

医美行业专题二：再生针剂——打开轻医美新空间，关注渠道策略及产品功效、安全验证

2022年10月10日

看好/维持

医美

行业报告

分析师	刘田田 电话：010-66554038 邮箱：liutt@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480521010001
分析师	刘雪晴 电话：010-66554026 邮箱：liuxq@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480522090005
分析师	魏宇萌 电话：010-66555446 邮箱：weiyum@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480522090004

投资摘要：

我们在《医美行业专题一：医美填充剂，从发展路径和生命周期看结构性机会》中提出，轻医美凭借低价便捷、复制性强、产品外延性广、审批壁垒高、消费黏性大等优势，具有更高的市场空间和增速，其中针剂类初始投资低、本土厂商布局广，是最具活力的细分赛道。2021年我国开启对再生类医美填充剂的审批，作为高端升级的全新品类，再生针剂为我国轻医美市场及相关厂商带来新的增长机会。

再生针剂是我国医美注射剂市场新增长点，当前至未来2-3年是渗透率提升、快速放量窗口期，2025年终端规模有望突破百亿，为中游厂商贡献近30亿收入体量。再生针剂通过 PLLA、PCL 微球刺激人体胶原蛋白再生实现填充效果，兼具“更安全、更自然、更长效，可量产”等优点，是一种高端升级填充材料。2021年我国开启对再生类医美填充剂的上市审批，当前至未来2-3年是渗透率提升、快速放量窗口期。**我们基于中外对比和产品替代角度，对再生针剂的增长空间进行量化测算，其中海外市场对应下限，产品替代对应上限。参考海外市场：2020年全球/美国/巴西医美市场 PLLA 项目占填充项目比例分别为2.8%/5.2%/7.2%，且仍有进一步提升空间，叠加 PCL 项目和再生针剂高单价，预计海外再生针剂金额占比高于上述比例。**我国再生针剂产品力更好，消费者偏好更强，未来占比预计高于海外市场。**产品替代方面：**再生针剂在功效与定价上与高端玻尿酸较为一致，二者有较强的替代效应。2019年我国高端玻尿酸占填充剂市场销售额的约35%，在销量分流和再生针剂客单价提升双重驱动下，预计2025年我国再生针剂和高端玻尿酸占填充剂市场销售额比例合计可达35%-40%，其中再生针剂占比有望达20%。结合弗若斯特沙利文预测2025年我国医美填充剂市场终端规模约558亿元，我们测算2025年我国再生针剂市场终端规模有望达约112亿，假设下游4倍加价率下，可为中游厂商贡献收入约28亿，假设95%毛利率下，可为中游厂商贡献毛利约27亿。此外，考虑到再生针剂本身推动针剂类产品市场扩容，实际规模大概率超过测算值。

产品上市初期，牌照领先、渠道拓展速度和销售策略将影响竞争格局和产品销量。再生针剂作为III类医疗器械，注册审批耗时久、成本高，使得已获证产品具有较强的先发优势。新品上市初期，消费者教育有限，销售主要依靠终端可得性以及机构医生的利润空间和推荐偏好，因此厂商的渠道推广和销售策略重要性凸显。**目前已上市三款产品整体保持较快拓展节奏，爱美客销售策略更稳健，华东医药更积极，长春圣博玛居中。**濡白天使坚持严格的医生授权标准，产品价格体系稳定，截至22H1覆盖医美机构超500家；伊妍仕侧重对销售表现的考核，截至22H1签约合作医院超500家，培训认证医生超900人，上半年实现收入2.7亿，当前渠道布局和收入体量在三款获批产品中进程领先；艾维岚截至22.M9已合作机构约600家，医生约900人。随着消费者教育成熟、渠道布局趋同，产品力及背后的技术实力重要性将得到凸显，对再生针剂而言，配方、质地和材料是影响产品力的重要因素，复合配方、凝胶质地的产品兼顾长短期填充效果，操作更便利，产品力更强。当前已上市及在研产品中，仅濡白天使和伊妍仕为复合配方、凝胶质地，产品力优势显著，看好中长期成为主流产品。后续考虑到厂商对再生产品的型号拓展，以及多品类的交叉销售，看好产品管线丰富、品类矩阵完善的集团化医美厂商如爱美客、华东医药，以及新品类未来有望逐渐落地的江苏吴中、四环医药，未来凭借“填充+萎缩”的组合销售占据一定市场份额。

综合考虑获批时间、销售策略、产品力以及品类矩阵等因素，我们认为中长期看，华东医药旗下伊妍仕、爱美客旗下濡白天使有望占据再生针剂市场主要份额，持续跟踪相关产品的渠道布局、放量节奏和终端价格稳定性。华东医药作为大型药企业务体量较大，收入端提振有限，但伊妍仕市占率30-40%情况下，利润端仍有望实现8-10%的提升；爱美客专注医美中游，原有业务体量相对较小，再生针剂可为公司收入和利润端贡献更大弹性。此外，考虑到市场发展初期快速扩容，以及相关厂商的积极布局和宣传，长春圣博玛旗下艾维岚、江苏吴中旗下爱塑美、高德美旗下塑然雅以及四环医药旗下一代童颜针和二代少女针，也有望占据一定市场份额。

投资策略：再生针剂作为新一代填充材料，符合“更安全、更自然、更长效，可量产”的发展趋势，未来有望快速扩容，终端规模突破百亿，中游收入体量近30亿。获批早、渠道广、效果好、具有交叉销售机会的产品将获得更大的市场份额，研发实力强、渠道建设完善、品类矩阵丰富的中游生产商，如爱美客、华东医药、四环医药、江苏吴中等有望受益。

风险提示：行业政策出现重大变化、疫情反复影响需求、竞争格局恶化、重大安全风险事件。

行业重点公司盈利预测与评级

代码	简称	EPS (元)				PE			
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
300896	爱美客	4.43	6.65	9.69	13.43	110.8	73.8	50.7	36.6
000963	华东医药	1.32	1.59	1.92	2.33	30.8	25.5	21.1	17.4
0460	四环医药	0.04	0.03	0.04	0.07	19.0	26.1	19.9	11.4
600200	江苏吴中	0.03	0.02	0.08	0.19	215.3	358.9	89.8	36.2

资料来源：公司财报，东兴证券研究所（wind一致预期）

目 录

1. 再生针剂：“长效、自然、安全、可量产”的高端新材料，获批产品逐渐丰富	5
1.1 产品特点：“长效、自然、安全、可量产”的新型高端填充针剂	5
1.2 产品梳理：2021 开启再生元年，未来市场参与者增多，产品丰富度提升	7
2. 规模测算：参考海外市场和高端玻尿酸，终端百亿蓝海市场可期	9
2.1 中外再生产品及审美偏好存在差异，我国渗透率预计高于欧美	9
2.2 再生针剂分流高端玻尿酸市场，替代效应下渗透率有望达 20%	10
3. 格局展望及标的梳理	11
3.1 格局展望：牌照领先—渠道力—产品力—品牌力，共筑竞争护城河	11
3.2 标的梳理	17
4. 投资建议及风险提示	18
4.1 投资建议	18
4.2 风险提示	19
相关报告汇总	19

插图目录

图 1：再生针剂可持续刺激胶原新生，填充效果更持久	5
图 2：再生材料可完全代谢，代谢风险低	5
图 3：再生针剂注射层次深，操作难度更大	6
图 4：再生针剂特点：兼具长效自然的高端填充材料	6
图 5：全球主流 PLLA 产品 Sculptra 塑然雅发展历程	6
图 6：全球市场 PLLA 项目数近年来呈现增长态势	9
图 7：海外 PLLA 项目占填充项目比例（2020 年）	9
图 8：海外 PLLA 项目占填充项目比例保持增长趋势	9
图 9：2019 年填充针剂市场的销量和销售额价格分布	10
图 10：我国 III 类医疗器械注册审批全流程	12
图 11：传统冻干粉材质需手动复溶，濡白天使为凝胶质地	14
图 12：复合配方兼具长短期功效	14

