

2023 年 07 月 30 日

美容护理

美护深度系列二：医美产品创新趋势

- **复盘：朝着安全、有效方向演进。**新材料对旧材料的替代多是由于安全问题、注射效果，基于安全性与有效性维度，D 型填充材料希望通过组织工程或再生医学产品形成新生胶原、ECM 甚至再生组织，目前医美领域内仍处于空白，未来具备占据市场份额的商业化潜力。
- **展望：材料+技术+配方+定位等多维度创新。**产品材料朝着理想填料演进，商业化周期或较长；BCG 预计合成生物技术将在 5 年内对美容行业产品端与工艺端产生影响，未来差异化原料或有望成为美妆品牌竞争壁垒；产品材料与技术赋能是中长期趋势，而通过配方创新实现效果差异、挖掘需求寻求定位差异或是中短期能见度更高的趋势。
- **增量赛道：政策、供给驱动。**①**重组胶原：**2021 年起重组胶原政策相继出台，行业标准化、规范化进程提速；继薇旎美后，2024 年起重组胶原蛋白三类械产品有望陆续获批。②**水光：**2021 年以来水光针合规化加速，伴随复配型水光针监管分类政策落地，未来功效更为丰富的复配型水光针有望对一二类械甚至妆字号产品形成替代。③**减重：**2023 年 7 月国内首个获批减重适应症的 GLP-1 受体激动剂华东医药利拉鲁肽注射液获批，减重市场 GLP-1R 赛道开启。
- **投资建议：**医疗美容行业处于渗透率驱动的高景气周期，监管政策趋严利于行业长期规范发展，供给端产品增量是医美市场扩容的重要驱动因素，建议关注医美上游药械厂商、终端连锁医疗服务机构与有医美业务布局潜力的化妆品品牌商。

风险提示：宏观经济增长放缓风险；新品牌发展低于预期风险；监管政策超预期变化；医疗风险事故；产品获批进度不及预期

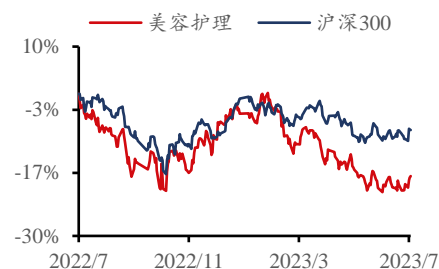
重点推荐标的

简称	2023E	EPS 2024E	2025E	2023E	PE 2024E	2025E	CAGR-3	评级
爱美客	9.06	12.32	16.28	53.4	39.3	29.7	40.7%	增持
华熙生物	2.54	3.33	4.18	38.1	29.2	23.2	27.5%	增持
锦波生物	3.37	5.18	7.10	35.3	23.0	16.8	63.6%	增持
朗姿股份	0.42	0.60	0.73	56.3	40.1	32.8	171.5%	增持
福瑞达	0.39	0.50	0.59	26.4	20.8	17.4	136.7%	买入
丸美股份	0.77	0.96	1.15	39.2	31.3	26.1	38.5%	增持
敷尔佳	2.13	2.25	2.39	26.2	24.7	23.3	4.1%	-
上海家化	1.06	1.29	1.47	27.1	22.3	19.5	28.5%	增持
雍禾医疗	0.18	0.36	0.47	34.8	17.2	13.0	-	买入
水羊股份	0.75	1.00	1.18	25.4	18.9	16.0	54.6%	买入
美丽田园医疗健康	1.03	1.38	1.72	17.4	13.0	10.4	58.2%	买入

数据来源：iFind，Wind，国联证券研究所整理，股价取 2023 年 7 月 28 日收盘价（敷尔佳取发行价），港元兑人民币汇率按 1: 0.9143 换算

投资建议： 强于大市（首次）
上次建议：

相对大盘走势



作者

分析师：邓文慧
 执业证书编号：S0590522060001
 邮箱：dengwh@glsc.com.cn

分析师：郑薇
 执业证书编号：S0590521070002
 邮箱：zhengwei@glsc.com.cn

分析师：李英
 执业证书编号：S0590522110002
 邮箱：liy@glsc.com.cn

相关报告

1、《美护深度系列一：巨子生物视角看敷料格局与发展路径》2023.01.31

投资聚焦

研究背景

医疗美容产业链上游药械厂商竞争优势之一来自于产品壁垒，近年来医疗美容供给端产品增量逐渐丰富，本文对未来产品创新趋势与潜在方向进行剖析。

创新之处

市场对医疗美容行业的供给研究多聚焦于新材料，但不同于化妆品对快速推新能力要求较高，医疗美容产品“慢工出细活”特征更为明显。本文将“创新”聚焦于材料、技术、配方、定位等四大维度，其中产品材料与技术赋能是中长期趋势，而通过配方创新实现效果差异、挖掘需求寻求定位差异或是中短期能见度更高的趋势。

核心结论

产品材料：朝着理想填料演进，但商业化周期或较长。①干细胞与外泌体尚处基础与临床研究阶段，且科学研究成果向临床应用转化尚有较长流程，预计干细胞产品商业化周期较长；②海内外 ADM 商业化进展较慢，Allergan 有两款再生医学产品布局，国内唯一获批的三类械可植入微粒化 ADM 材料为远想生物旗下爱缇恩；③PRP 于医疗美容领域在美国、日本均有较多应用案例，于国内医疗领域亦有制备器产品获批，医疗美容领域的商业化周期或短于其它类型再生产品。

技术赋能，原料差异化。波士顿咨询预计未来 5 年内合成生物学将在产品替代/优化、工艺改进等两个层面对美容领域产生影响，上游原料公司与中游品牌商通过自研/投资合作等方式布局合成生物学，未来合成生物学赋能下的差异化原料或有望成为美妆品牌竞争壁垒之一。

配方创新，效果差异化。生物材料创新周期较长，而配方层面对不同材料组合亦可实现微创新，如濡白天使（A 类+B 类）相对艾维岚（纯 B 类）增加即刻填充效果。参考监管动态与海外新品，未来配方组合有望进一步丰富以优化注射填充/皮肤美容效果，包括①A 类+B 类（艾尔建 HarmonyCa 核心成分 HA+CaHA）、②A 类+A 类（如 HA+PDRN、HA+重组胶原蛋白）、③A 类+“X”（甘氨酸/丙氨酸/脯氨酸）等。

需求挖掘，定位差异化。嗨体系列产品精细洞察市场需求，已成为差异化定位典例。参考海外成熟市场经验与当前国内市场需求，预计：①玻尿酸适应症将趋于精细化（由鼻唇沟拓展至脸颊/唇部口周/下巴/下颌线/眼周/全面部等）与多元化（耳周/头部/手部/胸部/臀部等非面部美学需求增加或将驱动供给增量）；②肉毒素医美+医疗领域适应症拓展（艾尔建近 3 年医疗用途肉毒素收入占美学业务收入比重在 50%左右）。

正文目录

前言	6
1. 产品现状：A-主导、B-补充、C-过时、D-趋势	8
1.1 朝着安全、有效方向发展	8
1.2 D 类填充材料或是未来趋势	8
1.3 海外注射市场中 Toxin/HA 居主导地位	9
2. 产品材料：商业化周期或较长	10
2.1 干细胞：尚处基础与临床研究阶段	10
2.2 生长因子：PRP 于海外有一定应用	12
2.2.1 外泌体：国内外泌体产品“概念”居多	12
2.2.2 PRP：海外于抗衰/脱发领域有一定应用	14
2.2.3 日本再生疗法：外泌体应用案例更多	15
2.3 生物材料：ADM 商业化进展较慢	16
3. 技术创新：原料/效果/定位差异化	18
3.1 技术赋能，原料差异化	18
3.2 配方创新，效果差异化	20
3.3 需求挖掘，定位差异化	21
4. 增量赛道：政策、供给驱动	23
4.1 重组胶原：2024 年起三类械产品获批节奏加快	23
4.2 水光：复配型产品监管落地	25
4.3 减重：GLP-1R 赛道开启	28
5. 行业前瞻与投资建议	30
5.1 上游药械厂商	30
5.1.1 爱美客：高成长高盈利延续	30
5.1.2 华熙生物：医美调整蓄力再出发	31
5.1.3 华东医药：国际化+高端化布局领先者	33
5.1.4 昊海生科：“海魅”玻尿酸认可度较高	34
5.1.5 锦波生物：重组胶原蛋白产业链龙头	34
5.1.6 复锐医疗科技：全球医美能量源设备龙头	35
5.1.7 普门科技：乘光电类医美东风	36
5.1.8 远想生物：再生医美先行者	36
5.1.9 江苏创健：重组胶原蛋白产业链龙头	36
5.2 中游连锁机构	37
5.2.1 朗姿股份：四大医美品牌差异化定位	37
5.2.2 美丽田园：一站式美丽与健康管理服务提供商	38
5.2.3 雍禾医疗：一站式毛发医疗服务龙头	39
5.2.4 医思健康：一站式美丽健康管理服务提供商	39
5.3 化妆品品牌商	40
5.3.1 福瑞达：地产剥离有序进行	40
5.3.2 丸美股份：经营拐点或已现	41
5.3.3 敷尔佳：透明质酸敷料龙头	42
5.3.4 水羊股份：自主品牌+代理业务双轮驱动	43
5.3.5 上海家化：老牌国货焕发新生	44
6. 风险提示	44

图表目录

图表 1: 发展中的再生医学.....	6
图表 2: 再生医学产品临床转化流程.....	6
图表 3: 医美产品创新趋势梳理.....	7
图表 4: 19 世纪末至今, 注射填充材料历经三阶段.....	8
图表 5: 基于安全性与有效性对填充材料分类, A-主导、B-补充、C-过时、D-趋势.....	9
图表 6: 全球主流医美市场项目由注射类等非手术主导.....	9
图表 7: 2005-2020 年美国医美市场注射项目疗程数量(万例)变化.....	10
图表 8: 干细胞抗衰作用机制: 细胞的替代和激活.....	10
图表 9: 干细胞在医疗美容领域具体应用方向.....	11
图表 10: 已上市的再生医学产品列表(截至 2019 年 2 月).....	11
图表 11: 监管通过发文/科普/行政处罚等多重手段对干细胞宣传予以规范.....	12
图表 12: 外泌体于医美化妆品领域应用的作用机理.....	13
图表 13: 广东药监发文对“外泌体化妆品”予以规范.....	13
图表 14: PRP 注射抗衰机制: 生长因子作用下的组织再生与修复.....	14
图表 15: PRP 近年来已成为常用的脱发治疗方案之一.....	14
图表 16: 日本某诊所再生疗法对比.....	15
图表 17: JSAPS 统计显示, 2017-2020 年日本再生疗法中外泌体治疗案例数量较大.....	16
图表 18: 生物材料已进入活性材料时代.....	16
图表 19: 生物活性材料除单独应用诱导组织再生, 还可作为支架材料促进再生/修复.....	17
图表 20: 微粒化 ADM vs 片状 ADM.....	17
图表 21: 微粒化 ADM vs 胶原蛋白.....	17
图表 22: 海内外 ADM 商业化进展较慢, Allergan 有两款再生医学产品布局.....	18
图表 23: 2000 年后生物技术进入合成生物时代.....	19
图表 24: 波士顿咨询预计合成生物学将在 5 年内对美容行业产品端与工艺端产生影响.....	19
图表 25: 上游原料公司与中游品牌商纷纷布局合成生物领域.....	20
图表 26: 濡白天使(透明质酸+PLLA) vs 艾薇岚(PLLA).....	21
图表 27: 精准洞察市场需求, 嗨体产品为差异化定位典例.....	21
图表 28: FDA 认证的玻尿酸适应症已由鼻唇沟拓展至脸颊/唇部口周/下巴/下颌线/眼周/全面部等.....	22
图表 29: 近三年医疗用途肉毒素收入占艾尔建美学医美业务整体收入比重约 50%.....	23
图表 30: 2021 年起重组胶原蛋白政策相继出台, 行业标准化、规范化进程提速.....	23
图表 31: 已获批三类械胶原蛋白产品以动物源胶原蛋白为主.....	24
图表 32: 继薇旖美后, 2024 年重组胶原蛋白三类械产品有望陆续获批.....	25
图表 33: 2021 年以来水光针合规化加速.....	26
图表 34: 水光针格局: 竞争关键在于安全性与效果.....	27
图表 35: 肥胖人口增加与体重管理意识驱动, 体重管理产品市场快速增长.....	28
图表 36: 无创类利用冷冻/超声/射频等技术原理进行塑型减脂.....	28
图表 37: 司美格鲁肽注射液减重效果与给药方式更优.....	30
图表 38: 重点推荐标的.....	30
图表 39: 爱美客盈利预测表.....	31
图表 40: 华熙生物组织架构持续优化, 战略谋求数字化转型.....	32
图表 41: 华熙生物盈利预测表.....	32
图表 42: 华东医药已上市及研发阶段医美注射及埋线产品.....	34
图表 43: 华东医药主要已上市及研发阶段医美能量源设备产品.....	34
图表 44: 锦波生物盈利预测表.....	35

图表 45: 再生医美先行者, 八大品牌搭建多矩阵产品体系	36
图表 46: 至 2022 年, 朗姿股份旗下四大医美品牌已形成差异化定位与区域规模	37
图表 47: 朗姿股份盈利预测表	38
图表 48: 美丽田园盈利预测表	38
图表 49: 雍禾医疗盈利预测表	39
图表 50: 福瑞达盈利预测表	41
图表 51: 丸美股份盈利预测表	42
图表 52: 敷尔佳盈利预测表	43
图表 53: 水羊股份盈利预测表	43
图表 54: 上海家化盈利预测表	44

前言

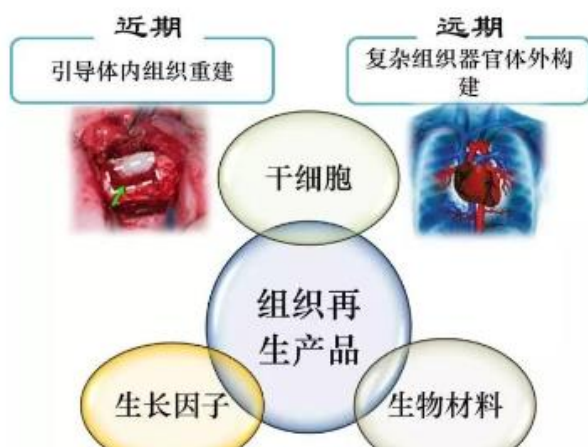
复盘：朝着安全、有效方向发展

19 世纪末至今，医疗美容填充材料朝着安全、有效方向发展，新材料对旧材料的替代多是由于安全问题、注射效果。基于安全性与有效性维度对填充材料分类，①以 HA 为代表的 A 型填充材料占市场主导地位；②以 PLLA/CaHA 为代表的 B 型填充材料与 A 型形成补充；③以 PMMA/PVA 为代表的 C 型填充材料应用不如其他类型广泛；④ D 型填充材料（可能完全可吸收+可能实现永久性增强效果）希望通过组织工程或再生医学产品形成新生胶原、ECM 甚至再生组织，目前医美领域内仍处于空白，未来具备占据市场份额的商业化潜力。

展望：材料+技术+配方+定位等多维度创新

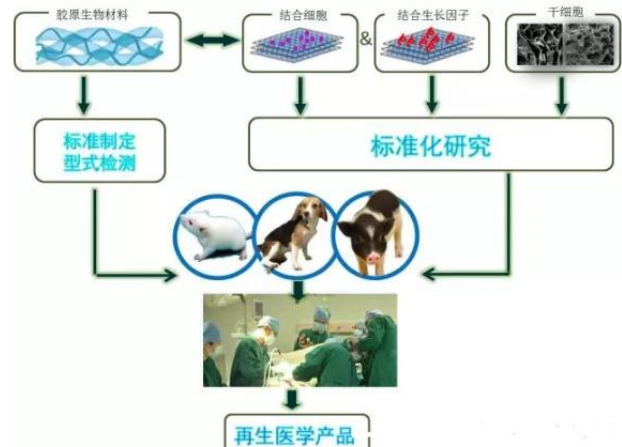
再生医美：将再生医学（通过使用细胞、天然或人工支架材料、生长因子或上述元素的组合来支持组织的自然再生修复的过程）技术和原理应用于医疗美容领域，从而获得预期的临床美容效果的交叉学科。基于再生医学技术作用机制，产品材料部分重点介绍当前学术研究前沿领域干细胞疗法、生长因子（PRP+外泌体）与生物材料（脱细胞真皮基质）。

图表 1：发展中的再生医学



资料来源：中科院再生医学，国联证券研究所

图表 2：再生医学产品临床转化流程



资料来源：中科院再生医学，国联证券研究所

产品材料：朝着理想填料演进，但商业化周期或较长。①干细胞与外泌体尚处基础与临床研究阶段，且科学研究成果向临床应用转化尚有较长流程，预计干细胞产品商业化周期较长；②海内外 ADM 商业化进展较慢，Allergan 有两款再生医学产品布局，国内唯一获批的三类械可植入微粒化 ADM 材料为远想生物旗下爱缇恩；③PRP 于医疗美容领域在美国、日本均有较多应用案例，于国内医疗领域亦有制备器产品获批，医疗美容领域的商业化周期或短于其它类型再生产品。

技术赋能，原料差异化。波士顿咨询预计未来 5 年内合成生物学将在产品替代/优化、工艺改进等两个层面对美容领域产生影响，上游原料公司与中游品牌商通过自研/投资合作等方式布局合成生物学，未来合成生物学赋能下的差异化原料或有望成为美妆品牌竞争壁垒之一。

配方创新，效果差异化。生物材料创新周期较长，而配方层面面对不同材料组合亦可实现微创新，如濡白天使（A 类+B 类）相对艾维岚（纯 B 类）增加即刻填充效果。参考监管动态与海外新品，未来配方组合有望进一步丰富以优化注射填充/皮肤美容

效果，包括①A类+B类（艾尔建 HarmonyCa 核心成分 HA+CaHA）、②A类+A类（如 HA+PDRN、HA+重组胶原蛋白）、③A类+“X”（甘氨酸/丙氨酸/脯氨酸）等。

需求挖掘，定位差异化。嗨体系列产品精细洞察市场需求，已成为差异化定位典例。参考海外成熟市场经验与当前国内市场需求，预计：①**玻尿酸适应症将趋于精细化**（由鼻唇沟拓展至脸颊/唇部口周/下巴/下颌线/眼周/全面部等）与**多元化**（耳周/头部/手部/胸部/臀部等非面部美学需求增加或将驱动供给增量）；②**肉毒素医美+医疗领域适应症拓展**（艾尔建近3年医疗用途肉毒素收入占美学业务收入比重在50%左右）。

增量赛道：政策、供给驱动。①**重组胶原**：2021年起重组胶原政策相继出台，行业标准化、规范化进程提速；继薇旖美后，2024年起重组胶原蛋白三类械产品有望陆续获批。②**水光**：2021年以来水光针合规化加速，包括纯HA型水光针三类械监管分类明确、复配型水光针按照药械组合产品判定程序界定管理属性；水光针竞争关键在于安全性（三类械）与效果（成分功效与维持时间），伴随复配型水光针监管分类政策落地，未来功效更为丰富的复配型水光针有望对一二类械甚至妆字号产品形成替代。③**减重**：2023年7月国内首个获批减重适应症的GLP-1受体激动剂华东医药利拉鲁肽注射液获批，减重市场GLP-1R赛道开启。

图表3：医美产品创新趋势梳理

趋势	方向	作用机理	典例	难点	应用现状/展望
产品材料	干细胞	□ 干细胞具有自我更新、多向分化、免疫调节和归巢等特点，将健康的干细胞移植到患者体内，可实现修复或替换受损细胞或组织。	□ 干细胞治疗	□ 干细胞排斥、超敏反应、与其他干细胞发生交叉污染以及不可控增殖等潜在风险； □ 干细胞的提取、制备和使用等方面没有相应的标准指南来规范等	□ 海外 ：已有干细胞相关制品获准上市，但以医疗领域应用居多；干细胞疗法于医疗美容领域，仅在日本有一定应用。 □ 国内 ：①干细胞技术在医学领域大多仍处于临床研究阶段；②卫生健康部门备案的干细胞临床研究中尚无干细胞在美容、抗衰方面的研究；③国家药监局未注册或者备案任何干细胞相关的化妆品原料。
	生长因子	□ 富含蛋白质、RNA及脂质成分，负责细胞间的物质运输和信息传递，可激活临近细胞或组织。	□ 外泌体 □ PRP	□ 规模化制备难度大；外泌体在体外不稳定、储存和运输条件苛刻难以维持生物活性等 □ 尚无PRP制作的统一标准，获得的血小板计数不一，且血小板活化方法不同，进而影响治疗效果。	□ 海外 ：外泌体商业化应用较少，仅日本有一定再生治疗案例； □ 国内 ：①外泌体相关应用试验仍处于临床研究阶段；②国家药监局未注册或者备案任何外泌体相关的化妆品原料。 □ 海外 ：①美国ASPS数据显示2015-2020年PRP治疗数量复合增速18%+，至2020年治疗数量已达玻尿酸的8.8%；②日本医疗美容领域亦有较多应用案例；③ISHRS统计PRP已成为常用的非手术脱发治疗方案之一。 □ 国内 ：NMPA显示有数款富血小板血浆制备器用于膝关节腔注射与创伤闭合性骨折手术的创面修复，医疗美容领域应用上尚未有合规产品。
	生物材料	□ 单独使用诱导组织再生；或作为组织工程支架材料促进再生/修复	□ 天然生物：蛋白质类/多糖类/脱细胞组织衍生等） □ 人工合成：PLLA/CaHA等	□ 脱细胞真皮基质ADM存在临床应用效果缺乏研究支持、制备方法尚无统一标准、免疫排斥风险等	□ 海外 ：商业化进程较慢，Allergan有两款再生医学产品（AlloDerm与Strattice）布局 □ 国内 ：远想生物旗下爱缦恩是国内唯一获批的三类械可植入微粒化ADM材料
	合成生物学	□ 产品优化 ：提高成分和原料的安全性、稳定性和生物活性 □ 生产工艺 ：生态可持续、规模化量产、供应链稳定性	□ 如植物角鲨烷、生物可降解材料PHA等 □ 如玻尿酸、重组胶原蛋白生产	□ 选品与规模化量产	□ 合成生物技术在化妆品领域的应用与开发尚处于起步阶段，上游原料公司与中游品牌商多通过自研与投资方式布局合成生物领域。 □ 目前合成生物技术在化妆品原料的应用更多体现在原有成分的制备工艺优化层面，未来有望向开拓新物质层面进阶。

