

## 童颜/少女针陆续获批上市，开启 2021 再生医美元年



### 核心观点

- **童颜/少女针正式获证，2021 开启再生医美元年。**随着爱美客、长春圣博玛的童颜针，以及华东医药的少女针陆续在上半年获证，再生医美概念得到了市场广泛关注。再生医美通过注射等方法，刺激人体自身的组织再生，起到结构重塑和容积填充的作用，达到抗衰老的目的。
- **再生医美注射领域，大致可分成骨性材料、PLLA 和胶原蛋白三类：**1) 骨性材料：通常在骨膜外层注射，利用骨性延伸的作用机理，更适合修复轮廓和塑形，产品包括爱贝芙（PMMA 微球）、宝尼达（PVA 微球）和少女针（PCL 微球）；2) PLLA（左旋聚乳酸）：通过持续刺激胶原蛋白生成，实现自然的填充效果，国内持三类证的产品仅有 2021 年上市的艾维岚和濡白天使；3) 胶原蛋白：仅指注射类的胶原蛋白产品，合规产品包括台湾双美的“肤柔美”与“肤丽美”，以及长春博泰的“弗缦（原肤美达）”。
- **快速增长的抗衰老需求是再生医美加速发展的基础。**根据前瞻产业研究院数据，2014-2019 年中国抗衰老护肤市场 CAGR 为 12%，增长逐年加快，其中高端抗衰占比逐年提升，已从 2014 年的 37% 提升至 2019 年的 55%。另一方面，抗衰老护肤呈现年轻化趋势，根据《2019 东方美谷蓝皮书》，“初抗老”的 90 后及 95 后已经超越 80 后及 85 后成为线上抗衰老第一大消费群体。和护肤相比，医美具备见效快、效果直接等优点，而再生医美定位更高端，相比传统医美效果更自然、维持时间更长，有望受到有一定消费能力的用户青睐。
- **我们认为，童颜/少女针可作为传统医美产品的补充，不构成直接的替代关系（特别是玻尿酸），主要体现在：**1) 童颜/少女针定价明显更高，面向更高端客户；2) 童颜/少女针维持时间更长，效果更真实；3) 童颜/少女针对医生注射要求更高，更适合在正规头部连锁医院推广。**经测算到 2030 年，国内再生医美出厂/零售规模预计分别达到 67 亿/300 亿。**
- **受制于审批节奏，目前仅有三款童颜/少女针产品获得三类医疗器械证，按照获证时间顺序如下：**1) 2021 年 4 月：国内第一款少女针 Ellansé 获批，Ellansé 已在 60 多个国家或地区获得注册认证或上市准入，属于成熟产品，国际口碑较好；2) 2021 年 4 月：国内第一款童颜针艾维岚-Lviselle 获批，公司技术底蕴深厚，产品具有“即时复溶、无结节”的优势。3) 2021 年 6 月：国内第二款童颜针濡白天使获批，濡白天使不同于传统的童颜针产品，在产品成分、注射方式等方面均有所改良，用户体验也大为改善。此外，高德美的 Sculptra、美国 Anteco 的 Derma Veil（得美颜）和韩国 Regen 的 AestheFill（爱塑美）为国际上的主流产品，未来通过审核后，也将逐步加入国内市场的竞争中。

### 投资建议与投资标的

- 我们认为，随着越来越多合规产品的落地，再生医美市场短期内有望迎来爆发，中长期来看，作为传统医美产品的补充，未来市场发展潜力巨大。建议关注已在再生医美有所布局的上游企业，包括爱美客(300896, 未评级)和华东医药(000963, 未评级)。

### 风险提示

- 疫情反复，产品安全风险，研发进度和市场销售不及预期

行业评级

**看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国

行业

纺织服装行业

报告发布日期

2021 年 08 月 18 日

### 行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

施红梅

021-63325888\*6076

shihongmei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860511010001

证券分析师

刘恩阳

010-66218100\*828

liuenyang@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860519040001

证券分析师

赵越峰

021-63325888\*7507

zhaoyuefeng@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860513060001

香港证监会牌照：BPU173

证券分析师

朱炎

021-63325888\*6107

zhuyan3@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860521070006

## 目 录

<b>市场背景：童颜/少女针正式获证，2021 开启再生医美元年</b> .....	5
童颜/少女针的上市完善了再生医美拼图 .....	5
快速增长的抗衰需求是再生医美加速发展的基础 .....	7
<b>市场定位：传统医美产品的补充，市场空间广阔</b> .....	9
童颜/少女针可作为传统医美产品的补充 .....	9
2030 年再生医美出厂/零售规模预计分别达到 67 亿/300 亿 .....	11
<b>竞争格局：已有三款产品获批，未来市场有望继续扩容</b> .....	14
<b>相关公司</b> .....	17
爱美客：濡白天使重新定义童颜针品类，未来在研产品储备丰富 .....	17
华东医药：Ellansé 伊妍仕少女针国际认可度高 .....	19
长春圣博玛：国内首款获批童颜针艾维岚，技术底蕴深厚 .....	20
<b>投资建议</b> .....	21
<b>风险提示</b> .....	21

## 图表目录

图 1: 爱贝芙中国发展历程.....	5
图 2: 中国胶原蛋白市场规模及增速（亿美元）.....	6
图 3: 中国胶原蛋白市场分类.....	6
图 4: 中国抗衰老护肤市场规模（百万元）.....	7
图 5: 高端抗衰和大众抗衰市场占比.....	7
图 6: 线上抗衰老护肤品代际消费人数及分布.....	8
图 7: 线上抗衰老护肤品人均年消费.....	8
图 8: 更美平台订单量增速最快的医美项目（2020）.....	8
图 9: 消费者对抗衰手段的期待（2021）.....	8
图 10: 各国家再生医美手术项目占非手术类项目数量比例.....	11
图 11: 国内医疗美容诊疗次数（2016-2030E）.....	12
图 12: 国内主要注射医美项目按收入拆分（2018 年）.....	13
图 13: 国内主要注射医美项目按收入拆分（2030 年）.....	13
图 14: 国内玻尿酸市场规模及增速（十亿元）.....	13
图 15: 国内肉毒素市场规模及增速（十亿元）.....	13
图 16: Ellansé 伊妍仕产品展示.....	15
图 17: 艾维岚童颜针展示.....	16
图 18: 爱美客濡白天使发布会.....	16
图 19: 爱美客营业收入及增速（百万元）.....	17
图 20: 爱美客净利润及增速（百万元）.....	17
图 21: 爱美客毛利率变化.....	18
图 22: 爱美客净利率变化.....	18
图 23: 华东医药营业收入及增速（百万元）.....	19
图 24: 华东医药净利润及增速（百万元）.....	19
图 25: 华东医药毛利率变化.....	20
图 26: 华东医药净利率变化.....	20
表 1: PLLA 和骨性材料比较.....	6
表 2: 更美平台抗衰品类订单量占比.....	8
表 3: 再生医美和玻尿酸代表性产品定价.....	9
表 4: 再生医美、肉毒素和玻尿酸产品对比.....	10
表 5: 爱贝芙医院考核原则.....	10
表 6: 爱美客旗下产品售价比较（元）.....	12

表 7: 国内外市场主流童颜/少女针产品（大部分未拿到国内三类医疗器械资质） .....	14
表 8: 国内三款合规产品批文摘要 .....	14
表 9: 爱美客分产品营业收入及毛利率 .....	18
表 10: 爱美客主要在研产品 .....	18

