

医美行业投资框架-寻找中国医美的艾尔建

分析师：刘嘉仁（S0190518080001）

代凯燕（S0190519050001）

研究助理：周子莘

报告发布日期：2021.06.11

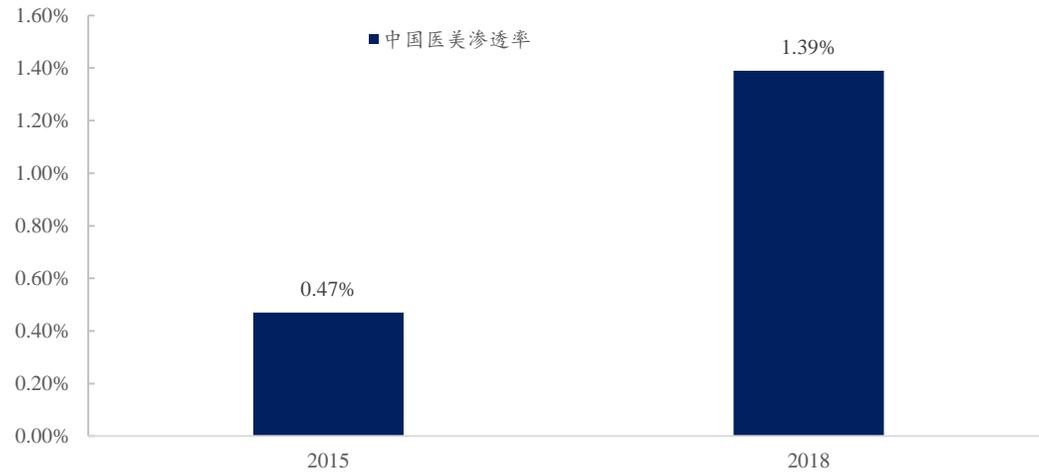


- **医美行业合规市场未来享有确定性高增长。**预期随着未来1) 人均可支配收入提升；2) 医美消费者年龄结构扩张；3) 监管趋严合规市场占比提升，八部门联合监管继续加强对于非法医美的打压，目前市场处于监管趋严下的合规市场快速增长期，预计未来5/10年医美合规市场复合增速为22.60%/19.56%。医美的消费属性决定了医美行业未来享有确定性高增长。
- **医美上游产品端具备较高投资确定性。**梳理产业链发现，①医美具备消费和医疗双属性，标准化程度低于眼科和齿科，因而医美机构规模化门槛较高，目前尚待出现连锁化机构；②互联网医美机构目前仍有待强化一站式服务能力提升对B端附加价值；③上游产品端具备增长和投资确定性，一方面业绩角度，上游受益于我国人口基数大带来的空间确定性，以及NMPA严格审批带来竞争格局的确定性，另一方面估值角度，一来NMPA严格审批带来先发优势，先发优势之于具备医疗属性的消费品而言具有率先打造强品牌力的作用，是高估值企稳的关键，二来外资产品进入国内后仍需重走严格的临床机制，NMPA的严格临床降低了外资产品的新发优势，将内资产品和外资产品立于同一起跑线，因而我国内资产品公司享有比日韩产品公司更高的估值。
- **上游赛道选择：注射为第一选择，光电其后。**1) 光电类增速较快，但目前市场大多被外资公司抢占，本土公司若优先发力光电领域，面临认可度低、风口变化快导致的确定性相对较弱，目前光电版块仅有复锐医疗科技以较为完善的产品线和认知度较高的品牌力领先，值得关注；2) 注射类目前竞争格局较好，考虑到注射类很多细分赛道仍是蓝海领域，同时产品与产品之间需要搭配组成联合疗程为机构提供差异化选项，我们建议重点布局以下产品公司：①以注射类为主，②产品矩阵完整，③再生医学产品（今年热点）即将问世，④业绩兑现能力较强，⑤有并购意图提升天花板。上游品牌商若希望成为国产“艾尔建”，除了完善的产品矩阵以外，亦需要较强的营销实力，建议持续关注下游机构对B&C的营销水平。
- **投资建议：**1) 爱美客具备强产品嗨体，且产品矩阵相对完备（具备填充类、萎缩类、支撑类，再生补充类产品有望于6月获证），未来公司有望H股上市，为并购更多产品线做准备，最具备中国艾尔建雏形；2) 华东医药推出专家型再生产品少女针，后续布局注射类、支撑类埋植线、萎缩类肉毒和光电类仪器，期待公司以专家型产品为重点布局，以为医生&机构背书为核心竞争力，强化下游机构黏性；3) 四环医药具备强势产品乐提葆，后续产品线规划相对完善；4) 华熙生物目前以玻尿酸为核心产品线，重点突破小分子和大分子玻尿酸，后续有望通过并购完善产品线；5) 复锐医疗科技具备完善的光电类产品线，有望完善注射类产品布局；6) Beautyhealth具备较强的对B&C端的营销实力，建议关注。
- **风险提示：核心公司产品审批延缓，核心公司营销水平较弱，流动性风险**

引言、从医美高增长趋势看医美行业本质

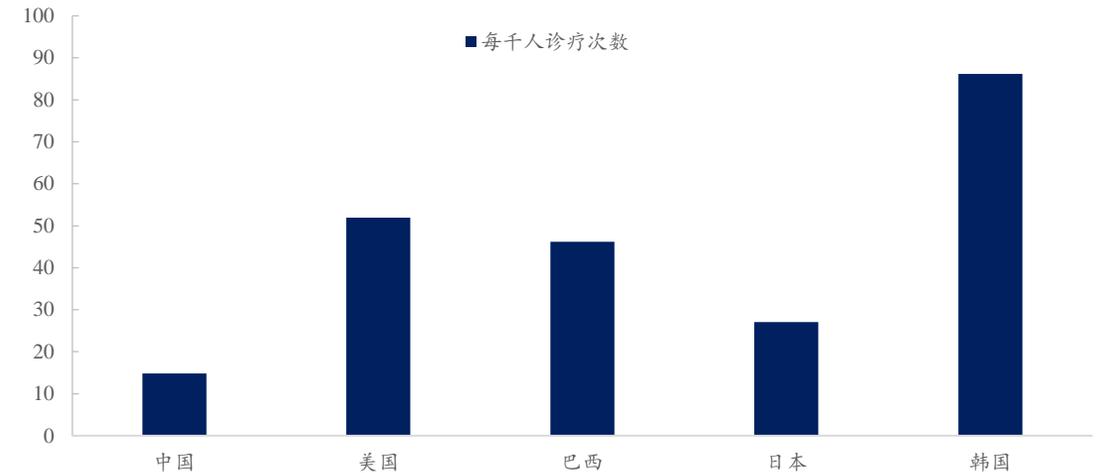
引言：合规医美规模未来25年复合增速有望达10%（1/3）

2018年以总人数衡量的渗透率为1.39%



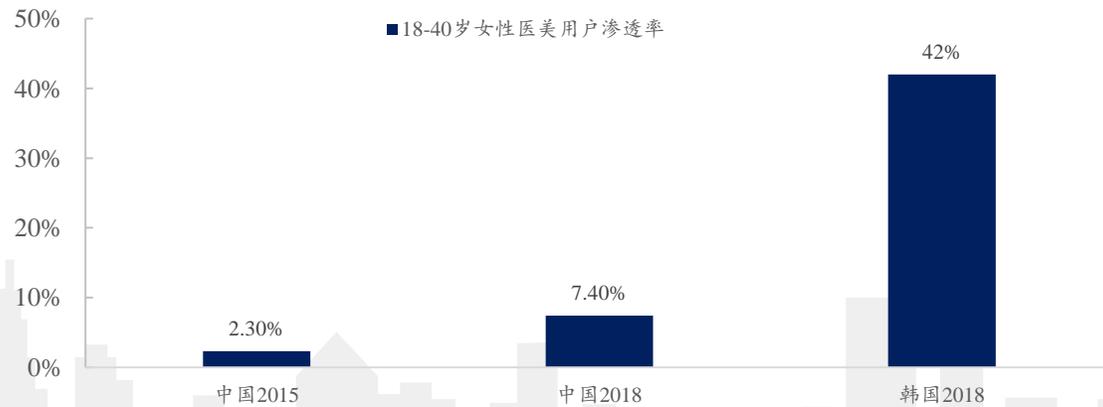
资料来源：Frost & Sullivan，兴业证券经济与金融研究院整理

我国人均诊疗次数较发达国家上有提升空间



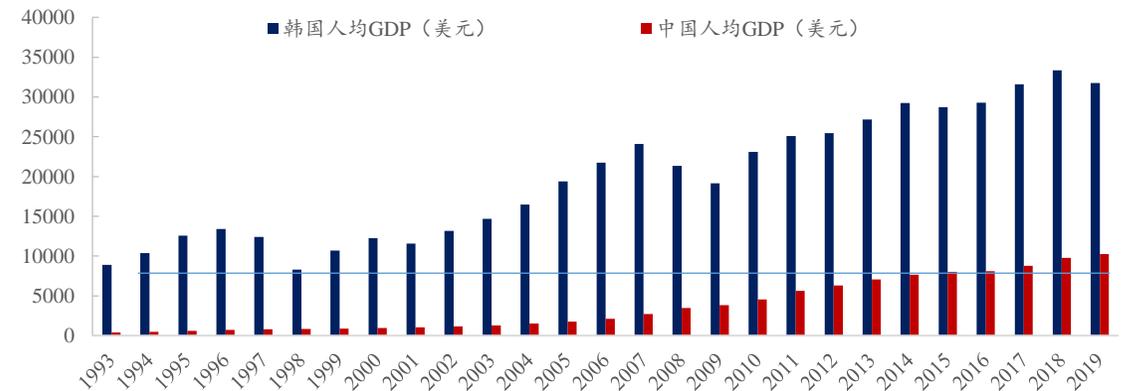
资料来源：Frost & Sullivan，兴业证券经济与金融研究院整理

以18-40岁女性为基数中韩医美渗透率



资料来源：新氧，兴业证券经济与金融研究院整理

预计我国达韩国2019年人均GDP水平需25年



资料来源：世界银行，兴业证券经济与金融研究院整理

引言：合规医美规模未来25年复合增速有望达10%（2/3）

测算假设

- **当前分性别分年龄段医美渗透率：**根据①2018年我国以总人数为基础核算的渗透率1.39%、②以18-40岁女性为基础核算的渗透率7.4%、③医美年龄层分布推算出2018年我国医美人群的分布：2018年1.39%的人群为医美人群，其中1.18%为18-40岁的女性医美人群，0.13%为40岁以上的女性医美人群，0.07%为18-40岁的男性医美人群。根据不同年龄段人群占比，测算出相应年龄段中医美人群的渗透率。
- **未来分性别分年龄段医美人群渗透率测算：**考虑到1) 医美消费群会对医美形成路径依赖，会持续进行医美消费；2) 随着人均可支配收入提升，以及受到身边医美人群的影响，各年龄段群体对医美的接受度会逐步提升，各年龄段医美渗透率随之增加。假定18-40岁女性医美渗透率逐步接近韩国水平，测算出不同性别不同年龄段人群医美渗透率变化。
- **未来分性别分年龄段医美诊疗次数测算。**假定：1) 我国未来人数保持平稳，各年龄段占比与2018年持平；2) 0-17岁人群为轻度用户，一年仅使用1次；18-40岁人群中原有医美人群为5年后重度客户，一年使用3次，从0-17岁医美人群成长5年后进入该年龄段的为中度用户，一年使用2次，其余新增人群为轻度用户，一年仅使用1次；40岁以上人群中5年前的原有医美人群和从18-40岁医美人群成长进入该年龄段的医美人群均为重度用户，一年使用3次，其余新增人群为轻度用户，一年仅使用1次。
- **未来医美规模测算。**假定未来次单价每年下降1pct。非手术类价格低于手术类价格，非手术类占比提升本应降低客单价，但考虑到1) 新氧等app的存在使得价格透明化，不断压低经销商和机构价格，2) 消费者意识从追求低价转为注重医师水平/机构品牌，客单价下滑幅度预计较小。根据我国2045年诊疗次数有望达37049万次，人均医美诊疗次数为0.266次，尚有16.94倍增长空间，采用Frost & Sullivan2018年的1220亿元的数据，预计：
 - ✓ 2020/2021/2022/2023/2024年我国医美规模为1525/1930/2374/2893/3515亿元；
 - ✓ 2025年我国医美规模为4224亿元，5年复合增速为22.60%；
 - ✓ 2030年我国医美规模为9102亿元，10年复合增速为19.56%；
 - ✓ 2045年我国规模可达16685亿元，25年复合增速为10.04%。

分性别分年龄段医美人群渗透率

	0-17岁 男性	0-17岁 女性	18-40岁 男性	18-40岁 女性	40岁以 上男性	40岁以 上女性
2018年人群占比	10.74%	9.18%	16.65%	15.97%	23.47%	24.00%
2018年以总人群为基础的渗透率	0	0	0.07%	1.18%	0.008%	0.13%
2018年以对应年龄段为基础的渗透率	0.00%	0.00%	0.42%	7.40%	0.03%	0.55%

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

分性别分年龄段医美人群未来渗透率假设

	0-17岁 男性	0-17岁女 性	18-40岁 男性	18-40岁 女性	40岁以 上 男性	40岁以 上 女性	以总人数 为基础的 总渗透率
2020	0	0.50%	0.50%	8.50%	0.05%	0.80%	1.69%
2021E	0.02%	0.52%	0.65%	9.75%	0.07%	1.00%	1.97%
2022E	0.04%	0.54%	0.90%	11%	0.08%	1.20%	2.27%
2023E	0.06%	0.56%	1.20%	13%	0.10%	1.50%	2.72%
2024E	0.08%	0.58%	1.60%	15%	0.11%	1.75%	3.17%
2025E	0.10%	0.60%	2%	16%	0.130%	2.00%	3.46%
2030E	0.20%	0.70%	4%	20%	0.260%	4.00%	4.97%
2035E	0.30%	0.80%	6%	24%	0.390%	6.00%	6.47%
2040E	0.40%	0.90%	8%	28%	0.520%	8.00%	7.97%
2045E	0.50%	1.00%	10%	32%	0.651%	10.00%	9.47%

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

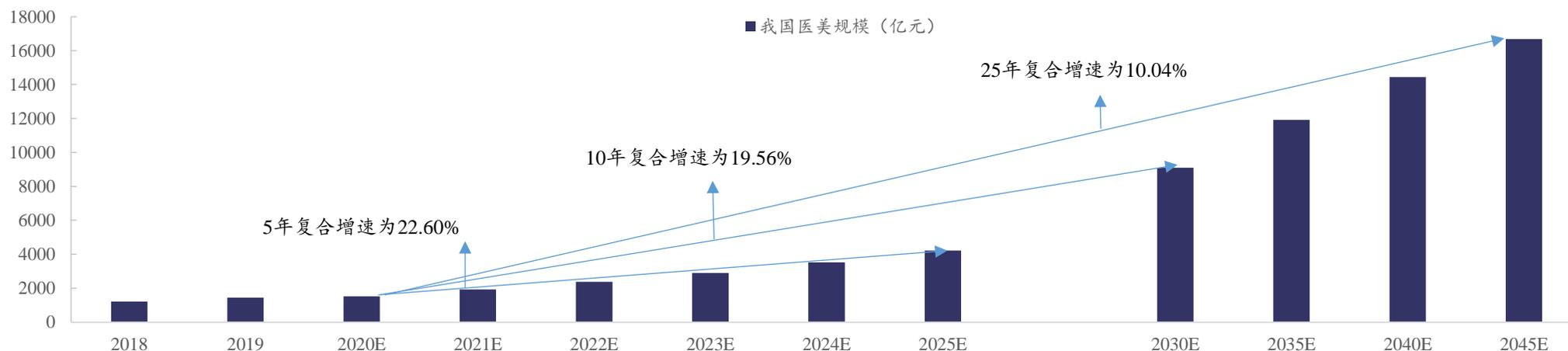
引言：合规医美规模未来25年复合增速有望达10%（3/3）

分性别分年龄段医美诊疗次数

	0-17岁男性 (万次)	0-17岁女性 (万次)	18-40岁男性 (万次)	18-40岁女性 (万次)	40岁以上男性 (万次)	40岁以上女性 (万次)	总诊疗次数 (万次)	人均诊疗次数 (次)
2020	0	64	130	2121	18	300	2634	0.019
2021E	3	67	161	2631	30	475	3366	0.024
2022E	6	69	224	3228	40	616	4184	0.030
2023E	9	72	331	3878	52	807	5150	0.037
2024E	12	74	455	4721	64	994	6321	0.045
2025E	15	77	632	5671	80	1196	7671	0.055
2030E	30	90	1672	10113	474	5004	17382	0.125
2035E	45	102	2879	12412	904	7594	23938	0.172
2040E	60	115	4086	14711	1335	10185	30493	0.219
2045E	75	128	5294	17010	1766	12775	37049	0.266

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

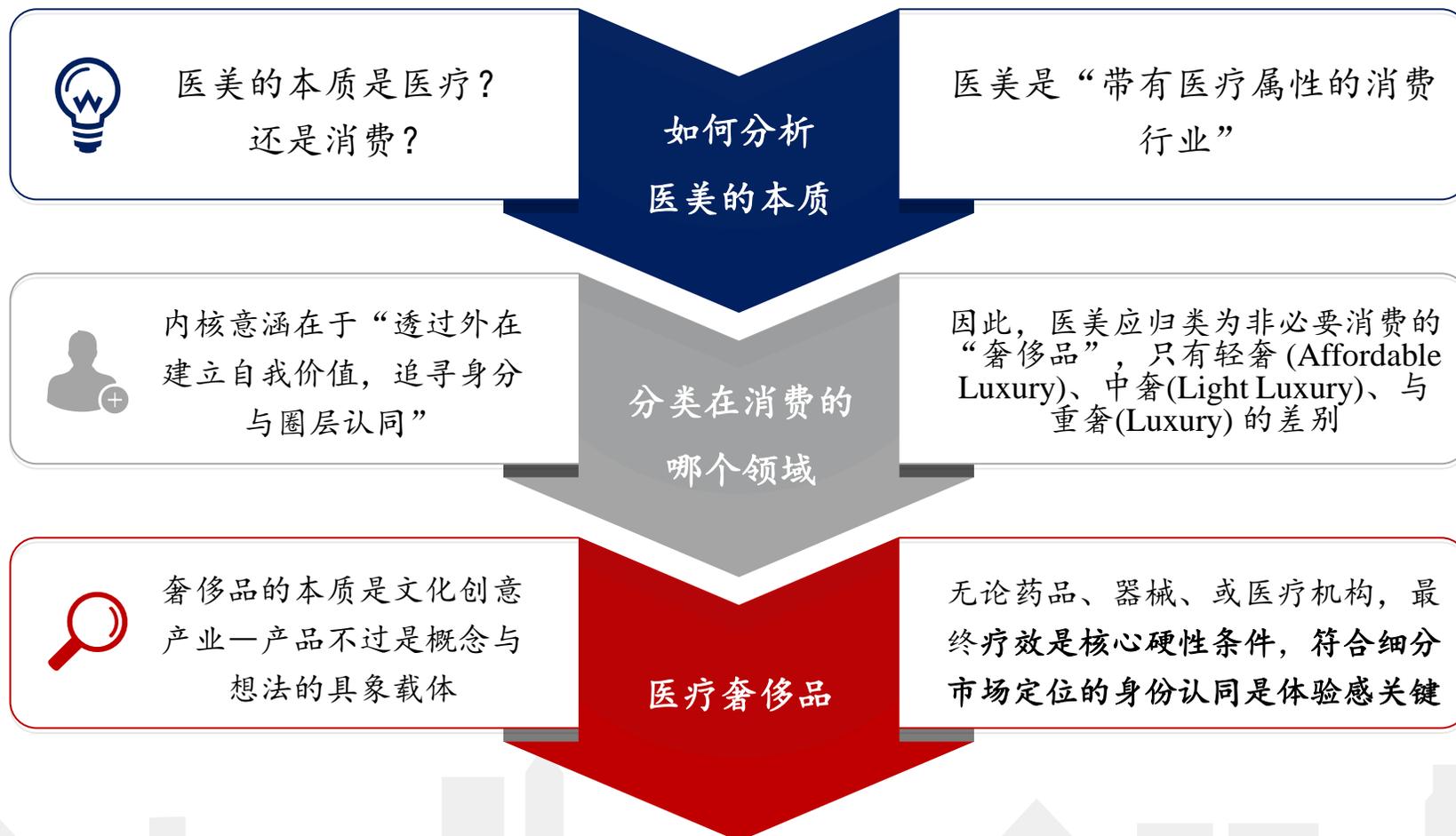
我国未来医美规模测算：未来五年年复合增速可达22.60%



资料来源：Frost & Sullivan，兴业证券经济与金融研究院整理

引言：医美行业的本质

医美本质

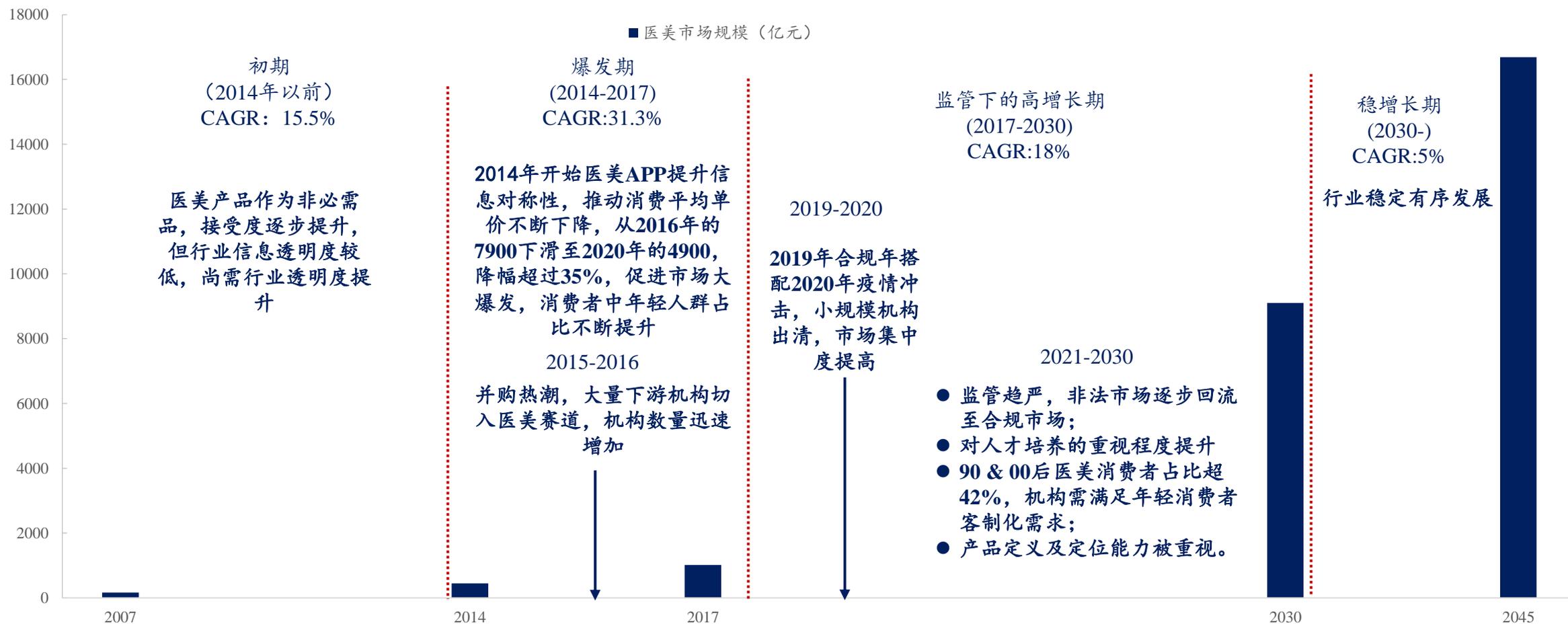


主体族群是“感性”的女性

1、复盘医美行业过去增长看未来

1.2、收入增长&年龄层扩张&监管趋严共促合规医美市场健康发展

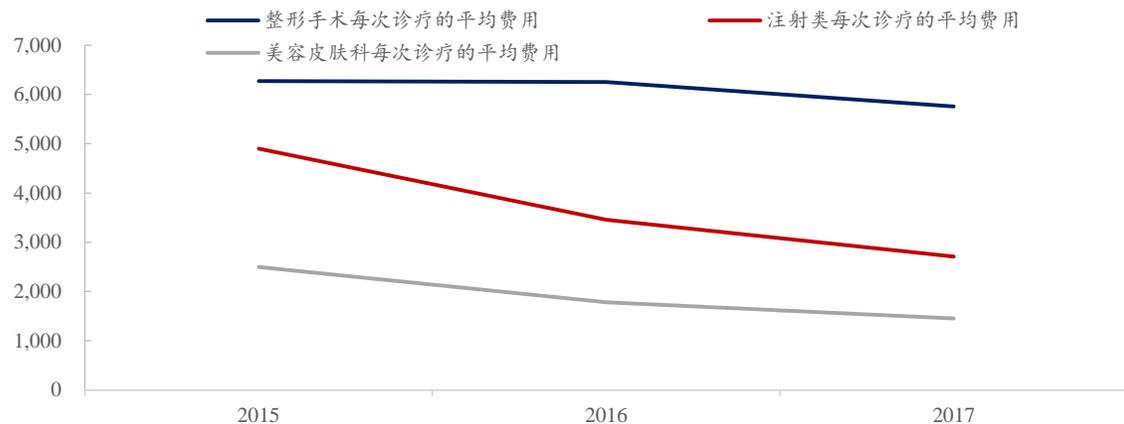
我国医美行业阶段发展复盘



资料来源：2007、2014、2017数据来自于新氧大数据，2030、2045数据为我们根据后文测算得出，兴业证券经济与金融研究院整理
 注：增速为复合增速

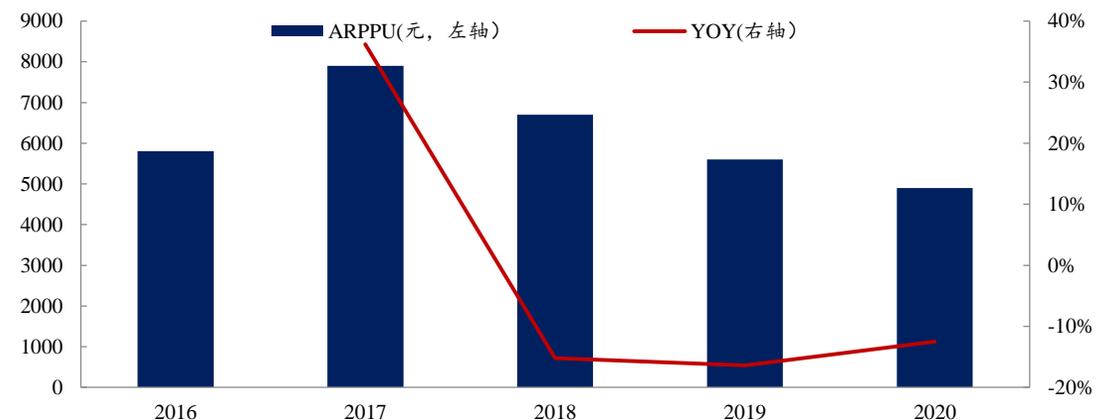
1.2、收入增长&年龄层扩张&监管趋严共促合规医美市场健康发展 (2/3)

