

医美专题系列一

医美注射类产品之玻尿酸&肉毒素

西南证券研究发展中心
2023年12月

分析师：杜向阳
执业证号：1250520030002
电话：021-68416017
邮箱：duxy@swsc.com.cn

联系人：王钰畅
电话：021-68416017
邮箱：wangyc@swsc.com.cn

摘要

- **我国医美行业处于快速发展期，非手术医美市场持续增长。**通过复盘美国、韩国医美行业发展历史，我们认为1) 经济发展，2) 政策支持，3) 医美技术进步为医美行业上行三要素，由此分析我国医美行业处于快速发展期。根据艾瑞咨询测算，2021年中国医美市场规模达2179亿元，预计将在2025年达到4108亿元，2018-2021年CAGR为18%，此外，2021年非手术类项目市场占比提升至34.5%，预计至2025年将提升至55.5%，非手术医美凭借其安全性高、单价低等优势，近年来市场规模逐年增加，最具增长潜力。
- **玻尿酸与肉毒素为两大核心产品，国产替代与合规产品替代分别为发展逻辑：**非手术医美中光电类和注射类为两大项目，注射类项目中玻尿酸和肉毒素为国内外使用最广泛，应用频率最高两大材料。玻尿酸方面，截止2023年10月，共有玻尿酸注射产品有59款，其中国产26款，进口产品33款，2021年爱美客、华熙生物、昊海生科等核心玻尿酸厂商医美产品市占率超30%，我国玻尿酸医美产品仍存在国产化率提升空间；肉毒素方面，当前市场由“二分天下”至“四足鼎立”，目前多公司如爱美客、华东医药、昊海生科、四环医药等持续布局肉毒素赛道，部分产品已进入临床III期阶段，预计后续还将有合规产品进入国内市场，挤压水货市场。
- **复盘美韩医美市场，并购+研发+规模效应为医美企业发展关键：**通过梳理美国医美市场以及韩国医美市场，以及复盘全球医美龙头艾尔健公司发展历史，我们认为1) 并购实现医美产品条线扩充，丰富储备管线；2) 加大自身研发投入，提供新品；3) 为满足需求端及时扩充产能对医美企业至关重要，并购可以快速扩充产品矩阵，研发为企业生存之本，扩充产能可在市场竞争激烈，进入价格战阶段提高规模效应，降低生产成本，为企业降价提供安全垫。
- **相关标的：**华东医药、爱美客、华熙生物、昊海生科、四环医药等。
- **风险提示：**政策风险；医疗事故风险；市场竞争格局恶化风险等。

注射类产品四大品类

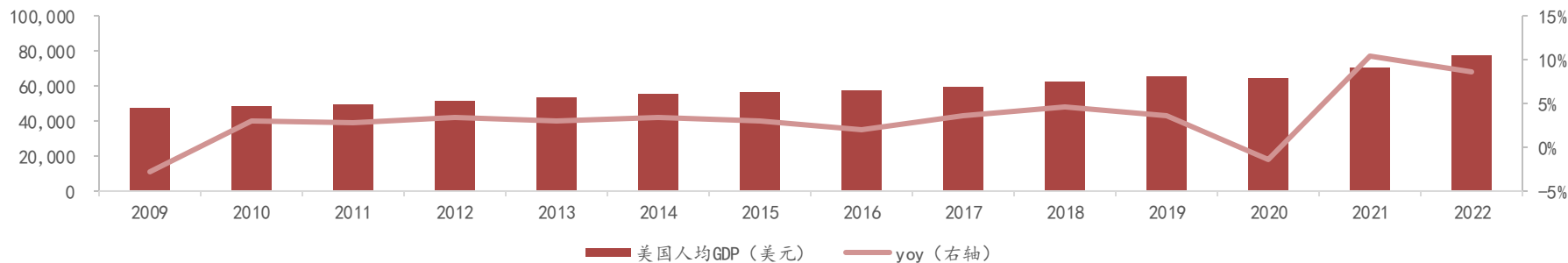
	玻尿酸	肉毒素	再生材料类	胶原蛋白
核心成分	交联透明质酸	肉毒毒素	PCL、CMC、聚左旋乳酸、PLLA、PMMA、PVA	动物源/重组胶原蛋白
作用特点	体积填充	去除皱纹；瘦脸等	体积填充+体积生长	体积填充+体积生长
作用机理	注入皮肤深层，填充凹陷	肉毒毒素成分将作用于周围运动神经末梢、神经肌肉接点即突触处，抑制突触前膜释放神经递质，阻断乙酰胆碱的释放，从而使肌肉张力下降或瘫痪麻痹，避免局部肌肉收缩，从而起到美容的效果	填充塑性，内容物刺激自身皮肤胶原蛋白生长，达到长期填充的效果	天然胶原注射即时填充+刺激自身胶原蛋白生成
适应症	容量缺失及支撑性区域	眉间纹；鱼尾纹等	小面积再生或大面积再生、面部凹陷	真皮组织填充
产品特性	凝胶型；应用广，组织相容性好；但代谢快，需反复注射，易吸水、位移、残留交联剂	液体或粉末状需调配成可注射浓度的液体	质地根据不同产品有区别，可代谢；精准填充，效果自然，对医生要求较高	乳白色不透明；可促进胶原蛋白再生，吸水性低，具有美白效果，适用于眼周；但支撑力弱，容易引起过敏反应
起效时间	立即	1-2周	立即或渐进式，根据产品种类不同有区别	立即
维持时间	6-12个月	4-10个月	12-48个月，根据产品种类有区别	3-9个月
代表产品	乔雅登、伊婉、瑞蓝等	保妥适；衡力；吉适；乐提葆	伊妍仕（少女针）、濡白天使（童颜针）、艾维岚（童颜针）等	双美肤丽美、长春博泰 Fillderm、薇旖美
参考价格	2000-14000/支	700-5000/100u	12800-18800元/支	3000-8000元/支

1.1 美国：人均GDP提升推动医美发展，技术及监管政策完善促进行业成熟

□ 美国医美行业发展主要推动因素及表现如下:

1) 人均GDP提升，带动医美消费。在一战、二战后美国经济蓬勃发展，医美需求至此提升，2011年后经济复苏医美行业增速得以恢复，2011-2022年美国人均GDP CAGR为4.3%，根据ISAPS公布的医美疗程数据看，从2010年的109万次增长至2022年的744.8万次，2011-2022年CAGR达19.1%，人均GDP增长带动医美疗程数增长，且医美疗程数增速快于人均GDP增速。

2009-2022年美国人均GDP及增速



行业起步规范时期

划时代轻医美问世时期

低迷调整时期

互联网时期

美国整形外科协会 ASAPS 成立，规范化标准助推行业起步

整形外科被纳入普通外科，行业受到进一步监管

第一款医美级肉毒素产品正式研发成功

发明第一台激光脱毛仪设备

FDA 正式批准玻尿酸可以应用在除皱领域

美国医美互联网平台 Reallself 成立为医美行业注入生机

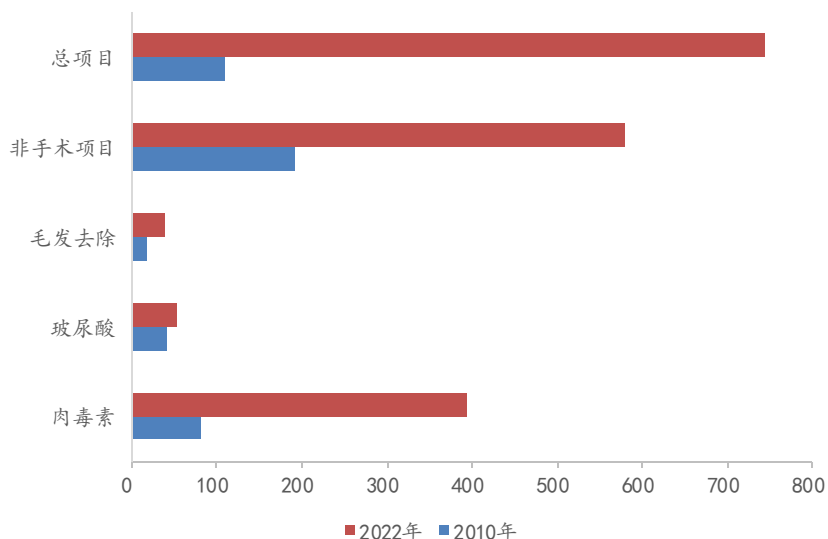
受益于互联网技术，医美市场触底后呈上升趋势

1.1 美国：人均GDP提升推动医美发展，技术及监管政策完善促进行业成熟

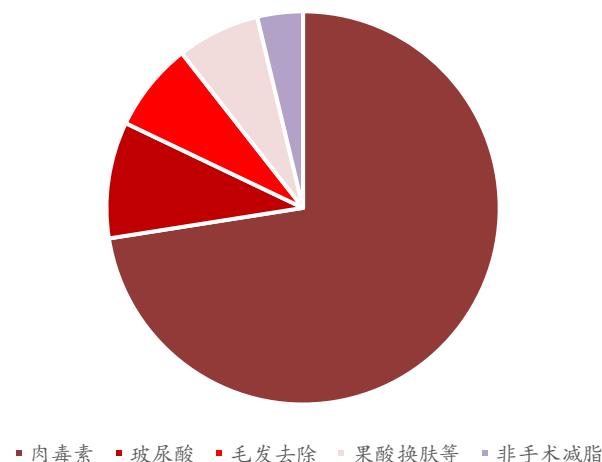
2) 技术资源不断突破，项目疗程量结构丰富。作为全球医美技术领先国家，其肉毒素注射、玻尿酸注射产品分别于2002、2003年获FDA批准上市，2022年肉毒素注射的疗程占比达到53%。

3) 行业监管完善，市场逐步整合。在医美产品端还未普及时，美国就成立了整形外科协会，1969年被正式纳入普通外科作为医疗门诊，适用各项医疗政策、法规、制度等，并实行许可证制度。在行业逐步合规化趋势下，市场逐步整合，例如Apax收购光电医美设备龙头赛诺龙（2017），艾伯维收购玻尿酸龙头艾尔建（2020）等，头部集中趋势加剧。

2010年和2022年美国医美疗程量（单位：例）



按项目分2022年美国医美疗程量结构占比



1.2 韩国：经济发展带动医美需求，政策助推产业发展

□ 韩国医美渗透率位于世界前列，主要原因有以下3方面：

1) **经济升级整容浪潮兴起**。1970年前后，经济开启高速发展，人均GDP由1965年的133.5美元增长至1980年的1715.4美元，CAGR达19.2%，经济增长带动了韩国医美产业发展，医美配套服务产业链迅速完善。

2) **政策支持**。同时政府开始大力推动，经美国FDA审批的产品在进入韩国市场时，审批较为宽松，产品上市时间短，例如Botox肉毒素2002年在美国获批，2004年即在韩国批准。

3) **出台医疗观光法，打造医美产业链**。韩国政府2009年《医疗观光法》出台使得医疗观光产业合法化，设立专门长达3个月医疗观光签证，将医美产业作为韩国经济发展的支柱性产业推进。

韩国医美行业发展历程

20世纪50年代，美国军队专家通过整容技术修复士兵伤口，自此整容开始在南朝鲜萌芽
韩国**整形外科学会**成立

萌芽
时期

20世纪70年代，创造“汉江奇迹”成为亚洲四小龙之一，经济发展推动整形技术

韩国将“**整形外科**”作为医学专业

汉城奥运会将医美推向全国

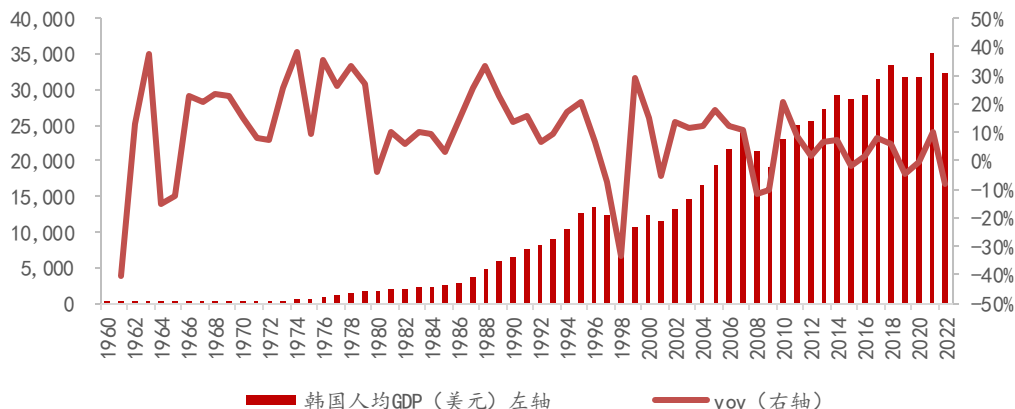
发展
时期

21世纪前后，各类医美产业、整形医院、整形外科迅猛发展

《医疗观光法》出台使得**医疗观光产业合法化**

成熟
时期

1960-2022年韩国人均GDP及增速



www.swsc.com.cn

数据来源: wind, 西南证券整理

1.3 我国处于发展快速期，未来医美空间可期

❑ 美韩的医美市场崛起的共同点：

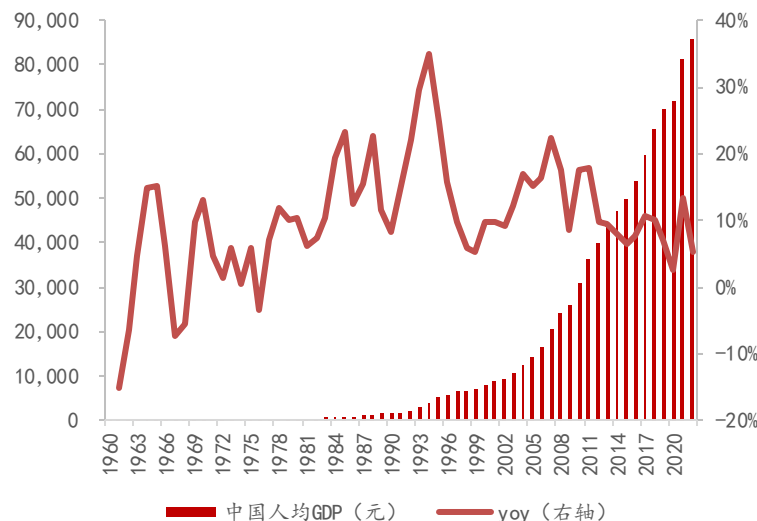
1) 需求端：经济上行、居民消费能力增强。

2) 供给端：a) 政府产业政策支持，监管政策完善；b) 医美技术进步

❑ 对标中国，我们判断中国处于行业发展快速期。

1) 经济结构改善，现代传播技术升级。2000-2019年我国经济快速发展，2000-2019年人均GDP CAGR达12.7%，消费升级消费者对医美领域关注提升。与此同时社交媒体如b站（2010）、小红书（2013）、更美/新氧（2013）、抖音（2016），走入大众视野，美丽经济的消费理念深入人心。

1960-2022年中国人均GDP及增速



中国医美行业发展历程

第一个整形外科门诊在上海开设

北京大学第三医院首次设立整形外科

中国政府正式承认医疗美容行业存在

首家民营整形美容外科医院伊美尔成立

首次规定医疗美容行业基本准入标准

医美行业上游企业华熙生物港股上市

医美行业自律组织中国整形美容协会成立

新氧、悦美互联网医美完成多轮融资

第一家互联网医美新氧美股上市

萌芽期

成长期

快速发展期

1.3 我国处于发展快速期，未来医美空间可期

2) 新兴医美产品持续进入市场。国内第一款玻尿酸（瑞蓝 II）与第一款肉毒素（保妥适）在2009 年左右获批，此后各类产品开始不断涌现，2012年首款国产交联玻尿酸华熙生物的“润百颜”上市，2015年爱美客首款含利多卡因玻尿酸“爱芙莱”上市，2016年专注颈纹细分领域的产品“嗨体”上市，引领行业产品创新，2020年由四环医药代理的肉毒素“乐提葆”获批，2021年华东医药“伊妍仕”（别称：少女针）获批，同年长春圣博玛的“艾维岚”（别称：童颜针）、爱美客“濡白天使”（别称：童颜针）等聚左旋乳酸类产品获批，上游原料生产商抓住行业契机研发/引入新品抢占市场份额。

3) 行业政策监管落实，发展逐渐步入正轨。1994年首次将“医疗美容科”列为“一级诊疗科目”标志着国家对医美的扶持，2017年-2021年对非合规医美严厉出台政策进行打击，整顿行业规范发展。