## 市场背景：童颜/少女针正式获证，2021 开启再生医美元年

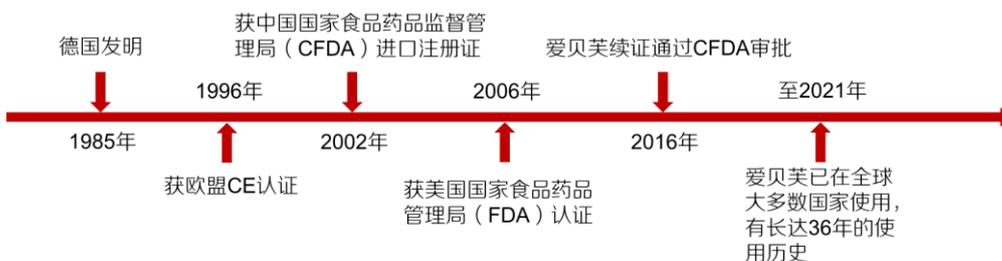
### 童颜/少女针的上市完善了再生医美拼图

随着爱美客、长春圣博玛的童颜针、以及华东医药的少女针陆续在上半年获证，再生医美概念得到了市场广泛关注。**童颜/少女针本质上属于再生医美领域。**再生医美通过注射等方法，刺激人体自身的组织再生，起到结构重塑和容积填充的作用，达到抗衰老的目的。再生医美注射领域，大致可分成骨性材料、PLLA 和胶原蛋白三类，具体如下：

**1) 骨性材料：**通常在骨膜外层注射，利用骨性延伸的作用机理，更适合修复轮廓和塑形，具体材料主要包括 PMMA 微球（聚甲基丙烯酸甲酯）、PVA 微球（聚乙烯醇）和 PCL 微球（聚己内酯）等，代表产品分别为爱贝芙、宝尼达和少女针，具体来看：

- 爱贝芙 (PMMA)：**主要成分包括 20%PMMA+80%胶原蛋白溶液+0.3%利多卡因，产品注入的胶原蛋白能够即时塑形，之后会被缓慢吸收，而 PMMA 微球则永久存在，不断地刺激皮下胶原蛋白及其它皮下组织的生长，由于 PMMA 微球无法被人体吸收，可能会引发肉芽肿等副作用（爱贝芙官网宣传第四代产品肉芽肿发生率低于万分之一），因此对医生的注射手法要求较高。

图 1：爱贝芙中国发展历程



数据来源：爱贝芙官网，东方证券研究所

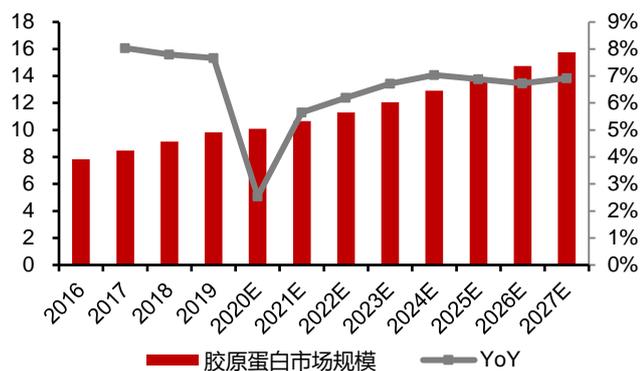
- 宝尼达 (PVA)：**主要成分包括 20%PVA+80%复合玻尿酸，原理与爱贝芙类似，也是通过玻尿酸进行即时塑形，并利用 PVA 微球刺激胶原蛋白产生。PVA 微球虽然短期内也不可被降解，但是副作用较小，具有良好的生物相容性，产生肉芽肿等副作用的风险较小。
- 少女针 (PCL)：**以华东医药的伊妍仕为例，主要成分包括 70%CMC+30%PCL，CMC 凝胶（羧甲基纤维素）载体进行即时填充，其弹性和粘性均高于传统玻尿酸，后者 PCL 微球将重启胶原新生，从而起到“填充+修复”功能，所用材料均可以完全降解。

**2) PLLA (左旋聚乳酸)：**PLLA 为童颜针的主要成分，通过持续刺激胶原蛋白生成，实现自然的填充效果。Sculptra 为国外最为成熟的产品（尚未拿到国内三类证）。目前国内合规持三类证的产品仅有长春圣博玛的艾维岚和爱美客的濡白天使，其中濡白天使中除了核心成分 PLLA 外，还包括

交联透明质酸钠、盐酸利多卡因、磷酸盐缓冲体系等，可被看做传统童颜针的进阶版，后文将详细说明。

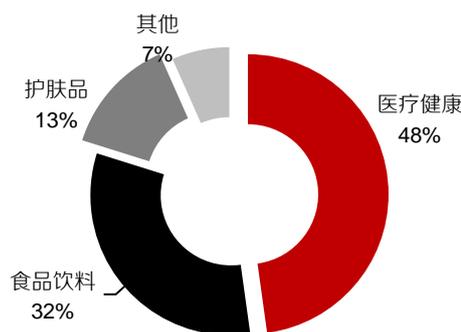
**3) 胶原蛋白：**此处特指不含微球的、注射类纯胶原蛋白产品。胶原蛋白是一种生物高分子，是动物结缔组织中的重要组成部分，占人体蛋白质总量的 25%-30%，根据 Grand View Research 数据，2019 年中国胶原蛋白市场规模为 9.83 亿美元，2016-2019 CAGR 为 7.8%，预计 2027 年能达到 15.8 亿美元。从结构来看，行业可细分为医疗健康（包含医美）、食品饮料与护肤，其中医疗健康是市场增长的主要驱动力。目前国内市场上合规持证的产品较少，仅包括台湾双美旗下的“肤柔美”与“肤丽美”，以及长春博泰旗下的“弗缦（原肤美达）”等。

图 2：中国胶原蛋白市场规模及增速（亿美元）



数据来源：Grand view research，东方证券研究所

图 3：中国胶原蛋白市场分类



数据来源：Grand view research，东方证券研究所

从实际使用情况来看，PLLA 和骨性材料最终效果呈现差异较小。但由于产品原理不同，两者在以下要素中有明显差异：

- 1) 注射周期：**童颜针注射周期较长，需要 2-4 次，每次间隔 3-8 周左右；少女针 1 次定形；宝尼达和爱贝芙需要 2 次，每次间隔 4-8 周左右。
- 2) 注射部位：**童颜针的适应症较广，可用于大面积注射，包括全脸注射、丰胸和丰臀，同时也可应用于细致部位注射，如泪沟，颈纹和私密部位（国内仅批准中重度鼻唇沟皱纹），而骨性材料主要以脸部注射为主。
- 3) 起效和维持时间：**传统童颜针起效时间需要 1 个月（爱美客的濡白天使由于含玻尿酸，因此即时起效），骨性材料均为即时起效。

表 1：PLLA 和骨性材料比较

分类	PLLA		骨性材料	
	童颜针	少女针	宝尼达	爱贝芙
主要成分	PLLA 为主	70%CMC+30%PCL	20%PVA+80%复合玻尿酸	20%PMMA+80%胶原蛋白溶液+0.3%利多卡因
零售价格	尚未大规模上市，预计价格万元以上		12,800-16,800 元/支	19,800 元/支
注射周期	2-4 次，每次间隔 3-8 周	1 次	2 次，间隔 4-8 周	