艺星数据证明医美APP推动下各类服务的平均消费单价不断下降



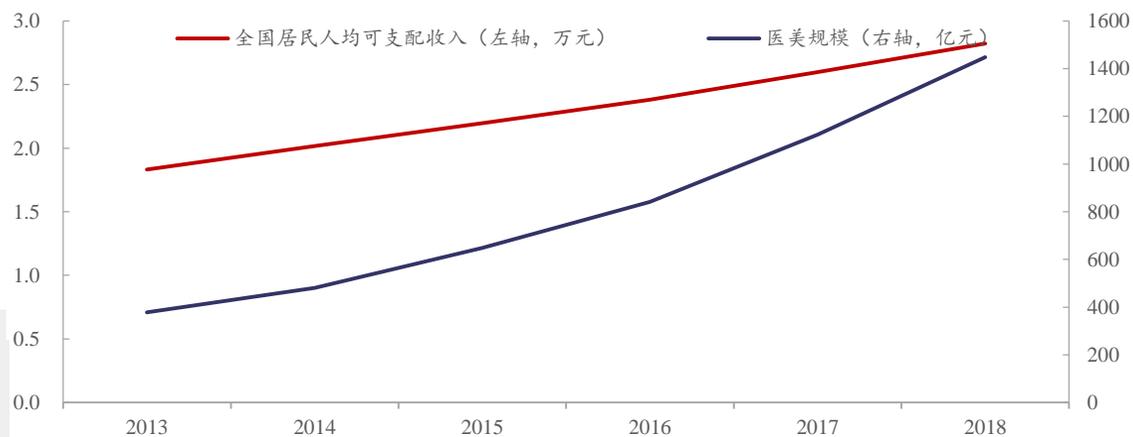
资料来源：艺星招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

2020新氧付费用户人均支出下滑至4900元



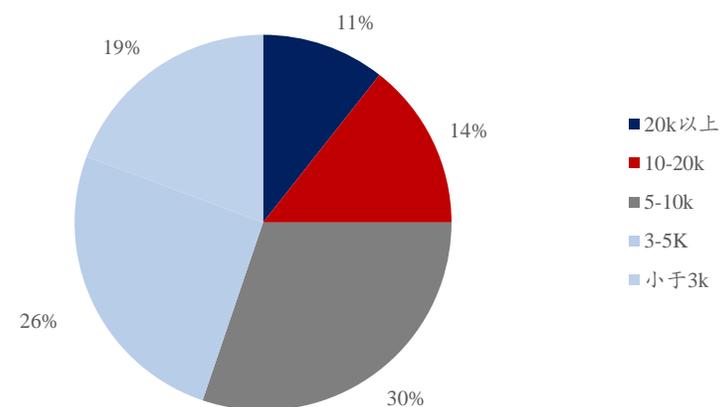
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

未来发展推动力之一：人均可支配收入快速增长提升医美消费力



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

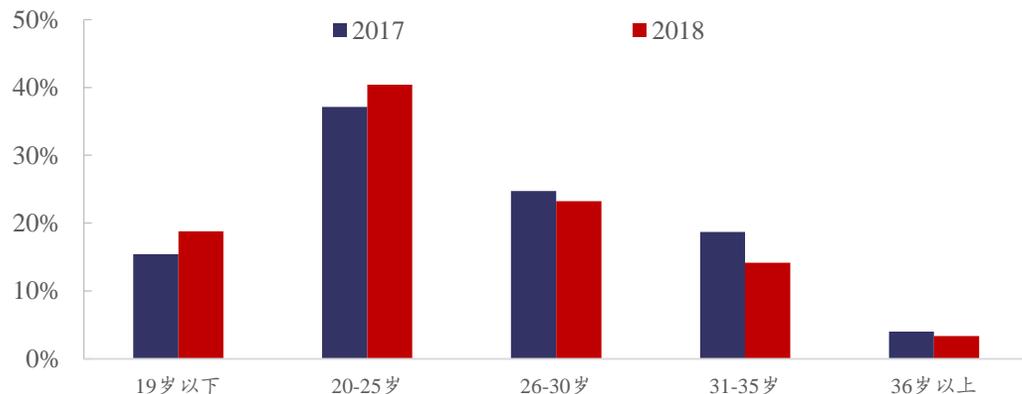
医美消费者中5-10K收入占比者居多



资料来源：MobData，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、收入增长&年龄层扩张&监管趋严共促合规医美市场健康发展 (3/3)

新氧数据显示我国年轻群体占比提升



资料来源：新氧，兴业证券经济与金融研究院整理

注：新氧多吸引价格敏感型消费者，消费占比显示年轻人为主，但这个数据不能代表医美行业的统计数据。

艾瑞的医美人群年龄段数据更为合理



资料来源：艾瑞2020调研，兴业证券经济与金融研究院整理

未来发展推动力之三：监管趋严，打击非法医美，利好合规市场

日期	发文部门	名称
2017.5/18	国家卫健委、中央网信办、公安部、人力资源社会保障部、海关总署、工商总局、药监局七部门	《关于开展严厉打击非法医疗美容专项行动的通知》
2019.1/11	国家卫健委	国家卫生健康委员会关于进一步加强公共场所卫生监管工作的通知
2019.3/6	国家卫健委	医疗乱象专项整治行动方案
2019.3/21	医政医管局	《医疗乱医疗乱象专项整治行动方案》解读
2019.3/22	国家卫健委	关于开展医疗乱象专项整治行动的通知
2019.4/9	市场监督管理总局 最高人民法院、最高人民检察院、公安部等	市场监管总局关于深入开展互联网广告整治工作的通知 关于办理“套路贷”刑事案件若干问题的意见
2019.5/15	市场监督管理总局	关于认真做好“百日行动”有关工作的通知
2019.6/12	国家卫健委	关于印发促进社会办医健康规范发展意见的通知
2019.6/18	国家卫健委	关于就“非法医疗问题专项治理方面取得的进展和成效”的回应
2019.11/11	国家卫健委	国家卫生健康委公布2019年医疗美容违法违规典型案例
2019.11/22	国家卫健委	国家卫生健康委办公厅关于印发大型医院巡查工作方案（2019-2022年度）的通知
2020.4/27	国家卫健委、中央网信办、教育部、公安部、商务部、海关总署、市场监管总局、国家药监局八部门	《关于进一步加强医疗美容综合监管执法工作的通知》
2020.7/6	国家卫健委	《关于印发医疗美容主诊医师备案培训大纲的通知》
2021.5	内蒙古药监局	进一步加强可用于医疗美容的药品管理
2021.5	甘肃甘南州市场监管局、滁州市市场监管局等多地部门	《关于开展可用于医疗美容药品专项检查的通知》
2021.5	孝感市市场监管局	加强可用于医疗美容的药品管理
2021.6/2	荆门市人民政府	我市加强医疗美容药品零售使用环节监管
2021.6/4	国家卫健委、中央网信办、公安部、海关总署、市场监管总局、国家药监局、国家邮政局、国家中医药管理局八部门	《关于印发有关打击非法医疗美容服务专项整治工作方案的通知》

资料来源：国家卫健委等官方网站，兴业证券经济与金融研究院整理

未来发展推动力之二：爱美意识崛起，医美消费者年龄结构扩张

● 我国医美人群呈现扩容趋势

- **年轻化**：1) 极具个性化，且在社交媒体的教育下对医美接纳程度较高；
2) 社会竞争加剧了年轻人对于美丽外表的追求。

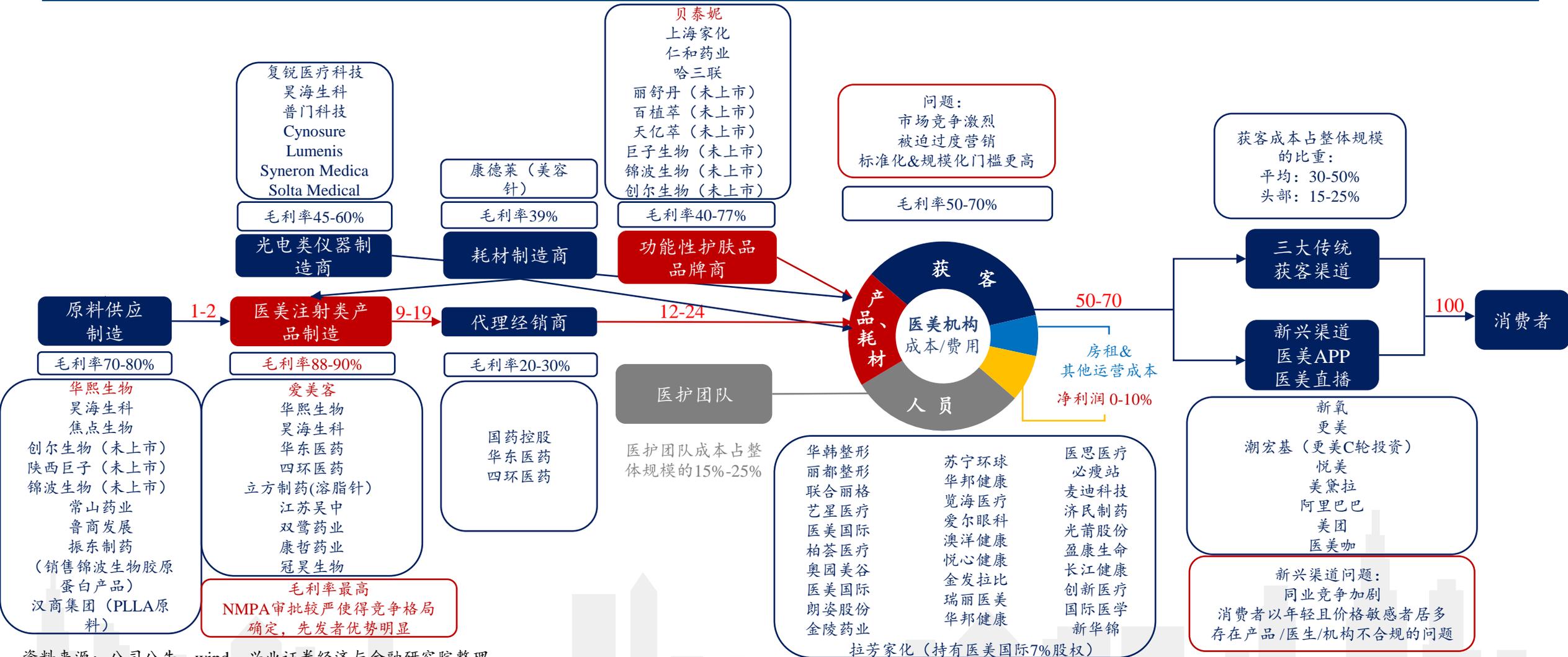
● **老龄化**：1) 医美使用频次较高，黏性较强。

- 2) 收入水平较高搭配抗衰需求，中老年的医美成本远高于年轻人。随着时间推移，医美消费年龄扩容将带来量价双升。

2、通过产业链剖析，寻找不同环节投资价值

2、医美行业产业链结构的利润分布

医美行业产业链



资料来源: 公司公告, wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

原料毛利率参考华熙生物毛利率; 产品毛利率参考华熙生物、昊海生科、爱美客; 医美机构毛利率参考医美国际和华韩整形; 图中红色字体标注为假设终端销售价格100元, 产业链各个参与者的销售价格。

2.1、医美与眼科&齿科的逻辑差异

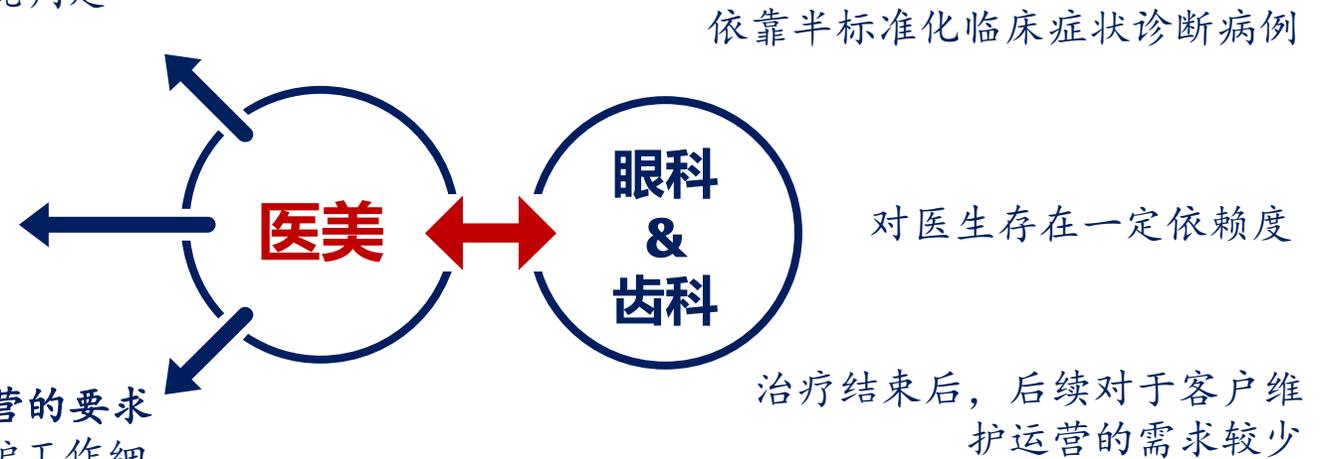
医疗属性

除光电项目可以依靠皮肤病理做客观判定外，其他医美项目更依靠主观审美

医美医生的评价标准灵活，包括：实操、审美、沟通、长相，多样化的标准提高了打造明星医生的门槛，导致机构对于医生的依赖度相对于眼科、齿科更高

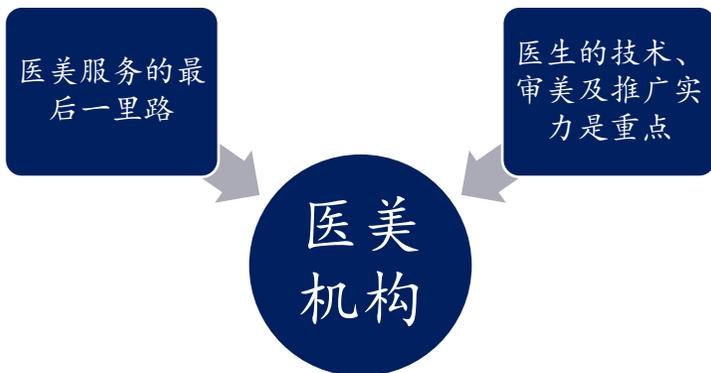
消费属性

女性顾客占比高，顾客对于机构运营的要求较高，包含回访、礼品等，客户维护工作细节较多，体现机构的服务属性



2.2、机构发展核心在于提升连锁化运营能力

医美机构承担医美服务最后一里路角色，重点在于医生

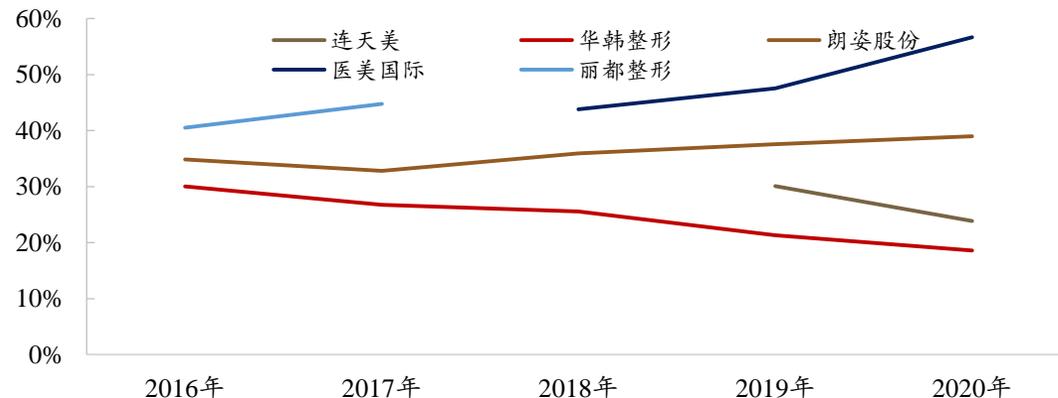


医美机构规模化门槛较高，目前尚待出现连锁化机构

- 1) 需求的个性化，搭配医生个体的审美与技术差异较高，占比较高的针剂类、手术类难以标准化；
- 2) 医师权威性强于机构品牌性，医生流失对机构影响较大；
- 3) 医美机构兼顾商业属性，运营团队和营销团队多以营销&盈利为导向，难以实现所有运营/营销团队与医护团队的有效配合；
- 4) 连锁机构风险倍增。

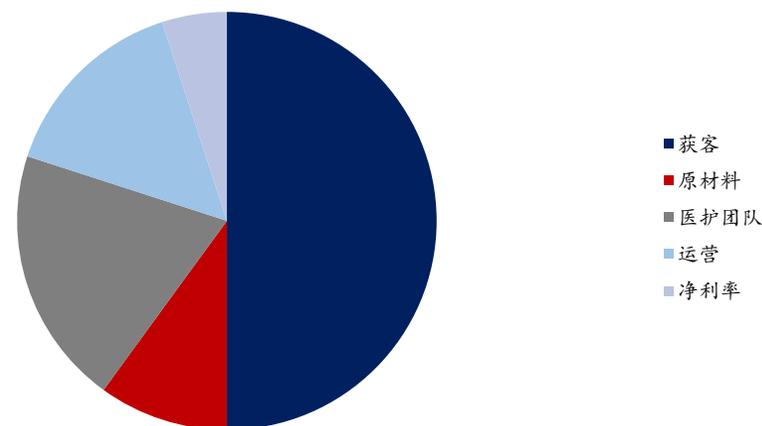
医美板块热度维持，下游估值提升，终局或有区域型连锁机构形成可能性，但仍需解决上述问题。当前医美板块热度维持，对高估值上游持观望态度的筹码转向下游正在转型的公司，提升了下游的估值。现阶段来看，板块热度仍将持续，上游高业绩有望持续至今年第三季，带动整体板块延续高热度，下游估值短期往上抬升的可能性仍存。与此同时，当前持续进行的下游机构收并购抬升了机构在一级市场的价格，也加大了机构的供给和医生的成本，目前下游机构正处于格局重建过程，终局或可形成区域型连锁机构，但仍需解决前面所提到的标准化问题。

医美机构销售费用率较高



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

机构获客成本占总营收的50%左右



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、互联网APP发展核心在于强化B端附加价值

医美营销发展三阶段

- 1) 传统广告、直客/机构导流 (2006年以前)**: 医美机构大多通过①楼宇、公交、电视、报纸等传统广告投放方式提升知名度以吸引消费者; ②直客、渠道医美导流等方式, 向导流机构支付一定费用换取客源。
- 2) 搜索引擎 (2006-2015年)**: 搜索引擎竞价时代开启, 重金为资深网页购买排名, 获取流量。
- 3) 新兴互联网平台 (2016年以后)**: 受魏则西事件影响, 搜索引擎虚假信息引起社会舆论, 百度调整竞价策略。随着电商时代来临, 通过O2O平台、短视频、自媒体等移动互联网平台获客的新型营销方式普及度大幅增长。

互联网医美实现信息透明化, 降低机构获客成本

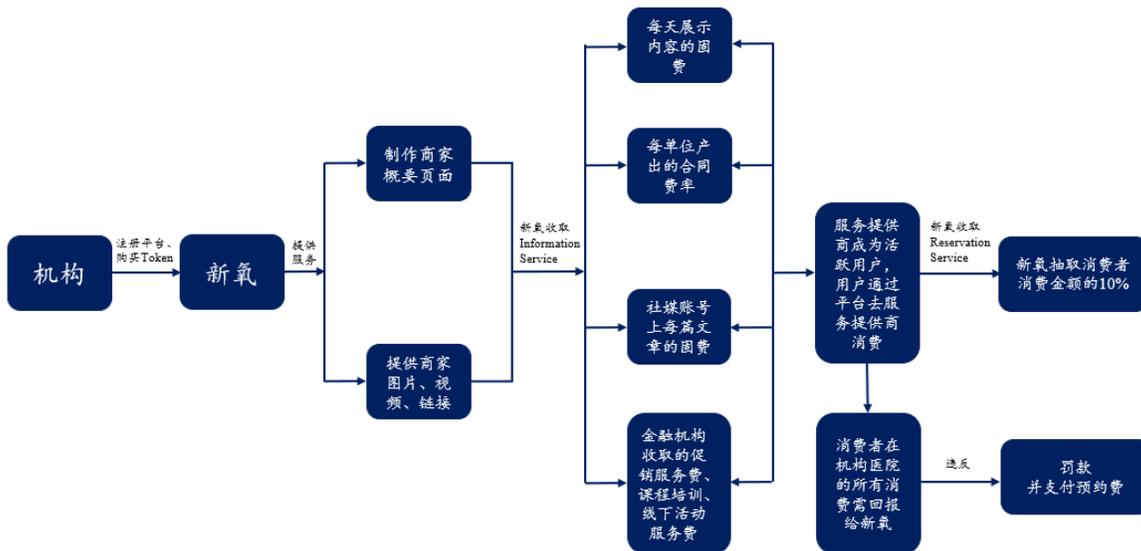
传统医美主要矛盾

医美价格不透明, 价格混乱
 医美信息不对称, 消费者选择困难
 医疗机构获客成本太高

医美APP两端破局

分享 (大量消费者分享医美经验, 减小潜在消费者信息不对称性, 简化消费者决策);
 问诊与展示 (医生线上问诊并分享技术), 降低消费者问诊成本并实现低价获客。

以新氧为例, 定位于“消费者与机构之间的桥梁”, 解决机构&消费者核心诉求



新氧活跃用户数高速稳定增长, 资金、流量向新氧集中, 马太效应显现



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: Token: 信息服务被执行, 确认收取Information Service费用时, 机构购买的Token被从其账户中扣除

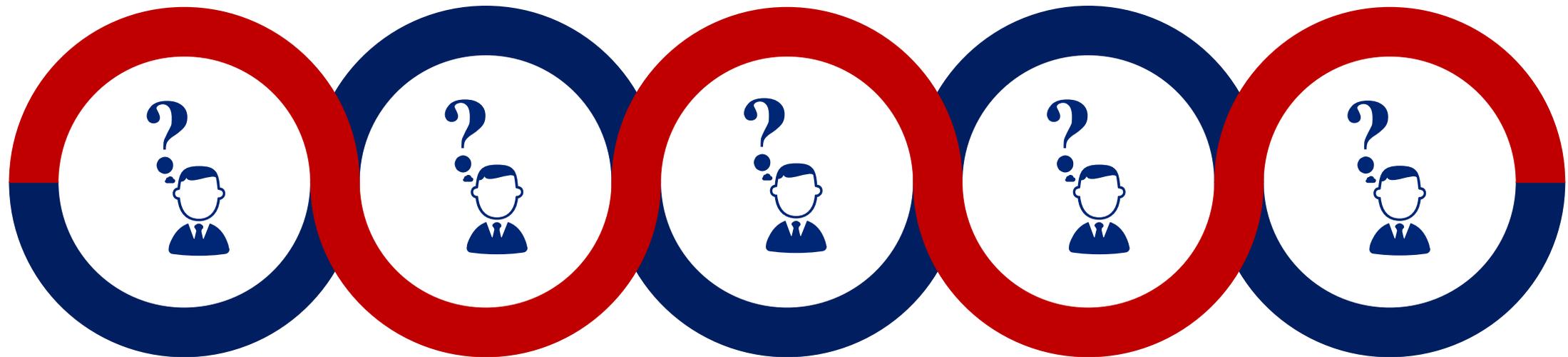
资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、互联网APP未来发展逻辑：强化一站式服务能力提升对B端附加价值

合规/专家型机构蓬勃兴起
未来最明确的趋势



未来将占整体市场的7成以上
1000平米以下的中小型机构



经营能力

大多不具备医护以外的经验和能力，亟需相关顾问以及解决方案 (Turn-Key-Solution)

库存承受能力

无法承担较高额库存 (Buffer Inventory)

补给的弹性

更需要原材料物流的及时性 (Multi-site delivery)

账期的弹性

需要协助与原材料代理商就此进行谈判或风险转移 (Strong Financial Support)

持续精进

进阶培训取得技术以及学分 (Education & Training)

2.4、医美产品端：国内外医美公司估值逻辑差异



通过FDA认证的外资产品在其他国家/地区，仅需简易临床便可上市，为海外公司带来较强先发优势，不利于本土企业发展

北京爱美客科技

(1) 《关于促进健康服务业发展的若干意见》

2013年9月28日，国务院印发《关于促进健康服务业发展的若干意见》（国发[2013]40号），提出培育健康服务业相关支撑产业，支持自主知识产权药品、**医疗器械**和其他相关健康产品的研发制造和应用。

(2) 《“十三五”国家科技创新规划》

2016年7月28日，国务院印发《“十三五”国家科技创新规划》，提出发展先进高效生物技术。在生物医用材料方面，**以组织替代、功能修复、智能调控**为方向，加快3D生物打印、材料表面生物功能化及改性、新一代生物材料检验评价方法等关键技术突破，**重点布局可组织诱导生物医用材料、组织工程产品、新一代植介入医疗器械、人工器官等重大战略性产品**，提升医用级基础原材料的标准，构建新一代生物医用材料产品创新链，提升生物医用材料产业竞争力。

(3) 《“健康中国”2030规划纲要》

2016年10月25日，中共中央、国务院印发了《“健康中国2030”规划纲要》，**提出要加快医疗器械转型升级，提高具有自主知识产权的医学诊疗设备、医用材料的国际竞争力，到2030年，药品、医疗器材质量标准全面与国际接轨。**

(4) 《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》

2016年11月29日，国务院印发了《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》，提出**加快组织器官修复和替代材料及植介入医疗器械产品创新和产业化。**

1-1-106

爱美客技术发展股份有限公司

招股说明书(注册稿)

(5) 《“十三五”生物产业发展规划》

2016年12月20日，国家发展改革委印发《“十三五”生物产业发展规划》，提出推动**植（介）入产品创新发展**，针对器官修复等新技术的发展需要，推动生物技术与材料技术的融合，加速**仿生医学、再生医学和组织工程技术的发展**，推进增材制造（3D打印）技术在**植（介）入新产品中应用。**

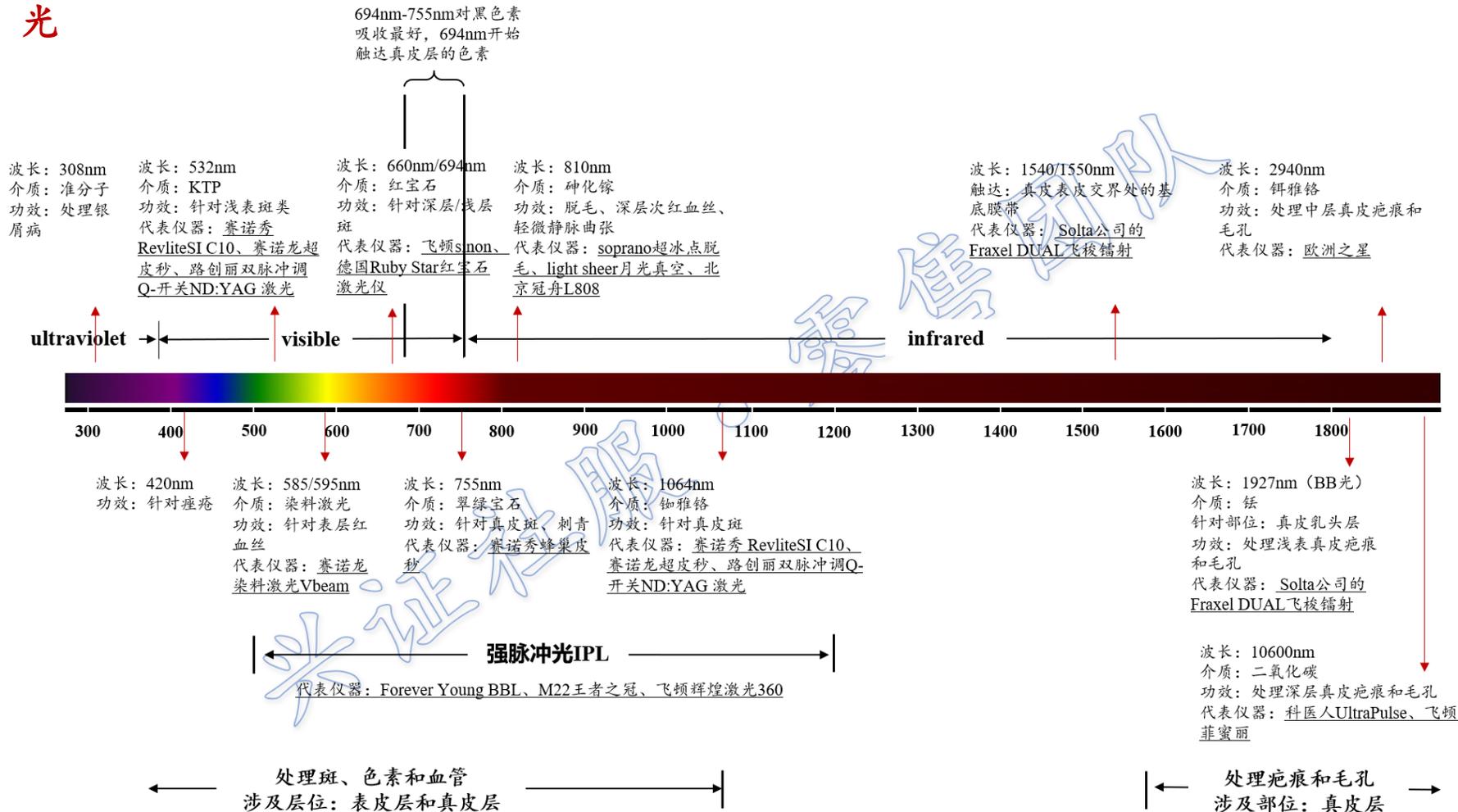
(6) 《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》（2016版）

