

颜值经济系列深度报告之三

进击的水光针——持续高频、高增、本土化的“玻尿酸+”注射产品 增持（维持）

2021年07月11日

证券分析师 吴劲草

执业证号: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 张家璇

执业证号: S0600520120002

zhangjx@dwzq.com.cn

证券分析师 朱国广

执业证号: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 汤军

执业证号: S0600517050001

tangj@dwzq.com.cn

投资要点

- **水光针是作用于真皮层的入门级注射项目。**水光针是一种“中胚层疗法”，注射部位多为真皮层浅层至中层，具有补水、保湿效果。狭义上水光针仅指“纯HA类”的基础水光，实际应用中还包括“HA+营养素类”、“以某一其他成分为主类”和“协同多个成分类”的水光。
- **需求端：轻医美需求靠前，我们预计至2025年终端规模>200亿元。**水光针操作便捷、消费高频，在轻医美中排名靠前，位居更美APP 2020年轻医美订单量前五。我们假设2020年水光消费人群渗透率为15%-30%、平均注射频次为2次/年、终端均价范围为900~1000元/支，则我们预计2020年水光终端规模中值为62.5亿元。假设2021-2025年水光类规模同比增速均高于注射类整体5pct（CAGR=28.5%），则预计至2025年终端规模超200亿元。
- **供给端：正规产品稀少，行货有望逐步替代水货，持续本土化。**我国水光市场正规产品稀少，透明质酸类完全合规的水光产品仅三款，长期存在较多不规范现象，2020年每三支水光针中就有两支不合规。随着国家加大力度整治医美乱象和消费者正规意识的提升，未来水货、假货的生存空间或被不断挤压，行货有望持续逐步替代水货份额。从竞争格局看，水光针是本土化趋势较强的注射品类之一。爱美客、华熙生物的水光针产品嗨体、润致、丝丽均有较高知名度，NMPA批准的三个透明质酸相关的III类水光针批证之中，有两个来自于国内医美企业，有望率先受益于未来行货份额的提升趋势。
- **海外龙头经验：水光与填充并举，差异化铸就牢固壁垒。**我们梳理了海外医美龙头菲洛嘉、高得美和艾尔建美学的产品线和水光产品特点，发现以下特点：一是兼顾水光与透明质酸填充产品，形成良好的品牌和销售协同；二是水光产品均具有较强差异性，例如采用专利NASHA技术、Vycross技术延长维持时间，以及拥有专利成分NCTF等；三是持续根据消费者需求实现产品迭代。
- **投资建议：重点推荐国内少数获得正规III类医疗器械水光认证的爱美客和华熙生物。**其中，爱美客是国内“HA+营养素类”水光代表，其拳头产品“嗨体”系列即为水光产品；华熙生物通过“润致”和“丝丽”双品牌布局水光。
- **风险提示：市场竞争加剧、产品研发进度不及预期、行业政策变化、产品安全风险。**

行业走势



相关研究

- 1、《颜值经济系列深度报告之二：掘金肉毒素——高门槛，强增长的医美上游注射产品》2021-06-10
- 2、《颜值经济系列深度报告之一：变美步履不停，“颜值经济”浪潮来临》2021-05-26

表1：重点公司估值（截至2021年7月9日收盘）

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润(亿元)			PE			投资评级
				2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	
300896.SZ	爱美客	1595	737.20	4.40	8.04	11.57	363	198	138	买入
688363.SH	华熙生物	1365	284.30	6.46	7.91	9.96	211	172	137	买入

资料来源：Wind，东吴证券研究所（注：归母净利润均为东吴证券预测值）

内容目录

1. 引子：轻医美项目作用层次不同，水光针是作用于真皮层的入门级项目	5
2. 水光针属于中胚层疗法，常通过复配达到多重功效	5
3. 水光针需求旺盛，我们预计至 2025 年终端规模在 200 亿元以上	8
4. 正规产品稀少，行货有望逐步实现对水货替代，持续本土化	11
5. 探路海外水光类龙头：水光与填充并举，差异化铸就牢固壁垒	16
5.1. 菲洛嘉——擅长“HA+营养素类”水光	16
5.2. 高德美——瑞蓝 SKINBOOSTERS 是推出较早的高端基础水光	18
5.3. 艾尔建美学——主打水光为 VOLITE 保湿针	20
6. 重点推荐：爱美客、华熙生物	23
6.1. 爱美客——国内“HA+营养素类”水光代表，“嗨体”系列属于水光产品	23
6.2. 华熙生物——润致&丝丽双雄，抢占中高端“纯 HA 类”水光和“动能素类”水光市场	26
7. 投资建议	30
8. 风险提示	30

图表目录

图 1: 轻医美项目分别作用于皮肤不同层次、筋膜层和肌肉	5
图 2: “中胚层疗法”是作用于皮肤真皮层的医疗美容方式	6
图 3: 水光针作用层次较化妆品更深	6
图 4: 水光针治疗效果	6
图 5: 水光针按成分分类	7
图 6: 水光针在轻医美订单量排名靠前	9
图 7: 2020 年水光产品终端规模测算敏感性分析 (单位: 亿元)	10
图 8: 我国注射类医美产品市场规模及增速	10
图 9: 2021-2025 年注射类和水光类市场规模增速预测	10
图 10: 我们预计至 2025 年水光产品终端规模有望达到 200 亿元以上	10
图 11: 水光类产品价格带分布情况	11
图 12: 2020 年每三支水光针就有两支不合规	14
图 13: 被部分机构当作水光针注射的菲洛嘉精华液是“妆字号”产品	14
图 14: 部分美容店违规销售水光产品	15
图 15: 2019 年我国合法合规医美机构占比仅 12%	15
图 16: 注射水光产品应选择取得正规资质的医美机构	16
图 17: 选择品牌方合作的机构和认证的医生安全性更高	16
图 18: 菲洛嘉业务架构 (截至 2021 年 7 月)	17
图 19: 菲洛嘉医美相关产品推出时间轴	17
图 20: 高德美业务架构 (截至 2021 年 7 月)	19
图 21: 瑞蓝医美产品推出时间轴	19
图 22: 艾尔建美学医美业务板块	21
图 23: 乔雅登主要医美产品推出时间轴	22
图 24: 爱美客水光产品一览	24
图 25: 嗨体营业收入规模及增速	24
图 26: 嗨体营业收入占比变化	24
图 27: 爱美客打造的分层皮肤科价值体系	25
图 28: 润致“娃娃针”水光产品	28
图 29: 润致“御龄双子针”水光产品	28
图 30: 2013 年丝丽获得欧洲抗衰老学会颁发的“最佳美塑产品奖”	28
图 31: 2020 年丝丽获得“瑞丽时尚盛典年度美容创新奖”	28
图 32: 丝丽独家的“CT50”专利	29
图 33: 丝丽 SRN 技术图示	29
表 1: 重点公司估值 (截至 2021 年 7 月 9 日收盘)	1
表 2: 部分水光针复配方案及效果	8
表 3: 水光针按注射方式分类	8
表 4: 水光产品终端规模测算假设条件及依据	9
表 5: 我国主要水光类产品概览	12
表 6: 正规水光类产品对比	14

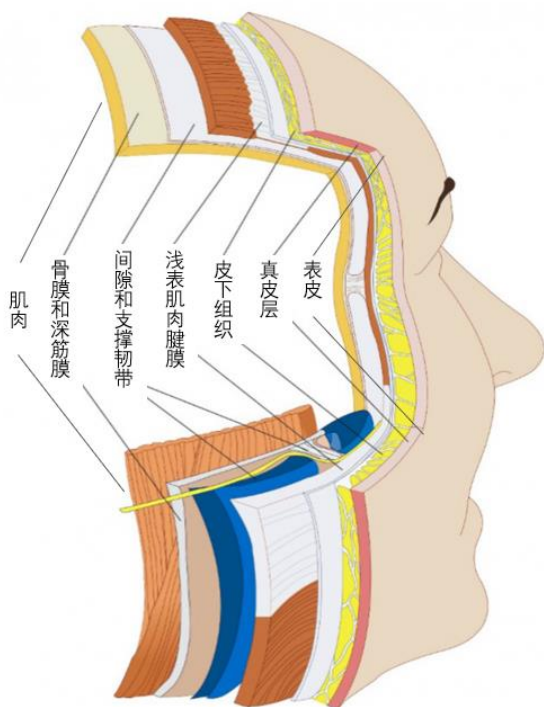
表 7: 2017 年以来医疗美容行业监管政策及整顿行动梳理	15
表 8: 菲洛嘉水光类产品对比	18
表 9: 瑞蓝水光针产品对比	20
表 10: 乔雅登水光针简介	22
表 11: 爱美客医美产品线	23
表 12: 爱美客水光产品特点对比	24
表 13: 爱美客通过水光产品的搭配组合提升产品商品化	26
表 14: 华熙生物医美产品线	26
表 15: 华熙生物水光产品特点对比	27
表 16: 丝丽动能素主要产品特点对比	29
表 17: 公司估值表 (基于 2021 年 7 月 9 日收盘价)	30

1. 引子：轻医美项目作用层次不同，水光针是作用于真皮层的入门级项目

轻医美项目作用于皮肤的不同层次、筋膜层和肌肉。皮肤主要由表皮、真皮层和皮下组织组成，在皮下脂肪和肌肉之间还有包括筋膜层，包括浅表肌肉腱膜、间隙和支撑韧带以及骨膜和深筋膜，筋膜层以下是肌肉。轻医美项目可根据各自特点作用于皮肤的不同层次、筋膜层和肌肉。

维持时间较久的医美项目一般作用层次较深、操作难度也较大，水光针是作用于真皮层的入门级项目。一般而言，可维持时间较久的医美项目作用层次也较深，例如光电类项目热玛吉、超声刀等均作用于真皮层以下，少女针、大分子玻尿酸甚至作用于骨膜和深筋膜。同时，该类项目也对医生的经验和技術形成较大考验，品牌商往往会指定具有资质的认证医生为消费者操作。水光针的作用深度通常为 1-2 毫米左右，主要作用于皮肤的真皮层浅层，属于医美的入门级项目，因为操作难度和风险性较低，更容易被消费者所接受。

图 1：轻医美项目分别作用于皮肤不同层次、筋膜层和肌肉



作用层次	项目示例
表皮 (0.1-1.5mm)	护肤品、果酸焕肤、无针水光、海菲秀
真皮层 (1.5-3mm)	水光针、中分子玻尿酸、童颜针、光子嫩肤、点阵、激光脱毛、家用射频美容仪、热拉提
皮下组织 (3-4.5mm)	溶脂针、冷冻溶脂、射频溶脂、热玛吉
浅表肌肉腱膜/SMAS (>4.5mm)	童颜针、少女针、超声刀、埋植线
间隙和支撑韧带、骨膜和深筋膜	童颜针、少女针、微晶瓷、大分子玻尿酸
肌肉	肉毒素