起效时间	传统童颜针需要 1 个月 爱美客的濡白天使由于含 玻尿酸，因此即时起效	即时		
维持时间	1.5-2 年	1-4 年 (此次国内上市的产品 维持时间为 1 年)	5-10 年	
部位	适应症广，可用于大面积 注射，包括全脸注射、丰 胸和丰臀，同时也可应用 于细致部位注射，如泪 沟，颈纹和私密部位 (国内适应症为中重度鼻 唇沟皱纹)	脸部为主 国内适应症为如下：1) 少女针：纠正中到重度鼻唇沟皱纹；2) 宝尼达：纠正 中重度额部皱纹和中重度鼻唇部皱纹；3) 爱贝芙：注射到真皮深层以纠正鼻 唇沟纹，或填充到骨膜外层以进行(鼻骨段)隆鼻		
代表产品	濡白天使、艾维岚	Ellansé 伊妍仕	宝尼达	爱贝芙

数据来源：新氧，东方证券研究所

## 快速增长的抗衰需求是再生医美加速发展的基础

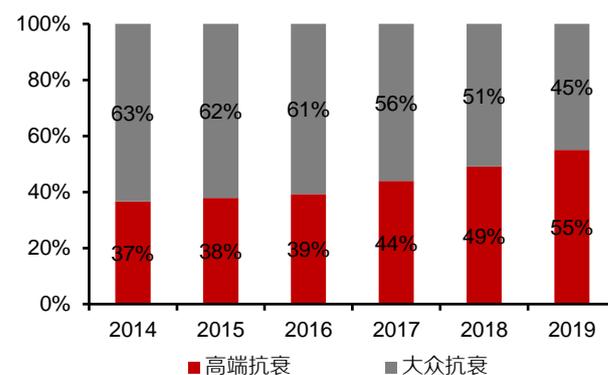
抗衰细分赛道保持高速增长，高端抗衰占比逐年提升。根据前瞻产业研究院数据，2019 年中国抗衰老护肤市场规模为 575 亿元，同比增长 22%，2014-2019 年复合增速为 12%，同比增速逐年提升。从市场结构上来看，高端抗衰由于增速更快，市场占比逐年提升，已从 2014 年的 37% 提升至 2019 年的 55%，体现了消费者对抗衰的重视程度日益提升。

图 4：中国抗衰老护肤市场规模（百万元）



数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

图 5：高端抗衰和大众抗衰市场占比



数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

**抗衰护肤呈现年轻化趋势。**根据福布斯数据统计，在中国 20-24 岁的都市女性中，使用抗衰产品的人群约占 39%。在抗衰老护肤品用户中 90 后数量庞大，占比超过 15%，同时，更小的 00 后抗老意识也在增强。根据《2019 东方美谷蓝皮书》，“初抗老”的 90 后及 95 后已经超越 80 后及 85 后成为线上抗衰老第一大消费群体。从人均消费来看，90 后加速消费升级，与 85 后等消费差距在缩小。

图 6：线上抗衰老护肤品代际消费人数及分布



数据来源：CBNData 消费大数据，东方证券研究所

图 7：线上抗衰老护肤品人均年消费

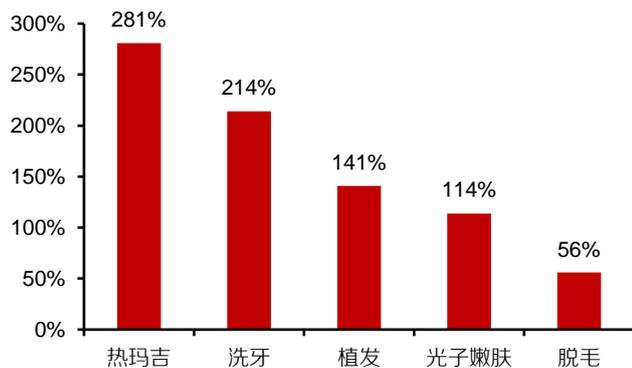


数据来源：CBNData 消费大数据，东方证券研究所

由于护肤品的见效时间较长，越来越多人选择见效更快的医美项目。医美领域中，抗衰项目也出现大幅增长趋势，根据《更美 2020 年医美白皮书》数据，2020 年订单量增速最快的项目中，抗衰项目“热玛吉”订单量增速最快，同比增长高达 281%。从抗衰品类订单量分布来看，热玛吉和热拉提占比较高，分别为 45%和 18%。根据 2020 年 7 月新氧组织的医美抗衰节数据，抗衰话题热度极高，活动期间共发起 821 场相关直播，直播时长达 957.7 小时，观看人次超 1,177.1 万，相关互动评论达 16.7 万条，其中热玛吉订单量同比增长 720%。

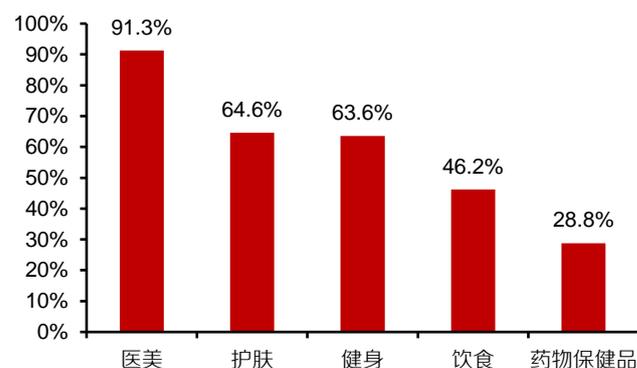
我们认为，随着年轻人群对抗衰要求的不断提升，再生医美项目符合消费升级趋势。再生医美中的童颜针或少女针等项目，从市场定位、使用效果等各方面，均优于玻尿酸、肉毒素等传统医美项目，能够较好地满足年轻人的抗衰需求。

图 8：更美平台订单量增速最快的医美项目（2020）



数据来源：更美，东方证券研究所

图 9：消费者对抗衰手段的期待（2021）



数据来源：新氧+第一财经《新青年抗衰老调查报告》，东方证券研究所

表 2：更美平台抗衰品类订单量占比

类别	项目	百分比	主要解决的问题	维持时间	疗程
光电	热玛吉	45%	面部有明显下垂或松弛的问题	1-2 年	单次，6 个月后可再次治疗
	Fotona4D	3%	皱纹多、法令纹深且	1 年左右	3-5 次一疗程，每次间隔 28

	欧洲之星		面色偏黄		天
	热拉提	18%	初老人群，或仅以保养为目的	3-6个月	单次，6个月后可再次治疗
	超声刀	2%	面部有明显下垂或松弛的问题	6-12个月	单次，6个月后可再次治疗
针剂	嗨体	19%	颈纹，黑眼圈	6-12个月	3次一疗程，每次间隔一个月
手术	线雕	13%	手术类	1-2年	单次，两年后可再次治疗

数据来源：更美，东方证券研究所

## 市场定位：传统医美产品的补充，市场空间广阔

### 童颜/少女针可作为传统医美产品的补充

我们认为，童颜/少女针与玻尿酸的市场定位不同，并不构成直接的替代关系，但可作为传统玻尿酸产品的补充，主要体现在：

1) 童颜/少女针定价明显更高，面向更高端客户。根据草根调研的结果，国内的童颜/少女针尚未大规模上市，预计价格普遍在万元以上，由于童颜针需要多次注射，实际零售价格可能更高。而玻尿酸作为机构的入门级产品，仅乔雅登和瑞蓝等高端玻尿酸价格接近万元，除此之外，一般玻尿酸终端售价普遍小于 5,000 元。另外在特殊促销时点，医美机构甚至会大幅度打折，实现引流获客效果。