时间	名称	主要内容
1994年	《医疗机构诊疗科目名录》	首次将“医疗美容科”正式列为医疗机构的“一级诊疗科目”。
2002年	《医疗美容服务管理办法》	依据《执业医师法》等，首次规定了医疗美容机构必须取得《医疗机构执业许可证》，医疗美容医师必须具有执业医师资格，并且对执业机构提出明确监督管理。
2009年	《医疗美容项目分级管理目录》	依据手术难度和复杂程度以及可能出现的医疗意外和风险大小将美容外科分为四级，对医疗美容项目进行分级管理。
2011年	关于征求《美容医疗机构医疗美容科（室）基本标准（2011版征求意见稿）》意见通知	要求美容医院加强对医疗人员配置及医疗信息化设置，医疗美容门诊部、诊所及医疗美容科对床位设置、医护人员配置和学历要求提升。
2012年	《关于进一步加强医疗美容管理工作的通知》	重申对医疗机构、美容项目、从业人员、广告宣传、信息化五个方面的管理要求。
2014年	《医疗美容机构评价标准》	在全国7省、直辖市共17家民营医疗美容机构开展《医疗美容机构评价标准》评价试点工作，并计划于3年内对全国民营医疗美容机构作出评价认证。
2015年	《医疗美容机构评价标准实施细则》	该细则包括医院标准、门诊部标准、诊所标准，每套标准涉及机构管理、患者安全、医疗质量管理与持续改进、机构服务等四个部分。
2015年	《美容医疗机构、医疗美容科(室)基本标准(试行)》	规定了各机构床位数、科室设置、从业人员、医疗用房、基本设备情况。
2017年	《关于开展严厉打击非法医疗美容专项行动的通知》	七部门联合严厉打击非法医疗美容专项行动，吊销医疗机构诊疗科目或《医疗机构执业许可证》28家，责令47家医疗美容职业技能培训机构改正。
2019年	《医疗乱象专项整治行动的通知》	卫健委要求各地对非法医疗美容等突出问题开展“回头看”，将医疗美容纳入国家监督抽查以及8部门联合开展的医疗乱象专项整治。
2020年	《关于进一步加强医疗美容综合监管执法工作的通知》	提出强化自我管理主体责任，积极发挥行业组织自律作用，着力加大政府监管力度。
2021年	《关于支持海南自由贸易港建设放宽市场准入若干特别措施的意见》	特别措施的意见：支持海南高端医美产业发展。鼓励知名美容医疗机构落户乐城先行区，在乐城先行区的美容医疗机构可批量使用在美国、欧盟、日本等国家或地区上市的医美产品。
2021年	《打击非法医疗美容服务专项整治工作方案》	2021年6~12月卫健委等八部委联合开展打击非法医疗美容服务专项整治工作，主要打击非法医疗美容活动、非法制售药品医疗器械行为、查处违法广告和互联网信息、严格规范医疗美容服务等方面。

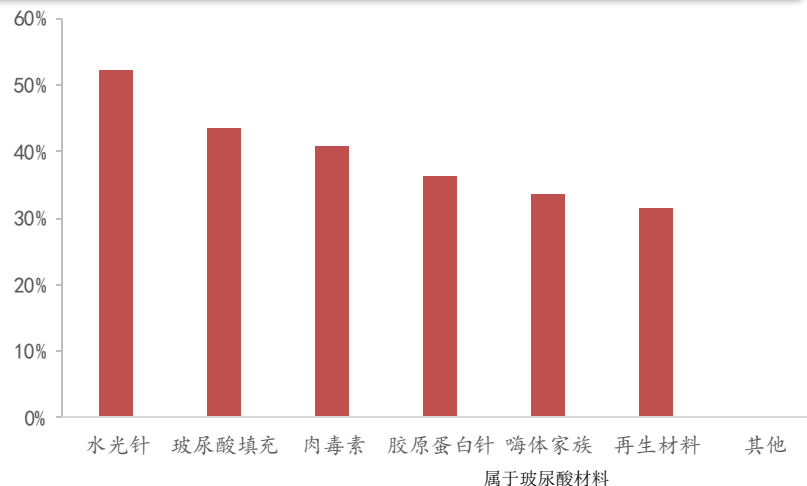
www.swsc.com.cn

数据来源：中央政府网，中国整形美容协会等机构，西南证券整理

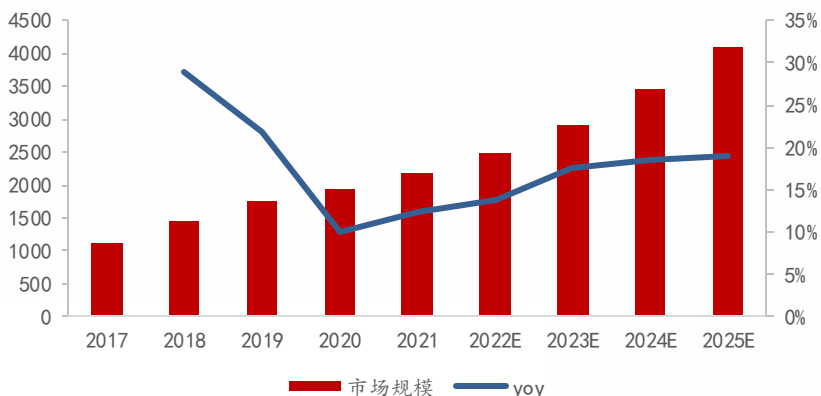
2.1 中国注射类医美市场玻尿酸与肉毒素应用较广

- **我国医美市场规模快速增长。**根据艾瑞咨询测算，2021年中国医美市场规模达2179亿元，预计将在2025年达到4108亿元，2018-2021年CAGR为18%。
- **非手术类项目占比持续提升，市场规模逐步扩大。**根据艾瑞咨询数据，2017年非手术类项目市场占比为24.6%，2021年提升至34.5%，预计至2025年将提升至55.5%。
- **玻尿酸与肉毒素仍为注射类项目主流材料。**非手术医美中，主要包含注射类医美项目以及光电类医美项目，其中在注射类医美项目中消费最多的是玻尿酸与肉毒素两大材料，其次为胶原蛋白针、再生材料等。

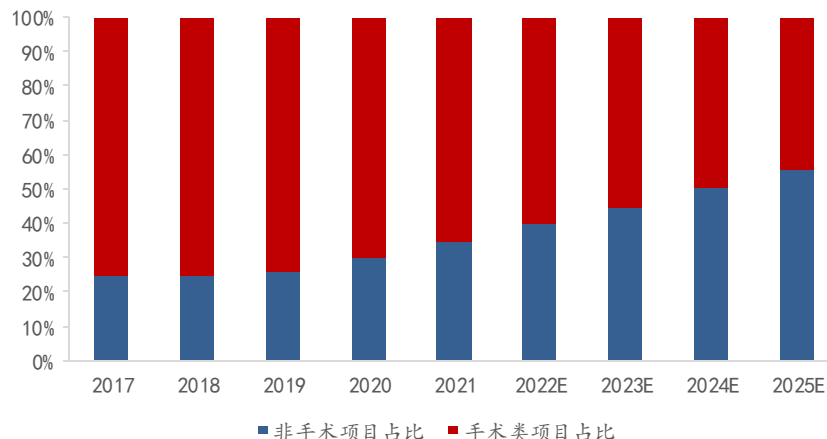
2022年注射类医美项目消费统计



2017-2025E年中国医美市场规模 (亿元)



2017-2025E非手术医美消费占比



2.1 中国注射类医美市场玻尿酸与肉毒素应用较广

- **壁垒：NMPA审批较严带来高壁垒，先发者优势明显。** 玻尿酸属于III类医疗器械，肉毒素属于毒麻药品，二者均受到严格监管。目前玻尿酸国产产品注册申请周期通常约 3.5-4 年，玻尿酸进口产品获批周期通常约 4 年或以上。肉毒素作为处方及麻药类药品，产品的流通和使用较为严格，需要面对临床试验和上市审批过程，整体申报时间需要 8-10年左右。截止目前，NMPA仅批准了4款肉毒素品牌。
- **使用周期：多为一年以内，长效玻尿酸可大于一年。** 肉毒素的持续时间一般保持在4-10个月，普通玻尿酸的持续时间集中在6-12个月。普遍而言，注射医美需要一年内多次补充以实现长期有效。

我国医疗器械具体管理办法

类别	定义	范围	管理办法
I类	通过常规管理足以保证其安全性、有效性的医疗器械	大部分手术器械、听诊器、医用x线胶片、医用X线防护装置、全自动电泳仪等	常规管理
II类	对其安全性、有效性应当加以控制的医疗器械	体温计、血压计、助听器、心电诊断仪器、光学内窥镜、医用脱脂棉等	严格控制管理
III类	植入人体，用于支持、维持生命，对人体具有潜在危险，对其安全性、有效性必须严格控制的医疗器械	人工心脏瓣膜、人工关节、血管支架、注入人体内的止血纱布等	特别措施严格控制管理

产品使用周期举例

产品	生产厂商	品牌	持续时间
肉毒素	Allergan	保妥适 Botox	6-12个月
	Ipsen	吉适 Dysport	4-8个月
	Hugel	乐提葆 Letybo	约半年
	兰州生物	衡力 BTX-A	约半年
玻尿酸	Allergan	乔雅登极致	12-24个月
		乔雅登雅致	12个月
		乔雅登丰颜	12-24个月
	爱美客	爱芙莱	6个月

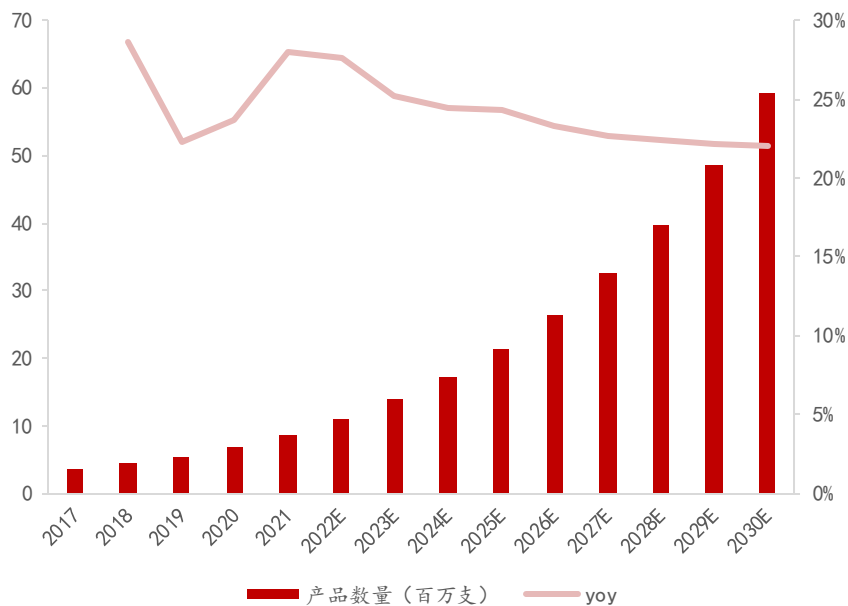
www.swsc.com.cn

数据来源：爱美客官网、Allergan官网，Ipsen官网，Hugel官网等，西南证券整理

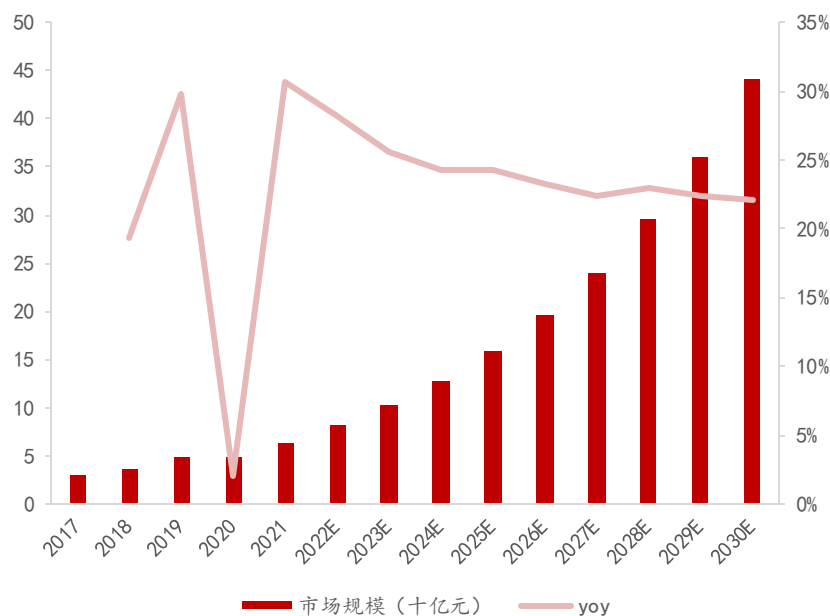
2.2 玻尿酸注射产品需求旺盛，市场火热持续放量

- **中国玻尿酸注射产品销售数量**：根据弗若斯特沙利文，中国玻尿酸注射产品销售数量从2017年的约350万支增长到2021年约870万支，预计2030年达到约5930万支，预计2022-2030GARC达23.3%，玻尿酸注射产品销售数量持续增加，已成为中国使用范围最广的注射产品之一。
- **中国玻尿酸注射产品市场规模**：根据弗若斯特沙利文，中国玻尿酸注射产品市场规模从2017年的31亿元增长到2021年64亿元，预计2030年达到441亿元，预计2022-2030GARC达23.4%，玻尿酸医美注射市场火热持续放量。

2017-2030玻尿酸注射产品销售数量（百万支）



2017-2030玻尿酸注射产品市场规模（十亿元）



2.3 玻尿酸注射产品种类丰富，作用有所不同

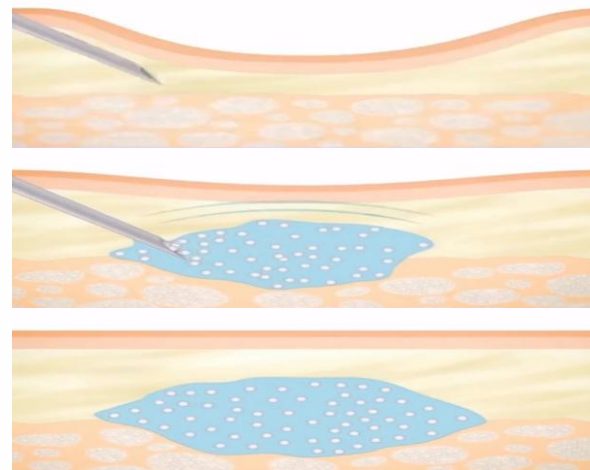
2.3.1 玻尿酸注射产品分类

- 玻尿酸通常在皮肤组织中存在，主要成分为透明质酸，目前市场上玻尿酸注射产品按照功效细分，主要分为填充塑性产品、除皱淡纹产品、保湿提亮产品。
- 按照分子大小不同，可分为大分子、中分子、小分子三类不同分子结构的玻尿酸。大分子质地相对较硬，支撑力强，代谢慢，主要用于填充塑性；小分子质地柔软，可渗入皮肤深层，主要用于保湿提亮。
- 根据是否采用交联技术，可分为交联玻尿酸和非交联玻尿酸。交联是指玻尿酸在交联剂的催化下发生分子内或分子间交联，可使分子链增长、分子量增大，提高玻尿酸机械强度、粘弹性和抗分解性，非交联的天然玻尿酸可通过体内代谢很快被吸收或分解，通常用于保湿提亮，许多水光针产品采用非交联的小分子玻尿酸；交联玻尿酸由于有更强的塑性效果和持久度，通常用于注射填充与除皱淡纹。
- 在交联玻尿酸中，按交联化状态，可分为单相和双相。单相即单一化学成分和物理状态，通常指仅含有交联后的固态玻尿酸的产品，双相为两种或以上化学成分或物理状态，通常指交联后的固态玻尿酸与非交联的液态玻尿酸混合的产品。单相交联产品质地硬，不易扩散，塑形性好，适合轮廓塑性；双相交联产品质地较软，有颗粒感，适合软组织填充和除皱淡纹。



技术类别	适合项目
小分子 非交联/微交联	质地更柔软、粘度小、流动性强、容易被分解吸收、多用于水光类项目
中分子 中度交联	硬度和粘度适中，主要起到除皱、提升饱满度等效果
大分子 高交联	硬度和粘度较高，不易被分解吸收，但支撑力较好，适用于鼻部、下巴等部位塑形

玻尿酸填充原理示意



玻尿酸大、中、小分子填充对比

分类	质地	注射部位	用途
小分子	特别柔软	皮肤浅层	保湿、改善皱纹等。能够真正给皮肤补水，增加皮肤弹力，从而保湿嫩肤。
中分子	较柔软	真皮层	软组织填充和除皱。主要适用于丰额头、唇部、苹果肌、泪沟、祛黑眼圈及皱纹等。
大分子	较硬	真皮层	填充塑形。主要用于鼻唇沟、隆鼻、隆下巴、丰臀、太阳穴填充、隆胸等塑形方面。

玻尿酸交联技术

	非交联	双相交联	单相交联
形态	水溶	颗粒	凝胶
粘性	低	较低	高
弹性	低	高	低
质地	软	较软	硬
持久度	低	较低	高
交联率	-	低	高
常见产品	水光针	注射用、填充塑性	
功效	保湿提亮	软组织填充、除皱	轮廓塑性

2.3 玻尿酸注射产品种类丰富，作用有所不同

2.3.2 交联玻尿酸——注重填充塑性及抗衰

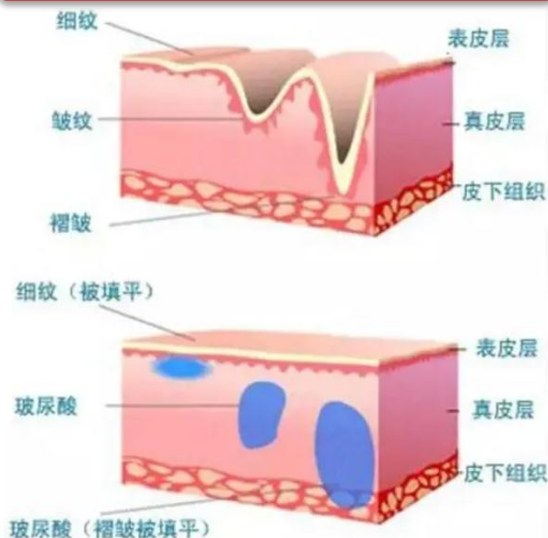
□ **塑性/除皱用玻尿酸**：玻尿酸可用于额头、下巴、苹果肌等部位的塑性，以及祛除法令纹、鱼尾纹等。