数据来源：一点资讯，东吴证券研究所

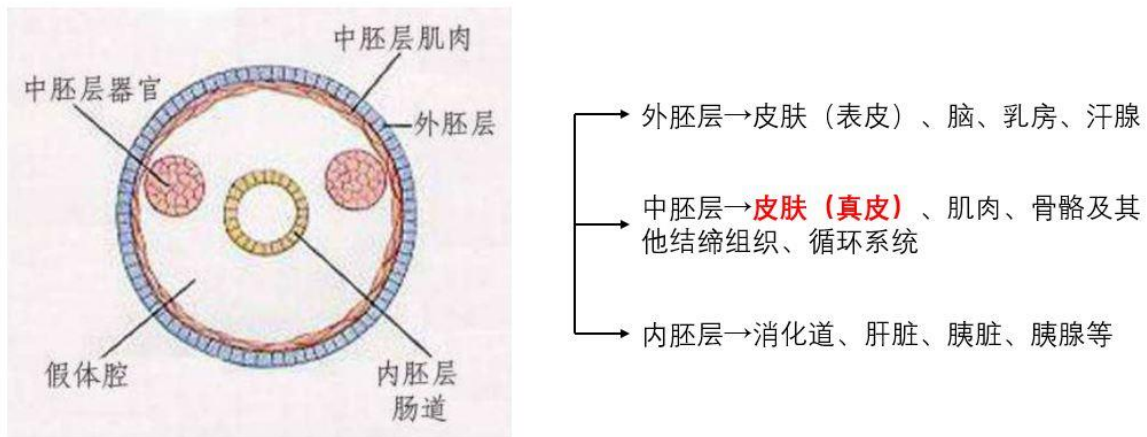
2. 水光针属于中胚层疗法，常通过复配达到多重功效

水光针是一种“中胚层疗法”，注射部位多为真皮层浅层至中层，具有明显补水、保湿效果。水光针是指利用真空负压技术，将玻尿酸为主的营养成分注入皮肤真皮层内

的一种医学美容方法。水光针又被广泛地称作一种“中胚层疗法”，主要系其注射的层次“真皮层”是由胚层组织中的“中胚层”发育而来，水光针是围绕中胚层组织进行的治疗。水光针一般以透明质酸为基底，可有效提升皮肤含水量、补水保湿，同时可根据添加的营养成分可起到提亮肤色、改善毛孔、平复细纹等作用。

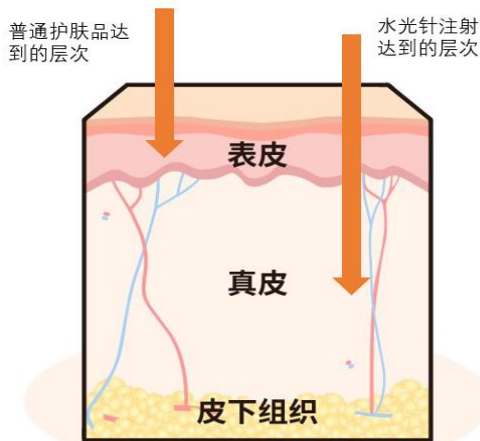
图 2：“中胚层疗法”是作用于皮肤真皮层的医疗美容方式

“中胚层疗法”原理



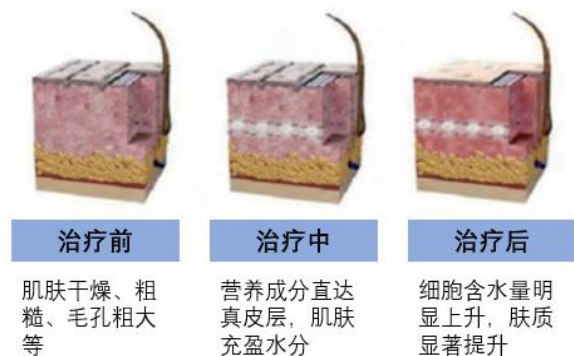
数据来源：柠檬爱美 APP，东吴证券研究所

图 3：水光针作用层次较化妆品更深



数据来源：新氧 APP，东吴证券研究所

图 4：水光针治疗效果



数据来源：新氧 APP，东吴证券研究所

从成分看，狭义上水光针仅指纯 HA 制剂的基础水光，广义上或实际应用中水光针可分为四大类，包括纯 HA 制剂、富含多种营养素的 HA 制剂、以某一其他成分为主的制剂和协同多个成分的配方制剂。

(1) 纯 HA 制剂：核心成分仅有医用透明质酸，补水效果较强。作为基础水光，可单独使用，也可搭配其他富含营养素的水光产品使用，例如润百颜水光、润致熨纹针、

瑞蓝唯琨、欣菲聆水光、海月兰水光等；

(2) 以 HA 为载体、富含多种营养素的制剂 (动能素): 除了非交联的透明质酸, 还包含维生素、氨基酸、矿物质、核酸等多种营养素, 起到保湿、美白、抗氧化等功效, 可单独注射动能素, 也可和基础水光搭配注射, 产品例如菲洛嘉动能素、丝丽动能素、嗨体系列、态活等;

(3) 以某一其他成分为主的制剂: 例如胶原蛋白为主要成分的水光针和以多聚脱氧核苷酸(PDRN)为主要成分的水光针。以胶原蛋白为主要成分的水光产品一般非交联, 主要作用为紧致肌肤和收缩毛孔, 产品例如肤柔美、思美瑞、伊肤泉; 以 PDRN/PN 为主要成分的水光产品又被称为婴儿针, PDRN 提取于三文鱼的生殖细胞, PN 是由 PDRN 二次精制的产品, 主要功效为抗炎、修复, 产品例如意大利 Placentex 三文鱼、韩国丽珠兰和韩国普丽兰;

(4) 协同多个成分的配方制剂 (聚能素): 含有多种营养成分, 对肌肤形成针对性补给, 例如解决皮肤暗沉的英诺小棕瓶和瑞恩诗皓白聚能素。

图 5: 水光针按成分分类



数据来源: 各品牌官网, 东吴证券研究所

不同类型水光类产品之间可通过复配达到复合功效, 常见搭配方案为基础水光与其他类型水光的搭配。根据个人需求, 水光类产品之间可通过复配达到多重功效, 最常见的搭配方式是基础水光与其他水光类产品之间的复配, 例如基础水光与婴儿针类搭配有

抗敏、收缩毛孔的功效，与英诺小棕瓶搭配可淡化色斑、抑制黑色素。如果是单纯希望达到补水功效，也可单独注射基础水光。

表 2: 部分水光针复配方案及效果

搭配方案	效果
基础水光+婴儿针/三文鱼	敏感肌、收缩毛孔、祛红血丝
基础水光+丽珠兰+菲洛嘉	油皮痘肌、抗衰
基础水光+英诺小棕瓶	美白、抑制黑色素
基础水光+菲洛嘉+三文鱼	全能功效，补充皮肤所需各种营养成分

数据来源：新氧，东吴证券研究所

从作用方式看，水光针一般指注射类水光，广义上也包含微针类水光、无针类水光和涂抹式水光。其中，注射类水光和微针类水光需要破皮，无针类水光和涂抹式水光是非破皮的。(1) 注射类水光：作用深度最深，主要作用于真皮层的浅层，主要通过负压机打或手打方式将透明质酸等营养成分注入皮肤，以实现全方位的营养补给；(2) 微针类水光：主要作用于表皮层，也可深达真皮层浅层，主要通过微针滚针机械的方式，刺激皮肤破皮和胶原再生，以达到收缩毛孔、祛除黑色素等作用；(3) 无针类水光：包括微晶类、高压喷射类等方式，通过不破皮方式打开皮肤通道，将营养物质输送到皮肤表皮层较深层次；(4) 涂抹式水光：直接采用涂抹方式将小分子透明质酸为主的成分渗透至皮肤表皮层。

表 3: 水光针按注射方式分类

分类	作用层次	作用深度	维持时间	原理
注射类水光针	主要作用于皮肤真皮层浅层	1-3mm	1-3 个月	通过机打或手打方式，将玻尿酸、胶原蛋白等营养成分导入皮肤真皮层，对皮肤进行全方位营养补给
微针类水光	主要作用于表皮层、真皮层浅层	0.5-2mm	1 个月	利用带微针滚轮的工具，通过破皮的机械形式刺激皮肤胶原再生，达到收缩毛孔、祛除黑色素等作用
无针类水光	表皮基底层	< 1.5mm	2 周	利用雾化营养液、高压喷射、微晶导入等不破皮的形式将营养物质输送给皮肤较深层次
涂抹式水光	表皮角质层	< 0.04mm	< 1 周	以小分子透明质酸为主要成分，直接将营养液涂抹至脸部，具有补水保湿、亮肤美白等作用

数据来源：新氧，有来医生，东吴证券研究所

3. 水光针需求旺盛，我们预计至 2025 年终端规模在 200 亿元以上

水光针需求旺盛，在轻医美中需求排名靠前。水光针作为医美的入门级项目，操作十分便捷，操作全程仅需 1-1.5 小时，被称为“午休项目”。另外，水光针主要作用是补水保湿，还兼具收缩毛孔、改善肤色等作用，超过 25 岁的女生均可通过定期注射水光针维持较好的皮肤状态，潜在消费群体广阔。因此，水光针一直是轻医美中的热门项目，

位居更美 2020 年轻医美订单量前五。

图 6: 水光针在轻医美订单量排名靠前

更美2020年轻医美订单量TOP10项目		
1.肉毒素注射	2.玻尿酸注射	3.小气泡
4.光子嫩肤	5.水光针	6.脱毛
7.水氧活肤	8.果酸焕肤	9.吸脂
10.热玛吉		

数据来源：更美网，东吴证券研究所

我们预计 2020 年水光产品注射人数在 200 万人以上，终端规模在 55-70 亿元。

(1) 我们假设每年水光产品注射人数占医美用户比例为 15%-30%，根据艾媒咨询 2020 年中国医美用户规模约为 1520 万人，则水光类注射人数约为 200~450 万人；

(2) 水光产品维持时间各有不同，一般平均 3-4 个月需要重复注射，但消费者消费频次有所差别，我们假设平均注射频次为 2 次/年；

(3) 根据德勤咨询统计，2018 年水光针平均客单价为 883 元/支，鉴于近年来嗨体、瑞蓝唯瑅等中高端基础水光和复合水光需求旺盛，我们假设水光针终端价格总体每年有 <7% 的提升，则假设 2020 年水光针均价范围为 900~1000 元/支；

(4) $\text{水光产品终端规模} = \text{注射人数} * \text{注射频次} * \text{注射均价}$ ，则根据测算我们预计 2020 年水光产品终端规模范围在 35~90 亿元，中值为 62.5 亿元。

表 4: 水光产品终端规模测算假设条件及依据

项目	假设条件	假设依据
2020 年中国医美用户规模 (万人)	1520	根据艾媒咨询假设
预计水光针注射人数 (万人)	200~450	根据艾瑞咨询，2020 年中国医美用户中注射过水光针的占比为 34.1%，假设 2020 年当年水光针注射人数占总体比例范围约为 15%-30%，人数在 200~450 万人之间
预计水光针平均注射频次 (次/年)	2	水光针维持时间各有不同，平均 3-4 个月需要重复注射，我们假设平均注射频次为 2 次/年
预计水光针均价 (元/次)	900~1000	根据德勤咨询统计，2018 年水光针平均客单价为 883 元/支，鉴于近年来嗨体、瑞蓝唯瑅等中高端基础水光和复合水光需求旺盛，我们假设水光针终端价格总体每年有 <7% 的提升，则 2020 年水光针均价范围为 900~1000 元/支