2017年1月25日，国家发改委公布了《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》（2016版），将**“植介入生物医用材料及服务”**列为战略性新兴产业重点产品和服务。

2.4、产品环节为什么优先看好注射类产品

虽然光电类产品增速很快，但多数被外资抢占，本土公司若先发力光电类，存在1、国产被认可度低；2、风口变化确定性低风险

光



电



(热玛吉)

声



(超声刀)

磁



(美修斯)

2.4、产品环节为什么优先看好注射类产品

核心激光/光子公司产品一览

公司	产品名称	波长	产品功效
赛诺秀	RevliteSI C10	532nm、1064nm	针对浅表斑类和真皮斑
	蜂巢皮秒PicoSure	755nm	针对真皮斑和刺青、脱毛
	Monalisa Touch天使之吻	10600nm	针对改善女性盆底健康
赛诺龙	PicoWay超皮秒	532nm、785nm、1064nm	针对浅表斑类、真皮斑、刺青
	染料激光Vbeam	595nm	针对表层红血丝
科医人	M22 ResurFX王者之冠	515-1565nm	针对大面积浅表色素治疗
	light sheer月光真空	810nm	脱毛、针对深层红血丝和轻微静脉曲张
路创丽	双脉冲调Q-开关ND:YAG 激光	532nm、595/585nm、660nm、1064nm	针对浅表斑类、表层红血丝和真皮斑
元泰	极光皮秒 PicoCare	532nm、1064nm	祛除黄褐斑色素及重建皮肤屏障
	Sinon	694nm	针对深层斑/浅层斑
	辉煌360	900-1600nm	针对浅表斑类和真皮斑、小腿部位团块静脉曲张
	soprano超冰点脱毛	810nm	脱毛、针对深层红血丝和轻微静脉曲张
	菲蜜丽	10600nm	针对深层真皮疤痕和毛孔
复锐医疗（后续会有肉毒和溶脂针）	热拉提	（射频，双极，40.68MHz）	刺激胶原蛋白收缩和再生，紧致嫩肤
	天使光雕	1470nm	松散脂肪组织，吸出脂肪，收紧皮肤
	Ruby Star红宝石激光仪	694nm	针对深层斑/浅层斑
德国Asclepion 公司	Forever Young BBL	420-1400nm	针对大面积浅表色素治疗
Sciton公司	Fraxel DUAL飞梭镭射	1550nm、1927nm	针对浅表真皮疤痕和毛孔
Solta公司	C+B素颜光	1440nm、1927nm	针对浅表真皮疤痕和毛孔、表层色素
	热玛吉	（射频，单极，6.78MHz）	刺激胶原蛋白收缩和再生，紧致嫩肤
欧洲之星	Fotona4DPro无创面雕激光	2940nm	针对中层真皮疤痕和毛孔、分层收紧、全面提升

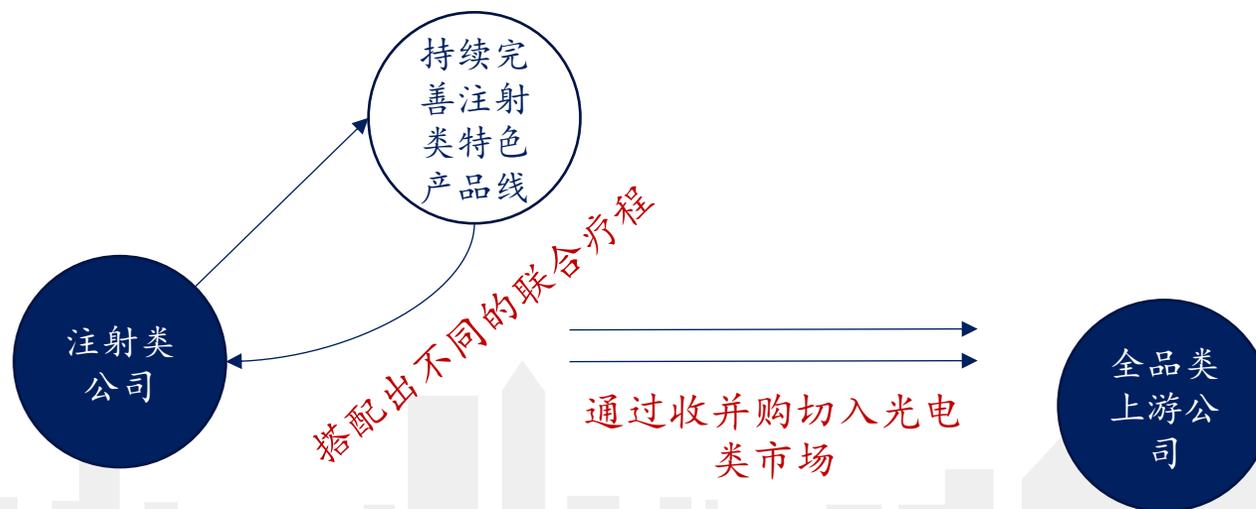
2.4、产品环节为什么优先看好注射类产品

在上游四大优势之下，注射类特色领域仍为蓝海，药监局对本土品牌的保护使得内资公司更具备增长潜力

特色产品类别	对应产品
玻尿酸系列	国产大分子玻尿酸、小分子玻尿酸尚未缺乏 颈部产品仅有嗨体 眼部产品仅有双美胶原蛋白和嗨体熊猫针
胶原蛋白系列	童颜针以及胶原蛋白等补充类产品急需产品协同
体雕产品	溶脂针
支撑产品	骨雕类支撑产品仍有较大空间

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

注射类产品公司未来可行路径



2.4、上游的竞争：特色产品+B端服务打造强黏性品牌

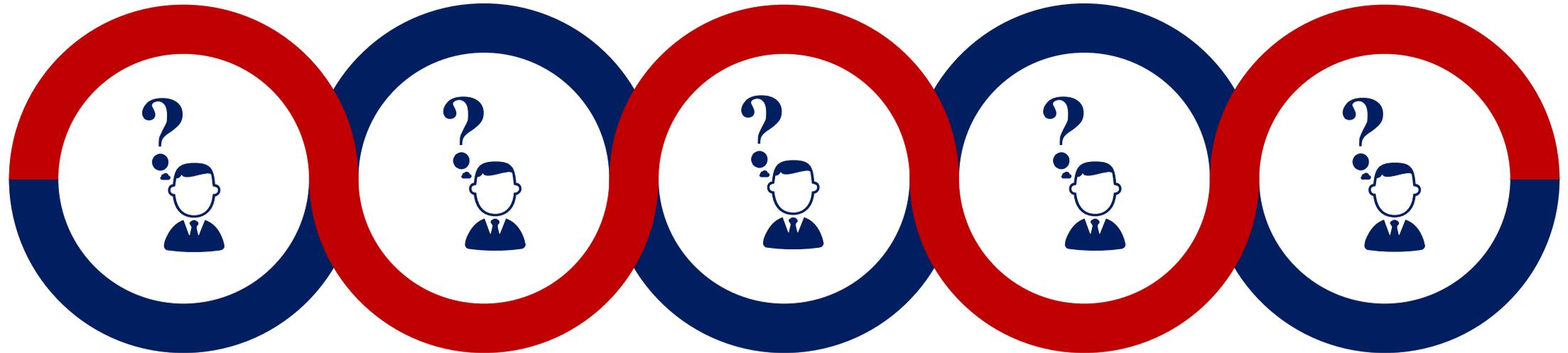
医美/生美不具有唯一项目或产品

肉毒素于2020年进入竞争的时代



医美为消费性医疗

如何提升消费者的主观满意度



卖处方/产品?

处方可以拆解成产品组合

处方的塑造

处方与产品的专用性
如何形塑

产品的差异

产品间的差异如何形塑

产品服务化

卖产品还是卖服务

服务体系化

服务的体系如何形塑

上游原料以及代理商体系平台化

在产品以及项目的选择性越来越多，对机构而言就是价值或价格的选择。可参考艾尔建学院、漾莱学院以及大联大模式

3、医美产品：不同产品对应皮肤不同层位，相互替代性较小

3.1、皮肤不同层次对应不同产品

1、皮肤（表皮和真皮层）

- 表皮层：海菲秀（清洁+滋养修护）、舒敏之星（解决敏感问题）、光（解决疤痕、色素问题）、酸类焕肤、护肤品
- 真皮层：
 - ✓ 真皮乳头层：小分子玻尿酸、水光针
 - ✓ 真皮网状层：中分子玻尿酸、胶原蛋白、童颜针、光（解决疤痕、毛孔问题）、射频（电，刺激胶原再生）

2、浅层脂肪：溶脂针（注射）、热力塑（声）、魔塑（射频）、隔空溶脂（射频）、冷冻溶脂（冷冻）等脂肪类项目

3、SMAS（浅表肌筋膜系统）：超声刀、埋植线

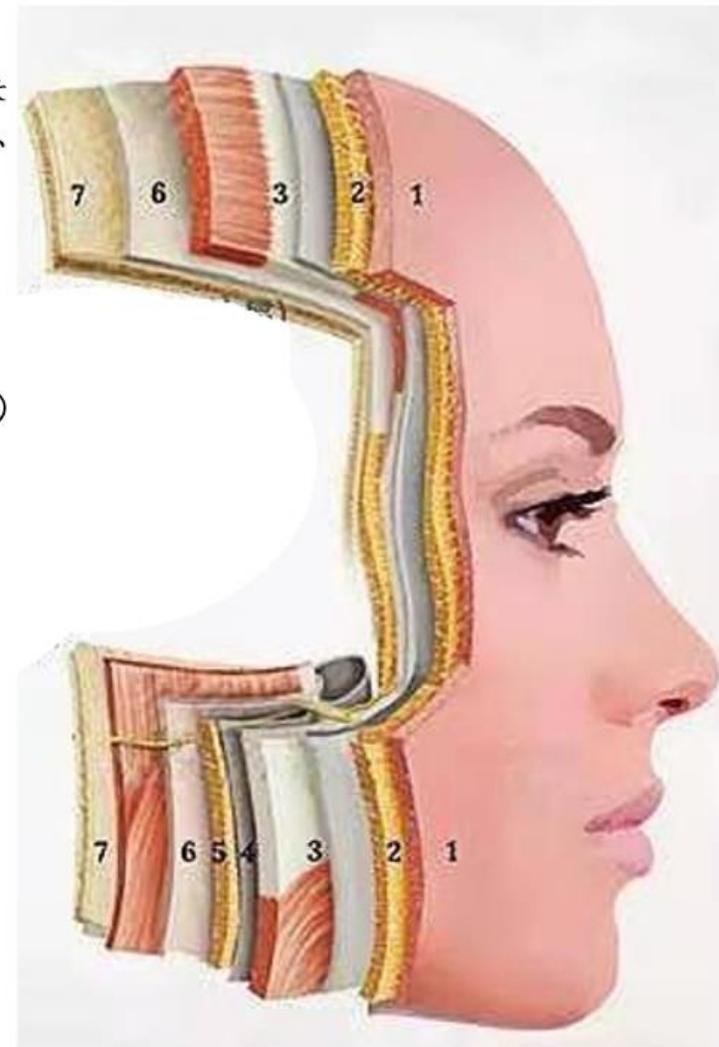
4、间隔韧带

5、深层脂肪

6、骨膜、深筋膜

7、骨骼

大分子玻尿酸
（宝尼达）、
少女针



3.1、产品聚焦单一功效之下联合疗程的重要性

联合疗程的必要性

- 买方市场下，聚焦单一功效或部位更能强化记忆点；
- 单款产品仅针对皮肤部分层位，衰老是所有层次组织流失塌陷的结果；
- 不同类别产品针对皮肤层次及效果存在差异，难以直接替代。

若是机构能够通过数量产品疗程组合成联合疗程，相对客制化的解决求美者的诉求，将大大提升消费者的需求黏性。

联合疗程的案例分析：杭州玥颜的联合疗程

先消炎，后治疗

- 皮肤炎症先消除方可治疗。

先表皮，后真皮

- 皮肤保养应遵从从表皮层到真皮层，浅层到深层的顺序。

先制动（皱），后支撑（深层凹）

- 先解除挛缩增生肌肉，再进行深层骨性结构。

先减容（肥），后紧致（松）

- 先解决容量过多导致的下垂，之后紧致浅层软组织。

先提升（垂），后填充（浅层凹）

- 先提升复位下垂深层组织，之后再透过填充调整容量不足。

专业护理，居家保养

- 定时，定频，针对不同症状，配合仪器、手法及药品进行治疗与护理。
- 稳固治疗效果、降低到院频次、降低求美者治疗需求和成本

资料来源：玥颜医美，兴业证券经济与金融研究院整理

联合疗程中产品厂商的重要性

多数机构不具备形成自身联合疗程方案的能力，有一定产品力的品牌或厂商若能具备自身丰富产品线，搭配能为B端客户提供联合疗程的培训方案，同时提供持续的上市后临床培训，体验环节推广等，例如对其机构的医护，咨询师以及运营成体系的教学，消费者对于产品的认知，并结合机构作产品延伸运用与运营、广告包装等，或能提升机构之间的差异化，从而提升机构对于产品厂商的黏性。即具备丰富产品线，并具备针对B+C培训和营销能力的厂商有望企稳市占率。

3.1、我国仍处于特色产品享有红利的阶段

从皮肤层位和产品梳理可以看出：

1. 透明质酸仍有大&小分子产品等待攻克；
2. 童颜针以及胶原蛋白等补充类产品急需产品协同；
3. 注射类体雕产品未有合规三类医疗器械；
4. 骨雕类产品虽然有宝尼达，爱贝芙以及Ellanse，然而市场教育不足，空间巨大。



当前我国医美市场仍处于特色的产品可以突出的阶段



特色产品打造强记忆点

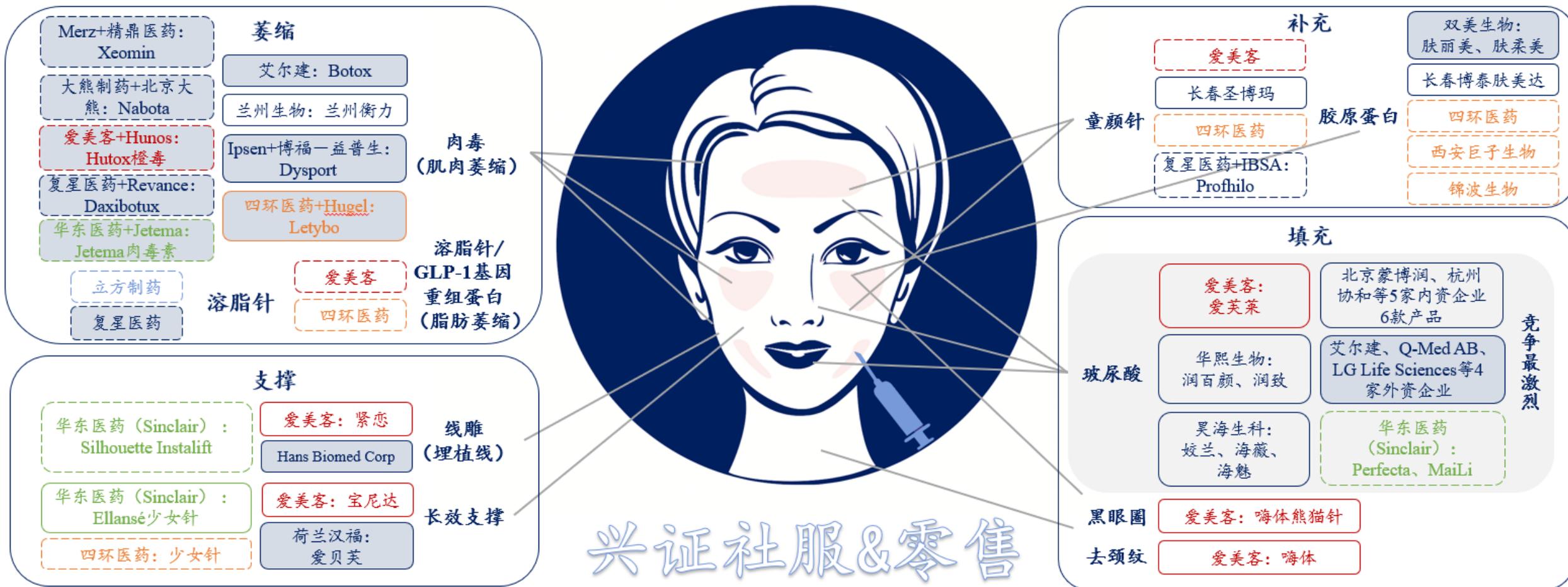


资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

未来可以突围的方向

特色产品类别	对应产品
玻尿酸系列	国产大分子玻尿酸、小分子玻尿酸
胶原蛋白系列	童颜针以及胶原蛋白等补充类产品急需产品协同
体雕产品	溶脂针
支撑产品	骨雕类支撑产品仍有较大空间

3.2、医美注射类产品可分为四类



资料来源：玥颜医美，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：实线表示已获批产品，虚线表示未获批产品，深色填充表示海外产品，浅色表示内资产品

3.2、医美注射类产品可分为四类

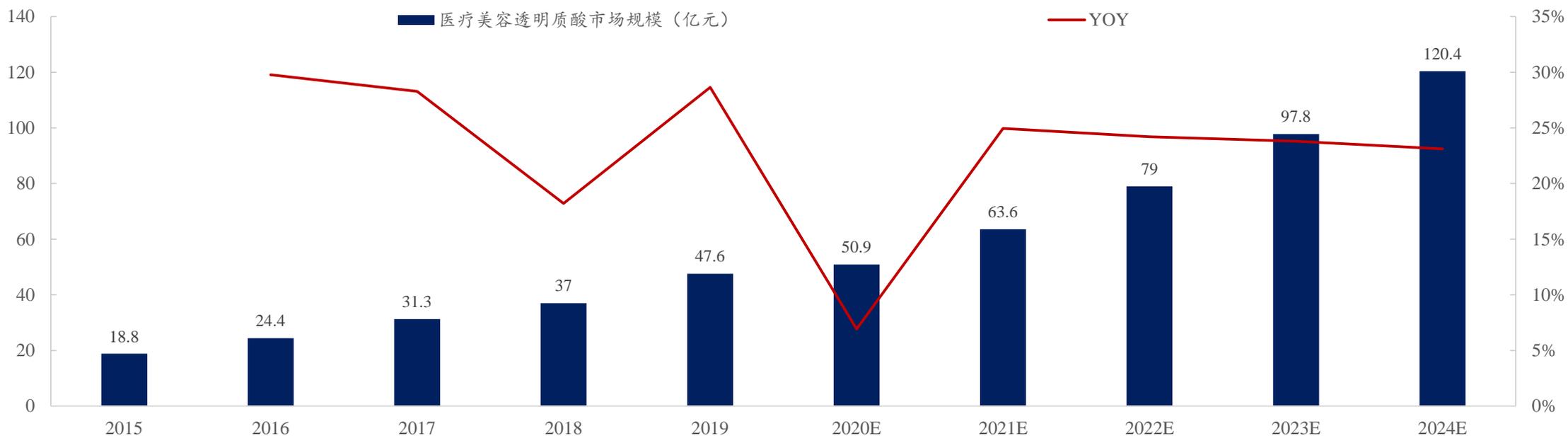
医美产品未来过证时间表预估

类型	相关企业	商品名称	预估过证时间
萎缩	Merz	Xeomin	2021-2022
	大熊制药+北京大熊	Nabota	2022-2023
	爱美客+Huons	Hutox肉毒素	2023-2024
	华东医药+Jetema	Jetema肉毒素	2024
	复星医药+Revance	RT002肉毒素	2024-2025
	爱美客	GLP1	2025-2026
	爱美客	溶脂针	未报批，报批后预计需3.5年
支撑	爱美客	紧恋大线	2022-2023
	华东医药	Silhouette Instalift	2023
	四环医药	少女针	2024
补充	爱美客	童颜针	2021上半年
	四环医药	童颜针	2024
	四环医药	胶原蛋白	2025
	巨子生物	胶原蛋白+透明质酸复合填充剂	尚不确定
	锦波生物	三型胶原蛋白植入剂	目前临床阶段
填充	华东医药	MaiLi	2024
	四环医药	交联透明质酸钠凝胶填充剂	2021

3.2.1、玻尿酸的合规市场稳步增长，出厂规模有望于2024年达到120亿元

中国医疗美容玻尿酸增速超20%。2019年中国医疗美容透明质酸产品市场规模达到47.6亿元人民币，2015-2019年复合增长率达到26.2%。受益于注射类医疗美容服务的不断发展，以及医疗美容透明质酸产品类型的不断丰富，中国医疗美容透明质酸产品整体市场规模将进一步扩大，预计在2024年达到120.4亿元人民币。