配方	□ 生物材料创新周期较长，而配方层面对不同材料组合亦可实现效果差异化	□ A+B: 濡白天使 (HA+PLLA) □ A+C: 宝尼达 (HA+PVA)	□ 较大程度依赖企业研发基础与对市场需求的挖掘	□ A类+B类: 如 HarmonyCa (艾尔建美学双效混合填充剂，核心成分HA+CaHA) □ A类+A类: 如 HA+PDRN □ A类+“X”: 如 HA+甘氨酸/丙氨酸/脯氨酸等
定位	□ 适应症的丰富与差异化	□ 颈纹: 嗨体系列产品精细洞察市场需求，已成为差异化定位典例。	□ 较大程度依赖企业对市场需求的理解和满足能力	□ 玻尿酸: 1) 面部适应症趋于精细化: 鼻唇沟拓展至脸颊/唇部口周/下巴/下颌线/眼周/全面部等; 2) 非面部需求趋于多元化: 对耳周/头部/颈部/手部/胸部/臀部等非面部美学需求增加或将驱动供给增量。 □ 肉毒素: 1) 医美: 眉间纹拓展至抬头纹/鱼尾纹/咬肌肥大等; 2) 医疗: 慢性偏头痛/膀胱过度活动症/眼睑痉挛/斜视/颈肌张力障碍等。

资料来源:《水光针靶向注射 PRP 在面部老化治疗中的临床效果分析_赖勤》，前瞻经济学人，国联证券研究所

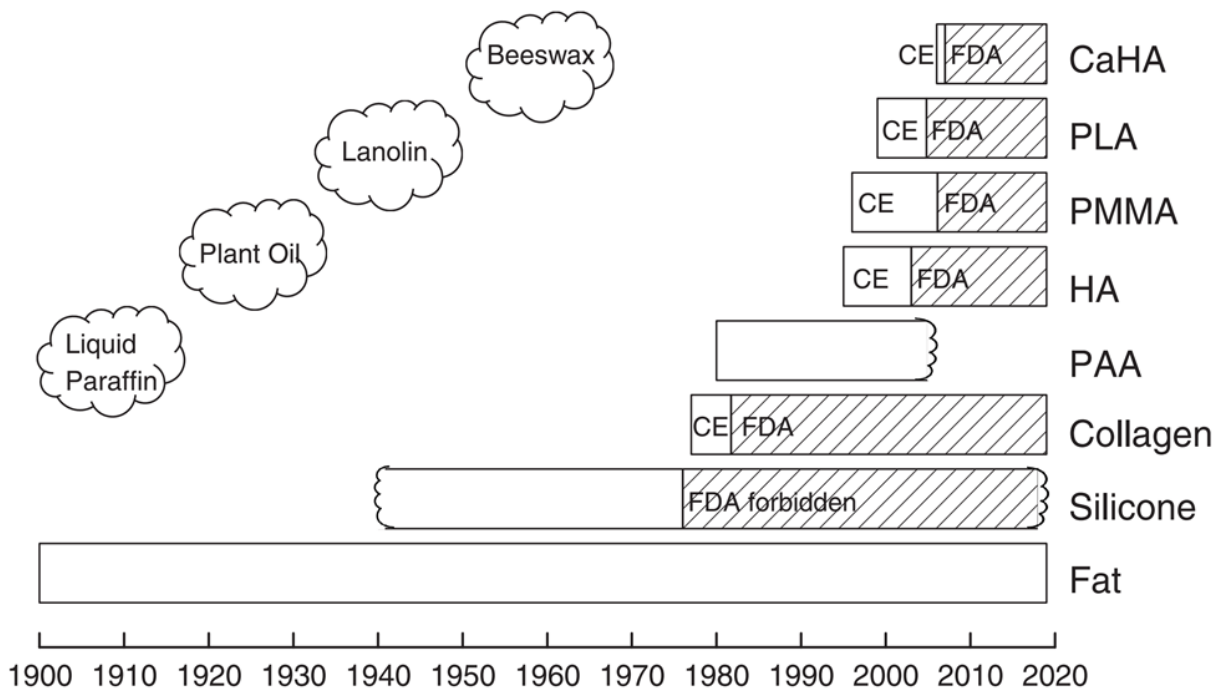
1. 产品现状：A-主导、B-补充、C-过时、D-趋势

1.1 朝着安全、有效方向发展

19 世纪末至今，填充材料历经三阶段：免疫原性材料时期（以液体石蜡/植物油/羊毛脂/蜂蜡等为代表）；永久性材料时期（以液体硅胶为代表）；短效/半永久材料时期（以胶原蛋白/透明质酸/PMMA/PLA/CaHA 等为代表）。

填充材料朝安全、有效方向演进：新材料对旧材料的替代多是由于安全问题（炎症/肉芽肿/栓塞等并发症）、注射效果（自然度/维持时间等）。

图表 4：19 世纪末至今，注射填充材料历经三阶段



资料来源:《Peng Zhao - Polymeric injectable fillers for cosmetology Current status future trends and regulatory perspectives》，国联证券研究所

1.2 D 类填充材料或是未来趋势

理想填充剂评价维度：安全性（不良反应少、安全无残留）；有效性（即刻填充、外观自然、长效维持）；操作性（操作方便、储存便利）等。

基于安全性与有效性对填充材料分类：A 型填料（生物可吸收、暂时性填充）占主导地位；B 型（生物可吸收、半永久）与 A 型形成补充；C 型（不可生物吸收、永久性且不可逆）由于注射难度与并发症，应用不如其他类型材料广泛；D 型（可能完全可吸收+可能实现永久性增强效果）具有未来占据市场份额的商业化潜力。

图表 5：基于安全性与有效性对填充材料分类，A-主导、B-补充、C-过时、D-趋势



资料来源：《Peng Zhao - Polymeric injectable fillers for cosmetology Current status future trends and regulatory perspectives》，艾尔建美学，国联证券研究所

1.3 海外注射市场中 Toxin/HA 居主导地位

全球主流医美市场项目由注射类等非手术主导。ISAPS 数据显示，2021 年全球主流医美市场项目结构中，非手术类占比大多超过 50%，且非手术中以肉毒毒素、透明质酸为代表的注射类占比靠前。

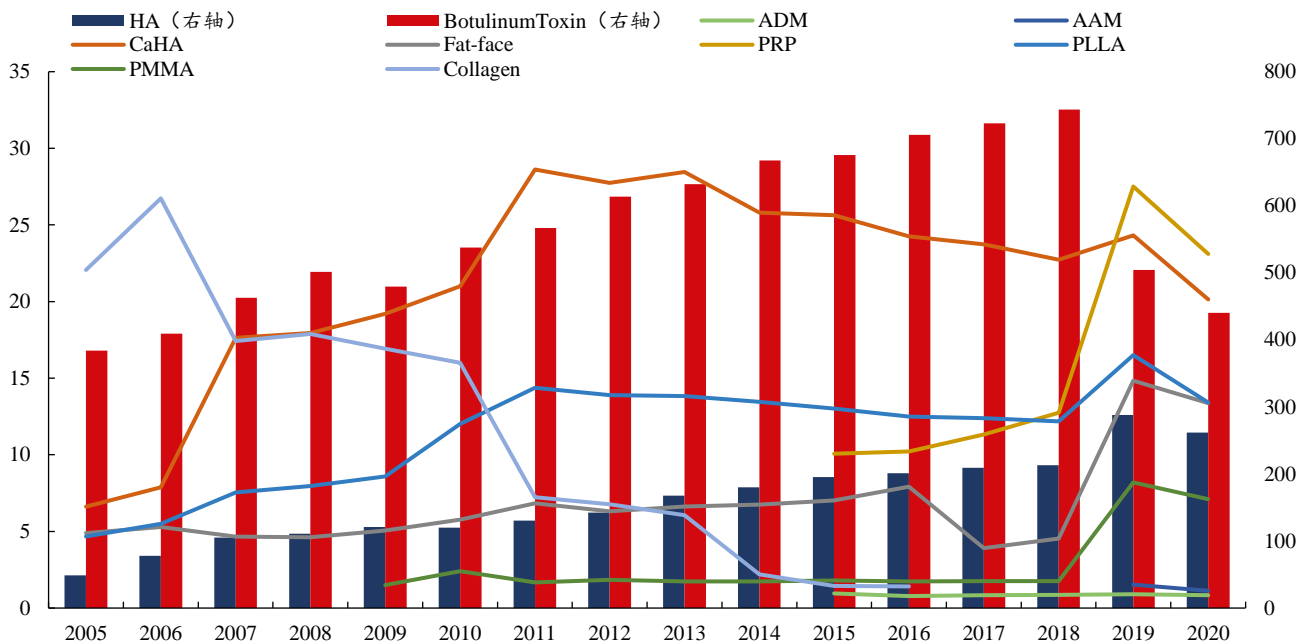
美国医美市场：2005 年以来肉毒素/玻尿酸持续居垄断地位，CaHA/PRP/PLLA 体量仅次于肉毒素与玻尿酸；2015 年后 ADM（脱细胞真皮基质）与 AAM（脱细胞脂肪基质）亦出现在统计中但体量较小；动物源胶原蛋白逐步退出市场。

图表 6：全球主流医美市场项目由注射类等非手术主导

2021 年项目结构	全球	美国	巴西	日本	墨西哥	德国	阿根廷	印度	意大利	哥伦比亚	西班牙
非手术类	57.8%	72.9%	40.0%	84.8%	47.1%	56.0%	62.7%	52.2%	57.6%	32.6%	48.7%
注射类	42.3%	58.3%	33.9%	32.4%	35.1%	52.7%	32.8%	21.5%	47.5%	21.6%	39.3%
肉毒毒素	24.0%	34.3%	19.9%	26.3%	21.0%	28.3%	14.9%	12.8%	19.4%	12.0%	17.6%
羟基磷灰石钙	1.0%	1.3%	1.3%	0.0%	0.9%	0.9%	1.5%	0.0%	1.3%	0.7%	0.9%
透明质酸	17.3%	22.7%	12.8%	6.1%	13.2%	23.5%	16.4%	8.6%	26.9%	8.8%	20.7%
面部年轻化	5.8%	7.4%	3.3%	17.5%	3.5%	2.1%	6.9%	11.9%	5.3%	2.7%	4.0%
化学换肤	1.8%	1.4%	0.7%	9.1%	0.7%	0.1%	1.1%	6.9%	2.4%	1.0%	2.3%
全面部换肤	0.8%	0.6%	0.9%	0.0%	0.8%	0.4%	1.2%	1.3%	0.9%	0.3%	0.7%
非手术皮肤紧致	3.3%	5.3%	1.6%	8.4%	2.0%	1.6%	4.6%	3.7%	1.9%	1.4%	1.1%
其他类	9.7%	7.2%	2.8%	34.9%	8.5%	1.1%	23.0%	18.8%	4.8%	8.3%	5.5%
橘皮组织治疗	1.2%	0.1%	1.4%	0.1%	2.4%	0.1%	5.3%	1.1%	1.6%	0.7%	1.5%
脱毛	6.0%	4.2%	0.1%	27.8%	3.8%	0.0%	12.5%	16.5%	1.8%	5.6%	2.4%
非手术减脂	4.2%	4.1%	3.1%	8.3%	4.7%	1.9%	8.3%	2.4%	2.5%	6.2%	3.4%

资料来源：ISAPS，国联证券研究所

图表 7：2005-2020 年美国医美市场注射项目疗程数量（万例）变化



资料来源：ASPS，国联证券研究所

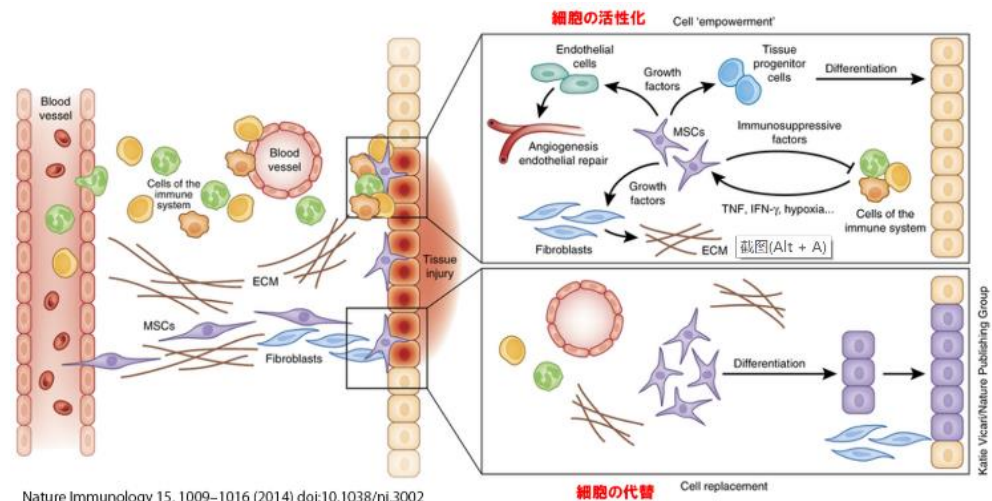
2. 产品材料：商业化周期或较长

2.1 干细胞：尚处基础与临床研究阶段

材料简介：干细胞(stemcell)是一类具有自我复制能力和多向分化潜能的细胞，特定条件下可分化为特定功能的细胞和组织。临床应用的干细胞可来源于骨髓、脂肪、真皮、毛囊、羊膜及羊水等。目前研究用于抗衰老美容医学领域的干细胞主要有间充质干细胞（如脂肪间充质干细胞）、诱导性多能干细胞以及其他一些新型干细胞，潜在应用领域包括抗衰老/年轻化、脱发以及联合微针进行萎缩性/增生性瘢痕治疗等。

作用机理：干细胞具有自我更新、多向分化、免疫调节和归巢等特点，将健康的干细胞移植到患者体内，可实现修复或替换受损细胞或组织。

图表 8：干细胞抗衰老作用机制：细胞的替代和激活



资料来源：日本再生医疗协会，国联证券研究所

图表 9：干细胞在医疗美容领域具体应用方向

干细胞类型	抗衰/年轻化作用机制	脱发治疗作用机制	应用概况
骨髓干细胞 (bone marrow stem cells, BMSCs)	研究表明骨髓间充质干细胞 (BM-MSCs) 可以抑制人体皮肤成纤维细胞中紫外线引起的基质金属蛋白酶的表达, 并上调前胶原蛋白的合成, 提示 BM-MSCs 可用于紫外线诱导皮肤光老化的治疗。	研究表明 BM-MSCs 可以通过抑制斑秃的相关基因 (如 IFNG、CXCL9、NKG2D 和 CXCL10 等) 表达, 来促进斑秃皮损处毛发的恢复。	可用于 瘢痕、光老化及脱发 的治疗, 在皮肤美容领域显示出很好的应用前景。
人脐带间充质干细胞 (human umbilical cord mesenchymal stem cells, hUCMSCs)	hUCMSCs 可以促进皮肤成纤维细胞的增殖和迁移, 以及胶原蛋白、弹性纤维及纤连蛋白的合成, 同时降低 MMP-1 与 MMP-3 的表达, 促进皮肤细胞外基质合成, 从而有助于皮肤再生和年轻化。	hUCMSCs 可显著抑制地塞米松诱导的毛发退化, 显著增加毛囊的重要组成部分人毛乳头细胞和 HaCaT 细胞的增殖, 并诱导与上调毛发再生的相关蛋白的表达。	在 创面愈合、脱发、自身免疫性皮肤病及皮肤年轻化 等多方面具有明显的治疗效果
脂肪间充质干细胞 (adipose-derived stem cells, ADSCs)	相比于 BM-MSCs, ADSCs 更具有增殖和分化的潜力, 并保持向中胚层来源细胞分化的潜能, 临床上更多使用 ADSCs 来改善皮肤老化的表现。	ADSCs 分泌的生长因子 (如: FGF、VEGF 和 PDG) 可提高毛囊细胞的活力。	易于获得且含量相对丰富, ADSCs 能够分化为脂肪细胞, 通过填充组织补充容量, 从而有助于维持或改善组织形态, 因此被用于 面部塑形、丰唇、面部年轻化、瘢痕等 。

资料来源:《再生医学在医疗美容领域的研究进展_廖勇》, 国联证券研究所

海外已有干细胞相关制品获准上市, 但以医疗领域应用居多, 干细胞疗法于医疗美容领域, 仅在日本有一定应用。背后难点主要在于: ①干细胞技术处于初期阶段, 存在干细胞排斥、超敏反应、与其他干细胞发生交叉污染以及不可控增殖等潜在风险; ②干细胞在体内对众多宿主细胞影响机制的细节尚不够明确; ③干细胞的提取、制备和使用等方面没有相应的标准指南来规范, 进而降低干细胞临床使用的安全性。

图表 10：已上市的再生医学产品列表 (截至 2019 年 2 月)

药物名称	技术类型	疾病类型	批准国家
GSK-2696273	自体造血干细胞	腺苷脱氨酶缺乏症	欧洲 (2016 年上市)
Stempeucel	自体骨髓间充质干细胞	局部缺血	印度 (2016 年批准)
Neuronata-R	骨髓间充质干细胞	运动神经元疾病	韩国 (2015 年上市)
Holoclar	自体角膜缘干细胞	角膜损伤	欧洲 (2015 年批准)
Celution System	脂肪干细胞	心血管疾病 损伤疾病	中国 (2015 年批准)、澳大利亚/中国香港/新加坡 (2013 年上市)、日本/新西兰 (2013 年批准)、俄罗斯 (2012 年批准) 日本/新西兰/新加坡/澳大利亚 (2013 年批准)、俄罗斯 (2012 年批准)
Cuepistem	自体脂肪干细胞	复杂性克隆恩氏病并发肛瘘	韩国 (2013 年上市)
Cartistem	脐带血间充质干细胞	退行性关节炎和膝盖软骨受损	韩国 (2012 年上市)
Prochymal (remestemcel-L)	异体骨髓干细胞	儿童急性移植抗宿主病 (GvHD)	加拿大/新西兰 (2012 年批准)、日本 (2016 年上市)
Hearticellgram	自体骨髓干细胞	心肌梗死	韩国 (2011 年上市)
t2c-001	自体骨髓内皮祖细胞	心肌梗死	德国 (2010 年上市)
Cureskin	自体成体干细胞	瘢痕组织修复	韩国 (2010 年上市)
OsteoCel	自体间充质干细胞	骨骼损伤	美国 (2005 年上市)
Cx-601	异体脂肪干细胞	肛周瘘	欧洲 (2018 年批准)
RNL-AstroStem	自体脂肪干细胞	阿尔茨海默病	日本 (2018 年批准)
Maci	基质诱导的自体软骨细胞移植	软骨疾病	美国 (2016 年上市)
GINTUIT	异体角质形成细胞和成纤维细胞培养	黏膜牙龈病手术治疗所致血管损伤	美国 (2012 年上市)

资料来源：《再生医学发展态势及发展建议_王玥》，国联证券研究所

国内针对大量含有干细胞内容的广告中声称能抗衰、美容、控糖、抗癌等宣传，监管通过发文/科普/行政处罚等多重手段予以规范。1) 2021 年国家市场监督管理总局发布《关于加强干细胞广告监管的工作提示》：目前除已有成熟技术规范的造血干细胞移植治疗血液系统疾病外，其他干细胞治疗仍处于临床研究阶段，尚未进入临床应用阶段；目前在卫生健康部门备案的干细胞临床研究，仅有 1 项涉及糖尿病的临床研究；目前在卫生健康部门备案的干细胞临床研究中无干细胞在抗衰、抗癌、美容方面的研究。2) 2021 年 9 月国家药监局发布科普文章：指出“2021 年国家药监局修订发布的《已使用化妆品原料目录》中，未收录名称含有‘干细胞’的化妆品原料，目前国家药监局未注册或者备案任何干细胞相关的化妆品原料”。3) 2021 年 10 月国家药监局发布《关于开展化妆品“线上净网、线下清源”专项行动的通知》：明确对标签“违法宣称药妆、干细胞、刷酸、医学护肤品等化妆品进行清理整治”。