- **1) 大分子玻尿酸塑性填充。**大分子玻尿酸由于质地较硬，可用作面部塑性，例如隆鼻、隆下巴等。注射层次一般注射于真皮上层或骨膜上层。
- **2) 中分子玻尿酸用于软组织填充及除皱。**中分子玻尿酸质地较大分子玻尿酸柔软，适用于软组织填充，可填充面部凹陷，例如填充泪沟、鼻唇沟、唇部等，祛皱方面，对于鱼尾纹、眉间纹等细纹也可以起到填充作用。注射层次一般注射于真皮层或皮下浅层。

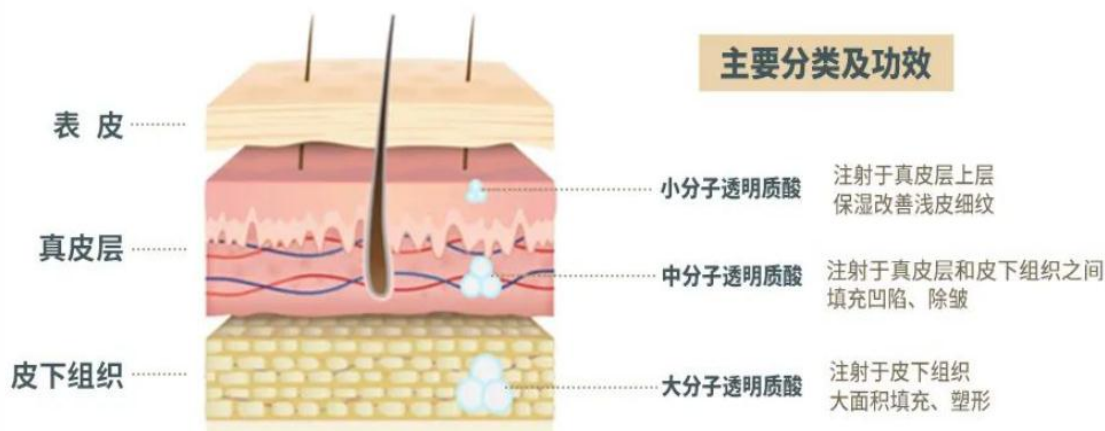
可用玻尿酸填充部位



玻尿酸除皱原理



玻尿酸注射层次分类



主要分类及功效

- **小分子透明质酸** 注射于真皮层上层 保湿改善浅皮细纹
- **中分子透明质酸** 注射于真皮层和皮下组织之间 填充凹陷、除皱
- **大分子透明质酸** 注射于皮下组织 大面积填充、塑形

2.3 玻尿酸注射产品种类丰富，作用有所不同

2.3.2 交联玻尿酸——注重填充塑性及抗衰

进口/国产	公司	品牌	型号	交联技术	分子类型 (大/中/小)	填充部位	产品特点	终端价格 (元/ml)	获批时间
进口	美国艾尔建	乔雅登	极致	单相交联玻尿酸/Hylacross交联技术	中	面部SMAS深层	填充沟壑	8000	2015
			雅致	单相交联玻尿酸/Hylacross交联技术	中	面部SMAS浅层	抚平皱纹	6000	2016
			丰颜	双相交联玻尿酸/Vycross交联技术	大、小	面颊部深层	填充塑性	12000	2019
			缇颜	双相交联玻尿酸/Vycross交联技术	中	额部、口周	动态纹填充	11000	2020
			质颜	双相交联玻尿酸/Vycross交联技术	小	唇部	唇部塑性	15000	2021
	韩国LG	伊婉	大/中/小分子	双相交联玻尿酸/HICE交联技术	大/中/小	面部	填充塑性与改善细纹	2000-6000	2015
	韩国Humedix	艾莉薇	Deep Line	单相交联玻尿酸	中	面部	填充塑性与改善细纹	3500-6800	2015
	瑞典Q-Med	瑞蓝	铂金/2号	双相交联玻尿酸	中	中胚层	静态纹填充与塑性	2000-4000	2017
			唯琨	双相交联玻尿酸	小	手背真皮层深层	改善细纹	3000-5000	2019
			丽多	双相交联玻尿酸/NASHA交联技术	大	下巴、眉弓、太阳穴	填充塑性	6000-8000	2020
国产	爱美客	逸美	小金/大红	单相交联玻尿酸	小/大	面部	除皱/塑性	3000-4000	2009
		嗨体	嗨体	非交联玻尿酸	小、中	颈部真皮层	纠正颈部中重度皱纹	1500-5000	2016
		太活泡泡	太活泡泡	非交联玻尿酸	小、大	颈部真皮层	纠正颈部皱纹，提亮	3000-4000	2021
		爱芙莱	大/中/小分子	单相交联玻尿酸	大/中/小	面部	填充塑性与改善细纹	1000-3000	2015
	华熙生物	润百颜	白紫	双相交联玻尿酸	小	面部	改善细纹、填充凹陷	200-700	2012
			星耀	双相交联玻尿酸	中	面部	改善细纹、填充凹陷	600-1500	2019
			黑金	双相交联玻尿酸	大	眉骨、山根、隆鼻	填充、轮廓塑性	500-2800	2020
			月盈	双相交联玻尿酸	大	眉骨、山根、隆鼻	填充、轮廓塑性	1200-3000	2019
	吴海生科	海薇	大/中/小分子	单相交联玻尿酸	大/中/小	面部	填充塑性	300-1500	2014
		姣兰	姣兰	单相交联玻尿酸	小	面部	填充	3000-4000	2017
		海魅	海魅	单相交联玻尿酸/无颗粒化交联技术	大	面部	填充与精准雕饰	8000-12000	2020
	蒙博润生物	舒颜	大/中/小分子	双相交联玻尿酸/异相桥式全双联技术	大/中/小	面部	塑性填充、去皱	500-2000	2014
	科研生物	法思丽	法思丽	双相交联玻尿酸	大	面部	塑性填充	2000-3000	2014
协和医疗	欣菲聆	欣菲聆	双相交联玻尿酸	中	面部	塑性填充、去皱	880-2800	2015	

www.swsc.com.cn

数据来源：新氧APP，更美APP，爱美客/华熙生物/吴海生科等上述表格内公司官网，西南证券整理，备注：终端价格或因下游机构折扣、促销活动等原因而上下浮动

2.3 玻尿酸注射产品种类丰富，作用有所不同

2.3.2 非/微交联玻尿酸（水光针）——注重保湿提亮

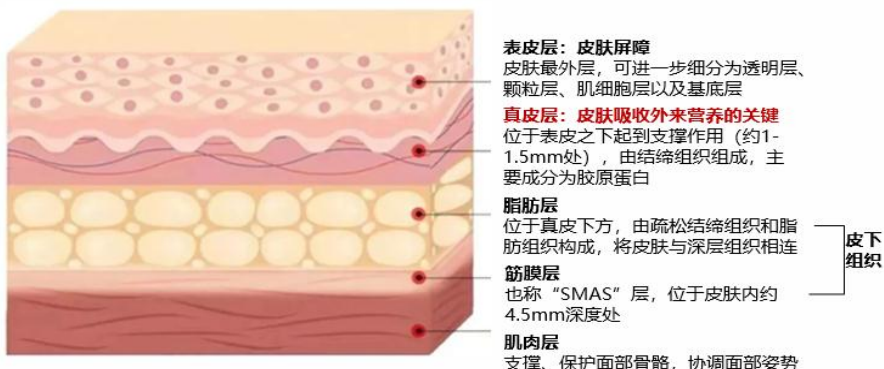
□ **水光针（保湿）**：水光针是一种将以**透明质酸**为主要成分的溶液注射至面部**真皮层**以达到**深层补水、改善皮肤状态**的疗法。

- **1) 水光针直接作用于真皮层，吸收营养物质效果更佳。**皮肤的弹性、饱满度很大程度上由真皮层的健康状态决定。水光针则可将营养物质定位、定层、定量地穿过表皮层输入到真皮层，在刺激皮肤自我修复的同时直接为深层肌肤提供养料，作用效果更佳。水光针因通常作用于真皮层浅层至中层，并不触及皮下组织、肌肉等深层结构，也被成为“入门级”医美项目。
- **2) “水光针”由“中胚层疗法”发展而来。**中胚层疗法 (Mesotherapy) 最早由法国医师Pistor于1952年提出，是一种将治疗药剂注入患者中胚层（真皮/皮下组织的前身）的方法，之后逐渐应用于医美市场。根据所导入药剂营养成分的不同进一步发展为水光针（导入透明质酸）、PRP微针（导入生长因子）等表现形式。“水光针”即为中胚层疗法在医美行业的具体应用。
- **3) 因注射具有补水、保湿功效的非交联小分子透明质酸而得名。**水光针即以注射非交联的小分子透明质酸为主，当其进入真皮层后可与细胞发生水合作用，在锁水同时，促进肌肤对营养物质的吸收，使皮肤呈现水嫩、焕亮的效果，“水光针”也因此得名。但同时，由于非交联/微交联的透明质酸代谢速度较快，为保持良好效果，通常3-4个月需复注射。

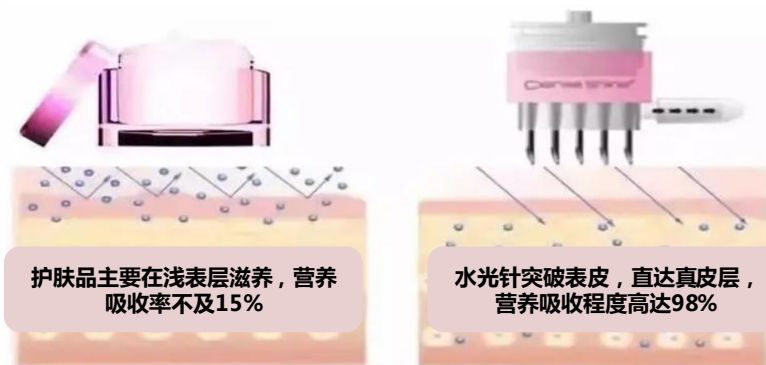
水光针项目特点

	内容
项目优势	保湿补水 ：短时间内为肌肤补充水分，使肌肤快速保湿锁水
	改善肤色 ：刺激肌肤新陈代谢，改善暗黄粗糙的肌肤；若含有谷胱甘肽/氨甲环酸等成分，还可起到美白功效。
	收缩毛孔 ：可起到细化毛孔效果，令肌肤更紧致光滑
项目不足	需定期操作，效果非永久性
恢复周期	5-7天
作用呈现	8-30天；通常3次一疗程，疗程注射效果叠加，维持时间更长
价格	根据注射药剂的不同，价格通常百元至几千元不等

面部皮肤结构层次



水光针与普通护肤品的作用比较



2.3 玻尿酸注射产品种类丰富，作用有所不同

2.3.3 水光针分类

- 1) 按水光产品成分：分为纯HA基础水光与复合多功能水光。从市面上医美机构水光针项目采用的注射成分看，可分为仅含透明质酸的传统基础水光和复配其他营养成分的多功能水光两大类。2022年，我国药监局明确将“水光针”纳入Ⅲ类器械管理，至此，械Ⅲ认证成为水光针产品能否进行破皮注射的关键。目前，市场在售产品中仅有少数水光注射产品获械Ⅲ认证，医美机构违规将未经认证的产品用于水光针注射项目的现象仍然存在。




种类	产品	企业	NMPA	主要成分	使用频率	价格区间（元）
纯水光	润月雅水光	华熙生物	2014	透明质酸钠，甘油	3-6次一疗程，每次间隔3-4周	300-1300
	润致水光	华熙生物	2020	大中小分子复合透明质酸	3次一疗程，每次间隔一个月	150-2000
	碧萃诗水光	常州药物研究所	2015	大中小分子复合透明质酸	3次一疗程，每次间隔3-4周	200-2000
	东国西林瓶	韩国东国&昊海生科	/	大中小分子复合透明质酸	3次一疗程，每次间隔一个月	300-1000
	海菲乐	景嘉医疗	2015	透明质酸	3-6次一疗程，每次间隔1个月	250-1000
	润致娃娃针	华熙生物	2019	单相交联玻尿酸（微交联）	3次一疗程，每次间隔一个月	1500-3000
	润致双子针	华熙生物	2020	单相交联玻尿酸（微交联）	3次一疗程，每次间隔一个月	2000-4000
	瑞蓝唯堤	瑞典Q-Med	2019	双相交联玻尿酸（微交联）	3次一疗程，每次间隔一个月	3000-5000
复合水光-动能素	碧萃诗动能素	常州药物研究所	/	玻尿酸+8种维生素+21种氨基酸+7种矿物质+1种辅酶	3次一疗程，每次间隔一个月	1000-3000
	嗨体系列	爱美客	2016	非交联玻尿酸+氨基酸+L-肌肽+维生素B	3次一疗程，每次间隔一个月	1500-5000
	忒活泡泡针	爱美客	2021	非交联玻尿酸+氨基酸+L-肌肽+维生素	3次一疗程，每次间隔一个月	3000-4000
	菲欧曼（Fillmed）135HA	法国菲洛嘉	2019	非交联玻尿酸+12种维生素+24种氨基酸+6种矿物质+6种辅酶+5种核酸	3次一疗程，每次间隔3-4周	3000-7000
	丝丽715/532/516	法国Rev itacare (华熙生物子公司)	2021	非交联玻尿酸+11种维生素+21种氨基酸+14种矿物质+1种辅酶+2种核酸	3-6次一疗程，每次间隔1个月	600-5000
复合水光-胶原蛋白	双美肤柔美	双美公司	2009	I型猪胶原蛋白	3次一疗程，每次间隔一个月	4000-6000
	薇旖美	锦波生物	2021	重组III型人源化胶原蛋白	3次一疗程，每次间隔一个月	3500-6800
	伊肤泉	远想生物	2022	重组III型胶原蛋白	3次一疗程，每次间隔一个月	1000-9000
	可丽金星光宝瓶	巨子生物	2021	类人源I型、III型胶原蛋白+非交联玻尿酸	3-5次一疗程，每次间隔3-4周	2980
复合水光-聚能素	瑞恩诗皓白聚能素	瑞典Bio-Skin	/	玻尿酸+熊果苷+曲霉发酵产物+苹果酸+氨乙基次磷酸+柠檬酸抗坏血酸	5次一疗程，每次间隔3-4周	3800-6800
	英诺小棕瓶	西班牙英诺	2020妆备案	玻尿酸+谷胱甘肽+维C+葡萄糖铜+硫辛酸+有机硅	3-5次一疗程，每次间隔3-4周	4000-8000
复合水光-PDRN	Placentex三文鱼婴儿针	意大利马斯泰利	/	PN多核苷酸+氨基酸+微量元素	2周一次，可长期使用	3000-5000
	氏珠PN	韩国海洋生物制药	/	玻尿酸+PN多核苷酸	3-4周为一疗程，使用3次	4000-5000
	普丽兰婴儿针	韩国生物技术	/	玻尿酸+PDRN多聚脱氧核糖核苷酸+谷胱甘肽+氨基酸	3-5次一疗程，每次间隔1-2周	3000-4800
	丽珠兰3+3婴儿针	韩国Pharma Research	/	玻尿酸+C-PDRN核苷酸+4种氨基酸	3次一疗程，每次间隔1-2周	2000-6000

2.3 玻尿酸注射产品种类丰富，作用有所不同

2.3.3 水光针分类

- 2) 按注射方式：分为注射类、微针类、无针及涂抹式水光。根据“水光针”项目所使用的器材及作用于皮肤的层次深浅程度可分为注射类水光、微针类水光、无针类水光、涂抹式水光。其中，注射类、微针水光均为直达真皮层的“水光针”疗法。真空负压的机打注射为最常见的表现形式，具有层次精准、多孔注射、注射效率高的特点。真空负压水光仪首先通过负压技术吸起皮肤后，将营养物质通过已刺入皮肤特定层次的空心微针导入皮肤内部，实现营养供给。

水光针操作种类与特点

分类	作用层次	维持时间	作用原理	相关仪器	
传统意义上的水光项目	注射类水光	真皮层浅层 (1-3mm)	1-3个月	通过机打或手打方式，将营养成分直接导入真皮层，对皮肤进行全方位的营养补给。	 美塑枪 (单孔) 真空负压水光仪 (多孔) 手打针管注射
	微针水光	表皮层、真皮层浅层 (0.5-2mm)	1个月	利用滚轮微针，通过破皮的机械形式刺激皮肤胶原再生，收缩毛孔。	 微针滚轮
	无针水光	表皮层底基 (<1.5mm)	2周	利用高压喷射、微晶导入等不破皮的形式将营养物质输送到肌底层	 无创水光仪 纳米微晶水光仪
	涂抹式水光	表皮层角质 (<0.04mm)	<1周	将小分子透明质酸直接涂抹到面部，具有补水保湿的功效	(无需特殊仪器)