表 3：再生医美和玻尿酸代表性产品定价

分类	系列	价格
再生医美	濡白天使（爱美客）	尚未大规模上市，预计价格万元以上
	少女针伊妍仕（华东医药）	
	艾维岚（圣博玛）	
玻尿酸	乔雅登	雅致：4,000-6,000 元/1ml 极致：7,000-9,000 元/1ml
	瑞蓝	瑞蓝 2 号：1,600-2,000 元/1 支 铂金瑞蓝：2,000-3,200 元/1 支 瑞蓝唯琨：5,000-7,000 元/1 支 瑞蓝丽堤：7,000-9,000 元/1 支
	爱美客	爱芙莱：1,000-3,000 元/ml 嗨体：1,980-6,800 元/1ml
	华熙生物	润致玻尿酸：400-600 元/1ml 润百颜水光针：700-1,500 元/1 支 润致娃娃针：3,000-4,000 元/1 支 御龄双子针：1,980 元/1 支
	伊婉	伊婉：980-1,980 元/1 支 伊婉致柔：1,980-2,980 元/1 支

		伊婉婉美：2,980-3,980 元/1 支 伊婉致美：3,980-4,980 元/1 支
	艾莉薇	艾莉薇小分子：1,600-2,200 元/1ml 艾莉薇中分子：2,500-3,000 元/1ml 艾莉薇大分子：3,000-4,000 元/1ml
	舒颜	舒颜玻尿酸：500-1,000 元/1 支

数据来源：新氧医美，伊婉价格来自于官网，东方证券研究所

2) 童颜/少女针维持时间更长，效果更真实。从维持时间来看，无论是玻尿酸还是肉毒，需要每年多次注射维持效果，童颜/少女针一般能够维持数年。从效果来看，与玻尿酸相比，两者都具备填充的功能，玻尿酸更多是物理填充，而童颜/少女针则是刺激自身皮肤深层胶原蛋白再生，从填充效果上来看更真实。与肉毒素相比，两者都具备除皱的疗效，肉毒素通过阻断神经对肌肉的传导达到除皱效果，针对动态性的表情纹效果较好，而童颜/少女针则是深层次的改善皮肤状态，效果更自然且真实。

表 4：再生医美、肉毒素和玻尿酸产品对比

品类	优点	缺点
再生医美（童颜/少女针为例）	<ul style="list-style-type: none"> <li>效果自然</li> <li>效果持久（一般一次疗程至少能维持 1 年以上）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>价格昂贵</li> <li>对医生手法要求高</li> </ul>
肉毒素	<ul style="list-style-type: none"> <li>价格亲民</li> <li>可快速代谢，产品成熟</li> <li>主要针对去皱和瘦脸，对动态纹效果好</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>对静态纹效果一般</li> <li>需多次注射（1 年 2-3 次）</li> </ul>
玻尿酸	<ul style="list-style-type: none"> <li>价格亲民</li> <li>可快速代谢，产品成熟</li> <li>主要针对填充，适用范围广</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>若注射不当，容易造成较强填充感，甚至产生“丁达尔”效应</li> <li>需多次注射（1 年 2-3 次）</li> </ul>

数据来源：新氧医美，东方证券研究所

3) 童颜/少女针对医生注射要求更高，更适合在正规头部连锁医院推广。我们以爱贝芙为例，根据官网介绍，在早期，由于市场管理不够规范，市场上充斥着大量的走私爱贝芙产品，以及一些非授权医生、甚至美容院的没有医师资格的人员，在没有经过系统的技术培训、缺乏对产品的了解的情况下，受利益的驱使，进行该产品的注射。因此爱贝芙目前仅在 85 家授权医院进行销售（有严格的授权准入机制），授权医师 200+ 个，并且不设任何代理商和中间经销商，考虑到国内庞大的市场规模（1w+ 家医美机构），我们认为爱贝芙市场覆盖面较为有限。

表 5：爱贝芙医院考核原则

授权规定	具体描述
基础资格	<ul style="list-style-type: none"> <li>凡申请爱贝芙医院资格者，须为所在城市或地区的经营规模最大、实力最强，且有足够的高端客户资源的医院。一般要求有三年以上的经营历史。</li> <li>医院的经营管理者须对企业发展有长远考虑，忌急功近利者。</li> <li>医院的经营管理者须理解和遵守爱贝芙医学为本，人性化的经营理念，共</li> </ul>

	同发展。
授权方式	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 爱贝芙授权医院的有效期分为一年和三年。初次授牌，期限为一年；之后的授牌，期限为三年。</li> <li>◆ 授牌期限届满须重新换发。如发生不符合“基础资格”的情况，或出现符合“取消机制”的情况，授权自动终止。</li> <li>◆ 以授权牌匾的形式确认授权医院资格，并在爱贝芙中国官方网站公布。</li> </ul>
取消机制	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 出现严重医疗事故或严重投诉者，包括因注射技术和沟通原因造成的事故或投诉，最终采取退款或赔偿方式解决的。</li> <li>◆ 不论何种原因，使用非正规渠道产品或假冒伪劣产品者。</li> <li>◆ 不积极配合厂家工作，如必要的客户回访、爱贝芙客户档案的如实填写和及时回收，以及中国国家食品药品监督管理局要求的客户资料调查等。</li> <li>◆ 因医院经营管理不善，业绩严重下滑者。</li> </ul>

数据来源：爱贝芙官网，东方证券研究所

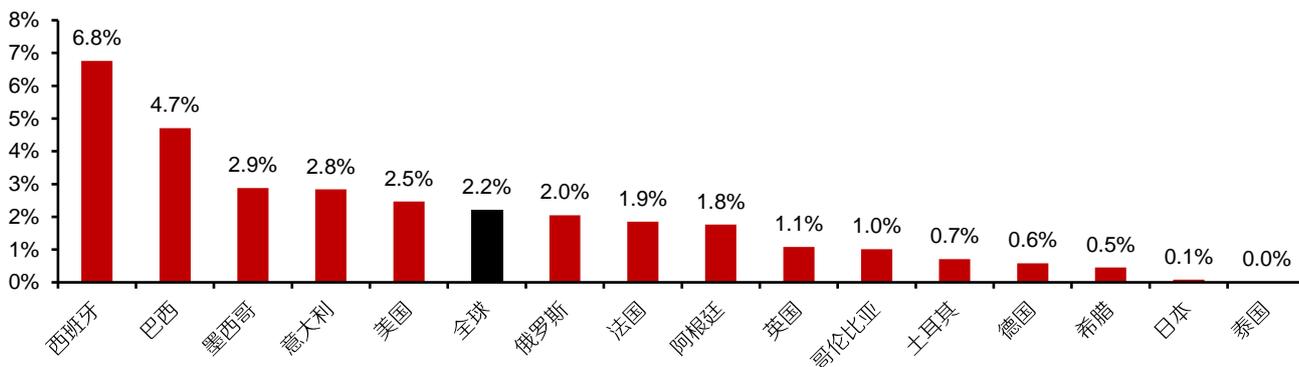
## 2030 年再生医美出厂/零售规模预计分别达到 67 亿/300 亿

我们推测到 2030 年，中国再生医美市场规模将达到约 67 亿元，具体计算逻辑如下：

**步骤 1：**根据 ISAPS 统计数据口径，非手术医美可分为注射类项目（Injectables）、面部年轻化项目（Facial Rejuvenation）和其他，其中注射项目是最大的组成部分，注射项目可进一步分为肉毒素、玻尿酸、微晶瓷和 PLLA 四个大类，简单起见，我们将微晶瓷和 PLLA 重新归类至再生医美领域。