图表 11：监管通过发文/科普/行政处罚等多重手段对干细胞宣传予以规范

时间	部门	事项	相关内容
2021 年 6 月	国家市场监督管理总局	发布《关于加强干细胞广告监管的工作提示》	明确提示： <ul style="list-style-type: none"> 目前除已有成熟技术规范的造血干细胞移植治疗血液系统疾病外，其他干细胞治疗仍处于临床研究阶段，尚未进入临床应用阶段。 目前在卫生健康部门备案的干细胞临床研究，仅有 1 项涉及糖尿病的临床研究。 目前在卫生健康部门备案的干细胞临床研究中无干细胞在抗衰、抗癌、美容方面的研究。
2021 年 9 月	NMPA	发布科普文章《“干细胞化妆品”是个伪概念》	明确指出： <ul style="list-style-type: none"> 目前，干细胞技术在医学领域大多仍处于临床研究阶段。在卫生健康部门备案的干细胞临床研究中，尚无干细胞在美容、抗衰方面的研究。 2021 年国家药监局修订发布的《已使用化妆品原料目录》中，未收录名称含有“干细胞”的化妆品原料。目前，国家药监局未注册或者备案任何干细胞相关的化妆品原料。 化妆品的标签宣称含有“干细胞”，违反了化妆品标签管理的法规规定，应予禁止。
2021 年 10 月	NMPA	发布《国家药监局关于开展化妆品“线上净网线下清源”专项行动的通知》	<ul style="list-style-type: none"> 对标签存在虚假或者引人误解的内容，明示或者暗示具有医疗作用，违法宣称药妆、干细胞、刷酸、医学护肤品等的化妆品进行清理整治。

资料来源：市场监督管理总局，NMPA，国联证券研究所

2.2 生长因子：PRP 于海外有一定应用

2.2.1 外泌体：国内外泌体产品“概念”居多

材料简介：干细胞衍生物之一，干细胞外泌体（exosomes, Exos）是一类具有完整膜结构的细胞外囊泡，主要内容物是蛋白质、RNA 及脂质成分，负责细胞间的物质运输和信息传递。

作用机理：外泌体囊泡内富含多种生长因子和信号分子，通过激活多种信号通路参与调控成纤维细胞增殖能力，恢复细胞外基质成分，降低活性氧（reactive oxygen species, ROS）水平，进而逆转皮肤老化进行抗衰老治疗。

潜在应用领域：外泌体在修复抗衰、抗炎、抗敏与免疫调节、美白抗氧化等医疗美容化妆品等领域有较好的应用价值。

图表 12：外泌体于医美化妆品领域应用的作用机理



资料来源：广东省化妆品科学技术研究会，陈红波：《外泌体技术在化妆品中的应用》，国联证券研究所

产业化发展限制商业化应用。基于规模化制备难度大（动物源细胞外泌体含量极低、需要通过超速离心纯化浓缩、大小/完整性/内含物等质量标准难制定）、**不稳定、制剂化难**（外泌体在体外不稳定、储存和运输条件苛刻难以维持生物活性）等因素限制，外泌体商业化应用较少、海外仅日本有一定再生治疗案例。

国内外泌体产品“概念”居多。相较于来自于组织和细胞培养的动物外泌体，较多研究聚焦于可从可食用植物内提取的植物外泌体，其更容易大规模生产、稳定性高、免疫原性低，但质量标准和控制依然有待建立。2022年9月针对市场上宣称“外泌体”的网红化妆品，广东药监局发布科普文章明确指出“外泌体”相关化妆品原料未被收录，且外泌体在医学领域的应用效果尚未受到科学界的广泛认可、相关应用试验仍处于临床研究阶段。

图表 13：广东药监发文对“外泌体化妆品”予以规范

目前，外泌体在医学领域的应用效果尚未受到科学界的广泛认可，相关应用试验仍处于临床研究阶段。国家药监局发布的《已使用化妆品原料目录》中未收录“外泌体”相关化妆品原料，也未有“外泌体”相关化妆品新原料获得国家药品监管部门批准或者完成备案。

市场上出现的一些所谓“外泌体化妆品”，宣称含有“植物外泌体”或者“动物外泌体”，实际上产品配方中可能添加的只是某种植物提取物或者动物来源原料，并非“外泌体”。因此，“外泌体化妆品”只是编造的伪概念，实际上根本不存在此类产品。

根据《化妆品监督管理条例》规定，化妆品标签禁止标注虚假或者引人误解的内容，明示或者暗示具有医疗作用的内容。上述所谓“外泌体化妆品”，涉嫌存在误导、欺骗消费者和虚假夸大宣传、明示或暗示具有医疗作用等违法违规行。近期，监管部门将组织开展针对此类违法行为的查处工作。消费者也应当理性对待，警惕商业噱头，避免受到不法经营者的侵害。

资料来源：广东药监，国联证券研究所

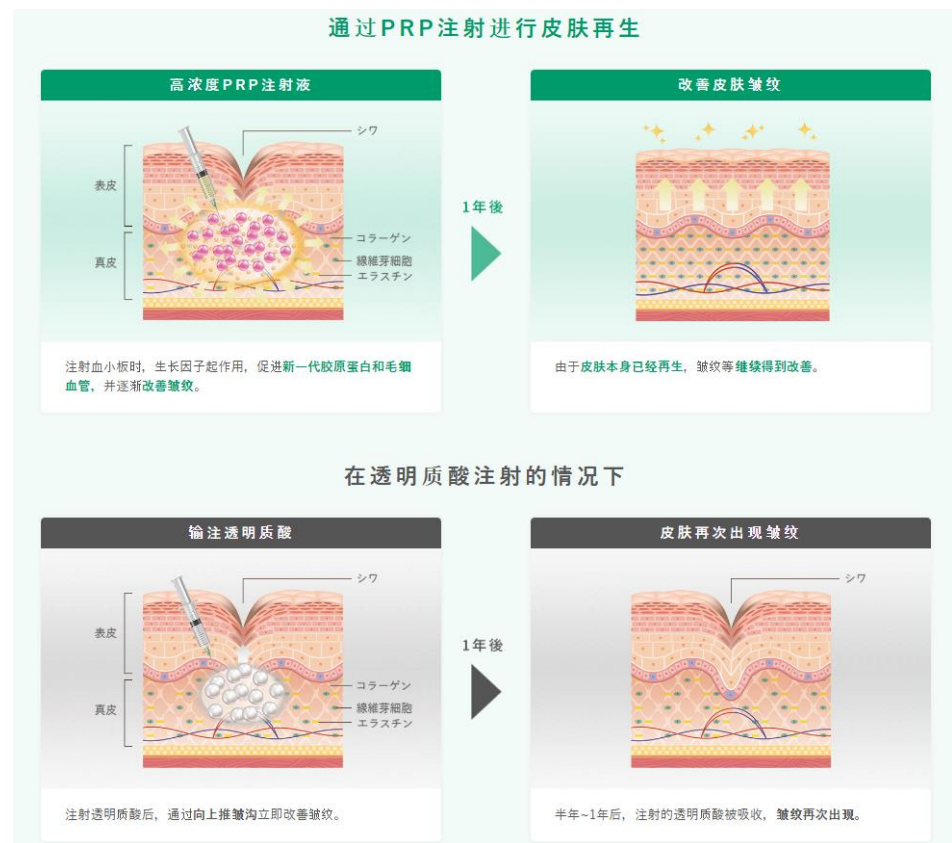
2.2.2 PRP：海外于抗衰/脱发领域有一定应用

材料简介：富血小板血浆（platelet-rich plasma, PRP）是指自体的新鲜全血经离心后分离出来的血小板（PLT）和血浆的浓缩物，一般 PRP 中 PLT 浓度为全血的 3-5 倍。PRP 属于第一代自体血小板浓缩物，第二代为富血小板纤维蛋白（PRF），第三代为浓缩生长因子（CGF）。

作用机理：PRP 不含干细胞，其再生潜能主要归因于血小板释放的各种生长因子，如血小板源性生长因子（PDGF）、转化生长因子（TGF）等，通过上调与细胞增殖、分化、血管生成以及细胞外基质合成相关基因的表达，以及通过刺激细胞活化和巨噬细胞趋化，上调胶原蛋白合成，最终实现组织再生修复。

应用领域：PRP 因取自自体全血，无免疫排斥性，含有多种生长因子且各生长因子组分与人体相同，可被用于创面愈合、皮肤再生（改善皱纹）、脱发和痤疮瘢痕的治疗。

图表 14：PRP 注射抗衰机制：生长因子作用下的组织再生与修复



资料来源：日本再生医疗和修复细胞诊所，国联证券研究所

应用现状：1) 国内：NMPA 显示有数款富血小板血浆制备器用于膝关节腔注射与创伤闭合性骨折手术的创面修复，医疗美容领域应用上尚未有合规产品；2) 海外：①美国 ASPS 数据显示 2015-2020 年 PRP 治疗数量复合增速 18%+，至 2020 年治疗数量已达玻尿酸的 8.8%；②日本医疗美容领域亦有较多应用案例；③ ISHRS 统计 PRP 已成为常用的非手术脱发治疗方案之一。

图表 15：PRP 近年来已成为常用的脱发治疗方案之一

脱发处方治疗方案频率（Always/Often 比例（%））	2004	2006	2008	2010	2012	2014	2016	2019	2021
非那雄胺 1 毫克	77	74	76	76.3	59.2	57.3	61.1	66.4	69.1
5% 米诺地尔泡沫	-	-	52	59.6	46.9	59.5	58.0	56.8	53.0

2%或5%米诺地尔溶液	57	61	64	53.9	51.1	56.2	43.4	55.4	53.0
PRP (富含血小板的血浆)	-	-	-	-	-	-	-	43.5	48.4
其他营养品/草药/维生素	11	14	14	17.7	28	28.3	27.7	31.5	36.0
酮康唑 2%洗发水	-	-	-	-	-	-	20.6	25.0	27.9
生物素	7	10	13	16.2	26.3	25.5	26.7	27.6	29.3
其他特殊洗发水/护发产品	15	21	14	11	21.3	21.6	18.9	24.2	20.2
LLLT/PBM (家庭使用)	12	15	17	17.2	20.7	27.7	27.0	21.1	24.5
LLLT (低水平激光疗法) (诊所内)/PBM (光生物调节法)	-	-	12	12.7	12	18.5	27.0	23.0	21.1
2%吡硫鎓锌洗发水	-	-	11	14	11.8	13.6	17.2	13.0	12.1
复方/改性米诺地尔 (含附加剂如曲安奈德、皮质类固醇、非那雄胺, 不含丙二醇, 高浓度乳剂, 等等)	4	7	6	9.8	12	9.6	9.3	17.1	20.2
外用非那雄胺	-	-	-	-	-	-	-	14.3	17.0
非那雄胺 5 毫克	18	31	43	39.6	42.3	43.5	27.2	14.3	11.8
度他雄胺	1	-	3	1.8	5.3	7.2	3.3	5.9	12.2
口服米诺地尔	-	-	-	-	-	-	-	10.2	26.4
发饰、假发、织布、假发、接发	2	3	3	0.5	1.5	2.3	1.2	17.9	0.0
锯棕榈	4	2	3	2.2	3.5	8.0	6.2	8.5	9.1
丽康丝洗发水/治疗剂	4	5	-	3.4	6.5	2.0	3.0	-	-
仁山利舒洗发水	15	16	16	17.9	12.2	21.5	-	-	-

资料来源: ISHRS, 国联证券研究所

2.2.3 日本再生疗法: 外泌体应用案例更多

日本大力发展再生医疗技术, 再生医疗美容疗法应用较多, 除了常见的 PLLA/PMMA 等注射材料, 干细胞治疗/PRP/外泌体治疗均有应用。对比而言, 外泌体治疗恢复期短、安全性优于干细胞疗法、价位更低, 治疗数量高于 PRP 与干细胞治疗, 在日本应用更为广泛。

图表 16: 日本某诊所再生疗法对比

项目	PRP 皮肤再生疗法	自体脂肪干细胞治疗	干细胞培养上清液 (外泌体治疗)
简介	通过收集自己的血液, 从血液中提取出血小板和白细胞, 并直接注射到皮肤功能下降 (如皱纹和痤疮疤痕) 的部位。	培养和生长自己的干细胞, 并通过给药返回体内的治疗。	收集并培养存在于人体中的干细胞, 取出释放到培养液中的特定蛋白质而制成的上清液。
作用机制	血液中的血小板含有各种生长因子, 有助于血管生成和胶原蛋白生产, 通过注射提高细胞的自我再生能力, 实现皮肤恢复。	施用的细胞本身在分化、复制和变化的同时进行组织修复。	富含活干细胞分泌的数百种不同的生长因子 (PDGF、EGF、TGF、IGF 等) 的培养上清液, 通过强力修复因老化等原因而衰弱的细胞和破碎的细胞, 以及通过诱导和激活良好酶的产生。
治疗流程	咨询-洗脸-麻醉-采血-PRP 离心机萃取-冷却-PRP 注射-善后护理	咨询-血液测试+术前检查-脂肪取样-干细胞培养 (3-4 周)-通过注射给药	咨询-注射
治疗费用	面部全体 6cc 需 165000 日元 (约 8500 元人民币); 眼下 2cc 需 77000 日元 (约 3980 元人民币)	注射 1 单位 1540000 日元 (约 7.96 万人民币)	1 次 82500 日元 (约 4300 元人民币), 3 次 222750 日元 (约 11500 元人民币)
维持时间	平均持续时间约 1 年, 效果 1-3 个月逐渐显现	6-12 个月	1-3 个月
适用方向	额头、眉毛之间、眼角的皱纹、眼下垂、脸颊凹陷、鼻唇沟、痤疮疤痕、颈部皱纹	下垂, 毛孔, 皱纹, 痤疮疤痕, 鼻唇沟, 疤痕, 关节疾病	疲劳恢复、改善身体机能、抗衰等
特点	· 效果从治疗后约一个月开始缓慢出现且效果自然, 效果通常会持续约一年	· 效果持久, 随时间推移效果逐渐显现	· 比含有细胞的更安全 · 比其他再生医学便宜

注: 汇率按 1 日元=0.052 元人民币换算

资料来源: DAHLIA GINZA SKIN CLINIC, XE Currency, 国联证券研究所

图表 17: JSAPS 统计显示, 2017-2020 年日本再生疗法中外泌体治疗案例数量较大

项目类型	项目数量 (例)				项目结构 (%)			
	2017A	2018A	2019A	2020A	2017A	2018A	2019A	2020A
手术类	278,507	271,455	259,562	232,479	17.4%	15.9%	13.1%	15.7%
面部和头部	217,163	207,826	232,521	203,967	13.5%	12.2%	11.8%	13.7%
乳房类	14,523	12,597	7,832	9,395	0.9%	0.7%	0.4%	0.6%
身体和四肢	46,821	51,032	19,209	19,117	2.9%	3.0%	1.0%	1.3%
非手术类	1,325,291	1,435,908	1,716,704	1,251,682	82.6%	84.1%	86.9%	84.3%
注射 (不包括乳房)	410,268	408,323	523,002	310,136	25.6%	23.9%	26.5%	20.9%
肉毒素	253,848	273,771	337,579	206,634	15.8%	16.0%	17.1%	13.9%
Radiesse	3,043	1,287	962	471	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%
透明质酸	149,324	124,845	126,921	66,712	9.3%	7.3%	6.4%	4.5%
胶原蛋白	1,790	1,253	2,708	1,145	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
PLLA	47	172	17	4	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
上述以外注射	2,216	6,995	7,809	6,469	0.1%	0.4%	0.4%	0.4%
面部年轻化	418,790	489,538	584,828	432,507	26.1%	28.7%	29.6%	29.1%
其他	496,233	538,047	608,874	509,039	30.9%	31.5%	30.8%	34.3%
激光脱毛	344,582	401,713	453,338	387,793	21.5%	23.5%	22.9%	26.1%
再生疗法-基于细胞再生医学	1,076	698	729	1,050	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%
再生疗法-PRP	18,613	11,605	15,165	2,109	1.2%	0.7%	0.8%	0.1%
再生疗法-PRP 外可注射溶液 (如细胞培养上清)	25,781	32,237	48,719	43,932	1.6%	1.9%	2.5%	3.0%
合计	1,603,798	1,707,363	1,976,266	1,484,161	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源: JSAPS, 国联证券研究所

2.3 生物材料: ADM 商业化进展较慢

生物材料已进入活性材料时代。生物材料发展至今, 历经生物惰性材料时代 (可降低异物反应, PVA/PMMA 等), 生物降解材料时代 (有一定改善微环境的生物活性及可降解性, PCL/PLLA 等), 生物活性材料时代 (基于细胞分子学、可诱导组织再生修复, 胶原蛋白等)。

图表 18: 生物材料已进入活性材料时代

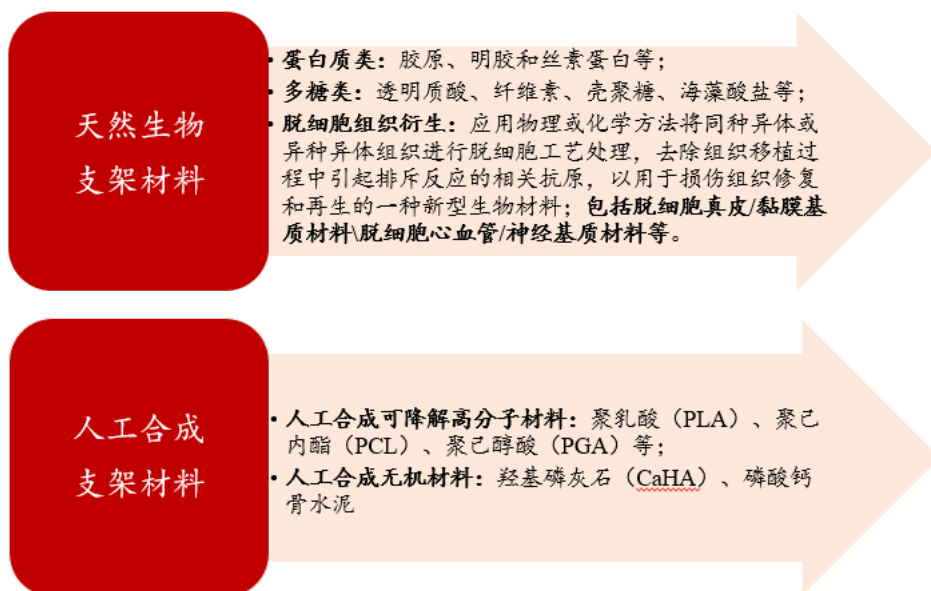


资料来源: 广州小蛮腰医疗器械, 国联证券研究所

生物活性材料除了单独使用诱导组织再生, 还可作为组织工程支架材料促进再

生/修复。1) 作用机制：将细胞与支架材料结合并提供一种合适的环境确保干细胞的粘附、迁移、增殖、分化和长期生存，最终形成组织和器官。2) 支架类别：根据来源不同，支架材料可分为天然生物支架材料、人工合成支架材料等两种，其中蛋白质类/多糖类天然生物支架材料、人工合成支架材料较为熟悉，重点聚焦以脱细胞真皮基质（Acellular dermal matrix, ADM）为代表的天然生物支架材料。

图表 19：生物活性材料除单独应用诱导组织再生，还可作为支架材料促进再生/修复



资料来源：《干细胞、组织工程与再生医学_杨志明》，《天然生物材料在组织工程和再生医学中的应用_刘鑫》，《细胞培养中的三维支架_王建政》，国联证券研究所

ADM 为天然 ECM 支架典型代表。1) 简介：脱细胞真皮基质（Acellular dermal matrix, ADM），指通过去除同种异体或异种全厚皮中的表皮层以及真皮组织中的细胞成分，仅保存具有完整纤维网架结构的真皮细胞外基质（ECM）制备而成。2) 作用机理：ADM 具有多孔的三维网络结构，具有快速集聚细胞并使细胞黏附、迁移和分化从而促使胶原合成和新生血管形成的能力，可引导宿主细胞向内长入和组织再生以促进机体修复。3) 形状：微粒化 ADM 由片状 ADM 经物理切割或研磨获得，粒径更小、更适合用于精确塑形；而片状 ADM 易固定、可快速锚定周围组织，多用于较大范围软组织凹陷填充。4) 微粒化 ADM vs 胶原蛋白：相对动物源胶原蛋白，微粒化 ADM 优势在于植入后可见有活性的成纤维细胞，可引起周围软组织向内生长并伴有成纤维细胞生长和胶原沉积。

图表 20：微粒化 ADM vs 片状 ADM

	微粒化ADM	片状ADM
形状	颗粒状，分散	片状，不分散，具有广泛连续的表面
特点	注射美容方便，精确塑形	易固定，快速锚定周围组织
适应症	精确轮廓重塑的部位（如鼻唇沟注射填充、面部皱纹的改善等）； 小范围软组织凹陷的填充（如痤疮瘢痕）；	鼻整形、乳房整形、生殖整形等； 较大范围软组织凹陷的填充；