2.4 玻尿酸产业链：上/中游较集中，下游分散

2.4.1 玻尿酸产业链

□ 1) 产业链：医美上游是产业链价值最高的环节，华熙生物已实现对玻尿酸产业链上游的全面布局。在医美产业价值链中，稀缺性使医美行业上游掌握核心定价权，上游供应商凭借资质认证与技术优势具备高毛利、高壁垒特征，是产业链中最具投资价值的环节。玻尿酸注射产业链上游可分为透明质酸原料、产品提供商以及玻尿酸注射医疗器械供应商。其中，华熙生物是全球最大的透明质酸原料供应商，并已实现从原料、产品到仪器的全面布局。



www.swsc.com.cn

数据来源：《2021医药健康资本白皮书》、前瞻产业研究院、弗若斯特沙利文、艾瑞咨询，西南证券整理

2.4 玻尿酸产业链：上/中游较集中，下游分散

2.4.2 玻尿酸上游

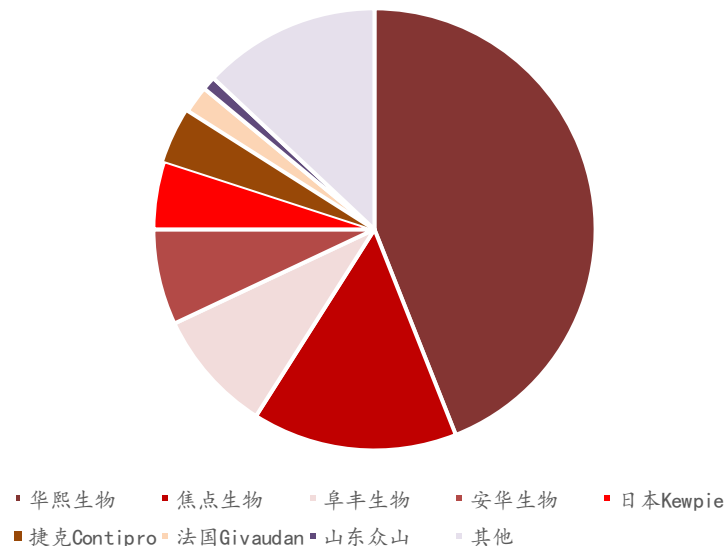
□ 2) 上游：全球透明质酸原料销量持续增长，中国为生产大国。

- **全球透明质酸原料市场销售量持续增长。** 医药级透明质酸应用范围较广，可作为骨科、眼科领域药品原料，也可作为医美注射产品原料，全球需求量持续提升，根据弗若斯特沙利文数据，全球透明质酸原料市场销售量从2017年的16.4吨，预计增长至2026年的51.4吨。
- **中国为透明质酸原料生产大国，原料市场集中度高。** 根据弗若斯特沙利文数据，2021年按销量统计，华熙生物在全球透明质酸市场中销量占比为44%，其次为焦点生物，占比为15%，之后为阜丰生物，安华生物，占比分别为9%和7%，之后为日本、捷克等国的公司，中国企业销量占比达76%，集中度高中国为透明质酸原料生产大国。

2017-2026E全球医药级透明质酸原料市场销售量（吨）



2021年全球透明质酸原料市场份额（按销量计）



2.4 玻尿酸产业链：上/中游较集中，下游分散

2.4.3 玻尿酸中游

□ 3) 中游：玻尿酸注射产品供给集中度高，监管持续发力。

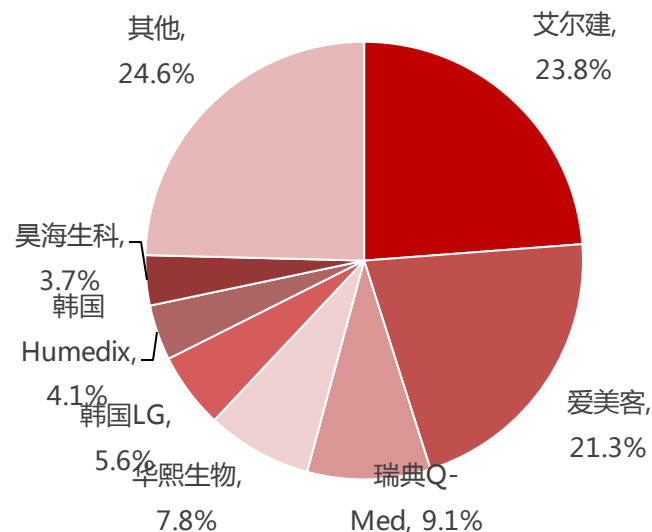
- **玻尿酸注射产品：市场集中度高，仍有国产替代空间。**根据沙利文数据，2021年我国玻尿酸医美注射产品市场中，艾尔建市占率为23.8%，其次为爱美客市占率为21.3%，瑞典Q-Med与华熙生物位列第三、第四，行业CR4达62%，市场集中度高；其中国产主流厂商市占率达32.8%，仍有国产替代空间。
- **赛道拥挤，品牌成核心关键。**中低端玻尿酸注射产品技术门槛不高，医美热潮下出现大量同质化产品。根据药智网数据，截止2023年10月，我国现有经过审批在有效期内的玻尿酸注射产品有59款，均为III类医疗器械，其中国产产品26款，进口产品33款。企业或主攻细分功效，强化填充塑性、除皱淡纹、保湿提亮等不同功效塑造品牌形象，或主攻适应部位，针对唇部、颈部注射等适应症打造明星单品。爱美客公司以大单品模式突出重围，成功打造品牌，2021年市场份额占我国玻尿酸注射市场21.3%。

2022年新氧透明质酸品牌榜

2022年年度玻尿酸医美品牌榜

- 1.嗨体-爱美客
- 2.伊婉-韩国LG
- 3.润百颜-华熙生物
- 4.乔雅登-艾尔建
- 5.丝丽-华熙生物
- 6.伊肤泉-远想生物
- 7.海薇-昊海生科
- 8.瑞蓝-瑞典Q-Med
- 9.爱芙莱-爱美客
- 10.FILLMED-菲欧曼

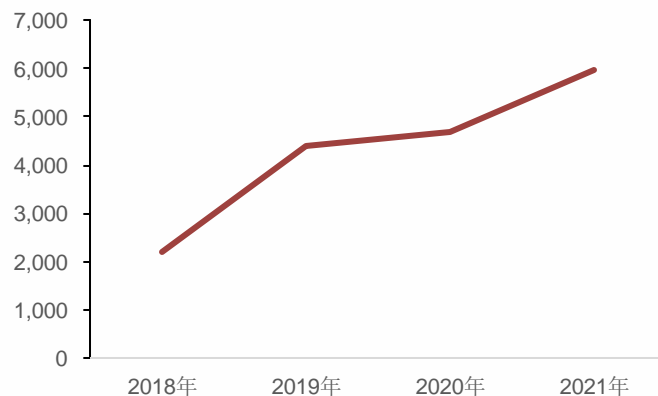
2021年我国玻尿酸医美注射产品市场份额



2.4 玻尿酸产业链：上/中游较集中，下游分散

- 医美市场监管持续发力，玻尿酸注射市场乱象有望得到遏制。**近年来，我国有关规范、整治医美行业的监管政策持续出台。对于“破皮”类注射产品，2022年便已明确纳入III类医疗器械管理。其中，**玻尿酸注射产品、注射针头应属第III类医疗器械，水光仪器需符合II类医疗器械认证。**根据艾瑞咨询，2019年中国正规医美机构1.3万，不具备医美资质的黑机构达8万家，在正规医美机构中，有14%的机构存在违规经营行为。2023年3·15晚会则更进一步曝光了水光针市场乱象。为规范医美市场，国家推出一系列文件监管整治医美机构与医美器械。在监管政策、打击力度持续提升，消费者识别能力逐渐增强下，产业链上中下游有望共同推进行业合规化发展，实现“良币驱逐劣币”。

2018-2021年医美行政处罚案件数量/起



2022年以来出台的部分医疗美容行业相关法律法规

时间	政策文件	来源	主要内容
2022.3	《医疗器械分类目录》调整	NMPA	水光针纳入三类医疗器械管理，并进一步明确产品成分、用途等。
2022.4	新《医疗机构管理条例》	国务院	大幅提高对违法行为的处罚力度；对无证行医、租借《医疗机构执业许可证》等违法行为依照《基本医疗卫生与健康促进法》进行处罚。
2022.10	《医疗美容行业虚假宣传和价格违法行为治理工作指引》	国家市场监督管理总局	强调防范8项虚假宣传、6项价格违法行为。
2022.11	《关于医用透明质酸钠产品管理类别的公告》	NMPA	当医用透明质酸钠产品作为注射到真皮层，主要通过所含透明质酸钠的保湿、补水等作用，改善皮肤状态应用时，如果产品不含发挥药理学、代谢学或免疫学作用的药物成分，则按照第三类医疗器械管理；如果产品含有局麻药等药物（如盐酸利多卡因、氨基酸、维生素等），则判定为以医疗器械为主的药械组合产品。
2023.5	《关于进一步加强医疗美容行业监管工作的指导意见》	国家市场监督管理总局	医疗美容服务属于医疗活动，必须遵守卫生健康有关行业准入的法律法规。对医疗美容行业实施严格的准入管理，严禁无资质机构和无资质人员提供医美服务；加强对渠道医美的监管。

www.swsc.com.cn

数据来源：国务院、药监局、新氧数据研究院，西南证券整理

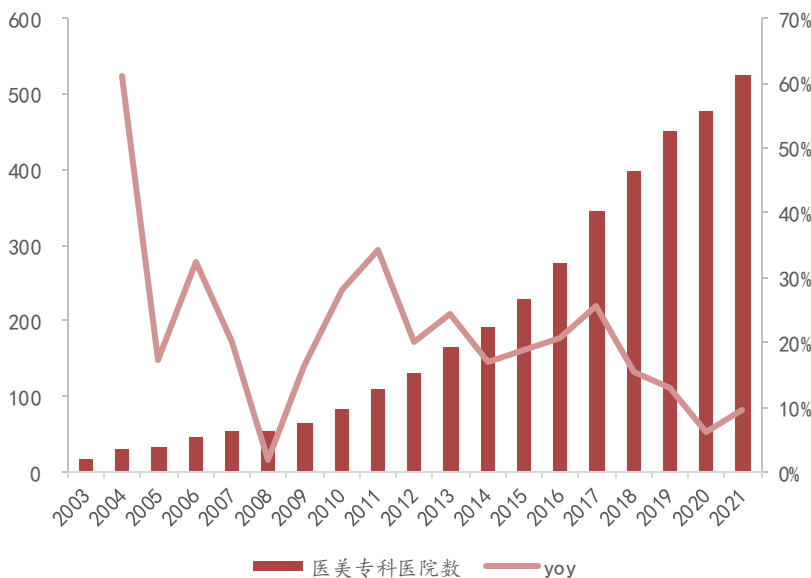
2.4 玻尿酸产业链：上/中游较集中，下游分散

2.4.4 玻尿酸下游

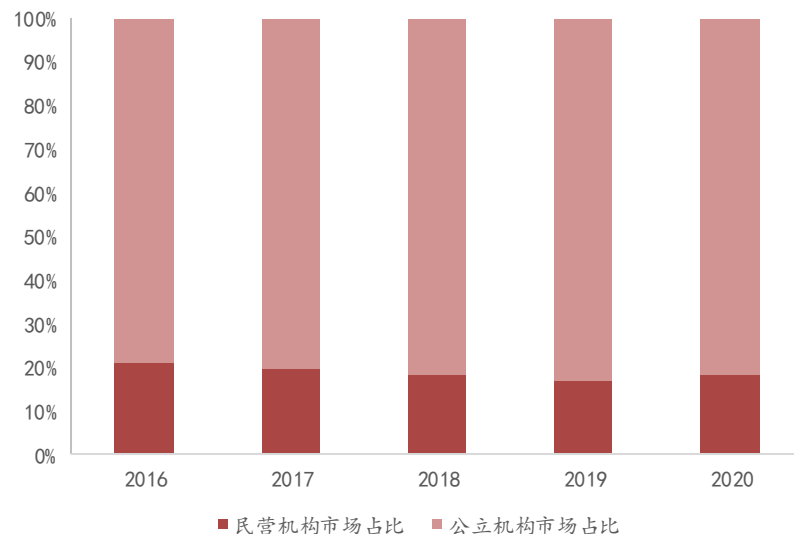
□ 4) 下游：医美机构数量快速增长，民营机构处于主导地位

- **我国医美机构数快速增长。**从2003年的18所增长至2021年的524所，2004-2021年CAGR20.6%，2000年中国加入WTO后经济快速增长，医疗美容等消费升级型需求提升，医美机构数量经历快速增长期。
- **医美机构中民营机构占主导地位。**根据头豹研究院数据，中国医疗美容机构中2020年民营机构数量占比达82%，处于主导地位。

2003-2021年中国医美专科医院数（所）



2016-2020年医美机构民营和公立占比

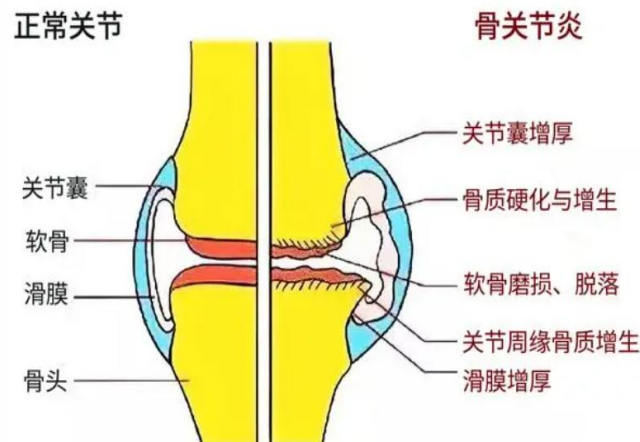


2.4 玻璃酸钠注射液——透明质酸骨科领域应用

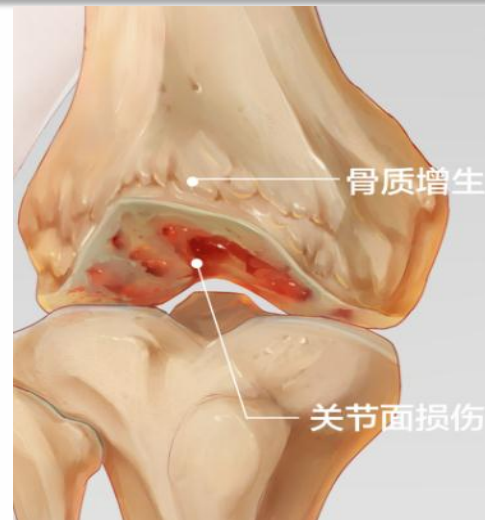
玻璃酸钠注射液：

- **适应症：**治疗膝骨关节炎(osteoarthritis,OA)，高发于中老年人，以关节滑膜充血、水肿、关节软骨退化、骨赘形成、半月板退化等为病理特征，主要表现为疼痛和膝关节功能障碍。
- **作用机理：**玻璃酸钠即透明质酸钠，是人体关节滑液组成成分，注射玻璃酸钠可减少关节摩擦。
- **发病率：**平均患病率为8.1%，45岁以下患病率为1-4%，65岁以下患病率约50%，70岁以上患病率达80%，以2022年人口基数测算需求端约有1.14亿人。
- **症状：**疼痛、活动受限、畸形、肿胀、骨摩擦感等
- **治疗方式：**1) 基础治疗：物理治疗；2) 若病情进一步家中，进行个体化治疗，包括外用/口服药物、肛门栓剂、静脉输入、关节腔内注射药物等；3) 手术治疗：关节镜手术、软骨修复手术等；4) 手术关节重建治疗：关节置换术、关节融合术等。
- **腔内注射药物治疗：**是膝关节炎治疗主要方式之一，注射药物包括1) 糖皮质激素；2) 玻璃酸钠注射液等。
- **玻璃酸钠注射液疗程：**一个疗程5针，连续注射5周。

膝关节炎示意图



膝关节炎示意图



2.4 玻璃酸钠注射液——透明质酸骨科领域应用

- **市场格局**：目前中国获批产品中，多以纯玻璃酸钠为主，辉瑞、赛诺菲等公司产品添加交联成分，丁甘交联玻璃酸钠则由亿帆医药代理韩国LG产品，2023年4月已在中国获批，预计2024年2月开始销售，产品规格是3mL/支，玻璃酸钠的浓度在20mg/mL（普通玻璃酸钠注射液浓度约为10mg/ml），一个疗程仅需注射一次，较传统玻璃酸钠注射液注射次数少，患者依从性高。在研产品方面，景峰制药等均有治疗膝骨关节炎的产品在研。