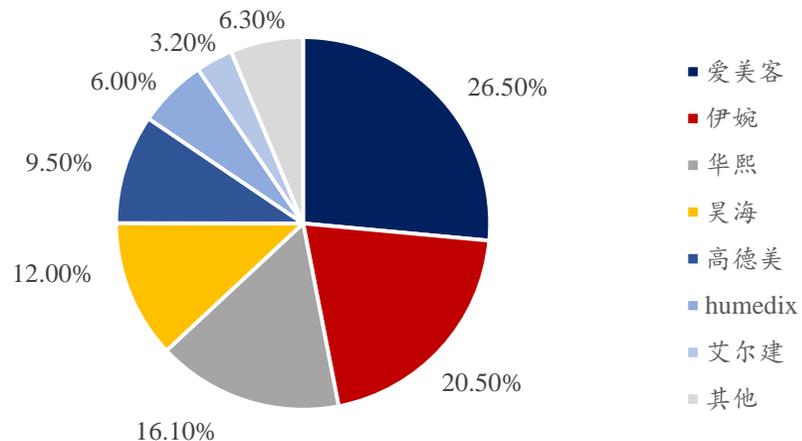
2019年玻尿酸市场规模达48亿元，2024有望达120亿元



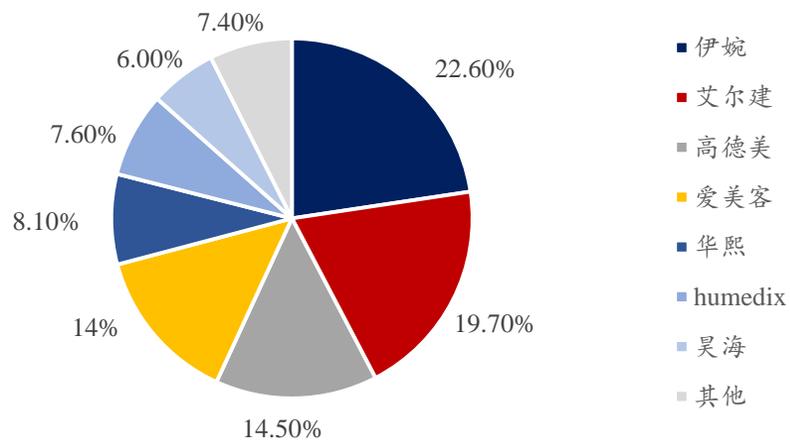
资料来源：沙利文分析，兴业证券经济与金融研究院整理，以入院价为口径统计

3.2.1、玻尿酸竞争格局：爱美客市占率稳步提升

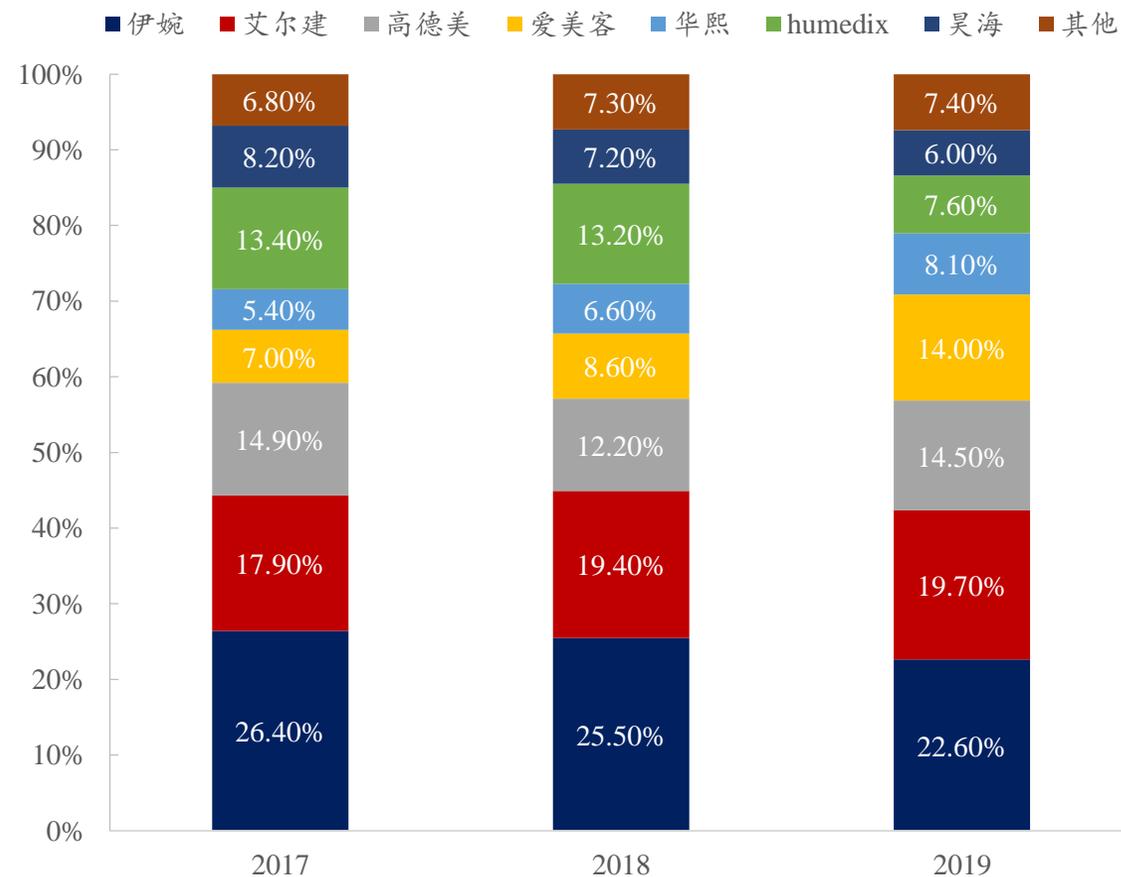
2019年医疗美容透明质酸产品市场竞争格局（按销量占比）



2019年医疗美容透明质酸产品市场竞争格局（按销售金额占比）



爱美客市占率稳步提升



资料来源：沙利文分析，兴业证券经济与金融研究院整理，以入院价为口径统计

3.2.1、国内医美产品梳理：多数为中分子透明质酸

国内获批透明质酸：多数为中分子透明质酸

透明质酸类别	适应部位	产品名称	商品名	公司	国产/进口	产品注册号	透明质酸类别	适应部位	产品名称	商品名	公司	国产/进口	产品注册号
中分子	适用于面部真皮组织中层至深层注射以纠正中重度鼻唇沟皱纹。	注射用修饰透明质酸钠凝胶	玻菲	山东凯乐普生 物工程有限公 司	国产	国械注准 20173463254	中分子	适用于面部真皮组织中层至深层注射，以纠正中重度鼻唇沟皱纹。	注射用交联透明质酸钠凝胶Juvéderm ULTRA	乔雅登雅致	艾尔建	进口	国械注进 20153131709
	适用于面部真皮组织中层至深层注射以纠正中重度鼻唇沟。	注射用交联透明质酸钠凝胶	海薇	昊海生科	国产	国械注准 20173460810		适用于面部真皮深层注射，以纠正中重度鼻唇沟皱纹。	注射用交联透明质酸钠凝胶Juvéderm VOLIFT with Lidocaine	乔雅登缇颜	艾尔建	进口	国械注进 20203130165
	适用于面部真皮组织中层至深层注射以纠正中重度鼻唇沟。	注射用交联透明质酸钠凝胶	碧萃诗	常州药物	国产	国械注准 20183460109		适用于面部真皮组织中层到深层注射，以纠正中重度鼻唇沟。	注射用修饰透明质酸钠凝胶	伊婉致柔	LG生命科学	进口	国械注进 20163461014
	适用于面部真皮组织中层至深层注射，以纠正中重度鼻唇沟皱纹。	注射用修饰透明质酸钠凝胶	欣德美	杭州协合	国产	国械注准 20203130096		适用于面部真皮组织中层注射以纠正中重度鼻唇沟皱纹。	注射用交联透明质酸钠凝胶Formaderm Dermal Filler Injection	贝丽姿	和康生物	进口	国械注许 20163460035
	适用于面部真皮组织中层至深层注射以纠正中重度鼻唇沟皱纹。	注射用交联透明质酸钠凝胶		华熙生物	国产	国械注准 20203130568		适用于面部真皮组织中层填充以纠正中重度鼻唇沟皱纹。	注射用修饰透明质酸钠凝胶Modified Sodium Hyaluronate Gel for Injection	瑞蓝2号	Q-Med AB	进口	国械注进 20173646998
	适用于面部真皮组织中层至深层注射以纠正中重度鼻唇沟皱纹。	注射用交联透明质酸钠凝胶		华熙生物	国产	国械注准 20203130569		适用于面部真皮组织中层填充以纠正中重度鼻唇沟皱纹。	注射用修饰透明质酸钠凝胶Modified Sodium Hyaluronate Gel for Injection		Q-Med AB	进口	国械注进 20203130045
	适用于面部真皮组织中层至深层注射以纠正中重度鼻唇沟皱纹。	注射用修饰透明质酸钠凝胶	润致(双相)	华熙生物	国产	国械注准 20163460861		本产品适用于面部真皮组织中层至深层填充以纠正中重度至重度鼻唇沟皱纹	注射用交联透明质酸钠凝胶Cross-linked Sodium Hyaluronate Gel for Injection	瑞蓝：OBT交联技术系列填充剂 Restylane Defyne	Q-Med AB	进口	国械注进 20213130059
	适用于面部真皮组织中层至深层注射以纠正中重度鼻唇沟皱纹。	注射用修饰透明质酸钠凝胶	润致(单相)	华熙生物	国产	国械注准 20193130257		适用于面部真皮组织中层至深层注射，以纠正中重度鼻唇沟皱纹。	注射用修饰透明质酸钠凝胶Modified Sodium Hyaluronate Gel for Injection	伊婉C	LG生命科学	进口	国械注进 20173462005
	该产品用于皮肤皮下浅层至深层之间的填充，以纠正中重度额部皱纹和中重度鼻唇沟皱纹	医用透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶	逸美一加一	爱美客	国产	国械注准 20163461809		适用于面部真皮组织中层至深层注射，以纠正中重度鼻唇沟皱纹。	注射用交联透明质酸钠凝胶Cross-linked sodium hyaluronate Gel for Injection	婕尔	DAEWON G	进口	国械注进 20193130095
	适用于注射到面部真皮组织的中层到深层部位，以纠正中重度鼻唇沟皱纹。	注射用交联透明质酸钠凝胶	海魅	昊海生科	国产	国械注准 20203130314		适用于面部真皮组织中层至深层注射以纠正中重度鼻唇沟皱纹。	注射用交联透明质酸钠凝胶Pre-filled Sodium Hyaluronate Syringe	艾莉薇	汇美迪株式会社 Humedix	进口	国械注进 20153130263
适用于面部真皮组织中层至深层注射填充，以纠正中重度鼻唇沟皱纹。	注射用交联透明质酸钠凝胶		瑞莱思	国产	国械注准 20203130700	用于面部真皮组织中层至深层注射，以纠正中重度鼻唇沟皱纹。	注射用交联透明质酸钠凝胶Pre-filled Sodium Hyaluronate Syringe	艾莉薇风尚	汇美迪株式会社 Humedix	进口	国械注进 20193130565		
适用于面部真皮组织中层至深层注射填充，以纠正中重度鼻唇沟皱纹。	注射用修饰透明质酸钠凝胶	爱芙莱	爱美客	国产	国械注准 20153130674	用于面部真皮组织中层至深层注射，以纠正中重度鼻唇沟皱纹。	注射用交联透明质酸钠凝胶Soft tissue implants visco-elastic gel of hyaluronic acid-with lidocaine	ART FILLER Universal	FILLMED	进口	国械注进 20193130526		
适用于面部真皮组织中层至深层注射，以纠正中重度鼻唇沟皱纹。	注射用交联透明质酸钠凝胶	欣菲聆	杭州协合	国产	国械注准 20153131332	适用于面部真皮组织中层至深层注射，以纠正中重度鼻唇沟皱纹。	注射用交联透明质酸钠凝胶MONALISA Lidocaine Filler	莫娜丽莎hard type	吉诺斯株式会社	进口	国械注进 20193130627		
适用于面部真皮组织中层至深层注射，以纠正中重度鼻唇沟皱纹。	注射用交联透明质酸钠凝胶	觉醒	蒙博润生物	国产	国械注准 20153130014								
适用于面部皮肤真皮组织中层至深层注射，以纠正中重度鼻唇沟。	注射用交联透明质酸钠凝胶		杭州科腾生物	国产	国械注准 20213130191								
该产品用于皮肤真皮深层至皮下浅层之间注射填充，以纠正额部皱纹和中重度鼻唇沟皱纹	医用羟丙基甲基纤维素-透明质酸钠溶液	逸美	爱美客	国产	国械注准 20173464379								

资料来源：药监局，兴业证券经济与金融研究院整理 注：小分子、中分子、大分子的界定来自于玥颜实际临床注射经验；白色底色代表国产，灰色底色代表进口

3.2.1、国内医美产品梳理：本土小分子透明质酸和大分子透明质酸尚缺乏

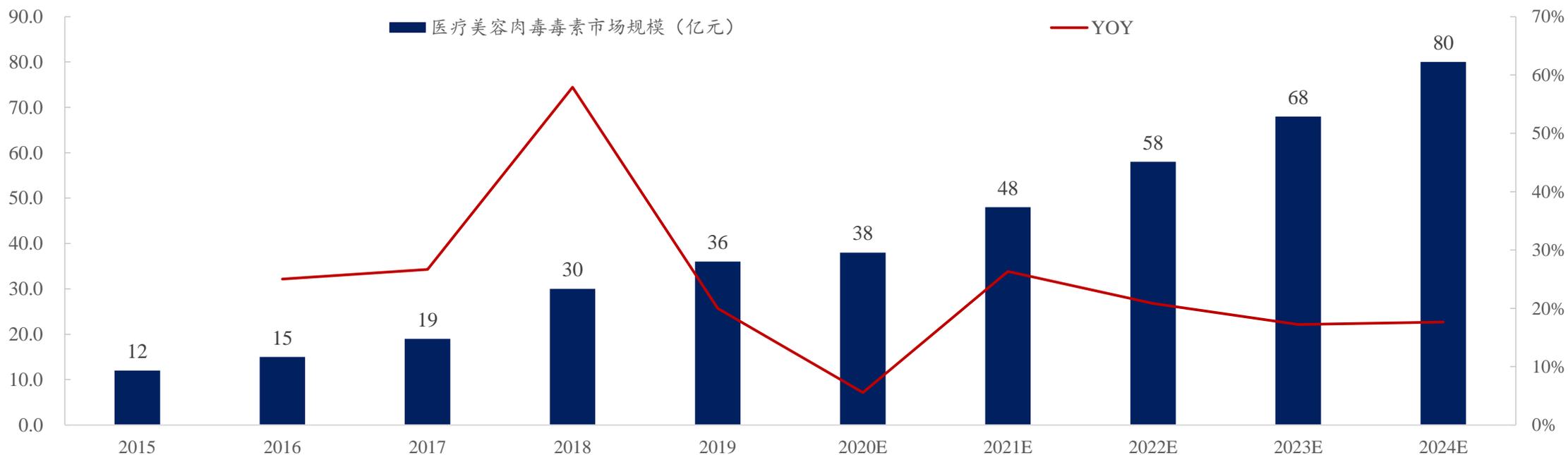
国内获批透明质酸：本土小分子透明质酸和大分子透明质酸尚缺乏

透明质酸类别	适应部位	产品名称	商品名	公司	国产/进口	产品注册号
小分子	适用于面部真皮组织浅层到中层注射以纠正额部皱纹。	注射用修饰透明质酸钠凝胶	润致娃娃针	华熙生物	国产	国械注准 20203130295
	适用于面部真皮组织中层至深层注射以纠正中重度鼻唇沟皱纹。	注射用修饰透明质酸钠凝胶	姣兰	昊海生科	国产	国械注准 20163131492
	该产品用于皮内真皮层注射填充，以纠正颈部中重度皱纹。	注射用透明质酸钠复合溶液	嗨体	爱美客	国产	国械注准 20163461804
	适用于18岁以上手背部需要增加组织容量的人群，用于手背部真皮层，最佳为真皮深层的注射，以改善手部皮肤外观。	注射用交联透明质酸钠凝胶 Crosslinked Sodium Hyaluronate Gel for Injection	瑞蓝 唯琨	Q-Med AB	进口	国械注进 20193130625
大分子	适用于面部真皮组织中层至深层注射以纠正中重度鼻唇部皱纹。	注射用修饰透明质酸钠凝胶	润百颜（黑金）	华熙生物	国产	国械注准 20143132037
	适用于面部真皮组织中层至深层注射，以纠正重度鼻唇沟皱纹。	注射用交联透明质酸钠凝胶 Juv éderm ULTRA Plus	乔雅登极致	艾尔建	进口	国械注进 20153131708
	适用于面部真皮组织中层至深层注射，以纠正鼻唇沟。	注射用修饰透明质酸钠凝胶 Princess Volume	公主volume	奥地利克罗玛	进口	国械注进 20173465168
	适用于面部真皮组织深层至皮下组织层注射，以纠正重度鼻唇沟皱纹。	注射用修饰透明质酸钠凝胶 YVOIRE volume s	伊婉婉美V	LG生命科学	进口	国械注进 20183461717
	适用于面部真皮组织深层和/或皮下组织浅层注射，以纠正中到重度鼻唇沟皱纹。	注射用修饰透明质酸钠凝胶 Modified Sodium Hyaluronate Gel for Injection	瑞蓝丽琨	Q-Med AB	进口	国械注进 20183460227
	适用于面颊部深层（皮下和/或骨膜上）注射，以重塑面部体积。	注射用交联透明质酸钠凝胶 Juv éderm Voluma	乔雅登丰颜	艾尔建	进口	国械注进 20193130410

3.2.2、肉毒的合规市场：供给驱动行业稳定增长

中国医疗美容肉毒毒素市场规模较大，且具有增速快的特点。2019年中国医疗美容肉毒毒素产品市场规模达到36亿元人民币，2015-2019年复合增长率达到31.2%。受益于注射类医疗美容服务的不断发展，以及最近肉毒毒素类产品的审批种类不断增多，预计中国医疗美容肉毒毒素产品整体市场规模将进一步扩大，在2024年达到80亿元人民币，2015-2024E年复合增长率达到17.5%。

2019年肉毒素市场规模达36亿元，2024有望达80亿元

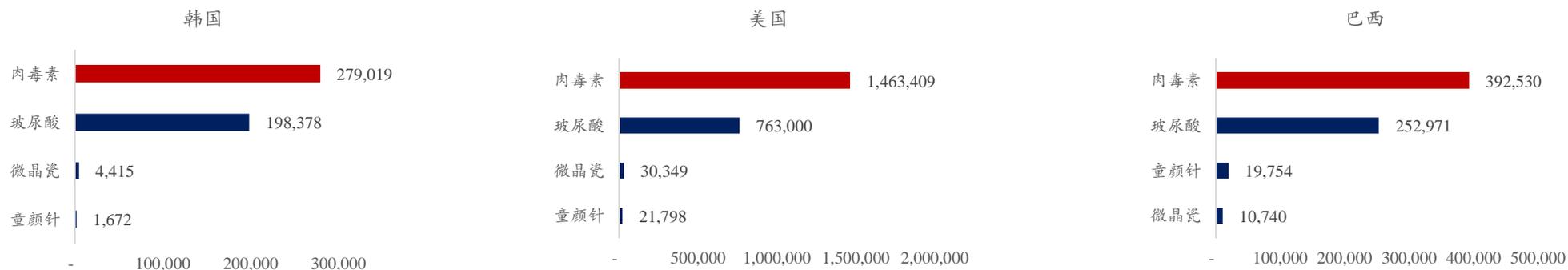


资料来源：沙利文分析，兴业证券经济与金融研究院整理，以入院价为口径统计

3.2.2、肉毒：成熟市场肉毒项目受欢迎较高，我国肉毒市场增长空间大

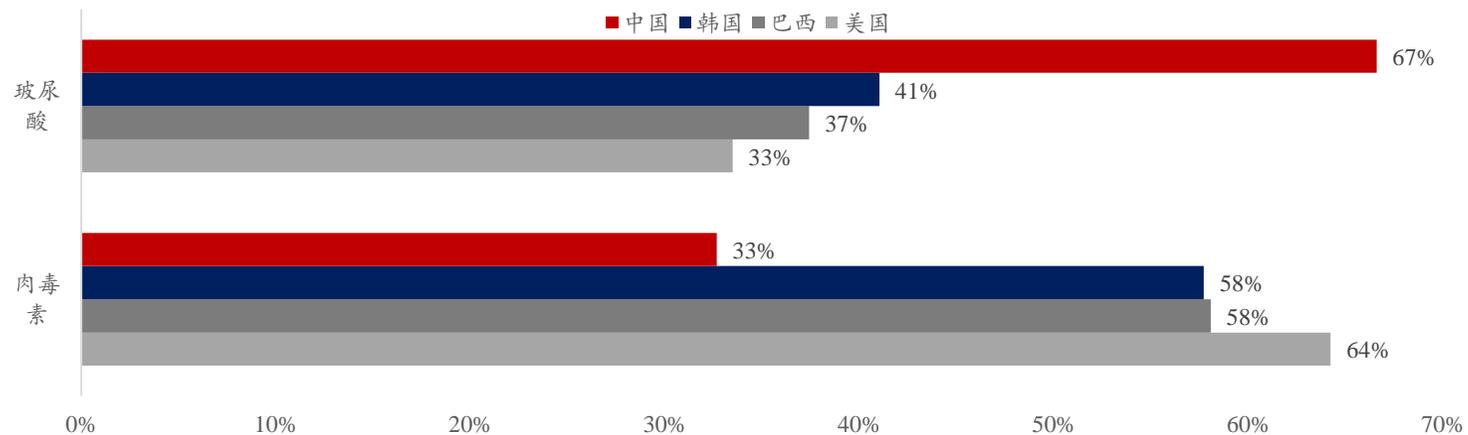
成熟市场中肉毒素通常为非注射类产品中占比最高项目

从各国不同种类注射类项目数量上看，成熟市场中肉毒素项目为最受欢迎的注射类项目



资料来源：ISAPS，韩国数据为2015年，美国、巴西为2018年，兴业证券经济与金融研究院整理

从各项目数量占注射类项目总数比重来看，我国肉毒素项目增长空间大



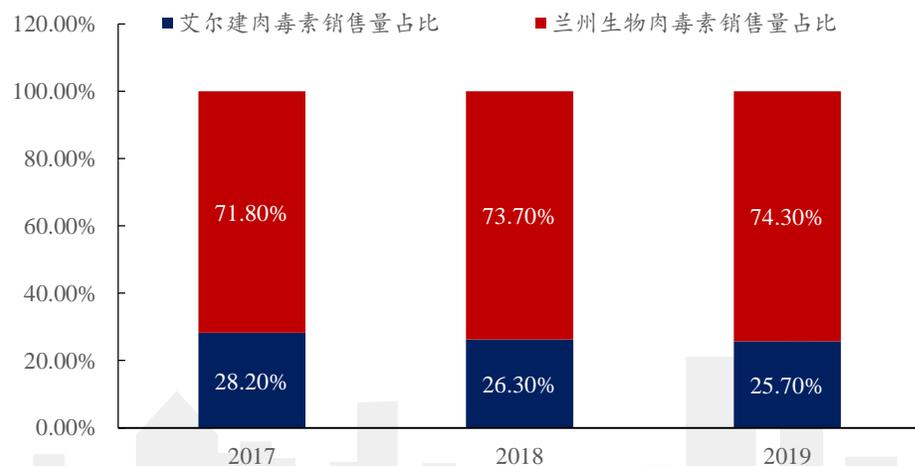
资料来源：ISAPS，新氧，韩国数据为2015年，美国、巴西为2018年，我国数据为新氧2019年数据，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2.2、吉适、乐提葆上市之前市场格局：botox和衡力共分天下

中国医疗美容肉毒毒素市场在此前很长一段时间内主要由两家企业构成，进口产品保妥适进入中国市场较晚，但因国产衡力尚未被批准用于医疗美容，且保妥适弥散性较小，不良反应少及效果维持时间长，市场份额不断扩大。2014年保妥适市占率43.5%，2018年已上升至53.5%，超过衡力。

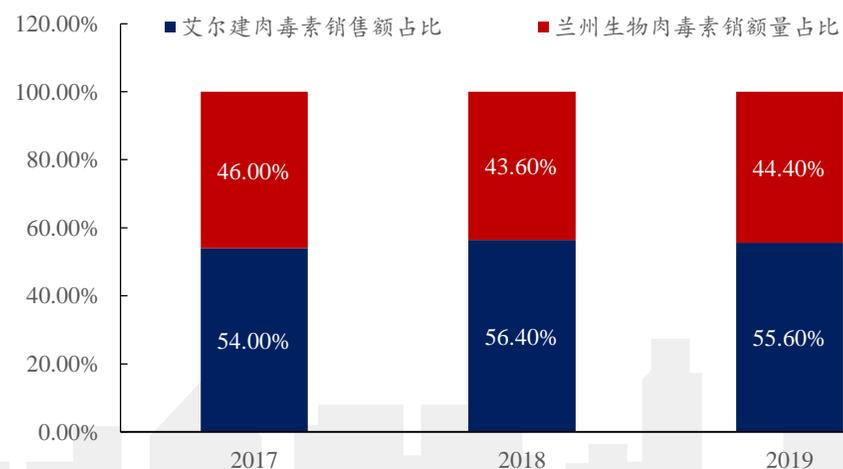
- ✓ 从产品销量看：国产医疗美容肉毒毒素产品销量占比较高，兰州生物的销售量一直保持较高水平，且市场占比从2017年的71.8%增加到2019年的74.3%；
- ✓ 从销售金额看：由于国产肉毒毒素产品定价低，美国Allergan市场占比高于兰州生物，约为55.6%，且一直呈现上升趋势。

国产兰州生物肉毒毒素销量占比较高



资料来源，沙利文分析，兴业证券经济与金融研究院整理

美国Allergan肉毒素销售额占比较高



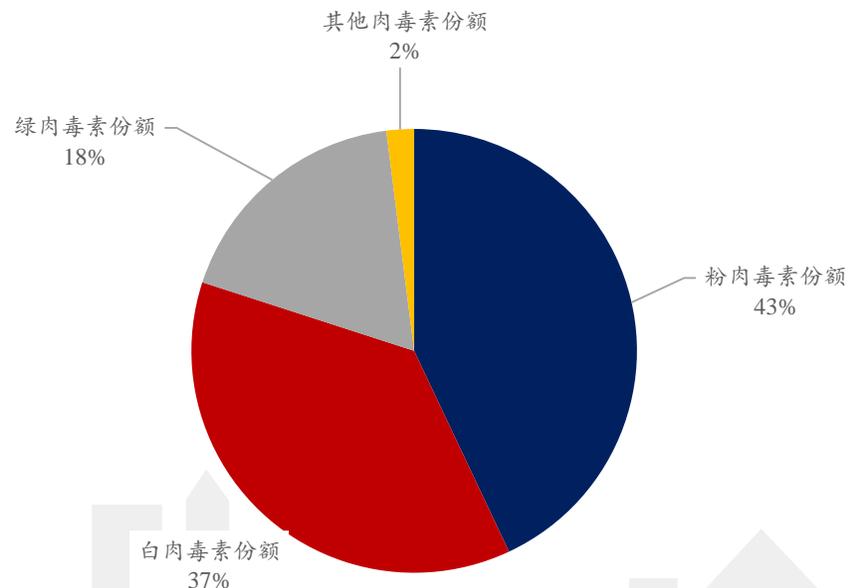
资料来源，沙利文分析，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2.2、肉毒毒素水货市场被韩国肉毒垄断，随着产品获批，合规市场有望增大

目前中国肉毒素市场上还充斥着大量未获NMPA批准的“水货”，如来自韩国的“粉毒”、“绿毒”和“白毒”以及黑市上的“保妥适”与“衡力”，价格是正品的1/10-1/2不等。

水货市场韩国垄断。肉毒素“黑市”中，韩国进口的“粉毒”、“白毒”和“绿毒”占据最大市场份额，其中粉毒占比达43%。

水货市场中韩国肉毒素垄断



资料来源，智研咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2.2、衡量肉毒产品的关键指标

1) 弥散度

弥散度是指肉毒杆菌毒素注射入肌肉组织，以注射点为中心的扩散范围，弥散度并不是一个单一确定的数值，而是与浓度、注射液容量、药物分子颗粒、结构疏松度等密切相关。弥散度说通俗点可以想象一滴水滴在纸上，散开的水纹大小。整体是弥散度越低越好，代表不会弥漫周围的肌肉组织，如果肉毒素扩散性太好，会导致需要集中注射的部位效果分散，进而造成肌肉僵硬或者是没有效果，弥散度低，就会越精准，打到哪瘦到哪，不会造成其他部位凹陷或者是表情肌肉僵硬。

比如：保妥适注射后的弥散面积是0.5平方厘米，衡力肉毒素的弥散面积是1平方厘米，西马肉毒的分子更小，扩散性更低，弥散度更低。衡力的弥散度>保妥适。

3.2.2、衡量肉毒产品的关键指标

2) 是否含异质蛋白

肉毒毒素产品均从肉毒杆菌培养而来，从成品制剂是否含异质蛋白的角度看，全球目前不同厂商产品可被分为两类：

- 含异质蛋白

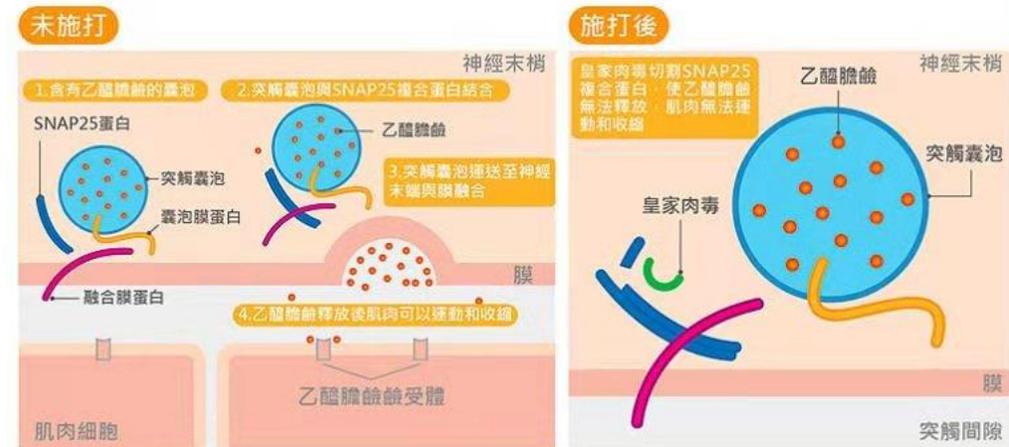
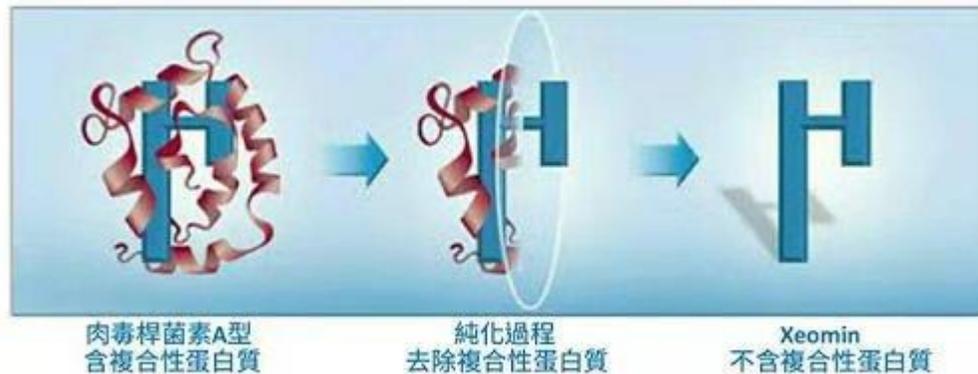
- ✓ 优点：提高肉毒毒素的环境稳定性和促进毒化作用，缺点：易产生抗体

- ✓ 代表产品：保妥适(美国Allergan)，Dysport(英国Ipsen)，衡力(中国兰州生物)，Meditox(韩国MedyTox)

- 含低量异质蛋白

- ✓ 优点：减少因异体蛋白引发的免疫反应，也就是通常所说的不容易产生抗体)

- Xeomin(德国Merz)，PurTox(美国强生 / Mentor)



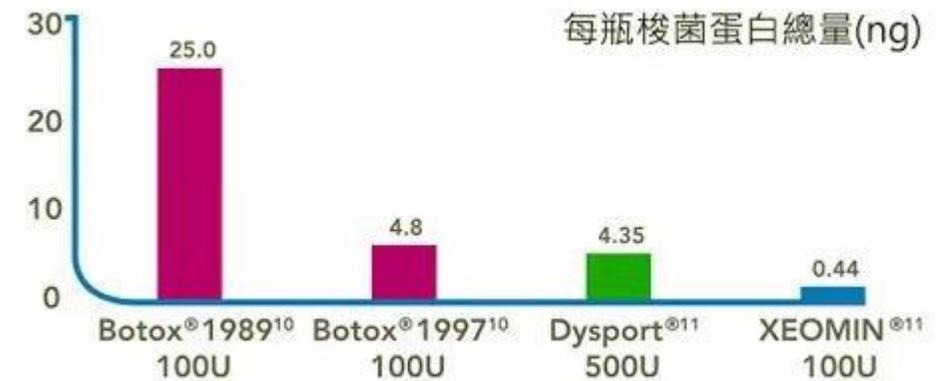
3.2.2、海外核心肉毒产品一览

海外四款产品对比

	Botox	Dysport	Letybo乐提葆	Xeomin
研发国家	美国	英国	韩国	德国
单瓶容量	50/100unit	300/500unit	100unit	100unit
作用时间	施打后一周	施打后1-2天	施打后一周	施打后一周
运送过程	需冷藏	需冷藏	需冷藏	常温
肉毒杆菌纯度	中	偏低	中	高
是否容易扩散	×	√	×	×
适合施打部位	细微部位 (如泪沟、 眉间纹、鱼 尾纹、法令 纹、V字提拉)	大面积部位 (国字脸、 抬头纹、瘦 小腿)	细微部位 (如泪沟、 眉间纹、鱼 尾纹、法令 纹、V字提拉)	细微部位 (如泪沟、 眉间纹、鱼 尾纹、法令 纹、V字提拉)
是否产生抗体	√	√	√	×