资料来源：《微粒化脱细胞真皮基质研究现状_祁研红》，优创生物，国联

图表 21：微粒化 ADM vs 胶原蛋白

	微粒化ADM	（牛/猪等）胶原蛋白
成纤维细胞	植入后可见有活性的成纤维细胞。 mADM引导填充部位组织向填充物内生长，伴有成纤维细胞的生长和胶原沉积	植入后未见有活性的成纤维细胞
重塑	有重塑。 成纤维细胞的生长与胶原重塑是 mADM注射后在组织内重塑的过程	无明显重塑
免疫原性	轻微的移植周围炎症反应，无巨细胞反应	轻微的移植周围炎症反应，无巨细胞反应

资料来源：《微粒化脱细胞真皮基质研究现状_祁研红》，优创生物，国联

证券研究所

证券研究所

海内外 ADM 商业化进展较慢，Allergan 有两款再生医学产品布局。基于 ADM 临床应用效果缺乏研究支持、制备方法尚无统一标准、免疫排斥风险等因素限制，海内外仅数款产品获批。1) 美国 AlloDerm 与 Strattice: 美国 Lifecell 公司（2017 年正式被 Allergan 收购）生产的两款为整形和普通外科客户提供的真皮基质产品，AlloDerm 于 1994 年起即被用于整形修复外科（乳房重建）；2) 欧洲 Permacol : 2009 年欧盟 CE 批准 Permacol 微粒化猪 ADM，主要用于软组织修复和重建、形态改善等；3) 国内爱缇恩: 国内唯一获批的三类可植入微粒化 ADM 材料，由江苏优创生物注册、2017 年获得 NMPA 认证，2022 年由远想生物以“爱缇恩”品牌重新推出。

图表 22：海内外 ADM 商业化进展较慢，Allergan 有两款再生医学产品布局

品牌名称	产品名称	注册企业	管理类别	成分	预期用途	批准信息
爱缇恩 (远想生物品牌)	脱细胞真皮基质	江苏优创生物	第三类	采用猪皮为原料，经病毒灭活与脱细胞等工艺制备而成，是猪真皮的细胞外基质，为一种多孔性的三维网状结构，主要成分为胶原蛋白，经钴 60 辐照灭菌而成，一次性使用	适用于真皮缺损的替代和修复治疗：（1）创伤、手术后的真皮缺损；（2）肉芽创面；（3）深 II 度、III 度烧伤等。	2017.12 NMPA
东慈	异种脱细胞真皮基质敷料	江苏优创生物	第三类	以猪皮为原料，经纯化处理冷冻干燥后成型加工而成，一次性使用，经辐照灭菌。	供医疗机构用于浅 II 度烧（烫）伤创面、供皮区创面、深度烧伤切（削）痂创面、肉芽创面等创面的覆盖治疗。	2019.01 NMPA
芙伏灵（畅丰生物品牌）	猪皮脱细胞真皮基质敷料	江阴奔翔生物	第三类	以猪皮为原料，经纯化处理冷冻干燥后成型加工而成，一次性使用，经辐照灭菌。	适用于 II 度烧伤创面，供皮区创面覆盖	2014.06 NMPA
Permacol	Surgical Implant	Medtronic	-	源自猪真皮层	用于疝气和腹壁修复	CE
Alloderm	Regenerative Tissue Matrix	Lifecell Corporation (2017 年正式被 Allergan 收购)	-	人异体真皮脱细胞基质	修复或更换受损皮肤组织	FDA
Strattice	Reconstructive Tissue Matrix	同上	-	源自猪真皮层	修复疝气、体壁缺损	FDA

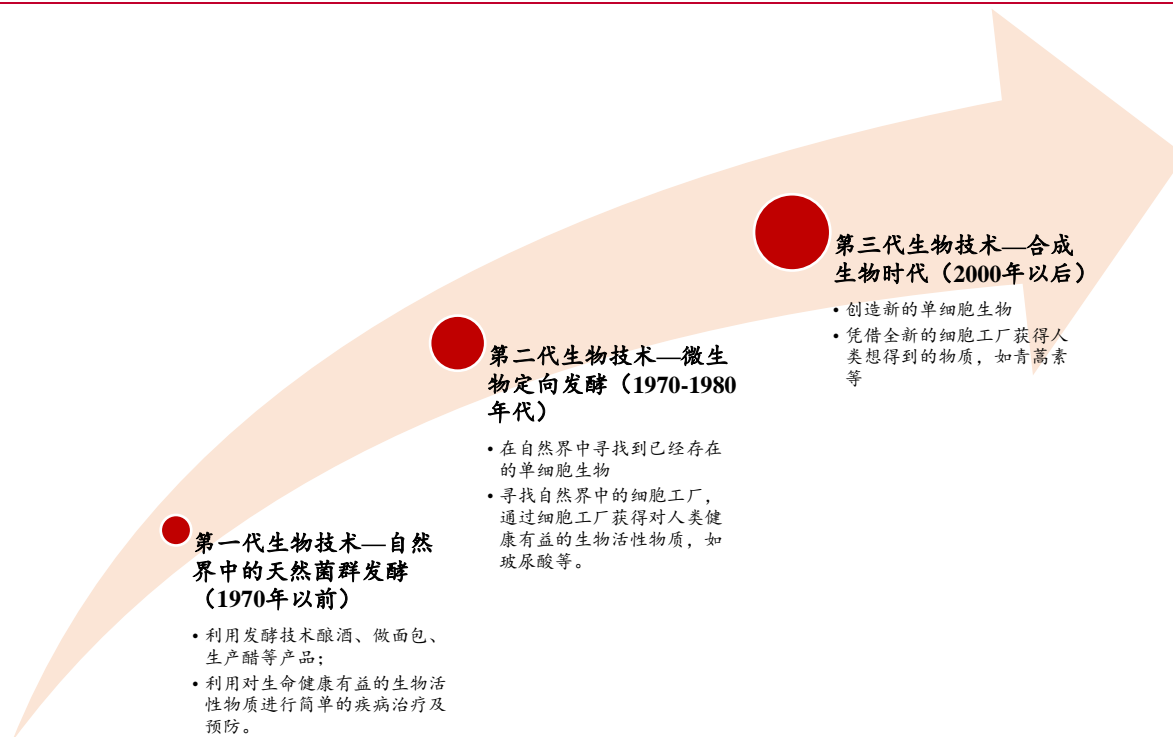
资料来源：《微粒化脱细胞真皮基质（mADM）面部年轻化的专家共识（2021 版）_王晓阳》，NMPA，Allergan，Medtronic，医美部落，优创生物，畅丰生物，国联证券研究所

3. 技术创新：原料/效果/定位差异化

3.1 技术赋能，原料差异化

2000 年后生物技术进入合成生物时代。合成生物学是结合了生物工程、大数据、人工智能、高通量筛选、基因编辑等新兴技术的新兴交叉学科，从而全面升级生物制造技术。合成生物技术是继天然菌群发酵、微生物定向发酵后的第三代生物技术，不仅可以提高生物基物质/材料的生产效率，还可以获得全新的生物基物质/材料。

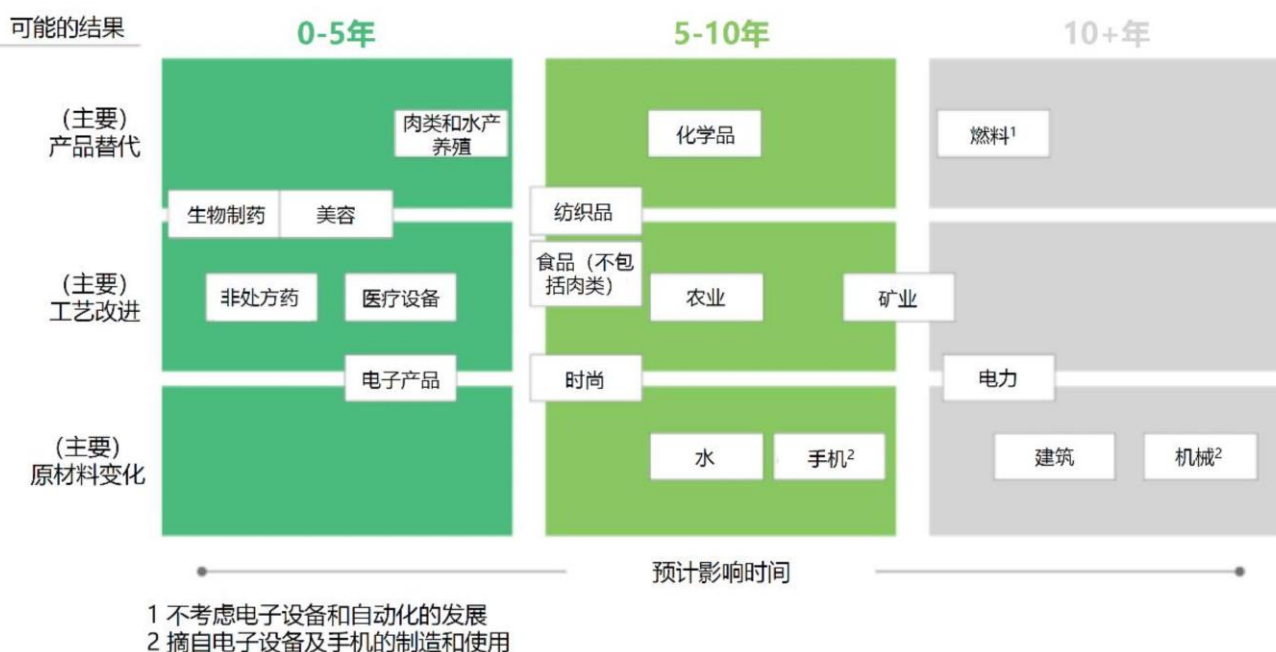
图表 23：2000 年后生物技术进入合成生物时代



资料来源：大美界，国联证券研究所

波士顿咨询预计未来 5 年内合成生物学将在两个层面对美容领域产生影响：1) **产品替代/优化**：包括利用合成生物学技术，提高成分和原料的安全性、稳定性和生物活性；以及根据特定要求定制物质（如不同的皮肤类型、皮肤问题、饮食习惯和所处环境），从而实现功能的精准化；2) **工艺改进**：相对传统方法（提取自石油化工产品、动物来源和植物来源），以更持续的方式、更大的规模以及更强的稳定性用于生产美丽与健康产品的成分。

图表 24：波士顿咨询预计合成生物学将在 5 年内对美容行业产品端与工艺端产生影响



资料来源：《波士顿咨询集团：合成生物学即将颠覆传统行业》，国联证券研究所

合成生物学赋能，差异化原料有望成为美妆品牌竞争壁垒之一。对于美容领域企业而言，合成生物技术赋能下原料突破化学合成、动植物提取的限制，量产边界/生产成本/原料功效有望进一步优化。而伴随美妆行业供给端流量红利渐弱、渠道格局重塑、政策监管趋严，需求端消费者趋于理性化、对产品功效提出确切要求，差异化原料有望成为美妆品牌竞争壁垒之一。

美容领域企业通过自研/合作等方式布局合成生物学。1) 原料+品牌型，以锦波生物/华熙生物/巨子生物为代表，致力于推进研发、生产与销售一体化。2) 品牌型，以珀莱雅/贝泰妮/水羊股份/丸美股份为代表，通过自研或合作的方式向合成生物领域拓展。

图表 25：上游原料公司与中游品牌商纷纷布局合成生物领域

上游-原料	中上游-原料+品牌	中游-品牌
<p>□ 柯泰亚生物：为个护、营养、医药等市场提供创新原料；</p> <p>□ 微元合成：应用于医药、日化、食品、私饲料等领域；</p> <p>□ 柏根生物：蛋白、多糖类材料，广泛用于医药化妆品等；</p> <p>□ 欣贝莱生物：植物来源医药化合物，用于医药功能性食品、护肤品领域；</p> <p>□ 未名拾光：医美、护肤上游原料，如胶原蛋白及其他附加值高的生物活性原料；</p> <p>□ 蓝晶微生物：基于合成生物技术从事分子和材料创新，涉足消费品、医疗保健等多领域；</p> <p>□ 百葵锐生物：靶向性杀菌蛋白、功能多肽等产品，在功效护肤、宠物肠道健康等领域；</p> <p>□ 中科欣扬：SOD 酵母粉，依克多因、麦角硫因 NMN 等，与珀莱雅合作；</p> <p>□ 德默特：应用于食品、膳食补充剂、化妆品等领域；</p> <p>□ 态创生物：应用于美妆、食品饮料、家居清洁等领域。</p>	<p>□ 锦波生物：以重组胶原蛋白产品和抗 HPV 生物蛋白产品为核心的名类医疗器械、功能性护肤品的研发、生产及销售；</p> <p>□ 华熙生物：用发酵法及合成生物技术生产透明质酸、胶原蛋白、麦角硫因、依克多因等原料，并引用到功能性护肤品中，旗下运营夸迪、润百颜、米蓓尔、肌活等品牌；</p> <p>□ 巨子生物：设计生产以重组胶原蛋白为关键生物活性成分的专业皮肤护理产品，旗下运营可复美、可丽金等品牌。</p>	<p>□ 珀莱雅：旗下运营大众精致护肤珀莱雅、国货彩妆彩棠、悦芙媞、高端洗护 OR 等品牌，战略投资中科欣扬。</p> <p>□ 贝泰妮：聚焦功效护肤赛道，旗下运营薇诺娜、薇诺娜 BABY、AOXMED 等品牌。</p> <p>□ 水羊股份：旗下运营御泥坊、小迷糊、大水滴等自主品牌，代理城野医生、露得清、KKI 等品牌。</p> <p>□ 丸美股份：旗下运营丸美、恋火、春纪等品牌，胶原蛋白为其产品的核心成分。</p>

资料来源：前瞻经济学人，国联证券研究所

3.2 配方创新，效果差异化

生物材料创新周期较长，而配方层面面对不同材料组合亦可实现效果微创新。1) A 类+B 类：濡白天使（透明质酸+PLLA），相对艾薇岚（PLLA）增加即刻填充效果；2) A 类+C 类：宝尼达（透明质酸+PVA），相对纯透明质酸类填充剂维持时间可达 8-10 年。

未来配方组合有望进一步丰富，优化注射填充/皮肤美容效果。1) A 类+B 类：如 HarmonyCa（艾尔建美学双效混合填充剂），核心成分 HA（即刻提升）+CaHA（诱导胶原蛋白新生），该产品在以色列研发，在欧洲、以色列等地上市，美国 FDA 认证申请中。2) A 类+A 类：如 HA+PDRN（多聚脱氧核糖核苷酸，PDRN 及其二次精制成分多核苷酸 PN 为海外婴儿针核心成分），2022 年 10 月 NMPA 明确“透明质酸钠和多聚脱氧核糖核苷酸复合溶液按照药械组合产品判定程序界定管理属性”；如 HA+重组胶原蛋白，2022 年 10 月 NMPA 明确“注射用透明质酸钠和重组 III 型人源化胶原蛋白复合溶液按照药械组合产品判定程序界定管理属性”。3) A 类+“X”：2022 年 10 月 NMPA 明确“注射用透明质酸钠复合溶液（由透明质酸钠、甘氨酸、丙氨酸、

脯氨酸和注射用水组成) 按照药械组合产品判定程序界定管理属性。

图表 26: 濡白天使 (透明质酸+PLLA) vs 艾薇岚 (PLLA)

产品	艾薇岚	濡白天使	Ellanse
类型	童颜针	童颜针	少女针
公司	圣博玛生物	爱美客	华东医药
NMPA 认证	III类械	III类械	III类械
获批时间	2021/4/19	2021/6/24	2021/4/28
主要成分	PLLA	PLLA、HA、盐酸利多卡因	PCL、CMC
剂型	粉剂	液体	液体
疗程	3 次一个疗程, 每次间隔 1 个月左右	补打间隔不得小于 9 个月	3-6 次一疗程, 每次间隔 1 个月
有效期限	30 个月左右	2 年左右	1 年左右
参考价格 (元)	18800	12800	18800
特点	自体胶原再生, 自然灵动、触感真实; 填充容量的同时, 紧致嫩肤; 无残留, 栓塞风险低	即刻填充、持久再生; 无需复配; 注射舒适	可完全代谢; 立体轮廓; 即刻填充、持久再生; 欧洲进口高端再生填充剂

资料来源: NMPA, 新氧, 国联证券研究所

3.3 需求挖掘, 定位差异化

精准洞察市场需求, 嗨体产品成为差异化定位典例。2016 年、2020 年、2021 年陆续推出嗨体颈纹针、嗨体水光针、嗨体熊猫针、太活泡泡针, 产品定位覆盖颈部、框周与面部, 定价覆盖入门级、中高端系列, 满足市场多样化需求。

图表 27: 精准洞察市场需求, 嗨体产品为差异化定位典例

产品	嗨体 1.5	嗨体 2.5	嗨体 1.0	太活泡泡针
上市时间	2016 年 12 月	2016 年 12 月	2020 年 7 月	2021 年 5 月
规格	1.5ml	2.5ml	1ml	2.5ml
主要成分	L-肌肽、脯氨酸、甘氨酸、丙氨酸、维生素 B2、透明质酸等, 成分含量有区别导致“浓稠度”差异			
浓度	中度	比较稀	最浓	相较嗨体 2.5 含有更高成分的 L-肌肽和氨基酸
使用部位	颈部	面部、颈部、手部等	眼部四周	面部
注射层次	皮肤真皮深层	皮肤真皮浅层	皮肤真皮深层	皮肤真皮浅层
侧重点	主要针对颈部填充, 平复填充细纹, 为胶原纤维的形成提供时间	主要针对紧致提升, 为真皮层补充营养成分, 改善衰老皮肤松弛	主要针对眼周抗衰, 解决黑眼圈、泪沟等眼周衰老问题	首个双抗概念和医学隔离膜产品, 主要针对抗糖抗氧、赋活细胞
维持时间	首次维持 1-2 个月, 单个疗程后, 维持 6 个月以上	首次维持 1-2 个月, 单个疗程后, 维持 6 个月以上	首次维持 1-2 个月, 单个疗程后, 维持 6 个月以上	4 次一疗程, 每次间隔 2-3 周, 维持 1 个月左右
终端价 (元)	2750	750	3980	3980

资料来源: 新氧, 医美微资讯, 国联证券研究所

玻尿酸: 预计未来适应症将趋于精细化与多元化。1) 面部适应症趋于精细化: 参考乔雅登与瑞蓝玻尿酸在美国的适应症拓展历程, 自 2003 年玻尿酸在美国首次获批, 二十年间适应症已由鼻唇沟拓展至脸颊、唇部口周、下巴、下颌线、眼周、全面部等; 2) 非面部需求趋于多元化: 对耳周/头部/颈部/手部/胸部/臀部等非面部美学需求增加, 或将驱动供给增量。

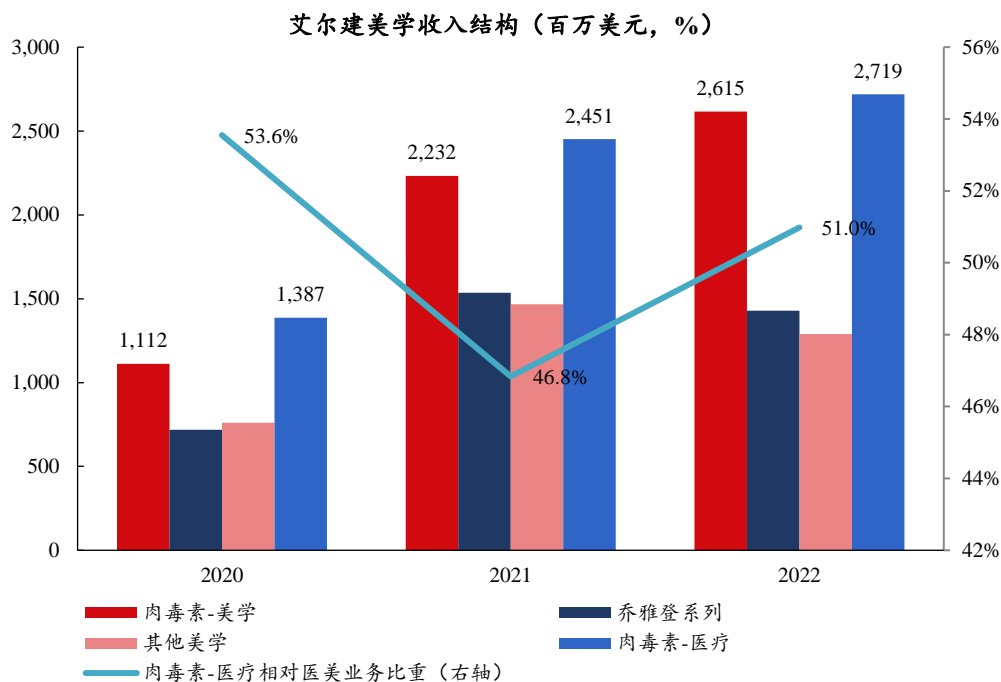
图表 28：FDA 认证的玻尿酸适应症已由鼻唇沟拓展至脸颊/唇部口周/下巴/下颌线/眼周/全面部等