表格目录

表 1：我国部分获批及在研 III 类再生针剂梳理	7
表 2：三类医疗器械的监管要求	8
表 3：我国部分 I/II 类 PLLA 产品	8
表 4：我国再生针剂市场规模预测（2025E/亿元）	11
表 5：部分再生针剂产品审批进度梳理	12
表 6：已上市再生针剂渠道布局及销售表现	13
表 7：国内主要再生针剂厂商在医美市场的布局	15

表 8：我国主要再生针剂的功效特点及销售表现梳理	16
表 9：不同市占率情况下，再生针剂对上市厂商的收入和毛利贡献（2025E，亿元）	17

我们在《医美行业专题一：医美填充针剂，从发展路径和生命周期看结构性机会》中论述了医美行业的发展前景，以及注射填充针剂是高景气细分赛道。再生针剂是填充针剂中的升级品类，2021 年在我国首次作为 III 类医疗器械获批，当前正从导入期快速过渡至成长期，低基数下有望快速扩容。本文将进一步聚焦再生针剂，探究再生针剂的增长空间、竞争格局和投资要点，并梳理相关公司的产品布局和特点。

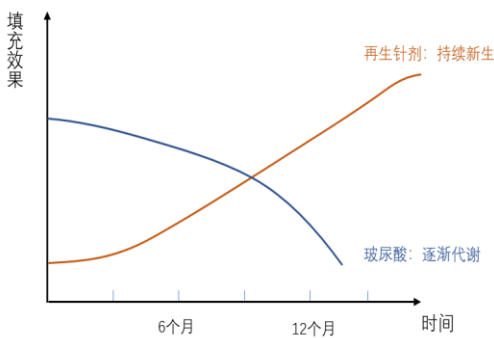
1. 再生针剂：“长效、自然、安全、可量产”的高端新材料，获批产品逐渐丰富

1.1 产品特点：“长效、自然、安全、可量产”的新型高端填充针剂

再生针剂以 PLLA、PCL 微球为主要成分，通过刺激人体自身胶原蛋白再生实现更加自然长效的填充效果。PLLA (Poly-L-Lactic-Acid 聚左旋乳酸) 和 PCL (Polycaprolactone 聚己内酯) 均为可量产的人造生物高分子材料，无毒性、在人体内可完全代谢，此前已被广泛应用于医疗领域。

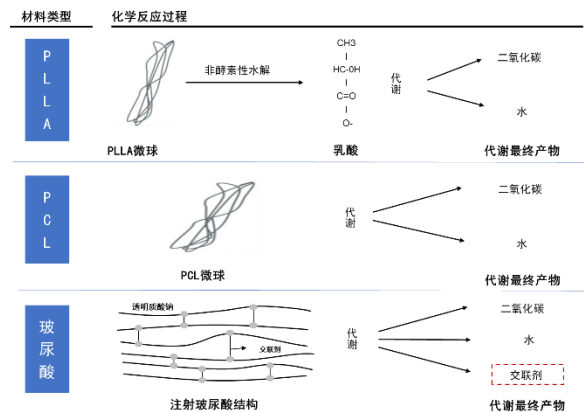
- **填充效果方面**，PLLA 和 PCL 在进入人体一段时间后可刺激成纤维细胞，促进胶原蛋白新生，从而实现填充效果。相比传统玻尿酸“填充-代谢”的模式，再生针剂效果更持久，通常能够维持 1-2 年的长效填充。同时，传统玻尿酸存在吸水肿胀、透光、移位、多次注射假面等问题，而再生针剂多为乳白色质地，不透光，注射层次较深，且人体自身新生的胶原蛋白与原有组织结合更充分，从而呈现不透光、不移位、不假面的自然填充效果。
- **安全性方面**，虽然再生材料本身可完全代谢，但由于微球直径大、悬浮性弱，注射层次深，注射难度有所提升；考虑到当前合规产品推广均配合严格的机构认证和医生培训制度，操作风险整体可控。
- **价格定位方面**，国内合规再生针剂产品终端售价约 16000-23000/ml，定位于高端新型填充针剂，为求美者提供更好填充效果的同时，也为下游医美机构提供了更大的利润空间和更强的推广动力。

图1：再生针剂可持续刺激胶原新生，填充效果更持久



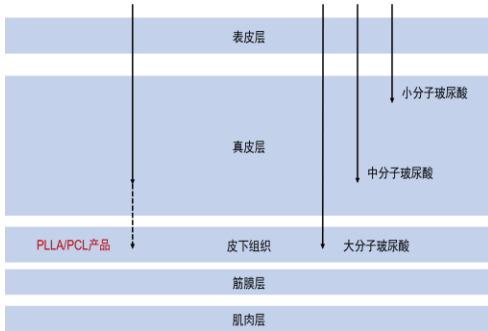
资料来源：头豹研究院，东兴证券研究所

图2：再生材料可完全代谢，代谢风险低



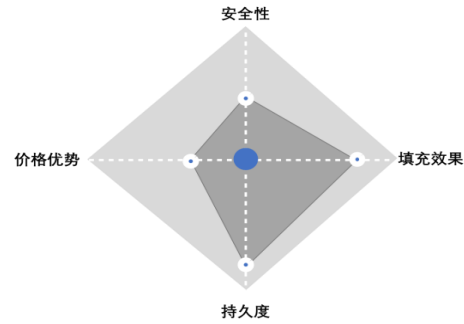
资料来源：头豹研究院，东兴证券研究所

图3：再生针剂注射层次深，操作难度更大



资料来源：头豹研究院，东兴证券研究所

图4：再生针剂特点：兼具长效自然的高端填充材料



资料来源：东兴证券研究所

海外已使用多年，积累了临床数据和消费者认知。少女针伊妍仕 Ellansé 在 2009 年获得欧盟 CE、美国 FDA 认证，2015 年前后在我国台湾、香港批准上市，目前已在全球 60 多个国家和地区使用了十余年，积累了大量临床经验和数据。童颜针在全球范围内包括法国塑然雅 Sculptra、美国得美颜 Derma Veil、韩国爱塑美 AestheFill、百佳丽 Bellezza、加纳菲 Ganafill 等 20 余个品牌，主流品牌塑然雅 Sculptra 在 1999 年获得欧洲 CE 认证，此后在美国、韩国等多个国家获批，销售范围覆盖全球 40 多个国家和地区。

图5：全球主流 PLLA 产品 Sculptra 塑然雅发展历程



资料来源：头豹研究院，东兴证券研究所

国内正规产品正处获批初期，当前推广进度较快，随着临床数据的积累、医生培训授权的推广和消费者教育的推进，预计未来 2-3 年将持续快速放量，市场有望从导入期快速过渡至成长期。我国于 2021 年首次批准三款再生类填充剂上市——艾维岚、濡白天使、伊妍仕，开启国内“再生元年”，但根据头豹研究院数据，2021 年以前我国再生类产品已经存在近 10 亿体量的非正规市场（I/II 类产品和非正规渠道获取的海外产品），可见国内需求旺盛。新产品上市需要一定培育周期，作为注射难度大、价格带高的全新品类，再生针剂快速放量，推广进程较快。伊妍仕作为海外成熟产品，在大量的临床经验和数据基础上，执行机构和医生认证制度；濡白天使作为爱美客自研新品，执行严格的机构和医生授权制度，目前培训的医生通常为科室主任级别，有多年注射经验，单个医生培训加考核的时间周期需要至少一个月，后续临床经验的积累、注射技术的成熟则需更多时间。截至 2022H1，濡白天使已覆盖超 500 家医美机构；伊妍仕签约合作医院数量超 500 家，培训认证医生数量超过 900 人，并已完成 5 个国内定点授证医生注射培训基地的布局，上半年实现收入 2.7 亿。整体来看，再生类产品的培育推广进程保持较快水平，未来随着临床数据的进一步积累、医生培训授权制度的进一步推广以及厂商和机构端持续的消费者教育，预计未来 2-3 年再生针剂市场将持续快速放量，推动市场由导入期快速过渡至成熟期。