资料来源：玥颜，兴业证券经济与金融研究院整理

梭菌蛋白含量



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

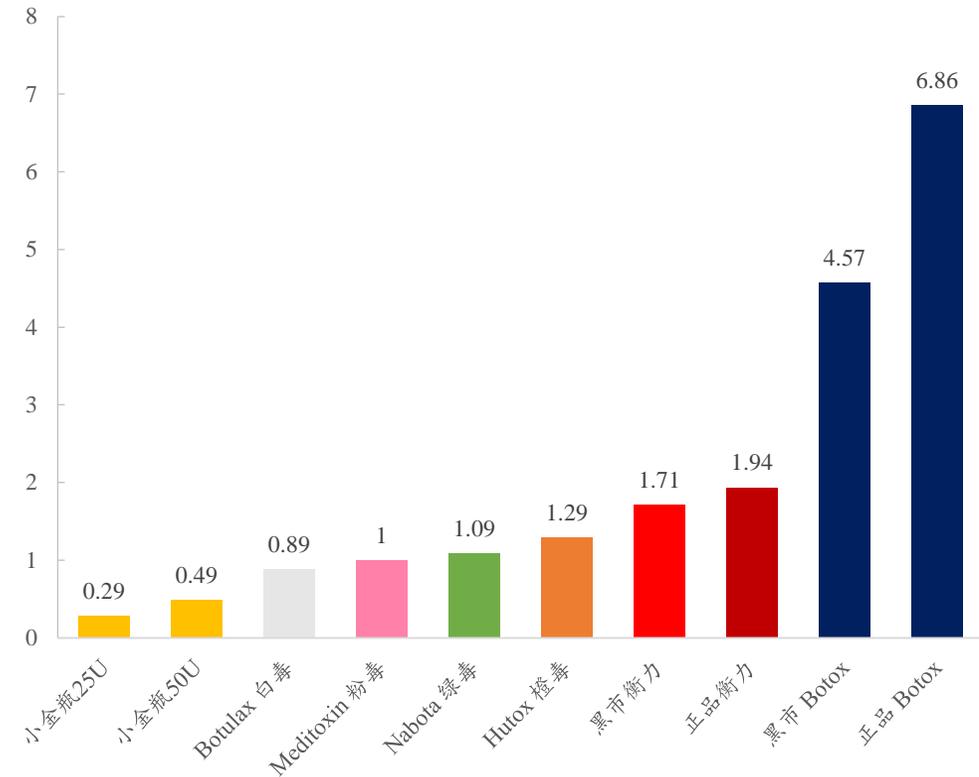
3.2.2、国内核心肉毒产品一览

目前国内市场上四款肉毒毒素产品比较

	衡力	Botox	Dysport	Letybo白毒
国内获批时间	2015	2017	2020	2020
分子量	300/500/900KD	900KD	300/500/900KD	900kD
规格	50/100unit	50/100unit	150unit	50/100/200unit
维持时间	4-6个月	4-6个月	4-6个月	4-6个月
赋形剂蛋白质	医用明胶	人血清白蛋白	人血清白蛋白	人血清白蛋白
适用于	中小部位	精细化部位	大面积区域	中小部位
价格（出厂价）	700-800元	2200-2400元	比Botox便宜	比Botox便宜
目标消费者	中高端群体	高端人群	中高端群体	年轻人群

资料来源：新氧，兴业证券经济与金融研究院整理

主要肉毒产品价格对比



资料来源：各公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2.2、国内肉毒产品主要玩家

市面上主要肉毒毒素产品上市情况一览

公司名称	国家	主要产品商品名	图示	国内合作企业	适用部位	弥散面积 (平方厘米)	赋形剂蛋白质	审核进展
已过证	Allergan	Botox		无	精细化部位	0.5	人血清白蛋白	通过NMPA审核
	兰州生物	兰州衡力		无	中小部位	1	猪明胶	通过NMPA审核
	Ipsen	Dysport		无	大面积区域	大于Botox	人血清白蛋白	通过NMPA审核
	大同制药	Letybo白毒		四环制药	中小部位		人血清白蛋白	通过NMPA审核
待过证	Merz	Xeomin		精鼎医药	精细化部位		人血清白蛋白	已完成临床试验
	大熊制药	Nabota绿毒		无	精细化部位		人血清白蛋白	进入三期临床试验
	Huons	Hutox橙毒		爱美客	大面积区域	大于Botox	人血清白蛋白	临床审批中（预计尚需3-4年）
	Revance	RT002		复星医药	精细化部位	小于Botox	胜肽	临床审批中
	Jetema	Jetema 肉毒		华东医药				

资料来源：四环医药，兴业证券经济与金融研究院整理
 注：按照项目进度由快至慢排序

3.2.2、国内肉毒产品新玩家：四环医药的乐提葆

Letybo 100U，商品名：乐提葆，这是第四个获准在中国上市的A型肉毒素，同时是韩国同类产品中的首个。

为销售即将上市肉毒素产品，四环医药快速发展医美专业销售团队，截至2020年12月，四环医美销售团队建设进度：代理商：40+；四环医美销售团队人数：60+；覆盖城市：200+；覆盖医疗机构数量：800+

四环医美预测3年内取得中国>30%的市场份额	
预计2025年中国肉毒素产品销售额	达18亿美元
预计2022年中国医疗美容市场规模	达453亿美元
乐提葆市场愿景	3年内取得中国>30%的市场份额

资料来源：四环医美提供资料，兴业证券经济与金融研究院整理

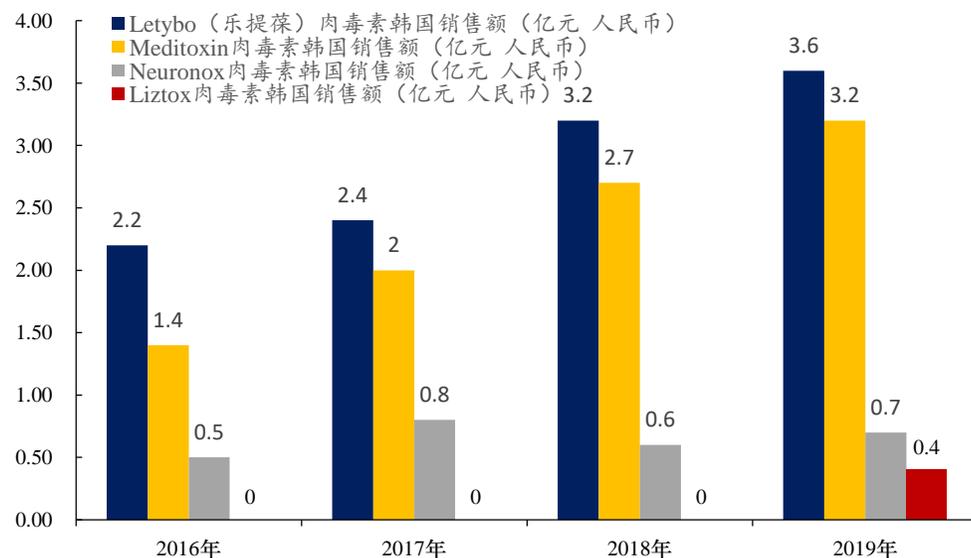
乐提葆肉毒素产品特点	
高纯度	拥有 99.5%的900kDa有效蛋白质 ，远高于行业纯度要求（韩国药监局许可基准为900kDa有效蛋白含量95%以上）
高效果	与已获批上市的保妥适拥有 同等的有效性与安全性
高品质	以严格的管理基准生产出均一、 稳定效价的产品

资料来源：四环医美提供资料，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2.2、国内肉毒产品新玩家：四环医药的乐提葆

Letybo在韩国连续4年获得市场销售额第一，已成为韩国人最常用的肉毒素产品，市场占有率高达42%。此外，Letybo已经销往全世界28个国家及地区，2019年累计销售量突破1400万瓶。

Letybo在韩国连续4年获得销售额第一



资料来源：四环医美提供资料，兴业证券经济与金融研究院整理

乐提葆如何区隔现行肉毒素品牌

品牌	人群	部位	价格	定位	品牌心智
 乐提葆 (letybo)	时尚年轻人	瘦脸/下颌缘提升	超高性价比	轻奢	新
 保妥适 (botox)	贵妇	除皱	贵	精准可控	经典
 吉适 (dysport)	贵妇	瘦腿瘦肩	贵	皇家肉毒	经典
 衡力 (Heng Li)	学生	瘦脸	便宜	国货之光	经典

资料来源：四环医美提供资料，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2.2、四环医美：具备强势可放量的产品乐提葆

乐提葆上市成为国内获批第四款肉毒，有望通过差异化攫取较大的肉毒市场份额



乐提葆 (Letybo 100U)

截至2020年12月，销售团队建设进度

- 代理商数量：40+
- 四环医美销售团队人数：60+
- 覆盖城市：200+
- 覆盖医疗机构数量达：800+

预期未来五年中国的肉毒毒素产品销售将呈爆发式增长

2025年销售额将达到18亿美元

中国医疗美容市场在未来五年的年复合增长率将超过25%

2022年中国医疗美容市场规模将达到453亿美元

3年内取得中国>30%的市场份额

2020年10月27日

- 独家代理韩国生物制药公司Hugel, Ir  之注射用A型肉毒毒素 (Letybo 100U · 商品名：乐提葆) 正式获中国国家药品监督管理局批准上市
- 为第四个获准在中国上市的A型肉毒毒素
- 韩国市场市占率最高 · 达42%
- 韩国同类产品中的首个

高纯度

- 拥有99.5%的900kDa有效蛋白质 · 远高于行业纯度要求 (韩国药监局许可基准为900kDa有效蛋白质含量95%以上)

高效果

- 与已获批上市的保妥适拥有同等的有效性与安全性

高品质

- 以严格的管理基准生产出均一、稳定效价的产品

资料来源：四环医美提供资料，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2.2、四环医美：在强势产品之下，持续布局填充、补充、支撑产品线

依靠乐提葆成功打开与机构的连接，为后续持续布局的填充、补充、支撑产品线打下渠道基础



玻尿酸



在众多轻医美的细分领域中，最受青睐

玻尿酸与人体兼容性好，保湿效果好，降解时间较长，因而广泛应用于多个微整形领域，可作为隆鼻、下巴充盈、丰唇和抗皱等填充剂。



童颜针

通过真空负压技术在皮肤真皮层注入以 PLLA 或 PCL 为基地的溶液，对皮肤进行平均的营养覆盖

刺激、诱导皮肤胶原蛋白增生，从而达到提升紧致、增加弹性、改善皱纹的效果

少女针

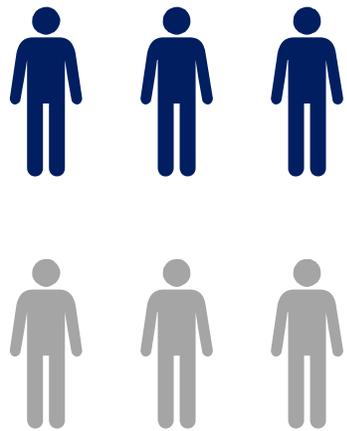
通过 PCL 微晶球刺激自身的胶原蛋白增生，使得肌肤恢复弹性，立即改善皱纹，紧接着 PCL 会刺激胶原蛋白增生，紧致拉提肌肤，刺激人体自身的天然胶原蛋白增生及迅速祛除皱纹，并达至提升及饱满的功效。

2021 年中国医疗美容玻尿酸终端产品市场规模
 将超过 50 亿元

资料来源：四环医美提供资料，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2.3、补充&再生：占比较高的年轻客群重视自然美，补充&再生成为热点

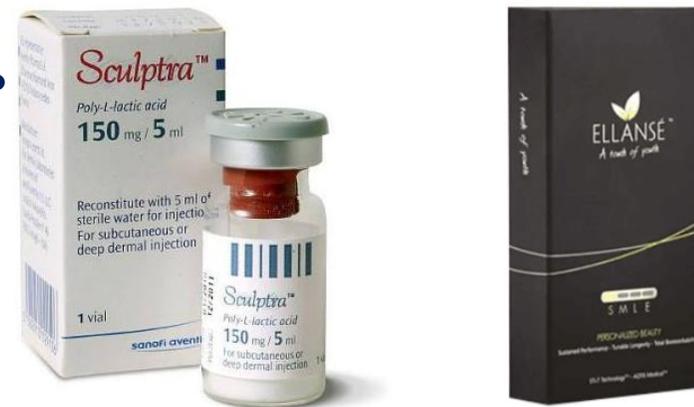
医美消费者中，90后&00后的占比超过42%



相关调研结果显示，90后更重视的问题是“松”和“垂”。因为这一代人更加自信，不希望改变自己原本的样貌，但是有年轻化的需求

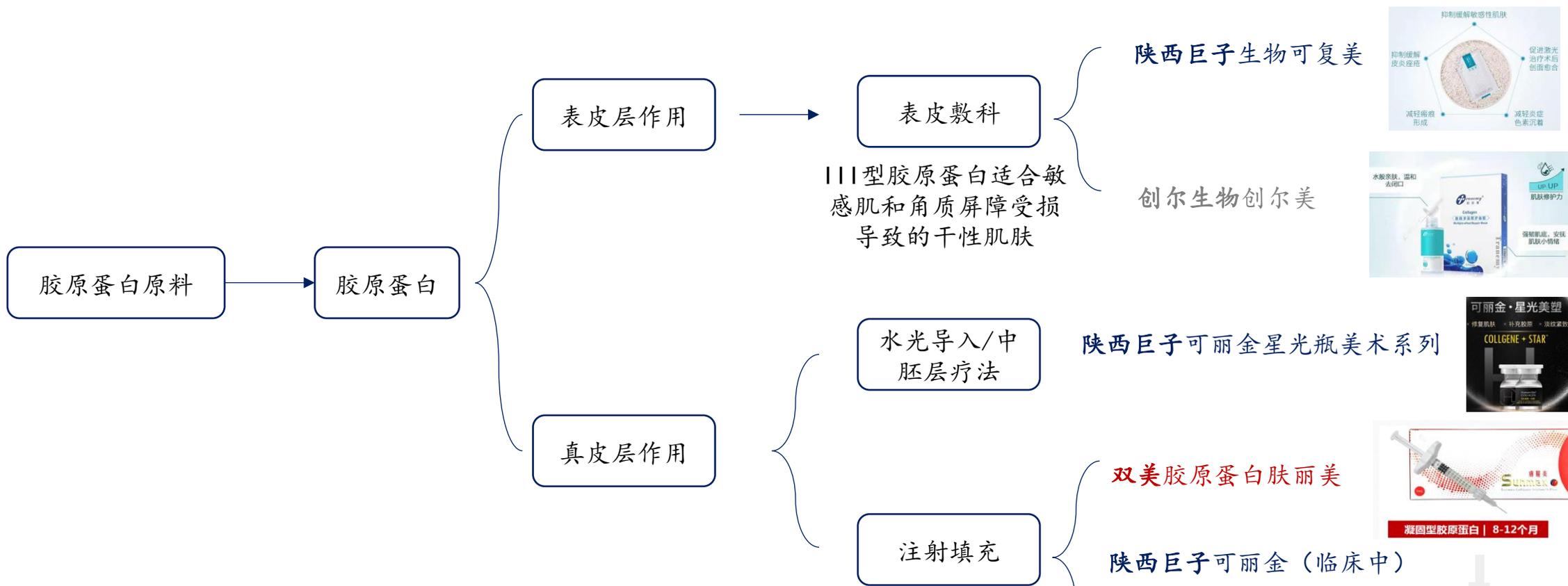
虽然目前再生医学市场规模不大，但在近一两年后，有潜力成为新的市场热点

相关标的：童颜针、少女针



3.2.3、补充&再生：占比较高的年轻客群重视自然美，补充&再生成为热点

补充类胶原蛋白：有望形成类似于透明质酸的从原料->护肤品&医美产品的完善产业链



关注待上市的胶原蛋白公司：创尔生物（已过会）、锦波生物、巨子生物

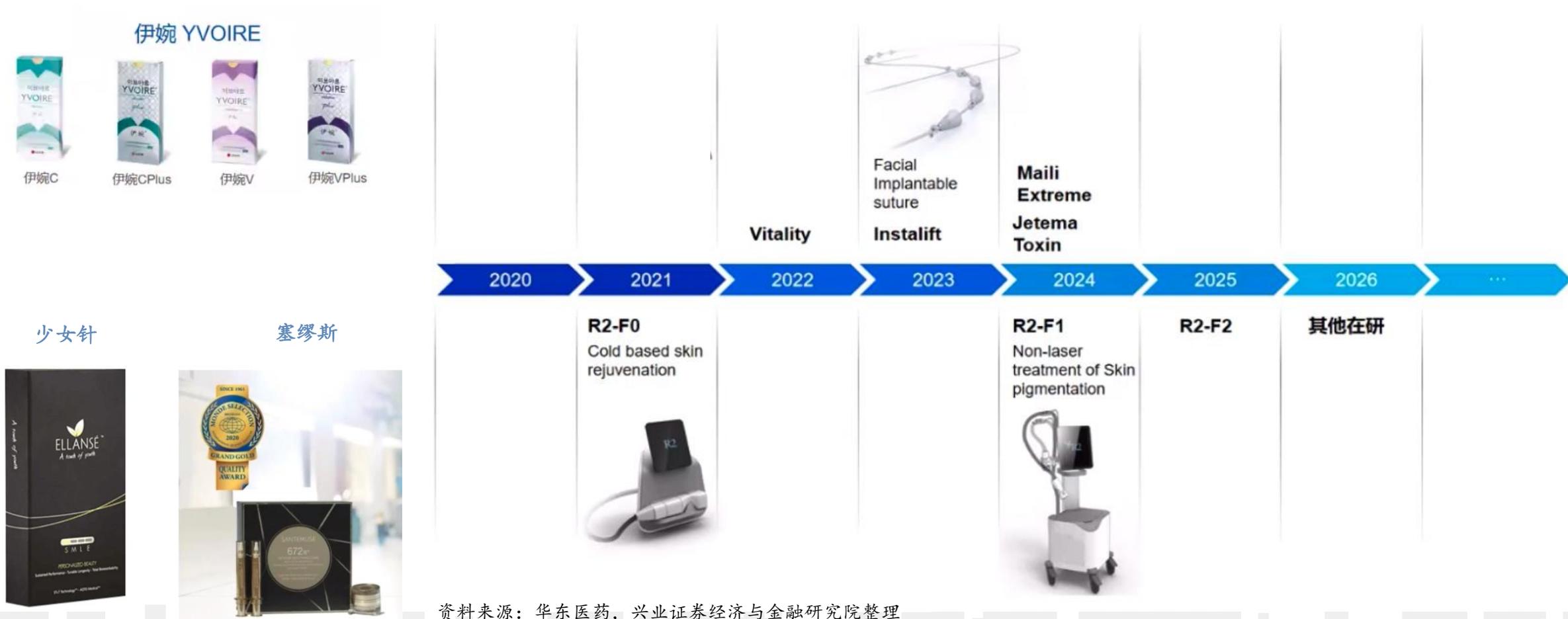
对应胶原蛋白类别：

陕西巨子（有三型）、创尔以及大多数厂商以一型为主，山西锦波以三型为主。

3.2.3、华东医药：少女针获批，后续布局埋植线、玻尿酸和仪器

已有产品

华东医药医美产品中国上市计划



资料来源：华东医药，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2.3、华东医药：少女针获批，后续布局埋植线、玻尿酸和仪器

Ellanse：鼻基底和额头上方金三角区域



以修复性填充区别于市面上其他修饰性填充玻尿酸。普通玻尿酸属于修饰型填充玻尿酸，它的功效限于填充，以物理性填充的方式填充人皮下皱纹，而Ellanse属于修复型填充，在拥有普通玻尿酸填充效果的同时，能够同步修复皮下的胶原纤维，属于修复性填充。修复性填充效果来源于，Ellanse与众不同的黄金组方，由30%的PCL与70%的CMC两种成分组成，其中PCL用来刺激皮下胶原新生，CMC可以起到及时的填充效果。



Silhouette Soft/ Instalift：中面部提拉与颈部提拉的埋线产品



一款3D锥形悬挂的缝合线。Instalift这款提拉线是一个专门用于面部提升医美适应症的缝合线，与市场上的外科缝合线相比，具有3D的锥形缝合效果，它的外形呈360度铃铛状，可以起到脂肪组织的一面提拉的效果。



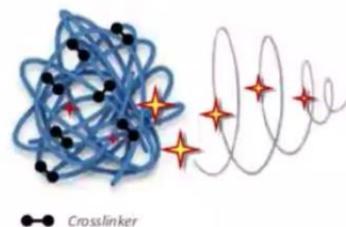
Perfectha：填充太阳穴、脸颊、下巴



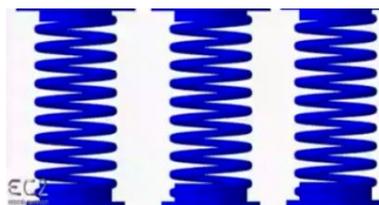
法国原地的原料生产，最大特点为交联剂残留率很低。交联剂的使用量和残留是衡量玻尿酸产品工艺质量的关键。Perfectha产品覆盖不同皮肤层次，包括表皮、中胚层、真皮层，共有5款产品可以在临床使用。



MaiLi：鼻子和下巴塑形



MaiLi玻尿酸是公司今年并购的最高端的玻尿酸产品。拥有Oxifree的全球专利技术。该技术透明质酸改性程度低、拥有优异的流变性能、持久度高。Oxifree能够形成3D的三维结构，这样的结构让MaiLi玻尿酸的弹性更好，在鼻子和下巴的塑形方面有惊人的效果。这款产品明年在中国即将启动注册进程。



3.2.3、华东医药：用特色产品为医生进行IP赋能，形成专家背书逻辑

产品线中拥有特色产品少女针等，对医生技术要求较高

把特色产品，或对医生技术要求较高的产品，打造成可为医生形成IP赋能的产品。能够使用产品的医生代表其技术过硬，能够取得消费者的认可；有资格注射该产品的医生和机构，能得到技术上的背书

对于技术出色的医生而言，产品对医生有引流效果

“华东医药产品线逻辑”

产品线如果能够建立IP赋能效果，可以在中高端渠道或专家赛道，通过专家形成背书，和爱美客形成不同的赛道逻辑

3.3、从艾尔建经验寻找国内投资机会

艾尔建经验：具备完善产品矩阵

2019 (百万美元)

US Specialized Therapeutics Segment	Total Medical Aesthetics	2,772.00
	Facial Aesthetics	1,606.20
	Botox® Cosmetics	991.3
	Juvederm® Collection	587.5
	Kybella®	27.4
	Plastic Surgery	254.4
	Breast Implants	254.4
	Regenerative Medicine	505.3
	Alloderm®	395.9
	Other Regenerative Medicine	109.4
	Body Contouring	248.1
	Coolsculpting® Consumables	185.3
	Coolsculpting® Systems & Add On Applicators	62.8
Skin Care	158	
International Segment	Total Medical Aesthetics	1,480.80
	Facial Aesthetics	1,331.10
	Botox® Cosmetics	671.7
	Juvederm® Collection	656.1
	Belkyra® (Kybella®)	3.3
	Plastic Surgery	1.8
	Breast Implants	0.6
	Other Plastic Surgery	1.2
	Regenerative Medicine	14.6
	Alloderm®	7.9
	Other Regenerative Medicine	6.7
	Body Contouring	118.7
	Coolsculpting® Consumables	76.3
Coolsculpting® Systems & Add On Applicators	42.4	
Skin Care	14.6	



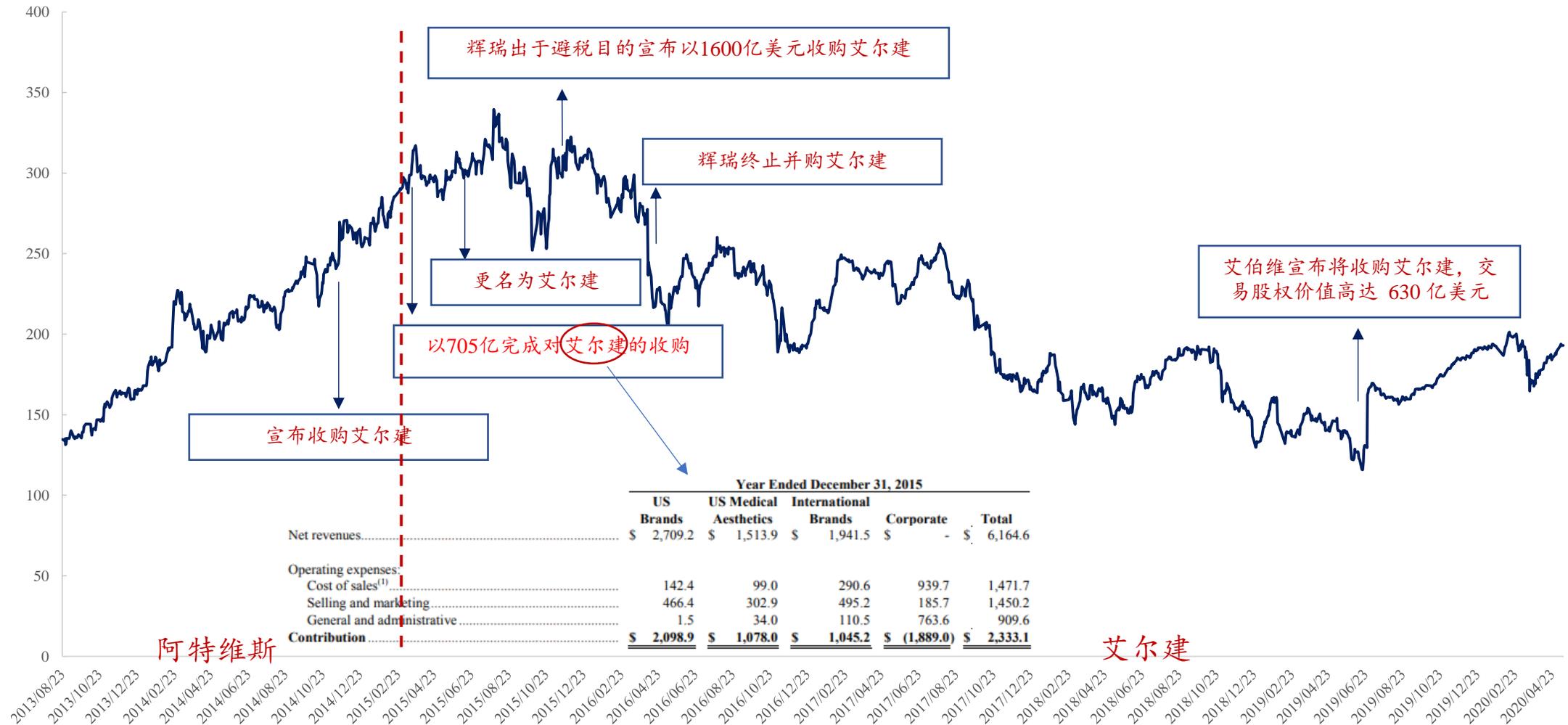
3.3、从艾尔建经验寻找国内投资机会

艾尔建经验：通过并购与反向并购布局完善医美产品矩阵

时间	事件
1948年	前艾尔建成立，从洛杉矶小药房发展，1970年成为全球性公司
1989年	全球第一款肉毒杆菌素产品Oculinum被美国FDA批准用于治疗斜视和眼睑颤动
1992年	艾尔建敏锐的发现肉毒在美容应用中具有广阔的市场前景，在1992年将Oculinum收购到旗下，并改名为Botox（保妥适）。
2002年	艾尔建保妥适®（A型肉毒毒素）获批用于改善皱眉纹并成为家喻户晓的品牌
2006年	艾尔建完成了对医诺美公司的收购，由此增加了美胸产品、真皮填充剂和肥胖干预产品，在医疗美容产品线方面位列世界第一。
2007年	艾尔建收购Groupe Corneil实验室，得到了著名玻尿酸品牌乔雅登®（玻尿酸）和其它新一代透明质酸真皮填充剂的所有权。由此艾尔建公司得以创立具备综合性、高科技的整体年轻化美容产品线，包括保妥适®医疗美容产品、乔雅登®可注射透明质酸钠凝胶系列产品、胶原蛋白真皮填充剂、LATISSE®（美前列素涂剂）0.03%（促睫毛增长的处方药）。
2012年	艾尔建以3.5亿美元收购SkinMedica公司的美容皮肤护理业务，包括各种非处方美容护肤产品。
2014年	艾尔建斥资5.87亿美元收购TARIS的LiRIS给药系统项目，用于间质性膀胱炎/膀胱疼痛综合征，以对抗敌意收购。
2015年	3月阿特维斯集团以705亿美元完成了对艾尔建的收购，收购完成后，公司更名为艾尔建（Allergan plc）。
2015年	11月，辉瑞希望以全股票交易收购艾尔建，交易总值在1600亿美元左右。辉瑞希望合并艾尔建后，可将总部迁至爱尔兰，享受爱尔兰12.5%的超低企业所得税率，然而，辉瑞这个如意算盘遭到美国政府的严打，由于美国财政部推出遏制避税相关交易的新措施，辉瑞最终放弃了这场世纪联姻，单方面支付了艾尔建1.5亿美元的“分手费”。
2016年	艾尔建以15.2亿美元与阿斯利康子公司MedImmune达成合作协议，发用于治疗中重度溃疡性结肠炎的单抗。同月，艾尔建又以10亿美元收购了Chase Pharmaceut，从而获得了两种通用的原料药物。
2017年	艾尔建以29亿美元收购美国再生医学专业公司LifeCell。LifeCell的再生医药业务与艾尔建的医疗美容可产生协同效应，同年4月艾尔建以24.8亿美元收购Zeltiq Aesthetics（酷塑产品），为美容药品的产品线增添一套系统，艾尔建称这套系统能以冷冻溶脂的方式帮助瘦身。
2019年	艾伯维宣布，以现金和股票交易的形式收购艾尔建，交易价格为630亿美元。
2020年	2020年艾伯维完成对艾尔建的收购，合并之后，艾尔建将正式更名为艾尔建美学(Allergan Aesthetics)，艾伯维为母公司。