部位	产品	FDA 认证时间	适应症
鼻唇沟	Restylane®	2003/12	矫正中度至重度面部皱纹和褶皱，例如鼻唇沟
	Juvéderm Ultra Plus XC	2006/06	矫正中度至重度面部皱纹和褶皱，例如鼻唇沟
	Restylane® ft	2007/05	矫正中度至重度面部皱纹和褶皱，例如鼻唇沟
	Juvéderm Ultra XC	2010/01	矫正中度至重度面部皱纹和褶皱，例如鼻唇沟
	Restylane-L	2010/01	矫正中度至重度面部皱纹和褶皱，例如鼻唇沟
	Restylane® Defyne	2016/12	矫正中度至重度深层面部皱纹和褶皱，例如鼻唇沟
	Restylane® Refyne	2016/12	矫正中度至重度面部皱纹和褶皱，例如鼻唇沟
	Juvéderm Vollure XC	2017/05	矫正中度至重度面部皱纹和褶皱，例如鼻唇沟
	Restylane® Contour	2021/06	矫正面中部轮廓缺陷
唇部/口周	Restylane®	2011/11	丰唇
	Restylane-L	2012/08	丰唇
	Restylane® Silk	2014/06	丰唇和矫正口周皱纹
	Juvéderm Ultra XC	2015/09	丰唇
	Juvéderm Volbella XC	2016/05	丰唇和口周唇炎
	Restylane® Kysse	2020/03	丰唇和矫正上口周皱纹
脸颊	Juvéderm voluma XC	2013/10	中面部容量缺失
	Restylane® ft	2015/07	丰颊，矫正与年龄相关的面部中部轮廓缺陷；
	Restylane® Contour	2021/06	矫正面中部轮廓缺陷
手部	Restylane® ft	2018/05	注射到手背以纠正体积损失
下巴	Juvéderm voluma XC	2020/06	改善下巴轮廓
	Restylane® Defyne	2021/01	改善轻度至中度下巴后缩
下颌线	Juvéderm Volux XC	2022/07	改善下颌线
眼周	Juvéderm Volbella XC	2021/05	眼底凹陷
	Restylane® Eyelight	2023/05	改善眶下凹陷
全面部	Juvéderm Skinvive	2023/05	改善皮肤光滑度

资料来源：FDA，国联证券研究所

肉毒素：当前获批适应症集中于眉间纹，未来医美领域适应症有望进一步丰富，医疗领域适应症拓展空间较大。参考全球医美龙头艾尔建美学，旗下肉毒素在医美适应症（眉间纹/抬头纹/鱼尾纹等）与医疗适应症（慢性偏头痛/膀胱过度活动症/眼睑痉挛/斜视/颈肌张力障碍等）均已获得 FDA 认证，且公司就肉毒素治疗咬肌肥大亦进行临床研究。至 2022 年医美用途肉毒素与医疗用途肉毒素收入分别为 26.15 亿美元、27.19 亿美元，2020-2022 年医疗用途肉毒素收入占美学业务收入比重在 50%左右。

图表 29：近三年医疗用途肉毒素收入占艾尔建美学医美业务整体收入比重约 50%



资料来源：AbbVie 官网，国联证券研究所

4. 增量赛道：政策、供给驱动

4.1 重组胶原：2024 年起三类械产品获批节奏加快

2021 年起重组胶原政策相继出台，行业标准化、规范化进程提速。从 2021/03 重组胶原蛋白行业标准、重组胶原蛋白生物材料命名，到 2021/04 医疗产品分类界定，2022/04 重组人源化胶原蛋白行业标准，再到 2023/05 重组人源化胶原蛋白原材料评价指导原则。重组胶原蛋白行业政策愈加完整与细致，已涉及原料评价、命名规范、监管分类、行业标准等多个维度。

图表 30：2021 年起重组胶原蛋白政策相继出台，行业标准化、规范化进程提速

时间	政策法规	条例	具体内容
2021.03	关于《重组胶原蛋白》等 2 项医疗器械行业标准立项的通知	医疗器械行业标准立项	·批准《重组胶原蛋白》和《组织工程医疗器械产品胶原蛋白第 3 部分：胶原蛋白含量检测-液相色谱仪-质谱法》2 项医疗器械行业标准制修订项目立项。
2021.03	《重组胶原蛋白生物材料命名指导原则》	名称组成结构	·重组胶原蛋白生物材料名称由核心词和特征词组成，按“特征词（如有）+核心词（A+B）”结构编制。可将核心词的“重组”置于名称之首，如“重组Ⅲ型人源化胶原蛋白溶液”。
		核心词 A（采用重组 DNA 技术制备）	·重组人胶原蛋白：由 DNA 重组技术制备的人胶原蛋白特定型别基因编码的全长氨基酸序列，且有三螺旋结构。 ·重组人源化胶原蛋白：由 DNA 重组技术制备的人胶原蛋白特定型别基因编码的全长或部分氨基酸序列片段，或是含人胶原蛋白功能片段的组合。 ·重组类胶原蛋白：由 DNA 重组技术制备的经设计、修饰后的特定基因编码的氨基酸序列或其片段，或是这类功能性氨基酸序列片段的组合。其基因编码序列或氨基酸序列与人胶原蛋白的基因编码序列或氨基酸序列同源性低。
		核心词 B（剂型）	·剂型：溶液、冻干粉、凝胶、海绵、纤维、其他剂型。
		特征词（胶原蛋白型别）	·I 型：基于胶原蛋白 COL1A1 基因或部分基因编码的重组胶原蛋白。 ·Ⅲ型：基于胶原蛋白 COL3A1 基因或部分基因编码的重组胶原蛋白。 ·其他：基于其他型别胶原蛋白基因或部分基因编码的，或不同型别基因编码组合型的重组胶原蛋白，根据产品实际情况，选用相应的专业术语。

			·人工编辑（缺省）：部分基因编码为人工编辑优化的序列，非人的胶原蛋白序列。
		管理属性界定	<p>◎重组胶原蛋白类医疗产品的管理属性应当依据产品预期用途、作用机制等进行综合判定。</p> <p>·不符合《医疗器械监督管理条例》有关医疗器械定义的重组胶原蛋白类产品，不作为医疗器械管理。</p> <p>·产品实现医疗器械用途，同时含有发挥药理学作用的药物成分时，应当根据产品主要作用机制判定以药品作用为主或者以医疗器械作用为主的药械组合产品。</p> <p>·产品符合医疗器械定义且不含有发挥药理学作用的药物成分时，作为医疗器械管理。</p>
2021.04	《重组胶原蛋白类医疗产品分类界定原则》	医疗器械管理类别界定	<p>◎对于属性判定作为医疗器械管理的重组胶原蛋白类医疗产品，应当依据产品的材料特性、结构特征、预期用途、使用形式等综合判定产品管理类别。</p> <p>·重组胶原蛋白类产品的管理类别应当不低于第二类。</p> <p>·重组胶原蛋白类产品作为无源植入物应用时，应当按照第三类医疗器械管理。</p> <p>·重组胶原蛋白类产品作为止血和防粘连材料应用时，若产品可部分或全部被人体吸收或者用于体内时，按照第三类医疗器械管理；若产品不可被人体吸收且仅用于体表时，按照第二类医疗器械管理。</p> <p>·重组胶原蛋白类产品作为医用敷料应用时，若产品可部分或者全部被人体吸收，或者用于慢性创面，按照第三类医疗器械管理；若产品不可被人体吸收且用于非慢性创面，按照第二类医疗器械管理。</p>
		注册证有效期	<p>·已受理注册申请的产品继续按照原受理类别进行审评审批。</p> <p>·已获准按照医疗器械注册的重组胶原蛋白类产品，其注册证在有效期内继续有效。</p> <p>·予以延期的，原注册证有效期原则上不得超过 2023 年 12 月 31 日。</p>
2022.04	关于《重组人源化胶原蛋白》医疗器械行业标准立项的通知	医疗器械行业标准立项	·批准《重组人源化胶原蛋白》医疗器械行业标准制修订项目立项。
2022.07	《2022 年医疗器械分类界定结果汇总》	分类界定	·将重组III型人源化胶原蛋白冻干纤维、注射用透明质酸钠和重组人源III型胶原蛋白溶液、医用重组胶原蛋白可吸收敷料界定为按照III类医疗器械管理的产品。
2023.01	关于发布 YY/T 1888-2023《重组人源化胶原蛋白》医疗器械行业标准的公告	医疗器械行业标准审定通过	·规定了重组人源化胶原蛋白的质量控制、技术要求、试验方法、稳定性、生物学评价以及包装、运输和贮存等。
2023.05	《重组胶原蛋白创面敷料注册审查指导原则》	-	·聚焦第二类医疗器械管理的重组胶原蛋白创面敷料注册审查的要点，主要包括对产品名称、管理类别/分类编码、注册单元划分的原则和实例、结构及组成、产品技术要求等信息进行规范化管理。
2023.05	《重组人源化胶原蛋白原材料评价指导原则》	-	·对重组人源化胶原蛋白原材料性能、结构表征、纯度、含量、杂质、热稳定性、生物学功能评价等维度制定详细评价标准。

资料来源：NMPA，青眼，国联证券研究所

继薇旖美后，2024 年起重组胶原蛋白三类械产品有望陆续获批。长期以来，胶原蛋白三类械医美产品核心成分以动物源胶原蛋白为主，重组胶原蛋白三类械产品仅有 2021 年获批上市的锦波生物薇旖美产品（2023 年 6 月锦波生物在“薇旖美极纯”基础上新推出“薇旖美至真”）。伴随行业技术突破与龙头企业布局，2024 年重组胶原蛋白三类械产品有望陆续获批，巨子生物招股书显示 2024Q1 两款三类械产品有望获批，药融云数据库显示江苏创健有 3 款产品处于 II-III 期临床试验阶段、锦波生物有 1 款产品处于临床试验阶段，重组胶原蛋白注射产品有望持续丰富。

图表 31：已获批三类械胶原蛋白产品以动物源胶原蛋白为主

品牌	肤柔美	肤丽美	肤莱美	薇旖美极纯	薇旖美至真	弗缦 Fillderm	爱贝芙 Arte Coll
产品名称	Sunmax Collagen Implant I	Sunmax Collagen Implant I-Plus	Sunmax Facialgain Collagen Implant with Lidocaine	重组III型人源化胶原蛋白冻干纤维		医用胶原充填剂	整形用胶原和 PMMA 皮下植入物系统
公司		双美生物		锦波生物		长春博泰医药	荷兰汉福生物

首批时间	2009/09	2012/12	2019/04	2021/06		2012/04	2012/03
主要成分	猪皮纯化而成的 I 型胶原蛋白	猪皮纯化而成的交联 I 型胶原蛋白	猪皮纯化而成的交联 I 型胶原蛋白、利多卡因	重组 III 型人源化胶原蛋白		I+III 型牛胶原蛋白、利多卡因	PMMA 微球、牛胶原蛋白、微量利多卡因
形态	非凝固型胶原蛋白	凝固型胶原蛋白	凝固型胶原蛋白	4mg 胶原蛋白冻干纤维	10mg 胶原蛋白冻干纤维	非凝固型胶原蛋白	复合式胶原蛋白混悬液
适应症	额部动力性皱纹（如眉间纹、额头纹和鱼尾纹等）		鼻唇沟重力性皱纹	额部动力性皱纹（包括眉间纹、额头纹和鱼尾纹）		中、重度鼻唇沟	鼻唇沟纹、填充隆鼻
持续时间	3 个月	9 个月	6-12 个月	1-3 个月	-	3-6 个月	5-10 年
治疗周期	1 月 1 次，3 次/疗程	单次，可在 4-6 个月后进行叠加注射	单次，可在 12 个月后进行叠加注射	3-6 次一疗程，每次间隔 1 月	-	1-2 次，3 个月后进行第二次	1-2 次，1 个月后进行第二次
终端售价（元）	5300	13800	16800	6800	-	12800	13700
特色	可增容的皮肤焕白营养剂	可增容的皮肤焕白营养剂：祛黑/营养/填充三效一体的注射美容材料	舒适感更强、保持时间更长	第一款三类医疗器械证的人源化胶原蛋白产品	-	99.99%超高纯度活性医用牛胶原填充剂，支撑、营养、再生三效合一	可达到自然平整状态，组织柔软、无硬结

资料来源：NMPA，新氧，薇旎美公众号，秋涛医学美肤，国联证券研究所

图表 32：继薇旎美后，2024 年重组胶原蛋白三类械产品有望陆续获批

企业	产品名	适应症	预计获批时间
巨子生物	重组胶原蛋白液体制剂	面部皮肤	2024Q1
	重组胶原蛋白固体制剂	面部皱纹，如抬头纹/鱼尾纹	2024Q1
	重组胶原蛋白凝胶	中度至重度颈纹	2025H1
	交联重组胶原蛋白凝胶	中度至重度法令纹	2025H1
企业	临床试验题目	功效	状态（截至 2023/7/12）
江苏创健	评价重组 XVII 型胶原蛋白应用于皮肤大疱性疾病的修复的安全性和有效性的单中心临床研究	皮肤大疱性疾病	探索性研究/预试验
	重组 III 型胶原蛋白对于面部皮肤状态改善及抗衰老的优效性临床试验	皮肤状态改善	II-III 期临床
	评价重组胶原蛋白贴敷料用于激光、光子术后创面修复辅助治疗的安全性和有效性临床试验	光电技术治疗后皮肤创面	II-III 期临床
	重组人 III 型胶原蛋白超分子组装可注射填充水凝胶颗粒用于注射皮肤真皮层组织内补充人 III 型胶原蛋白的面部抗衰老研究	面部抗衰老	II-III 期临床
锦波生物	重组人源胶原蛋白阴道凝胶治疗阴道干涩的有效性和安全性评价	阴道干涩症	I 期临床

资料来源：巨子生物招股书，药融云数据库，国联证券研究所

4.2 水光：复配型产品监管落地

2021 年以来水光针合规化加速。1) 纯 HA 型水光针“三类械”监管分类明确：2021 年 11 月 NMPA 在《医疗器械分类目录》意见征求意见稿中指出，“注射用透明质酸钠溶液（不应含有发挥药理学、免疫学或者代谢作用的成分），用于注射到真皮层，主要通过所含透明质酸钠等材料的保湿、补水等作用，改善皮肤状态，按照 III 类器械监管”，2022 年 3 月《医疗器械分类目录》正式落地。2) 复配型水光针按照药械组合产品判定程序界定管理属性：2022 年 10 月在《2022 年第三次医疗器械产品分类界定结果汇总》中明确，复配型水光针（①透明质酸钠+重组 III 型人源化胶原蛋白；②透明质酸钠+甘氨酸/丙氨酸/脯氨酸；③透明质酸钠+多聚脱氧核糖核苷酸）均按照药械组合产品判定程序界定管理属性。

图表 33：2021 年以来水光针合规化加速

时间	监管政策	发布部门	重点内容
2021 年 11 月	关于征求《医疗器械分类目录》调整意见的通知	NMPA	➤ 规定注射用透明质酸钠溶液（不应含有发挥药理学、免疫学或者代谢作用的成分），用于注射到真皮层，主要通过所含透明质酸钠等材料的保湿、补水等作用，改善皮肤状态，按照 III 类器械监管。
2022 年 3 月	关于调整《医疗器械分类目录》部分内容的公告	NMPA	➤ 正式明确注射用透明质酸钠溶液，用于注射到真皮层，主要通过所含透明质酸钠等材料的保湿、补水等作用，改善皮肤状态，按照 III 类器械监管。
2022 年 5 月	《关于医用透明质酸钠产品管理类别的公告》（修订草案征求意见稿）	NMPA	➤ 作为注射到真皮层，主要通过所含透明质酸钠的保湿、补水等作用，改善皮肤状态应用，且不含发挥药理学、代谢学或免疫学作用的药物成分时，按照第三类医疗器械管理。 ➤ 含有局麻药等药物（如盐酸利多卡因、氨基酸、维生素）、主要通过填充增加组织容积的整形用注射填充物，判定为以医疗器械为主的药械组合产品。 ➤ 含有局麻药等药物（如盐酸利多卡因、氨基酸、维生素等）、主要通过所含透明质酸钠的保湿、补水等作用，改善皮肤状态的医疗美容用注射材料，判定为以医疗器械为主的药械组合产品。
2022 年 10 月	《2022 年第三次医疗器械产品分类界定结果汇总》	NMPA	建议按照药械组合产品判定程序界定管理属性的产品： ➤ <u>注射用透明质酸钠和重组 III 型人源化胶原蛋白复合溶液</u> ：由透明质酸钠、重组 III 型人源化胶原蛋白、盐酸利多卡因（局麻药）、氯化钠、磷酸盐缓冲液体系和注射用水组成，用于皮内真皮层注射，通过透明质酸钠、重组 III 型人源化胶原蛋白的保湿补水作用，改善皮肤状态。 ➤ <u>注射用透明质酸钠复合溶液</u> ：透明质酸钠溶液由透明质酸钠、甘氨酸、丙氨酸、脯氨酸和注射用水组成，用于注射到真皮层，通过所含透明质酸钠的保湿、补水作用，改善皮肤状态。 ➤ <u>注射用透明质酸钠复合溶液</u> ：由透明质酸钠和多聚脱氧核糖核苷酸复合溶液组成；一方面用于注射至面部真皮层，通过所含透明质酸钠等材料的保湿、补水等作用，改善皮肤状态；另一方面声称所含的多聚脱氧核糖核苷酸可以激活腺苷 A2A 受体，从而抑制活性氧簇的产生……从而改善皮肤状态。
2022 年 11 月	《关于医用透明质酸钠产品管理类别的公告》	NMPA	➤ 明确“作为注射到真皮层，主要通过所含透明质酸钠的保湿、补水等作用，改善皮肤状态应用，且不含发挥药理学、代谢学或免疫学作用的药物成分时，按照第三类医疗器械管理”。 ➤ 明确“含有局麻药等药物（如盐酸利多卡因、氨基酸、维生素）、主要通过填充增加组织容积的整形用注射填充物，判定为以医疗器械为主的药械组合产品”。 ➤ 明确“将含有局麻药等药物（如盐酸利多卡因、氨基酸、维生素等）、主要通过所含透明质酸钠的保湿、补水等作用，改善

2023 年 2 月	《2022 年度医疗器械注册工作报告》	NMPA	➤ 2022 年国家药监局及时研究明确热玛吉、水光针产品管理属性和类别，修订发布《关于医用透明质酸钠产品管理类别的公告》，发布《关于调整<医疗器械分类目录>部分内容的公告》，根据医疗器械风险程度，科学合理地调整有关产品描述、预期用途、管理类别等。
2023 年 5 月	《透明质酸钠复合溶液临床试验技术审评要点（征求意见稿）》	NMPA	➤ 该征求意见稿明确了复配型水光针的临床注册路径；明确了临床试验设计路径，对照组路径，入选标准及评价指标；明确了临床试验样本量和随访时间。

资料来源：NMPA，国联证券研究所

水光针格局：竞争关键在于安全性与效果。1) 安全性：三类械产品稀缺性突出。

当前具备 NMPA 三类械认证的水光针产品仅有华熙生物/爱美客/昊海生科/高德美/锦波生物/双美生物等几家公司。2) 效果：成分功效与维持时间较为重要。纯 HA 水光针较为成熟、功效单一、维持时间不长，市场定位多居中低端，如碧萃诗、术唯可水光针；瑞蓝唯瑅凭借“微交联、长效”等差异化优势占据高端水光市场；胶原蛋白水光针维持时间不长但相对纯 HA 水光针有“补充营养、改善肤质”等功效，市场定位与瑞蓝唯瑅基本相当。伴随复配型水光针监管分类政策落地，未来功效更为丰富的复配型水光针有望对一二类械甚至妆字号产品形成替代。

