



行业需求稳增,关注高景气赛道

美容护理行业2025年投资策略

证券分析师: 任晓帆 执业证书编号: S0630522070001

联系方式: rxflongone.com.cn

2024年12月9日

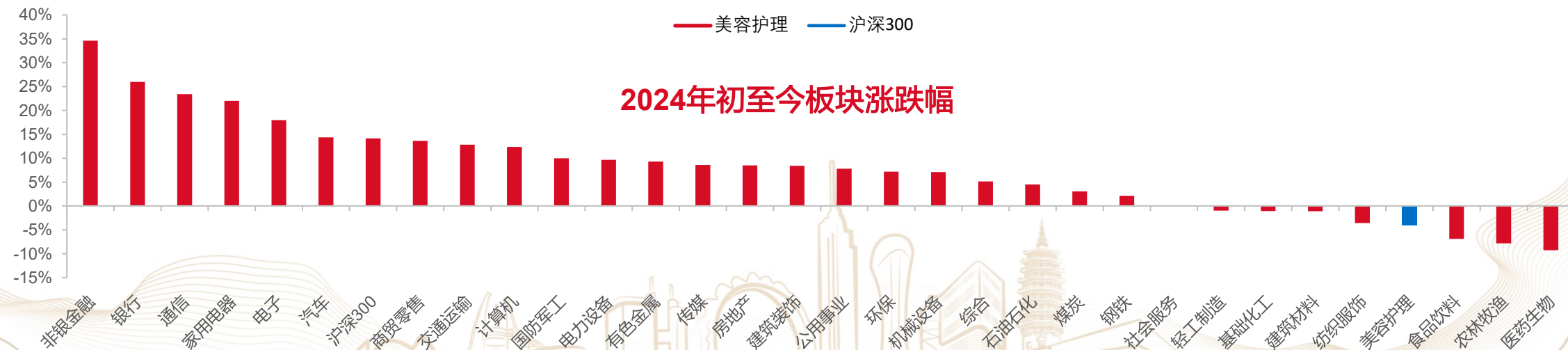


目 录

- 一、**市场表现**
- 二、**化妆品—竞争加剧关注优质个股**
- 三、**医美—关注细分赛道新机遇**
- 四、**风险提示**

美容护理板块行情复盘

- 年初至今板块持续跑输大盘，累计下跌3.96%，跑输大盘18.11pcts。



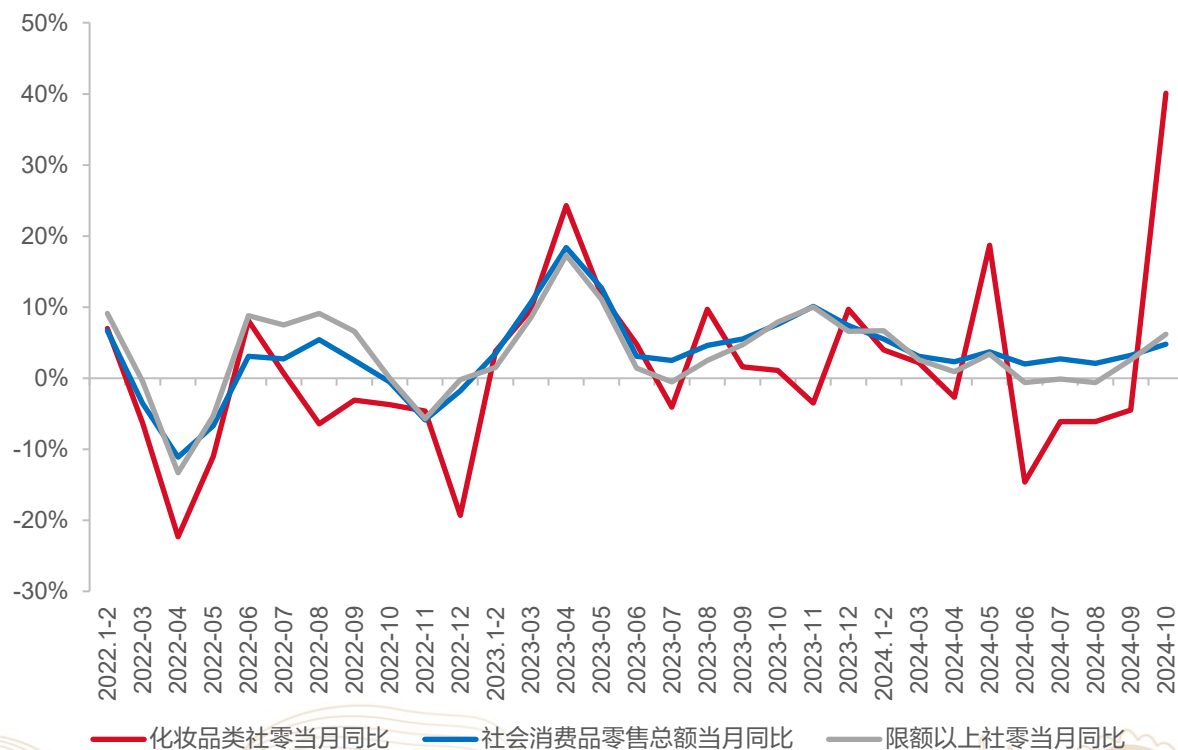
目 录

- 一、市场表现
- 二、化妆品—竞争加剧关注优质个股
- 三、医美—关注细分赛道新机遇
- 四、风险提示

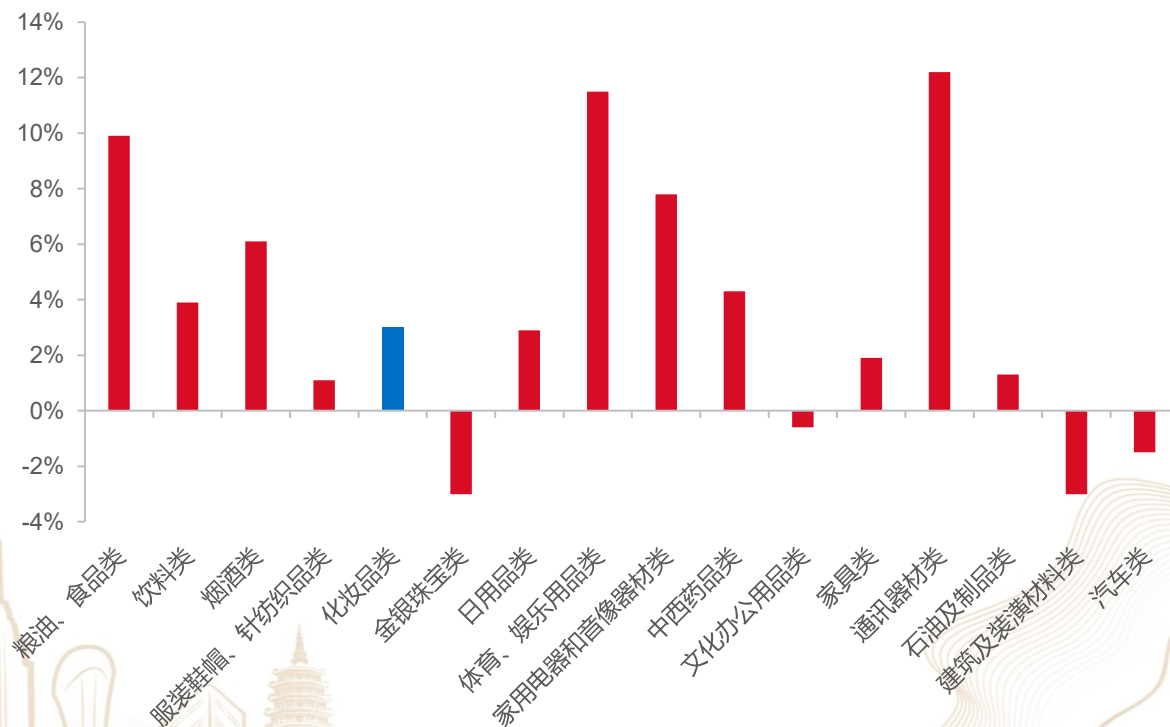
化妆品社零增长稳健

- 根据国家统计局数据，2024年1-10月国内社会消费品零售总额合计39.90万亿元，同比增长3.5%。其中化妆品社零表现稳健，2024年1-10月国内化妆品零售总额为3562.6亿元，同比增长+3.0%，双十一大促前置推动10月化妆品社零同比+40.1%。

化妆品社零10月同比大涨+40%



2024年1-10月各品类社零累计同比

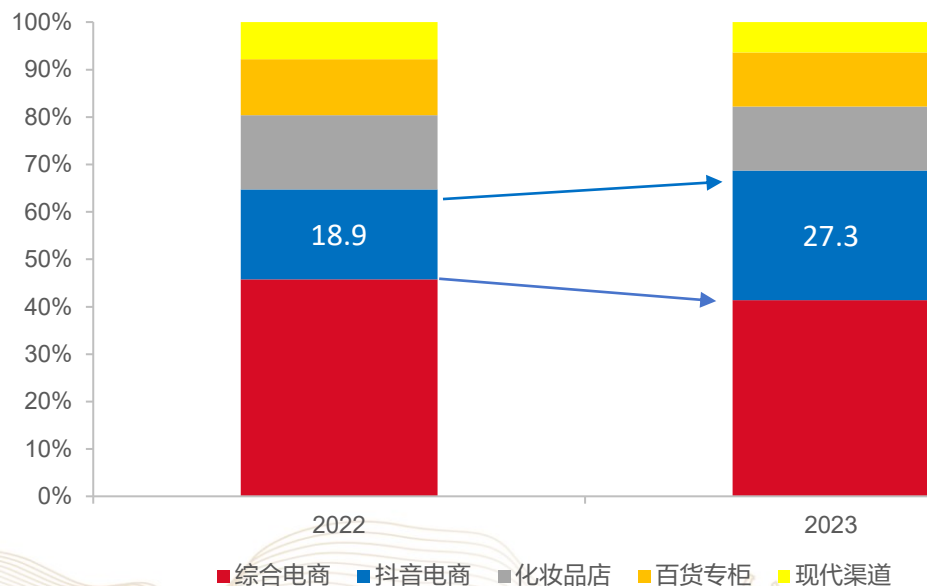


资料来源：Wind，国家统计局，东海证券研究所

渠道：增长进入平淡期

- 抖音渠道发展，整体渠道红利放缓，线上进入精细化运营。随着网络短视频平台的兴起，抖音渠道下单占比持续提升，增长潜力大。目前电商平台整体渗透率已较高，整体线上平台进入了平稳发展趋势。
- 美妆与线下融合需求兴起。实体店注重打造沉浸式购物体验，利用AR试妆并为消费者提供一对一导购专属服务等来提高消费者消费体验。各大品牌也积极推出线下门店，深入线下推动自身品牌力提升。

