%，皮肤弹性+34.7%）	科学配置“光、超、热”，使用3波段脉冲射频，5大模式覆盖日常所需功能
ACE系列产品 ACE五代黄金五环射频美容仪/4099元 ACE Eye眼部射频仪/2299元 ACE Pro四环变频射频仪	(1) 针对额区皱纹（抬头纹-30.87%，川字纹-18.9%） (2) 针对眼周松弛（眼下纹-31.7%，鱼尾纹-30.6%）	科学配置“光、超、热”三重能量，分层抗衰老，同时作用于表皮层、真皮层和肌肉层
其他产品 水光钻多功能美容仪/3099元	采用全新日周双模式设计，懒人模式和全套深层护理一键切换，上班模式3分钟快速补水，周末13分钟深度SPA	>630nm红光结合动态焕活EMS，加快微循环

资料来源：雅萌官网、头豹研究院，中邮证券研究所

# 五

## 盈利预测及投资建议

## 5 盈利预测及投资建议

- 盈利预测及投资建议：我们预计公司23-24年收入分别为4.5亿美元/5.8亿美元，归母净利润分别为50.5百万美元/64.7百万美元，对应增速分别为26%/28%，对应估值分别为17倍、13倍，我们看好公司医美领域的多元化布局，未来成长空间广阔，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：全球医美景气度下行；肉毒毒素、玻尿酸等产品国内上市不及预期；能量类产品直营转化不及预期等。

图表74：公司收入及归母净利润预测

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万美元）	354.48	445.92	575.19	732.78
增长率(%)	20.45	25.79	28.99	27.40
EBITDA（百万美元）	55.23	46.12	55.97	71.13
归属母公司净利润（百万美元）	40.17	50.51	64.73	84.41
增长率(%)	28.56	25.75	28.14	30.40
EPS(元/股)	0.09	0.11	0.14	0.18
市盈率(P/E)	13.22	17.28	13.48	10.34
市净率(P/B)	1.23	1.81	1.59	1.38
EV/EBITDA	8.07	10.02	13.49	94.13

资料来源：公司公告，中邮证券研究所预测

请参阅附注免责声明

图表75：公司分业务收入拆分及预测（百万美元）

	2022A	2023E	2024E	2025E
总收入	354.48	445.92	575.19	732.78
yoy	20.45%	25.79%	28.99%	27.40%
能量类医美&生美	306.85	373.67	457.23	562.65
yoy	18.70%	21.78%	22.36%	23.06%
注射类产品	18.61	25.12	60.17	99.24
yoy	34.47%	35.00%	139.51%	64.93%
牙科业务	18.61	22.33	26.80	32.16
yoy	34.47%	20.00%	20.00%	20.00%
服务及其他	19.83	24.79	30.98	38.73
yoy	27.44%	25.00%	25.00%	25.00%

资料来源：公司公告，中邮证券研究所预测

# 5 盈利预测及投资建议

财务报表和主要财务比率					主要财务比率				
财务报表 (百万美元)	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	354.48	445.92	575.19	732.78	营业收入	20.45%	25.79%	28.99%	27.40%
营业成本	152.25	191.30	246.18	312.90	营业利润	7.39%	19.47%	27.49%	30.27%
税金及附加					归属于母公司净利润	28.56%	25.75%	28.14%	30.40%
销售费用	99.68	126.19	165.08	210.31	<b>获利能力</b>				
管理费用	29.08	36.57	47.17	60.09	毛利率	57.05%	57.10%	57.20%	57.30%
研发费用	18.02	26.75	34.51	43.97	净利率	11.33%	11.33%	11.25%	11.52%
财务费用	1.36	-0.46	-0.95	-1.33	ROE	9.32%	10.49%	11.85%	13.39%
资产减值损失					ROIC	9.54%	10.26%	11.55%	13.06%
营业利润	46.12	55.10	70.25	91.52	<b>偿债能力</b>				
营业外收入					资产负债率	22.21%	25.48%	26.71%	27.57%
营业外支出					流动比率	3.13	2.81	2.83	2.87
利润总额	44.24	55.56	71.20	92.85	<b>营运能力</b>				
所得税	4.16	5.00	6.41	8.36	应收账款周转率	4.41	4.50	4.50	4.50
净利润	40.08	50.56	64.79	84.49	存货周转率	2.04	2.00	2.00	2.00
归母净利润	40.17	50.51	64.73	84.41	总资产周转率	0.64	0.69	0.77	0.84
每股收益 (元)	0.09	0.11	0.14	0.18	<b>每股指标 (元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	0.09	0.11	0.14	0.18
货币资金	74.79	123.49	161.31	212.03	每股净资产	0.92	1.03	1.17	1.35
交易性金融资产					<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账	80.38	99.09	127.82	162.84	PE	13.22	17.28	13.48	10.34
预付款项					PB	1.23	1.81	1.59	1.38
存货	74.72	95.65	123.09	156.45	<b>现金流量表</b>				
流动资产合计	250.57	342.69	441.85	567.25	净利润	40.17	50.51	64.73	84.41
固定资产	16.85	16.98	17.11	17.23	折旧和摊销	0.00	0.87	0.87	0.88
在建工程					营运资本变动	-18.04	-1.44	-26.56	-33.37
无形资产	191.83	191.83	191.83	191.83	其他				
非流动资产合计	305.04	305.17	305.29	305.41	<b>经营活动现金流净额</b>	22.04	49.99	39.11	52.00
资产总计	555.60	647.86	747.15	872.66	资本开支	0.00	-1.00	-1.00	-1.00
短期借款	5.74	5.74	5.74	5.74	其他	-52.11	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账	13.34	17.39	23.45	29.80	<b>投资活动现金流净额</b>	-52.11	-1.00	-1.00	-1.00
其他流动负债	61.05	98.69	127.13	161.80	股权融资				
流动负债合计	80.13	121.82	156.32	197.34	债务融资	-1.55	0.00	0.00	0.00
其他	43.25	43.25	43.25	43.25	其他	-16.30	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	43.25	43.25	43.25	43.25	<b>筹资活动现金流净额</b>	-17.85	-0.29	-0.29	-0.29
负债合计	123.38	165.07	199.57	240.59	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	-50.13	48.70	37.82	50.71
股本	1.33	1.33	1.33	1.33					
资本公积金	429.54	480.05	544.78	629.19					
未分配利润									
少数股东权益	1.35	1.40	1.47	1.55					
其他									
所有者权益合计	432.23	482.79	547.58	632.07					
负债和所有者权益	555.60	647.86	747.15	872.66					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所预测

# 感谢您的信任与支持!

THANK YOU

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

## 投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 中邮证券研究所

### 北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048



**中邮证券**

CHINA POST SECURITIES