3.3、从艾尔建经验寻找国内投资机会

艾尔建股价走势



资料来源：Wind，艾尔建年报，兴业证券经济与金融研究院整理

3.3、从艾尔建经验寻找国内投资机会

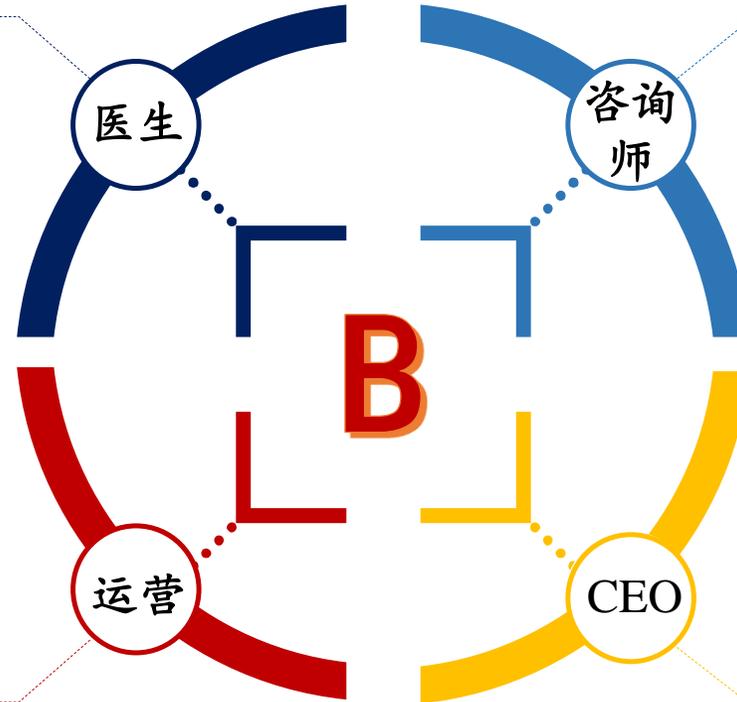
强化B端机构教育

怎么用

进行面部应用解剖讲解、审美&共情&沟通培养、新产品的注射技术培训，定制化的“医美医生成长之路”一方面教会医生使用产品，另一方面加强医生对公司的黏性。

设计方案、联合治疗和提供体系支持，教育运营进行方案分类、教育运营协助医生整理客户名单并为其指出公司产品的潜在客户，进行客户运营管理。

怎么卖



怎么说

重视咨询师培训，着重提升从业人员的审美意识和诊疗技术水平，关注其与医美消费的沟通技巧等软性能力提升，以全方位升级医美消费者的求美体验，让医美消费者在咨询阶段深入了解医美知识，在诊疗阶段享受专业的医美消费体验。

统筹运营管理。

怎么统筹

举例来看：朗姿股份与艾尔建美学达成战略共识，在医美人才培养、消费者教育、运营能力提升多方面进行深度合作

强化C端消费者认同

C

- ✓ 打造玻尿酸中的奢侈品定位，强化品牌高端调性的认同度，注重对于女性内在力量的觉醒，以自身品牌与行业权威品牌高效联动。
- ✓ 从产品本质上升到情感意向，提升消费者认知跟价值区隔，与传统奢侈品文化概念的市场宣传营销方式，与故事背后意义的品牌理念推广已经趋同。

3.4、内资医美产品公司如何学习艾尔建经验

2. 通过相对聚焦的产品组合，打造联合疗程SKU满足机构差异化需求，增强机构黏性。

以市场普遍可见热玛吉、欧洲之星Fotona 4D等颈部光电联合嗨体1+1打包方案为成功案例

1. 切入市场还未涉及的领域，打造特色化产品

如已经火热的嗨体&双美胶原；具备较高市场空间的童颜针、体雕类产品），主要以聚焦单一功效后再做延伸（减法思维定位产品，以专注颈纹的嗨体以及黑眼圈的双美为成功案例，嗨体在站稳颈纹第一品牌后才延伸至眼部熊猫针领域）打造消费者记忆点

3. 从聚焦产品延伸至相关居家保养品使用。

嗨体于医疗机构做颈纹注射与水光养护，颈膜、颈霜做居家产品延伸端；医疗机构光电服务品项舒敏之星结合薇诺娜相关抗敏居家产品等

3.4、内资医美产品公司如何学习艾尔建经验



同时应注意，虽从产业观点来看，这是必然趋势，但从财务角度出发，毕竟目前国内医美器械公司不是艾尔建或高德美，对于相关上下游谈判力道不一定如此强，当相关医美器械公司往此发展，对于后期供应链管理、账期管理、跟营销推广难度必然大增，这也是往后相关公司在相关推广上应特别分析财务比率的地方，包括但不限于：营业周期的变化、存货周转率、应收账款周转率、营销费用投入产出比等。

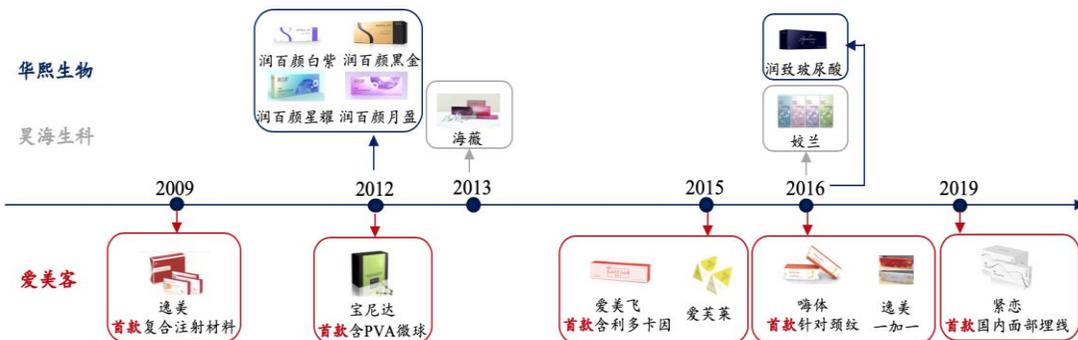
3.4、爱美客当前产品矩阵相对丰富，有望强化未来销售实力

爱美客产品矩阵丰富，最具备完整品牌矩阵线，拟通过H股上市进行海外并购，持续拓展产品线

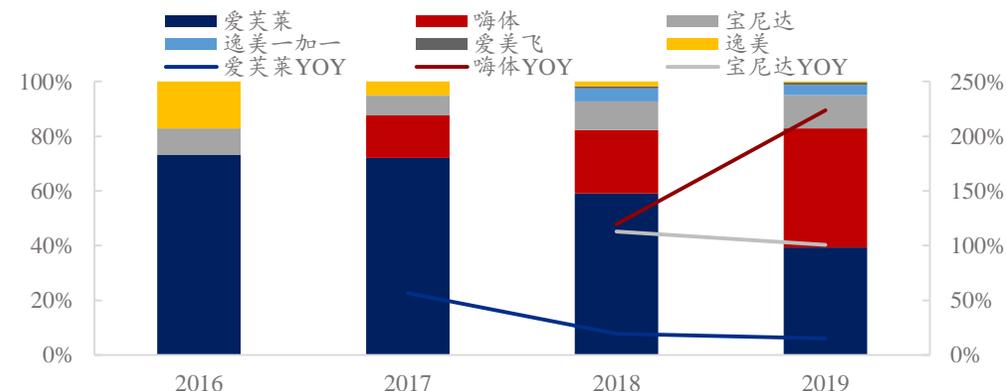


资料来源: 玥颜医美, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理
 注: 爱美客紧恋埋植线的针头和线均已过证, Hans Biomed仅有线过证

爱美客推新频率稳定且密集, 嗨体增速迅猛



资料来源: 公司官网, 兴业证券经济与金融研究院整理



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

3.4、爱美客当前产品矩阵相对丰富，有望强化销售团队

预计爱美客2021-2023年营收规模分别为15.01/22.41/31.40亿元，考虑到公司1) 新产品发布后公司会组织学术交流和培训费，预计2021年二季度童颜针有望通过审批，未来紧恋的推广都将提升公司销售费用率，2) 未来公司会加大化妆品对C端的投放，未来销售费用率将有所增长。考虑到公司毛利率达90+%，搭配经销渠道的拓展降低费用，公司尚有较大空间提升销售费用率。预计2021-2023年归母净利润分别为8.84/13.30/18.14亿元。

爱美客盈利预测

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	考虑肉毒 2025E	不考虑肉毒 2025E
玻尿酸	5.58	6.99	14.51	21.54	29.52	49.15	49.15
		25%	107%	48%	37%	48%	48%
嗨体	2.43	4.462	10.79	16.70	23.34	39.71	39.71
		83.6%	141.8%	54.7%	39.8%	55%	55%
爱芙莱	2.19	1.58	2.13	2.56	2.94	3.76	3.76
		-28%	35%	20%	15%	19%	19%
宝尼达	0.68	0.68	1.24	1.85	2.69	4.89	4.89
		1%	81%	49%	46%	48%	48%
逸美一加一	0.21	0.21	0.28	0.36	0.46	0.66	0.66
		0%	35%	30%	25%	26%	26%
爱美飞	0.05	0.05	0.06	0.07	0.09	0.13	0.13
		-2%	24%	23%	23%	22%	22%
逸美	0.02	0.01	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
紧恋	0	0.0184	0.07	0.35	0.69	1.26	1.26
			305%	367%	97%	133%	133%
童颜针		0	0.26	1.47	2.95	6.57	6.57
				464%	100%	124%	124%
肉毒						23.57	0.00
化妆品	0.01	0.08	0.20	0.50	1.00	2.00	2.00
		689%	154%	150%	100%	142%	142%
总营收	5.5772	7.091	15.04	23.86	34.16	82.54	58.98
YOY (25年为23-25两年复合增速)		27%	112%	59%	43%	55%	31%
净利润	3.06	4.40	9.0637	13.96	19.59	35.98	32.78
YOY (25年为23-25两年复合增速)		44%	106%	54%	40%	36%	29%

3.5、医美赛道中，谁具备“中国艾尔建”雏形？

✓ **爱美客**具备强产品并且产品流水线完备，具备中国艾尔建雏形。

微整注射类四类中，爱美客产品线相对较为齐全且已具备强势产品嗨体：①填充类产品，爱美客布局嗨体，爱芙莱、爱美飞、逸美一加一；②补充类产品，爱美客童颜针有望在21年上半年获批；③支撑类产品，爱美客布局含PVA微球的宝尼达及紧恋埋植线；④萎缩类产品，爱美客与Huons合作的橙毒有望在2024年左右获批上市，且基因重组蛋白（GLP1）和溶脂针产品正在研发中。可以完成前文所提及的联合疗程方案中的支撑、填充和提升，并正布局减容和制动版块。⑤公司未来不排除采用并购或代理的方式布局光电类项目。

✓ **四环医药**具备强势产品乐提葆，且未来产品规划相对完善。

四环医药目前已经具备强势产品乐提葆肉毒，并在逐渐完善产品线：①填充类产品，代理韩国Hugel的交联透明质酸钠凝胶填充剂（预计2021年获批上市）；②补充类产品，一代“童颜针”填充剂（预计2024年上市）、复合胶原蛋白（生物发酵来源）填充剂（预计2025年上市）；③支撑类产品，二代“少女针”填充剂（预计2024年上市）；④萎缩类，乐提葆、局部改善脂肪容积的溶脂药品（预计2025年上市）。

✓ **华东医药**新推出专家型产品少女针，后续产品线规划相对完善。

华东医药ellense少女针于4月13日获批，该产品注射层位更深，对医生技术要求更高，相较于童颜针而言，其产品放量速度或更需依赖B+C端教育。在产品线布局上，①填充类产品，伊婉、Perfectha（未上市）、MaiLi（预计2024年上市）；②支撑类产品，ellense少女针（2021年上市）、Instalift埋植线（预计2023年上市）；③萎缩类：Jetema肉毒（预计2024年上市）；⑤光电类仪器，F0（亮白焕肤，预计2021年上市）、F1（冷冻祛斑，预计2024年上市）、F2（全身喷雾美白，预计2025年上市）。

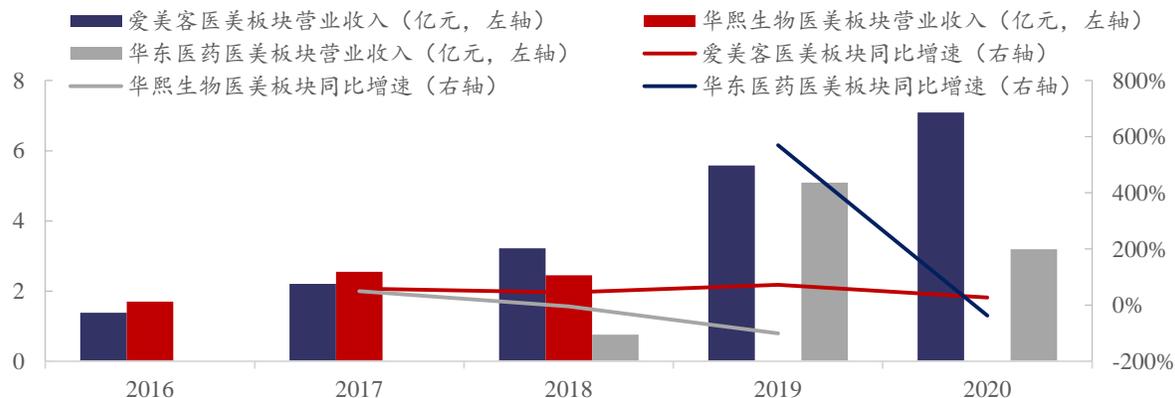
✓ **华熙生物**以玻尿酸产品为主，重点突破小分子玻尿酸和大分子玻尿酸，后续仍需完善产品线

华熙生物从今年开始重点打造润致为重点玻尿酸注射品牌，今年已推出专门针对额部静态纹的御龄双子针，后续持续关注公司其他产品线的布局

4、上游公司核心财务数据

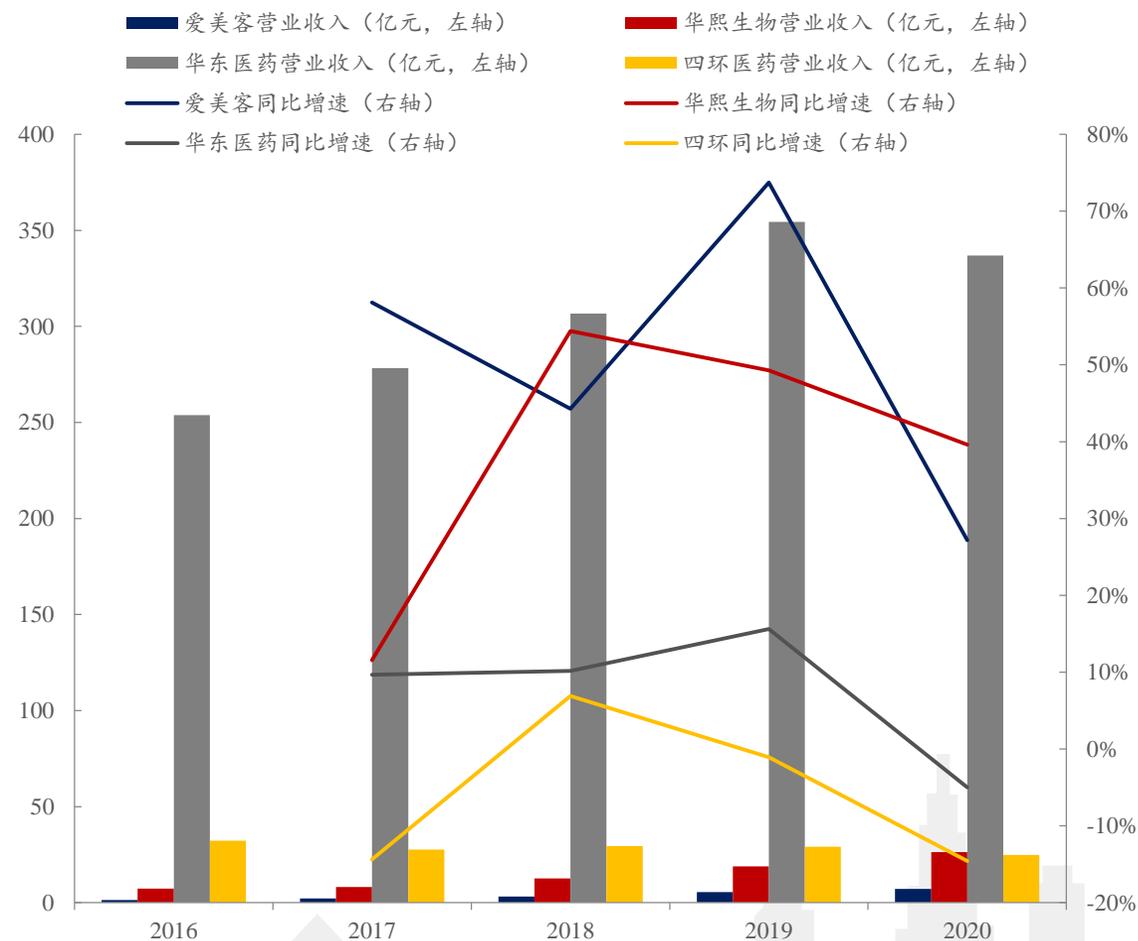
4、上游公司核心财务数据

2020年爱美客营收达7.09亿元



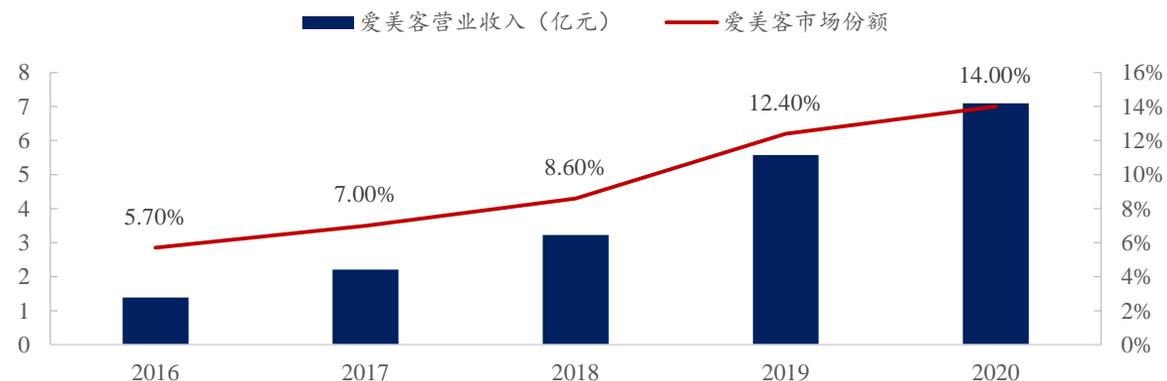
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
 注：华熙生物未公布

2020年爱美客营收增速达27.18%



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

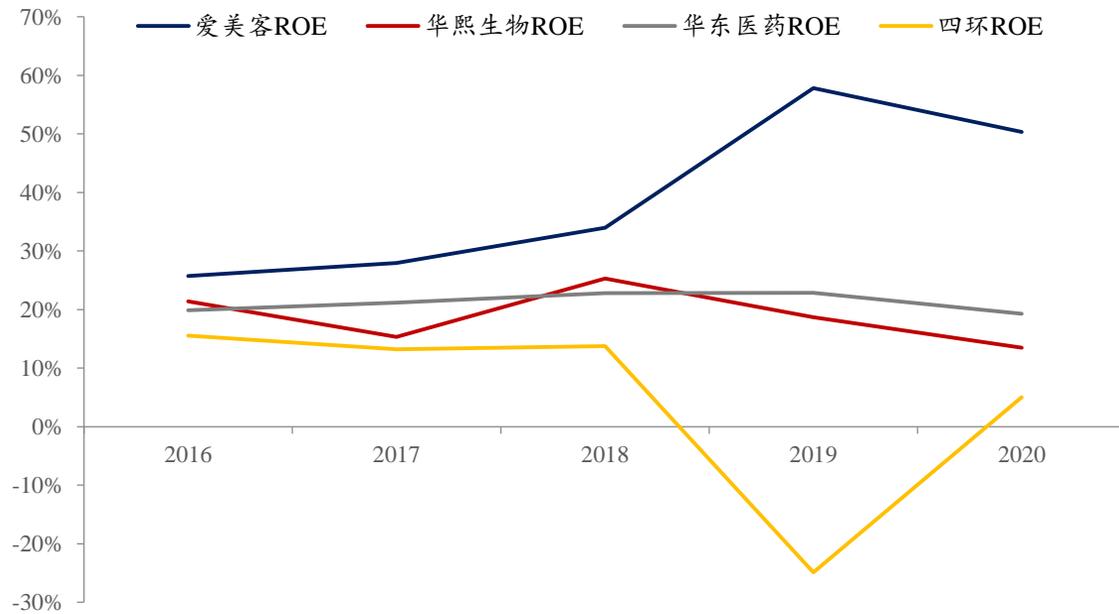
爱美客医美透明质酸终端产品市占率稳步提升



资料来源：沙利文，兴业证券经济与金融研究院整理

4、上游公司核心财务数据

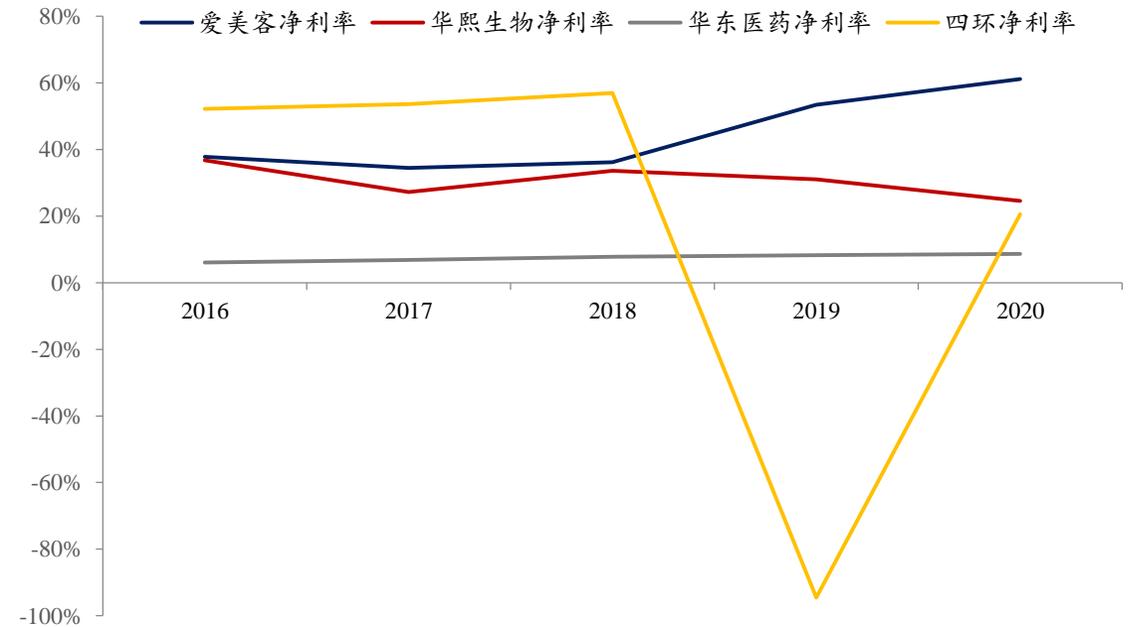
2020年剔除募集资金影响后爱美客ROE达50+%，优于可比公司



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：爱美客2020年数据为剔除募集资金影响后数据，公司上市后资产增加导致资产周转率提升致使ROE回落至16.93%

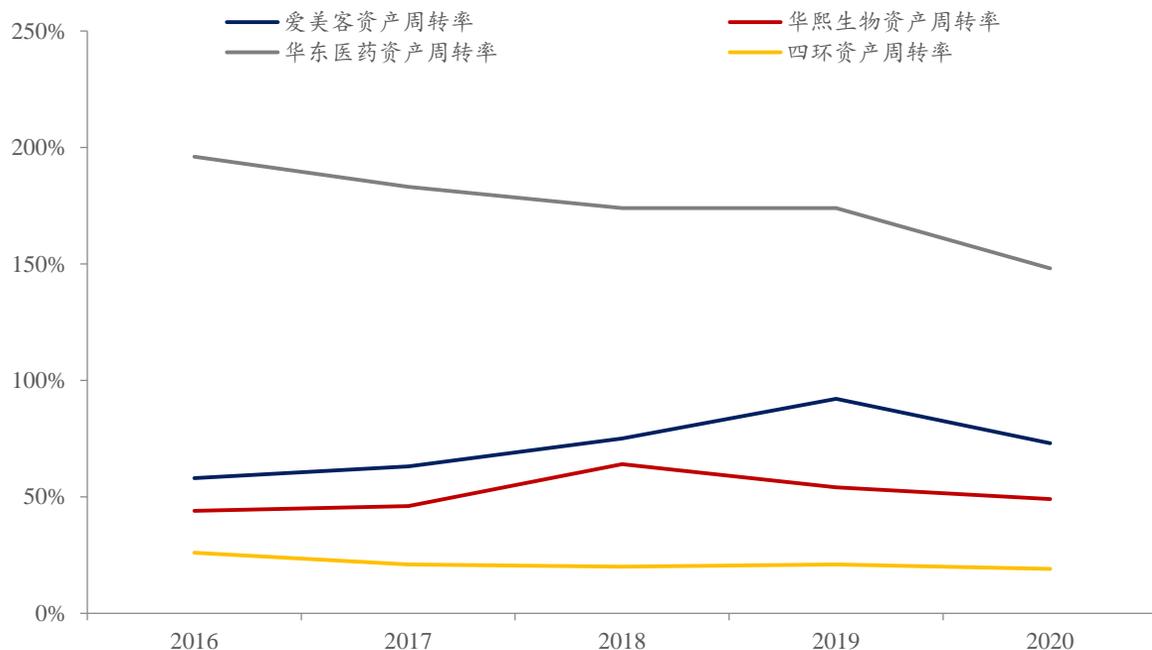
爱美客主营医美终端产品，推升净利率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