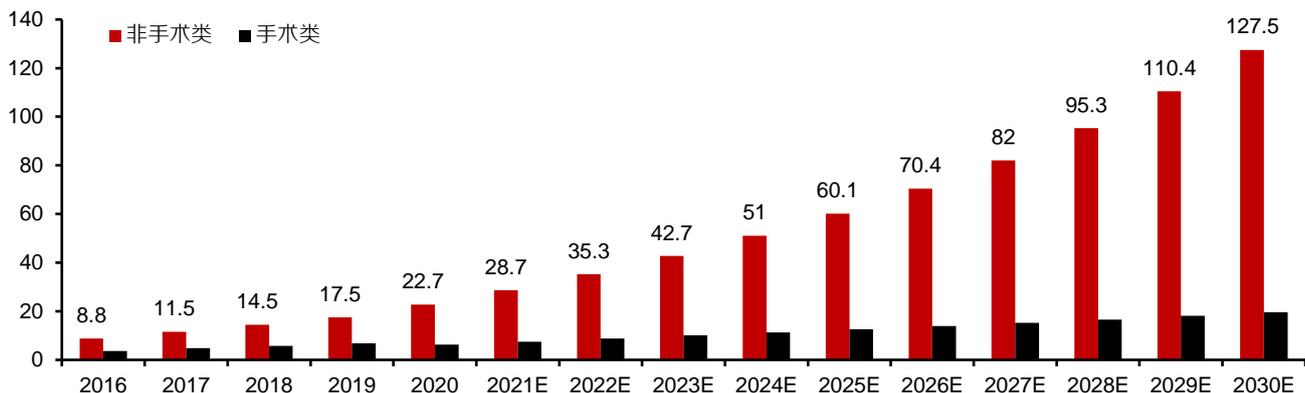
从再生医美手术与非手术类项目数量比值来看，全世界范围内除西班牙和巴西占比较高外（分别为 6.8% 和 4.7%），中位数在 1%-3% 之内，我们取全球平均水平 2.2% 作为国内再生医美手术项目的远期目标值。

图 10：各国家再生医美手术项目占非手术类项目数量比例



数据来源：ISAPS，东方证券研究所

**步骤 2：**根据弗若斯特沙利文报告，国内 2030 年非手术类诊疗次数预计可达 1.28 亿次，乘以步骤 1 中的平均占比 2.2%，得到再生医美的诊疗次数约可达 280 万次。

**图 11: 国内医疗美容诊疗次数 (2016-2030E)**


数据来源：弗若斯特沙利文，东方证券研究所

**步骤 3:** 再生医美产品中，由于合规因素目前上市的品类较少，参考爱美客招股书数据，宝尼达在 2017-2019 年的产品出厂均价在 2,400-2,500 元左右，我们假定单疗程的花费为 2,400 元（终端售价在 1w+元左右），乘以步骤 2 所算出的 280 万次治疗次数，得到 2030 年再生医美整体的市场规模（出厂口径）约为 67 亿元，如果按照加价倍率 4-5 倍计算，零售规模预计将超过 300 亿。

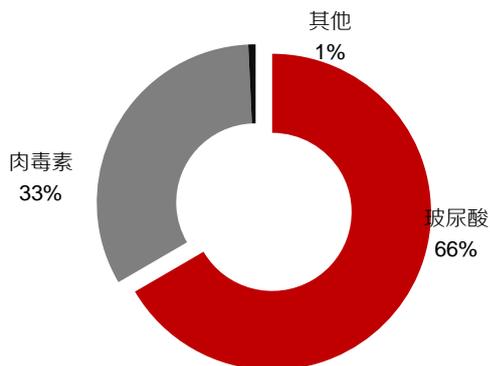
**表 6: 爱美客旗下产品售价比较 (元)**

	2017	2018	2019	备注
宝尼达	2,451.3	2,316.3	2,547.5	具有长效填充效果的皮肤填充剂
嗨体	285.0	315.6	352.6	用于修复颈纹的皮肤填充剂
爱芙莱	310.4	300.5	310.8	利多卡因皮肤填充剂

数据来源：招股说明书，东方证券研究所

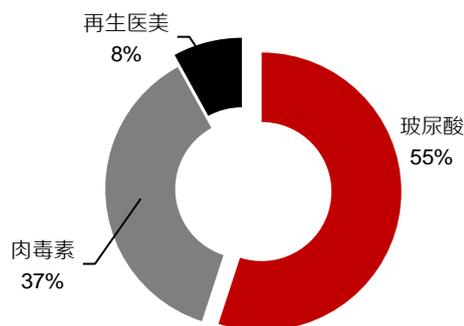
我们推测到 2030 年，中国再生医美在注射类项目中的占比可达 8%。根据弗若斯特沙利文报告，我们得到（以下均为出厂口径）：1）玻尿酸：2020 年玻尿酸市场规模为 49 亿元，预测到 2030 年增长至 443 亿元（复合增速为 25%）；2）肉毒素：2020 年肉毒素市场规模为 39 亿元，预测到 2030 年增长至 296 亿元（复合增速为 22%）。结合上文推算 2030 年再生医美产品市场规模为 67 亿元，因此在注射类项目中，玻尿酸、肉毒素和再生医美各自占比预计为 55%、37%和 8%。

图 12: 国内主要注射医美项目收入拆分 (2018 年)



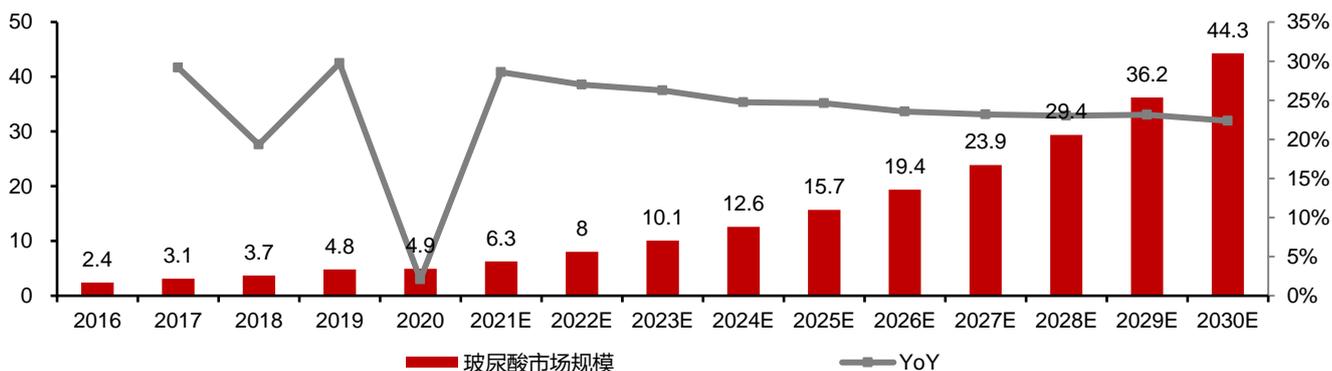
数据来源：新氧大数据，东方证券研究所

图 13: 国内主要注射医美项目收入拆分 (2030 年)