综上，我们在《医美行业专题一：医美填充针剂，从发展路径和生命周期看结构性机会》报告中提出，非手术类医美凭借低价便捷、复制性强、产品外延性广、审批壁垒高、消费黏性大等优势，具有更高的市场空间和增速。其中，再生针剂作为一种自然长效的高端升级材料，符合“安全性、自然性、持久性和量产性”的趋势，叠加厂商的渠道推广和消费者教育，未来 2-3 年有望持续快速扩容，从导入期快速过渡至成长期。

1.2 产品梳理：2021 开启再生元年，未来市场参与者增多，产品丰富度提升

获批产品方面，当前共三款 III 类再生针剂于 2021 年获批，分别为长春圣博玛旗下艾维岚、爱美客旗下濡白天使，以及华东医药旗下伊妍仕。其中，艾维岚 2021 年 4 月获批，主要成分为 PLLA 微球，冻干粉质地；濡白天使于 2021 年 6 月获批，主要成分为 PLLA 微球和玻尿酸，凝胶质地；伊妍仕于 2021 年 4 月获批，主要成分为 PCL 微球和 CMC，凝胶质地。此外还有多款 III 类产品处于审批阶段，有望于 2023-2025 年相继获批，在带动市场扩容的同时，或将在一定程度上加剧市场竞争。其中，爱塑美 AestheFill 原产地韩国，冻干粉质地，以聚双旋乳酸为核心材料，较 PLLA 有速溶性、不易堵针等优点，目前在我国临床注册申请已获药监局受理，预计明年上市销售。塑然雅 Sculptra 为海外主流童颜针产品，冻干粉质地，已在全球 40 多个国家和地区销售二十余年，在我国正处于临床试验阶段，预计将于 2024 年前后获批上市。国内四环医药旗下“一代童颜针填充剂”已通过注册检验，后续临床试验及注册审批预计需要约 3 年时间；公司旗下“二代少女针填充剂”2022 年上半年进入临床试验研究，后续三期临床试验及注册审批流程预计需要 2-3 年，产品有望于 2024 年前后获批面世。

表1：我国部分获批及在研 III 类再生针剂梳理

类别	产品	产地	公司	主要成分	微球直径	质地	研发阶段	获批时间
PLLA	艾维岚 Lōviselle	中国	长春圣博玛	PLLA	20-50 μm	冻干粉	已获批	2021.4
	濡白天使	中国	爱美客	PLLA+玻尿酸	20-45 μm	凝胶	已获批	2021.6
			生产商 Regen					
	爱塑美 AestheFill	韩国	Biotech 国内独家代理江苏吴中	PDLLA	约 50 μm	冻干粉	临床注册	2023E
	塑然雅 Sculptra	法国	Galderma	PLLA	50-70 μm	冻干粉	临床试验	2024E
	一代童颜针填充剂	中国	四环医药	PLLA	-	-	完成注册检验 (2021.7 完成)	2025E
PCL	伊妍仕 Ellans é	荷兰	华东医药	PCL+CMC	25-50 μm	凝胶	已获批	2021.4
	二代少女针填充剂	中国	四环医药	PCL	-	-	临床研究 (2022.4 启动)	2024E

资料来源：NMPA，公司公告，新氧，东兴证券研究所

此外，我国还存在一些 I/II 类 PLLA 产品，原则上不能作为填充剂使用，未来非合规操作有望逐渐出清，带动 III 类产品渗透率将提升。根据国家药监局要求，相比 III 类医疗器械，I/II 类医疗器械的监管标准更低、

审批难度更小，但用途上不允许植入人体，即不能作为填充剂使用。过去由于国内没有合规III类再生产品获批，终端存在将I/II类产品用作填充剂、或使用非正规渠道获取的海外再生产品等违规操作。但随着2021年III类再生填充剂产品获批面世，以及厂商的消费者教育和医美行业监管趋严，未来未获批产品的非合规、超范围操作将逐渐出清，III类产品渗透率将提升。

表2：三类医疗器械的监管要求

	I类医疗器械	II类医疗器械	III类医疗器械
使用要求	通过常规管理足以保证安全性、有效性的医疗器械	不可植入人体，仅可用于体表或非慢性创面，不可被人体吸收	可用于植入人体，用于支持、维持生命，可用于体内、慢性创面，可部分或全部被人体吸收
相关产品	如外科用手术器械、手套、纱布等	如血压计、不可吸收缝合线、医用敷料等	如人工关节、血管支架、医用可吸收缝合线；医美注射材料、植入线材、射频设备
风险	较低	中度	较高
GMP等级	不低于30万级	不低于10万级	不低于1万级
管理制度	备案（市级）	注册（省级）	注册（国家级）
是否需要临床试验	不需要	需要	需要
审批时间	较短	中等	较长，约3-8年

资料来源：NMPA，弗若斯特沙利文，东兴证券研究所

注：GMP为药品生产和质量管理基本准则，衡量生产车间洁净度。

表3：我国部分I/II类 PLLA 产品

品牌	产地	生产厂商	价格	NMPA 认证 (非III类)	成分	治疗周期	持久性
瑞博	中国	杭盖桐博生物	6980~23800 元/次	2018年获批	3-7um-PLLA	3次/疗程，2月/次	1-2年
欧倍颜	中国	JTK国际医疗	6800~9800 元/次	2019年获批	聚左旋乳酸、水	3-6次/疗程，2周/次	1.5-2年
仙诺德	中国	浙江微度	11600-12000 元/次	2019年获批	PLLA、PEG、水	3-6次/疗程，1月/次	3-5年
贝洛芙	中国	浙江贝洛夫生物	3000-20000 元/次	2019年获批	PLLA	3-6次/疗程，1月/次	1-3个月
润娜塔	中国	浙江梓正医药科技	4800-8800 元/次	2019年获批	PLLA、PEG	5次/疗程，前三次1月/次，后两次2月/次	6个月

资料来源：NMPA，新氧，研观天下，公司公告，东兴证券研究所

综上，当前我国III类再生针剂市场共3款产品获批，多款产品进入临床阶段，有望于2023-2025年逐渐获批面世。市场参与者增多，产品丰富度提升，在带动再生针剂市场扩容的同时，也将加剧市场竞争，影响未来竞争格局。因此，下文我们将进一步分析再生针剂市场的竞争壁垒，并据此对未来市场格局进行定量预测与展望。

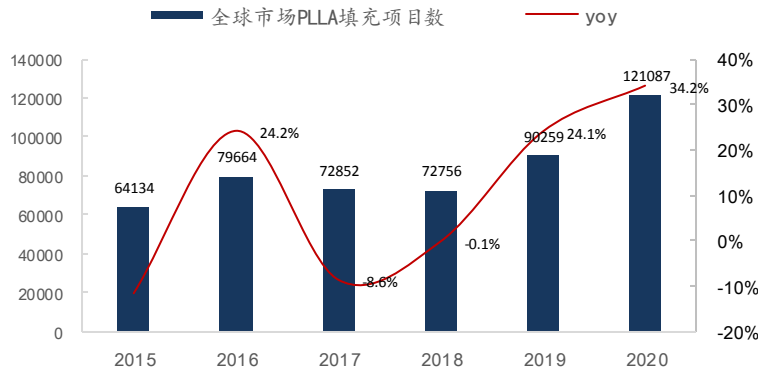
2. 规模测算：参考海外市场和高端玻尿酸，终端百亿蓝海市场可期

上文我们论证了再生针剂市场未来 2-3 年处于渗透率快速提升期，并有望于 2025 年前后逐渐进入稳定增长阶段。下面我们基于中外对标和产品替代性角度，对再生针剂的增长空间进行量化测算，其中海外市场对应规模下限，产品替代对应规模上限。