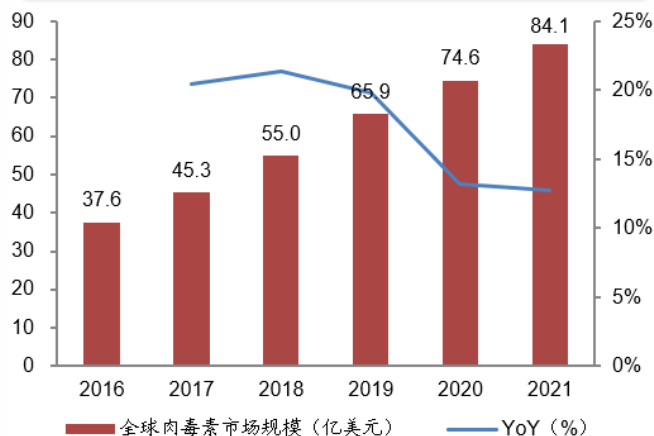
药品名称	研发机构	疾病	中国阶段
丁甘交联玻璃酸钠	亿帆医药;LG Chem	膝骨关节炎	批准上市
交联玻璃酸钠	Pfizer;Sanofi	骨关节炎	批准上市
玻璃酸钠	Eusan;Chugai Pharmaceutical;Santen Pharmaceutical;Seikagaku	骨关节炎;肩周炎;关节炎等	批准上市
玻璃酸钠	Eusan;Chugai Pharmaceutical;Santen Pharmaceutical;Seikagaku	骨关节炎	批准上市
玻璃酸钠	Eusan;Chugai Pharmaceutical;Santen Pharmaceutical;Seikagaku	肩周炎	批准上市
玻璃酸钠	Eusan;Chugai Pharmaceutical;Santen Pharmaceutical;Seikagaku	关节炎	批准上市
玻璃酸钠	Eusan;Chugai Pharmaceutical;Santen Pharmaceutical;Seikagaku	膝骨关节炎	批准上市
玻璃酸钠	Eusan;Chugai Pharmaceutical;Santen Pharmaceutical;Seikagaku	关节软骨损伤	Ⅵ期临床
玻璃酸钠	Eusan;Chugai Pharmaceutical;Santen Pharmaceutical;Seikagaku	软骨损伤	Ⅵ期临床
玻璃酸钠	Eusan;Chugai Pharmaceutical;Santen Pharmaceutical;Seikagaku	膝骨关节炎疼痛	期临床
玻璃酸钠	Eusan;Chugai Pharmaceutical;Santen Pharmaceutical;Seikagaku	髌骨关节炎	期临床
玻璃酸钠	Eusan;Chugai Pharmaceutical;Santen Pharmaceutical;Seikagaku	骨软化症	期临床
JZC11	景峰医药	膝骨关节炎	期临床
玻璃酸钠	Eusan;Chugai Pharmaceutical;Santen Pharmaceutical;Seikagaku	关节痛	期临床
双氯芬酸+玻璃酸钠	Synartro	膝骨关节炎	临床前
玻璃酸+山梨醇	Aptissen	膝骨关节炎疼痛	临床前

3.1 肉毒素：全球市场增长平稳，国内热门医美项目之一

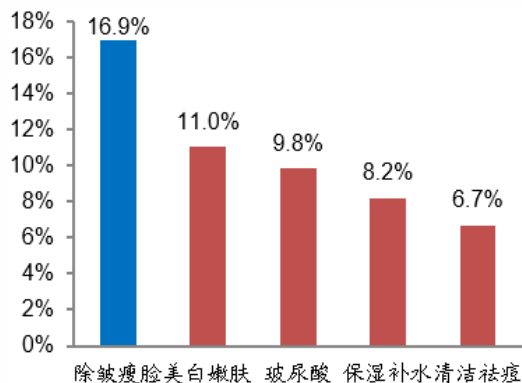
肉毒素广受消费者欢迎，市场规模增速可观

- **全球肉毒素市场规模**：从2016年37.6亿美元增长至2021年84.1亿美元，2017-2021年CAGR 为17.5%。
- **中国肉毒素市场规模**：根据弗若斯特沙利文报告，中国肉毒素市场规模由2017年19亿元增至2021年的39亿元，2020年市场供给层次丰富后，肉毒素规模增速显著提升，预计2030年达390亿元，2018-2030年CAGR 为26.2%。
- **肉毒素为中国最受欢迎医美项目**：据新氧数据颜究院数据显示，以肉毒素为主的除皱瘦脸消费是2021年下单人数最多的项目，也是全年消费金额第二多的项目。

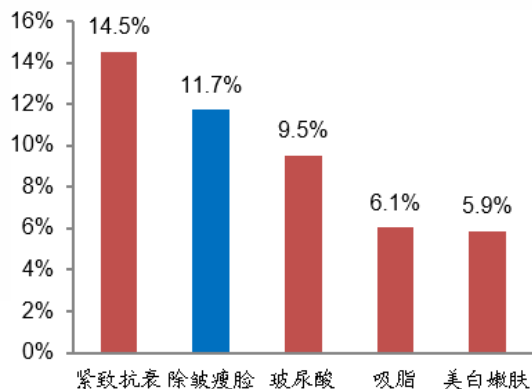
2016-2021年全球肉毒素市场规模



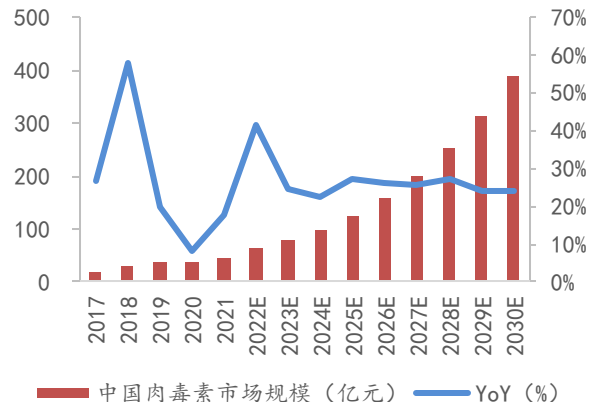
2021年中国各医美项目下单人数占比



2021年中国各医美项目消费占比



2016-2030年中国肉毒素市场规模及预测

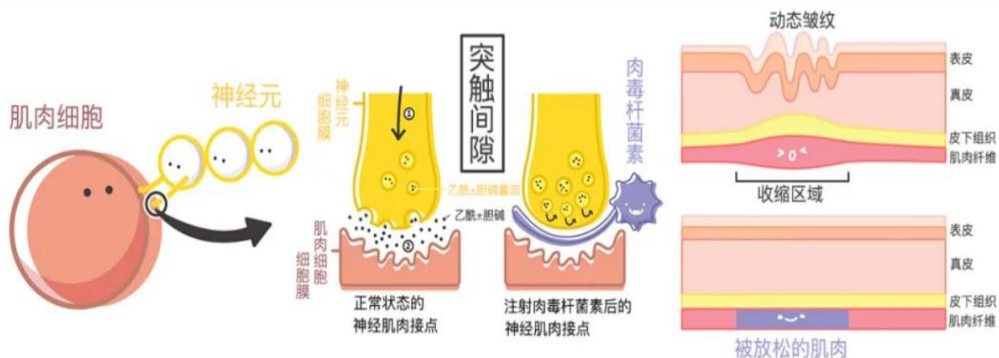


3.2 肉毒素：A型肉毒杆菌素广泛运用在医美领域

肉毒素通过阻碍神经对肌肉的传导达到除皱瘦脸效果

- 肉毒素**：是一种生物制剂，又名肉毒毒素或肉毒杆菌素，是肉毒杆菌在繁殖过程中所生成的毒性蛋白质。根据所产生毒素的抗原性不同，可分为A、B、Ca、Cb、D、E、F、G八个型，其中在整形美容中大量使用的为A型肉毒杆菌素。肉毒素被广泛用于面部去皱抗衰，也可用于瘦脸、瘦腿等。
- 作用原理**：将肉毒素注入肌肉内，肉毒毒素成分将作用于周围运动神经末梢、神经肌肉接点即突触处，抑制突触前膜释放神经递质，阻断乙酰胆碱的释放，从而使肌肉张力下降或瘫痪麻痹，避免局部肌肉收缩，从而起到美容的效果。作用是暂时的，经过1个月左右的代谢，肉毒素的效果会减低，6-8个月左右，肌肉会重新恢复功能。
- 注射层次**：注射至肌肉层，严禁注射到表皮层，否则可能会损伤面部神经。根据用途不同，注射的位置略有不同，除皱针一般注射至肌肉浅层，瘦脸针、瘦腿针需要注射至肌肉中层或深层，但不接触骨膜。

肉毒素作用原理



肉毒素除皱针和瘦脸针/瘦腿针

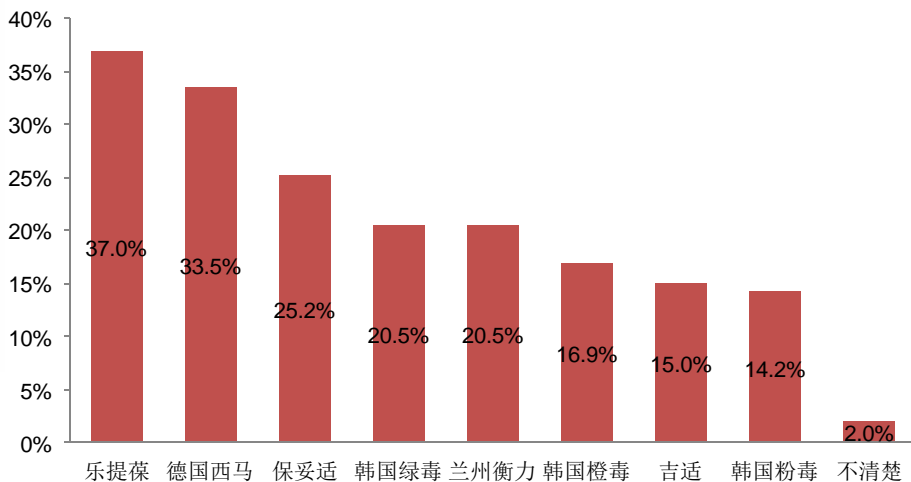
	除皱针	瘦脸针、瘦腿针
成分	A型肉毒杆菌素	A型肉毒杆菌素
注射层次	肌肉浅层	肌肉中层或深层，但不接触骨膜
注射次数	需多次注射，一年3-4次可以较好维持效果	第二次注射间隔约6个月，注射3次以上，才能达到最佳效果
维持效果	半个月左右才会出现效果，一次注射可维持6个月左右	2-3天左右会见效，护理得当可维持3年左右

3.3 肉毒素市场：供给端呈现“四足鼎立”状态，水货市场待进一步挤压

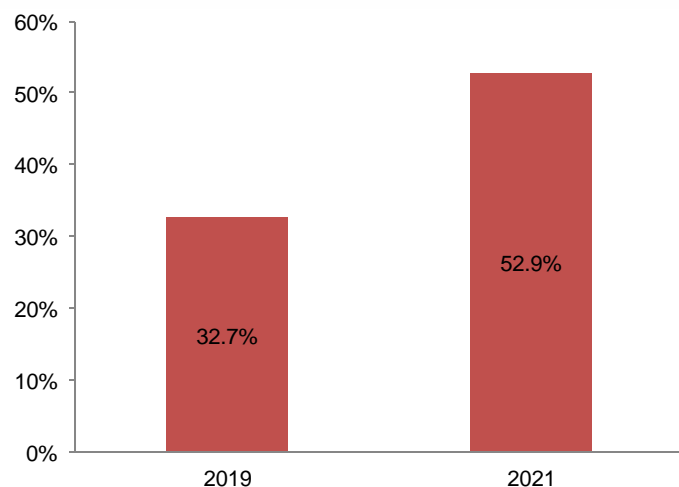
市场参与者扩充形成“四足鼎立”格局，水货市场待进一步挤压

- **注射类医美消费市场中肉毒素占据半壁**：2019年肉毒素仅占注射类医美市场的32.7%，主要原因是受制于国内严格的审批制度；但随着市场参与者的丰富及其较好的拓客属性，2021年肉毒素在注射类医美消费中占比提高至52.9%，占据注射类医美市场半壁江山。
- **国内肉毒素目前呈“四足鼎立”市场格局**：在2020年以前，肉毒素市场集中度较高，一直被艾尔建的保妥适和兰州生物制品研究所的衡力两个品牌垄断，形成“二分天下”的市场格局。2020年吉适与乐提葆正式获批，正规肉毒素市场参与者增加，弥补“保妥适”和“衡力”之间的市场空白，逐渐形成“四足鼎立”格局。
- **消费者合规意识较弱**：德国西马、韩国绿毒、橙毒、粉毒并未获得NMPA批准上市，据艾瑞咨询调研，超过半数消费者使用过该类不合规肉毒素产品。2021年正规肉毒素销量占比仅为38%，更多肉毒素产品获批上市后预计将进一步挤压水货市场。

2022年中国医美用户选择的肉毒素类型



肉毒素在注射类医美消费市场占有率对比



3.4 肉毒素市场：保妥适和衡力错位竞争，吉适与乐提葆获批弥补市场价格空白

国内竞品分析：2020年前肉毒素市场集中度较高，保妥适和衡力错位竞争

- **保妥适 (Botox)**：美国艾尔建 (Allergan) 旗下的保妥适于2009年获批进入中国市场。具有安全性最高、弥散范围小、精确度高等优点，更适用于精确度较高的除皱抗衰等项目，生产采用真空干燥工艺，不易产生抗体。
- **兰州衡力**：衡力由我国自主研发生产的肉毒素产品，早在1993年就获得了新药证书，但直到2012年才正式被批准用于医疗美容，是我国市场上使用最多的肉毒素产品。衡力相较于保妥适来说弥散度较高，目前市场上多用于瘦脸、瘦肩、瘦小腿等肌肉面积相对较大的部位，使用衡力性价比更高。
- **对比**：1) 赋形剂：保妥适使用人血白蛋白+氯化钠，产生过敏反应可能更低，衡力使用蔗糖+右旋糖苷+猪明胶；2) 弥散度：保妥适精准度更高，弥散范围为0.5cm，衡力为1cm；3) 生产工艺：保妥适采用真空干燥工艺，不易产生抗体，衡力采用冻干干燥，较易产生类毒素。

保妥适和兰州衡力对比

	保妥适 (Botox)	兰州衡力
产品		
厂商	艾尔建 (美国)	兰州生物
国内合作企业	国药控股及其国内总经销商	-
获批时间	2009年	1993年 (2012年获批医疗美容)
菌株	Hall (艾尔建专利)	Hall
分子量	900KD	300-900KD
赋形剂	人血白蛋白、氯化钠	蔗糖、右旋糖苷、猪明胶
弥散度	0.5cm	1cm
规格	50、100μ	50、100μ
生产工艺	真空干燥	冻干干燥
产品定位	高端	中低端
适合部位	面部除皱、抗衰	瘦脸、瘦肩、瘦小腿
起效时间	7天，可维持半年	5-7天，可维持半年
价格	3000-5000元/100μ	700-1200元/100μ
优势	高纯度、高精度、弥散范围小	性价比高、国名度高

3.4 肉毒素市场：保妥适和衡力错位竞争，吉适与乐提葆获批弥补市场价格空白

国内竞品分析：吉适与乐提葆获批上市，弥补市场空白

- 2020年吉适 (Dysport) 和乐提葆 (Letybo) 获 NMPA 批准上市**：我国的肉毒素市场正式进入了 2.0 时代，吉适和乐提葆的加入填补了原本保妥适和衡力之间的价格空白。
- 吉适 (Dysport)**：原产于英国，2020年6月获批国内上市。因添加的赋性蛋白低，与人体的机能更加匹配，过敏反应几率更低；主要成分为高浓度型肉毒素 A 型，起效时间比衡力和保妥适更快，1-2 天起效，同时维持时间也较长，可维持 6-10 个月，优于一般肉毒素的 4-6 个月。
- 乐提葆 (Letybo)**：原产于韩国，2020年10月获批国内上市，唯一一款有高浓度有效蛋白质的肉毒素，是工艺上相比较其他肉毒素最精纯的产品，达到 99.5% 高纯度，900KD 大分子，更能达到相对较小的注射后弥散面积，可以更好的降低水肿出现的可能。成分与保妥适接近，但价格更低，具有较高的性价比。

吉适和乐提葆对比

	吉适 (Dysport)	乐提葆
产品		
厂商	Ipsen (英国)	Hugel (韩国)
国内合作企业	高德美	四环医药
获批时间	2020年6月	2020年10月
菌株	Hall	CBFC26 (专利)
分子量	300/500/900KD	900KD
赋形剂	人血白蛋白、乳糖	人血白蛋白、氯化钠
弥散度	—	0.5cm
规格	300μ	100μ
生产工艺	冻干干燥	冻干干燥
产品定位	中高端	中高端
适合部位	中度、重度额纹和眉间纹	眉间、额头、眼周、嘴角等部位皱纹
起效时间	1-2天、可维持6-10个月	5天，可维持半年
价格	3000-4000元/100μ	1800-2600元/100μ
优势	抗药性低、起效快	99.5%高纯度、性价比高