4、上游公司核心财务数据

2020年剔除募集资金影响后,爱美客资产周转率较高

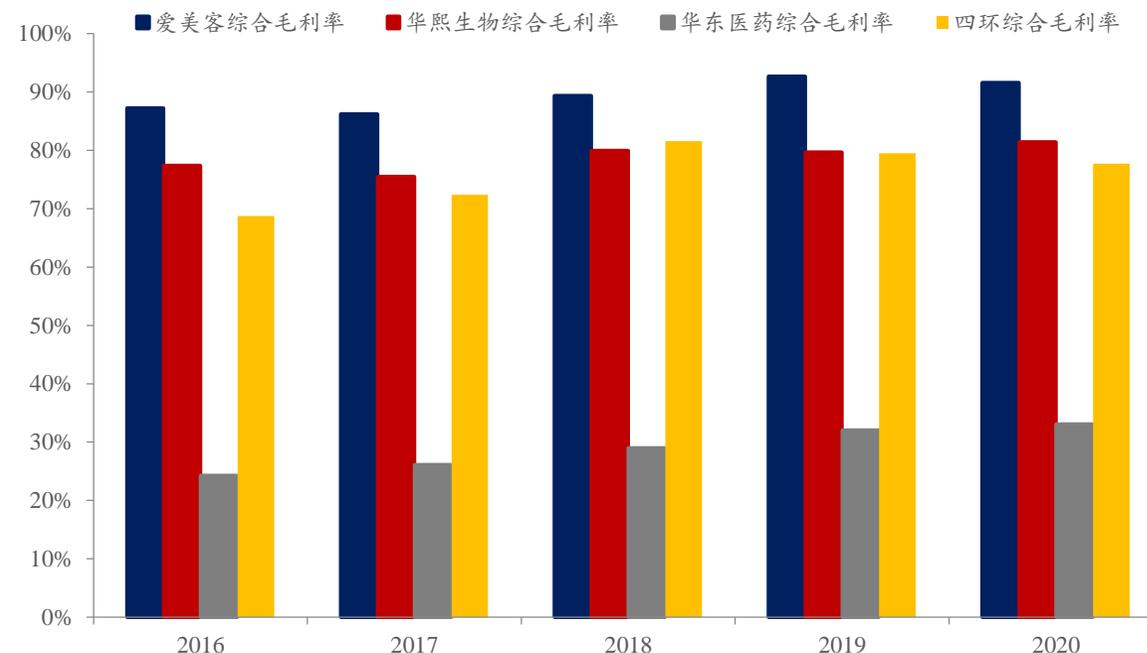


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：爱美客2020年数据为剔除募集资金影响后数据，公司上市后资产增加导致资产周转率提升致使资产周转率回落至0.264

高资产周转率：公司产品矩阵丰富，各款产品均具备核心优势，并能满足不同细分需求，除了产品单独销售以外，产品之间的不同搭配可以打造不同的销售方案，爱美客资产周转能力总体较强，优于可比公司。

可比公司综合毛利率对比

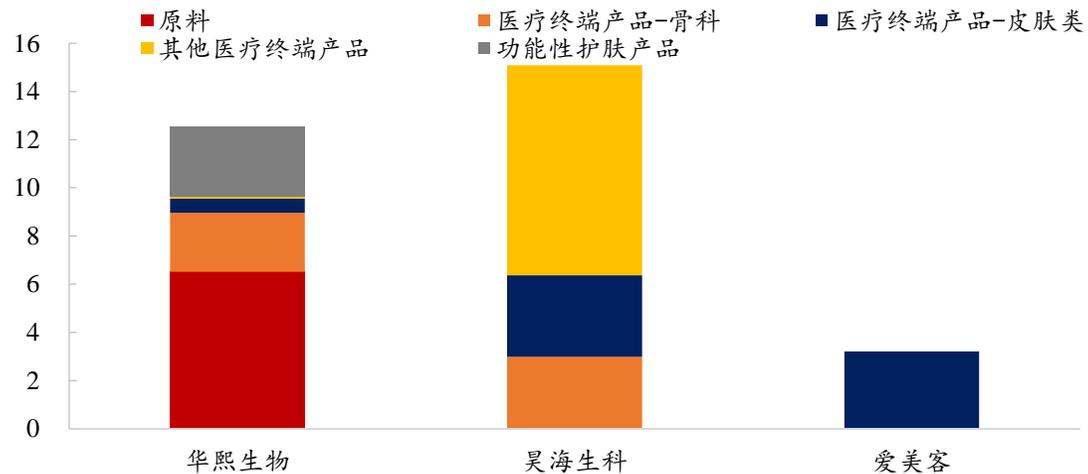


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

高毛利率：爱美客主营毛利率高达90%的医美终端产品，相较于同行业公司同时经营原料、骨科类产品和功能性护肤品相比，爱美客2019年毛利率水平高达92.63%，优于华熙生物和昊海生科的79.66%/77.31%。

4、爱美客基于高速增长的美容产品赛道，直销占比最高

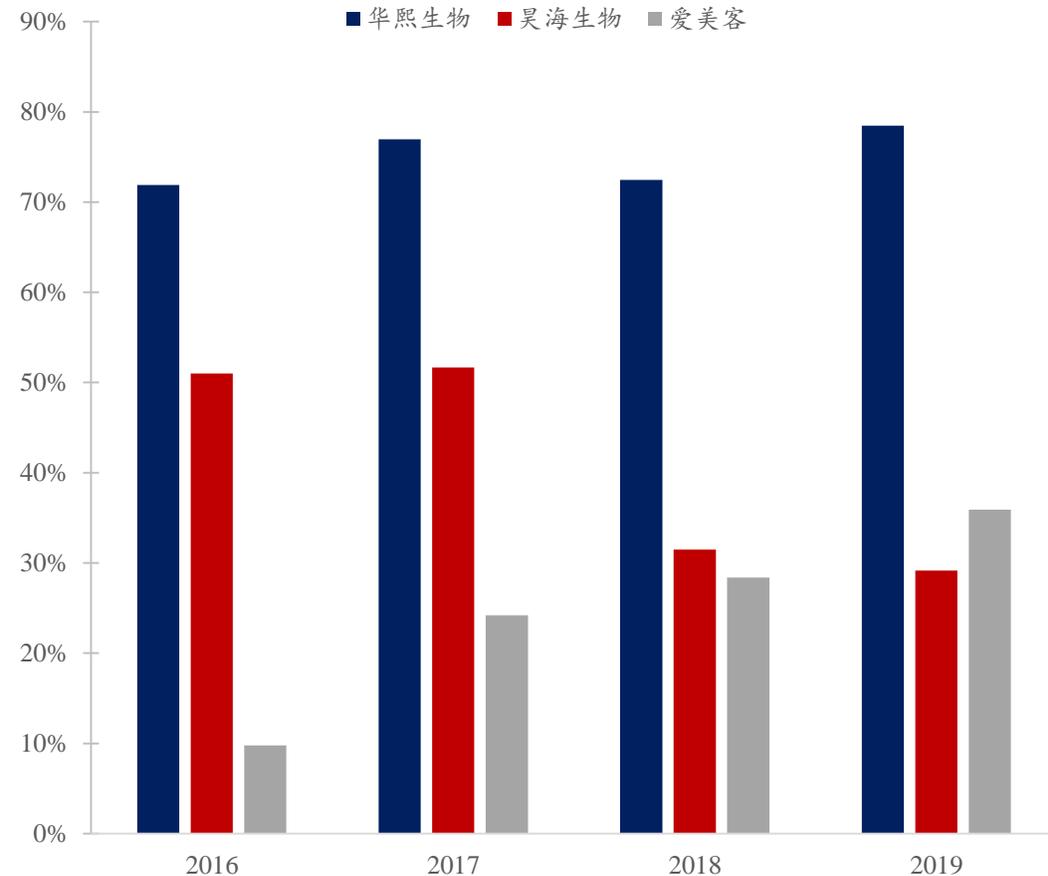
华熙生物/爱美客基于高速增长的赛道获得高增速（亿元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

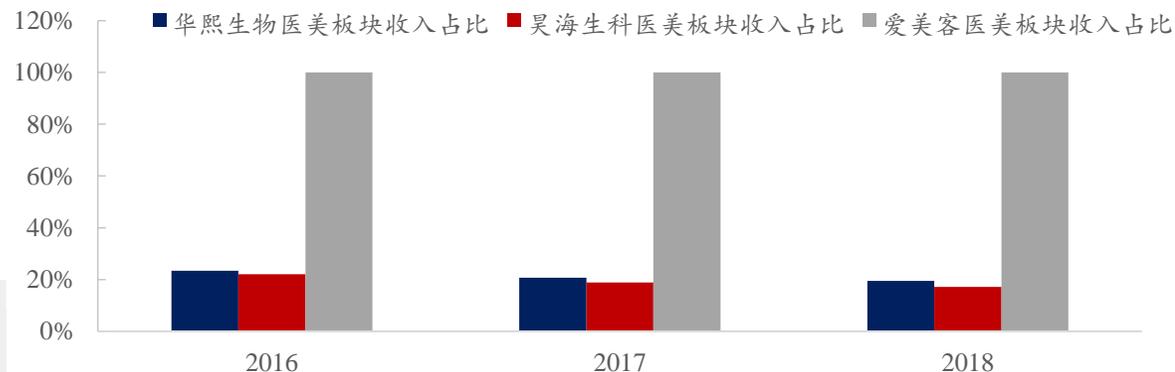
注：由于华熙生物2019年未披露细分产品相关数据，故涉及细分产品数据均为2018年数据

皮肤类医疗终端产品经销占比：华熙生物最高，爱美客最低



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

爱美客医美板块收入占比最高



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

盈利预测：采用PE估值算法

截止2021年5月25日可比公司PE

采用PE方式进行估值。从可比公司PE可以看出，上游公司被给予更高估值。考虑到爱美客上市后将为A股首家纯医美产品公司，有望享有较高估值。

	上市地区	标的	2020A	2021E	2022E	2021PEG
上游产品	A股	爱美客	327	163	108	2.70
	A股	华熙生物	179	131	95	3.62
	A股	昊海生科	69	67	50	0.72
	台湾OTC市场	双美	18	/	/	/
	A股	华东医药	16	30	26	4.48
	港股	四环医药	14	32	22	0.49
	韩国	Huons	12	13	11	
	韩国	Hugel	56	31	25	0.83
	韩国	Humedix	15	/	/	/
	韩国	Medytox	/	38	39	-26.71
上游器械	瑞典	Q-Med*	/	/	/	/
	港股	复锐医疗科技	14	/	/	/
	美国	Cynosure*	69	/	/	/
		Hologic (收购Cynosure)	21	8	14	0.16
中游	美股	新氧	1,333	33	19	0.01
	A股	朗姿股份	77	109	75	1.42
	A股	奥园美谷	-44	130	59	0.60
	A股	苏宁环球	10	21	18	0.71
下游	港股	瑞丽医美	126	/	/	/
	新三板	华韩整形	33	30	23	1.39
	美股	医美国际	/	33	30	-2.96
	A股	华邦健康	17	/	/	/
	港股	必瘦站	6	/	/	/
	港股	医思健康	12	73	34	-15.29

资料来源：Wind, Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

注：剔除华熙生物股权激励成本影响，PEG计算时，爱美客、华熙生物采用20-23年复合增速，其他采用19-22复合增速

爱美客盈利预测：2030年稳态估值

假定爱美客在2030年成为我国的艾尔建

艾尔建市占率计算 (单位: 百万美元)

US Specialized Therapeutics Segment-Medical Aesthetics-Facial Aesthetics	
Botox® Cosmetics	991.3
Juvederm® Collection	587.5
Belkyra® (Kybella®)	27.4
SubTotal	1606.2
International Segment-Medical Aesthetics-Facial Aesthetics	
Botox® Cosmetics	671.7
Juvederm® Collection	656.1
Belkyra® (Kybella®)	3.3
SubTotal	1331.1
Total	2937.3
Global facial injectables market size	8800
2019 Allergan Market Share in Global facial injectables market	33%

数据来源: 艾尔建2019年年报, grandviewresearch

爱美客2030年净利润计算 (单位: 亿元)

中国医美服务市场2030规模	9101.9
乘: 非手术类项目2030年占医美服务市场比重	65%
乘: 注射类项目2030年占非手术类项目市场比重	65%
中国医美注射类项目市场2030规模	3845.6
除: 终端加价倍率	5.0
中国医美注射类产品市场2030规模	769.1
乘: 爱美客2030中国市场市占率 (以艾尔建2019注射类产品全球市占率预估)	33%
爱美客2030年营收规模	253.8
乘: 净利率	30%
爱美客2030年净利润	76.1

敏感性分析

		市占率 (%)						
		20%	25%	30%	33%	35%	40%	45%
净利率 (%)	15%	23.1	28.8	34.6	38.1	40.4	46.1	51.9
	20%	30.8	38.5	46.1	50.8	53.8	61.5	69.2
	25%	38.5	48.1	57.7	63.5	67.3	76.9	86.5
	30%	46.1	57.7	69.2	76.1	80.8	92.3	103.8
	35%	53.8	67.3	80.8	88.8	94.2	107.7	121.1
	40%	61.5	76.9	92.3	101.5	107.7	123.1	138.4
	45%	69.2	86.5	103.8	114.2	121.1	138.4	155.7

我们预计2030年后, 公司增长逐渐偏稳态, 略微优于行业增速, 若给予30-40倍的估值, 预计公司市值可达1731-4308亿元, 对应收益CAGR最可达6~17.8%。

风险提示:

核心公司产品审批延缓: 若核心公司产品审批延缓, 可能会导致产品延迟上市, 一来可能影响产品销售, 二来影响产品建立先发优势

核心公司营销水平较弱: 医美产品具备较强的消费品属性, 需要提升品牌力抢占消费者心智, 若营销水平不能及时跟上, 则对公司销售有较大影响

流动性风险: 若出现流动性风险, 高估值的医美标的估值中枢可能下移

附录

1、医美注射类产品可分为四类

填充材料：扩容材料，主要以具有交联度的大、中、小分子玻尿酸

- 大分子:深层次注射，通常是皮下组织与以下层次。ex:乔雅登极致、伊婉V、艾利薇风尚、海薇M+、润百颜黑金、法思丽。
- 中分子:中层次注射，通常是真皮深层为主。ex:乔雅登雅致、铂金瑞蓝、蒙娜丽莎、菲洛嘉Universal、润百颜白紫、爱芙莱、逸美EME(注射玻尿酸产品多为中分子)。
- 小分子:浅层次注射，通常是真皮浅层与表皮层，或皮肤特别薄的区域为主。ex:瑞蓝唯缇、娇兰、嗨体。

大分子



中分子



小分子



资料来源：玥颜医美，兴业证券经济与金融研究院整理

1、医美注射类产品可分为四类

补充材料:面对小部位胶原流失与大面积部位填充, 移植与刺激胶原蛋白增生为主

- 胶原蛋白:以胶原蛋白(类人、猪源、牛源)做小范围移植补充, 并诱发增生。例如:结构黑眼圈与眶周下陷。ex:双美胶原蛋白
- 聚左旋乳酸:聚左旋乳酸为常用材料, 主以大范围补充扩容, 俗称童颜针。ex:爱美客童颜针(预计上半年获得III类证)、长春圣博玛(获III类证)、国内Reborn瑞博(II类证)、法国Sculptra塑然雅(I类证, 待获III类证)、美国Derma Veil得美妍(未获证)、韩国Aesthefill爱塑美(未获证)

双美
胶原
蛋白



1、医美注射类产品可分为四类

支撑材料:极深层次做为结构力学的支撑架构，补充因骨质流失造成形态减损，与微调塑造整体轮廓，与建筑钢构SRC、结构墙概念一致，对医师技术要求极高

- ✓ **高交联大分子玻尿酸:**由于交联度极高，通常高达92%-95%，甚至更高，整体质地偏硬，可勉强做为替代骨性结构材料做极深层骨膜注射。ex:乔雅登丰颜、瑞蓝丽缇、奥地利公主。
- ✓ **骨性结构材料:**俗称长效型玻尿酸，实质上主体材料不是玻尿酸，质地硬密度高，较难代谢吸收，通常3~7年，是做极深层次骨膜上注射使用的良好材料，海外以微晶瓷、少女针、贝拉菲尔著名，国内以爱贝芙、宝尼达、少女针为主。
- ✓ **埋线拉提线材:**韩国先行，最早以手术缝合蛋白线做面部提拉微创操作，可取代部分拉皮手术，主要针对中度组织下垂，可实现皮下各层组织分层复位，整体疗效须看线材的材料种类、制程、与形态，最重要的是医师技术、埋法、包含整体部线设计与铺线的整体结构。



资料来源：玥颜医美，兴业证券经济与金融研究院整理

1、医美注射类产品可分为四类

萎缩材料:萎缩组织为主,与填充扩容相反,是为了消溶组织或使动态肌肉无力不会挤压皮肤造成皱纹

- ✓ 肉毒素:主要萎缩消溶目标为肌肉组织,面部常用以减缓动态纹路,例如川字纹、抬头纹,或是大范围肌肉过于发达让它萎缩,例如:瘦脸、瘦肩。ex:保妥适Botox、衡力、吉适Dysport、乐提葆、Jetema。
- ✓ 溶缩脂针:主要萎缩消溶目标为脂肪组织,让脂肪细胞凋亡或加速代谢缩小因而塑形。 ex:美国Belkyra、韩国CFline(国内二类械)、Vline。



2、市面上注射类产品一览

市面上注射类产品一览

类型	生产企业	商品名称	规格	终端价	类型	生产企业	商品名称	规格	终端价	类型	生产企业	商品名称	规格	终端价			
玻尿酸	爱美客	嗨体	2.5ml/支	1500元/支	玻尿酸	昊海生物	海薇	0.5ml,0.75ml,1.0ml,1.25ml,1.5ml	300-1500元/ml	玻尿酸	北京蒙博润	觉醒	0.5ml/支; 1ml/支	3800~3800元/次			
			2750元/支	0.25mL; 0.5mL; 0.75mL; 1mL; 1.25mL				3000~4000元/ml	舒颜				0.5ml装,1ml装	500~2000元/ml			
			3980元/支	海薇姣兰				8800~8800元/ml				杭州协和	欣菲聆	0.5ml,0.75ml,1ml,1.5ml,2.0ml,3ml	880~2800元/ml		
		3980元/支	海魅	4000~13800元/0.8ml			欣德美	0.5ml/支; 1ml/支; 2ml/支; 3ml/支	1990~3980元/次								
		3980元/支	乔雅登雅致	雅致 (0.8ml)				山东凯乐普	欣菲聆水光				2ml	249~1000元/2ml			
		1980元/支	乔雅登极致	极致 (0.8ml×2)			碧云曦					0.5ml,1ml	880~2800元/次				
		1980元/支	乔雅登Juvéderm Volux	Juvéderm Volux (1ml)								欣德美	1ml	1990~3980元			
		4980元/支	FILLMED ART FILLER Universal	1.2ml			7000~9000元	嗨注	2ml			2000元/2ml					
		5980元/支	Q-Med	瑞蓝2号			瑞蓝2号(1ml)	1000~4800元/ml	菲羽			2ml	2000~4000元/次				
		5980元/支		瑞蓝4号			瑞蓝4号(2ml)	500~5000元/部位/次	玻菲			1.0ml、1.5ml	4000~7000元/ml				
		1680元/支		瑞蓝5号			瑞蓝5号(1ml)	1000~3000元/次	馨妍			1.0ml、1.5ml、2.0ml	4800~6800元/ml				
		5600元、盒	爱美飞	2×0.75ml/盒			瑞蓝6号	瑞蓝6号(1ml)	500~5000元/部位			玻尿酸	和康生物	贝丽姿	2ml	3000~6000元/2ml	
		5070		5070			法思丽	法思丽(靛致) (1ml)	1800~7800元/ml						肤美登	1.0m, 1.5ml, 2.0ml	980~3880元/ml
		5050		6050			法思丽丝柔	法思丽丝柔 (1ml)	2000~10000元/部位/次							艾莉芙	1ml/支
		11200元/盒	紧恋	6030			法思丽润廓	法思丽润廓 (1ml)	3000~10000元/ml					苏州蔓尔生物	思黛莉	2ml	800~1500元/2ml
6050	6050	法思丽轻感		法思丽轻感 (1ml)	3000~10000元/ml	瑞士泰奥赛恩	泰奥水光	1ml	2000~6000元/ml								
14400元/盒	6050	艾莉薇		deep line plus (1ml)	3500~6800元/ml			泰奥熊猫针	1ml	2000~5000元/部位/次							
7200元/盒	润百颜白紫	3090	艾莉薇Light	Light (1ml)	2000~4000元/ml	浙江梓正医药	馨妍		1、1.5、2ml	4800~6800元/ml							
500-1000元/ml		润百颜黑金	1ml	艾莉薇Ultra Volume	Ultra Volume (1ml)			4000~9000元/ml	常州药物	碧萃诗水光	0.5ml/1ml			500~2000元/次			
480-2800元/ml		润百颜水光	2.5g/支	艾莉薇风尚款	风尚款 (1ml)	3500~6800元/ml	广西桂林华诺威	菁芙			2.5g/支			500~2000元/次			
380~1380元/2ml	润百颜星耀	0.5ml、1ml	GENOSS 莫娜丽莎	1ml/支	2000~3000元/ml	CHA MEDITECH			百洛娜	45mg/支	600~3000元/次						
600~1500元/ml	润百颜月盈	1ml	DAEWOONG 婕尔	1ml/支	7800~7800元/次		美白注射	意大利Dermedical Skin Sciences		意大利Glutax 7000000 GM	20ml			2000~10000元/次			
1200~3000元/次	润百颜润致	3ml*5	伊婉C	伊婉classics (1ml)	650~1680元/ml	华熙福瑞达			娜楚多功能极小分子玻尿酸		1.0 ml			1980~2980元/ml			
2500~4000元/ml	润致水光	2.0ml,2.5ml	伊婉致柔	伊婉Classic plus (1ml)	2000~5000元/ml						娜楚中大分子玻尿酸			1.0 ml	5980~8800元/ml		
1500~2000元/次	润致动能素	3ml*5	伊婉婉美V	Volume s (1ml)	1980~2880元/ml				意大利Glutax 5GS	2ml、5ml				2000~10000元/次			
500~1000元/ml	奥昵中分子	0.5ml,1ml	伊婉致美	伊婉VOLUME PLUS (1ml)	3000~6000元/ml	意大利Glutax 75GS				2ml、5ml	2000~10000元/次						
2500~4000元/ml	润致玻尿酸	1ml	CROMA 公主Rich	1ml	4800~6800元/ml					意大利Glutax 200GS	2ml、5ml	2000~10000元/次					
1500~2000元/次	润致水光	2.5ml	CROMA 公主Volume	1ml	6800~9800元/ml	意大利Glutax 23000GK			10ml、5ml		2000~10000元/次						
3300~3900元	润致娃娃针	2ml	丝丽Stylage lips	1ml	2000~3000元/ml				REVITACAR E	丝丽Stylage S	0.8ml×2	1500~3000元					
1980~2500元/3ml	润致臻活™亮肤动能液	3ml*5	丝丽Stylage M	1ml×2	2000~4000元/次						丝丽Stylage L	1ml×2	2000~4000元				
3980~5980元	TWINHA 大分子	0.75ml/支	丝丽Stylage L	1ml×2	2000~4000元	丝丽Stylage XL						1ml×2	3000~5000元				
1680~2680元/次			丝丽Stylage XL	1ml×2	3000~5000元						丝丽Stylage XXL	1ml×2	4000~6000元				
			丝丽Stylage XXL	1ml×2	4000~6000元												

资料来源：新氧，兴业证券经济与金融研究院整理

2、市面上注射类产品一览

市面上注射类产品一览

类型	生产企业	商品名称	规格	终端价	
水光补水	华熙生物	润百颜水光	2.5g/支	380~1380/元/2ml	
		润月雅水光	2ml/支	300~1300/元/2ml	
		TWINHA水光		980~1980/元/次	
		奥昵水光	2g/支		
		润致水光	2.0ml,2.5ml	1500~2000/元/次	
	艾尔建	又见桃花皮皮肤保护剂	2.0 ml/支	1280~1280/元/次	
		乔雅登缇颜	Juvederm Volift (1ml*2)	12000~15000/元/次	
		Juvederm Volift			
		Q-Med	瑞蓝唯瑛	1ml/支	5800~6800/元/ml
		杭州协合	欣菲聆水光	2ml	249~1000/元/2ml
胶原蛋白	苏州蔓尔生物	蔓百薇水光	1ml, 2ml	200~1000/元/次	
		HUONS	海珠水光	248~1000/元/次	
	广西桂林华诺威	菁芙水光	2.5g/支	500~1000/元/次	
		上海其胜生物	木唯可	1ml, 2ml, 3ml, 5ml	600~3000/元/3ml
	浙江景嘉医疗科技	海菲乐水光	2.5ml	250~1000/元/2ml	
		常州药物	碧萃诗水光	1ml, 2ml	500~2000/元/次
	广州爱莱尔	海月兰水光	2.5g/支,4.0ml/支	500~2000/元/次	
		海月兰水光铂金版	2.5g/支	1000~3000/元/2.5ml	
	韩国G-MED株式会社	百洛娜水光		600~3000/元/次	
	韩国东国制药株式会社	东国水光	2.5ml	220~800/元/次	
瑞士泰奥赛恩公司	泰奥水光	1ml	2000~6000/元/ml		
法国维法西公司	丝丽Stylage Hydro	1ml	1000~3000/元/ml		
上海芙莱思公司	德美颜水光	2.5ml	249~1000/元/2.5ml		
西安博和医疗科技有限公司	绽媵娅水光		1680~1980/元/次		
西安惠普	赛洛丝汀胶原水光	2ml+3ml	1980~2680/元/次		
北京星璨健康管理有限公司	泊璨水光	2.5ml/支	500~1500/元/2.5ml		
双美生物	肤丽美	1ml	8800~9800/元/ml		
	肤柔美	0.5ml,1ml	4800~8800/元/ml		
	长春博泰	肤美达	1ml/支	6800~16800/元/ml	
	山西锦波	薇济美	1g/支	8800~8800/元/次	
	青海创铭	悦可丽酵母重组胶原蛋白凝胶敷料		1980~6800/元/次	