护肤品类各渠道占比变化



颐莲首家门店入驻济南明水古城 可复美首家全国品牌旗舰店于重庆开幕

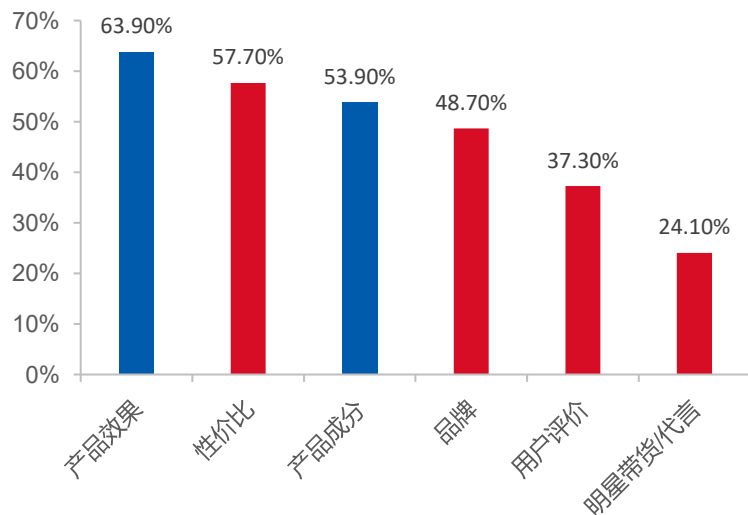


资料来源：尼尔森《2024中国美妆个护行业趋势与展望报告》，公司微信公众号，东海证券研究所

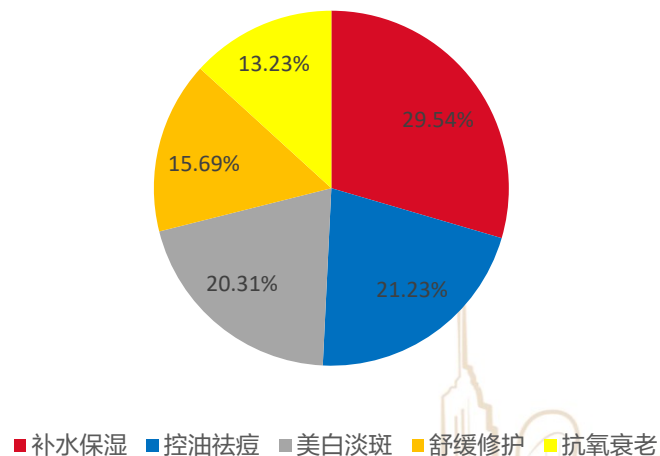
成分发展成为新趋势

- 核心热门成分成为竞争亮点。随着消费者护肤观念的进步，护肤需求进一步细化，消费者在购买化妆品时，产品效果成为他们首要考虑的因素，同时补水/抗衰/美白等精细化功效是消费者关注度较高的功能。各大品牌凭借自身主打功效精准定位，提高知名度，成功打造具备自身特色的产品矩阵。

消费者购买化妆品考虑因素



消费者功效关注度



不同功效类型

品牌名称

玻尿酸护肤

RELLET 颐莲

BIOHYALUX®
润百颜®

微生态护肤

ALVA 瑗尔博士

重组胶原蛋白

可复美®

敏感肌修护

专为敏感肌肤研制
MEDREPAIR®
米蓓尔®

WINONA
薇诺娜

抗老

PROYA 珀莱雅 红宝石家族

COLLGENE® 可丽金

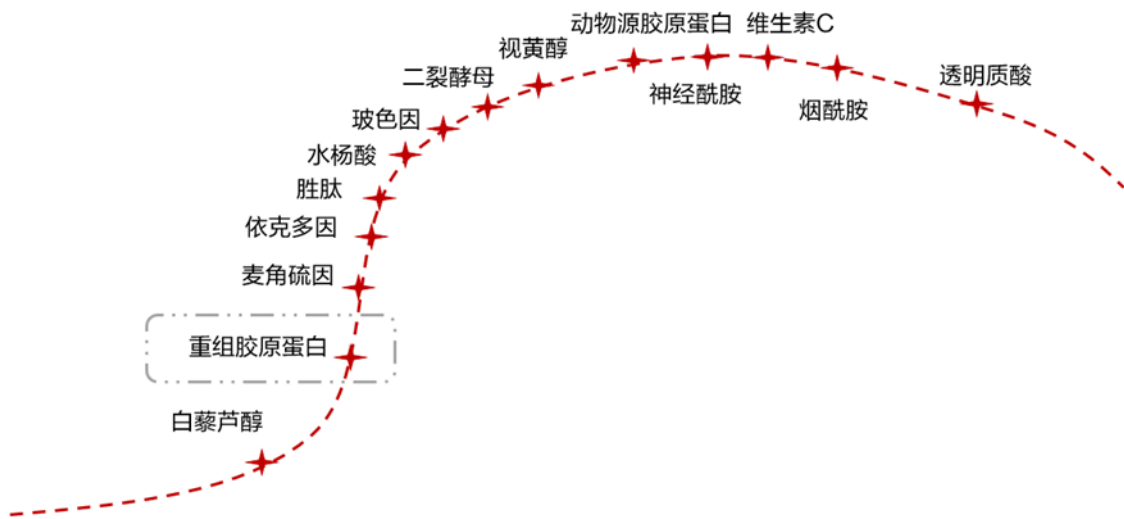
丸美超分子弹力蛋白系列

资料来源：艾媒咨询，青眼情报《中国成分美妆市场洞察报告》，《2021中国化妆品蓝皮书》，各公司官网，东海证券研究所

成分：重组胶原蛋白赛道火热

- 重组胶原蛋白市场火热，各品牌加速布局。目前国内重组胶原蛋白赛道仍旧处于发展初期，伴随着品牌新产品的积极推出，供需双上推动行业发展。2024年年初，欧莱雅升级推出了小蜜罐2.0面霜，构建「重组胶原蛋白+玻色因PRO+四大胜肽+玫瑰蜜精粹」的抗老体系。国货龙头珀莱雅上新源力面霜2.0，重点新增独家核心成分为XVII型重组胶原蛋白。

重组胶原蛋白处于早期概念普及期



各大品牌积极推出产品

公司	品牌	产品
巨子生物	可复美	胶原棒次抛精华、焦点精华、焦点面霜
	可丽金	嘭嘭次抛、面霜、眼霜
珀莱雅	珀莱雅	源力面霜2.0
欧莱雅	欧莱雅	小蜜罐面霜2.0
	兰蔻	塑颜百肽霜
	赫莲娜	高光精华抗氧化焕亮激活胶原精华液
	薇姿	胶原霜
雅诗兰黛	雅诗兰黛	智妍胶原霜
丸美	丸美	双胶原眼霜
华熙生物	润百颜	胶原“元气弹”紧致充盈次抛精华液
水羊股份	伊菲丹	三重胶原超级面膜

萌芽期

概念普及期

应用爆发期

成熟期

衰退期

品类：防晒、头发护理等前景广阔

- 消费者防晒意识增强，国产品牌发力。据艾媒咨询数据，2023年国内防晒市场规模达148亿元，预计2028年达到224亿元。薇诺娜、珀莱雅、润本等积极推出防晒新品发力防晒赛道。
- 头皮护理国货品牌崭露头角，消费者购买意愿高涨。根据头豹研究院数据，2023年中国洗护发市场规模已达655亿元，预计2027年增至827.9亿元，国内各大品牌积极推出护发品牌，针对亚洲人头皮健康打造功效性产品。

防晒新品陆续推出

珀莱雅



薇诺娜



润本



各大国产品牌积极推出洗护产品

公司名称	品牌名称	上市时间	产品定位
珀莱雅	Off&Relax	2020	亚洲头皮健康养护专家
珀莱雅	惊时	2024	专注头皮微生态的功效洗护品牌
上美股份	一叶子	2024	专研敏感头皮
上美股份	2032	2023	科技植萃，功效护发；精细化头皮护理
福瑞达	即沐	2024	专研头皮微生态科学洗护品牌
巨子生物	函得仕	2024	专研精准靶点头皮科学护理
锦波生物	ProYouth	2023	革新传统洗护配方，富含独家活性成分：A型人源化XVII型胶原蛋白，根源焕活发丝毛囊干细胞，打造健康头皮微生态
环亚集团	滋源	2014	专注科学功效头皮护理