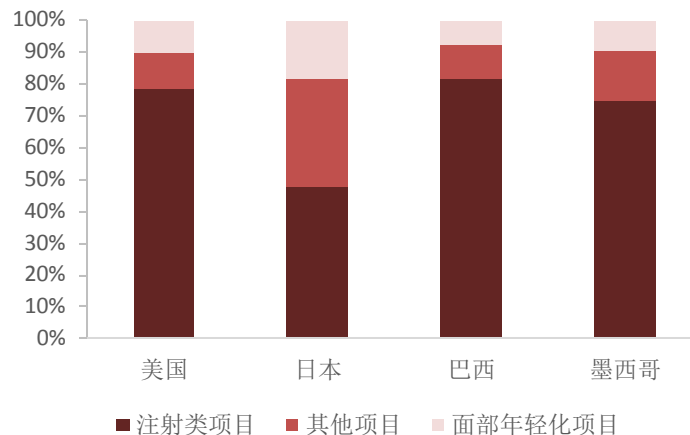
3.5 肉毒素在研：多公司进军肉毒市场

公司	产品品牌	合作公司	生产模式	分子量	产品优势	研发阶段	预计国内获批
精鼎医药	Xeomin (德国西马)	Merz Pharmaceuticals (德国)	代理	150KD	唯一一款“Organic”的有机天然版肉毒	完成III期临床实验	2024年
爱美客	Hutox (橙毒)	HuonsGlobal (韩国)	代理	900KD	性价比较高	III期临床实验	2024年
复星医药	RT002	Revance(美国)	代理	150KD	赋形剂为稳定肽，可在无需冷藏的条件下保持两年稳定性	完成III期临床实验	2024年
华东医药	The Toxin (蓝毒)	Jetema(韩国)	代理		菌株由英国引进，安全性较高	注册报批	2024年
华东医药	ATGC-110	ATGC(韩国)	代理		可室温保存，色谱法分离活性毒素纯度更高，致抗药性更低	III期临床试验入组	
吴海生科	ET-01/AI-09	Eirion(美国)	代理		ET-01为创新外用涂抹型肉毒素，暂无同类	美国处于研发阶段	
步长制药	NIBO (玉毒)	NIBIO(韩国)	代理		菌株为全世界首次亮相的ATCC19397	韩国III期临床申请	
LG化学	ReNTox (红毒)	Pharma Research(韩国)	代理	900KD	性价比较高	临床申请	
康哲药业	A型肉毒毒素	BMI(韩国)	代理		与保妥适有相当的有效性与安全性	韩国已上市	
因明生物	注射用重组A型肉毒毒素		自研		纯度高、安全性好、生产可拓展性	准备III期临床	

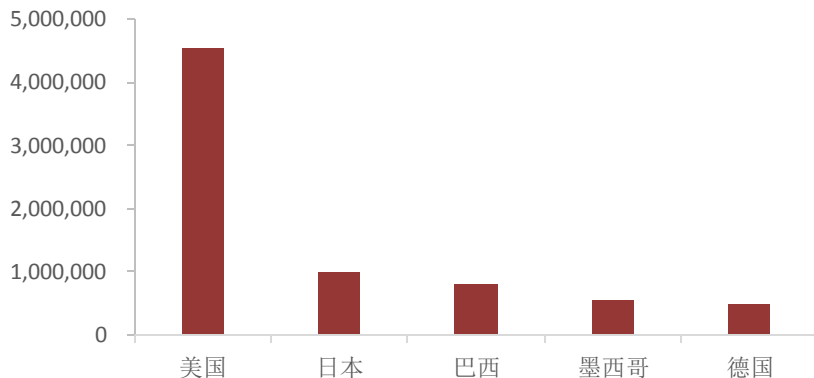
4.1 他山之石：玻尿酸与肉毒素是海外使用两大热门项目

- **注射类项目为全球前四大非手术医美项目量国家主流项目。**根据国际美容整形外科学会数据，2022年全球非手术医美项目案例数为1885.7万例，仍高于手术医美项目案例数（1498.7万例），其中非手术医美项目量排名前五的国家分别为美国（455.7万例）、日本（98.8万例）、巴西（79.4万例）、墨西哥（56.4万例）、德国（49.7万例），通过统计美国、日本、巴西、墨西哥四国数据，我们发现注射类项目为四国非手术项目中主流。
- **玻尿酸与肉毒素仍为使用频率最高两大材料。**根据艾瑞咨询数据，2016-2020年全球注射类材料中，增速最快材料为聚左旋乳酸（52%），其次羟基磷灰石异军突起（35.1%）；根据国际美容整形外科学会数据，2022年全球使用频率占比最高的前两大项目仍为玻尿酸与肉毒素，两大应用历史成熟且广泛的材料。

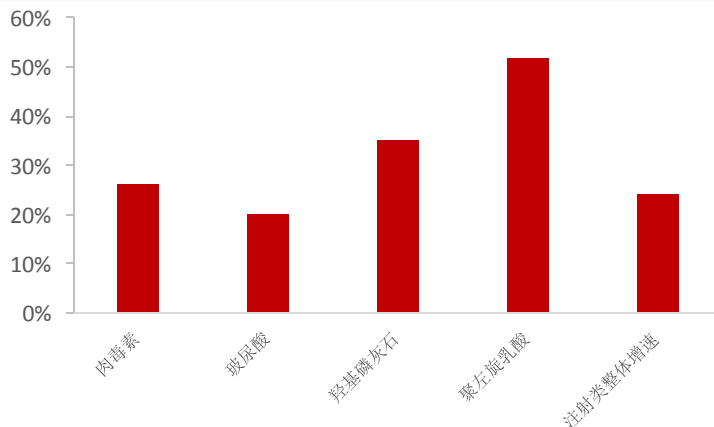
2022年注射类项目为四国非手术项目中主流项目



2022年非手术医美项目量排名前五国家（例）



2016-2020年全球各注射材料增速



4.2 美国市场：肉毒素占主导地位，艾尔建双线发展一枝独秀

- 美国市场上，医美上游产品主要以肉毒素与玻尿酸为主。我们以医美行业较为发达的美国为例，复盘美国市场上产品使用偏好以及重点公司发展历程。根据2022年ISAPS数据，美国肉毒素注射疗程数为394.5万次，玻尿酸注射疗程数为52.1万次，总疗程数为455.7万次，肉毒素及玻尿酸注射为美国注射类医美中两大核心项目。目前美国肉毒素市场上共有5家公司产品获批用于医疗美容领域适应症，其中艾尔建（已被爱博维收购）的保妥适为获批最早肉毒素且销量长期位于第一位并实现出口；玻尿酸方面目前共有7家公司的产品获批，艾尔建的产品乔雅登与瑞典Q-Med- AB的产品瑞蓝为获批较早两款玻尿酸品牌。艾尔建也成功依靠玻尿酸以及肉毒素两大单品成为美国医美领域龙头公司。我们通过复盘艾尔建发展历史梳理其成长路径。

产品	生产厂商	商品名	产品所属国家	适应症（仅摘录医疗美容相关领域）	批准上市时间
肉毒素	Allergan ; Healis Therapeutics	保妥适	美国	额前纹/眉间纹/鱼尾纹中度至重度；颈阔肌肥大	1991.12.09
	Ipsen ; Galderma	吉适	英国	眉间纹；鱼尾纹等	2009.04.29
	Merz ; Teijin	西马	德国	眉间纹	2010.07.30
	Evolus (Daew oong代理商)	Jeuveau	韩国	眉间纹；额前纹	2019.02.01
	Revanse Therapeutics ; 复星医药	RT002	美国	眉间纹；额前纹；鱼尾纹	2022.09.08
玻尿酸	Allergan	Juvederm (乔雅登) 24HV、30HV ; Juvederm Voluma XC (2013.10获批)	美国	面中部凹陷;丰唇;下颌线模糊;鼻唇沟皱纹;美容：口周纹	2006.06
	Merz	Belotero Balance	德国	中度或深度面部皱纹的修复	2011.11
	Q-Med AB (Galderma收购)	Restylane	瑞典	面中部凹陷;丰唇；鼻唇沟皱纹	2003-2016
	Anika Therapeutics, Inc.	Hydrelle	美国	——	2006
	Genzyme Biosurgery	Hylaform	美国	——	2004
	Prollenium Medical Technologies Inc.	Revanesse Ultra	加拿大	面中部凹陷	2017
	Teoxane S.A.	Rha 2, Rha 3, Rha 4	瑞士	——	2017

Indication	Naturally-derived					Synthetic		
	Collagen	HA - animal source	Hyaluronic Acid - bacterial source			Poly-L-lactic Acid	Calcium Hydroxylapatite	Poly-methylmethacrylate
			Collagen	HA - animal source	Hyaluronic Acid - bacterial source			
Chin			Restylane Defyne (P140023/5027)	Juvederm Voluma XC (P110033/5047)				
Cheek/ Midface			Restylane Lyft with Lidocaine (P040024/5073)	Juvederm Voluma XC (P110033)				
Lip			Restylane (P040024/5051) Restylane -L (P040024/5056) Restylane Silk (P040024/5072) Restylane Kysse (P140023/5021)	Juvederm Vollbella XC (P110033/5016) Juvederm Ultra XC (P050047/5044)	Revanesse Lips+ (P160042/5010)			
Hands			Restylane Lyft with Lidocaine (P040024/5099)				Radisse (P050052/5049)	
Perioral Lines			Restylane Kysse (P140023/5021) Restylane Silk (P040024/5072)	Juvederm Ultra XC (P050047/5044) Juvederm Vollbella XC (P110033/5016)				
Nasolabial Folds	Zyderm (P800022) Zyplast (P900022/5011)		Restylane Silk (P040024/5072) Restylane -L (P040024/5056) Restylane Silk (P040024/5072)	Juvederm 30 (P050047/5044) Juvederm 30HV (P050047) Revanesse Versa+ (P160042/5003)	RHA 2, RHA 3, RHA 4 (P170002)	Sculptra Aesthetic (P030050/5002)	Radisse (P050052) Radisse (+) (P050052/5052)	Anel/Belabil (P020012)
Acne Scars	CosmoDerm 1, CosmoDerm 2, CosmoPlast (P800022/5050)		Restylane (P040024) Restylane Defyne (P140023) Restylane Refyne (P140023)	Juvederm Ultra XC (P050047/5005) Juvederm Ultra Plus XC (P050047/5005)	Captique (P030032/5002) Prevelle Silk (P030032/5007)	Belotero Balance (P030016) Belotero Balance (+) (P030016/5026)	Hydrelle Elevess (P050033)	
HIV Lipotrophy	Evolence (P070013)	Hylaform (Hylan B) (P030053)	Restylane Lyft with Lidocaine (P040024/5073)	Juvederm Voluma XC (P110033/5020)				
Scars	Zyderm (P800022) Zyplast (P900022/5011) CosmoDerm 1, CosmoDerm 2, CosmoPlast (P800022/5050)							Anel/Belabil (P020012/5008)
	Fibrel (P850053)						Sculptra (P030050) Radisse (P050037)	

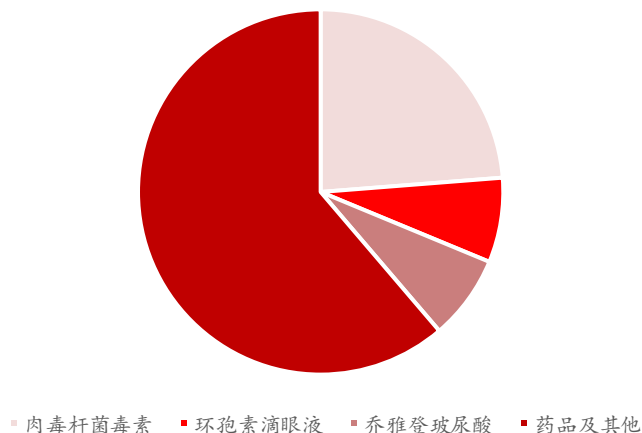
4.3 艾尔建：依靠并购切入医美，股价持续增长

- 持续并购实现医美快速布局。** 1) 1948-1990年：艾尔健前身成立于1948年，1950年成立艾尔健医药，从事药品研发销售等工作并逐渐拓展至海外市场；2) 1991-2015年：艾尔建通过收购陆续完成医美用肉毒素(收购Oculinum)、玻尿酸(收购Corneal Group Laboratories)、皮肤护理、溶脂针(收购Kythera)等业务布局，到2015年已基本拥有完整的医美产品线，与此同时，艾尔建被阿特维斯集团以705亿美元收购，收购完成后，公司更名为艾尔建(Allergan plc)此后药品业务收入占主导地位；3) 2016-2019年：被Actavis plc收购改名为Allergan plc，加快并购步伐。2016年收购Anterios，(获得肉毒毒素靶向传输系统以及肉毒毒素配方外用乳液产品全球所有权)，2017年收购Keller Medical、Zeltiq Aesthetics、Life Cell，进军隆胸、再生医学、溶脂美容等领域，2018-2019年持续收购3家公司深耕医美领域，2020年被艾伯维收购更名为艾尔健美学退市。
- 肉毒素产品仍为主要收入构成板块。** 2019年公司肉毒素收入占比为23.8%，玻尿酸产品收入占比为7.5%，艾尔健有50余项产品收入，可见肉毒素为营收主力品种。

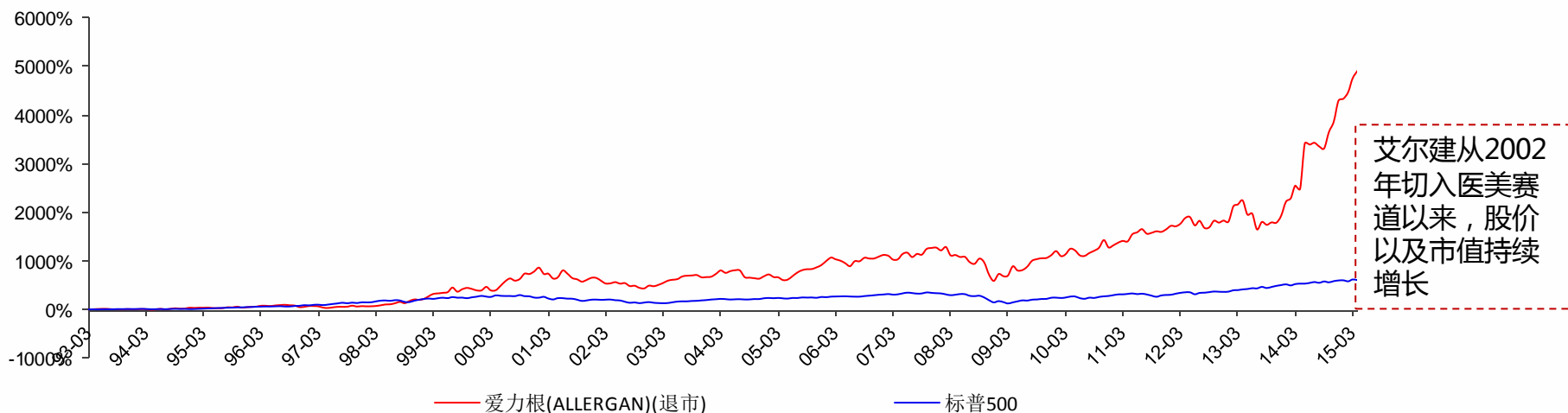
艾尔建医美线产品

医美范畴	产品	品牌
面部美学	肉毒素	保妥适 Botox
	玻尿酸	乔雅登 Juvederm
	溶脂针(去氧胆酸)	Belkyra/Kybella
整形外科	隆胸	娜绮丽, 麦格
再生医学	人工真皮	Alloderm
	其他再生医学	
身体轮廓	冷冻溶脂	酷塑
	冷融设备及附加	
皮肤护理	睫毛增长液以及药妆皮肤护理	Latisse & SkinMedica