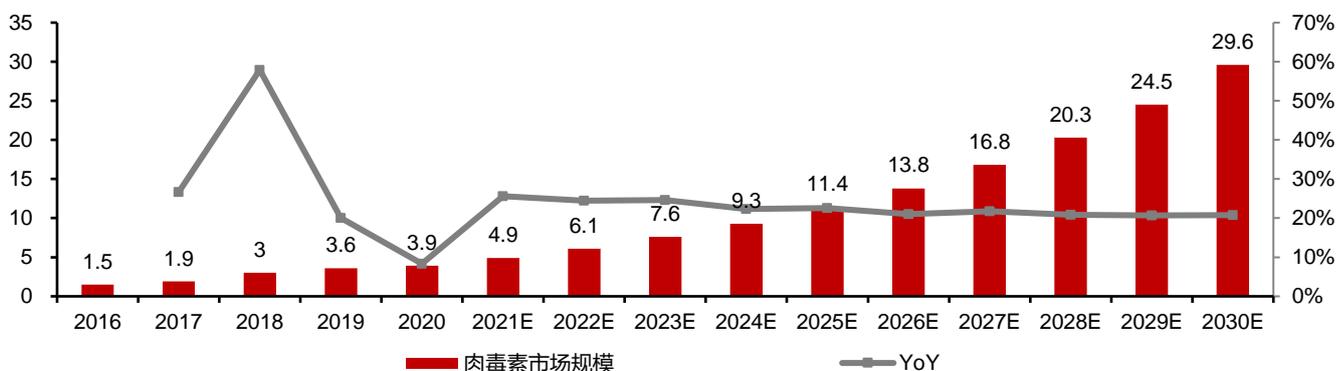
数据来源：弗若斯特沙利文，东方证券研究所

图 14: 国内玻尿酸市场规模及增速 (十亿元)



数据来源：弗若斯特沙利文，东方证券研究所

图 15: 国内肉毒素市场规模及增速 (十亿元)



数据来源：弗若斯特沙利文，东方证券研究所

## 竞争格局：已有三款产品获批，未来市场有望继续扩容

受制于审批节奏，目前仅有三款产品获得三类医疗器械证。目前国内市场上的医美再生材料产品多为水货，合规产品供给不足。从国际市场流行度来看，Sinclair（华东医药子公司）的 Ellans é 少女针、高德美的 Sculptra、美国 Anteco 的 Derma Veil（得美颜）和韩国 Regen 的 AestheFill（爱塑美）为国际上的主流产品，目前仅有 Ellans é 获得三类器械证。国产品牌中，除了艾维岚和濡白天使上半年刚拿到三类证外，瑞博、欧倍颜等品牌未来也有望加入到市场竞争中。

表 7：国内外市场主流童颜/少女针产品（大部分未拿到国内三类医疗器械资质）

	产品	公司	公司总部	成分	国内资质
进口	Ellans é	Sinclair（华东医药子公司）	英国	70%CMC+30%PCL	三类医疗器械
	Sculptra	高德美	欧洲	PLLA	
	Derma Veil	Anteco	美国	PLLA+GLA（甘醇酸）	
	AestheFill	Regen	韩国	PLA	
国产	艾维岚	长春圣博马	中国	PLLA	三类医疗器械
	濡白天使	爱美客		玻尿酸+PLLA+利多卡因	三类医疗器械
	瑞博	杭盖桐博		PLLA	
	欧倍颜			PLLA	

数据来源：NMPA，东方证券研究所

表 8：国内三款合规产品批文摘要

公司名	产品名	产品名称	型号规格	结构及组成/主要组成成分	适用范围/预期用途	有效日期
爱美客	濡白天使	含左旋乳酸-乙二醇共聚物微球的交联透明质酸钠凝胶	0.5 mL、0.75 mL、1.0 mL、1.5 mL、2.0 mL、2 × 0.5 mL、2 × 0.75 mL、2 × 1.0 mL	该产品由预灌封注射器、一次性使用无菌注射针和封装在注射器中的凝胶组成。凝胶主要由交联透明质酸钠、左旋乳酸-乙二醇共聚物微球、盐酸利多卡因、磷酸盐缓冲体系组成，其中左旋乳酸-乙二醇共聚物微球标示含量为 18%。透明质酸钠是由微生物发酵法制备而成的，其标示浓度为 17mg/mL，盐酸利多卡因的标示浓度为 3 mg/mL。封装了凝胶的注射器经高温蒸汽灭菌，一次性使用无菌注射针经环氧乙烷灭菌。该产品一次性使用。产品货架有效期 2 年	用于真皮深层、皮下浅层及深层注射填充纠正中、重度鼻唇沟皱纹	2021.6.24-2026.6.23
华东医药	伊妍仕	注射用聚己内酯微球面部填充剂 Polycaprol	Ellansé-S	申报产品由预灌封注射器、不锈钢注射针和封装在注射器中的凝胶颗粒悬液组成。其中凝胶由人工合成的聚己内酯（PCL）微球、甘油、羟甲基纤维素、磷酸盐缓冲	用于皮下层植入，以纠正中到重度鼻唇沟皱纹	2021.4.8-2026.4.7

		actone Gel for Injection		溶液组成。PCL 微球质量百分比为 33.1%。产品经无菌工艺生产，货架有效期二年		
长春圣博玛	艾维岚	聚乳酸面部填充剂	型号:A1;规格: 340mg/瓶, 170mg/瓶, 85mg/瓶	该产品为聚乳酸微球、甘露醇和羧甲基纤维素钠组成的冻干粉,使用前需经 0.9% 氯化钠注射液复溶为混悬液。产品经辐照灭菌,一次性使用。货架有效期二年	适用于注射到真皮深层,以纠正中重度鼻唇沟皱纹	2021.4.19-2026.4.18

数据来源：国家药品监督管理局，东方证券研究所

按照时间先后顺序，国内获得三类证的产品包括：

**2021年4月：国内第一款少女针 Ellans é 伊妍仕获批：**华东医药英国全资子公司 Sinclair 的主打产品之一的注射用聚己内酯微球面部填充剂（产品名称“Ellans é”伊妍仕，俗称“少女针”）获 NMPA 批准上市，Ellans é 已在 60 多个国家或地区获得注册认证或上市准入，属于成熟产品，国际口碑较好。

从产品成分来看，少女针由羧甲基纤维素（CMC，70%含量）和聚己内酯微球（PCL，30%）制成，CMC 凝胶载体进行快速填充，其弹性和粘性均高于传统玻尿酸，后者 PCL 微球将重启胶原新生，从而起到“填充+修复”功能，所用材料均可以完全降解。

图 16：Ellans é 伊妍仕产品展示



数据来源：公司官网，东方证券研究所

**2021年4月：国内第一款童颜针艾维岚获批。**长春圣博玛的“聚乳酸面部填充剂”正式获得 NMPA 注册审批，圣博玛由中国科学院陈学思院士团队领衔成立，是全球最大的医用级聚乳酸原材料生产商之一，拥有 30 多种医用聚乳酸产品型号，其中尤以原研原料-凯斯聚乳酸材料在业内最为知名。这种材料可广泛应用在医美、运动医学、创伤修复、神经外科等领域。

从产品成分来看，公司通过超可控降解聚乳酸微球技术（PLLA）打造出国内首款 III 类医疗器械级童颜针“艾维岚-Lviselle”，和同类产品相比，具备“即时复溶、无结节”的优势。