资料来源：艾媒咨询，各公司官网，东海证券研究所

国货品牌突围

- 国内化妆品发展经历了“国际品牌主导→新锐品牌突现→国货龙头崛起”之路，国产品牌通过不同路径实现了产品放量和弯道超车。

可复美依靠自身“重组胶原蛋白”大单品实现突围



韩束借助抖音渠道实现套盒放量，聚焦下沉消费者



珀莱雅产品矩阵完善，自身品牌力强劲



大促优质国货品牌力不断增强

- “双11”大促周期拉长，平台竞争加剧。星图数据显示，综合电商（天猫、京东、拼多多等）/直播电商2024年“双11”同比+20.1%/+54.6%。其中个护美妆销售额同比+22.5%
- 头部国货排名不断提升，珀莱雅领跑。“双11”大促珀莱雅蝉联天猫抖音双平台第一，韩束抖音渠道持续发力，可复美排名提升。

抖音美妆大促GMV TOP10

排名	2023		2024	
	“618”大促	“双11”大促	“618”大促	“双11”大促
1	赫莲娜	珀莱雅	韩束	珀莱雅
2	雅诗兰黛	雅诗兰黛	珀莱雅	韩束
3	海蓝之谜	韩束	赫莲娜	欧莱雅
4	兰蔻	巴黎欧莱雅	雅诗兰黛	可复美
5	珀莱雅	兰蔻	兰蔻	雅诗兰黛
6	后	海蓝之谜	后	赫莲娜
7	韩束	赫莲娜	欧莱雅	海蓝之谜
8	SK-II	极萌	可复美	自然堂
9	欧莱雅	觅光	海蓝之谜	薇诺娜
10	玉兰油	后	玉兰油	兰蔻

资料来源：化妆品观察，青眼，东海证券研究所
注：抖音“618”排名为护肤品排名

天猫美妆大促GMV TOP20

排名	2023		2024	
	“618”大促	“双11”大促	“618”大促	“双11”大促
1	欧莱雅	珀莱雅	珀莱雅	珀莱雅
2	兰蔻	欧莱雅	欧莱雅	欧莱雅
3	雅诗兰黛	兰蔻	兰蔻	兰蔻
4	珀莱雅	雅诗兰黛	雅诗兰黛	雅诗兰黛
5	玉兰油	薇诺娜	海蓝之谜	海蓝之谜
6	海蓝之谜	海蓝之谜	修丽可	赫莲娜
7	赫莲娜	玉兰油	赫莲娜	修丽可
8	SK-II	修丽可	SK-II	SK-II
9	修丽可	赫莲娜	玉兰油	薇诺娜
10	薇诺娜	娇兰	薇诺娜	玉兰油
11	资生堂	SK-II	肌肤之钥	肌肤之钥
12	雅萌	娇韵诗	可复美	娇兰
13	肌肤之钥	肌肤之钥	娇韵诗	可复美
14	娇韵诗	资生堂	资生堂	娇韵诗
15	娇兰	自然堂	娇兰	圣罗兰
16	理肤泉	科颜氏	科颜氏	科颜氏
17	觅光	圣罗兰	理肤泉	资生堂
18	科颜氏	理肤泉	自然堂	理肤泉
19	黛珂	觅光	圣罗兰	自然堂
20	圣罗兰	可复美	HBN	伊丽莎白雅顿

资料来源：天猫大美妆，东海证券研究所

珀莱雅：产品矩阵拓展，打造系列矩阵

- 国内化妆品龙头，品牌矩阵完善。公司从红宝石大单品起家逐步拓展自身产品矩阵，横向拓展自身护肤产品线，推出红宝石、双抗、源力、能量等多个产品线；纵向拓展自身产品类型，彩妆、洗护等多方向齐发展，覆盖多品类提升自身品牌力。公司品牌力、产品力、运营力强劲，已成为国货化妆品营收第一的公司，后续随着各大品牌持续发力，公司成长前景广阔。

	品牌	Logo	成立时间	定位	代表性产品
护肤	珀莱雅		2003	以科技为基石，带着年轻无畏的发现精神，致力于提供科学、安全、有效的肌肤解决方案，引领肌肤科技美学	红宝石系列；双抗系列；源力系列；循环系列；防晒美白；能量精华油
	优资莱		2008	以茶护肤，茶养美肌	舒颜修护系列；金致塑颜系列；清滢肌活系列
	韩雅		2009	专研中国女性肌肤的高功能护肤品	蜗牛修复系列、晶彩透亮系列等
	悦芙媞		2016	专为油皮研制，针对性解决油皮护肤困扰	洁颜蜜、多酸泥膜、修红精华等
	科瑞肤		2020	从“专一针对”的基础定位出发，重新定位人群，聚焦肤质问题	抗老精华、兜底面霜、毛孔精华等
彩妆	彩棠		2014	秉持“中国妆 原生美”的品牌理念	浮光掠影修容粉盘、润玉无暇三色遮瑕膏、釉感焕彩多效妆前乳等
	INSBAHA		2018	浪漫主义朋克精神的专业彩妆单品	波浪睫毛膏等
洗护	Off&Relax		2021	亚洲头皮健康专家，致力于为亚洲人定制头皮养护方案	蓬松洗发水、护发精华油等

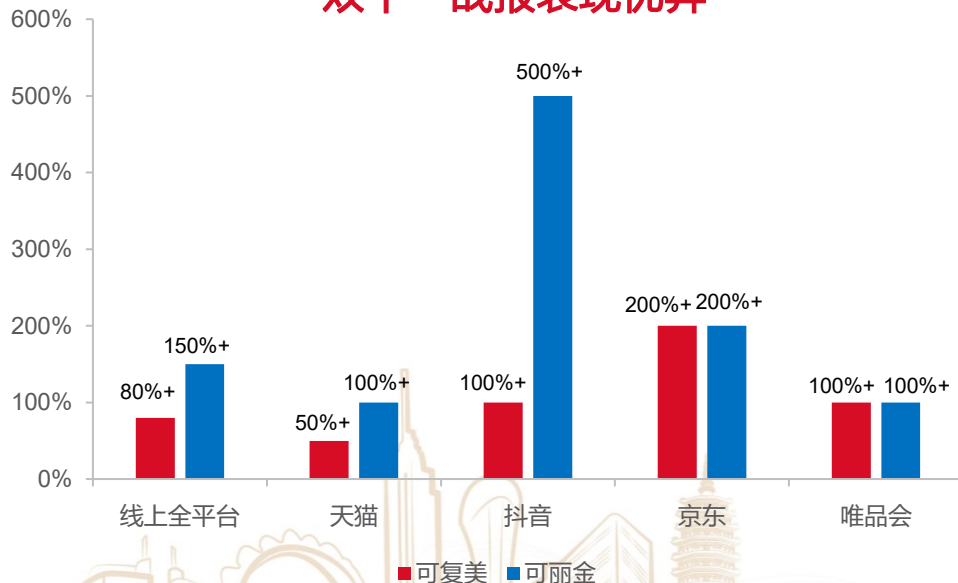
巨子生物：重组胶原蛋白领军者

- 公司核心品牌热度高。公司拥有可复美、可丽金、可预、可痕、可复平、利妍、欣昔、参昔八大品牌，其中可复美、可丽金等品牌热度高，收入快速增长。
- 公司技术优势足，行业地位高。巨子生物作为全球重组胶原蛋白领导者，拥有20多年科研经验积累与沉淀，科研实力强劲，目前已拥有133项专利以及专利申请。
- 医美产品有望贡献新增量。公司后续将有4款医美注射产品陆续获批，并有望凭借自身优质产品力以及自身医疗渠道积累实现快速放量。

巨子生物品牌矩阵



双十一战报表现优异



公司为国内重组胶原蛋白产业化龙头企业

中国获得行业内首个重组胶原蛋白发明专利授权

全球首家实现量产重组胶原蛋白护肤产品

首个中国胶原蛋白公司中拥有中国国家技术发明奖

首个中国胶原蛋白公司拥有中国专利金奖

全球最大的重组胶原蛋白生产企业之一

全球重组胶原蛋白种类最丰富的企业之一

中华人民共和国医药行业标准《重组胶原蛋白》起草者之一

纯度及安全性水平达到或超过医用产品的国家标准

行业领先的发酵及加工技术，具有全球最全面的表达体系之一

投资策略

- **化妆品：挖掘国货Alpha机遇。**行业渠道红利下行，景气度弱化的背景下，行业竞争程度加剧，国货品牌通过不同方式实现了市场突围，国货占比不断提升。在此背景下，成分功效、大单品产品力、品牌矩阵等助力国货优质企业快速发展。随着政策利好，消费需求回暖，化妆品市场提振，建议关注优质国货龙头标的。
- 建议关注：1) 国内化妆品龙头，产品矩阵丰富标的：**珀莱雅**；2) 聚焦优质重组胶原蛋白赛道，打造功效优势标的：**巨子生物**。