2.1 中外再生产品及审美偏好存在差异，我国渗透率预计高于欧美

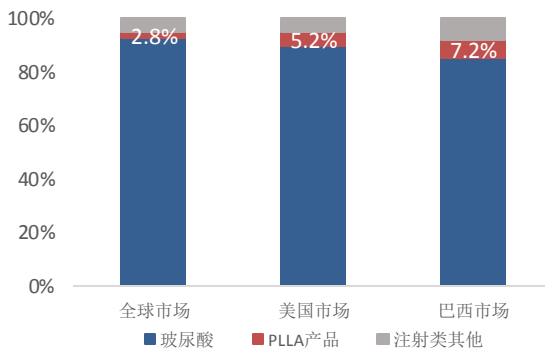
海外再生针剂市场金额占比高于 PLLA 项目占比，且 PLLA 项目占比仍有进一步提升态势。根据 ISAPS 数据，2015-2020 年，全球医美市场 PLLA 项目的复合增速约 14%，尤其 2019-2020 年保持 20%+ 的快速增长。2020 年全球/美国/巴西等成熟市场中，PLLA 项目占医美填充项目份额分别为 2.8%/5.2%/7.2%，同比分别 +0.8/1.6/2.6pct，当前仍处于份额提升态势。此外，考虑到上述比例未包含 PCL 产品，以及再生针剂单价高于传统玻尿酸，预计按金额计算的再生针剂市场总规模占比将高于上述 PLLA 项目所占比例。

图6：全球市场 PLLA 项目数近年来呈现增长态势



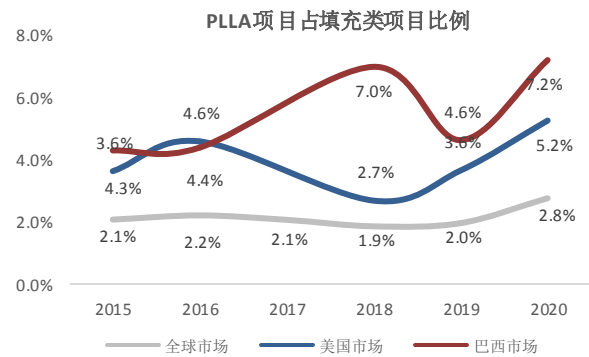
资料来源：ISAPS，东兴证券研究所

图7：海外 PLLA 项目占填充项目比例（2020 年）



资料来源：ISAPS，东兴证券研究所，假设注射类其他主要为填充类

图8：海外 PLLA 项目占填充项目比例保持增长趋势



资料来源：ISAPS，东兴证券研究所，假设注射类其他主要为填充类

海内外再生针剂产品力和国民审美偏好存在差异，我国再生针剂占比有望高于欧美地区。

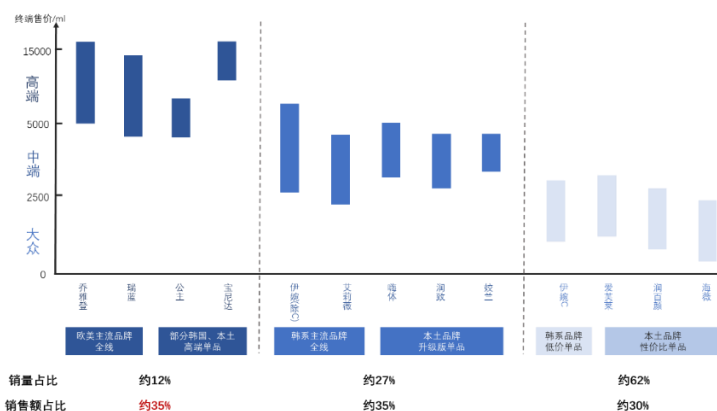
- 我国再生针剂产品力高于海外。海外再生产品主要为单独的 PLLA 微球，冻干粉质地，填充效果方面，PLLA 发挥再生作用需要时间，导致短期填充效果不佳，或长短期填充衔接不流畅；便捷性方面，冻干粉使用前需提前复溶，操作复杂且易不均匀；安全性方面，海外主流产品如塑然雅 Sculptra 微球直径较大，容易堵针或引发硬结、肉芽肿等问题。相比之下，我国获批的再生针剂中，濡白天使复配 PLLA 微球和玻尿酸，少女针伊妍仕复配 PCL 微球和 CMC，使产品兼具长短期填充效果；同时二者均为凝胶质地，微球直径较小，可实现直接注射，并降低硬结、质地不均等风险。
- 我国消费者审美上更偏好年轻化填充产品。欧美人面部结构更立体，偏好轮廓塑形、支撑性强的医美项目，对童颜类产品需求相对较低；亚洲人面部结构更平缓流畅，更追求饱满、年轻感的视觉效果，更偏好童颜针、少女针等主打年轻化的填充产品。

综上，2020 年全球/美国/巴西医美市场 PLLA 项目占比分别 2.8%/5.2%/7.2%，且占比仍有持续提升态势，叠加 PCL 项目和再生针剂高单价，预计海外按金额计算的再生针剂规模占比高于上述 PLLA 项目占比；同时，我国再生针剂获批产品的功效更好，同时消费者对童颜针、少女针类年轻化填充产品的偏好更强，因此未来我国再生针剂占填充针剂市场规模的比例将高于海外当前水平。

2.2 再生针剂分流高端玻尿酸市场，替代效应下渗透率有望达 20%

再生针剂功效好、定价高，预计主要对高端玻尿酸形成分流和替代。2019 年我国玻尿酸填充剂终端售价约 1000-15000/ml，以品牌和产品为依据对市场进行分层，将欧美主流品牌（乔雅登、瑞蓝等）及部分韩国、本土部分高端单品（公主、宝尼达等）划定为高端市场，终端售价区间约为 5000-15000/ml，对应销量占比约 12%，销售额占比约 35%；将韩系主流品牌（伊婉、艾莉薇等）及本土品牌升级版单品（嗨体、润致、姣兰等）划定为中端市场，终端售价区间约为 2500-5000/ml，对应销量占比约 27%，销售额占比约 35%；将韩系品牌低价单品（伊婉 C 等）及本土品牌性价比单品（爱芙莱、润百颜、海薇）划定为大众市场，终端售价区间约为 800-2500/ml，对应销量占比约 62%，销售额占比约 30%。考虑到再生针剂功效上自然度更好、融合性更高、效果更持久，终端定价上约 10000-20000/ml，与高端玻尿酸的功效特点和价位水平更为一致，消费者重合度高。因此我们认为，再生针剂将主要对原有高端玻尿酸市场形成替代，对应品牌主要为欧美主流品牌（乔雅登、瑞蓝等），生产者主要为海外厂商（Allergan、Galderma 等），销售额占比约 35%。

图9：2019 年填充针剂市场的销量和销售额价格分布



资料来源：爱美客招股书，东兴证券研究所；注：2019 年及以前我国填充针剂市场以玻尿酸为主，以玻尿酸价格分布代表填充针剂市场的价格分布。

基于再生针剂对高端玻尿酸市场的分流，我们对其市场规模进行定量预测，相关假设如下：

- 根据弗若斯特沙利文数据，2025 年我国医美填充针剂市场终端规模约 558 亿元；
- 再生针剂主要对高端玻尿酸产品形成替代和分流，且定价略高于高端玻尿酸，销量分流和客单价提升双重带动下，预计 2025 年我国再生针剂和高端玻尿酸产品合计占比可达 35%-40%，其中再生针剂占比可达 20%；
- 当前我国已上市再生针剂（艾维岚、濡白天使、伊妍仕）的下游加价率（终端售价/中游出厂价）约为 4 倍左右，以此为基础计算 2025 年中游出厂销售额。