图 17: 艾维岚童颜针展示



数据来源：微博，东方证券研究所

**2021年6月国内第二款童颜针获批：**爱美客集团旗下童颜针获NMPA批准上市，商品被命名为濡白天使。我们认为濡白天使区别于传统童颜针产品，对原有品类进行了全面升级，主要体现如下：

**1) 产品成分不同：**濡白天使中加入了玻尿酸，是复配成分的针剂，而传统的童颜针拆分比较单一，主要为聚左旋乳酸的冻干粉。濡白天使主要成分包括交联透明质酸钠（玻尿酸）、左旋乳酸-乙二醇共聚物微球（PLLA）、盐酸利多卡因、磷酸盐缓冲体系，新加入的成分极大地增强了用户体验，具体来看：玻尿酸成分保证了即刻填充效果，利多卡因有减痛作用，增加了注射的舒适感。

**2) 注射方式不同：**濡白天使由预灌封注射器、一次性使用无菌注射针和封装在注射器中的凝胶组成，不需要复溶，而传统童颜针需要复溶，且复溶效果取决于医生手法、周边环境等因素，相比而言濡白天使预灌封的使用较为方便，对医生更友好。

图 18: 爱美客濡白天使发布会



数据来源：微博，东方证券研究所

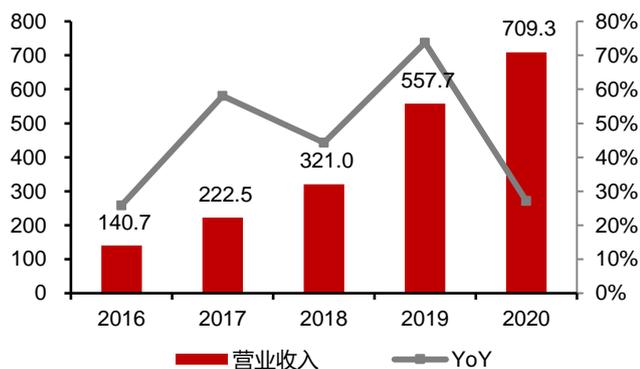
## 相关公司

### 爱美客：濡白天使重新定义童颜针品类，未来在研产品储备丰富

爱美客是国内生物医用软组织修复材料领域的创新型领先企业，公司成立于2004年，专注于玻尿酸、肉毒素、埋植线、重组蛋白等生物医药终端产品的研发和产业化生产。公司2020年实现营业收入7.1亿元，同比增长27.2%，实现归母净利润为4.4亿元，同比增长43.9%，2016-2020年营业收入和归母净利润的复合增速分别为50%和69%，处于快速增长阶段。由于高端差异化产品比重的不断提升，近年来公司毛利率和净利率都实现逐年提升。

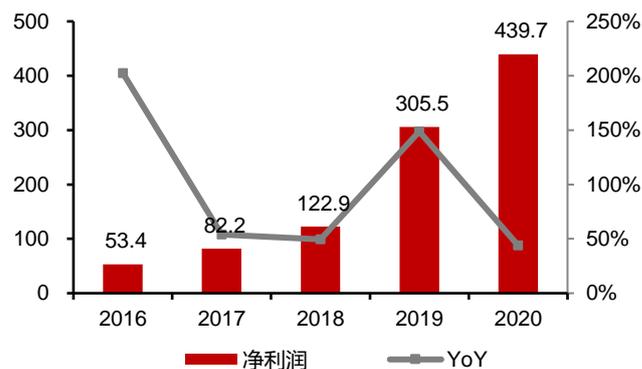
分产品来看，2019年，嗨体和爱芙莱的销售占比最高，分别达到43.5%和39.3%，其中嗨体收入复合增速更快（逸美一加一绝对规模太小，增速没有可比性），2017-2019年CAGR高达167%。宝尼达和逸美一加一的销售占比分别为12.1%和3.7%，2017-2019年CAGR分别为107%和538%，余下爱美飞、逸美、紧恋的销售占比均小于1%。从毛利率来看，所有产品2019年毛利率均高于90%，宝尼达毛利率最高，达到98.7%。2021年6月爱美客集团旗下童颜针获NMPA批准上市，商品被命名为濡白天使，成为国内第二款获批的童颜针。

图 19：爱美客营业收入及增速（百万元）

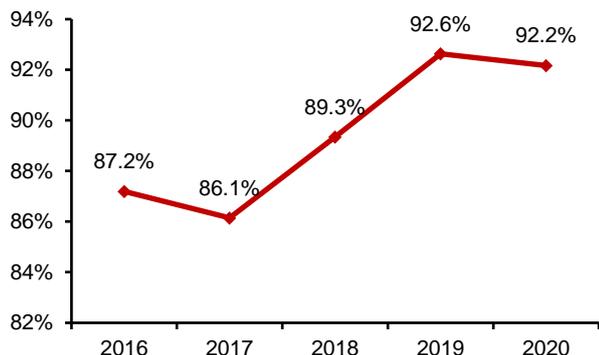


数据来源：公司公告，东方证券研究所

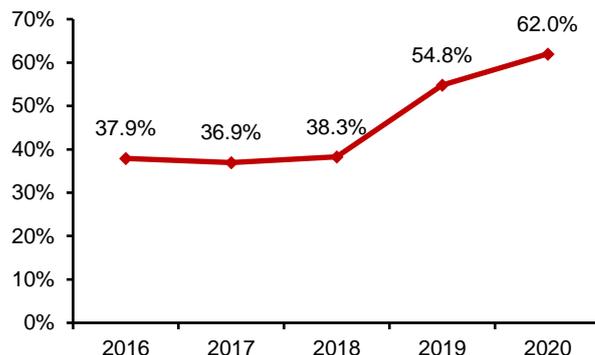
图 20：爱美客净利润及增速（百万元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

**图 21: 爱美客毛利率变化**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

**图 22: 爱美客净利率变化**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

**表 9: 爱美客分产品营业收入及毛利率**

简称	产品名称	2019 年 销售额	销售占比	毛利率	17-19 CAGR
嗨体	注射用透明质酸钠复合溶液	2.4 亿	43.5%	93%	167%
爱芙莱	注射用修饰透明质酸钠凝胶	2.2 亿	39.3%	90.2%	17%
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	6,750 万	12.1%	98.7%	107%
逸美一加一	医用透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶	2,079 万	3.7%	96.4%	538%
爱美飞	透明质酸钠凝胶	488 万	0.9%	91.4%	-
逸美	医用羟丙基甲基纤维素-透明质酸钠溶液	208 万	0.4%	96.1%	-57%
紧恋	注射用修饰透明质酸钠凝胶	88 万	0.2%		-24%
合计		<b>5.58 亿</b>	<b>100%</b>	<b>92.6%</b>	<b>58%</b>

数据来源：公司公告，东方证券研究所

**未来在研产品储备丰富，研发向生物药品、化学药品领域扩展。**根据爱美客港股招股说明书披露，公司通过内部研发和外部合作，不断开发新产品，产品组合范围从生物医用材料向生物药品、化学药品领域扩展。在七款主要在研产品中，治疗颈后缩的医用含聚乙烯醇凝胶微球的修饰透明质酸钠凝胶在研产品、治疗动态皱纹的注射用 A 型肉毒毒素在研产品及用于慢性体重管理的利拉鲁肽注射液在研产品处于临床试验阶段。