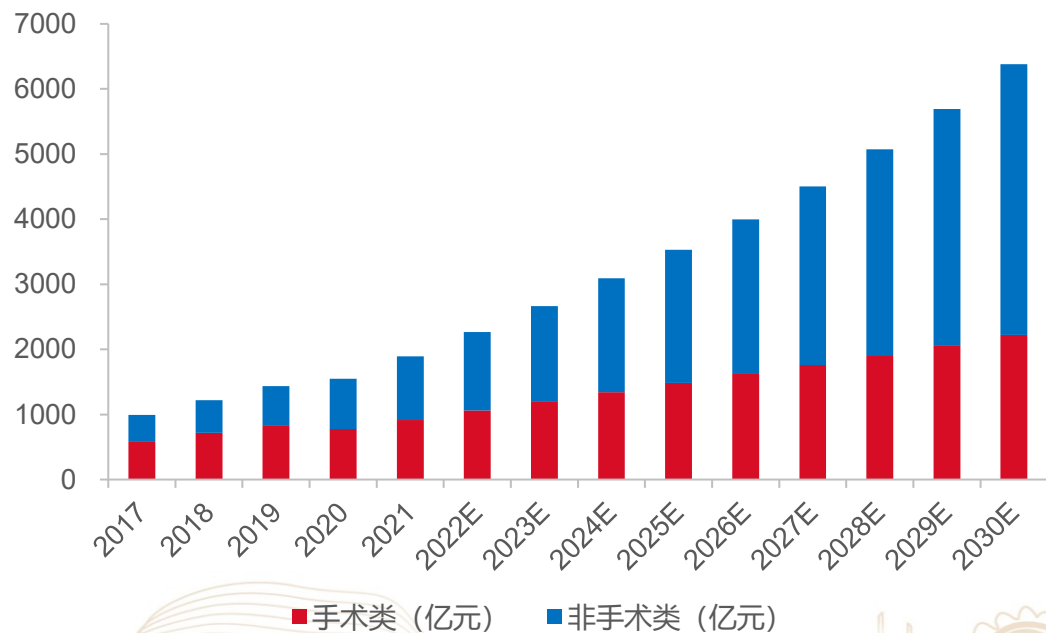
目 录

- 一、市场表现
- 二、化妆品—竞争加剧关注优质个股
- 三、医美—关注细分赛道新机遇
- 四、风险提示

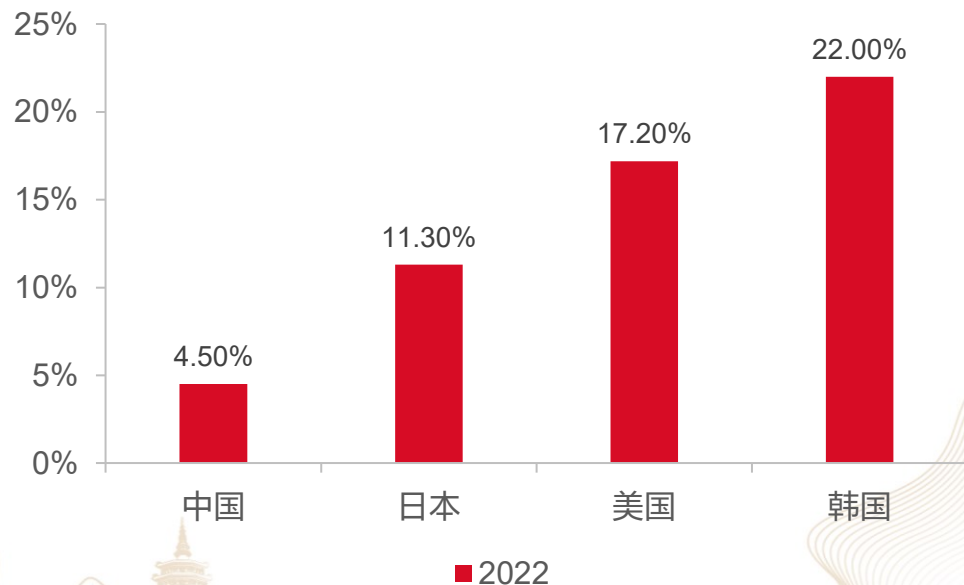
市场规模上行，渗透率仍有空间

- 中国医美市场发展时间较短，相较于成熟市场仍有扩容空间。中国医美市场到2021年市场规模为1892亿元，2022-2030年CAGR有望达13.80%，预计2030年将达到6381亿元。
- 从渗透率看，中国渗透率目前仅有4.5%，相较于日本、美国、韩国等渗透率都有较大的提升空间。

中国医美市场规模



市场渗透率相较海外仍有提升空间



资料来源：《中国医美行业运营现状分析与发展战略预测报告》，爱美客招股书，东海证券研究所

合规化趋严推动行业健康发展

发展初期

时间	政策名称	颁发部门
1994.9	《关于下发《医疗机构诊疗科目名录》的通知》	卫计委
2002.1	《医疗美容服务管理办法》	卫计委
2002.5	《美容医疗机构、医疗美容科（室）基本标准（试行）》	卫计委
2009.12	《医疗美容项目分级管理目录》	卫计委

高速发展

时间	政策名称	颁发部门
2010.12	《关于加强医疗美容服务监管的通知》	卫计委
2016.1	《医疗美容服务管理办法》（2016修订版）	卫计委
2017.5	《关于加强医疗美容服务监管的通知》	卫计委等七部门
2020.4	《关于进一步加强医疗美容综合监管执法工作的通知》	国家卫健委、中央网信办等八部联合
2020.7	《医疗美容主诊医师备案培训大纲》	卫生部
2020.11	《医疗美容病例范本（试行）》	中整协

强监管

时间	政策名称	颁发部门
2021.2	《医疗美容机构评价标准实施细则（2021版）》	中整协
2021.6	《关于印发打击非法医疗美容服务专项整治工作方案的通知》	卫健委
2021.6	《关于规范医疗美容相关金融产品和金融服务的倡议》	互金协会
2021.9	《关于停止播出“美容贷”及类似广告的通知》	国家广播电视总局
2021.11	《医疗美容广告执法指南》	国家市场监管总局
2022.1	《中国医疗美容标准体系建设“十四五”规划（征求意见稿）》	中整协
2022.1	《医疗美容机构规范运营指南》	中整协
2022.8	《关于调整医疗器械分类目录部分内容的公告》	药监局
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》	国家市场监管总局
2022.11	《关于医用透明质酸钠产品管理类别的公告》	国家药监局
2023.1	《关于加快推进注射用A型肉毒毒素追溯体系建设工作的通知》	国家药监局
2023.4	《射频美容设备注册审查指导原则》	国家药监局器审中心
2023.5	《关于进一步加强医疗美容行业监管工作的指导意见》	市场监管总局、公安部等十一部门
2023.5	《重组胶原蛋白创面敷料注册审查指导原则》	国家药监局器审中心
2024.5	《广东省卫生健康委办公室关于调整我省医疗美容外科项目的通知》	广东省卫生健康委办公室
2024.5	《关于印发2024年纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风工作要点的通知》	国家卫生健康委等14部门
2024.7	《关于进一步明确射频治疗仪类产品有关要求》	国家药监局

资料来源：卫计委，国家药监局，国家药监局器审中心，公开资料，东海证券研究所

医美准入原则不断提升

- 随着国内医美合规化程度的提升，政策不断完善，对于医美合规器械的要求也越来越高。目前医美注射产品、医疗器械等归属三类医疗器械。国内NMPA对于三类医疗器械要求高，过程周期长、难度大、环节多、研发投入重，因此具备合规产品的公司具备先发优势。

三类械研发注册流程



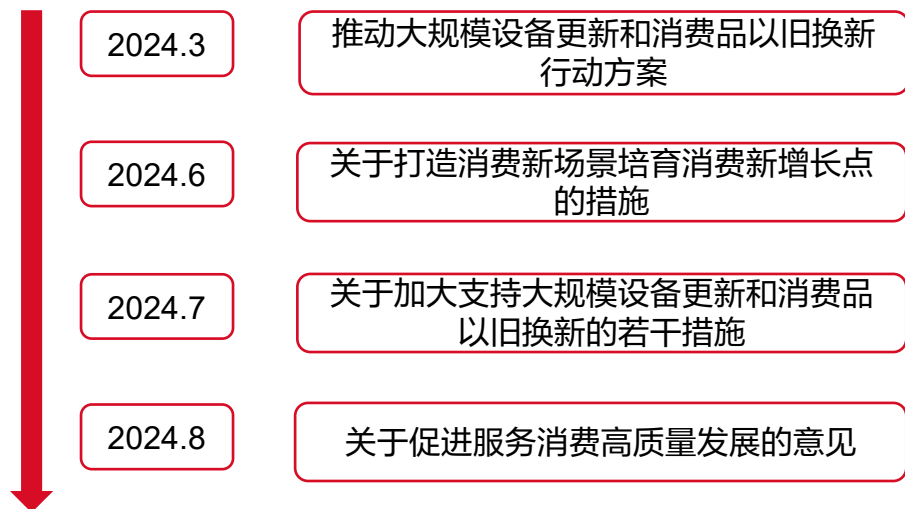
爱美客具备丰富的三类械管线



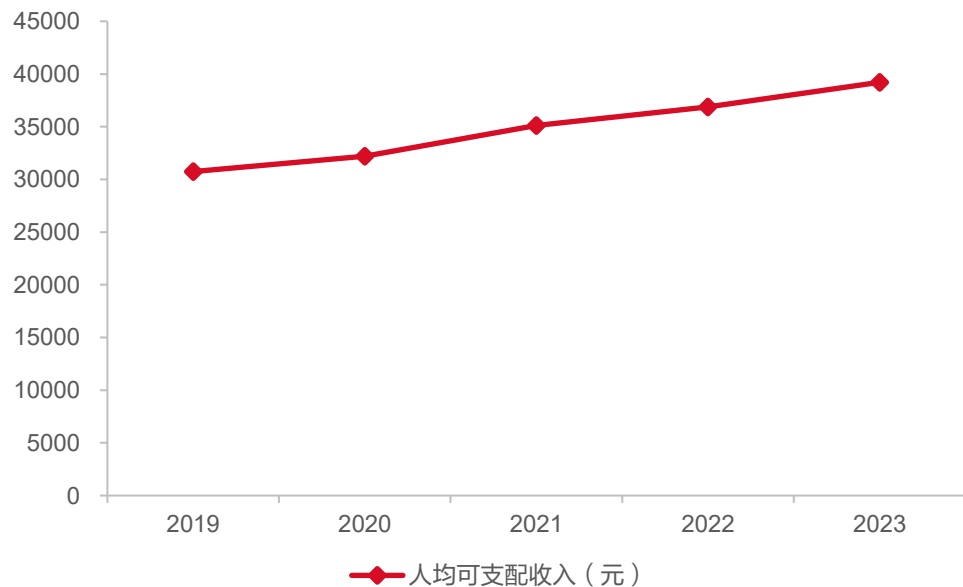
需求端：促消费政策仍在持续，消费力上行

- 政策出台推动消费回升。商务部将2024年定义为“消费促进年”，坚持“政策+活动”双轮驱动，国务院、发改委等积极出台政策促进消费。
- 居民消费力持续上行，人均可支配收入稳步上升。2023年居民人均可支配收入达39218元，同比2022年+6.33%。