数据来源：艾媒咨询，艾瑞咨询，德勤咨询，东吴证券研究所测算

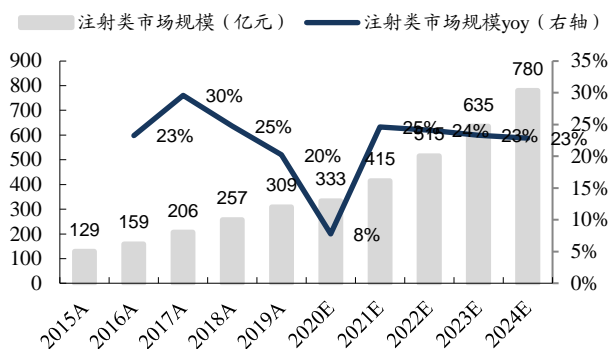
图 7：2020 年水光产品终端规模测算敏感性分析（单位：亿元）

		水光针均价（元/针）				
		900	925	950	975	1000
水光针注射人数（万人）	200	36	37	38	39	40
	250	45	46	48	49	50
	300	54	56	57	59	60
	350	63	65	67	68	70
	400	72	74	76	78	80
	450	81	83	86	88	90

数据来源：艾媒咨询，艾瑞咨询，德勤咨询，东吴证券研究所测算

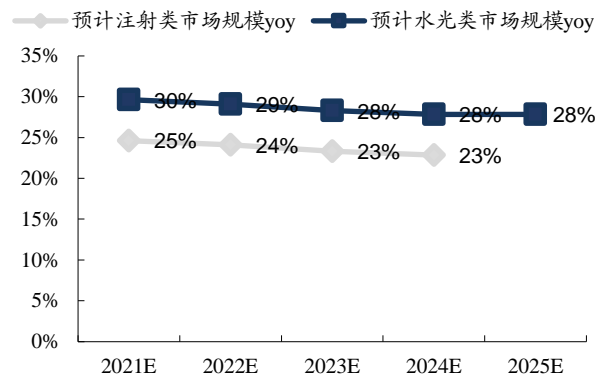
水光类是注射产品中增速较快的产品，参照注射类增速，我们预计到 2025 年水光产品终端规模有望达到 200 亿元以上。我们以对 2020 年水光类终端规模预测的中值 62.5 亿元为基值。鉴于水光针需求持续旺盛，位列 2021 年 Mob 研究院 95 后计划医美项目第二位，我们预计其增速高于注射类整体。据 Frost&Sullivan 预测，2021-2024 年注射类整体同比增速预计分别为 25%/24%/23%/23%，我们假设 2021-2024 年水光类同比增速均高于注射类整体 5pct，且假设 2025 年水光类同比增速与 2024 年相同。由此，我们预计至 2025 年水光产品终端规模有望达到 200 亿元以上。

图 8：我国注射类医美产品市场规模及增速



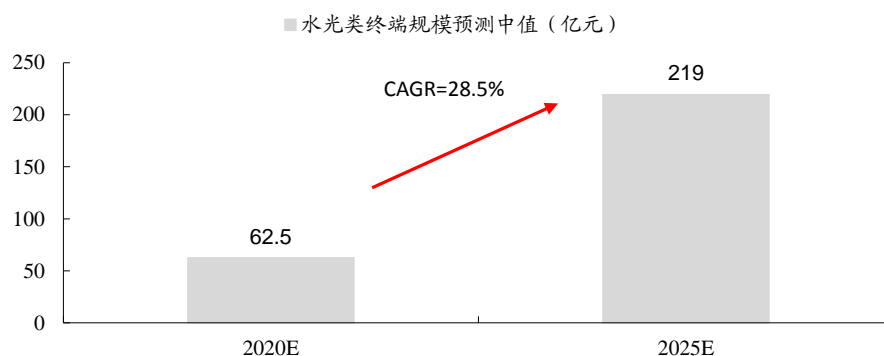
数据来源：Frost&Sullivan，东吴证券研究所

图 9：2021-2025 年注射类和水光类市场规模增速预测



数据来源：Frost&Sullivan，东吴证券研究所预测

图 10：我们预计至 2025 年水光产品终端规模有望达到 200 亿元以上



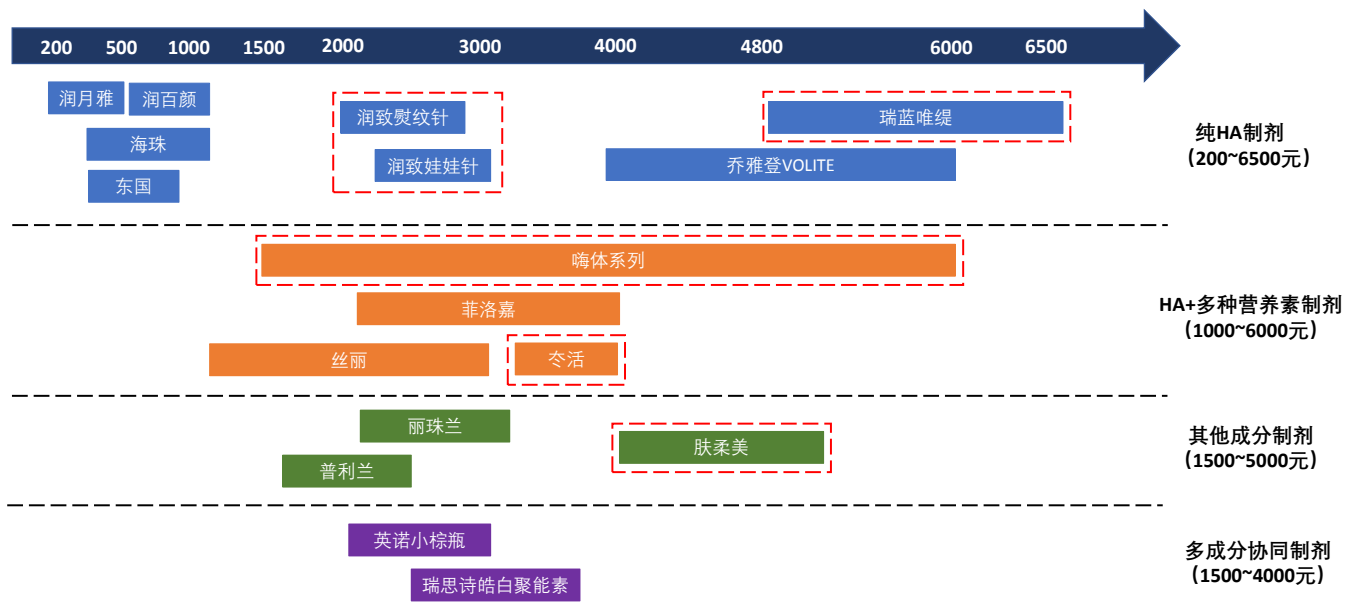
数据来源：Frost&Sullivan，东吴证券研究所测算

水光类产品价格分布范围较广，千元以下同质化严重，高端 HA 类水光价格最高。水光类产品的价格分布较广，从 200-6000+元不等。

- 价格最低产品 (<1000 元): 低端纯 HA 类水光制剂，例如润月雅水光、润百颜水光、海珠、东国；
- 价格中等产品 (1000~6000 元): 包括 HA+多种营养素制剂 (例如嗨体 2.5、交活、菲洛嘉、丝丽)、HA 以外成分制剂 (例如 PDRN 类的丽珠兰、普丽兰和胶原蛋白类的肤柔美)、多成分协同制剂 (例如英诺小棕瓶和瑞思诗皓白聚能素)、中端纯 HA 类水光制剂 (例如润致娃娃针、润致熨纹针)；
- 价格最高产品 (>4000 元): 高端纯 HA 类水光制剂，例如瑞蓝唯缇、乔雅登 VOLITE。

国产水光品牌一般集中在低端的 HA 类水光制剂，面临较大的同质化竞争。近年来，领先的国内医美针剂生厂商例如爱美客、华熙生物，通过开发 HA+多种营养素制剂和兼具品质和性价比的中端纯 HA 类水光，能够在水光市场占据一席之地。

图 11: 水光类产品价格带分布情况



数据来源: 新氧, 东吴证券研究所 (注 1: 红色框内为合规 III 类医疗器械水光产品; 注 2: 单位为元)

4. 正规产品稀少，行货有望逐步实现对水货替代，持续本土化

作为破皮注射类项目，水光针应按照 III 类医疗器械在 NMPA 注册。作为破皮类注射项目，水光类产品应该先通过国家药品监督管理局 (NMPA) 的 III 类医疗器械认证，才可以生产销售。然而，梳理市场上主要的水光产品，我们发现存在较多不合规的现象，主要包括以下几类：①按照 III 类器械注册但适用证不相关；② II 类或 I 类医疗器械，但

被部分机构当作Ⅲ类医疗器械使用；③化妆品备案，但被部分机构当作针剂注射；④注册申请方式不合规且批证已过期。

正规水光产品稀少，透明质酸类正规水光批证仅三个。截至 2021 年 7 月，仅华熙生物、爱美客和 Q-Med 拥有正规透明质酸类批证。正规产品包括华熙生物的“润致娃娃针”和“润致熨纹针”、爱美客的“嗨体”系列和“姣活”以及瑞典 Q-Med 的瑞蓝唯瑅。其他水光类的合规产品还包括双美的胶原蛋白类水光针“肤柔美”。

水光针是本土化趋势较强的注射产品品类之一。在主要的医美注射产品中，水光针是本土化趋势较强的品类之一，爱美客、华熙生物的水光针品牌嗨体、润致、丝丽均有较高知名度。NMPA 批准的三个透明质酸相关的Ⅲ类水光针批证之中，有两个来自于国内医美企业（爱美客和华熙生物），未来有望率先受益于水货、假货向行货的转换。更完善的渠道布局和更强的本土适应性，也使得本土水光企业在未来的竞争中优势较强。

表 5：我国主要水光类产品概览

类型	产地	产品名	生产商	NMPA 认证情况	获批/备案时间	适用症	主要成分
纯 HA 制剂	中国大陆	润百颜水光	华熙生物	Ⅱ类医疗器械	2014/7/30	/	透明质酸钠
		润致娃娃针/熨纹针	华熙生物	Ⅲ类医疗器械	2020/3/20	面部真皮组织浅层到中层注射以纠正额部皱纹	透明质酸钠、盐酸利多卡因、氯化钠、磷酸盐缓冲液以及注射用水
		术唯可	其胜生物	Ⅲ类医疗器械	2020/4/28	预防或减少腹(盆)腔手术的术后粘连	透明质酸钠
		欣菲聆	杭州协合	Ⅲ类医疗器械	2013/11/29	预防或减少腹(盆)腔手术的术后粘连	透明质酸钠、生理平衡盐
		海月兰	景嘉医疗	Ⅲ类医疗器械	2020/4/22	预防或减少腹(盆)腔手术的术后粘连	透明质酸钠
	瑞典	瑞蓝唯瑅	Q-Med	Ⅲ类医疗器械	2020/3/10	手背部真皮层，以改善手部皮肤外观	经 BDDE 交联的透明质酸钠、氯化钠、磷酸二氢钾、磷酸氢二钠、注射用水
以 HA	中国	嗨体系	爱美客	Ⅲ类医疗	2016/12/2	皮内真皮层注射	透明质酸钠、L-肌