综上，上述假设下，2025 年我国再生针剂终端销售额可达 112 亿，下游 4 倍加价率下，对应中游出厂销售额可达 28 亿元。

表4：我国再生针剂市场规模预测（2025E/亿元）

填充针剂 终端销售额	再生针剂占 填充针剂市场比例	再生针剂 终端销售额	再生针剂 下游加价率	再生针剂 出厂销售额
558	20%	112	4	28

资料来源：弗若斯特沙利文，东兴证券研究所

再生针剂本身推动针剂类产品市场扩容，实际规模大概率超过测算。考虑到再生针剂作为新品类，其全新的市场定位，系统化、规模化、专业化的消费者教育，本身也是推动整个填充市场进一步扩容的驱动力。上述模型仅基于静态情况下 2025 年填充市场规模，计算再生针剂的占比及规模；考虑再生针剂上市及推广对填充市场形成的加速扩容作用，则测算值可能偏小，实际再生针剂市场规模或将进一步突破上述测算值。

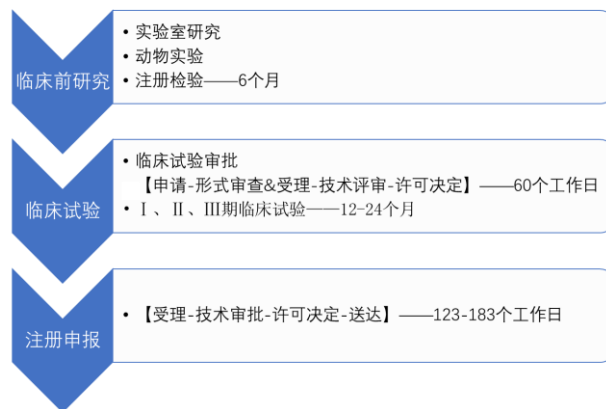
3. 格局展望及标的梳理

3.1 格局展望：牌照领先—渠道力—产品力—品牌力，共筑竞争护城河

我们在《医美行业专题一：医美填充针剂，从发展路径和生命周期看结构性机会》报告中提出，医美注射针剂市场主要关注技术力、产品力、渠道力和品牌力。

- **牌照领先**:大型生产厂商拥有更丰富的获证经验,已获证产品相比待获批产品拥有约2-4年的先发优势,有望先行占领市场份额和消费者心智。医美注射产品必须经 NMPA 审批为 III 类医疗器械,注册审批流程复杂,耗时久、成本高,且具有一定的失败率,使得已获证产品具有较强的先发优势。III 类医疗器械注册审批包括复杂的流程:临床前研究(实验室研究、动物实验、注册检验)——临床试验(I、II、III 期)——注册申报——获批上市,临床试验的预期外结果、审批材料的修正补充都可能导导致流程延迟甚至失败,使得新品审批需要大量的时间、资金和经验支持。

图10：我国 III 类医疗器械注册审批全流程



资料来源：NMPA，东兴证券研究所

根据弗若斯特沙利文报告，我国 III 类医疗器械及药物的开发和注册周期通常需要至少 5-8 年。根据头豹研究院报告，注射医美产品仅临床试验阶段就需花费资金几百万至千万不等，若考虑前期研发支出及一定失败率，则实际资金成本更高。大型生产厂商能够提前布局新品，配合丰富的获证经验，将产品的医美适应症与医疗适应症相联系，在证书审批中更具优势，中小型厂商则难以获得牌照入场券。已获证产品如艾维岚、濡白天使、伊妍仕，相比待获批产品可获得约 2-4 年的先发优势，有望先行占领市场份额和消费者心智。

表5：部分再生针剂产品审批进度梳理

	类别	产品	获批时间
已获批	PLLA	艾维岚	2021.4
	PLLA	濡白天使	2021.6
	PCL	伊妍仕 Ellans é	2021.4
在研	PLLA	爱塑美 AestheFill	2023E
	PLLA	塑然雅 Sculptra	2024E
	PLLA	四环医药一代童颜针填充剂	2025E
	PCL	四环医药二代少女针填充剂	2024E

资料来源：NMPA，公司公告，东兴证券研究所

- **渠道力：**结合再生针剂材料特点和发展阶段，产品上市初期渠道推广速度和销售策略将对销量有较大影响。医美针剂需要由具备医疗资质的医生注射，通过下游医美服务机构才能实现消费者触达，而下游机构会根据不同产品的盈利空间、医生操作熟练度、临床经验数据完备度、消费者的认可度等因素选择合作产品，并通过医生推荐影响消费者选择，因此下游机构的合作覆盖、专业医师的操作培训对产品的终端销售表现至关重要。再生针剂注射难度高于传统填充剂，产品推广需要依托更丰富的临床经验数据，和更严格的机构认证和医生授权；同时产品之间存在差异但又有替代性，新品类推广初期消费者对产品的认知还比较有限，因此产品销售更多依靠终端可得性以及机构医生的利润空间和推荐偏好，厂商的渠道推广和销售策略重要性凸显。新产品需要通过“渠道拓展、提供利润空间—机构医生推荐—消费者触达—C 端讨论度提升”的销售策略来抢占消费者心智，实现市场的快速抢占和销量的快速提升。

当前已获批再生针剂产品的渠道布局保持较快速度，主要位于一线、新一线和二线城市。三个已获批产品目前的渠道开拓情况及渠道策略如下：

- 1) **爱美客旗下濡白天使**：截至 2022H1，濡白天使已覆盖超 500 家医美机构，公司坚持稳健的销售策略：授权标准方面，对合作机构的资质、培训医生的从业年限、销售代表的经验履历进行严格筛选把控，培训的医生一般为科室主任级别，有 8-10 年的丰富注射经验；价格把控方面，注重终端价格体系的稳定性，下游医美机构未经总部许可不得擅自打折，濡白天使终端指导价 12800 元/支，上市以来终端售价整体保持在 11000 元/支以上，价格体系坚挺，为下游机构保证稳定充足的利润空间；市场反馈方面，濡白天使上市一年以来未出现过重大医疗事故，安全性高，市场反馈良好。
- 2) **华东医药旗下伊妍仕**：截至 2022H1，伊妍仕已签约合作医院数量超 500 家，培训认证医生数量超过 900 人，并已完成 5 个国内定点授证医生注射培训基地的布局，上半年实现收入 2.7 亿，当前渠道布局和收入体量在三款获批产品中进程领先。伊妍仕在国内上市前已在海外销售多年，积累了丰富的临床数据、注射经验及应急措施，为公司渠道拓展提供了更有利的基础，公司执行更为积极的销售策略，侧重对销售出货量、销售收入、销售回款等指标的考核，助力渠道推广和销售体量保持领先水平。
- 3) **长春圣博玛旗下艾维岚**：根据产品官网，截至 2022 年 9 月已合作机构约 600 家，医生约 900 人。

表6：已上市再生针剂渠道布局及销售表现

产品	艾维岚	濡白天使	伊妍仕
规格	340mg（可稀释）	0.75ml/支	1ml/支
定价	医院采购 3800-4800 元/支，终端指导价近 2 万/支，新氧售价约 1.8-1.9 万/支。	医院采购价 2800-3200 元/支，终端指导价 12800 元/支，新氧售价约 11000-12800 元/支。	医院采购价 3500-4980 元/支，终端指导价 18800 元/支，新氧售价约 1.6-1.8 万元/支。
下游利润空间	1.3-1.5 万/支	8000-100000/支	1.1-1.4 万/支
再生产品渠道布局	2022 年 9 月，合作机构约 600 家，合作医生约 900 人。	22Q1/22Q2/22.M9，分别合作医院-/500+(覆盖)/450(认证)家，培训医生 300+/500+(8 月)/650 人。	21 年底/22Q1/22Q2/22.M9，分别合作医院 280/400/500/900 家，培训医生 500+/700+/900/1050 人。
销售额(出厂价)	-	21/22Q1/22Q2 销售额分别约 0.6/0.5/0.55 亿元。	21/22Q1/22Q2 少女针分别实现营收 1.85/1.57/1.14 亿元