图表 34：水光针格局：竞争关键在于安全性与效果

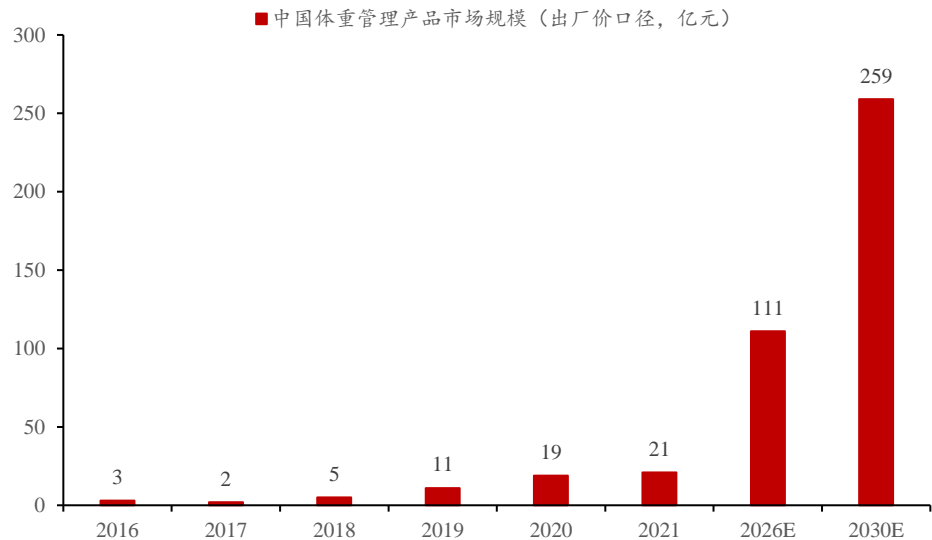
类型	产品名称	所属厂商	首次认证情况	核心成分	适应症	维持时间	价格（元）
纯 HA	润致娃娃针/御龄双分子针	华熙生物	2020 NMPA	HEC 高效交联的 HA+利多卡因	静态额部皱纹	1-3 个月	2330
	碧萃诗	常州药物	2015 NMPA	透明质酸钠	预防或者减少腹（盆）腔手术的术后粘连	1-3 个月	1400
	术唯可	昊海生科旗下的其胜生物	2015 NMPA	透明质酸钠	预防或者减少腹（盆）腔手术的术后粘连	1-3 个月	1800
	瑞蓝唯瑅	高德美旗下的瑞典 Q-MED	2019 NMPA	经交联的透明质酸钠	手背部真皮层，以改善手部皮肤外观	12-15 个月	6800
HA+“X”	嗨体 2.5	爱美客	2016 NMPA	非交联 HA+氨基酸+肌肽+维生素	颈部中重度皱纹	1-3 个月	1500
	太活泡泡针	爱美客	2016 NMPA	非交联 HA+氨基酸+肌肽+维生素	颈部中重度皱纹	1-3 个月	3980
	乔雅登 VOLITE/S KINVIVE	Allergan	2015CE/2023FDA/2022 海南博鳌乐城“先行先试”	交联 HA+赖氨酸脯氨酸+利多卡因	-	6-9 个月	-
	乔雅登 Hydrate	Allergan	2009CE	HA+甘露醇	-	4-6 个月	-
	丝丽动能素 516/532	华熙生物旗下法国 REVITACARE 公司	2021 海南省药监局临床急需医疗器械批复	HA+矿物质+氨基酸+维他命+核酸+辅酶+抗氧化物等活性成分	-	-	-
胶原蛋白	菲洛嘉	法国菲洛嘉	2016 进口妆字号	HA+矿物质+氨基酸+维他命+核酸+辅酶+抗氧化物等活性成分	-	-	980
	薇旖美	锦波生物	2021 NMPA	重组 III 型人源化胶原蛋白	额部动力性皱纹	1-3 个月	6800
	肤柔美	双美生物	2019 NMPA	猪皮纯化的 I 型胶原蛋白	额部动力性皱纹	3 个月	5300

资料来源：NMPA，新氧，医美部落，Consultingroom，国联证券研究所

4.3 减重：GLP-1R 赛道开启

肥胖人口增加与体重管理意识驱动，体重管理产品市场快速增长。根据弗若斯特沙利文数据，生活标准的改善与运动缺乏导致近年来肥胖人口快速增长，2017-2021 年中国肥胖人数以 4.8% 的年复合增长率增至 229.9 百万；中国体重管理市场规模（出厂价口径）由 2016 年的 3 亿增长至 2021 年的 21 亿，年复合增长率 47.6%；未来伴随肥胖人口增加、体重管理意识提升、新型体重管理解决方案出现，预计至 2026 年中国体重管理产品市场规模将以 39.5% 的复合增速增至 111 亿。

图表 35：肥胖人口增加与体重管理意识驱动，体重管理产品市场快速增长



资料来源：爱美客港股招股书，弗若斯特沙利文，国联证券研究所

非手术类体重管理方式风险相对较低、创伤更小、恢复时间短，有望成为未来主流趋势。1) **无创类**：利用冷冻、超声、射频等技术原理，在体外非侵入式的进行身体塑形减脂，通常需要数月才能显现效果，相关产品有酷塑/优立塑/塑可秀等。2) **微创类**：注射给药方式进行体重管理，包括溶脂针和 GLP-1 受体激动剂；溶脂针核心成份去氧胆酸可有效溶解脂肪细胞膜并导致脂肪细胞分解，并由淋巴系统通过代谢排出人体外；GLP-1 受体激动剂的主流成分为利拉鲁肽和司美格鲁肽，通过抑制食欲及食物摄入来诱导减肥。

图表 36：无创类利用冷冻/超声/射频等技术原理进行塑型减脂

类型	技术原理	主要设备	是否在 NMPA 注册	最终效果 (腹部脂肪减少%)	治疗次数 (次)	花费 (万元/部位)	优点	缺点
冷冻溶脂	靶向脂肪细胞并冷却到触发细胞凋亡的温度，随着时间的推移，身体能够自动代谢掉这些凋亡的细胞	酷塑	是	20%-27%	2-3	1.6-4.2	效果好、见效快、有认证、副作用少、舒适度较高	花费较高
超声溶脂	通过超声波使脂肪组织的气体空腔发生爆破，从而机械性地损伤脂肪细胞	优立塑	是	11%-16%	2-4	1.2-3.2	花费较低、部分产品有认证	安全性较低、见效慢、效果较差、舒适度较低
射频溶脂	运用射频加热皮下脂肪并保持温度，使脂肪细胞失去活性而凋亡，并在随后的数周	既塑、薇薇	否	5%-30%	2-8	0.3-4.5	花费低、舒适度高、副作用少	效果一般、没有认证

	至数月内自然代谢到体外	拉、 征服						
激光溶脂	使用激光摧毁治疗区域的细胞组织，随后受损的脂肪细胞通过人体的淋巴系统排出体外	塑可秀	否	14%-18%	2-3	1.6-3.6	副作用较少	舒适度低、没有认证
磁波增肌	通过高强度聚焦电磁波能量激发肌肉收缩。在治疗过程中，通过一系列不同的肌肉收缩模式来刺激肌肉运动，从而达到减脂塑形的目的。	美修斯	否	15%-20%	3-5	0.9-2.5	花费较低、舒适度较高、副作用较少、安全性较高	效果一般、没有认证

注：1. 薇拉 2016 年获得 NMPA 认证，用于减缓橘皮样变的治疗；2. 征服—隔空溶脂已通过 NMPA，获批适用于减轻皮肤皱纹和褶皱的治疗

资料来源：德勤《中国身体塑性市场发展白皮书 2021》，国联证券研究所

减重适应症格局：海外仅有诺和诺德旗下利拉鲁肽与司美格鲁肽两款药物获批，国内仅华东医药旗下利拉鲁肽药物获批。利拉鲁肽注射液与司美格鲁肽注射液的原研企业均为丹麦诺和诺德，原研利拉鲁肽与司美格鲁肽注射液的肥胖适应症分别于 2014/2021 年获得 FDA 批准，尚未获得 NMPA 批准。2023 年 7 月华东医药旗下子公司中美华东申报的利拉鲁肽注射液肥胖或超重适应症的上市许可申请获批，成为国内首个获批减重适应症的 GLP-1 受体激动剂。

图表 37：靶向 GLP-1R 用于治疗肥胖适应症的临床在研项目（部分）

作用靶点	企业名称	药品名称	研发进度
GLP-1R/GCGR	信达生物	Mazdutide IBI362	III期
	礼来		
	阿斯利康	Cotadutide	II期/III期
	勃林格殷格翰	B1-456906	II期
	礼来	Pegapamodutide	II期
	OpKO Health, Inc		
	D&D Pharma Tech	DD-01	I期
	Neuraly, Inc.		
GLP-1R/GIPR	诺和诺德	NN-9277	I期
	派格生物	PB-718	I期
	鸿运华宁	GMA106	II期
	Carmot Therapeutics	CT-868	II期
	豪森药业	HS-20094	II期
	安进	AMG-133	II期
	Carmot Therapeutics	CT-388	I期
	博瑞生物	BGM0504	I期
GIPR/GLP-1R/GCGR	鸿运华宁	GMA-106	I期
	众生睿创	RAY1225	I期
	礼来	LY3437943 Retatrutide	II期
	韩美制药	HM-15211	II期
	赛诺菲	SAR-441255	I期

资料来源：药研网，国联证券研究所

爱美客与华东医药在 GLP-1 受体激动剂领域均有布局。1) **爱美客**：考虑到司美格鲁肽减重效果与给药方式更优，2022 年爱美客在利拉鲁肽基础上通过与北京质肽生物合作布局司美格鲁肽注射液。截至 2022 年底，利拉鲁肽注射液已完成 I 期临床试验，司美格鲁肽处于临床前在研阶段、预期于 2023-2024 年提交临床试验申请。2) **华东医药**：公司旗下利拉鲁肽注射液已成为国内首个获批减重适应症的 GLP-1 受体激动剂；目前在研的 GLP-1 产品还包括司美格鲁肽注射液、口服小分子 GLP-1 受体激动剂 HDM1002 片和 TTP273、双靶点激动剂 HDM1005 及 SCO-094、长效三靶点

激动剂 DR10624 等多款产品；围绕 GLP-1 靶点公司已构筑包括口服、注射剂在内的长效及多靶点全球创新药和生物类似药相结合的全方位和差异化产品管线。

图表 37：司美格鲁肽注射液减重效果与给药方式更优

项目	利拉鲁肽注射液	司美格鲁肽注射液
原研企业	诺和诺德	诺和诺德
给药方式	每日一次皮下注射给药，开始剂量 0.6mg/天，每隔一周增加用药剂量，直至 3mg/天	每周 1 次给药，开始剂量 0.25mg，持续 4 周给药，4 周给药之后每隔 4 周，增加剂量直到达到 2.4mg
减重效果	56 周减重效果：利拉鲁肽（-8%）v 安慰剂（-2%）	68 周减重效果：利拉鲁肽（-14.9%）vs 安慰剂（-2.4%）
不良反应	恶心、便秘、腹泻和呕吐等胃肠道反应，不良率反应相差不大	
认证情况	2014 年 12 月获 FDA 认证用于肥胖症治疗	2021 年 6 月获 FDA 认证用于肥胖症治疗

资料来源：丁香园 Insight 数据库，华东医药公司公告，爱美客公司公告，GLP-1 减重宝典，国联证券研究所

5. 行业前瞻与投资建议

医疗美容行业处于渗透率驱动的高景气周期，监管政策趋严利于行业长期规范发展，供给端产品增量是医美市场扩容的重要驱动因素，建议关注医美上游药械厂商、终端连锁医疗服务机构与有医美业务布局潜力的化妆品品牌商。

图表 38：重点推荐标的

简称	EPS（元）			PE（x）			CAGR-3	评级
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E		
爱美客	9.06	12.32	16.28	53.4	39.3	29.7	40.7%	增持
华熙生物	2.54	3.33	4.18	38.1	29.2	23.2	27.5%	增持
锦波生物	3.37	5.18	7.10	35.3	23.0	16.8	63.6%	增持
朗姿股份	0.42	0.60	0.73	56.3	40.1	32.8	171.5%	增持
福瑞达	0.39	0.50	0.59	26.4	20.8	17.4	136.7%	买入
丸美股份	0.77	0.96	1.15	39.2	31.3	26.1	38.5%	增持
敷尔佳	2.13	2.25	2.39	26.2	24.7	23.3	4.1%	-
上海家化	1.06	1.29	1.47	27.1	22.3	19.5	28.5%	增持
雍禾医疗	0.18	0.36	0.47	34.8	17.2	13.0	-	买入
水羊股份	0.75	1.00	1.18	25.4	18.9	16.0	54.6%	买入
美丽田园医疗健康	1.03	1.38	1.72	17.4	13.0	10.4	58.2%	买入

资料来源：iFind，Wind，国联证券研究所整理，股价取 2023 年 7 月 28 日收盘价（敷尔佳取发行价），港元兑人民币汇率按 1：0.9143 换算

5.1 上游药械厂商

5.1.1 爱美客：高成长高盈利延续

产品管线有序进展。截至 2022 年底，1) 进入临床及注册程序的项目：肉毒素处于临床试验阶段，进行 III 期临床试验受试者随访，预计 2024H2 获批上市；利拉鲁肽注射液处于临床试验阶段，完成 I 期临床试验；利多卡因丁卡因乳膏处于临床试验执行阶段；2) 临床前项目：去氧胆酸注射液、司美格鲁肽注射液与透明质酸酶三款产品 2022 年处于临床前在研阶段，预期 2023-2024 年提交临床试验申请；3) 股权投资：2022 年通过控股的北京原之美收购沛奇隆 100%股权，探索胶原蛋白应用领域机会。

盈利预测：我们预计公司 2023-2025 年收入分别为 30.75/41.82/55.34 亿元，对应

增速分别为 58.6%/36.0%/32.3%；归母净利润分别为 19.61/26.66/35.23 亿元，对应增速分别为 55.2%/36.0%/32.1%；EPS 分别为 9.06/12.32/16.28 元/股。鉴于医疗美容行业景气度、公司自身竞争优势、更高的成长性，以及公司充分聚焦医美业务的稀缺性，在可比公司 2023 年平均 PE 基础上给予 40%的溢价，给予公司 2023 年 59.4 倍 PE，对应目标价 538.2 元人民币。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：监管政策超预期变化；医疗风险事故；行业竞争加剧；产品获批进度不及预期

图表 39：爱美客盈利预测表

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1,448	1,939	3,075	4,182	5,534
增长率（%）	104.13%	33.91%	58.59%	36.02%	32.33%
EBITDA（百万元）	1,082	1,459	2,310	3,117	4,077
归母净利润（百万元）	958	1,264	1,961	2,666	3,523
增长率（%）	117.85%	31.90%	55.17%	35.96%	32.14%
EPS（元/股）	4.43	5.84	9.06	12.32	16.28
市盈率（P/E）	109.3	82.9	53.4	39.3	29.7
市净率（P/B）	20.8	17.9	16.0	13.9	11.9
EV/EBITDA	103.8	81.3	43.3	31.8	24.1

资料来源：iFind，国联证券研究所整理，股价取 2023 年 7 月 28 日收盘价

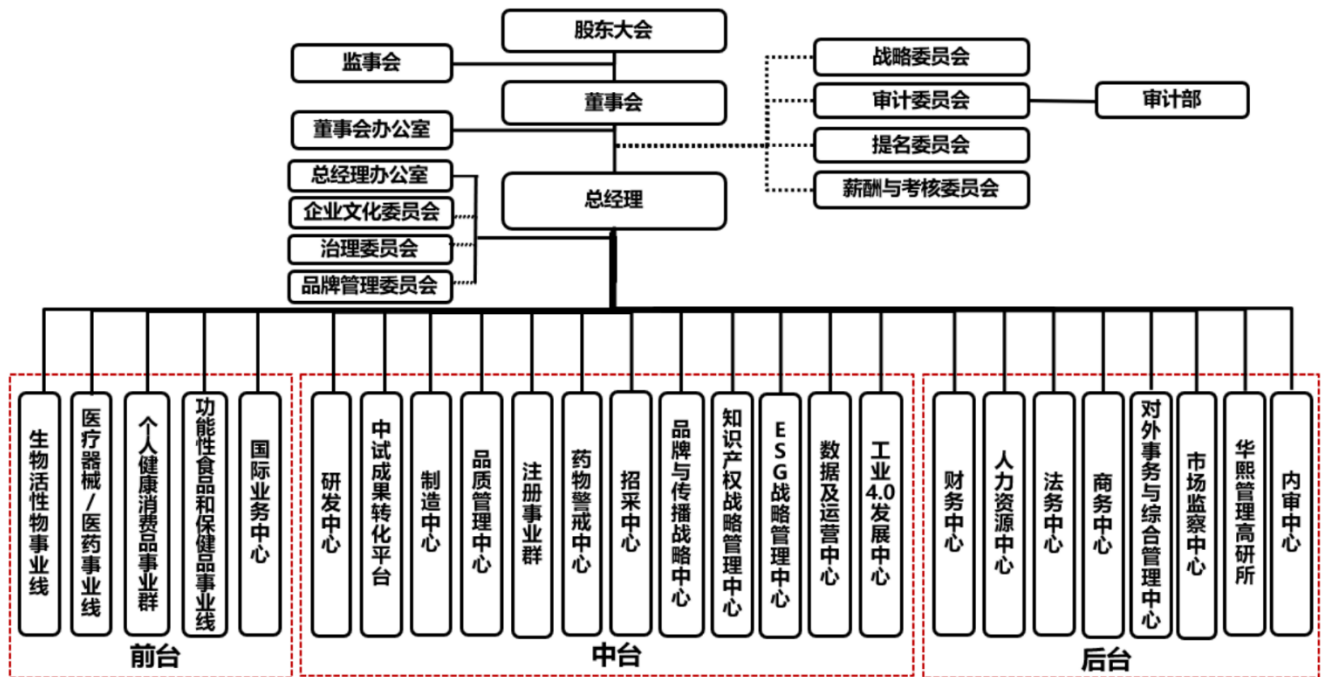
5.1.2 华熙生物：医美调整蓄力再出发

2022 年公司重新梳理产品定位、销售体系，蓄力医美长期发展。1) 产品端：以成熟润百颜小颗粒产品实现机构的广泛覆盖及消费者的品牌认知渗透；聚焦发力差异化优势品类微交联润致娃娃针，带动皮肤类医疗产品增长；利用润致系列产品的定制化组合方案为求美者打造分层抗衰效果；推出专注医美术后修复的“润致臻活”品牌，完成润致品牌“治+养”全系列产品组合。**2) 销售端：**淘汰优化经销商，提升直销占比；提升直销团队的客户服务能力，从产品、医学、运营等全维度为客户提供产品售前、中、后期解决方案，赋能机构保障产品临床应用的安全性及有效性。公司医美业务有望从价格导向销售转化为产品服务销售，从单机构贡献值、品类覆盖率层面提升单机构价值贡献与客户服务效率。

功能护肤：组织变革、管理提效，功能护肤改善可期。公司 2018 年开始全面进军 C 端市场，公司功能性护肤业务在行业红利、原料背书、费用投入下跑马圈地快速起量，至 2022 年功能性护肤业务贡献公司 70%+收入。

组织架构持续优化，战略谋求数字化转型。1) 前台：2022 年功能性护肤品新增数据运营部，在数据化管理和资源统筹方面发力，将前端用户、平台和渠道数据打通，为前台产品开发、渠道策略调整、用户数据运营提供有效支撑。**2) 中台：**完善业务管理中台的构建搭建，打造“组织驱动和市场驱动”结合的增长引擎；打通用户、平台、渠道、供应链、技术开发数据；在“研发管理、品质管理、品牌管理、供应链管理、数据化运营管理”等方面为品牌赋能。

图表 40：华熙生物组织架构持续优化，战略谋求数字化转型



资料来源：公司公告，国联证券研究所整理

品牌定位与产品体系理顺。1) **四大品牌：**围绕“聚焦和突破”进行品牌建设，加强了对优势赛道及核心目标人群的开发，专注于差异化定位，并不断提升用户的品牌心智认同感。2) **产品策略：**持续推行大单品打造策略，例如润百颜大单品系列屏障修护系列和新品 HACE 次抛精华，夸迪焕颜、战痘次抛等，BM 肌活糙米系列，米蓓尔蓝绷带面膜等。3) **新品推广：**推出更加注重策略性的新产品以获取新客、丰富产品线，如润百颜推出抗时光修护和光损伤修护系列，夸迪重点发展眼霜作为核心新品强化抗老心智，米蓓尔重点推出水类和精华类产品占比发展高毛利单品，BM 肌活推出糙米面霜打造跨周期大单品系列。

盈利预测：我们预计公司 2023-2025 年收入分别为 82.09/103.88/126.43 亿元，对应增速分别为 29.1%/26.5%/21.7%；归母净利润分别为 12.26/16.02/20.14 亿元，对应增速分别为 26.2%/30.7%/25.7%；EPS 分别为 2.54/3.33/4.18 元/股。鉴于公司作为透明质酸产业链龙头，功效护肤板块四大品牌矩阵差异化定位，医美业务调整后蓄力再出发，在可比公司 2023 年平均 PE 基础上给予 10%的溢价，给予公司 2023 年 44.2 倍 PE，对应目标价 112.5 元人民币。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：监管政策超预期变化；医疗风险事故；行业竞争加剧；产品获批进度不及预期

图表 41：华熙生物盈利预测表

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	4,948	6,359	8,209	10,388	12,643
增长率（%）	87.93%	28.53%	29.09%	26.55%	21.70%
EBITDA（百万元）	1,017	1,265	1,878	2,320	2,739
归母净利润（百万元）	782	971	1,226	1,602	2,014
增长率（%）	21.13%	24.11%	26.22%	30.73%	25.73%
EPS（元/股）	1.62	2.02	2.54	3.33	4.18
市盈率（P/E）	59.7	48.1	38.1	29.2	23.2