类型	生产企业	商品名称	规格	终端价
注射抗衰	FILLMED	NCTF BOOST 135 HA	3ml/支*10支/盒	3000~7000/元/3ml
		法国Revitacare实验室	丝丽抗皱精华液	5ml/支
	Pharma Research Products	氏殊修复精华液		2500~3800/元/次
		D+CELL 350 TRA		
	华熙生物	润致动能素	3ml*5	1500~2000/元/3ml
		润致臻活™胶原动能液	3ml*5	1980~2500/元/3ml
		润致臻活™亮肤动能液	3ml*5	1980~2500/元/3ml
		杭盖桐博生物	瑞博童颜针(中)	2瓶/盒
	蕙尔瑞公司	瑞博童颜水凝(中)	2ml/支	4000/元/次
		赛因诗婷		500~2000/5ml/支
瑞思诗	皓白聚能素	3ml/支	2980~6800/元/次	
	活肌聚能素	5ml/支	3800~6800/元/次	
REV-MED	丽芙莎TriCeLL PRP KIT		19800~29800/元	
JTK国际医疗集团	欧倍颜EVOPLLA	2.5ml	6800~9800/元/次	
sinclair	Ellanse少女针	2ml	3000~8000/元/ml	
Galderma公司	舒颜萃童颜针		5000~7000/元/ml	
Placentex	三文鱼水光补水		3000~5000/元/ml	
Regen Biotech, Inc	爱塑美童颜针	200mg/Vial	2000~4000/元/次	
Anteco Pharma	得美颜童颜针		3000~5000/元/次	
韩国(株)G-MED	百洛娜Bellona		5000~8000/元/次	
上海瑞漾生物技术有限公司	瑞漾-抗衰肌底液	5ml*5/盒	980~1980/元/次	
	瑞漾MESO HA+动能液	3ml x 5瓶/盒		
	瑞漾-靓肤肌底液	5ml*5/盒	980~1980/元/次	
	瑞漾-水润肌底液	5ml*5/盒	980~1980/元/次	
	瑞漾-透明质酸原液	5ml*5/盒	980~1980/元/次	
陕西巨子生物	Human-like®美人®胶原蛋白修复敷料	3ml/支*6支/盒	2380~6380/元/次	
KSG思尔根医学实验室	维予医用再生治疗液 KACT929	5ml/瓶	2000~3000/元/次	

类型	生产企业	商品名称	规格	终端价
注射抗衰	韩国凯健生物科技有限公司	珀洛丽肽焕菁亮颜精华液		
		Mylabrinno润养修护精华液	5ml/盒	1000~1200/元/次
	KSG思尔根医学实验室	+Mylabrinno二葡糖基倍酸倍乘精华液	+3ml/盒	
		REVITACAR E实验室	丝丽晶透精华液	
	百肤谜生物配方有限公司	百肤谜综合抗衰小魔瓶		3800~3800/元/次
		百肤谜抗敏修复小魔瓶		3800~3800/元/次
		百肤谜紧致提升小魔瓶		3800~3800/元/次
	北京市正原商业有限公司	百之绮青春臻养原液		880~1200/元/次
	浙江贝洛芙生物科技有限公司	贝洛芙液体伤口敷料	3ml/支	3000~20000/元/次
	西安惠普生物科技有限公司	昕芙丽重组人源胶原蛋白	每盒15支, 每支2ml	3980~3980/3次/疗程
浙江祥正医药科技有限公司	润娜塔童颜水凝		4800~8800/元/次	
BNC KOREA, INC	丽铂纳修护精华液	2ml*2	5000~5980/元/次	
	丽铂纳修护补水精华液		5000~5980/元/次	
艾尔建	保妥适	50U, 100U, 200U, 300U		
	兰州生物	衡力	50U, 100U	保妥适>吉适>乐提葆>衡力
		伊普森	吉适	相当于100U的保妥适
韩国生物制药公司	乐提葆	50U, 100U		
长效填充剂	荷兰汉福生物	爱贝芙	0.5ml	9800~17600/元/0.5ml
	爱美客	宝尼达	0.5ml	71800/元/支

资料来源：新氧，兴业证券经济与金融研究院整理

3、市面上光电仪器一览

光电类仪器外资企业起步较早，市场份额占据较大

类型	生产企业	商品名称	过证时间	终端价	国产/进口
皮秒激光	以色列赛诺龙-凯黛乐	超皮秒	2017年7月	800~7000/元/次	进口
	美国Cynosure赛诺秀公司	蜂巢皮秒	2012年12月4日	800~9000/元/次	进口
	美国Cutera(酷蓝)公司	Enlighten皮秒	未获得认证	800~7000/元/次	进口
	韩国元泰株式会社	极光皮秒PICOCARE	2020年5月	800~7000/元/次	进口
紧致提升仪器	美国Ulthera公司	美版超声提升	未获得认证	3800~26800/元/全脸	进口
	美国Solta Medical公司	热玛吉	2015年8月	6800~22000/元/全脸	进口
	以色列Alma(飞顿)激光公司	热拉提二代	2015年2月	8000~12000/元/全脸	进口
	以色列Alma(飞顿)激光公司	深蓝射频	未获得认证	2000~6000/元/次	进口
	韩国Doublo公司	韩国Doublo-M超声提升	未获得认证	5000~25000/元/次	进口
	NEWPONG Co., Ltd	韩国SonoQueen超声提升	未获得认证	5000~25000/元/全脸	进口
	以色列Alma(飞顿)激光公司	DPL精准嫩肤	未获得认证	1000~3000/元/次	进口
	以色列Alma(飞顿)激光公司	丽肤美	2017年	1000~5000/元/次	进口
	英国ENERGIST公司	英国离子刀	未获得认证	12000~29000/元/次	进口
	以色列Alma(飞顿)激光公司	热拉提一代	2014年9月	1980~26800/元/次	进口
彩光嫩肤仪器	美国Solta Medical公司	热玛吉第五代	未获得认证	19800~50000/元/次	进口
	Medicon Co./杭州瑛蔓医疗	优态提	未取得认证	20000~30000/元/全脸	进口
	以色列Alma(飞顿)激光公司	Thermolift睛彩亮眼小熨斗	2019年10月	3680~9680/元/次	进口
	美国Lumenis科医人公司	王者之冠	2017年12月	580~2000/元/全脸	进口
	以色列Alma(飞顿)激光公司	飞顿II号		1000~3800/元/全脸	进口
	丹麦DDD公司	ellipse激光 极光女神	2016年	800~3000/元/全脸 4000~6000/元/次	进口
	以色列Alma(飞顿)激光公司	NIR牛奶光	2019年10月	3980~5980/元/疗程	进口
		DPL Pro超光子无痛嫩肤	2019年10月	3680~9980/元/疗程	进口
水光注射仪	中国纳通生物公司	纳晶水光仪		300~1000/元/全脸	国产
		得玛莎二代		300~1000/元/全脸	进口
	韩国恩盛(EunSung)公司	美立方水光仪		300~1000/元/全脸	进口
		美立方水光二代		300~1000/元/次	进口
	韩国wontech公司	阿斯汀水光仪		300~1000/元/全脸	进口

类型	生产企业	商品名称	过证时间	终端价	国产/进口
清洁祛痘仪器	韩国恩盛(EunSung)公司	超微小气泡		80~200/元/全脸	进口
		超微小气泡mini	未获得认证	80~500/元/次	进口
	上海皓欣医疗科技股份有限公司	LED高能红蓝光		100~500/元/全脸	国产
		Hydromax小气泡		90~200/元/全脸	进口
	中国武汉奇致激光技术有限公司	LED光波治疗仪	2014年	100~500/元/全脸	国产
	以色列Alma(飞顿)激光公司	雷霆大Q激光		680~1800/元/全脸	进口
祛斑色素仪器	美国Lumenis科医人公司	王者之冠	2017年12月	580~2000/元/全脸	进口
	以色列Alma(飞顿)激光公司	飞顿II号		1000~3800/元/全脸	进口
	美国Cynosure赛诺秀公司	赛诺秀C6	2014年11月续证	980~3800/元/全脸	进口
	德国Fotona欧洲之星激光公司	Q Max点阵祛斑王	2014年	1000~3000/元/全脸	进口
	以色列VenusConcept公司	维萨公爵	未获得认证	1000~3000/元/部位/次	进口
	德国HLS公司	德国大Q	未获得认证	300~2000/元/部位/次	进口
	中国武汉奇致激光技术有限公司	皇后光子	2012年4月	198~899/元/次	国产
	韩国wontech公司	ATR调Q激光		100~2000/元/部位/次	进口
	Quantel Derma	Sinon宝石之光	2016年	1000~3000/元/次	进口
	祛疤痕印仪器	美国Lumenis科医人公司	微雕点阵王	2014年6月	800~5000/元/全脸
超脉冲点阵王			未获得认证	400~3000/元/全脸	进口
美国PALOMAR公司		晶钻嫩肤	未获得认证	9000~22800/元/全脸	进口
		Profile超级平台	2013年3月	2800~6000/元/全脸	进口
德国Fotona欧洲之星激光公司		飞梭3D铒激光	2013年	1000~9000/元/部位/次	进口
以色列VenusConcept公司		薇娃瓷肌针	未获得认证	1000~4000/元/部位/次	进口
韩国wontech公司		Fei黄金射频微针仪	未获得认证	1000~8000/元/全脸	进口
STK集团		施德嘉微晶焕颜仪	未获得认证	500~3000/元/次	进口
美国Solta Medical公司		热立塑	未获得认证	600~3000/元/部位/次	进口
以色列赛诺龙-凯黛乐		优立塑	未获得认证	3000~6000/元/部位/次	进口
溶脂瘦身仪器	美国医疗技术公司ZELTIQ Aesthetic	酷塑冷冻溶脂	2016年6月	6000~12000/元/部位/次	进口
	英国医学美容仪器权威BTL Aesthetics	隔空溶脂	未获得认证	580~2800/元/部位/次	进口
	以色列VenusConcept公司	磁雕精灵	2013年	3000~8000/元/部位/次	进口
	以色列赛诺龙-凯黛乐	VelaShape薇拉魔塑	未获得认证	5000~9000/元/部位/次	进口
	Viora		2015年6月	1280~3800/元/次	进口
	英国医学美容仪器权威BTL Aesthetics	磁波塑肌Emsculpt	未获得认证	12000~20000/元/次	进口

资料来源：新氧，兴业证券经济与金融研究院整理

4、国内部分区域头部医美机构情况一览

国内部分区域头部医美机构经营现状及未来发展 (1/2)

标的	医美机构	成立时间	定位	经营模式	团队	规模	医院	业务模式	地域	未来发展
朗姿股份 (002612.SZ)	米兰柏羽	2005年成立	高端综合性医疗美容机构	以旗舰医院为中心+卫星诊所的商业模式	18个外科主刀医生	5家机构	四川米兰柏羽 (5A级美容医院)、深圳米兰柏羽、西安米兰柏羽、高新米兰柏羽 (2021年4月18日正式营业)、北京 (2021年1月, 在北京并购丽都, 目前由并购基金持有, 米兰柏羽管辖)	美容外科 (40%-45%)、皮肤 (25%)、微整形 (主要注射, 25%)、剩下为牙科和化妆品	成都、深圳、西安	并购模式扩张, 对并购标的选择总体比较慎重, 1) 开展全方位的美容服务业务, 2) 面积5000m ² 以上, 存量年度营收1亿+。 未来希望打造面部年轻化第一品牌, 包括抗衰、注射类、微整类及皮肤类等。希望扩大公司实地规模。计划设立长沙二院, 面积大概在1000平方米以上, 这样可以招收更多医生, 更好地服务消费者。
	晶肤医美	2011年成立	轻医美连锁美容机构, 主打激光与连锁发展模式和区域化管理体系	微整形类医疗美容服务	常驻医生2名	13家机构	医院 (1家): 四川晶肤 门诊部 (4家): 西安晶肤、重庆晶肤、长沙晶肤、蓉雅晶肤 诊所 (7家): 光华晶肤、锦城晶肤、新城晶肤、新南晶肤、星宏晶肤、荣耀晶肤、武侯喜悦晶肤	皮肤美容、整形美容、无创美容、医学抗衰	成都、重庆、长沙、西安	
	高一生	1991年成立	为专业技术行业领先的高端医美品牌、区域医美标杆型机构	区域医美标杆型机构			2家医院	西安1家、宝鸡1家	包含美容外科、美容皮肤科、美容中医科、美容牙科、微整形五大医美中心	西安、宝鸡
华韩整形 (430335.OC)	华韩整形	2010年成立	高端医疗美容服务龙头	旗舰医院+区域医院	124名整形医生, 201名护理人员 (2018)	8家机构	旗舰医院 (1家): 南京医科大学友谊整形外科医院 (5A级美容医院)、 区域医院 (5家): 南京华韩奇致美容医院 (5A级美容医院)、 青岛华韩整形美容医院、 北京华韩医疗美容医院、 四川悦好医学美容医院、 长沙华韩华美医疗美容医院、 门诊部 (2家): 扬州医疗美容门诊部、 常州医疗美容门诊部	整形科70.93%, 美容皮肤科24.12%, 牙科4.96%	江苏 (2019占比59.64%)、山东、北京、四川、湖南	未来计划通过在江苏各地级市开设门诊部方式实现省内影响力扩张, 目前已在扬州、常州、苏州、无锡设立门诊部
奥园美谷 (000615.SZ)	浙江连天美 (55%持股)	2001年成立	华东区域医美龙头	区域龙头	13名高级职称专业医师团队, 主任医师5名, 副主任医师8名, 专业医护人员173名, 另有特聘外院专家16名	2家机构	杭州连天美医疗美容医院 (5A级美容医院)、 杭州维多利亚医疗美容医院 (5A级美容医院)	整形美容科、微整形美容科、皮肤美容科、口腔美容科、毛发种植科等科室	主华东地区 (浙江区域)	

4、国内部分区域头部医美机构情况一览

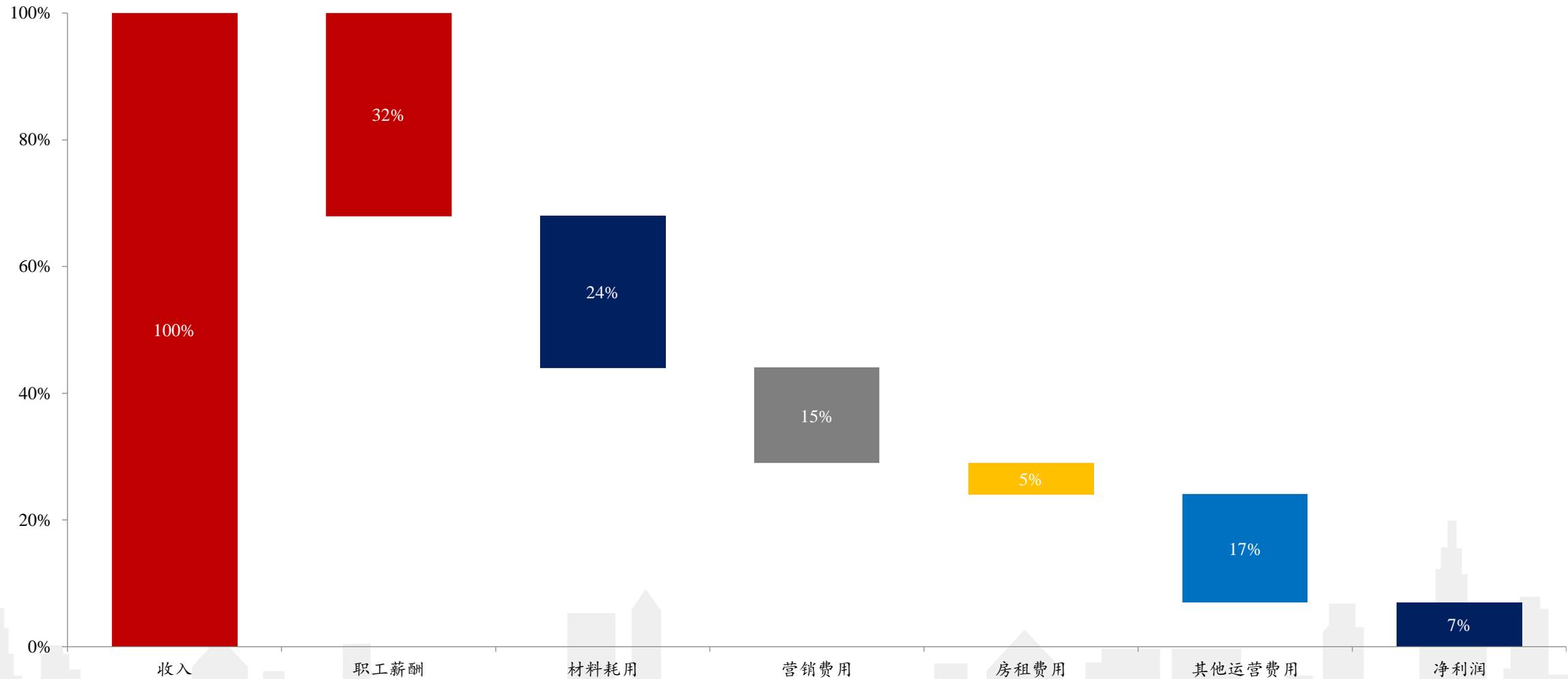
国内部分头部医美机构经营现状及未来发展 (2/2)

标的	医美机构	成立时间	定位	经营模式	团队	规模	医院	业务模式	地域	未来发展
苏宁环球 (000718.SZ)	上海天大医疗美容医院有限公司 (100%控股)	2005年成立	三级医疗美容专科医院				上海天大医疗美容医院	外科、医疗美容科、麻醉科、医学检验科和医学影像科	占据一线城市、中	1. 把“苏亚医美”打造成为中国医美产业第一品牌, 通过内生式和外延式的发展途径, 在其他地市开设新的医美医院、医美门诊, 不断壮大产业规模和产业实力 2. 向医美产业上游延伸, 如生物医药、医美的医疗器械, 实现公司医美产业全产业链的覆盖优势
	美联臣 (通过医美产业基金100%持股)	2010年成立	连锁整形美容医院				北京美联臣、唐山美联臣、石家庄美联臣、无锡美联臣、	胸部美化管理、形体雕塑管理、面部精塑管理、抗衰老管理、皮肤管理、时尚美丽管理	线城市及部分省会城市公司, 四级医院连锁体系轮廓初	
	韩辰 (通过医美产业基金80%持股)	2005年成立	与数位韩国整形外科专家共建的新型连锁医美品牌	旗舰医院+区域医院+区域连锁+诊所		12家机构	武汉韩辰、昆明韩辰	整形美容、皮肤美容、微整形美容、抗衰老、口腔美容等领域	一线城市为旗舰医美医院, 中心城市及省会为	
	上海港华医院 (通过医美产业基金80%持股)	2003年成立	香港港华医学美容集团旗下的高等品牌				上海港华医院	整形美容中心、微整形美容中心、中医美容中心、口腔美容中心	一线城市及省会为高端医美医院, 二三线城市为中高端医美医院, 重点县市为标准化诊所,	
	诊所						诊所 (4家): 广州妍雅 (100%控股)、上海古北悦丽 (80%控股)、上海悦美医疗美容诊所 (80%控股)、上海港隆中医诊所 (80%控股)			
瑞丽医美 (02135.hk)	瑞丽医美	2008年成立	浙江领先医疗美容服务提供商	旗舰医院+区域医院		4家机构	杭州瑞丽 (5A级美容医院)、芜湖瑞丽 门诊部 (2家): 瑞安瑞丽、杭州华仁整形外科门诊部有限公司 (现为瑞丽天鹤)	美容外科服务 (30.8%)、微创美容服务 (29.0%)、皮肤美容服务 (29.0%) (2019Q3)	主浙江区域, 四家机构中, 三家位于浙江省, 一家位于安徽省	为了提升品牌知名度、提高市场占有率, 瑞丽医美计划通过加大营销力度、翻新扩建或新建医疗美容机构来实现
医思医疗 (02138.hk)	医思医疗	2015年成立	香港最大的非医院医疗服务提供者&香港医学美容服务提供商		香港、内地和澳门共有96名全职专业注册医生 (2020Q1)	17+家机构	5间医学美容中心旗舰店、9间标准医学美容中心、3间整形外科手术中心、3间独立的牙科中心、上海、广州及深圳医疗美容门诊	医疗服务 (占比 28.5%)、美学医疗服务 (占比 45.5%)、美容及健康服务 (21.8%)、护肤保健及美容产品 (4.3%) 四大业务板块	主香港地区, 上市后向内地扩张	集团未来仍将通过收购兼并拓展服务种类与市场, 聚焦于消费型医疗健康服务, 包括但不限于医学美容、脊医、牙医及儿科服务
医美国际 (AIH)	鹏爱医疗	1997年成立	全国连锁医美医院	以旗舰医院为中心+卫星诊所的商业模式	567名医疗人员, 包括203名医生 (2019H1)	21家医疗美容中心	旗舰医院: 深圳鹏爱医疗美容医院、深圳鹏程医院、 中型医院: 深圳广济门诊部、南昌鹏爱医疗美容医院、海口鹏爱医疗美容医院、惠州鹏爱医疗美容医院 小型卫星诊所:	外科医疗美容 (40.1%)、非外科医疗美容 (51.2%)、其他医疗美容服务收入占比 (8.7%) (2019H1)	深圳创立, 收购标的选取上更为偏向华东、华南地区的医院	升级现有治疗中心、新建以及收购三种方式进行网点扩张, 近期公司加快小型卫星诊所在华南、华东等三四线城市的落地, 瞄准社区医美细分赛道, 以轻医美为主打, 更快对接当地的轻医美需求, 贴合消费者家门口完成轻医美诉求。

资料来源: 公司官网、公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

5、机构的模型分拆

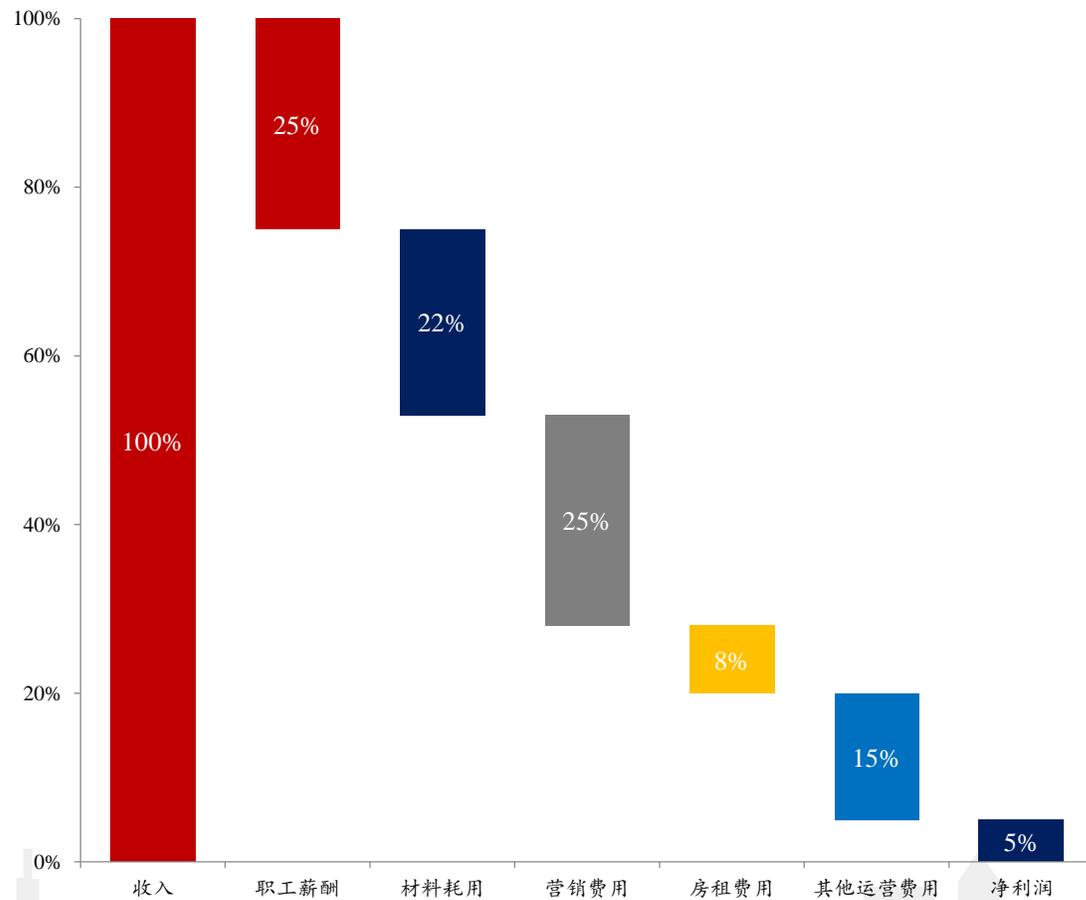
基于德勤2017-2020年数家并购交易尽职调查案例平均统计



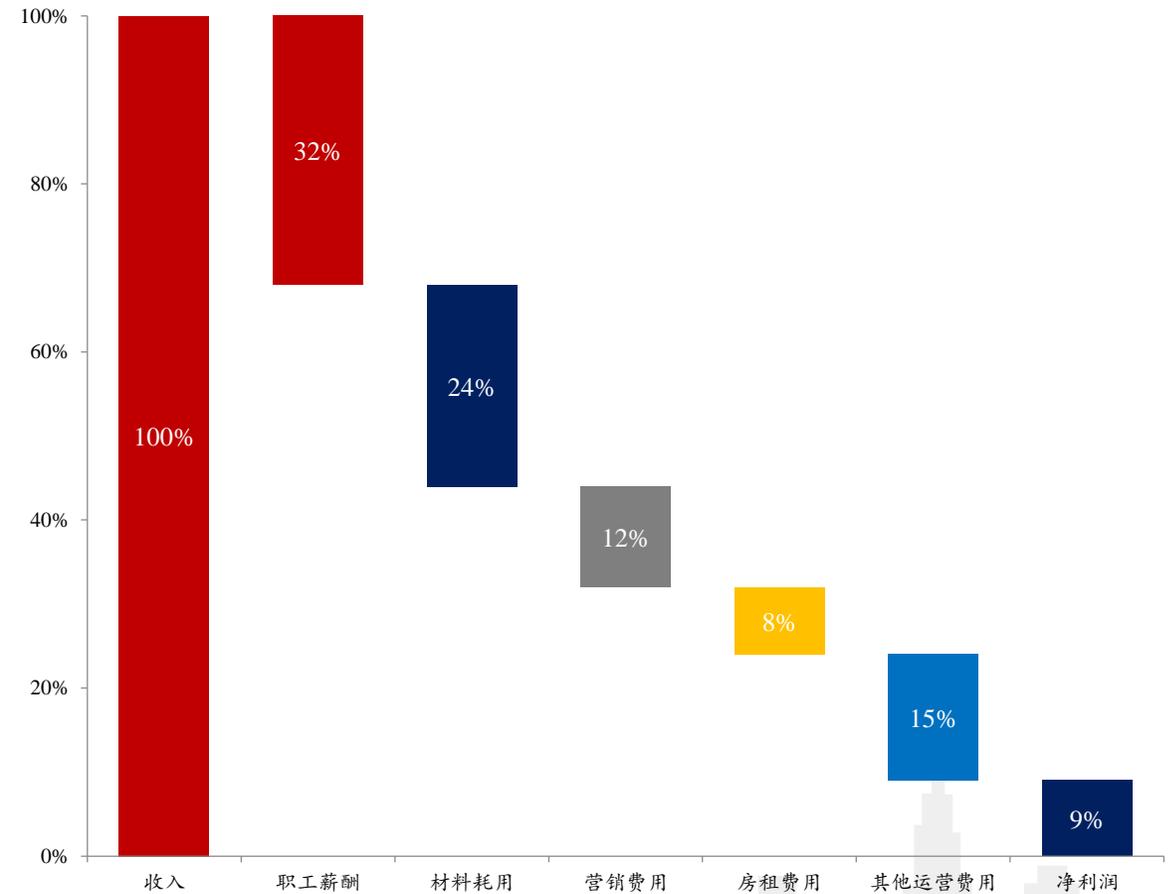
资料来源：德勤，兴业证券经济与金融研究院整理

5、机构的模型分拆

以微整形为主的一般医美机构的模型大致拆分



特殊的以微整形为主的专家型机构的模型大致拆分



注：若以光电为主的一般医美机构，材料耗用占比较低，但折旧较高

资料来源：德勤、玥颜医美，兴业证券经济与金融研究院整理

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，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	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录www.xyzq.com.cn内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

联系方式

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层 邮编：200135 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605 邮编：100033 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：深圳福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼 邮编：518035 邮箱：research@xyzq.com.cn

THANKS