为载体，富含多种营养素的制剂	大陆	列/态活		器械		填充，以纠正颈部中重度皱纹	肽、甘氨酸、丙氨酸、脯氨酸、维生素 B2、注射用水
	法国	丝丽精华液	Revitacare (华熙生物旗下)	进口妆字号	2017/4/27 2017/4/1 2017/9/1 2018/5/3	/	非交联透明质酸、矿物质、氨基酸、维他命、核酸、辅酶、抗氧化剂、微量元素等活性成分
	法国	菲洛嘉精华液	华熙生物	进口妆字号	2016/7/28	/	非交联透明质酸、辅酶、核酸、矿物质、维他命、氨基酸、抗氧化剂等活性成分
	美国	乔雅登 VOLITE	艾尔建	未认证	/	/	微交联透明质酸、利多卡因
以某一其他成分为主的制剂	中国台湾	肤柔美	双美	III类医疗器械	2019/4/15	面部真皮组织填充以纠正额部动力性皱纹	由猪皮纯化而成的 I 型胶原蛋白
	意大利	Placentex	MASTELLI	未认证	/	/	PDRN
	韩国	丽珠兰	PRP	未认证	/	/	PN
	韩国	普丽兰	BR PHARM	未认证	/	/	PDRN
协同多个成分的配方制剂	西班牙	英诺小棕瓶	英诺皮肤世家	进口妆字号	2016/4/12	/	谷胱甘肽、抗坏血酸、甲基硅烷醇甘露糖醛酸酯、硫辛酸、葡糖酸铜
	瑞典	瑞恩诗皓白聚能素	瑞恩诗	进口妆字号	2018/12/5	/	氨基酸、矿物质、美白成分、维生素等

数据来源：NMPA，新氧，东吴证券研究所（注 1：仅加粗红色字体为正规获批产品；注 2：表格中水光产品是指在我国市场上被某些机构当作水光针操作的产品，不是按照品牌商注册或备案口径）

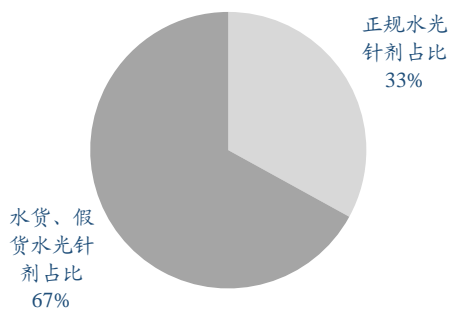
表 6: 正规水光类产品对比

类别	生产商	产品名	NMPA 认证情况	NMPA 认证时间	产品批号	终端价格	示例
透明质酸	华熙生物	润致娃娃针/熨纹针	III类医疗器械	2020/3/20	国械注准 20203130295	2500~3000 元/ 2000~2700 元	
	爱美客	嗨体系列/态活	III类医疗器械	2016/12/2	国械注准 20163461804	1500~6000 元/ 3000~4000 元	
	Q-Med	瑞蓝唯琨	III类医疗器械	2020/3/10	国械注进 20193130625	4800~6500 元	
胶原蛋白	双美	肤柔美	III类医疗器械	2009/9/25	国械注许 20193130064 (国食药监械(许) 字 2009 第 3460037 号)	4000~5000 元	

数据来源: NMPA, 东吴证券研究所

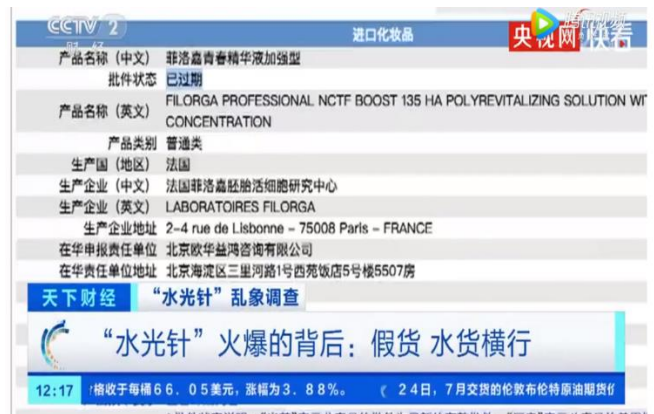
每三支水光针中就有两支不合规, 美容院、美甲店等非法机构是假货、水货流通的主要场所。据 2021 年 5 月央视新闻的报道, 2020 年每三支水光针中就有两支是不合规的, 其销售的场所包括美容店、美甲店等, 此类机构并没有医疗美容经营资质, 产品在运输、配药、注射手法等方面均存在巨大隐患, 对消费者使用造成很大的风险。根据艾瑞咨询统计, 2019 年我国 9.3 万家的医美机构中, 合法合规医美机构仅 1.1 万家, 占比仅 12%, 非正规机构的大量存在为销售水货、假货水光产品提供条件。

图 12: 2020 年每三支水光针就有两支不合规



数据来源: 央视新闻, 东吴证券研究所

图 13: 被部分机构当作水光针注射的菲洛嘉精华液是“妆字号”产品



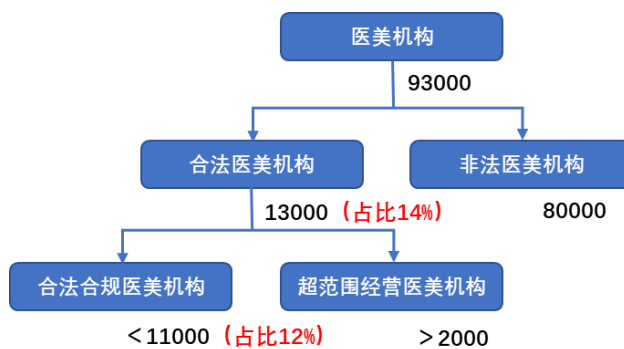
数据来源: 央视新闻, 腾讯视频, 东吴证券研究所

图 14: 部分美容店违规销售水光产品



数据来源: 央视新闻, 东吴证券研究所

图 15: 2019 年我国合法合规医美机构占比仅 12%



数据来源: 艾瑞咨询, 东吴证券研究所

国家医美整治趋严, 利好正规水光针产品和正规机构。2017 年以来, 国家相关部委对于医疗美容监管执法处于持续高压。一方面, 每隔一年联合公安部、国家药监局等部门开展联合行动, 在全国范围内开展打击非法医疗美容服务专项整治工作, 专项整治活动时间为半年到一年。另一方面, 卫健委、国务院等部门也不断完善监管制度。尽管 2017 年以前卫生部、卫计委等部门也多次开展专项整治, 2017 年以来对于医美专项整治的频次提升, 体现国家对规范医美乱象的重视, 有利于依法行医的正规机构的快速发展以及依法在我国注册上市的正规药品医疗器械产品的发展。

表 7: 2017 年以来医疗美容行业监管政策及整顿行动梳理

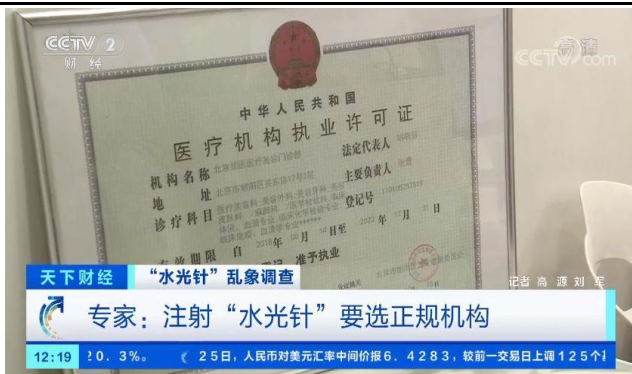
时间	名称	发布单位	主要内容
2017 年	《关于开展严厉打击非法医疗美容专项行动的通知》	卫健委等七部门	于 2017 年 5 月至 2018 年 4 月, 开展大规模严厉打击非法医疗美容专项行动, 覆盖注射用透明质酸钠、胶原蛋白、肉毒毒素等药品, 严厉打击无证行医、非法制售药品医疗器械、违规医疗美容培训和违法广告和互联网信息
2018 年	《关于改革完善医疗卫生行业综合监管制度的指导意见》	国务院	逐步实现医疗卫生行业综合监管法治化、规范化、常态化
2019 年	《关于开展医疗乱象专项整治行动的通知》	卫健委等八部门	于 2019 年 3 月至 2020 年 2 月, 开展为期 1 年的医疗乱象专项整治行动, 打击和整治医疗诈骗、虚假宣传、乱收费、骗保等医疗乱象, 净化行业环境
2020 年	《关于进一步加强医疗美容综合监管执法工作的通知》	卫健委等八部门	提出强化自我管理主体责任、积极发挥行业组织自律作用和着力加大政府监管力度
2021 年	《打击非法医疗美容服务专项整治工作方案》	卫健委、国家邮政局等八部门	于 2021 年 6-12 月, 在全国范围内开展打击非法医疗美容服务专项整治工作, 严厉打击非法医疗

美容活动、严厉打击生产、经营和使用不符合国家规定的药品、器械等行为、严厉打击虚假医疗美容类广告、信息以及不正当竞争行为

数据来源：国务院官网，卫健委官网，国家药品监督管理局官网，卫生部官网，东吴证券研究所

消费者正规产品意识提升，利于正规水光产品销售。除了国家部委对非正规市场的整治，品牌和机构方也在联手教育消费者提升正规产品的意识，包括主动选择取得执业资质的医疗机构、选择品牌方合作的机构和医生以及通过扫码验证产品真伪等。消费者正规意识的提升，也将逐步压缩水货、假货的生存空间。

图 16: 注射水光产品应选择取得正规资质的医美机构



数据来源：央视新闻，东吴证券研究所

图 17: 选择品牌方合作的机构和认证的医生安全性更高



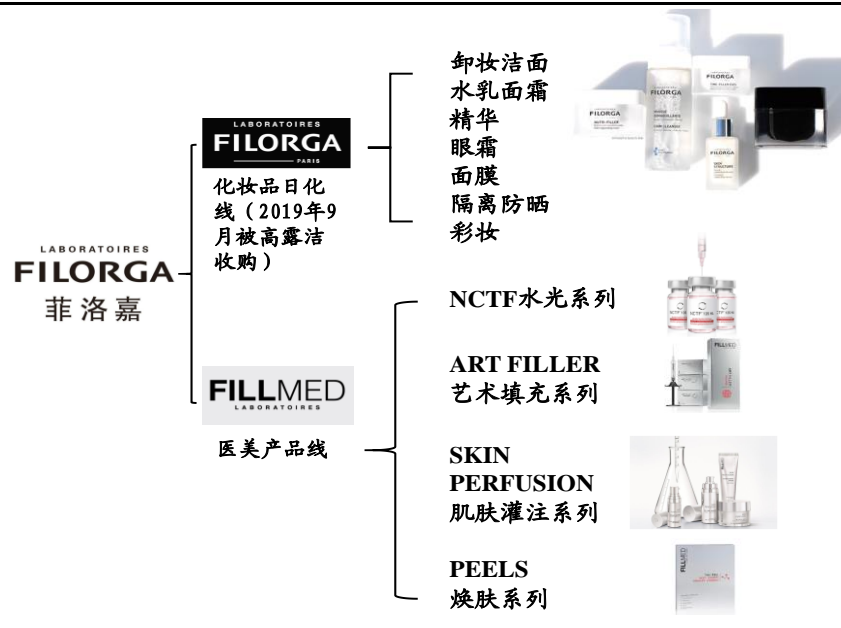
数据来源：央视新闻，东吴证券研究所

5. 探路海外水光类龙头：水光与填充并举，差异化铸就牢固壁垒

5.1. 菲洛嘉——擅长“HA+营养素类”水光

菲洛嘉产品线曾涵盖医美和化妆品，目前专注于医美产品线，以 NCTF 专利成分闻名。菲洛嘉由法国的皮肤学医生于 1978 年在法国创立，创立初期凭借 NCTF 中胚层产品和乙醇酸换肤产品 GLYKOPEEL 被大家熟知。2006 年，迪狄珥·泰巴瑞先生融资收购了菲洛嘉，并在次年推出首个化妆品日化线系列 MEDI—COSMETIQUE。此后十余年时间，菲洛嘉一直同时沿着医美线和化妆品日化线两个方向发展。2019 年，高露洁集团以 15 亿欧元收购菲洛嘉化妆品业务，同年医美产品线正式更名为“FILLMED”。菲洛嘉最为著名的是其专利的 NCTF 成分，由氨基酸、矿物质盐、维他命等 53 种活肤成份构成，广泛应用于其中胚层的医美产品和化妆品中。