市净率 (P/B)	8.2	7.0	6.2	5.4	4.7
EV/EBITDA	71.4	50.5	24.0	19.0	15.6

资料来源：iFind，国联证券研究所整理，股价取 2023 年 7 月 28 日收盘价

5.1.3 华东医药：国际化+高端化布局领先者

医美国际化、高端化布局领先者。1) **收购切入医美市场：**公司于 2018 年收购英国 Sinclair 战略布局医美行业，2021 年和 2022 年 Sinclair 分别收购国际能量源医美器械公司 High Tech 和 Viora，2022 年 5 月获得爱尔兰 EMA Aesthetics 能量源设备 Pré ime Derma Facial 多功能面部皮肤管理平台于除德国、英国外的全球分销权。2) **整合研发+生产+营销资源：**依托英国、荷兰、法国、瑞士、西班牙和以色列六个全球化研发中心，以及 Sinclair 在荷兰、法国、美国、瑞士、保加利亚和以色列六个全球化生产基地，形成集研发、生产制造、市场营销于一体的国际化医美业务，拥有一支国际化的医美运营和 BD 团队，搭建起全球化医美营销网络，目前产品销售已覆盖全球 80 多个国家和地区。3) **产品聚焦国际高端轻医美产品：**至 2022 年底，公司已拥有“微创+无创”医美国际化高端产品 36 款，其中海内外已上市产品达 24 款，在研全球创新产品 12 款，产品组合覆盖面部及身体填充、埋线、皮肤管理、身体塑形、脱毛、私密修复等非手术类主流医美领域，已形成综合化产品集群，产品数量和覆盖领域均居行业前列。2022 年公司医美板块实现营业收入 19.15 亿元（剔除内部抵消因素），按可比口径（剔除华东宁波）同比增长 91.11%。

海外医美：2022 年收购以来正式实现盈利，2023Q1 延续稳健增长。2022 年全球医美业务运营平台、子公司英国 Sinclair 营业收入同比增长 76.9%至 13,457 万英镑（约 11.44 亿元），EBITDA 同比增长 245.95%至 2304 万英镑，自公司收购以来首次实现年度经营性盈利。23Q1 受部分区域订单延迟影响营收增速放缓，营收同比增长 8.89%至 3380 万英镑（约 2.84 亿元），实现 EBITDA 299 万英镑。1) **注射领域：**Ellans é 聚焦长效与安全，上市多年来产品持续热销；新型高端含利多卡因透明质酸 MaiLi® 系列主打自然、持久的填充效果，2022 年收入同比增长 190%；全球唯一一款被批准可用于臀部和大腿填充的再生型产品，Lanluma®左旋聚乳酸类胶原蛋白刺激剂，2022 年收入同比增长 44%，已成海外医美业务增长的主要驱动。Sinclair 计划于 2023 年二季度陆续启动 Ellans é ®和 MaiLi®系列产品的美国市场注册工作，有望带来新的增量。2) **EBD 领域：**2022 年 Viora 公司 EBD 业务实现美洲市场的快速增长，在获得美国和欧盟注册认证外，亦积极扩大在欧盟和亚太地区的市场拓展，2023 年 Sinclair 旗下 EBD 与注射类业务的协同效应有望进一步强化。

国内医美：少女针 S 型放量与 M 型拓展并进。1) **注射领域：**Ellans é ®S 型 2021 年 8 月在中国正式上市以来受到广泛认可，截至 2022 年底，欣可丽美学签约合作医院数量已超 500 家，培训认证医生数量超过 1100 人。2022 年国内医美业务运营平台欣可丽美学实现营收 6.26 亿（2021A 为 1.85 亿），2023Q1 营收同比增长 33.83%至 2.1 亿。2023Q1 Ellans é ®M 型也已顺利完成中国临床试验受试者入组并开始随访，型号扩充后将有望带来新的增量。2) **EBD 领域：**冷冻美肤仪器酷雪 GlacialSpa®于 2022Q1 在国内完成全球首发，已与国内超过 40 家美业机构开展商业化合作；紧肤祛皱仪器 Reaction®芮艾堤®海外上市多年，于 2015 年获得 NMPA 三类械证书，并于 2023Q2 在国内重新销售推广。3) **体重管理领域：**①**利拉鲁肽注射液：**GLP-1 受体激动剂，其糖尿病适应症上市许可申请已于 2023 年 3 月获得 NMPA 批准上市；肥胖或超重适应症的上市许可申请已于 2023 年 7 月获批。②**司美格鲁肽注射液：**已完成 I 期研究并达到等效性研究终点，预计 2023 年下半年启动 III 期临床研究。

图表 42：华东医药已上市及研发阶段医美注射及埋线产品

填充			
 Ellansé® 伊妍仕® 注射用聚己内酯微球	 Lanlume® 聚左旋乳酸类胶原蛋白刺激剂	 Mallu® 系列 新型高纯透明质酸	 Perfectha® 系列 双相透明质酸
用于皮下层植入以纠正中重度唇鼻唇沟皱纹	面部和身体填充剂	面部填充	面部填充
中国已上市 全球60多个国家或地区 获注册认证或上市准入	欧盟CE认证 欧洲已上市 已落地海南博鳌乐城	欧盟CE认证 欧洲已上市	全球60多个国家或地区 获注册认证或上市准入 欧盟CE认证
填充			埋线
与Kylane公司 合作两款重点研发产品	皮肤动能素 天然<非动物源> 聚左旋乳酸微球注射剂	3款KIOmedine® 填充剂 天然<非动物源> 聚左旋乳酸微球和透明质酸 注射剂	美容埋线 Silhouette InstaLift®
研发中	研发中	研发中	
面部和身体填充剂	抗衰 改善肤质	唇部、面部 填充塑形	适用于中面部提拉手术 短智齿固定并提拉脸颊下 真皮位置
研发阶段	研发阶段	研发阶段	美国FDA认证 全球60多个国家或地区 获注册认证或上市准入

资料来源：公司公告，国联证券研究所整理

图表 43：华东医药主要已上市及研发阶段医美能量源设备产品

能量源设备：皮肤管理						
 酷雪 Glacial Spa®	 Glacial Rx™ (F1)	 Glacial Ai (F2)	 Prème DermaFacial	 Pristine™	 EnerJet	 Infusion™
研发中	研发中	研发中	研发中	研发中	研发中	研发中
皮肤美白提亮	祛除皮肤的良性 色素性病变和低温 缓解疼痛、肿胀、 炎症和血肿	全身美白	面部清洁 去角质、补水 复活和滋养肌肤	微晶磨皮 抛光皮肤表面 去角质	疤痕修复 面部提拉 真皮增厚	无创导入 改善各种皮肤状况
美国、韩国、中国 已上市	美国已上市	海外研发阶段	海外已上市	海外已上市	海外已上市	海外已上市
能量源设备：紧肤塑形						
 Cooltech	 Cooltech Define	 Define2.0	 Define3.0	 Safyre	 秀艾理® Reaction®	 Crystile
研发中	研发中	研发中	研发中	研发中	研发中	研发中
身体减脂塑形	身体减脂塑形	紧肤塑形	紧肤塑形	面部年轻化及 身体塑形	身体及面部塑形 皮肤紧致	身体减脂塑形
欧盟CE认证 欧洲已上市	欧盟CE认证 欧洲TGA认证 海外已上市	海外研发阶段	海外研发阶段	海外已上市	美国FDA认证 欧盟CE认证 海外及中国 已上市	海外已上市
全身塑形 面部年轻化	全身塑形 面部年轻化	全身塑形 面部年轻化	全身塑形 面部年轻化	全身塑形 面部年轻化	全身塑形 面部年轻化	全身塑形 面部年轻化
欧洲已上市	欧洲已上市	欧洲已上市	欧洲已上市	欧洲已上市	欧洲已上市	欧洲已上市
能量源设备：脱毛			能量源设备：多功能能量源设备			
 Primelase	 Primelase Pro	 Elyson	V系列产品			
研发中	研发中	研发中	 V10	 V20	 V30	
脱毛	脱毛	脱毛	皮肤紧致、身体和面部塑形、皮肤年轻化、脱毛等			
全球11个国家或地区 获得注册认证 或上市准入	海外研发阶段	全球7个国家或地区 获得注册认证 或上市准入	美国FDA认证、欧盟CE认证、海外已上市			

资料来源：公司公告，国联证券研究所整理

5.1.4 昊海生科：“海魅”玻尿酸认可度较高

自主研发玻尿酸，产品多层次、差异化定位。公司自主研发推出主打塑形功能的“海薇”、主打组织填充功能的“姣兰”以及主打精准雕饰功能的“海魅”，在产品特点和功效上形成差异化定位和互补式发展，满足日趋细分化、多元化的医美市场需求，且2023年2月“姣兰”新增唇部适应症进一步扩大临床应用场景；2022年第四代有机交联玻尿酸产品已完成国内临床试验、进入注册申报阶段，相较传统化学交联剂具有更好的远期安全性与更长效的特质。2022年“海魅”玻尿酸凭借无颗粒化、高内聚性、注射后不易变形移位且维持效果持久等特性在高端玻尿酸市场获得认可，带动玻尿酸产品收入同比增长27.9%至3.08亿。2023Q1医美行业复苏及“海魅”产品势能持续释放，营收整体同比增长29.1%。

投资并购拓展光电与肉毒毒素市场。2021年2月公司投资欧华美科拓展射频及激光医疗美容设备和家用仪器、创新型真皮填充剂等市场，2021年3月投资美国Eirion获得Eirion的涂抹型肉毒毒素ET-01、注射型肉毒毒素AI-09、治疗脱发白发用小分子药物ET-02等产品在中国大陆、香港及澳门特别行政区及台湾地区的独家研发、销售、商业化权利。公司通过多层次业务布局贯通医疗美容、生活美容以及家用美容三大应用场景，可满足终端客户针对表皮、真皮以及皮下组织的全方位医美消费需求。

5.1.5 锦波生物：重组胶原蛋白产业链龙头

重组胶原蛋白产业链龙头，医美注射针剂稀缺性突出。基于自主研发的重组III型

胶原蛋白及酸酐化牛 β -乳球蛋白为核心成分，公司已建立从上游功能蛋白核心原料到医疗器械、功能性护肤品等终端产品的全产业链业务体系，终端产品应用于妇科、皮肤科、外科、五官/口腔科、肛肠科、护肤等不同场景。公司第三类医疗器械“重组III型人源化胶原蛋白冻干纤维”于2021年6月获NMPA批准上市，为国内唯一获药监局批准的可注射重组人源化胶原蛋白产品。公司已在北交所上市，未来计划重点投资于品牌建设及市场推广项目，有望放大研发端、产品端稀缺性优势。

盈利预测：我们预计公司2023-2025年收入分别为7.81/11.74/15.92亿元，对应增速分别为100.2%/50.3%/35.6%；归母净利润分别为2.27/3.49/4.78亿元，对应增速分别为108.1%/53.6%/37.0%；EPS分别为3.37/5.18/7.10元/股。依据可比公司估值，给予公司2023年38.5倍PE，对应目标价129.9元人民币。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：监管政策超预期变化；医疗风险事故；行业竞争加剧；产品获批进度不及预期

图表 44：锦波生物盈利预测表

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	233	390	781	1,174	1,592
增长率（%）	44.75%	67.15%	100.15%	50.30%	35.60%
EBITDA（百万元）	87	159	337	468	606
归母净利润（百万元）	57	109	227	349	478
增长率（%）	79.62%	90.24%	108.13%	53.62%	37.00%
EPS（元/股）	0.85	1.62	3.37	5.18	7.10
市盈率（P/E）	139.6	73.4	35.3	23.0	16.8
市净率（P/B）	24.2	18.2	9.2	6.9	5.2
EV/EBITDA	93.2	44.7	22.8	15.8	11.6

资料来源：iFind，国联证券研究所整理，股价取2023年7月28日收盘价

5.1.6 复锐医疗科技：全球医美能量源设备龙头

全球医美能量源设备龙头。2013年公司通过收购深耕医美能量源设备十余年的以色列厂商Alma切入医美市场，2019年以来通过投资合作等方式布局注射填充、美容及数字牙科、个人护理等业务扩充医疗生态系统，至2022年业务已遍布全球90多个国家和地区。

扩大直销布局，贴近终端消费者。2022年公司通过在英国建立直销业务渠道，巩固及开拓欧洲市场，扩大公司直销比例，进一步提升客户体验及当地产品竞争力。延续至2023年，公司已先后于阿拉伯联合酋长国及中国布局直销渠道，扩大直销版图。中国市场作为核心战略市场，公司加大直销渠道的开发，加强协同赋能，有效推进本土化建设，深入亚太市场、构建营销网络。

扩张业务板块，打造差异化产品。公司以能量源设备作为业务主线，打造优质产品的同时，也注重市场需求扩充业务板块。2022年公司：1) 布局丝素蛋白透明质酸钠复合凝胶及面部埋线产品；2) 涉猎创新生物材料领域，引进无创贴面等高端材料与技术，丰富美容及数字牙科领域的产品组合与竞争力；3) 开发个人家用仪器产品，促进公司业务板块多元化发展，积极发挥集团内部的协同效应，推动建设互通互联的美丽健康生态系统。2023年4月公司所布局长效肉毒产品Daxxify获国家药监局审评受理，进入商业化进程快车道。

5.1.7 普门科技：乘光电类医美东风

主体体外诊断领域综合竞争力持续增强。公司基于电化学发光、免疫比浊、液相色谱、免疫荧光、血凝力学测试、分子诊断等六大技术平台，不断进行研发投入，2022 年新增国内及国际医疗器械注册/备案认证 43 项。新产品的获证和上市进一步提高了公司的行业竞争力，将加速进行进口替代，为国内、国际业务收入增长打下坚实的基础。

治疗与康复领域多项新业务协同发展。公司在治疗与康复设备围绕临床医疗和皮肤医美两大产品线，在创面治疗、呼吸重症、围术期加速康复、疼痛康复、能量医美技术平台上进行产品开发。皮肤医美领域，公司通过收购京渝激光和为人光大两家激光医疗美容企业，并升级改造优化产品性能与外观设计，形成了以激光治疗系列产品为核心的皮肤医美整体解决方案，针对公立医院皮肤整形美容科室及民营医美市场分别组建了专业化的市场营销队伍，发展了一批专业化的分销商。2022 年公司全新升级二氧化碳激光、体外冲击波治疗仪 LC-580 和新款光子治疗仪成功上市，皮肤医美产品线日趋丰富。

5.1.8 远想生物：再生医美先行者

再生医学先行者，八大品牌搭建多矩阵产品体系。公司自 2008 年成立以来，以合成生物学、高分子材料、动植物外泌体制备等关键技术，研发智造创新化妆品原料、复配中间体、创新医疗器械、生物制剂等，完善的再生医学及功效护肤产品体系，在医疗机构、生活美容、连锁零售集合店、线上零售等渠道广泛覆盖，以伊肤泉为代表的 8 大自有品牌可解决求美者在面容、私密、身体、头皮等领域的多种需求。根据证监会更新上市及辅导进展报告，远想生物拟 A 股上市，目前上市辅导已进行到第四期。

图表 45：再生医美先行者，八大品牌搭建多矩阵产品体系



资料来源：“远想生物”微信公众号，国联证券研究所整理

5.1.9 江苏创健：重组胶原蛋白产业链龙头

重组胶原蛋白产业链龙头。1) **产业化：**公司已实现“重组 III 型胶原蛋白酵母菌稳定遗传表达体系的构建”及“30 吨稳定发酵纯化技术开发”两项重大技术突破，完成重组 I、II、III、XVII 型胶原蛋白规模化、标准化生产，是目前唯一实现 XVII 型重组胶原产业化的生物科技企业。与此同时，公司旗下两款重组胶原蛋白原料（重组

III 型小分子、重组 XVII 型胶原蛋白) 被成功收入国际化妆品原料目录。2) 商业化: 公司不断拓宽重组人源胶原蛋白产品在医药、医学再生、医疗美容等高端领域的应用, 获批重组胶原蛋白二类医疗器械 30 余件, 2022 年累计 4 个三类医疗器械项目进入临床试验阶段、即将进入产品注册阶段。3) 融资: 2022 年 8 月公司完成首轮近 2 亿元股权融资, 由资生堂资悦基金领投, 华方资本、鼎晖百孚、华立医药跟投, 本轮融资将支持公司持续扩大在重组胶原蛋白生物材料市场的技术创新与产品研发的投入。

5.2 中游连锁机构

5.2.1 朗姿股份：四大医美品牌差异化定位

从衣美到颜美，医美四大品牌差异化定位。2016 年公司投资韩国整形医疗管理机构“Dream Medical Group Co.,Ltd”和整形医院“Dream Plastic Surgery”，正式进入国内医美市场，拥有了高端医美综合品牌“米兰柏羽”和轻医美连锁品牌“晶肤医美”；2018 年初收购西安知名医美整形“高一生”品牌；2019 年 8 月控股收购西安美立方医美整形医院，并于 2021 年将其更名为“西安米兰柏羽整形医院”；医美业务品牌矩阵和国际化协同效应逐渐形成；2022 年收购昆明韩辰加快推动医美业务的全国布局。至 2022 年底，公司已拥有“米兰柏羽”、“晶肤医美”、“高一生”和“昆明韩辰”等四大国内医美品牌、合计 30 家医美机构，在成都、西安两大城市已初步实现区域头部医美品牌的阶段目标，并辐射西南部区域、朝布局全国医美的战略版图迈进。2023Q1 线下场景恢复下公司的医美板块营业收入同比实现 30%+ 增长。

可复制连锁扩张模式已形成，公司有望成为集团化领先者。1) 运营端：多年医疗美容机构管理经验积累，公司已形成一整套较为科学和完善的医疗诊治、业务流程和售后服务体系，具备可复制的医美机构管控模式。2) 组织端：公司优化组织架构形成三级管理架构，按地域划分大区，成立各区域事业部，进一步整合资源、提高管理效率，匹配业务不断扩大精细化管理要求。3) 服务端：公司基于各品牌特性建立了不同品牌的流程标准体系，从环境、设施、接待、术后跟踪等各个环节为顾客提供高品质的服务体验，同时设立了服务监督机制，及时收集顾客对服务细节的反馈，进而不断完善服务标准流程。4) 人才端：通过外部引进与内部培养（如 2021 年成立的朗姿医疗委员会，2022 年启动“青苗医生培养计划”）相结合的方式，汇聚一批技艺精湛的医生团队，至 2022 年底拥有医生及医护人员 803 人，核心医师团队在行业核心期刊已发表多篇学术论文。5) 资本端：先后设立六支医美并购基金，基金整体规模达 27.56 亿元，通过基金的专业化收购和孵化医美标的，利于公司医美业务规模的持续提升。6) 品牌端：旗下四大医美品牌已在各自区域内形成较高的品牌知名度和市场占有率，朗姿医美的区域规模已经形成。基于医美技术、高端医美品牌和标准化经营能力等竞争壁垒积累，公司有望通过医美品牌在全国推广和连锁扩张成为国内医美机构集团化经营的领先者。

图表 46：至 2022 年，朗姿股份旗下四大医美品牌已形成差异化定位与区域规模

品牌	成立时间	品牌定位	数量（家）	类型	地区
米兰柏羽	2005 年成立，2016 年投资取得	坚持“品质医美”的高端综合性医美品牌	4	医院、门诊部	成都、深圳、西安
晶肤医美	2011 年成立，2016 年投资取得	专注年轻化细分市场、标准化快速复制的医美连锁品牌	23	医院、门诊部、诊所	成都、重庆、长沙、西安、咸阳
高一生	1991 年成立，2018 年收购取得	专业技术行业领先的高端医美品牌，区域医美标杆型机构	2	医院、门诊部	西安、宝鸡

昆明韩辰	2015 年成立，2022 年收购取得	注重医疗技术以及顾客体验，区域医美龙头机构	1	医院	昆明
------	---------------------	-----------------------	---	----	----

资料来源：公司公告，国联证券研究所整理

盈利预测：我们预计公司 2023-2025 年收入分别为 46.14/53.61/60.93 亿元，对应增速分别为 19.0%/16.2%/13.7%；归母净利润分别为 1.88/2.64/3.22 亿元，对应增速分别为 1067.5%/40.5%/22.0%；EPS 分别为 0.42/0.60/0.73 元/股。考虑到医美景气度与公司作为连锁医疗美容服务机构的稀缺性，在可比公司 2023 年平均 PE 基础上给与 20%溢价，给予公司 2023 年 60.4 倍 PE，对应目标价 25.6 元人民币。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：监管政策超预期变化；医疗风险事故；行业竞争加剧；门店拓展不及预期

图表 47：朗姿股份盈利预测表

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	3,833	3,878	4,614	5,361	6,093
增长率（%）	33.24%	1.19%	18.96%	16.20%	13.65%
EBITDA（百万元）	344	247	834	932	859
归母净利润（百万元）	173	16	188	264	322
增长率（%）	22.12%	-90.73%	1067.51%	40.48%	22.00%
EPS（元/股）	0.39	0.04	0.42	0.60	0.73
市盈率（P/E）	60.9	657.2	56.3	40.1	32.8
市净率（P/B）	3.6	3.7	3.5	3.2	2.9
EV/EBITDA	44.8	57.2	14.5	12.5	13.2

资料来源：iFind，国联证券研究所整理，股价取 2023 年 7 月 28 日收盘价

5.2.2 美丽田园：一站式美丽与健康管理服务提供商

一站式美丽与健康管理服务提供商，中期成长路径清晰。1) **疫后恢复。**2022 年同店下滑 11%，传统美容/医疗美容/研源医疗中心营收同比分别-13.3%/-8.9%/-4.1%，线下场景恢复将带动同店恢复增长。2) **门店拓展。**2023 年将通过内生+加盟方式开设传统美容服务门店超过 50 家，根据招股说明书规划，2024-2026 年直营服务网络年均新增 30 家以上。3) **会员输送提效。**传统美容服务活跃会员粘性强，2022 年 7.8 万直营门店活跃会员中 83.2%有复购，23.7%的传统美容服务活跃会员购买了医美服务或亚健康评估及干预服务（较 2021 年提升 2pcts）。伴随传统美容服务活跃会员流量池扩大、对于医美/健康管理服务需求增加，未来输送比例有望进一步提升。