促消费政策密集出台



人均可支配收入不断上行



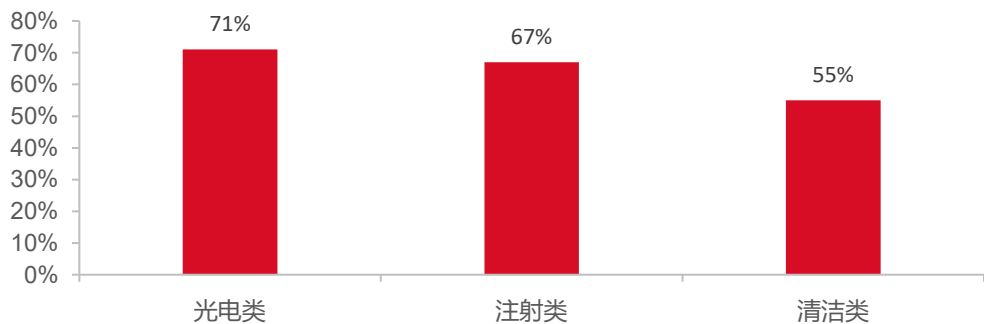
资料来源：中国政府网，东海证券研究所

资料来源：Wind，东海证券研究所

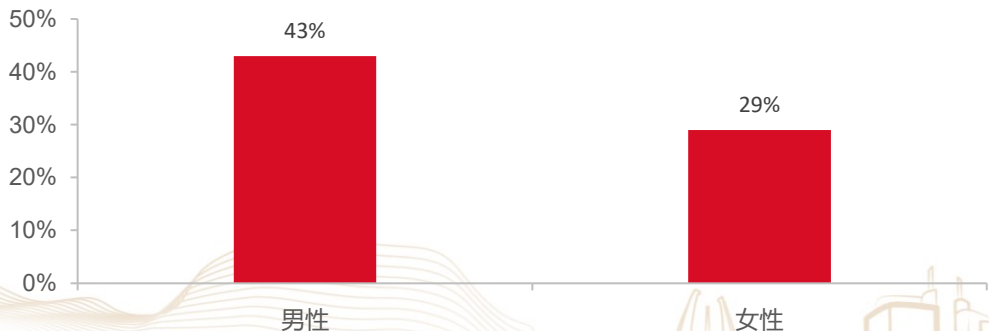
需求端：医美客群需求提升

- 男性医美需求上行。2023年男性医美投入较上年同比增长27%，同时有43%的男性计划在2024年增加医美消费。
- 中高端客群医美需求持续。2023年，中高端客群整体医美消费较上年度稳中有升，91%医美需求者维持甚至增加了全年医美消费的金额。