资料来源：NMPA，公司公告，新氧，东兴证券研究所

- **产品力**：中长期看，随着各产品持续推进下游机构合作，渠道布局逐渐趋同，终端价格坚挺、下游利润空间稳定的产品竞争优势将逐渐显现；叠加消费者教育逐渐成熟，市场对产品特点认知逐渐到位，产品力及背后的技术实力重要性将得到凸显。对再生针剂而言，针剂的质地、微球直径的把控、核心材料的选择都是影响产品力的重要因素。针剂质地方面，复合凝胶质地优于粉末质地。将 PLLA/PCL 微球均匀悬浮于玻尿酸/CMC 中，形成凝胶质地，能使产品兼具长短期功效，降低注射难度，提升便利性，由于微球悬浮性较弱，凝胶产品对厂商技术实力提出更高要求。微球直径方面，均匀且适合人体代谢的直径，能提高注射顺滑度，降低堵针硬结等风险。材料选择方面，不同材料特性有一定差异，如同为再生材料，PLLA 可降解为乳酸并通过乳酸刺激成纤维细胞分泌胶原，PCL 主要通过包裹原理刺激胶原再生，并通过肝肾代谢；玻尿酸存在一定吸水肿胀和交联剂残留问题，但材料本身有溶解酶，若出现风险或效果不满意可通过酶快速溶解；CMC 肿胀和交联剂风险低，但无溶解酶，只能回抽挤出或等待其自行代谢。

目前国内已获批和在研再生产品中，仅爱美客旗下濡白天使和华东医药旗下伊妍仕 Ellansé 为复合配方、溶液质地，兼具长短期功效。随着产品的功效特点逐渐被市场认知，中长期看好濡白天使和伊妍仕凭借领先的产品力成为再生针剂市场主流单品，占领更大的市场份额。

1) 濡白天使：复配 PLLA+玻尿酸，注射前期玻尿酸以自身体积实现短期填充，此后随着玻尿酸代谢，PLLA 逐渐暴露，接力刺激胶原蛋白再生实现长效填充。濡白天使微球直径为均匀的 20-45 μm ，低于国际主流品牌塑然雅的微球直径 40-70 μm ，更适合人体降解代谢。濡白天使还通过独家 SDAM 专利技术实现均匀凝胶质地，用亲水成分聚乙二醇修饰 PLLA 微球，使 PLLA-PEG 微球呈现亲水和亲脂的“双亲性”特点，均匀混悬在交联透明质酸中，缓解传统粉末状 PLLA 产品易过分聚集和组织排斥导致的炎症结块和炎性肿胀等问题。此外，濡白天使还添加利多卡因成分，无须另外施打麻药，提升注射体验感。

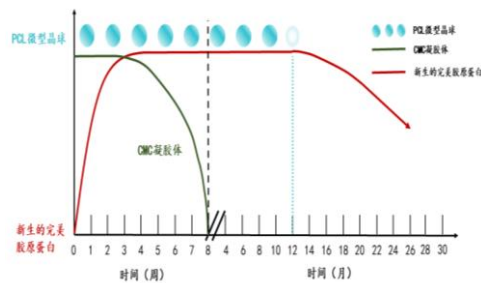
2) 伊妍仕：复配 30% PCL+ 70% CMC，其中 CMC（羧甲基纤维素）是一种水溶性凝胶载体，具有良好的生物相容性和黏弹性，注射初期可起到即刻填充效果，随后 CMC 逐渐代谢，PCL 微球暴露并持续刺激胶原蛋白再生，使产品兼具长短期填充效果。

图11：传统冻干粉材质需手动复溶，濡白天使为凝胶质地



资料来源：全轩学院，东兴证券研究所

图12：复合配方兼具长短期功效



资料来源：全轩学院，东兴证券研究所

值得注意的是，具有产品力优势的产品市场认可度稳定提升，在价格坚挺的同时实现销量提升，该路径走通的前提是，产品力差异可以被市场充分认知并认可，能够长期抵挡同类其他产品的替代，从而实现相对长且完整的生命周期。若差异化优势不足以支撑价格坚挺，或不足以与同类其他产品区隔开来，则销量就可能受到压制。建议持续关注主要产品的渠道拓展进度和销售放量节奏，关注主要产品终端价格的稳定性。若先行产品终端价格出现快速波动或趋势性下降，渠道扩展和销售放量大幅减速；或后发产品持续稳定放量，终端认可度出现分化，或成为重要拐点。

- **品牌力：**考虑到厂商后续对再生产品的型号拓展，以及多品类产品的交叉销售，品牌力下的消费黏性重要性凸显，相对看好多品类布局的大型医美厂商。医美行业具有较强的专业性，品牌背书极为重要，尤其近年来新氧、小红书等互联网平台兴起，求美者可以在平台上更直观的了解产品信息，对不同品牌进行交流讨论、“做功课”、“种草”，并选择公认安全有效、疗效记录良好的产品，进一步强化了品牌力的重要性。此外，参考伊妍仕海外 S、M、L、E 四个型号，再生针剂可以通过分子链长、材料浓度的变化调整作用时间和适应部位，实现产品矩阵的拓展。品类矩阵完善的医美生产厂商也可以将再生针剂与玻尿酸、肉毒素等其他轻医美产品打包销售，实现交叉引流，提高销量。

已获批产品中，爱美客和华东医药的产品矩阵更为丰富，交叉销售效应更强。爱美客旗下玻尿酸产品爱芙莱、嗨体、宝尼达等 2021 年市占率达 21.3%，公司持股代理的肉毒素品牌 Hutox 已进入临床试验阶段，

有望于 2024 年获批面世；华东医药新代理的高端玻尿酸品牌 Maili 已进入临床试验阶段，独家代理的肉毒素品牌 The Toxin 也有望于 2025 年获批面世。作为产品管线丰富、品类矩阵完善的集团化医美厂商，爱美客和华东医药未来有望凭借“填充+萎缩”的组合销售占据更大的市场份额。

待获批产品中，高德美旗下塑然雅 Sculptra 为全球主流品牌，在海外已使用多年，国内有望于 2024 年前后获批，上市后有可能凭借海外积累的品牌认知度及与瑞蓝的交叉销售占据一部分市场份额，但考虑其大颗粒冻干粉质地和海外品牌在国内的渠道协同难度更大，未来需关注其产品效果认可度在国内的渠道铺设和市场推广能力。江苏吴中旗下爱塑美 AestheFill 有望于 2023 年获批，成为我国下一个上市的再生针剂产品，同时江苏吴中近年来加快医美领域布局，后续玻尿酸 HARA、胶原蛋白填充剂有望逐渐落地，实现更多的交叉销售机会。四环医药旗下一代童颜针、二代少女针有望于 2024-2025 年获批，同时公司近年来持续加大医美布局，2022 年 4 月代理的韩国 Hugel 玻尿酸品牌铂安润获批上市，2022 年 3 月投资深圳易美切入光电设备赛道，未来有望通过渠道推广和交叉销售实现一定市场份额。

表7：国内主要再生针剂厂商在医美市场的布局

	玻尿酸	再生材料	胶原蛋白	肉毒素	其他
爱美客	嗨体、宝尼达、逸美、爱芙莱等	濡白天使 (PLLA)	-	Hutox (2024E、持股代理)	埋植线、减重
华东医药	MaiLi (2024E、代理)	伊妍仕 (PCL)	-	The Toxin (2025E、代理)	减重、光电设备
长春圣博玛	-	艾维岚 (PLLA)	-	-	-
江苏吴中	HARA (2025E、代理)	爱塑美 AestheFill (PDLLA、代理)	有布局计划	-	-
Galderma	瑞蓝 (铂金、丽瑛、唯瑛、瑞瑛等)	临床 Sculptra (PLLA)	-	-	-
四环医药	铂安润 (代理)	临床阶段 (PLLA、PCL)	-	Letybo/乐提葆 (代理)	光电设备