盈利预测：维持此前盈利预测，预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 21.80/27.76/34.28 亿元，对应增速分别为 33.3%/27.3%/23.5%；归母净利润分别为 2.44/3.26/4.08 亿元，对应增速分别为 136.7%/33.4%/25.3%；EPS 分别为 1.03/1.38/1.72 元/股。考虑到公司 2023 年尚处疫情恢复期，维持公司 2024 年 33.8 港元的目标价，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济增长放缓风险；监管政策超预期变化；医疗风险事故；拓店进程不及预期

图表 48：美丽田园盈利预测表

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
--	------	------	-------	-------	-------

营业收入（百万元）	1,780.74	1,635.41	2,180.31	2,776.05	3,428.48
增长率（%）	18.46	-8.16	33.32	27.32	23.50
EBITDA（百万元）	553.22	427.28	507.32	644.62	779.33
归母净利润（百万元）	193.48	103.11	244.08	325.69	408.14
增长率（%）	28.16	-46.71	136.72	33.43	25.32
EPS（元/股）	0.82	0.44	1.03	1.38	1.72
市盈率（P/E）	21.90	41.09	17.36	13.01	10.38
市净率（P/B）	16.46	22.45	18.42	13.31	10.50
EV/EBITDA	5.99	8.46	6.23	4.01	2.46

资料来源：iFind，国联证券研究所整理，股价取 2023 年 7 月 28 日收盘价，港元兑人民币汇率按 1：0.9143 换算

5.2.3 雍禾医疗：一站式毛发医疗服务龙头

一站式毛发医疗服务龙头，疫后复苏+门店扩张+毛发生态体系落地，中期成长路径清晰。2022 年疫情影响客流与消费意愿，公司营收与净利润下滑幅度较大，2023 年消费场景与消费能力提升下有望迎来复苏，中长期看毛发医疗服务行业赛道贝塔与公司服务网络扩张下的份额提升。**1) 植发机构：**低线城市下沉+一线/新一线同城加密+特定区域布局女性发之初，预计 2023 年底全国植发医疗机构数量将由 2022 年的 63 家增加至 85 家。**2) 史云逊：**产品体系升级（妆字号-械字号/特字号产品）；在史云逊原有客户基础上扩大客户覆盖规模，建设医学诊疗体系，为客户提供全面毛发健康管理服务；持续进行史云逊单店的拓展，在更广的地域范围布局史云逊医学健发中心，提高品牌知名度和市场占有率。**3) 毛发综合医院：**上海综合毛发医院已开业运营。

盈利预测：我们预计公司 2023-2025 年收入分别为 21.92/28.64/35.98 亿元，对应增速分别为 55.1%/30.6%/25.6%；归母净利润分别为 0.93/1.88/2.49 亿元，对应增速分别为 208.1%/102.4%/32.7%；EPS 分别为 0.18/0.36/0.47 元/股。考虑到公司 2023 年尚处于疫情恢复期，依据可比公司估值，给予公司 2024 年 26 倍 PE，对应目标价 10.1 港元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：监管政策超预期变化；医疗风险事故；行业竞争加剧；拓店进程不及预期

图表 49：雍禾医疗盈利预测表

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2168.58	1412.79	2191.93	2863.73	3597.56
增长率（%）	32.37%	-34.85%	55.15%	30.65%	25.62%
EBITDA（百万元）	457.07	63.05	402.75	552.89	660.23
归母净利润（百万元）	120.19	-85.86	92.78	187.80	249.11
增长率（%）	-26.41%	-171.44%	208.06%	102.42%	32.65%
EPS（元/股）	0.23	-0.16	0.18	0.36	0.47
市盈率（P/E）	26.86	-37.61	34.80	17.19	12.96
市净率（P/B）	1.90	2.04	1.93	1.74	1.54
EV/EBITDA	4.27	44.49	5.75	3.64	2.44

资料来源：iFind，国联证券研究所整理，股价取 2023 年 7 月 28 日收盘价，港元兑人民币汇率按 1：0.9143 换算

5.2.4 医思健康：一站式美丽健康管理服务提供商

以医美业务起家，后拓展至多维度“医美+医疗”服务。医思健康于 2005 年在

香港佐敦开设旗下首间医学美容中心，于2016年在香港联交所主板上市，现已形成“7个美学医疗及美容养生品牌+34个医疗及兽医品牌”的方面多品牌服务体系，经营范围包揽医疗服务、美学医疗、美容养生、护肤保健四大板块，专业覆盖牙科、骨科、儿科、妇科、脊医、传统医美、美发美容等多元业务板块，致力于为客户提供最专业、安全、有效的医疗健康服务。

公司通过多年深耕已成为香港分散的医疗健康服务市场中居领先地位的市场整合者。公司推行多品牌策略，目前旗下品牌矩阵涵盖超越40个品牌，涵盖业务板块包括医疗，美学医疗及美容养生。多样化的品牌使公司得以触达不同的客户群体并满足其需求。各品牌发挥自身优势，确立于细分赛道的领先市场地位。公司已成功将DR REBORN打造成为连续14年市场销量领先，提供优质服务的龙头美学医疗品牌。随着公司旗下品牌矩阵的不断丰富及成熟，深化一站式健康管理服务，从而使得客户生命周期价值最大化。

5.3 化妆品品牌商

5.3.1 福瑞达：地产剥离有序进行

坚定转型大健康业务。2018年公司通过并购山东福瑞达医药集团积极推进健康产业转型，2022年11月公告拟剥离地产聚焦大健康业务，2023年4月公告拟对公司名称与经营范围进行调整，至4月28日重大资产出售交易已完成第一批次标的资产交割，第二批次标的资产相关股权及债权将于2023年10月31日前完成交割，地产剥离有序进行。

化妆品板块：“4+N”发展战略推进。聚焦四大主力品牌（专研玻尿酸护肤品牌“颐莲”，专注微生态护肤品牌“瑷尔博士”，精准护肤品牌“善颜”，以油养肤品牌“伊帕尔汗”），拥有玻尿酸、聚谷氨酸、富勒烯、薰衣草精油、依克多因、银耳多糖等核心原料优势。同时，依托“妆药同源，科技美肤”的核心优势，探索更多医学美容产品以及前沿的基因疗法等新兴护肤科技。

1) 瑷尔博士：专注微生态护肤，2022年收入体量已超10亿。①**渠道：**天猫渠道采取多爆品策略，四大爆品益生菌面膜、益生菌水乳、洁颜蜜、反重力水乳销售金额占比结构优化，抖音渠道坚持生产深度优质内容打造品牌知名度。②**营销：**通过品牌代言人升级、组织行业微生态大会、打造联合IP等形式传播品牌。③**产品：**2022年推出新品“闪充精华”，拥有国内首创独家双菌发酵褐藻技术，主打改善衰老皮肤微生态和抗皱功效。

2) 颐莲：定位玻尿酸护肤，2022年收入体量已超7亿。①**渠道：**深耕天猫、京东等传统电商平台外，开拓抖音、快手、小红书、有赞等新媒体渠道，加大直播电商布局，直播销售同比提升。②**营销：**通过成分科普、事件营销、明星营销、文化助力等品牌动作赋能品牌势能提升。

医药板块：积极拓展线上渠道。涵盖中药及化药制剂、生化药品及销售团队，拥有施沛特、颈痛颗粒、小儿解感颗粒等多个知名品牌；旗下明仁福瑞达依托遍布全国的销售网络，通过经销商等渠道将产品销往全国各地的医院、基层医药机构和药店等医疗服务终端；积极拓展线上营销渠道，助力销售业绩提升，2023Q1医药板块收入同比增长59%。

原料及衍生产品、添加剂板块：透明质酸原料领先。①**旗下焦点福瑞达：**全球领先的透明质酸原料生产基地之一，在透明质酸行业产量及销量均名列前茅，至2022

年拥有透明质酸原材料 420 吨/年的产能。②旗下福瑞达生物科技：通过打造“商务+技术+市场”的销售模式，促进玻色因、依克多因等化妆品原料持续提升市场份额；添加剂领域打造大单品计划，2022 年纳他霉素产能大幅提升，全球市场占有率已超过 40%。

盈利预测：我们预计公司 2023-2025 年收入分别为 50.48/57.57/67.21 亿元，对应增速分别为-61.0%/14.0%/16.8%；归母净利润分别为 3.97/5.04/6.03 亿元，对应增速分别为 773.7%/26.8%/19.6%；EPS 分别为 0.39/0.50/0.59 元/股。依据可比公司估值，给予公司 2023 年 32.8 倍 PE，对应目标价 12.8 元人民币。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧；新品牌不及预期；新产品不及预期；地产剥离进度不及预期

图表 50：福瑞达盈利预测表

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	12,363	12,951	5,048	5,757	6,721
增长率（%）	-9.20%	4.76%	-61.02%	14.04%	16.75%
EBITDA（百万元）	835	738	884	976	1,089
归母净利润（百万元）	362	45	397	504	603
增长率（%）	-43.34%	-87.44%	773.68%	26.83%	19.64%
EPS（元/股）	0.36	0.04	0.39	0.50	0.59
市盈率（P/E）	28.9	230.4	26.4	20.8	17.4
市净率（P/B）	2.7	2.8	2.6	2.4	2.1
EV/EBITDA	21.6	18.8	9.6	8.0	6.4

资料来源：iFind，国联证券研究所整理，股价取 2023 年 7 月 28 日收盘价

5.3.2 丸美股份：经营拐点或已现

作为国内中高端美妆市场头部企业，公司于 2020 年开启数字化转型，三年持续推进，成效已初步显现，2023Q1 营收与净利润均实现 20%+的增长。

产品端-丸美：聚焦头部，优化长尾，分渠分品。①线上：聚力动感科技眼霜小红笔、夯实丸美眼霜心智；逐步渗透重组胶原蛋白小金针次抛精华、以生物科技大单品发展第二大核心抗衰精华品类；补充重组双胶原奶油霜、冻干面膜满足消费者多重需求。②线下：以艺术家 IP 联名套盒、节日套盒适配礼赠需求；以重组胶原蛋白冻干粉护理套盒等产品为抓手加强终端在店体验，提高用户粘性。

产品端-恋火：PL 恋火秉持“人人都是彩妆师”理念，以大单品策略稳步渗透高质极简的底妆心智，底妆 SKU 丰富（PL 看不见粉底液-PL 看不见粉饼、PL 蹭不掉粉底液）与渠道拓展并进（对天猫、抖音自播及线下新零售渠道）。

渠道端：2022Q4 线上电商运营效能实现突破。公司坚定不移推行线上电商渠道转型，根据不同平台属性用零售思维对货盘调整优化、对团队打散重组、对机制拆解细化，2022 年天猫逐季优化并于 Q4 恢复正增长，抖音 Q4 开始放量、抖音快手自播全年占比超过达播。

营销端：强化营销与市场的协同与联动，从曝光、种草、转化三维度分季度有节奏稳步推进营销活动，通过明星代言人、优化营销种草内容、极富传统文化色彩的歌舞与艺术等方式，实现品牌力、传播力、转化力齐增长。

展望未来，数字化转型 2.0 开启，产业生态布局积极推进。

三年数字化转型推进下，公司已于 2022 年完成数字化 1.0 建设（数字中台的全方位搭建），2023 年开启数字化转型 2.0 建设，进一步强化数字中台与公司上下各业务执行细节的应用和转化，通过积累数据资产运用数据资产来沉淀用户资产。同时，积极推进美与健康领域的产业生态布局，2022 年成立第四期产业基金，新增投资科技再生材料注射类美容公司“摩漾生物”，累计投资的 12 个项目已覆盖医学美容、男士护理、母婴护理、口腔护理、美容仪护理、健康食品，以及化妆品制造、内容制作等多个生态领域。

盈利预测：我们预计公司 2023-2025 年收入分别为 21.99/26.61/31.14 亿元，对应增速分别为 27.0%/21.0%/17.0%；归母净利润分别为 3.08/3.85/4.63 亿元，对应增速分别为 76.9%/25.1%/20.1%；EPS 分别为 0.77/0.96/1.15 元/股。考虑到公司彩妆品牌恋火正处于势能提升期、已成为公司业绩第二增长曲线，主品牌大单品策略、线上化转型持续推进，在可比公司 2023 年平均 PE 基础上给予 40% 的溢价，给予公司 2023 年 44.7 倍 PE，对应目标价 34.4 元人民币。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：市场竞争加剧；新品推广不及预期；线下复苏不及预期；数字化转型不及预期

图表 51：丸美股份盈利预测表

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1,787	1,732	2,199	2,661	3,114
增长率（%）	2.41%	-3.10%	27.00%	21.00%	17.00%
EBITDA（百万元）	303	221	539	628	720
归母净利润（百万元）	248	174	308	385	463
增长率（%）	-46.61%	-29.74%	76.85%	25.11%	20.11%
EPS（元/股）	0.62	0.43	0.77	0.96	1.15
市盈率（P/E）	48.7	69.2	39.2	31.3	26.1
市净率（P/B）	3.9	3.8	3.6	3.3	3.1
EV/EBITDA	38.1	56.6	19.3	15.9	13.3

资料来源：iFind，国联证券研究所整理，股价取 2023 年 7 月 28 日收盘价

5.3.3 敷尔佳：透明质酸敷料龙头

透明质酸敷料龙头，市场嗅觉灵敏。公司以肌肤问题解决类产品作为主要切入点，打造了“敷尔佳”品牌 II 类医疗器械类敷料产品，2020 年已成为透明质酸医用敷料龙头。**1) 产品：**公司基于对透明质酸钠及胶原蛋白的研究，公司形成了以适用于轻中度痤疮、促进创面愈合与皮肤修复的 II 类医疗器械类产品为主，多种形式的功能性护肤品辅的立体化产品体系。**2) 渠道：**公司已建立线上线下深度协同的销售渠道，并且利用经销、直销、代销多种方式触达终端消费场景。公司根据市场趋势以及发展情况，实现了销售渠道的全面化，并在各个细分渠道不断创新，形成精细化、专业化、立体化的销售布局。**3) 营销：**公司根据市场形势的变化持续进行销售推广模式的创新，早期阶段抓住高性价比的社交营销红利期，奠定良好的口碑基础。目前已形成传统媒体、新媒体、移动端、公众号及小程序等多层次推广矩阵，实现从广度到精度的品牌推广。**通过多渠道布局的销售策略、线上线下相结合的营销思路，公司已逐步形成覆盖医疗机构、美容机构、连锁零售药店、化妆品专营店及大型商超等多元化终端销售矩阵。**

盈利预测：我们预计公司 2023-2025 年收入分别为 19.04/20.24/21.55 亿元，对应

增速分别为 7.6%/6.3%/6.5%；归母净利润分别为 8.50/9.02/9.57 亿元，对应增速分别为 0.4%/6.0%/6.1%；EPS 分别为 2.13/2.25/2.39 元/股。依据可比公司估值，给予公司 2023 年 31.1 倍 PE，对应目标价 66.2 元人民币。

风险提示：市场竞争加剧；新品推广不及预期；线下复苏不及预期；流量成本上升，影响公司盈利能力

图表 52：敷尔佳盈利预测表

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1,650	1,769	1,904	2,024	2,155
增长率（%）	4.08%	7.25%	7.59%	6.32%	6.50%
EBITDA（百万元）	1,082	1,121	1,157	1,229	1,304
归母净利润（百万元）	806	847	850	902	957
增长率（%）	24.38%	5.15%	0.37%	6.04%	6.12%
EPS（元/股）	2.01	2.12	2.13	2.25	2.39
市盈率（P/E）	27.6	26.3	26.2	24.7	23.3
市净率（P/B）	11.5	8.0	6.1	4.9	4.1
EV/EBITDA	20.1	18.6	17.5	15.7	14.0

资料来源：iFind，国联证券研究所整理，股价取发行价

5.3.4 水羊股份：自主品牌+代理业务双轮驱动

坚持“自有品牌与代理品牌双业务驱动”的发展战略。自有品牌方面，公司旗下拥有“御泥坊”、“伊菲丹”、“小迷糊”、“大水滴”、“御”、“VAA”、“HPH”等多个自有品牌，产品品类覆盖面膜、水乳膏霜、彩妆、清洁洗护等；代理业务方面，公司与众多海外品牌达成合作，包括城野医生、KIKO、Cellest-C、美斯蒂克等，并于 2018 年推出了独立开放平台“水羊国际”，为海外进入中国市场的美妆品牌提供资本、品牌、产品等多维度的赋能。2022 年公司收购高奢护肤品牌 EDB，通过聚焦品牌心智的进一步塑造、产品梯队建设及市场活动宣传，以及在高端百货、高端酒店 SPA 渠道的布局，品牌会员进一步渗透中国高端人群，成为 SKP-S 高端护肤线 TOP2 品牌。海外优秀品牌的收购进一步提升公司在自主高端品牌的建设，同时也加强海外研发及供应链能力、以及海外高端渠道的拓展能力，提升公司全球协同效应，迈出了国际化发展的关键步伐。

盈利预测：我们预计公司 2023-2025 年收入分别为 56.36/65.69/76.06 亿元，对应增速分别为 19.3%/16.6%/15.8%；归母净利润分别为 2.91/3.91/4.61 亿元，对应增速分别为 132.9%/34.5%/17.9%；EPS 分别为 0.75/1.00/1.18 元/股。依据可比公司估值，给予公司 2023 年 32.74 倍 PE，对应目标价 24.4 元人民币。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧；新品牌不及预期；新产品不及预期；流量成本上升，影响公司盈利能力

图表 53：水羊股份盈利预测表

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	5,010	4,722	5,636	6,569	7,606
增长率（%）	34.86%	-5.74%	19.34%	16.56%	15.78%
EBITDA（百万元）	336	220	544	668	749
归母净利润（百万元）	236	125	291	391	461
增长率（%）	68.54%	-47.22%	132.95%	34.54%	17.92%

EPS（元/股）	0.61	0.32	0.75	1.00	1.18
市盈率（P/E）	31.3	59.2	25.4	18.9	16.0
市净率（P/B）	4.6	4.2	4.0	3.8	3.6
EV/EBITDA	21.0	31.2	15.5	12.6	11.1

资料来源：iFind，国联证券研究所整理，股价取 2023 年 7 月 28 日收盘价

5.3.5 上海家化：老牌国货焕发新生

上海家化：公司作为老牌国货，专注美妆、个护家清、母婴三大领域，旗下玉泽、佰草集、六神、美加净等品牌知名度与美誉度较好。品牌发展上持续推动品牌高端化、年轻化、专业化，渠道上积极推进渠道进阶、调整战略布局，满足新生代消费者对产品和服务更高的要求。精细化运营不断提升组织效率，2023 年在品牌代言人、达播矩阵发展、口碑种草提升、平台及营销 IP 合作等多方面均有大力拓展。

盈利预测：我们预计公司 2023-2025 年收入分别为 84.45/94.99/104.43 亿元，对应增速分别为 18.8%/12.5%/9.9%；归母净利润分别为 7.20/8.77/10.01 亿元，对应增速分别为 52.6%/21.7%/14.2%；EPS 分别为 1.06/1.29/1.47 元/股。依据可比公司估值，给予公司 2023 年 31.2 倍 PE，对应目标价 33.2 元人民币。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：行业竞争加剧；新品牌不及预期；新产品不及预期；流量成本上升，影响公司盈利能力

图表 54：上海家化盈利预测表

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	7,646	7,106	8,445	9,499	10,443
增长率（%）	8.73%	-7.06%	18.84%	12.48%	9.94%
EBITDA（百万元）	986	734	1,172	1,336	1,443
归母净利润（百万元）	649	472	720	877	1,001
增长率（%）	50.92%	-27.29%	52.62%	21.67%	14.24%
EPS（元/股）	0.96	0.70	1.06	1.29	1.47
市盈率（P/E）	30.1	41.4	27.1	22.3	19.5
市净率（P/B）	2.8	2.7	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA	24.9	25.3	13.4	11.0	9.5

资料来源：iFind，国联证券研究所整理，股价取 2023 年 7 月 28 日收盘价

6. 风险提示

宏观经济增长放缓风险。消费行业受宏观经济影响较大，若宏观经济放缓，将影响行业恢复。

新品牌发展低于预期风险。品牌拓展进程关乎企业未来发展，品牌孵化不及预期或使市场对公司能力产生质疑。

监管政策超预期变化。医疗美容行业属于新兴行业，监管政策陆续出台规范行业发展，若监管力度超预期变化，或对行业渗透率提升产生重要影响。

医疗风险事故。医美注射产品属于医疗器械，若出现医疗风险事故，或对公司品牌声誉产生重要影响。

产品获批进度不及预期。医美注射产品研发上市流程较长，若无法按照预期进度

上市或对当期业绩产生一定影响。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		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6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/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一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