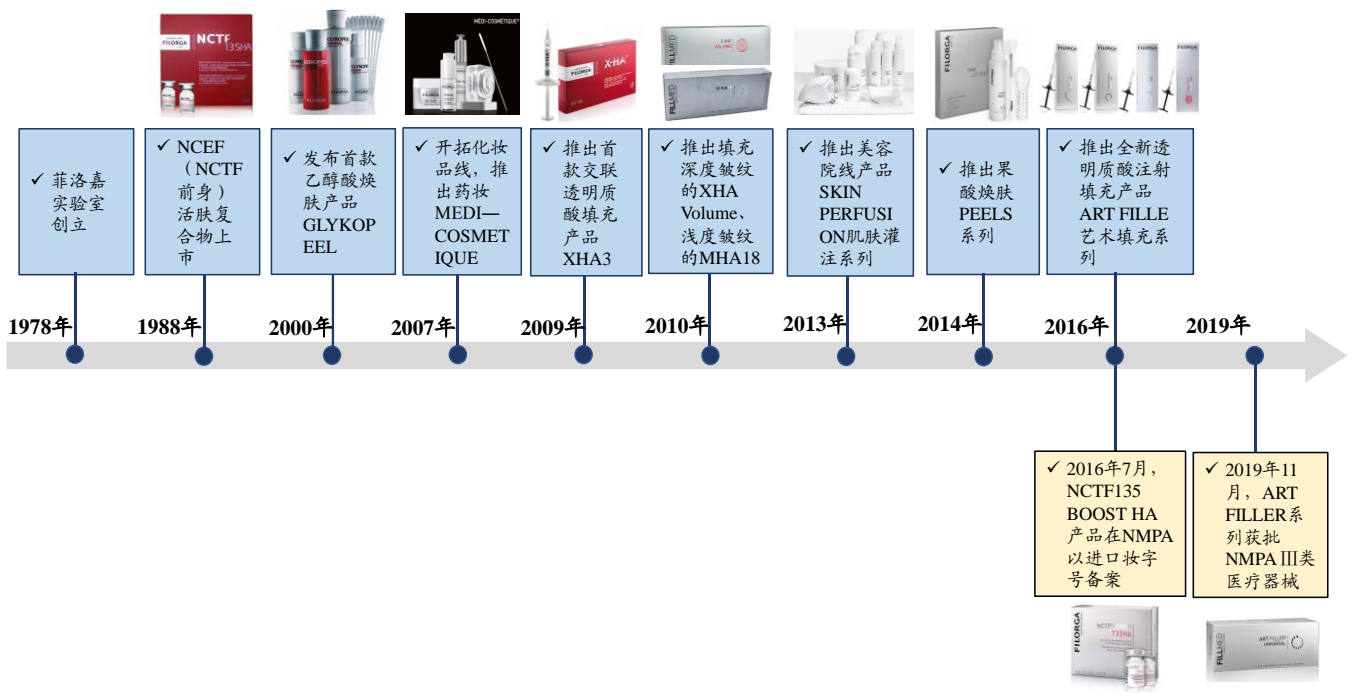
图 18: 菲洛嘉业务架构 (截至 2021 年 7 月)



数据来源: 菲洛嘉公司官网, 东吴证券研究所

擅长含透明质酸的营养素类水光产品, 向填充类透明质酸针剂产品和医美相关化妆品拓展。从覆盖的医美产品类型看, 菲洛嘉最擅长的是含透明质酸的营养素类水光产品, 代表产品是 NCTF 135 和 NCTF135HA 水光动能素。在水光动能素基础上, 2009 年以来, 菲洛嘉也相继推出了 XHA3、ART FILLER 艺术填充系列等透明质酸填充类产品, 从而丰富了透明质酸针剂产品类型, 在终端销售中也形成一定连带效应和品牌溢出效应。此外, 菲洛嘉也通过 PEELS 系列等刷酸产品渗透美容院产品线, 覆盖医美相关化妆品。






图 19: 菲洛嘉医美相关产品推出时间轴



数据来源: 菲洛嘉公司官网, 东吴证券研究所

水光类型丰富，拥有独家专利 NCTF 成分。菲洛嘉的水光类产品涉及类型丰富，包括动能素类水光 NCTF135 和 NCTF135HA、纯 HA 类水光 M-HA10 和 M-HA18 以及妆字号涂抹类水光产品 NCTF135 BOOST HA，同一类产品之前的差别主要是透明质酸含量的不同。其独特的 NCTF 专利成分由维生素、氨基酸、辅酶、矿物质等活性成分构成，具有抗衰、补水、平复细纹等作用。

表 8: 菲洛嘉水光类产品对比

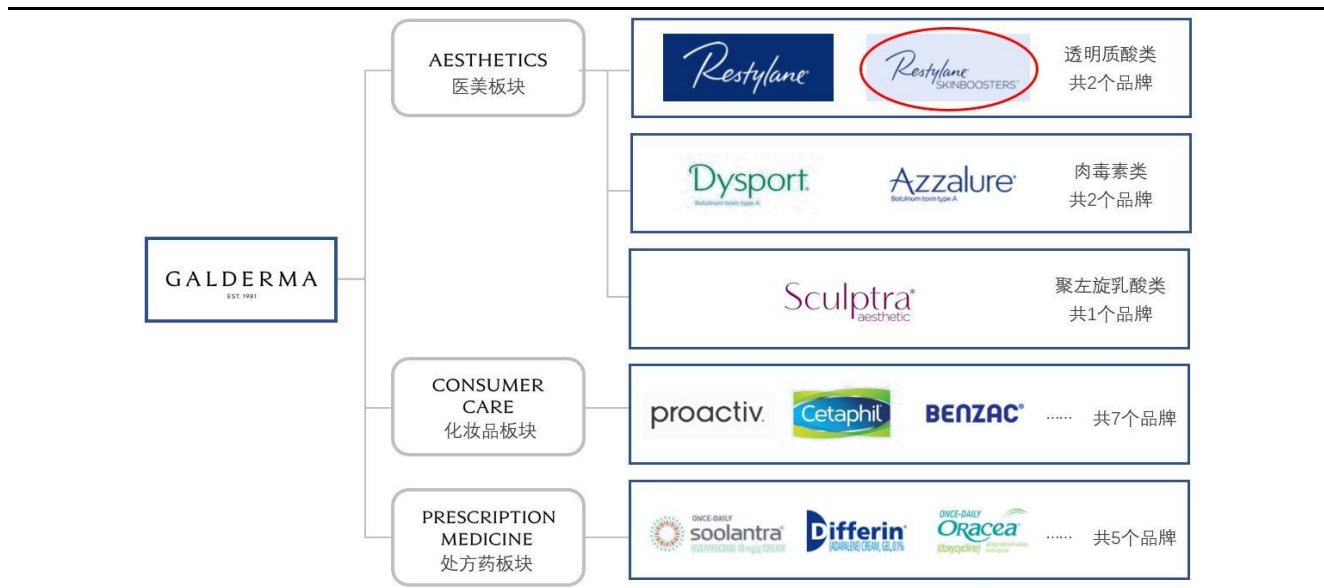
名称	种类	透明质酸含量	成分	认证情况	图示
NCTF 135	水光动能素	0.025 mg/ml	NCTF 专利成分 (12 种维生素 + 23 种氨基酸 + 6 种辅酶 + 6 种矿物质 + 5 种核酸 + 1 抗氧化物 + 非交联透明质酸)	FDA、CE	
NCTF 135 HA	水光动能素	5 mg/ml		FDA、CE	
NCTF135 BOOST HA	涂抹式水光营养素	5 mg/ml		NMPA (妆字号)、FDA、CE	
M-HA 10	纯透明质酸水光	10 mg/ml	透明质酸	FDA、CE	
M-HA 18	纯透明质酸水光	18 mg/ml	透明质酸+甘油	FDA、CE	

数据来源：菲洛嘉公司官网、东吴证券研究所

5.2. 高德美——瑞蓝 SKINBOOSTERS 是推出较早的高端基础水光

瑞蓝母公司高德美业务板块涵盖医美、化妆品和处方药，医美板块涉及透明质酸填充剂、肉毒素和童颜针。瑞蓝母公司高德美成立于 1981 年，业务线涵盖较广，包括医美、化妆品和处方药产品线。在医美板块，高德美最早布局的是肉毒素业务，早在 2009 年，即与益普生集团建立战略合作伙伴关系，推广销售其肉毒素产品 Dysport(又名 Azzalure)。2010 年 12 月，高德美全资收购瑞典透明质酸注射龙头 Q-med，其透明质酸注射品牌瑞蓝产品线丰富、具有强劲竞争力。除此之外，高德美还拥有童颜针品牌 Sculptra 在西欧、北美的代理权。

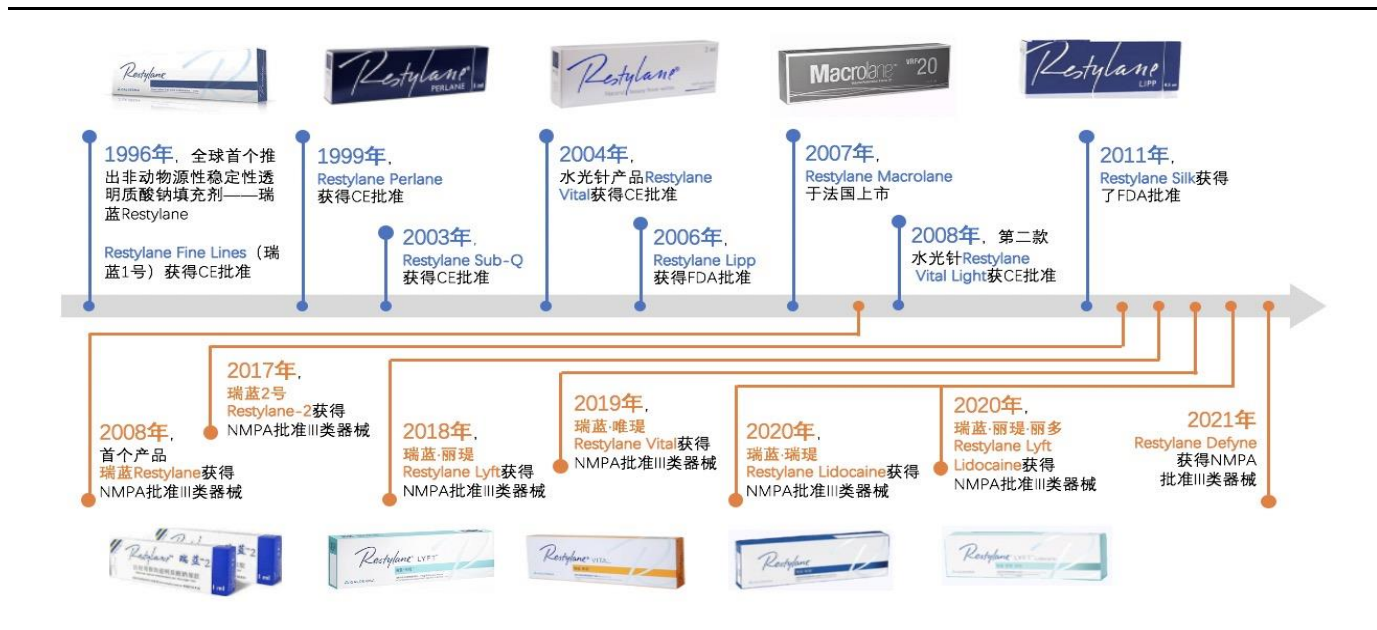
图 20: 高德美业务架构 (截至 2021 年 7 月)