资料来源：NMPA，新氧，公司公告，东兴证券研究所（注：本表只列示相关厂商在医美板块布局，不包括其在其他业务板块的布局）

综上，我们将再生针剂市场的关键竞争要素及主要产品特点总结如下：

- （1）我国已获批产品如艾维岚、濡白天使、伊妍仕相比待获批产品，具有较强的牌照领先优势。
- （2）上市初期，渠道拓展速度和销售策略将影响产品销量，当前市场整体保持较快拓展节奏，爱美客销售策略更稳健，华东医药更积极，圣博玛处于中等水平。截至 2022 年 9 月，濡白天使合作机构约 450 家，医生约 650 人，2022H1 实现销售收入约 1.05 亿元；伊妍仕合作机构约 900 家，医生约 1050 人，2022H1 实现收入 2.71 亿元；艾维岚已合作机构约 600 家，医生约 900 人。（3）随着消费者教育成熟、渠道布局趋同，产品力及背后的技术实力重要性将得到凸显，对再生针剂而言，针剂的质地、微球直径的把控、核心材料的选择都是影响产品力的重要因素。当前已上市及在研再生针剂中，仅濡白天使和伊妍仕为复合配方、溶液质地，较传统冻干粉产品操作更便捷，且兼具长短期效果，具有更强的产品力优势。
- （4）考虑到厂商后续对再生产品的型号拓展，以及多品类的交叉销售，品牌力下的消费黏性重要性凸显，看好产品管线丰富、品类矩阵完善的集团化医美厂商，未来有望凭借“填充+萎缩”的组合销售占据更大的市场份额。爱美客嗨体、宝尼达等品牌认可度持续验证，肉毒素品牌 Hutox 有望于 2024 年获批面世；华东医药新代理的高端玻尿酸品牌 Maili 首例受试者已于 9 月入组，独家代理的肉毒素品牌 The Toxin 也有望于 2025 年获批面世。

表8：我国主要再生针剂的功效特点及销售表现梳理

产品	已获批			在研			
	艾维岚	濡白天使	伊妍仕	爱塑美 AestheFill	塑然雅 Sculptra	一代 童颜针	二代 少女针
公司	圣博玛	爱美客	华东医药	江苏吴中	Galderma	四环医药	
获批时间	2021.4	2021.6 获批 8月上市	2021.4 获批 8月上市	2023E	2024E	2025E	2024E
成分	PLLA	PLLA+玻尿酸	PCL+CMC	PDLLA	PLLA	PLLA	PCL
成分特点	-	PLLA 可降解+代谢 玻尿酸有溶解酶，但 存在吸水肿胀和交联 剂问题	PCL 只能通过肝脏代 谢，不能降解； CMC 无溶解酶，治疗 过程不可逆	较 PLLA 更 速溶、不易 堵针	-	-	-
微球直径	20-50 μm	20-45 μm	20-50 μm	约 50μm	40-70 μm	-	-
质地	冻干粉	凝胶	凝胶	冻干粉	冻干粉	-	-
规格	340mg (可稀释)	0.75ml/支	1ml/支	200mg (可稀释)	150mg (可稀释)	-	-
适应部位	鼻唇沟	鼻唇沟、鼻部、颧部、 眉骨、下巴等	鼻唇沟、鼻部、下巴等， 不适用于唇部、眼睑	-	-	-	-
系列产品	-	未来可能会出系列产 品，相同成分、不同 浓度，无需重新审批	国内 S 型号已获批，M 型号注册阶段。 海外 S/M/L/E 四种型 号，持续时间 1-4 年， 适用于面部到身体。	-	-	-	-
厂商布局	无	玻尿酸、肉毒素、埋 植线、减重产品	玻尿酸、肉毒素、减重 产品、光电设备等	玻尿酸、胶 原填充剂	玻尿酸	玻尿酸、光电设备 等	
定价	医院采购 3800-4800 元/支，终端 指导价 2 万， 新氧每支 1.8-1.9 万。	医院采购价 2800-3200 元/支，终 端指导价 12800 元/ 支，新氧售价约 11000-12800 元/支。	医院采购价 3500-4980 元/支，终 端指导价 18800 元/ 支，新氧售价约 1.6-1.8 万元/支。	-	-	-	-
下游利润空间	1.3-1.5 万/ 支	8000-100000/支	1.1-1.4 万/支	-	-	-	-
渠道布局	2022.9 合 作机构约 600 家，合 作医生约 900 人。	22Q1/22Q2/22.M9， 分别合作医院-/500+ (覆盖)/450 (认证) 家，合作医生 300+/500+ (8 月) /650 人	21/22Q1/22Q2/22.M9 分别合作医院 280/400/500/900 家， 分别合作医生 500+/700+/900/1050 人	-	-	-	-
销售额 (出厂 价)	-	21/22Q1/22Q2 销售 额分别约 0.6/0.5/0.55 亿元。	21/22Q1/22Q2 少女针 分别实现营收 1.85/1.57/1.14 亿元。	-	-	-	-

资料来源：NMPA，新氧，公司财报，东兴证券研究所

3.2 标的梳理

考虑到伊妍仕和濡白天使渠道布局持续推进，产品力显著领先，叠加多品类布局下交叉销售优势，我们认为中长期看，华东医药旗下伊妍仕、爱美客旗下濡白天使有望占据再生针剂市场主要份额。此外，考虑到市场发展初期快速扩容，以及相关厂商的积极布局和宣传，长春圣博玛旗下艾维岚、江苏吴中旗下爱塑美、高德美旗下塑然雅以及四环医药旗下一代童颜针和二代少女针，也有望占据一定市场份额。

表9：不同市占率情况下，再生针剂对上市厂商的收入和毛利贡献（2025E，亿元）

产品市占率		10%	20%	30%	40%	50%
再生针剂出厂销售额		28	28	28	28	28
出厂销售额		2.8	5.6	8.4	11.2	14.0
厂商毛利率		95%	95%	95%	95%	95%
厂商毛利额		2.7	5.3	8.0	10.6	13.3
爱美客 濡白天使	收入贡献比例 (基于2021年营收14.5亿)	19%	38%	58%	77%	96%
	毛利贡献比例 (基于2021年营收13.6亿)	19%	39%	58%	78%	97%
华东医药 伊妍仕	收入贡献比例 (基于2021年营收345.6亿)	0.8%	1.6%	2.4%	3.2%	4.0%
	毛利贡献比例 (基于2021年毛利106亿)	3%	5%	8%	10%	13%
江苏吴中 爱塑美	收入贡献比例 (基于2021年营收17.8亿)	16%	31%	47%	63%	78%
	毛利贡献比例 (基于2021年毛利5.2亿)	51%	102%	153%	204%	255%
四环医药 一代童颜针 二代少女针	收入贡献比例 (基于2021年营收32.9亿)	8%	17%	25%	34%	42%
	毛利贡献比例 (基于2021年毛利24.5亿)	11%	22%	32%	43%	54%

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

- 爱美客：**坚持稳健的销售策略，渠道推广节奏稳中有升，且终端价格稳定、下游利润空间充足，叠加濡白天使显著的产品力，以及公司在玻尿酸、肉毒素、埋植线等领域逐渐完备的品类矩阵，未来濡白天使销量有望持续稳定提升，成为市场主流产品之一，持续关注濡白天使渠道拓展和销售情况。若濡白天使市占率达到30%，贡献营收8.4亿元，贡献毛利8亿，则可占爱美客2021年营收和毛利的58%和58%；若市占率达到40%，贡献营收11.2亿元，贡献毛利10.6亿元，则可占爱美客2021年营收和毛利的77%和78%。考虑到公司主要围绕医美中游产品端进行布局，收入和利润体量相对较小，再生针剂上市后为公司带来的较大的增长弹性。
- 华东医药：**采取更为积极的销售策略，当前渠道推广及销售情况处于领先水平，叠加伊妍仕显著的产品力，以及公司在玻尿酸、肉毒素、光电设备等领域逐渐完备的品类矩阵，未来伊妍仕销售有望保持增长