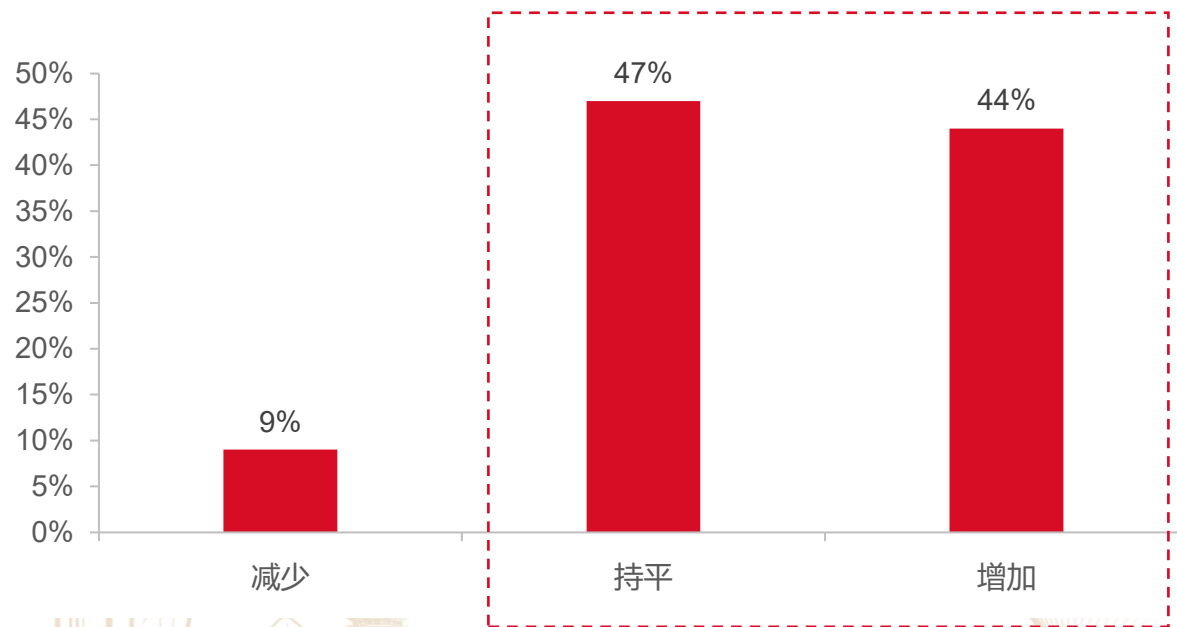
男性医美项目TOP3



计划在2024年增加医美投入人数占比



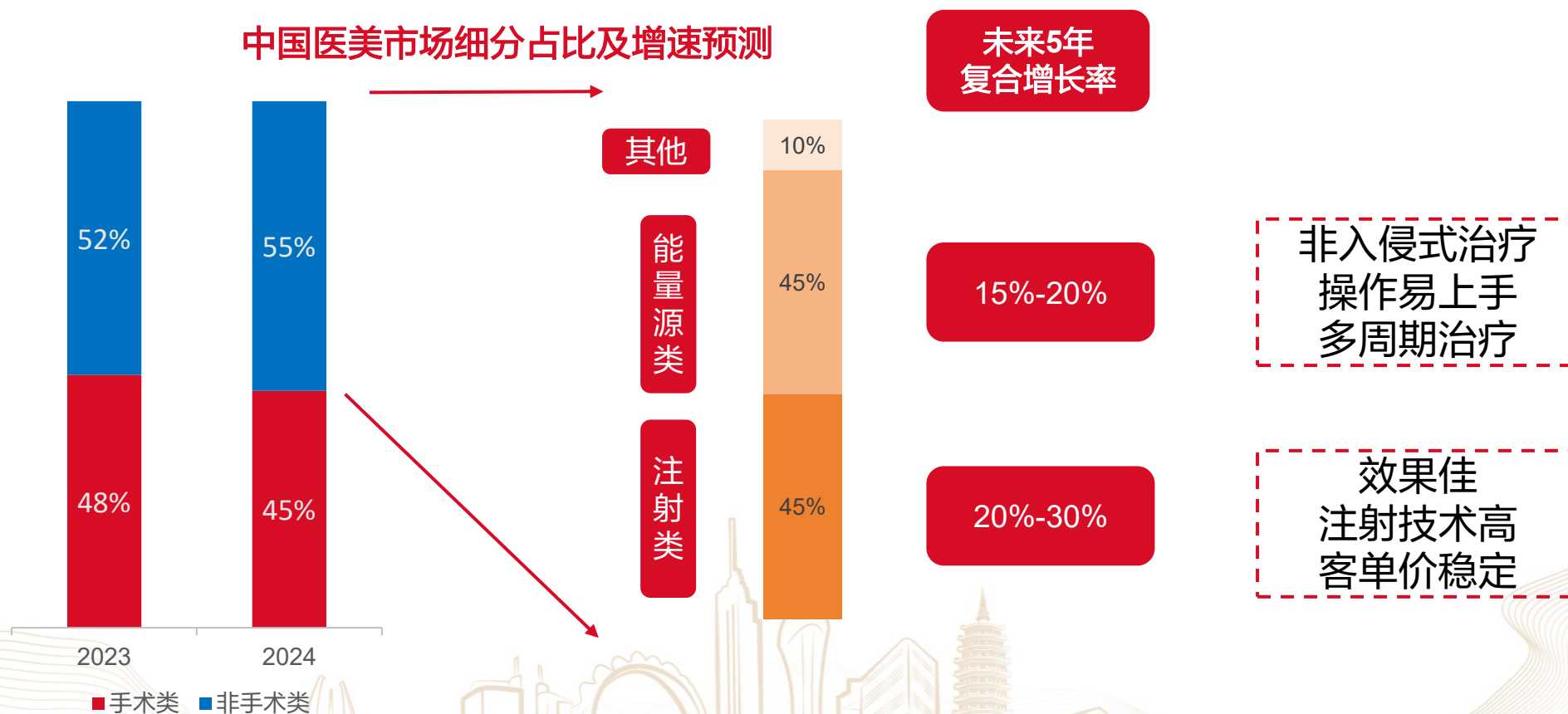
2023年中高端医美消费金额变化



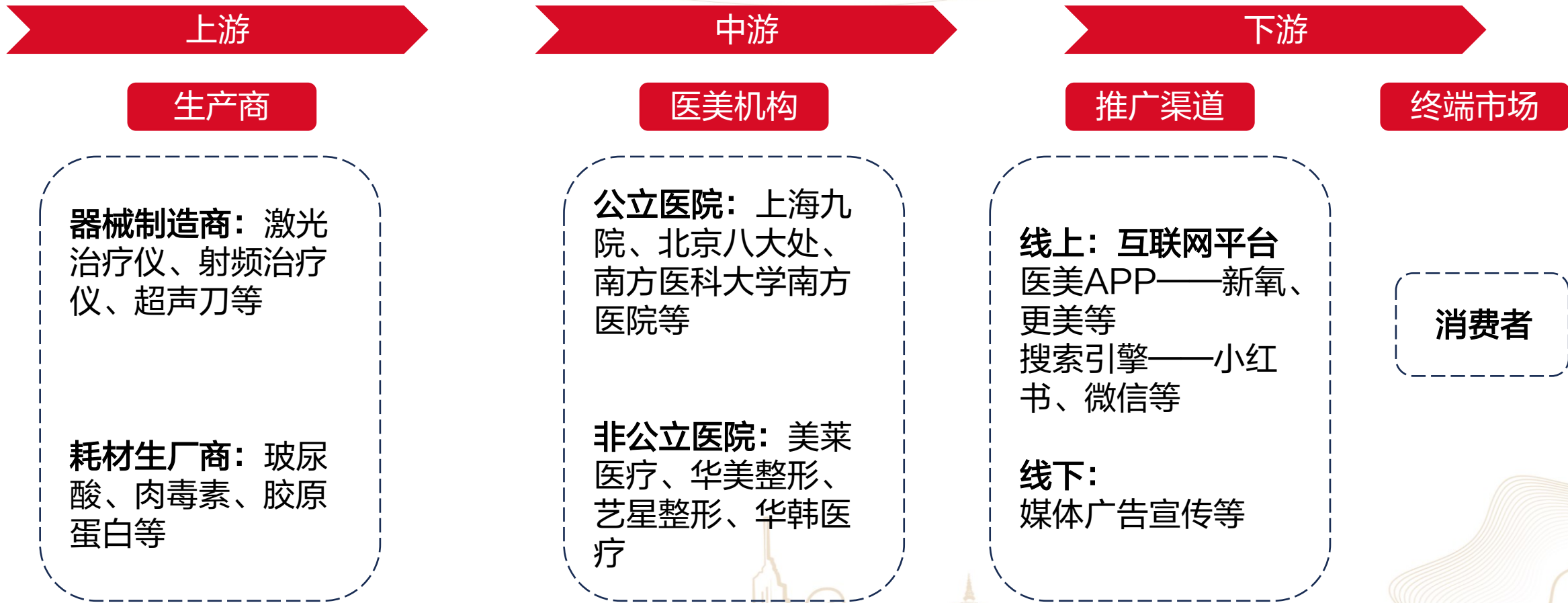
需求端：轻医美市场空间巨大

- 受益于非手术类医美安全性高、操作简单、恢复期短等优势，中国非手术类医美市场快速增长。
- 注射类/能量源类为轻医美主要项目，未来5年两者CARG有望保持高速增长。

中国医美市场细分占比及增速预测



医美产业链



上游：产品扩容促行业发展——胶原蛋白

- 国内重组胶原蛋白技术走在世界前列。目前已有产品大多还是缺乏一个稳定的三螺旋结构，国内企业不断攻克技术难题，创健医疗通过毕赤酵母发酵体系表达全长且具备完整三螺旋结构的重组人胶原蛋白，克服了定点多重关键技术难点，目前已具备实现量产的能力。东万生物则是通过哺乳动物细胞体系表达全长且具备完整三螺旋结构的重组人胶原蛋白，其氨基酸序列与天然胶原一致，分子量为300kD，自组装后能形成明显的纤维结构，由中国食品药品检定研究院出具的检测报告认为其具有胶原蛋白三螺旋结构。

重组胶原蛋白分类

分类	特点
重组人胶原蛋白	由DNA重组技术制备的人胶原蛋白特定型别基因编码的全长氨基酸序列， 且有三螺旋结构
重组人源化胶原蛋白	由DNA重组技术制备的人胶原蛋白特定型别基因编码的全长氨基酸序列片段，或是含人胶原蛋白功能片段的组合
重组类胶原蛋白	由DNA重组技术制备的经设计、修饰后的特定基因编码的氨基酸序列或其片段，或是这类功能性氨基酸序列片段的组合。其基因编码序列或氨基酸序列与人胶原蛋白的基因编码序列或氨基酸序列 同源性低

资料来源：《重组胶原蛋白生物材料命名指导原则》，国家药监局，东海证券研究所

东万生物重组 I 型胶原蛋白原料主文档备案

国家药品监督管理局医疗器械技术审评中心
Center For Medical Device Evaluation . NMPA

主文档登记信息公示

注：本信息公示仅代表相关主文档内容进行了登记，并不意味着该主文档已在上市的医疗器械中应用，或经过了审评。主文档登记事项名称由申请人提供，仅用于识别不同的主文档，不代表其准确性已得到认可。

389	广州暨南大学医药生物技术研究开发中心有限公司	重组人源化纤维蛋白原料	M2024059-000	2024-03-15
390	上海复宏汉霖生物制药有限公司	斯鲁利单抗注射液临床试验数据主文档	M2024060-000	2024-03-15
391	霍尼韦尔国际公司	Honeywell Spectra® MG BIO纤维	M2024061-000	2024-03-15
392	艾米泰生物科技(上海)有限公司	1, 2-己二醇原材料主文档	M2024062-000	2024-03-15
393	南京东万生物技术有限公司	重组 I 型人胶原蛋白原料主文档-DW-001	M2024063-000	2024-03-15
394	阿斯利康投资(中国)有限公司	支持伴随诊断试剂注册的药物临床试验资料主文档	M2024064-000	2024-03-15
395	深圳大洲医学科技有限公司	增材制造多孔担椎间融合器	M2024065-000	2024-03-15
396	翌圣生物科技(上海)股份有限公司	Ultima DNA 建库连接模块	M2024066-000	2024-03-15
397	翌圣生物科技(上海)股份有限公司	Fast DNA片段化末端修A模块	M2024067-000	2024-03-15
398	强生制药有限公司	支持伴随诊断试剂临床意义的药物临床试验资料主文档	M2024068-000	2024-03-15
399	董蔚寇(长春)生物科技有限公司	类人源天然 I 型胶原蛋白	M2024069-000	2024-03-15

上游：产品扩容促行业发展——胶原蛋白

- 国内竞争格局良好，合规产品少，多家企业布局，市场前景阔。当前国内获批三类械产品少，市场格局好，且仅4家公司产品获批，其中仅有锦波生物2款（分别于2021/2023年拿证）为重组胶原蛋白产品，产品取证周期长，获证企业具备先发优势。

重组胶原蛋白市场竞争格局

公司	品牌	原料	适应症	获批时间
汉福生物	爱贝芙	动物源（牛）	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	2002
	肤柔美	动物源（猪）	改善皮肤肤质肤色，改善面部真皮组织填充以纠正额部动力性皱纹（如眉间纹、额头纹和鱼尾纹等）	2009
双美生物	肤丽美	动物源（猪）	适用于面部真皮组织中层至深层注射以纠正鼻唇沟重力性皱纹。	2012
	肤莱美	动物源（猪）	适用于面部真皮组织中层至深层注射以纠正鼻唇沟重力性皱纹。	2019
长春博泰	弗缦	动物源（牛）	面部真皮组织填充以纠正中、重度鼻唇沟	2012
锦波生物	薇旖美	重组Ⅲ型人源化胶原蛋白冻干纤维	用于面部真皮组织填充以纠正额部动力性皱纹（包括眉间纹、额头纹和鱼尾纹）	2021

重组胶原蛋白赛道部分在研产品

公司	产品	进展
巨子生物	重组胶原蛋白液体制剂	2024
	重组胶原蛋白固体制剂	2024
	重组胶原蛋白凝胶	2025
	交联重组胶原蛋白凝胶	2025
江苏吴中（南京东万生物）	重组胶原蛋白植入剂	2027
	重组胶原蛋白冻干纤维	2026
创健医疗	重组Ⅲ型胶原蛋白植入剂	2024
	重组胶原蛋白冻干纤维	2025

资料来源：各公司官网，公司公告，东海证券研究所

上游：产品扩容促行业发展——再生类

- **再生材料功效强+客单价高。**产品短期填充，长期刺激胶原蛋白再生，维持时间长。相较于玻尿酸，产品售价定位在1-2万元，整体较为高端。**新品上市接受度高**，江苏吴中旗下艾塑菲于今年1月获批，上半年医美板块收入爆发式增长达到8000万元。消费者对于再生类接受度高，产品快速放量，未来空间有望保持持续增长。**市场规模有望持续拓展**，以机构进货价计，2022年再生类国内市场规模达14.5亿元，并有望在2027年达到115.2亿元，2025-2027年CAGR达31.2%。