数据来源: 高德美公司官网, 东吴证券研究所

瑞蓝产品线持续细分化, 分别以 Restylane 和 Restylane Skinboosters 覆盖填充类和水光类。自从 1996 年基于 NASHA (非动物源性稳定性透明质酸技术) 开发出世界首个稳定透明质酸填充剂 Restylane, 瑞蓝不断开发出定位更细分的产品以满足不同需求。例如, Restylane Perlane 用于纠正较深的皱纹和面部塑型、Restylane Lipp 用于丰唇、Restylane SubQ 用于面颊和下颌等部位的填充、Restylane Macrolane 用于大面积填充、Restylane Vital 和 Restylane Vital Light 为水光产品等。瑞蓝对于水光产品较为重视, 早在 2004 年就推出其第一款水光产品, 并以单独的品牌 Restylane Skinboosters 覆盖所有水光产品。

图 21: 瑞蓝医美产品推出时间轴





数据来源: 高德美公司官网, 东吴证券研究所

瑞蓝的水光产品为其 Restylane Skinboosters 品牌，是推出较早的高端基础水光。瑞蓝的水光产品共有两款，Restylane Vital 和 Restylane Vital Light，均属于 Restylane Skinboosters 品牌产品，定位高端人群，是推出较早的高端基础水光。两款产品的差别主要在于透明质酸含量，对应不同的肤质。目前仅 Restylane Vital 获得 NMPA 三类医疗器械认证。

相较于其他水光产品，瑞蓝两款水光针的优势主要有二：一是采用专利 NASHA 技术，减慢降解速度，延长持续时间，3 次治疗后维持时间可长达 15 个月；二是自带笔式注射器 Restylane Injector，保证在每个位点准确注射 10 μl 凝胶，给量均匀使得注射过程更为精准且安全。

表 9：瑞蓝水光针产品对比

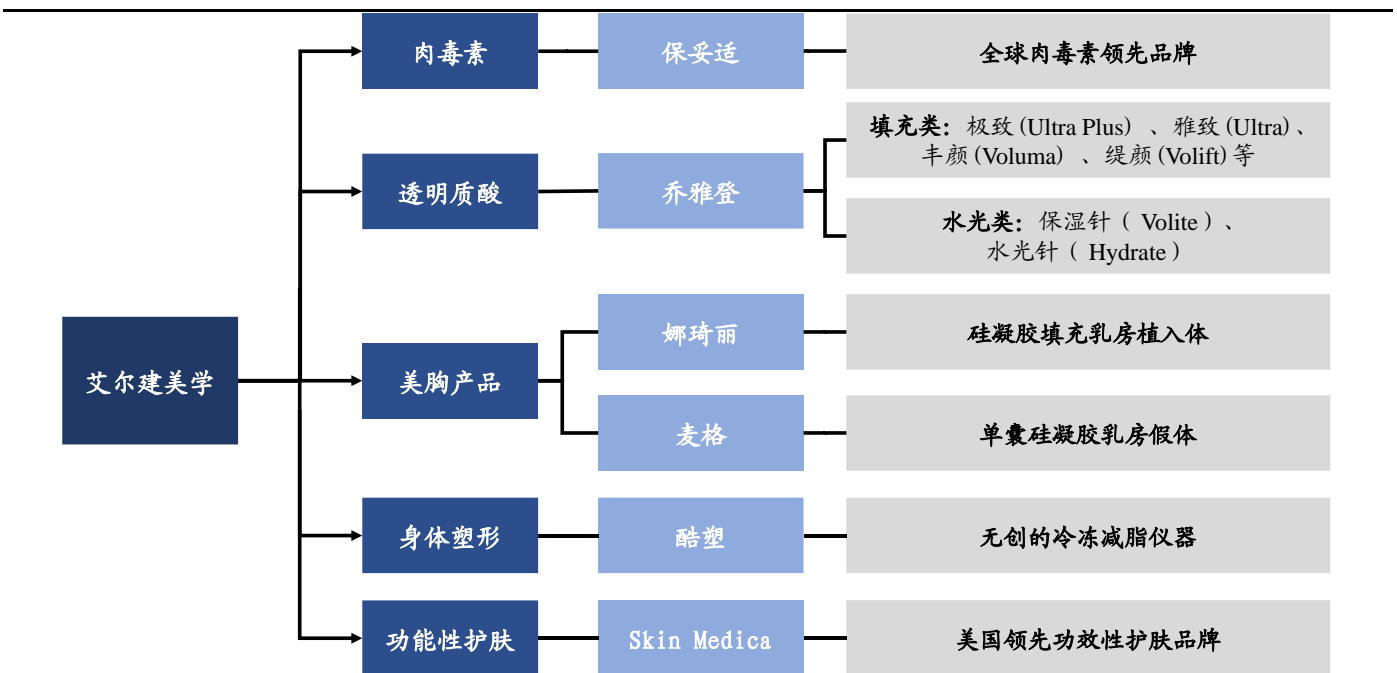
产品名称	成分浓度	产品特性	维持时间	NMPA 是否获批	示例
Restylane Vital	20mg/ml 交联透明质酸	玻尿酸浓度更高，注射效果更为显著	3 次治疗，最多维持 12 个月	获批 III 类医疗器械	
Restylane Vital Light	12mg/mL 交联透明质酸	玻尿酸颗粒更细腻，针对于薄而敏感的皮肤	3 次治疗，最多维持 9 个月	否	

数据来源：高德美官网，瑞蓝官网，新氧 APP，东吴证券研究所

5.3. 艾尔建美学——主打水光为 VOLITE 保湿针

乔雅登母公司艾尔建美学是专注于医美和皮肤护理的全球领先企业，涵盖肉毒素、透明质酸填充剂、美胸产品、身体塑形和功能性护肤产品。乔雅登母公司是艾尔建美学，是艾伯维旗下专注于医美和皮肤护理领域的全资子公司。艾尔建美学的医美业务板块主要涵盖肉毒素、透明质酸填充剂、美胸产品、身体塑形和功能性护肤产品。其中，肉毒素是其最先涉足的医美领域，1991 年通过收购 Oculinum 掌握了世界首款获批肉毒素的生产和销售权。2006 年，艾尔建完成了对医诺美公司的收购，拓展了美胸产品、真皮填充剂和肥胖干预产品。2007 年，艾尔建收购 Groupe Cornéal 实验室，从而拥有了全球著名透明质酸品牌乔雅登的所有权。2010-2017 之间，乔雅登美学还完成了对于功能性护肤品牌 Skin Medica、注射溶脂药产品 Kythera、冷冻溶脂仪器酷塑等品牌的收购。

图 22: 艾尔建美学医美业务板块



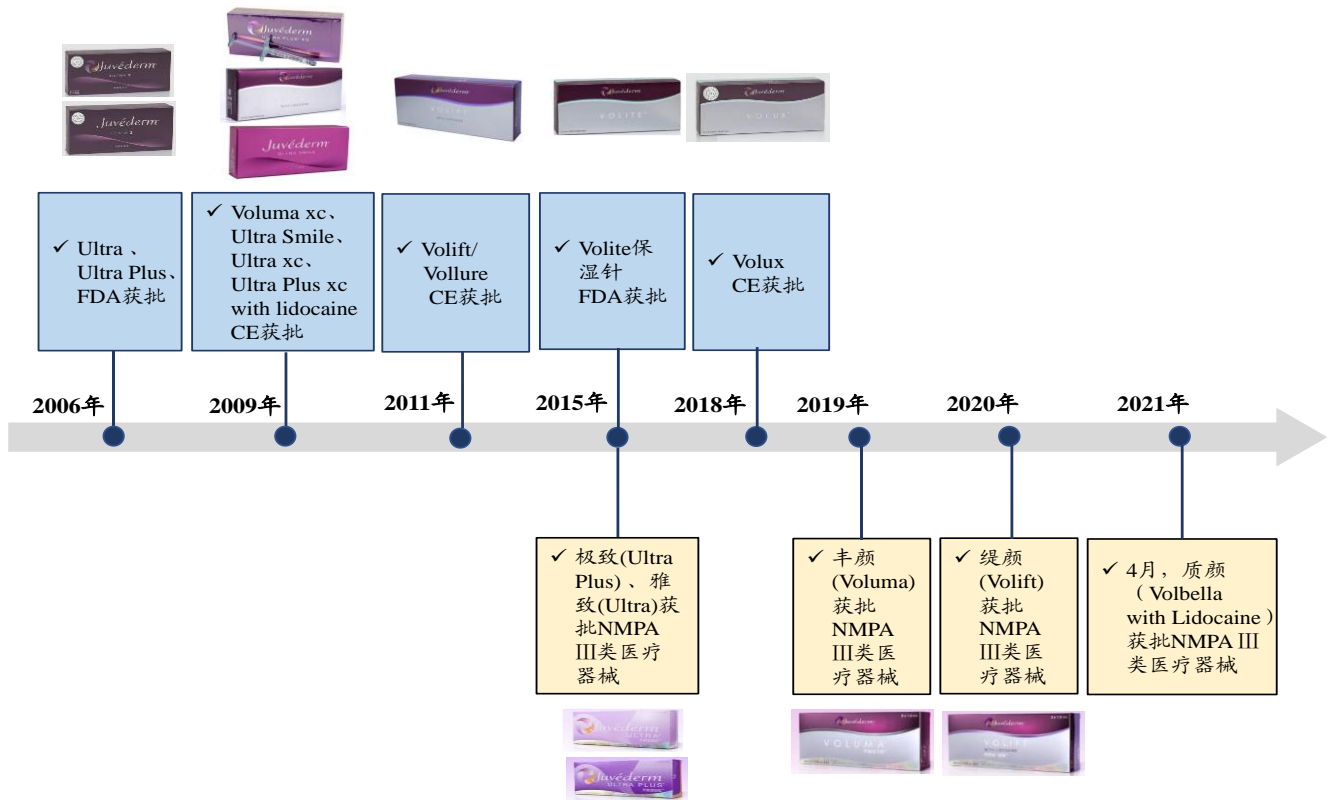
数据来源: 艾尔建美学官网, 东吴证券研究所

技术迭代引领长期发展, 乔雅登玻尿酸产品呈现细分化、差异化。作为全球领先的透明质酸注射产品品牌, 乔雅登力图通过不断的产品革新巩固长期竞争力。

(1) 从交联技术看: 实现由“U系列”向“V系列”的迭代。其中, “U系列”诞生于 2010 年以前, 采用“Hylacross”交联技术; “V系列”诞生于 2010 年之后, 采用“Vycross”交联技术。“Vycross”交联技术通过长链 HA 和短链 HA 的高效结合, 能够实现更长的维持时间 (丰颜维持时间长达 24 个月, 缇颜 18 个月, 而雅致和极致仅 12 个月), 同时实现更好的平衡弹性和更大的内聚力的范围, 更利于塑形。