2019年艾尔建产品占比



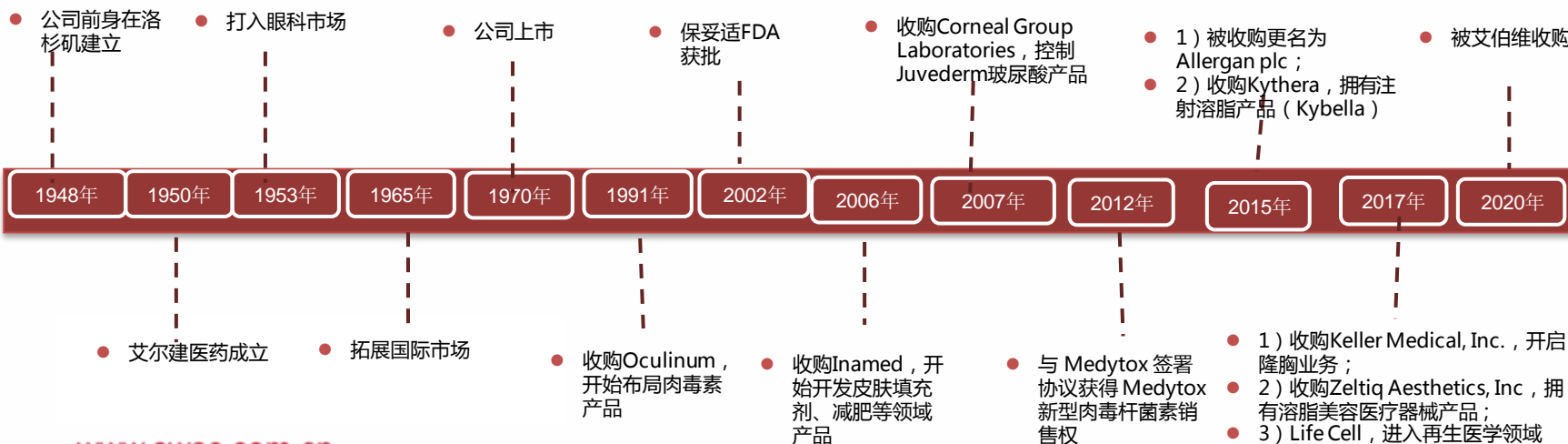
4.3 艾尔建：依靠并购切入医美，股价持续增长



阶段一

阶段二

阶段三



www.swsc.com.cn

数据来源：wind，西南证券整理

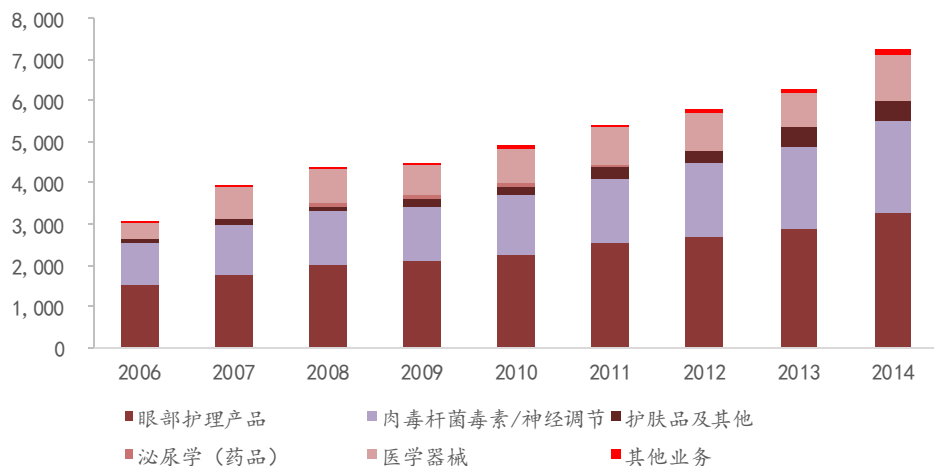
4.3 艾尔建：依靠并购切入医美，股价持续增长

艾尔建被阿特维斯集团收购前PE

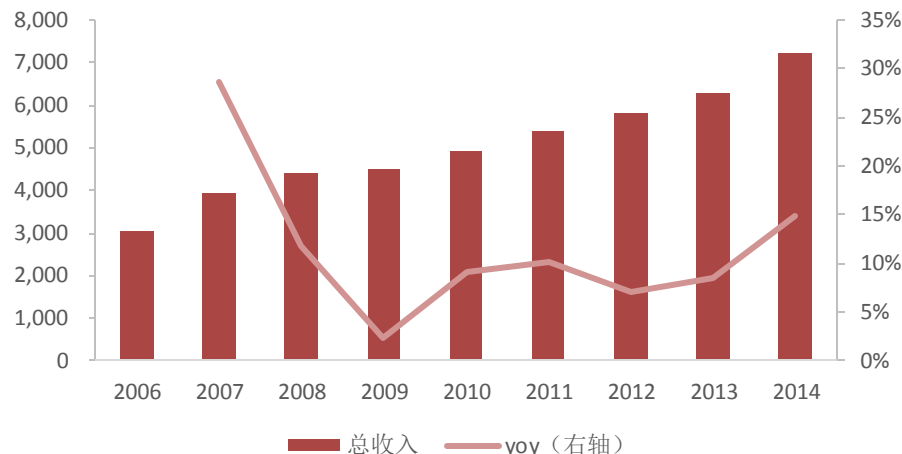
2007年1月	2007年4月	2007年7月	2007年10月	2008年1月	2008年4月	2008年7月	2008年10月	2009年1月	2009年4月	2009年7月	2009年10月
43.78	-146.27	-69.60	48.67	43.28	34.54	31.72	20.95	19.69	24.55	31.55	31.19
2010年1月	2010年4月	2010年7月	2010年10月	2011年1月	2011年4月	2011年7月	2011年10月	2012年1月	2012年4月	2012年7月	2012年10月
31.10	31.16	24.94	27.17	-522.90	40,532.787	-2,753.543	27.96	29.22	31.28	24.76	25.67
2013年1月	2013年4月	2013年7月	2013年10月	2014年1月	2014年4月	2014年7月	2014年10月	2015年1月	2015年2月	2015年3月	
29.93	30.80	28.55	27.00	34.18	50.25	38.34	43.45	50.25	45.85	47.32	

□ 公司2002年肉毒素上市，2006年收购Inamed，开始开发皮肤填充剂、减肥等领域产品，持续布局医美领域业务，2006年以来医美板块业务收入占比维持在30%以上，公司估值维持在25-50倍之间。公司2015年被阿特维斯集团以705亿美元收购后，药品业务收入占比进一步提升。

2006-2014年各项收入占比（百万美元）



2006-2014年收入及增速（百万美元）



4.4 韩国市场：产品众多竞争激烈，价格战不可避免

- 韩国市场上，医美上游产品主力产品为肉毒素和玻尿酸。
- 早期由进口产品主导，后期各厂商产品上市竞争激烈。韩国玻尿酸市场早期同肉毒素市场相似，均由进口产品主导，后期本土品牌获批上市，竞争加剧。玻尿酸产品与有毒麻类属性的肉毒素产品不同，监管较肉毒素产品宽松，故2011年后韩国市场内“用于组织修复的生物材料”厂商快速增长，市场处于具备分散、竞争激烈的特性。

产品	生产厂商	商品名	产品所属国家	批准上市时间
肉毒素	Allergan	保妥适	美国	1996
	Ipsen	吉适	英国	1999
	Merz	西马	德国	2009
	兰州所	BTXA (衡力)	中国	2002
	Solstice Neurosciences	Myobloc	美国	2008
	Hugel	乐提葆	韩国	2009
	Daewoong	Nabota	韩国	2013
	Huons	Hutox	韩国	2016
	Jetema	The Toxin	韩国	2020
	Medytox	Medytoxin	韩国	2006
	Innotox	韩国	2013	
	Coretox	韩国	2016	
玻尿酸	Allergan	Juvederm (乔雅登)	美国	2002
	Q-Med AB (Galderma收购)	Restylane	瑞典	2004
	Yvoire 伊婉	LG	韩国	2009
	Dermalax	Hugel	韩国	2011
	Elravie 艾丽薇	Humedix	韩国	2011
	Neuramis	Medytox	韩国	2012
	The Chaeum	Hugel	韩国	2014

● Artesense在韩国上市

● 瑞蓝进入韩国市场

1999年

2002年

2004年

2008年

2009年

2011年

2012年

2014年

● 乔雅登进入韩国市场

● Merz公司的Belotero获批

● LG集团旗下玻尿酸伊婉获批

● Humedix公司的Elravie获批

● Medytox的Neuramis获批

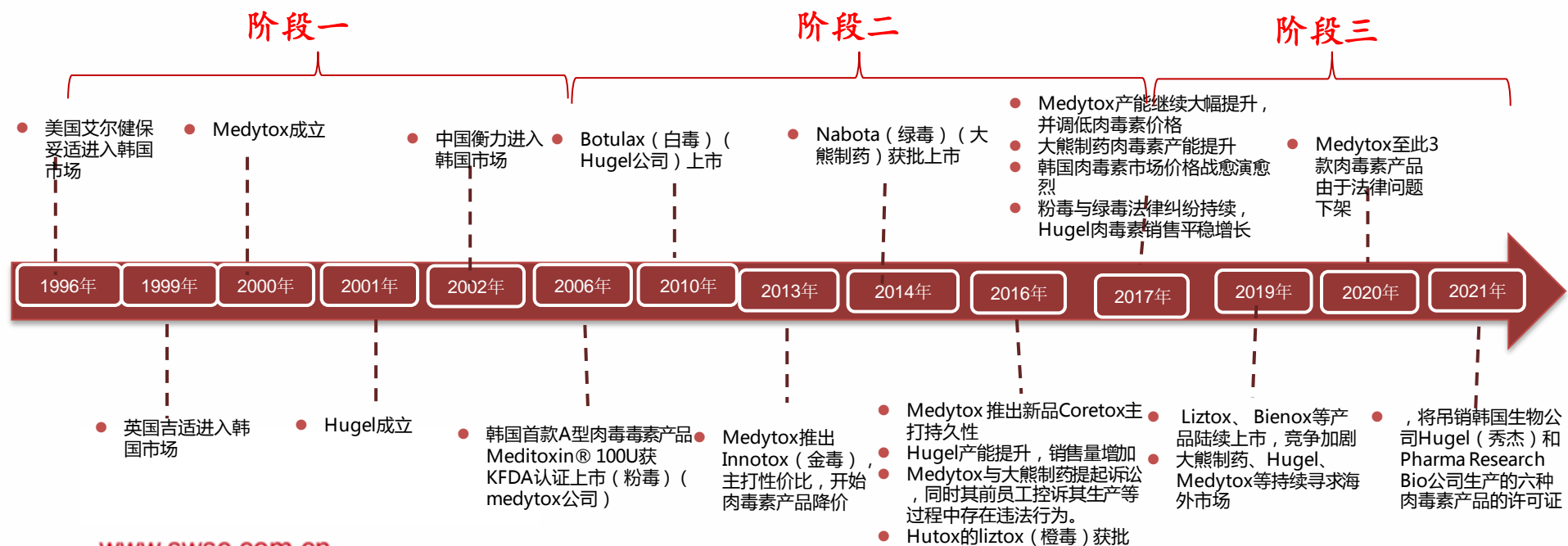
● Hugel的The Chaeum获批

www.swsc.com.cn

数据来源：医药魔方，西南证券整理

4.4 韩国市场：产品众多竞争激烈，价格战不可避免

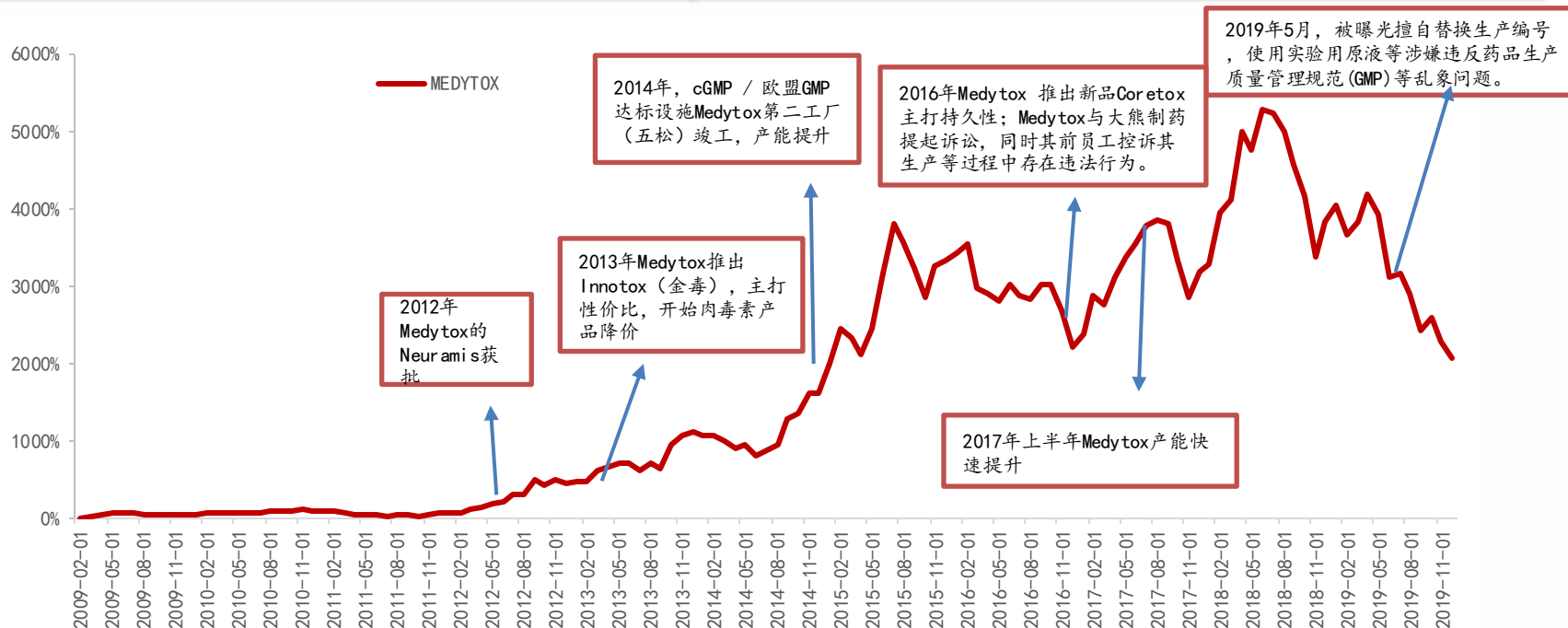
- **1996-2005年：艾尔建开启韩国肉毒素元年。**1996年，艾尔建Botox获批进入韩国，肉毒素市场正式开启，随后吉适、衡力等海外品牌陆续进入韩国市场，韩国医美公司初创，此阶段肉毒素市场为进口品牌主导。
- **2006-2016年：本土品牌肉毒素产品陆续上市，竞争逐渐白热化。**2006年Medytox首款肉毒素产品在韩国上市，凭借低价+高质量迅速抢占市场并于2009年超过艾尔建Botox成为市占率第一，而后2010年、2014年Hugel白毒与大熊制药绿毒分别上市，而Medytox在2013年和2016年分别推出新品试图稳住市场份额，肉毒素市场产品品类增加竞争逐渐白热化。
- **2017-2021年：扩产、价格战愈演愈烈，法律纠纷频发，监管加强。**2017年开始Medytox等公司扩产能，并为抢占市场份额进行降价，价格战愈演愈烈。于此同时，Medytox与大熊制药陷入法律纠纷，Medytox自身由于生产过程等不合规产品被下架，而其他公司如Hugel等也涉及合规问题，市场监管趋严。



4.5 韩国市场：研发+规模效应为生存之道

- **研发+规模效应为生存之道。**我们通过分析韩国玻尿酸和肉毒素市场，发现2010年后竞争逐渐激烈，我们以Medytox股价走势，分析韩国医美领域公司在激烈竞争下的股价走势，不包括并购的情况下，在1) 新产品上市；2) 产能扩产的情况下，股价走势向上，而Medytox、Hugel与大熊制药三家公司的估值中枢位于16-22倍PE范围。通过复盘韩国医美市场，我们认为在竞争激烈并存在价格战的成熟市场中，企业要通过1) 加大研发投入开发新品种，2) 应对市场需求提升产能提升规模效应去获得发展机会。

Medytox股价走势



5.1 华东医药：优质白马创新转型，医美业务未来可期

□ **加速转型，深入布局全球医美领域。**公司前瞻性感知“颜值经济”趋势，提高布局医美领域，以玻尿酸为起点，在收购英国Sinclair为全资子公司并获得其核心产品少女针Ellansé及埋线产品Silhouette后开始快速放量，目前公司全球医美业务已拥有无创+微创医美领域产品36款，其中海内外已上市产品22款，在研全球创新产品14款，产品组合覆盖面部填充、面部清洁、埋线等非手术类主流医美领域。

类别	产品细分	2021国内市场规模 (亿元)	2030E国内市场规模 (亿元)	CAGR	主要产品	主要功效	合作公司	上市国家及地区				
								中国	美国	欧洲	其他	
微创	填充	64	441	21.29%	Ellansé伊丝仕 (少女针, 注射用聚己内酯微球)	用于皮下层植入以纠正中到重度鼻唇沟皱纹	Sinclair	2021年8月S型上市, 2023年1月M型临床入组			60多个国家注册认证或上市准入	
					Lanluma (童颜针, 左旋聚乳酸交联蛋白刺激剂)	面部和身体填充剂	Sinclair			欧盟CE认证+已上市		
					MaILLi系列 (新型高端含利多卡因透明质酸)	面部填充	Kylane	2022年9月Extreme首例临床入组		欧盟CE认证+已上市		
					Perfectha系列 (双相透明质酸)	面部填充	Sinclair			欧盟CE认证		
					与Kylane公司合作两款重点研发产品	面部和身体填充剂	Kylane			预计2026年欧盟CE认证		
					皮肤动能素 (天然非动物源脱氢基壳聚糖注射剂)	抗衰、改善皮肤	KIOMed			预计2023年欧盟CE认证		
	3款KIOMedine填充剂产品 (天然非动物源脱氢基壳聚糖和透明质酸注射剂)	唇部、面部填充塑形	KIOMed			预计2024年欧盟CE认证						
肉毒素	~65	296	16.37%	Botulinum Toxin (A型肉毒素)	除皱	Jetema	注册上市推进中					
埋线	0.2	12.12	50.85%	Silhouette Instalift	适用于中面部提拉手术, 短暂固定并提拉颧颊下真皮位置	Sinclair	预计2024年上市	FDA认证		60多个国家注册认证或上市准入		
皮肤管理					F1 (GlacialRx)	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	R2	预计2024年上市	FDA510 (k) 认证			
					F2	全身美白	R2		预计2024年上市			
					聆雪GlacialSpa (F0)	皮肤美白提亮	R2	中国大陆2021Q4上市	获批上市			
					EnerJet	疤痕修复、面部提拉	Viora				已上市	
					Pristine™	抛光皮肤表面、去角质	Viora				已上市	
					Infusion™	改善各种皮肤状况	Viora				已上市	
					Préime DermaFacial	面部清洁、去角质、补水、复活和滋养肌肤	EMAA esthetics	预计2023年上市	预计2022H2上市	预计2022H2上市		
无创	身体塑形	医疗器械行业: 9630 家用美容仪: ~100	医疗器械行业: 2200 家用美容仪: ~300	医疗器械行业: 8.61% 家用美容仪: 11.61%	Cooltech	身体减脂塑形	High Tech				欧盟CE认证+已上市	
					Cooltech Define	身体减脂塑形	High Tech				欧盟CE认证	澳洲TGA认证
					Crystile	身体减脂塑形	High Tech				已上市	
					Define2.0	紧致塑形	High Tech				预计2023年欧盟CE认证	
					Define3.0	紧致塑形	High Tech				预计2024年欧盟CE认证	
					Titania	紧致塑形	High Tech				预计2022年欧盟CE认证	
					Reaction™	面部及身体塑形紧致皮肤	Viora	2015年获得第三类器械注册证	FDA注册认证			
					V系列 (V10、V20、V30)	皮肤紧致、身体和面部塑形、脱毛等	Viora		FDA注册认证	欧盟CE认证		
					Primelase	脱毛	High Tech				11个国家注册认证或上市准入	
					Primelase Pro	脱毛	High Tech				预计2023年欧盟CE认证	
脱毛							7个国家注册认证或上市准入					
					Elyson	脱毛	High Tech					

www.swsc.com.cn

数据来源：公司公告、公司公众号、Frost & Sullivan, 西南证券整理

5.2 爱美客：挖掘细分市场需求，做医美行业先行者

- 公司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，是国内首家获批生产透明质酸钠面部软组织填充材料的公司，目前已拥有五款获国家药监局批准的III类注射用透明质酸钠系列产品，是国内产品线最为全面的同类型企业。此外，公司已于2019年5月取得聚对二氧环己酮面部埋植线的III类医疗器械注册证书，该产品是国内首款国产面部埋植线产品。公司以透明质酸为基础，建立了医用几丁糖、聚乳酸等生物医用材料的产品技术转化平台，产品临床应用涵盖医疗美容、外科修复以及代谢疾病治疗等领域。