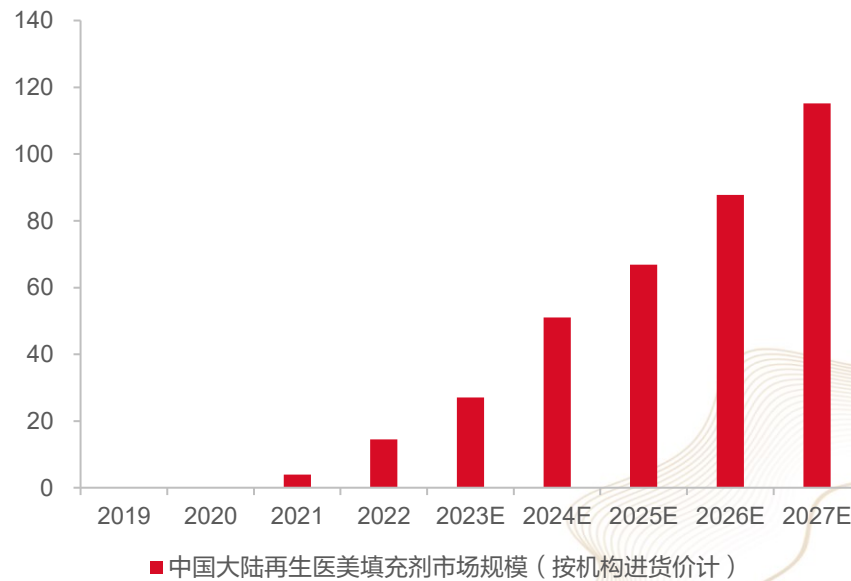
再生类产品竞争格局

	艾维岚	伊妍仕	濡白天使	如生天使	艾塑菲
取证时间	2021.4	2021.4	2021.6	2023.7	2024.1
所属公司	长春圣博玛	华东医药	爱美客	爱美客	江苏吴中
产品成分	PLLA+CMC+甘露醇	PCL(30%)+CMC(70%)	PLLA-PEG(18%)+交联玻尿酸(含利多卡因)(82%)	PLLA-PEG(18%)+交联玻尿酸(含利多卡因)(82%)	PDLLA+CMC
剂型	粉末	凝胶	凝胶	凝胶	粉末
终端价格	18800元/支	18800元/支	12800元/支	14800元/支	19800元/瓶
产品规格	340mg/支	1ml/支	0.75ml/支	1ml/支	200mg/瓶

艾塑菲今年年初成功获批



中国大陆再生类医美产品市场规模（亿元）



资料来源：头豹研究院，江苏吴中半年报，东海证券研究所

上游：产品扩容促行业发展——肉毒素

- 功效主打除皱、塑形，与其他注射类略有区别，受玻尿酸、再生类、胶原蛋白等市场变化影响较小。
- 市场集中，国内目前获批共有6款产品。保妥适、衡力目前占据国内肉毒素市场核心份额，随着产品获批增加，市场竞争加剧。
- 市场规模有望在2026年达到159亿元，2021年-2030年保持20%以上CAGR。

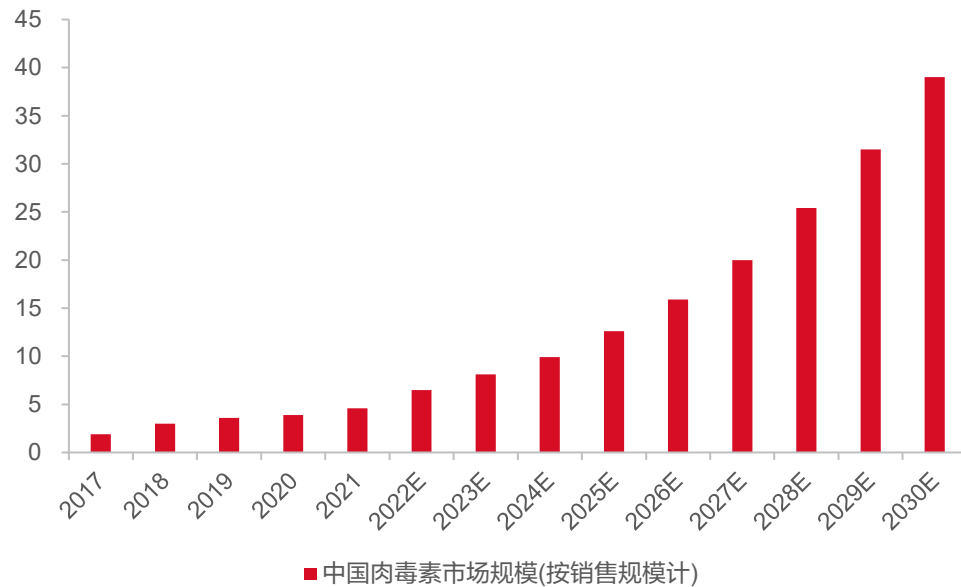
国内合规肉毒素产品

	保妥适	衡力	乐提葆	吉适	思奥美	达希斐
生产公司	美国艾尔建	中国兰州生物制品研究所	韩国Hugel	英国高德美	德国Merz	复锐医疗
国内获批时间	2003	1997	2020	2020	2024	2024
弥散度	小	大	中	中	-	-
赋能剂	人血白蛋白	猪明胶	人血白蛋白	人血白蛋白	不含复合蛋白	不含辅助蛋白
适用于	精细化部位	大面积区域	精细化部位	大面积区域	-	-

在研肉毒素产品

品牌名称	生产机构	国内代理企业	目前进度
Hutox	韩国Huons	爱美客	注册申报
ATGC-110	ATGC	华东医药	III期临床阶段
YY001	重庆誉颜	华东医药	完成三期临床实验出组

中国肉毒素市场规模（亿元）



化妆品医美融合，打造第二增长曲线

- 国内外化妆品企业开始积极布局医美赛道，医美+化妆品融合发展，医美想象空间大。目前国内发展进入“医美+生美+化妆品”一体发展新阶段，欧莱雅与锦波生物合作开发“修丽可铂研胶原针”、资生堂布局胶原蛋白赛道，国内化妆品积极推出医美品牌。

公司	时间	医美布局
欧莱雅	2023.4	欧莱雅中国宣布旗下活性健康化妆品事业部(L'Oréal Active Cosmetics)正式更名为皮肤科学美容事业部(L'Oréal Dermatological Beauty)
	2024.3	布局胶原蛋白赛道，与锦波生物合作推出了械三产品“修丽可铂研胶原针”
	2024.8	收购高德美10%股份，双方在皮肤病学、皮肤生物学、诊断工具和评估工具方面的专业知识和技术建立战略科研合作伙伴关系。
资生堂	2022.8	与博裕投资合作设立的资悦基金领投创健医疗A轮融资，布局胶原蛋白赛道
	2023.10	与上海九院达成科研合作，在基础研究层面开启医美领域全面、系统机制探索，通过将医疗器械与化妆品联合使用，为用户提供从皮肤受创、修复到提升的全周期服务。
贝泰妮	2022	推出高端抗衰品牌AOXMED，主攻生美+医美渠道，将功效护肤产品与专业美容项目相结合
福瑞达	2023	推出首个医美品牌珂谧

锦波生物：国内重组胶原蛋白龙头企业

- 卡位高成长重组胶原蛋白赛道，在重组胶原蛋白领域处于国际领先地位。锦波生物成立于2008年3月，是一家国内领先的、具有代表性的、已实现重组人源化胶原蛋白产业化的企业，公司于2021年6月获批三类重组Ⅲ型胶原蛋白为国内第一款重组胶原蛋白注射剂，具备市场稀缺性和先发优势。公司深耕重组胶原蛋白产品和抗HPV生物蛋白产品两大领域，以各类医疗器械、功能性护肤品的研发、生产及销售为主。

按核心成分的产品分类	产品类别	产品	代表细分产品	注册/备案类型	主要终端客户群体
重组胶原蛋白产品	医疗器械	重组人源化胶原蛋白植入剂	重组Ⅲ型人源化胶原蛋白冻干纤维	三类医疗器械	医疗机构
		重组胶原蛋白皮肤修复敷料	医用Ⅲ型胶原蛋白溶液	二类医疗器械	医疗机构
			医用无菌Ⅲ型胶原蛋白液	二类医疗器械	医疗机构
			医用重组人源胶原蛋白功能敷料（凝胶型）（无菌型）	二类医疗器械	医疗机构
		重组胶原蛋白黏膜修复敷料	重组人源胶原蛋白阴道敷料	二类医疗器械	医疗机构
	功能性护肤品	重组胶原蛋白精华液	164.88肌频活性蛋白面部精华原液	化妆品	终端消费者
		胶原蛋白面膜	肌频164.88生物蛋白面膜	化妆品	终端消费者
抗HPV生物蛋白产品	医疗器械	抗HPV生物蛋白敷料/膜	抗HPV生物蛋白敷料	二类医疗器械	医疗机构
			抗HPV生物蛋白隐形膜	二类医疗器械	医疗机构