(2) 从产品发展方向看: 不断细分化、差异化。例如, 雅致和缇颜质地较软, 适合浅层填充, 适合鼻唇沟、额头、嘴唇等部位; 极致和丰颜硬度更高, 可用于鼻子、眉骨、下巴等部位; Volbella 适合粘合力较弱、弹性较小, 适合处理眼下泪沟; Volift 适合于法令纹、唇部; Volite 和 Hydrate 是水光针产品等。

图 23: 乔雅登主要医美产品推出时间轴



数据来源: 乔雅登品牌官网, 东吴证券研究所

乔雅登水光产品包括 VOLITE 保湿针和 HYDRATE 水光针, 主打产品 VOLITE 定位**高端基础水光**。乔雅登的水光产品包括两款, 分别为 VOLITE 保湿针和 HYDRATE 水光针。其中, VOLITE 保湿针于 2015 年上市, 目前已获得 CE 和 FDA 认证, 是其主打产品。VOLITE 保湿针应用了乔雅登最新的“Vycross”技术, 增强治疗效果和持久性, 维持时间长达 6-9 个月, 长于一般水光针。同时, 添加利多卡因提升舒适度。目前, 乔雅登的两款水光产品均未获得 NMPA 认证。

表 10: 乔雅登水光针简介

名称	VOLITE 保湿针	HYDRATE 水光针
适应症/效果	刺激胶原蛋白再生, 产生高效率链结, 适用于脸部、颈部、小腿、手部等	抗氧化, 清除皮肤自由基, 适用于面部、颈肩部、手部浅层真皮注射
认证及上市情况	CE、FDA 认证	CE 认证
成分及技术	玻尿酸含量 12mg/ml、赖氨酸脯氨酸、利多卡因	玻尿酸含量 13.5mg/ml、甘露醇
核心技术	Vycross 技术, 低分子量和高分子量 HA 组合, 提高 HA 链交联效率	—
维持时间	6-9 个月	3-6 个月


数据来源: FDA, CE, 新氧, 东吴证券研究所

6. 重点推荐：爱美客、华熙生物

6.1. 爱美客——国内“HA+营养素类”水光代表，“嗨体”系列属于水光产品

爱美客医美产品线类型丰富且差异性较强。爱美客是国内医美产品线较为丰富的企业，尤其在国产化机会较大的针剂类医美产品上具有一定优势。目前已上市的医美产品涵盖针剂类的几大主要方向，包括修复类的水光产品、童颜针产品以及填充类的透明质酸填充产品。萎缩类的主要针剂肉毒素和溶脂针分别处于临床和研发阶段。

表 11: 爱美客医美产品线

商品名	产品通用名	获批时间	适用范围	备注	示例
逸美	医用羟丙基甲基纤维素-透明质酸钠溶液	2009-10	额部、 鼻唇部	国内首款复合透明质酸钠注射材料	
宝尼达	医用含聚乙烯醇凝胶微球的透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶	2012-10	额部、 鼻唇部	国内首款含 PVA 微球的透明质酸钠注射填充剂	
爱芙莱/ 爱美飞	注射用修饰透明质酸钠凝胶	2015-04	鼻唇沟	国内首款含利多卡因的透明质酸钠注射材料	
嗨体系列/ 态活	注射用透明质酸钠复合溶液	2016-12	颈部/ 全脸	国内首款用于修复颈纹的复合注射材料/抗糖、抗氧的医学隔离膜	
逸美一加一	医用透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶	2016-12	额部、 鼻唇沟	新型针对褶皱皮肤修复的复合注射材料，“逸美”升级	
紧恋	聚对二氧环己酮面部埋植线	2019-05	鼻唇沟	国内首款面部埋植线	
新型童颜针	含左旋乳酸-乙二醇共聚物微球的交联透明质酸钠凝胶	2021-06	额部、鼻 唇部	国内首款以 PLLA 为主要成分的童颜针	—

数据来源：爱美客公司公告，新氧，NMPA，东吴证券研究所（注：仅包含Ⅲ类医疗器械认证产品）

爱美客是国内少数获得Ⅲ类医疗器械水光批证的企业，其水光类产品主要为 HA+营养素类，拳头产品“嗨体系列”也属于水光产品。透明质酸产品按用途可分为填充塑形类（塑形、填充泪沟、苹果肌、法令纹等）和水光类（以无交联或微交联玻尿酸为核心成分之一，主要作用为补水）。爱美客是国内少数获得Ⅲ类医疗器械水光批证的企业，其水光产品主要为 HA+营养素类。例如，拳头产品“嗨体系列”即属于水光产品，其主

要成分为非交联的小分子透明质酸和 L-肌肽、脯氨酸、甘氨酸等营养成分。爱美客各款水光产品的差异主要在于可使用范围及效果，对应颈纹修复、颈部和面部的紧致修复以及面部的抗糖抗氧化等功效。

图 24: 爱美客水光产品一览



数据来源：爱美客官网，东吴证券研究所

表 12: 爱美客水光产品特点对比

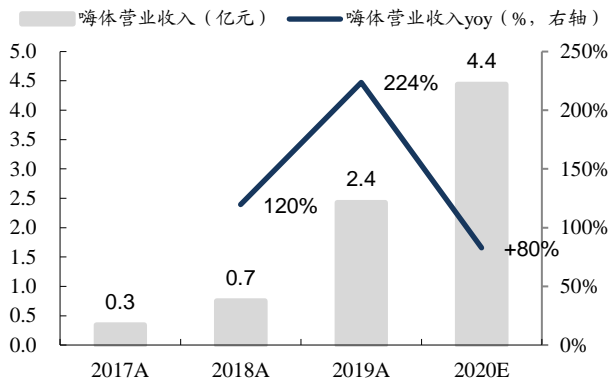
产品	使用部位	使用效果	维持时间	终端价格
嗨体 1.0 (熊猫针)	黑眼圈、泪沟等眼周部位	对于泪沟、结构性黑眼圈、眼袋等效果较好	首次维持 1-2 个月，单个疗程后，维持 6 个月以上	4000~6000 元
嗨体 1.5	颈部	中重度颈纹填充	首次维持 1-2 个月，单个疗程后，维持 6 个月以上	1500~2500 元
嗨体 2.5	面部、颈部、手部等	紧致滋养，轻度颈纹修复	首次维持 1-2 个月，单个疗程后，维持 6 个月以上	800~2000 元
态活	全脸	抗糖、抗氧化	/	3000~4000 元
爱芙莱 0.5	泪沟、卧蚕等	补水修复，含利多卡因舒适性较强	4-6 个月	300-600 元

数据来源：爱美客公司官网，爱美客微信公众号，新氧，东吴证券研究所

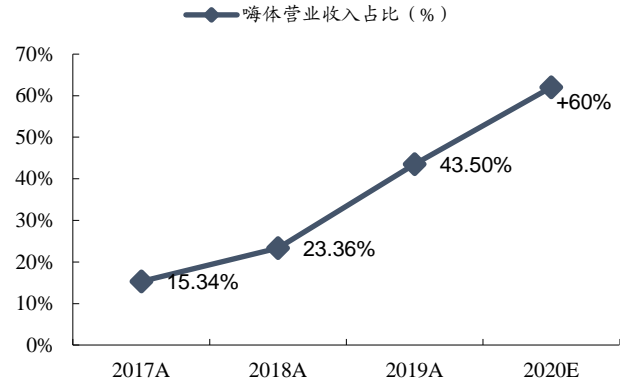
嗨体水光高速增长，预计 2020 年收入占比超 60%。嗨体是国内首款且唯一一款适应症用于颈纹修复的注射用透明质酸钠产品，是国产“HA+营养素类”水光代表，差异化竞争优势使其具备强劲的市场竞争力。2019 年“嗨体”的收入占比分别为 43.50%。2020 年，溶液类产品收入占比达 63.07%。由于溶液类包括产品“嗨体”与“逸美”，且“逸美”收入占比非常小，我们估计溶液类注射产品收入情况可近似为“嗨体”收入情况，则 2020 年其营收占比预计提升至 60%以上，同比增速达 80%以上。

图 25: 嗨体营业收入规模及增速

图 26: 嗨体营业收入占比变化



数据来源：公司公告，东吴证券研究所



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

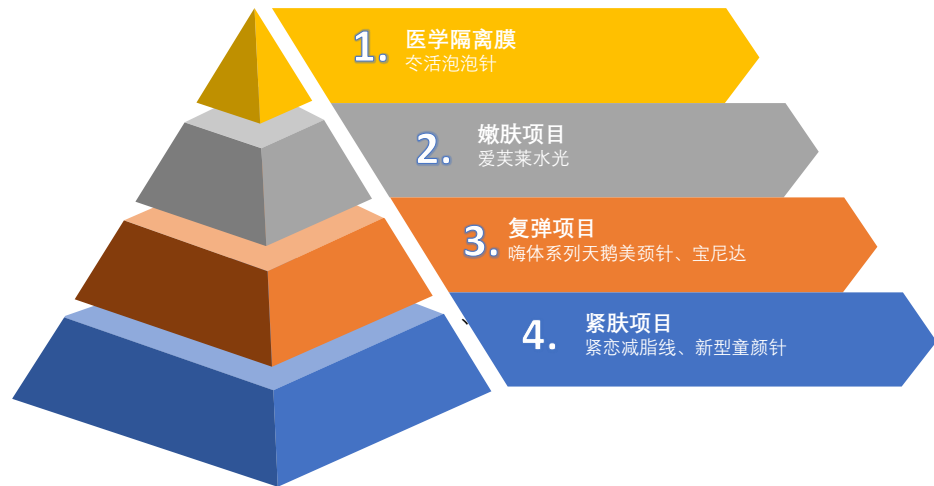
在产品推广中，爱美客注重分层价值体系的构建，并通过对水光产品的搭配组合提升商品化程度。除了产品研发上的前瞻性，爱美客还尤其擅长精准把握消费者的需求，开发具有高商业价值的差异化产品。具体来看，我们认为爱美客主要做对了两点：

一是对产品价值进行分层。消费者对于医美针剂的需求是一个由浅至深的过程。伴随着对于医美了解的深入和年龄的增加，消费者的需求也从补水嫩肤，提升至填充复弹和抗衰紧致。同时，为了提升皮肤组织的双抗能力和细胞活性，提前建立肌肤的医学隔离膜是一个较好的方式。爱美客正是通过精确瞄准消费者在各层次的需求价值，来提升各个产品的销售最大化。

二是对深度挖掘产品的商业化机会。爱美客不同产品本身对应差异化的细分部位，同时也具备较好的组合效果。因此，爱美客为终端机构设计了多种产品搭配组合方案，并以让人印象深刻的商业化名称推向市场，例如“嗨体 1.5+嗨体 2.5”可平复颈纹和紧致肌肤，其商业化名称为“嗨体天鹅美颈针”。

我们认为，爱美客对于商业化机会的主动挖掘对医美机构和品牌商都具有正向作用。对医美机构来说，精准定位和组合打开产品利润空间，利于其提升销售客单价，同时降低了产品组合的难度。对于品牌商来说，提前挖掘商业化机会也利于提升不同产品之间的协同效应。