态势，成为市场主流产品之一。持续关注伊妍仕渠道拓展和销售情况，关注产品终端价格稳定性及注射安全性反馈，关注 M 型号后续审批进程。若伊妍仕市占率达到 30%，贡献营收 8.4 亿元，贡献毛利 8 亿，则可占华东医药 2021 年营收和毛利的 2.4%和 8%；若市占率达到 40%，贡献营收 11.2 亿元，贡献毛利 10.6 亿元，则可占华东医药 2021 年营收和毛利的 3.2%和 10%。公司作为大型药企，业务板块广泛，收入体量较大，再生针剂上市后将为收入端贡献 2%~3%的小幅增长，但高壁垒和高毛利率下，可为公司毛利端贡献 8%~10%的增长。

- **江苏吴中**：爱塑美有望于 2023 年获批，成为我国下一个上市的再生针剂产品；虽然仍为冻干粉质地，但优化为更速溶、不易堵针的 PLLA 材料；同时江苏吴中近年来加快医美领域布局，后续玻尿酸、胶原蛋白填充剂有望逐渐落地，实现更多的交叉销售机会。若爱塑美市占率达到 10%，贡献营收 2.8 亿元，贡献毛利 2.7 亿，则可占江苏吴中 2021 年营收和毛利的 16%和 51%。
- **四环医药**：公司旗下一代童颜针、二代少女针有望于 2024-2025 年获批，同时近年来持续加大医美布局，2022 年 4 月代理的韩国 Hugel 玻尿酸品牌铂安润获批上市，2022 年 3 月投资深圳易美切入光电设备赛道，未来有望通过渠道推广和交叉销售实现一定市场份额。若旗下再生针剂产品市占率达到 10%，贡献营收 2.8 亿元，贡献毛利 2.7 亿，则可占四环医药 2021 年营收和毛利的 8%和 11%。

4. 投资建议及风险提示

4.1 投资建议

再生针剂是我国医美注射针剂市场新增长点，当前至未来 2-3 年是渗透率提升、快速放量窗口期，2025 年终端规模有望突破百亿，为中游厂商贡献近 30 亿收入体量。再生针剂通过 PLLA、PCL 微球刺激人体胶原蛋白再生实现填充效果，兼具“更安全、更自然、更长效，可量产”等优点，是一种高端升级填充材料。2021 年我国开启对再生类医美填充剂的上市审批，当前至未来 2-3 年是渗透率提升、快速放量窗口期。我们基于中外对比和产品替代角度，对再生针剂的增长空间进行量化测算，其中海外市场对应下限，产品替代对应上限。**参考海外市场**：2020 年全球/美国/巴西医美市场 PLLA 项目占填充项目比例分别为 2.8%/5.2%/7.2%，且仍有进一步提升空间，叠加 PCL 项目和再生针剂高单价，预计海外再生针剂金额占比高于上述比例。我国再生针剂产品力更好，消费者偏好更强，未来占比预计高于海外市场。**产品替代方面**：再生针剂在功效与定价上与高端玻尿酸较为一致，二者有较强的替代效应。2019 年我国高端玻尿酸占填充针剂市场销售额的约 35%，在销量分流和再生针剂客单价提升双重驱动下，预计 2025 年我国再生针剂和高端玻尿酸占填充针剂市场销售额比例合计可达 35%-40%，其中再生针剂占比有望达 20%。结合弗若斯特沙利文预测 2025 年我国医美填充剂市场终端规模约 558 亿元，我们测算 2025 年我国再生针剂市场终端规模有望达约 112 亿，假设下游 4 倍加价率下，可为中游厂商贡献收入约 28 亿，假设 95%毛利率下，可为中游厂商贡献毛利约 27 亿。此外，考虑到再生针剂本身推动针剂类产品市场扩容，实际规模大概率超过测算值。

产品上市初期，牌照领先、渠道拓展速度和销售策略将影响竞争格局和产品销量。再生针剂作为 III 类医疗器械，注册审批耗时久、成本高，使得已获证产品具有较强的先发优势。新品上市初期，消费者教育有限，销售主要依靠终端可得性以及机构医生的利润空间和推荐偏好，因此厂商的渠道推广和销售策略重要性凸显。目前已上市三款产品整体保持较快拓展节奏，爱美客销售策略更稳健，华东医药更积极，长春圣博玛居中。

濡白天使坚持严格的医生授权标准，产品价格体系稳定，截至 22H1 覆盖医美机构超 500 家；伊妍仕侧重对销售表现的考核，截至 22H1 签约合作医院超 500 家，培训认证医生超 900 人，上半年实现收入 2.7 亿，当前渠道布局和收入体量在三款获批产品中进程领先；艾维岚截至 22.M9 已合作机构约 600 家，医生约 900 人。随着消费者教育成熟、渠道布局趋同，产品力及背后的技术实力重要性将得到凸显，对再生针剂而言，配方、质地和材料是影响产品力的重要因素，复合配方、凝胶质地的产品兼顾长短期填充效果，操作更便利，产品力更强。当前已上市及在研产品中，仅濡白天使和伊妍仕为复合配方、凝胶质地，产品力优势显著，看好中长期成为主流产品。后续考虑到厂商对再生产品的型号拓展，以及多品类的交叉销售，看好产品管线丰富、品类矩阵完善的集团化医美厂商如爱美客、华东医药，以及新品类未来有望逐渐落地的江苏吴中、四环医药，未来凭借“填充+萎缩”的组合销售占据一定市场份额。

综合考虑获批时间、销售策略、产品力以及品类矩阵等因素，我们认为中长期看，华东医药旗下伊妍仕、爱美客旗下濡白天使有望占据再生针剂市场主要份额，持续跟踪相关产品的渠道布局、放量节奏和终端价格稳定性。华东医药作为大型药企业务体量较大，收入端提振有限，但伊妍仕市占率 30-40%情况下，利润端仍有望实现 8-10%的提升；爱美客专注医美中游，原有业务体量相对较小，再生针剂可为公司收入和利润端贡献更大弹性。此外，考虑到市场发展初期快速扩容，以及相关厂商的积极布局 and 宣传，长春圣博玛旗下艾维岚、江苏吴中旗下爱塑美、高德美旗下塑然雅以及四环医药旗下一代童颜针和二代少女针，也有望占据一定市场份额。

投资策略：再生针剂作为新一代填充材料，符合“更安全、更自然、更长效，可量产”的发展趋势，未来有望快速扩容，终端规模突破百亿，中游收入体量近 30 亿。获批早、渠道广、效果好、具有交叉销售机会的产品将获得更大的市场份额，研发实力强、渠道建设完善、品类矩阵丰富的中游生产商，如爱美客、华东医药、四环医药、江苏吴中等有望受益。

4.2 风险提示

行业政策出现重大变化、疫情反复影响需求、竞争格局恶化、重大安全风险事件。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	医美行业专题一：医美填充针剂，从发展路径和生命周期看投资机会	2022-07-22
行业普通报告	医美行业：深圳释放利好政策，助力医美合规发展，提振市场信心	2022-07-28
行业普通报告	东兴纺服轻工：假期推动医美复苏，保交楼有望提振家居需求	2022-09-13
行业普通报告	东兴纺服轻工：中报来临，关注国货美妆龙头业绩及医美行业复苏	2022-08-14
行业普通报告	东兴纺服轻工：医美行业政策及复苏共振，纺织关注新业务进展积极的公司	2022-08-07
行业普通报告	东兴纺服轻工：继续推荐疫情复苏下的可选消费，医美、化妆品及纺织服装	2022-07-31
行业普通报告	东兴纺服轻工：重点推荐兼具长期景气及短期复苏的化妆品、医美	2022-07-24
公司深度报告	雍禾医疗 (2279.HK)：植发+养固双轮驱动，把握“百亿植发，千亿毛发，万亿生态”	2022-01-27

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019年1月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

刘雪晴

中央财经大学经济学硕士。2020年8月加入东兴证券研究所，商贸零售与社会服务行业研究助理，主要负责旅游酒店、餐饮、教育人服、本地生活、医美等研究方向。

魏宇萌

中国人民大学经济学学士，金融硕士。2020年7月加入东兴证券研究所，商贸零售与社会服务行业研究助理，主要负责化妆品、免税、电商、传统零售、珠宝等研究方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526