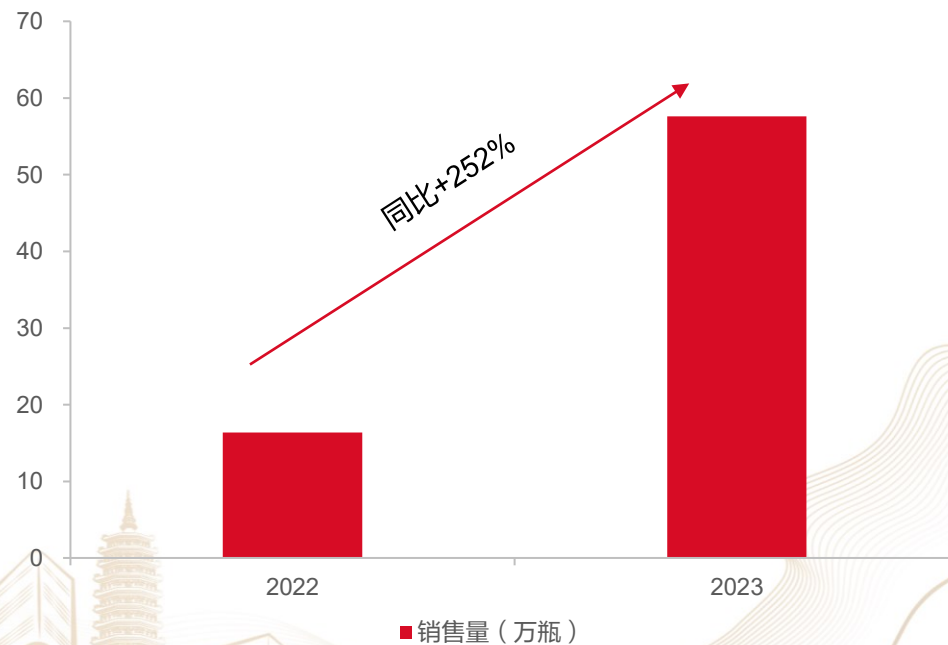
锦波生物：国内重组胶原蛋白龙头企业

- 公司大单品薇旖美是重组胶原蛋白植入剂赛道的开拓者，产品实力强，具备市场稀缺性。薇旖美是我国首个采用重组人源化胶原蛋白制备的医疗器械，产品在行业内具有领先优势。目前国内医美合规化趋严，三类医疗器械的申请流程时间长、要求高，公司产品作为业内唯一合规产品，具有先发优势。
- 产品推出后，消费者接受度高。2023年销售量达57.6万瓶，同比增长252%，后续随着产品矩阵的不断完善，薇旖美大单品具备广阔空间。

公司大单品多规模、多集合

名称	极纯	至真	III型+XVII型	倍护
产品规格	4mg/瓶	10mg/瓶	4mg+8mg	-
上市时间	2021年9月	2023年6月	2024年1月	2024年6月
主要功效	补充眼周所需胶原，有效应对眼周细纹、松弛、暗沉困扰	作用于面部多层次，促进胶原持续新生，有效解决面部弹性缺失、皱纹增多、脂肪流失、肌肉松垂等衰老问题	维稳、修复、重塑、倍护	双胶原专利，主要应用于医美项目后的修复+增效（二类械产品）
产品图				

薇旖美快速放量



爱美客：国产医美龙头，现有产品持续发力，新产品贡献新增量

- 公司目前拥有十款获国家药监局批准的三类械产品，其中嗨体是国内首款商业化的用于修复颈纹的皮肤填充剂且是全球市场上唯一一款。
- 嗨体空间仍足。嗨体自上线以来，聚焦颈纹、眼周、水光差异化市场，消费者复购率高、口碑佳，叠加水光市场监管趋严，目前仍具备充足的发展空间。“濡白+如生”天使发展处于初期。公司2021年推出濡白天使，2023年再推如生天使，两者结合覆盖深层骨相+浅层平铺治疗，目前再生市场仍处在快速发展期，产品前景可期。其他在研管线有望贡献中长期新增量。公司在研产品储备充足，A型肉毒、米诺地尔搽剂等已进入注册申报阶段。

在研管线

分类	产品名称	所处阶段	合作方式
注射类	A型肉毒毒素	注册申报阶段	与韩国Huons签订协议，授权爱美客在经销区域（指中国，包括澳门和香港）内进口、注册和经销HuonsBP研发生产的900kDa（50U、100U和200U）肉毒素类产品
	利拉鲁肽注射液	完成I期临床试验	-
	司美格鲁肽注射液	临床前在研阶段	-
	医用透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶	临床试验阶段	-
	去氧胆酸注射液	临床前在研阶段	-
	注射用透明质酸酶	临床前在研阶段	-
光电类	Density&LinearZ	等待国内注册完成	公司与韩国Jeisys Medical Inc.签署了《经销协议》，Jeisys授权爱美客负责其旗下Density和LinearZ医疗美容治疗设备及配套耗材在中国内地(不含香港、澳门、台湾)的推广、分销、销售和相关服务
其他	利多卡因丁卡因如皋	临床试验阶段	-
	第二代埋植线	临床试验阶段	-
	动物源胶原蛋白	-	公司旗下哈尔滨沛奇隆生物制药有限公司主要从事动物胶原蛋白产品的提取和应用
	米诺地尔搽剂	注册申报阶段	-

资料来源：公司公告，东海证券研究所

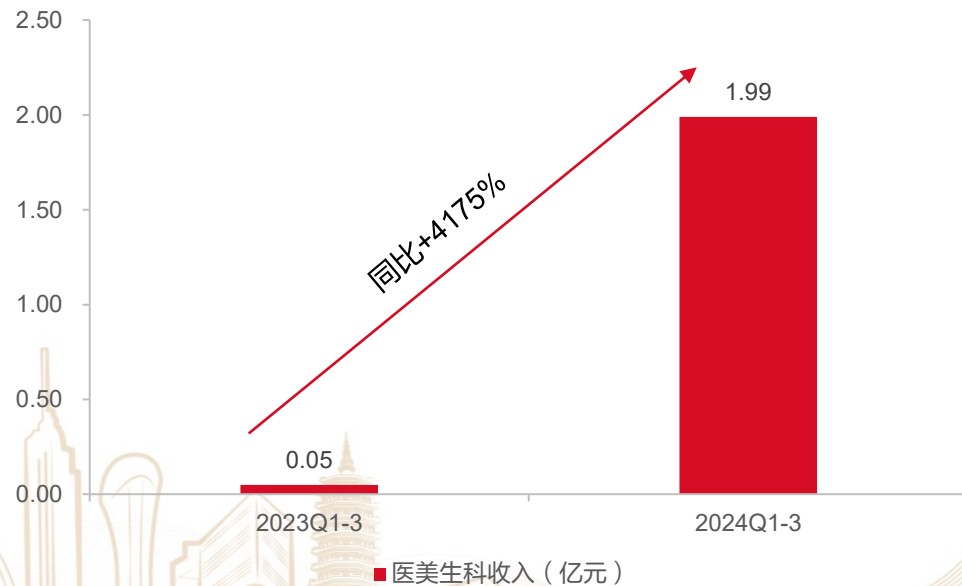
江苏吴中：再生类产品高景气

- 公司作为老牌医药企业，2021年成立吴中美学子公司，并依托自身深厚的医药产业基础，将医药行业高标准的研发和制造基因注入医美事业，致力于成为高端注射类医美产品领域，布局最完善的研产销为一体的平台级医美企业。
- 新品艾塑菲获批起量。2024年1月艾塑菲获批，4月开始正式销售，前三季度公司医美板块营收达1.99亿元，带动公司毛利率快速提升，产品快速放量，消费者接受度高。
- 后续管线充足。公司积极布局PDRN溶液、重组胶原蛋白、玻尿酸等赛道，有望逐步落地。

艾塑菲上市反响热烈



艾塑菲快速放量



投资策略

- **关注细分赛道新机遇。**供给端轻医美赛道受消费者欢迎，其中由于产品更新换代较快，重组胶原蛋白、再生类等细分赛道增长强劲，消费者关注度高。需求端，短期消费情绪波动，长期来看消费者人群扩大以及消费情绪提振有望推动医美行业进一步上行。建议关注上游细分赛道以及新品获批带来的新机遇。
- **建议关注：**1) 聚焦高景气赛道,重组胶原蛋白龙头：**锦波生物**；2) 国内医美龙头，现有产品稳定，在研产品丰富的标的：**爱美客**；3) 近期新品推出的并有望快速放量的：**江苏吴中**。

目 录

- 一、市场表现
- 二、化妆品—竞争加剧关注优质个股
- 三、医美—关注细分赛道新机遇
- 四、风险提示

风险提示

- **行业竞争加剧：**新竞争者进入或已有竞争者带来的竞争格局强化，市场份额争夺加剧，各企业之间竞争将会更加激烈，价格战、销售费用等的提升或将一定程度上影响企业盈利水平。
- **宏观经济恢复不及预期：**如果宏观经济恢复不及预期，消费者消费力或将下行或增速放缓，导致消费整体较为疲软，美护行业作为可选消费面临的压力较大。
- **消费者需求不及预期：**居民消费习惯改变或消费信心疲软带来的消费降级或将对于美护行业产生一定的影响，各企业销售可能不及预期。
- **新品推出时间不及预期：**三类械产品由于研发、获批要求较高，从研发到产品上市经历的时间跨度较长，推出时间或将晚于预期。
- **监管政策超预期。**国家政策对于医美、化妆品等行业的影响较大，国家政策趋严或对行业产生一定影响，企业也将因政策变动受到一些影响。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来6个月内沪深300指数上升幅度达到或超过20%
	看平	未来6个月内沪深300指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来6个月内沪深300指数下跌幅度达到或超过20%
行业指数评级	超配	未来6个月内行业指数相对强于沪深300指数达到或超过10%
	标配	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在-10%—10%之间
	低配	未来6个月内行业指数相对弱于沪深300指数达到或超过10%
公司股票评级	买入	未来6个月内股价相对强于沪深300指数达到或超过15%
	增持	未来6个月内股价相对强于沪深300指数在5%—15%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数在-5%—5%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数5%—15%之间
	卖出	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数达到或超过15%

二、分析师声明

本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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其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。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

东海证券研究所（上海）

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦

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

座机：（8621）20333275

手机：18221959689

传真：（8621）50585608

邮编：200215

东海证券研究所（北京）

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F

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

座机：（8610）59707105

手机：18221959689

传真：（8610）59707100

邮编：100089