**表 10: 爱美客主要在研产品**

分类	产品名称	阶段	主要特征
医疗器械	医用含聚乙烯醇凝胶微球的修饰透明质酸钠凝胶	临床试验	治疗颈后缩
	第二代埋植线产品	临床前在研	软组织提拉

生物药品	注射用 A 型肉毒毒素	三期临床试验	动态皱纹治疗
	利拉鲁肽注射液（重组蛋白药物）	一期临床试验	慢性体重管理
	注射用透明质酸酶	临床前在研	溶解透明质酸、可皮下注射
化学药品	脱氧胆酸药物	已完成临床前研究	颧下减脂
	利多卡因丁卡因乳膏		局部麻醉

数据来源：公司公告，东方证券研究所

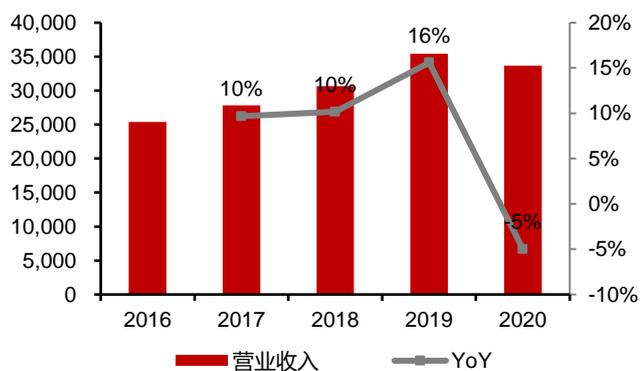
## 华东医药：Ellans é 伊妍仕少女针国际认可度高

华东医药股份有限公司成立于 1993 年，主要从事药品生产销售以及医疗器械等的批零经销业务，是一家集医药研发、制药工业、药品分销、零售、医药物流为一体的大型综合性医药上市公司。2013 年公司通过代理伊婉玻尿酸切入医美，之后布局长效微球、玻尿酸、面部提拉埋线、冷冻祛斑和美白相关医美器械等领域。公司旗下美学产品组合覆盖面部填充剂、身体塑形、埋线、能量源器械等非手术类主流医美领域，已形成差异化透明质酸钠全产品组合、胶原蛋白刺激剂、A 型肉毒素、埋植线、能量源设备的综合化产品集群，实现了无创+微创的医美产业链全布局。

2021 年 4 月，华东医药英国全资子公司 Sinclair 的主打产品之一的注射用聚己内酯微球面部填充剂（产品名称“Ellans é”，俗称“少女针”）获 NMPA 批准上市，成为国内第一款获批少女针。此前，Ellans é 已在 60 多个国家或地区获得注册认证或上市准入，属于成熟产品，国际口碑较好。

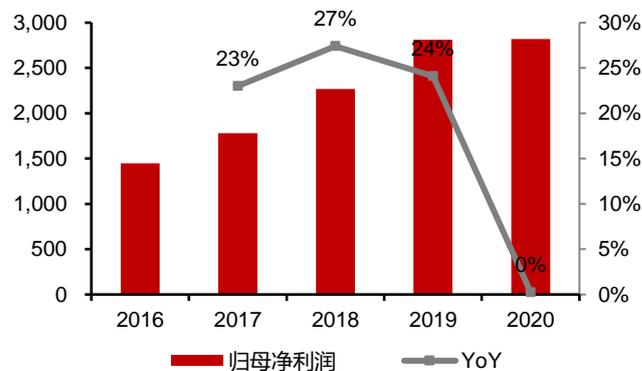
财务角度，2020 年公司实现营业收入 337 亿元，同比下滑 5%，主要受国家药品集采冲击，2016-2020 年 CAGR 为 7%，实现归母净利润 28.2 亿元，同比持平，2016-2020 年 CAGR 为 18%。从收入结构来看，2020 年医药商业、医药工业和医美收入贡献分别为 66.3%、32.8% 和 2.8%，近年来由于高毛利率的医药工业占比不断提升，驱动公司毛利率和净利率逐年增长。

图 23：华东医药营业收入及增速（百万元）

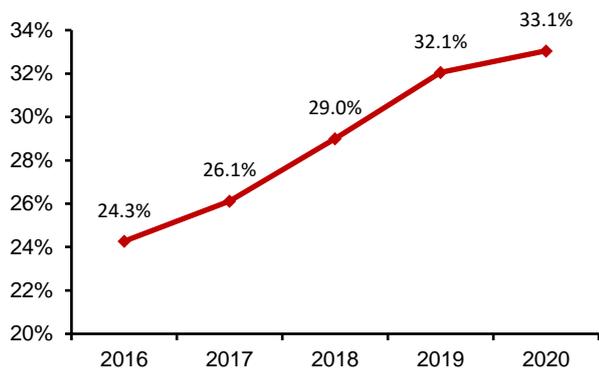


数据来源：公司公告，东方证券研究所

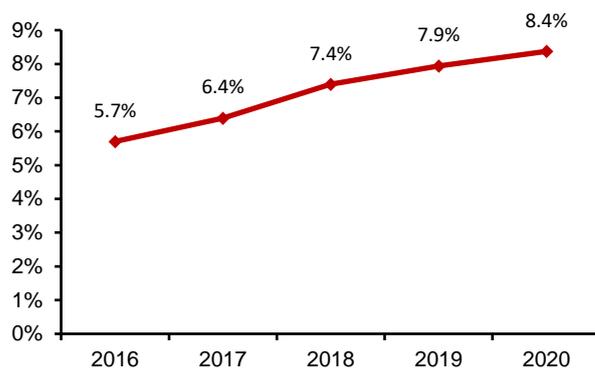
图 24：华东医药净利润及增速（百万元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

**图 25：华东医药毛利率变化**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

**图 26：华东医药净利率变化**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 长春圣博玛：国内首款获批童颜针艾维岚，技术底蕴深厚

长春圣博玛的“聚乳酸面部填充剂”正式获得 NMPA 注册审批，圣博玛由中国科学院陈学思院士团队领衔成立，是全球最大的医用级聚乳酸原材料生产商之一，拥有 30 多种医用聚乳酸产品型号，其中尤以原研原料-凯斯聚乳酸材料在业内最为知名。这种材料可广泛应用在医美、运动医学、创伤修复、神经外科等领域。

从产品成分来看，公司通过超可控降解聚乳酸微球技术（PLLA）打造出国内首款Ⅲ类医疗器械级童颜针“艾维岚-Lviselle”，和同类产品相比，具备“即时复溶、无结节”的优势。

## 投资建议

我们认为，随着越来越多合规产品的落地，再生医美市场短期内有望迎来爆发，中长期来看，作为传统医美产品的补充，未来市场发展潜力巨大。建议重点关注已在再生医美有所布局的上游企业，包括爱美客(300896，未评级)和华东医药(000963，未评级)。

## 风险提示

### (1) 疫情反复

医疗终端产品需销往线下医疗美容机构，若疫情反复，对绝对线下消费场景造成一定影响。

### (2) 产品安全风险

消费者对医美药械的安全性要求较高，一旦发生产品安全问题，将对品牌产生较长期负面影响，影响行业增速。

### (3) 研发进度和市场销售不及预期

新产品在研发和注册过程中可能会受到不可预测因素的影响，导致未能通过国家药监局的审评审批，面临因新产品注册失败或新产品上市后无法适应市场需求变化而损失前期研发投入的风险。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)