图 27：爱美客打造的分层皮肤科价值体系



数据来源：爱美客态活新品发布会，东吴证券研究所

表 13: 爱美客通过水光产品的搭配组合提升产品商品化

产品使用	功效适应症	商品化名称
嗨体 1.5+嗨体 2.5	祛颈纹	嗨体天鹅美颈针
嗨体 1.5+嗨体 2.5	眶周年轻化	嗨体眶周小熨斗
嗨体 2.5	皮肤屏障修复	嗨体皮脂膜
嗨体 1.0+嗨体 2.5+M22 框周	眶周年轻化	嗨体光雕电眼
嗨体 1.0+紧恋	眶周年轻化	嗨体媚眼精雕
嗨体 2.5+爱芙莱	手部年轻化	纤纤玉手
嗨体 1.0	眶周结构型黑眼圈	嗨体熊猫针
态活	皮肤屏障修复	态活医学隔离膜

数据来源：爱美客公开交流会议，东吴证券研究所

6.2. 华熙生物——润致&丝丽双雄，抢占中高端“纯 HA 类”水光和“动能素类”水光市场

华熙生物医美产品线发展较早，未来计划将“润致”品牌打造为“面部年轻化专家”。作为全球透明质酸的一体化龙头，华熙生物的第一款润百颜透明质酸填充剂获批于 2012 年，是我国首个获 CFDA 批准的国产透明质酸填充产品。2021 年以来，华熙生物对医美业务产品线进行了重新调整，未来计划主要以“润致”品牌挖掘“面部年轻化”机会。

表 14: 华熙生物医美产品线

产品类型	品牌名称	产品名称	认证类型	获批时间	适用部位	示例
填充用透明质酸	润致	双相玻尿酸	III类医疗器械认证	2016/5/6	鼻唇部	
		单相玻尿酸	III类医疗器械认证	2019/4/28	鼻唇部	
	润百颜	润百颜白紫	III类医疗器械认证	2012/7/6	鼻唇部	
		润百颜星耀	III类医疗器械认证	2012/7/6	鼻唇部	
		润百颜月盈	III类医疗器械认证	2012/7/6	鼻唇部	
		润百颜黑金	III类医疗器械认证	2012/7/6	鼻唇部	
水光产品	润致	润致娃娃针/ 润致熨纹针	III类医疗器械认证	2020/3/20	额部	

数据来源：华熙生物公司公告，新氧，NMPA，东吴证券研究所（注：仅包含III类医疗器械产品，仅考虑国内市场）

2020年下半年以来，华熙生物相继推出润致“娃娃针”和“御龄双子针”两款水光产品。华熙生物于2020年3月获批NMPA III类医疗器械水光证，成为我国少数几家取得正规资质的水光生产商。2020年7月和2021年5月，华熙生物先后推出“娃娃针”和“御龄双子针”两款水光针。“娃娃针”和双子针中的“熨纹针”均具有2020年华熙正规水光批证的背书，特点异同如下：

(1) 相同点：①均采用HEC高效交联的透明质酸使得维持时间更长，首次使用维持3个月以上，一般水光针只能维持1-2个月；②添加利多卡因提升舒适度

(2) 不同点：“娃娃针”针对熬夜肌，具有“补水+紧致+平纹”的综合作用；“熨纹针”定位祛抗衰除静态纹市场，与祛除动态纹的肉毒素是最佳伴侣，与强需求肉毒素产品的高协同利于促进销售增长。

表 15：华熙生物水光产品特点对比

产品	主要功效	维持时间	主要成分	终端价格
娃娃针	补水、紧致、平纹，适合熬夜肌	首次使用维持3个月以上	HEC 高效交联的透明质酸 +0.3%盐酸利多卡因	3000元左右
熨纹针	祛除静态纹，肉毒伴侣	首次使用维持3个月以上	HEC 高效交联的透明质酸 +0.3%盐酸利多卡因	小于3000元

数据来源：华熙生物公司官网，华熙生物微信公众号，新氧，东吴证券研究所

图 28: 润致“娃娃针”水光产品



数据来源: 华熙生物官网, 东吴证券研究所

图 29: 润致“御龄双子针”水光产品



数据来源: 华熙生物官网, 东吴证券研究所

丝丽隶属于法国 REVITACARE 公司, 荣膺国内外多项大奖, 华熙生物于 2017 年完成对 REVITACARE 收购。丝丽由法国 REVITACARE(丝丽)实验室出品, 主要从事皮肤抗衰、头皮养护等方面产品的研发、生产和销售。作为动能素类产品的“法国双雄”, 丝丽曾获得欧洲抗衰老学会颁发的“最佳美塑产品奖”、“瑞丽时尚盛典年度美容创新奖”等多项大奖。2017 年, 华熙生物完成对 REVITACARE 的全资收购。

图 30: 2013 年丝丽获得欧洲抗衰老学会颁发的“最佳美塑产品奖”



数据来源: 丝丽官网, 东吴证券研究所

图 31: 2020 年丝丽获得“瑞丽时尚盛典年度美容创新奖”



数据来源: 凤凰网, 东吴证券研究所

丝丽“动能素”类水光拥有“CT50”专利技术和 SRN 技术, 主要功效为补水、抗氧化, 覆盖不同年龄层消费者。丝丽主打的“动能素”类水光产品擅长补水保湿和抗氧化, 其产品技术优势主要在于“CT50”专利技术和 SRN 技术。(1)“CT50”专利: 独家的“CT50”专利指的是其包含的 50 种细胞活性成分, 包含氨基酸、矿物质、维生素、核酸、抗氧化物和辅酶, 有“液态拉皮”之称, 利于提升皮肤水分、缩小毛孔、提亮肤色等;(2)SRN 技术: 在催化剂作用下, 透明质酸中的羧基与碱性氨基酸的双氨基以“水桥”形式链接, 组成透明质酸的三级网状结构, 骨架内的活性成分随着透明质酸代谢逐步释放至皮肤内, 起到缓释溶出的效果。根据不同丝丽“动能素”产品的透明质酸浓

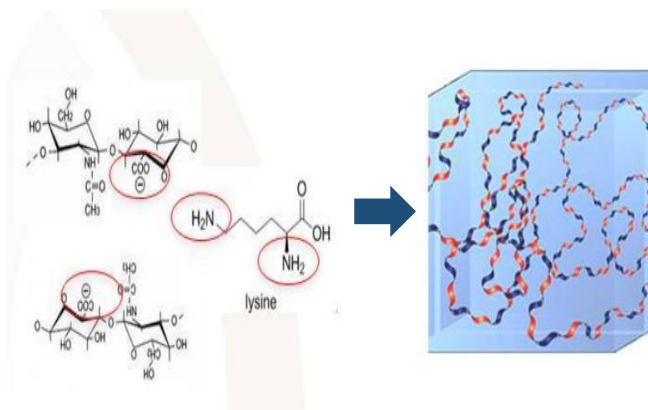
度和作用部位的不同，可覆盖不同年龄层的消费人群，满足补水、美白、头发护理等多种需求。

图 32: 丝丽独有的“CT50”专利



数据来源：丝丽官网，东吴证券研究所

图 33: 丝丽 SRN 技术图示



数据来源：丝丽官网，东吴证券研究所

表 16: 丝丽动能素主要产品特点对比

产品	透明质酸含量	主要成分	产品效果	适合年龄	示例
丝丽 502 动能素	2mg	透明质酸+14 种矿物质+21 种氨基酸+11 种维生素+核酸+辅酶+抗氧化物+微量元素等活性成分	预防皮肤衰老，提亮肤色，补水保湿，防止细纹滋生	< 35 岁	
丝丽 516 动能素	16mg		抗初老，填充细纹，补水保湿，提亮肤色	30-35 岁	
丝丽 532 动能素	32mg		改善皮肤老化，滋养抗皱	35-45 岁	
丝丽 S Line	18mg		美白祛斑、紧致提升、抗氧化	—	
丝丽 Haircare	—		透明质酸+5 种氨基酸+6 种 B 族维生素+1 种矿物质锌	治疗和维养各种头皮及头发问题，如脱发、断发等	—

数据来源：丝丽品牌官网，东吴证券研究所

华熙生物在海南建立华熙生物科技产业园，推进丝丽本土化生产和销售。2020年12月，华熙生物与海口国家高新区正式签署战略合作协议，将在海南建立华熙生物科技产业园。根据规划，项目使用面积约72亩，将分两期进行建设，其中一期36亩将建立法国 Revitacare(丝丽)中国区总部和国际业务中心，并引进生产线进行 Revitacare(丝丽)产品的本土化生产和销售。2017年丝丽“CYTOCARE C-Line”系列已获得国内 NMPA 认证的化妆品产品生产和销售资质。我们认为，未来华熙生物有望利用海南自贸港科技创新和医美产业的优势政策，推动丝丽本土销售规模和知名度的提升。

7. 投资建议

水光类产品类型丰富、注射层次较浅、消费频次较高，是入门级医美注射类项目，在轻医美中需求排名靠前。根据我们的测算，广义上2020年水光注射人次预计在200万人以上，终端规模预测中值为62.5亿元。我们认为，随着越来越多的消费者将水光产品纳入“定期保养项目”，水光的渗透率和消费频次有望继续提升，预计未来水光会保持高于注射类整体的增速。从供给端看，水光是本土厂商优势最强的注射类项目之一，同时有望持续受益于水货、假货向行货的转化，国内几款稀缺的III类医疗器械认证的水光产品有望优先受益。

从海外龙头经验看，水光均为菲洛嘉、高德美、艾尔建美学等国际知名医美上游龙头的重要产品组成，与填充类玻尿酸、肉毒素等产品形成良好的品牌和销售协同。差异化较强、有一定技术优势、持续迭代的水光产品竞争优势较强，例如采用专利 NASHA 技术、Vycross 技术延长维持时间，以及拥有专利成分 NCTF 等。

重点推荐国内少数获得正规III类医疗器械水光认证的**爱美客**和**华熙生物**。其中，**爱美客**是国内“HA+营养素类”水光代表，其拳头产品“嗨体”系列即为水光产品；**华熙生物**通过“润致”和“丝丽”双品牌布局水光，润致定位国内中高端“纯HA类”水光，丝丽是畅销全球多年的“动能素类”水光。

表 17: 公司估值表 (基于 2021 年 7 月 9 日收盘价)

股票代码	证券简称	总市值 (亿人民币)	收盘价 (元/股)	归母净利润 (亿元)			PE			投资评级
				2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	
300896.SZ	爱美客	1595	737.20	4.40	8.04	11.57	363	198	138	买入
688363.SH	华熙生物	1365	284.30	6.46	7.91	9.96	211	172	137	买入

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (注: 归母净利润均为东吴证券预测值)

8. 风险提示

市场竞争加剧。若医药和医美行业新进入者过多，则会造成竞争加剧的风险，影响行业营收增速和利润水平。

产品研发进度不及预期。医疗器械及生物药品研发流程长达数年，若其中某个流程遇到瓶颈，则可能影响整体研发进度和新品推出计划。

行业政策变化。若行业在产品审批政策或监管政策上有所变化，则可能影响已有和待上市产品的销售。

产品安全风险。医美对产品 & 操作安全性都有极高的要求，若产品上市后出现多起安全事件，则可能对品牌的声誉造成极大影响。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