公司上市产品线

商品名	上市时间	产品通用名	适用范围	备注	注射植入层次	核心技术
逸美	2009.10	医用羟丙基甲基纤维素-透明质酸钠溶液	额部、鼻唇部	针对面部、颈部褶皱皮肤修复的国内首款复合注射材料	皮肤真皮深层至皮下浅层	多组分复合仿基质水凝胶技术
宝尼达	2012.10	医用含聚乙丙烯凝胶微球的透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶	额部、鼻唇部	国内首款含PVA微球的注射材料	皮肤真皮深层至皮下浅层	多组分复合仿基质水凝胶技术、水密型微球悬浮制备技术
爱芙莱/爱美飞	2015.04/2019	注射用修饰透明质酸钠凝胶	鼻唇沟	国内首款含利多卡因的注射材料	皮肤真皮中层至深层	固液渐变互穿交联技术
嗨体	2016.12	注射用透明质酸钠复合溶液	颈部	国内首款应用于颈纹修复的注射材料	皮内真皮层	组织液仿生技术
逸美一加一	2016.12	医用透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶	额部、鼻唇沟	针对褶皱皮肤修复的新型复合注射材料	皮肤皮下浅层至深层之间	多组分复合仿基质水凝胶技术、固液渐变互穿交联技术
紧恋	2019.5	聚对二氧环己酮面部埋植线	鼻唇沟	国内首款面部埋植线	皮下脂肪层	恒水精准切割技术

- 依靠嗨体打造爆品，肉毒等产品持续布局，产品精准定位不同部位，满足不同部位的填充需求。爱美客专注于医美市场，每款产品各具特色，在配方成分、注射皮肤层次、注射部位及注射体验等方面有所区别，能够满足多个细分市场的消费需求，推出了针对面部除皱的填充的“逸美”、“爱芙莱”、“爱美飞”、“逸美一加一”，用于长效塑形的“宝尼达”，应用于颈纹修复的“嗨体”，成为市场爆款，也为爱美客腾飞奠基，此外，埋线类产品“紧恋”以及肉毒产品公司也在持续布局，2018年与韩国肉毒素公司HuonsGlobal签订了A型肉毒素产品在中国的合作协议，2021年9月，花费8.56亿元完成对Huons BioPharma 25.42%股权的收购，旗下肉毒素产品在国内已到III期临床实验阶段，预计2024年能够获批上市。

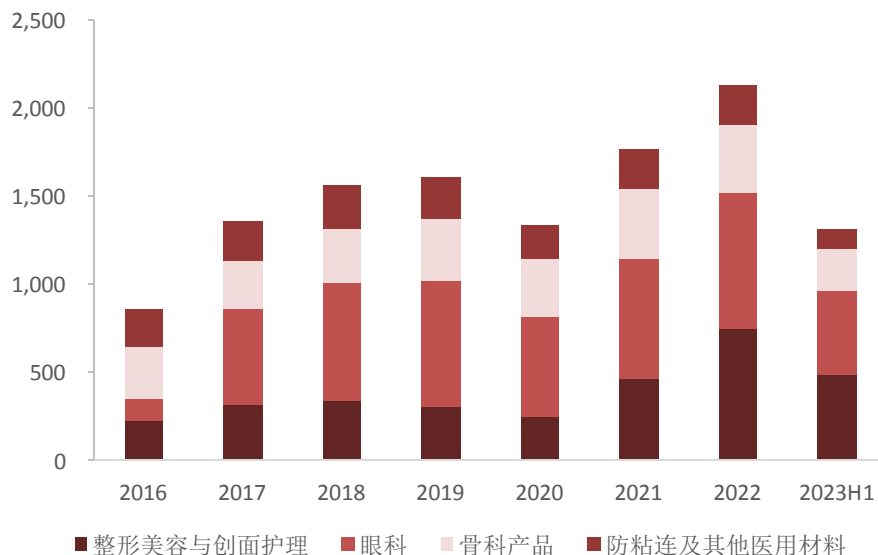
面部产品适用范围



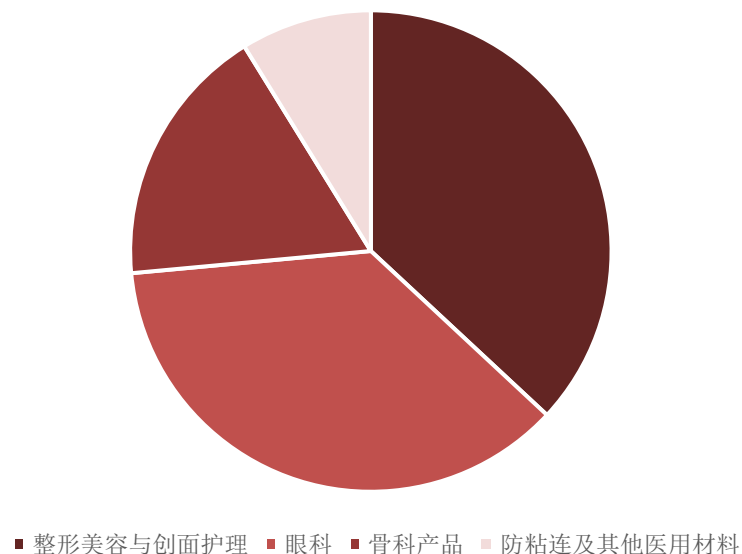
5.3 昊海生科：医美占比持续提升，新品放量超预期

- 医美产品收入占比持续提升**：昊海生科2016年切入医美业务，布局玻尿酸产品，此后医美收入占比持续提升，2023H1医美产品收入占比达36.9%；目前公司业务涉及骨科医用材料、眼科医用材料、医美材料以及其他材料等，四大板块收入占比分别为17.7%、36.6%、36.9%、8.8%，医美产品已成为收入核心。
- 医美板块中新品2023H1迅速放量**：公司医美产品主要为玻尿酸产品，包括三大品牌，主打引流以及基础市场的海薇，中高端市场的姣兰，以及主打高端市场的海魅，2023H1海魅迅速扩展终端市场，凭借其术后无红肿，所见即所得的优势迅速放量，拉动昊海生科2023H1业绩。
- 布局肉毒素赛道**：于2021年3月投资美国企业Eirion Therapeutics，持有Eirion约13.96%股权。同时获得Eirion外用涂抹型A型肉毒毒素产品ET-01、注射用A型肉毒毒素产品AI-09的独家代理等，目前国内还未有涂抹型A型肉毒毒素产品面市，将有助于解决传统肉毒毒素肌肉注射产生的疼痛问题。

2016-2023H1昊海生科各板块业务收入占比（百万元）



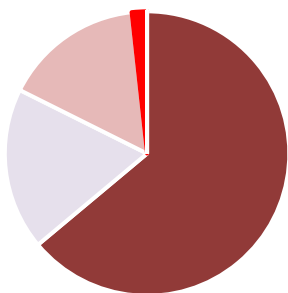
2023H1昊海生科各项目收入占比



5.4 华熙生物：专注玻尿酸20年，四大业务协同发展

- 专注透明质酸二十余年，成就行业龙头。** 华熙生物成立于2000年，前身系中外合资经营企业山东福瑞达，于2019年完成股改变更为股份有限公司，同年在科创板挂牌上市。公司自成立以来专注于透明质酸的研发和生产，作为全球透明质酸行业领军企业，拥有先进的提炼技术和领先的研发实力，从透明质酸原料供应厂商逐渐发展为布局全产业链的行业龙头。
- 透明质酸从原料到终端的全产业链布局。** 公司深耕透明质酸领域20余年，已从单纯的原料供应厂商转型升级为全产业链布局的行业龙头。从公司2023H1来看，除透明质酸原料业务（18.4%）外，下游终端已布局功能性护肤品业务（63.9%）、医疗终端业务（15.9%）。目前功能性护肤品业务占比过半，并且保持逐年稳定提升，将会是公司收入增长主要驱动力。

2023H1公司各板块业务收入占比



■ 功能性护肤品 ■ 原料产品 ■ 医疗终端 ■ 其他主营业务 ■ 其他业务

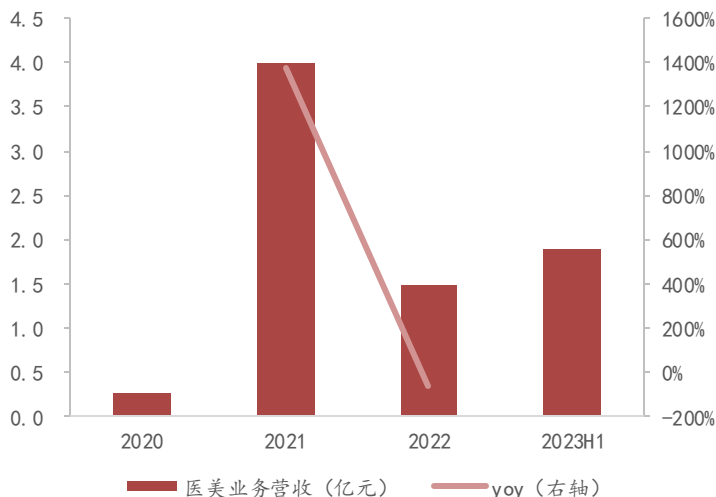
公司发展历史

- 2000年
 - 前身“山东福瑞达生物化工有限公司”成立，开始微生物发酵法量产透明质酸
- 2004年
 - 荣获“国家科技进步二等奖”
- 2007年
 - 成为全球规模最大的透明质酸生产商
- 2011年
 - 在国际上首创酶切法大规模制备低分子及寡聚透明质酸
 - 透明质酸原料药在国内第一个获得欧盟CEP认证及美国DMF登记号
- 2012年
 - 中国的第一个国产交联透明质酸真皮填充剂“润百颜”获批上市
- 2013年
 - “海视健透明质酸钠凝胶”上市，用于眼科白内障摘除及人工晶体植入术产品，同时通过欧盟CE认证
- 2014年
 - 用于治疗骨关节炎的药品“海力达玻璃酸钠注射液”获批上市
- 2017年
 - 收购法国Revitacare公司
- 2019年
 - 酶切法制备寡聚透明质酸盐的方法及所得寡聚透明质酸盐何其应用”技术荣获中国专利金奖
 - 11月6日，成功登陆A股科创板
- 2020年
 - 全资收购“东营佛思特生物”
- 2021年
 - 推出国内首个玻尿酸食品品牌“黑零”、首款玻尿酸饮用水“水肌泉”

5.5 四环医药：前瞻性布局肉毒素赛道，公司医美业务增长迅速

- ❑ **乐提葆在韩国肉毒素市场市占率第一**：乐提葆在韩国当地市场占有率超过40%，连续6年位居韩国肉毒素市场首位。2014年四环医药开始与韩国Hugel合作，获得Letybo（乐提葆）独家代理权，2017年乐提葆便在中国开展第三期的临床研究，于2020年10月正式获国家药监局批准上市，这是韩国首个及唯一一个在中国获批的肉毒素产品，也是中国肉毒素行业中第四个获NMPA批准的产品。
- ❑ **乐提葆成四环医药新增长引擎**：乐提葆于2021年2月正式销售，在国内的机构覆盖量已经超过2400家，销售总量超过37万瓶。乐提葆的成功上市带动四环医药医美业务大幅增长，2021年医药业务营收3.99亿元/YoY+1377.8%。
- ❑ **积极拓展医美业务**：四环医药旗下的医疗美容平台“漾颜空间”除了已批准上市的乐提葆外，核心产品玻尿酸（四环独家代理韩国Hugel公司产品）和童颜针（自主研发）等也分别在注册和临床研发阶段中，力求打造横跨医美价值链的完美产品矩阵。

2020-2023H1四环医药医美业务营收及增速



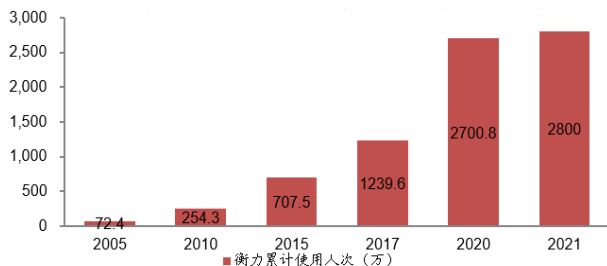
“漾颜空间”上市新品



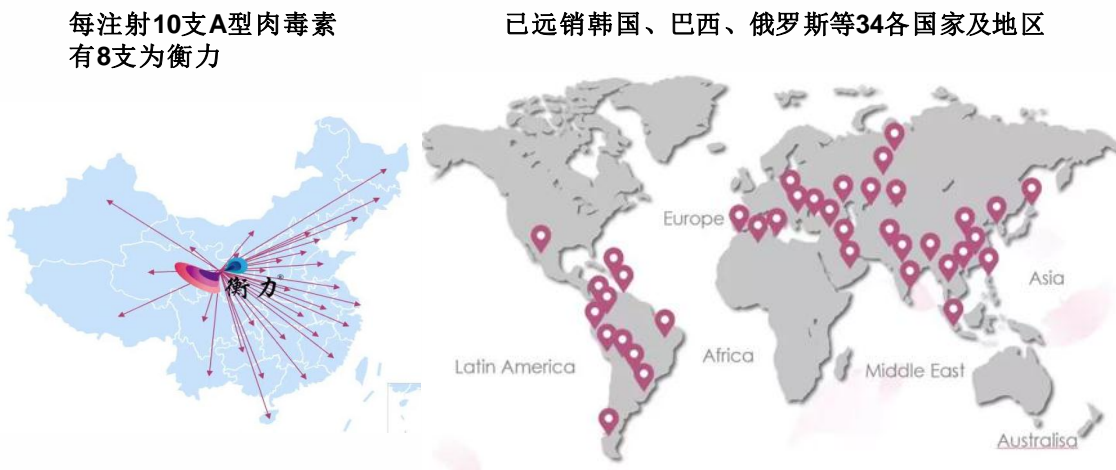
5.6 兰州生物：中国唯一生产肉毒素厂商，依靠高性价比占据中国市场

- 隶属国药集团，国内唯一肉毒素生产商：**兰州生物始建于1934年，是我国历史最悠久的生物制品研究所之一，隶属于国药集团中国生物技术股份有限公司，旗下产品衡力于1993年批准上市，中国成为第三个自行生产肉毒素产品的国家。
- 高性价比+高国民度多年占据中国肉毒素市场第一：**在中国，每注射10支A型肉毒毒素有8支是衡力，截止2021年衡力在神经康复领域与医美领域累积使用人次已逾2800万，按销量计连续28年中国市场占有率第一。目前为全球四大肉毒素生厂商之一，已在巴西、韩国、俄罗斯等34个国家及地区注册销售。

2005-2021年兰州衡力肉毒素累计使用人次



兰州衡力在中国及全球销售范围



2022年度肉毒素品牌榜

TOP1	兰州衡力
TOP2	保妥适 (Botox)
TOP3	乐提葆 (Letybo)
TOP4	吉适 (Dysport)

www.swsc.com.cn

数据来源：搜扬管理咨询，肉毒毒素btxa，艾媒咨询，西南证券整理

风险提示

- ✓ 政策风险；
- ✓ 医疗事故风险；
- ✓ 市场竞争格局恶化风险等。

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司 评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

行业 评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

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

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	18621310081	jssf@swsc.com.cn	李煜	销售经理	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	clw@swsc.com.cn	卞黎昶	销售经理	13262983309	bly@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	tsz@swsc.com.cn	龙思宇	销售经理	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	xsy@swsc.com.cn	田婧雯	销售经理	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	cyryf@swsc.com.cn	阚钰	销售经理	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	wyyf@swsc.com.cn	魏晓阳	销售经理	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	zmyf@swsc.com.cn				
北京	李杨	销售总监	18601139362	yfly@swsc.com.cn	胡青璇	销售经理	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	张鑫	销售经理	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	王宇飞	销售经理	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	wyf@swsc.com.cn	路漫天	销售经理	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	yhang@swsc.com.cn	马冰竹	销售经理	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn	张文锋	销售经理	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	yxy@swsc.com.cn	陈紫琳	销售经理	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	陈韵然	销售经理	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn				