

进击的水光针

持续高频、高增、本土化的“玻尿酸+”注射产品

——颜值经济系列深度报告之三

本文作者:



吴劲草

东吴零售&教育
首席证券分析师
S0600520090006



张家璇

东吴零售&教育
证券分析师
S0600520120002

2021年8月12日

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



- 1.引子：轻医美项目作用层次不同，水光针是作用于真皮层的入门级项目
- 2.水光针属于中胚层疗法，常通过复配达到多重功效
- 3.水光针需求旺盛，我们预计至2025年终端规模在200亿元以上
- 4.正规产品稀少，行货有望逐步实现对水货替代，持续本土化
- 5.探路海外水光类龙头：水光与填充并举，差异化铸就牢固壁垒
- 6.重点推荐：爱美客、华熙生物
- 7.投资建议
- 8.风险提示

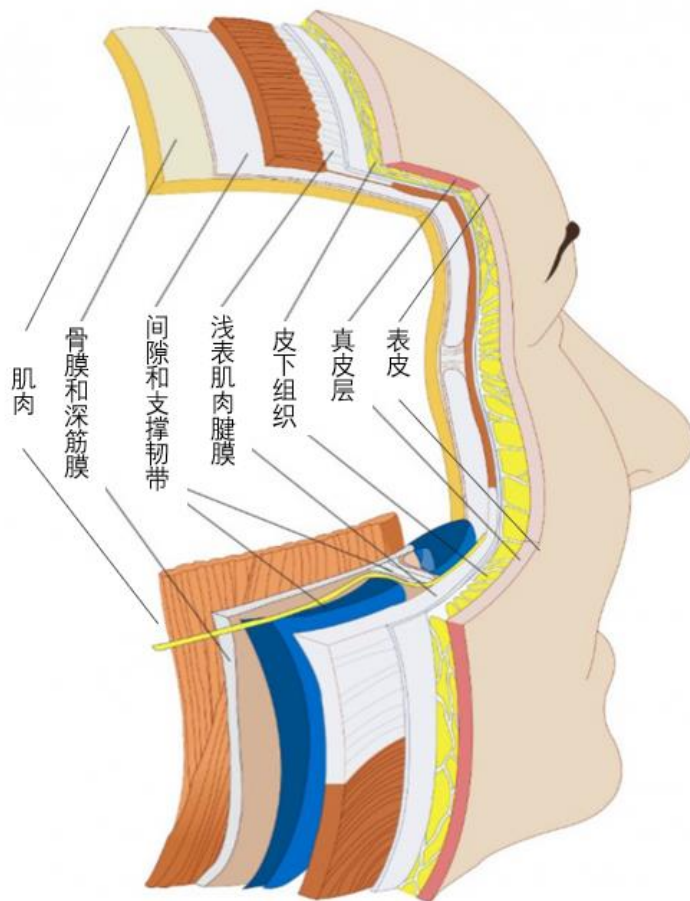
1. 引子：轻医美项目作用层次不同，水光针是作用于真皮层的入门级项目

1. 引子：轻医美项目作用层次不同，水光针是作用于真皮层的入门级项目

- **轻医美项目作用于皮肤的不同层次、筋膜层和肌肉。**皮肤主要由表皮、真皮层和皮下组织组成，在皮下脂肪和肌肉之间还有包括筋膜层，包括浅表肌肉腱膜、间隙和支撑韧带以及骨膜和深筋膜，筋膜层以下是肌肉。轻医美项目可根据各自特点作用于皮肤的不同层次、筋膜层和肌肉。
- **维持时间较久的医美项目一般作用层次较深、操作难度也较大，水光针是作用于真皮层的入门级项目。**一般而言，可维持时间较久的医美项目作用层次也较深，例如光电类项目热玛吉、超声刀等均作用于真皮层以下，少女针、大分子玻尿酸甚至作用于骨膜和深筋膜。同时，该类项目也对医生的经验和技術形成较大考验，品牌商往往会指定具有资质的认证医生为消费者操作。水光针主要作用于皮肤的真皮层浅层，属于医美的入门级项目，因为操作难度和风险性较低，更容易被消费者所接受。

1. 引子：轻医美项目作用层次不同，水光针是作用于真皮层的入门级项目

图：轻医美项目分别作用于皮肤不同层次、筋膜层和肌肉



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

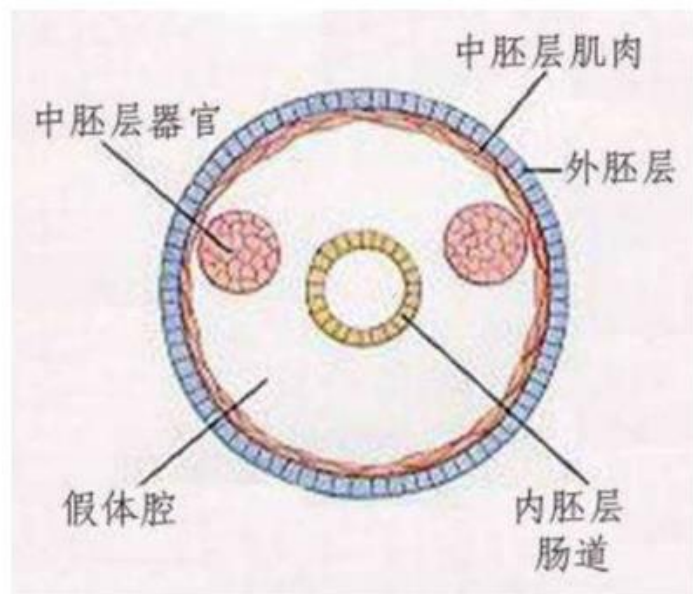
2.水光针属于中胚层疗法，常通过复配达到多重功效

2. 水光针属于中胚层疗法，常通过复配达到多重功效

- 水光针是一种“中胚层疗法”，注射部位多为真皮层浅层至中层。水光针是指利用真空负压技术，将玻尿酸为主的营养成分注入皮肤真皮层内的一种医学美容方法。水光针又被广泛地称作一种“中胚层疗法”，主要系其注射的层次“真皮层”是由胚层组织中的“中胚层”发育而来，水光针是围绕中胚层组织进行治疗。

图：“中胚层疗法”是作用于皮肤真皮层的医疗美容方式

“中胚层疗法”原理

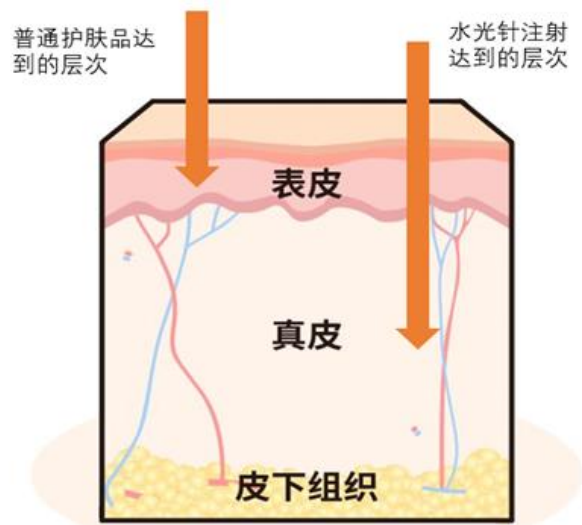


- 外胚层→皮肤（表皮）、脑、乳房、汗腺
- 中胚层→**皮肤（真皮）**、肌肉、骨骼及其他结缔组织、循环系统
- 内胚层→消化道、肝脏、胰脏、胰腺等

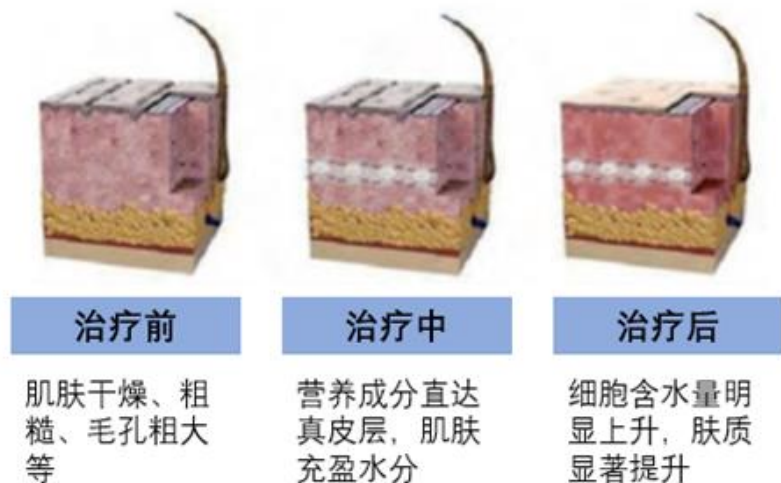
2. 水光针属于中胚层疗法，常通过复配达到多重功效

- **水光针具有明显补水、保湿效果。**一般以透明质酸为基底，可有效提升皮肤含水量、补水保湿，同时可根据添加的营养成分可起到提亮肤色、改善毛孔、平复细纹等作用。

图：水光针作用层次较化妆品更深



图：水光针治疗效果

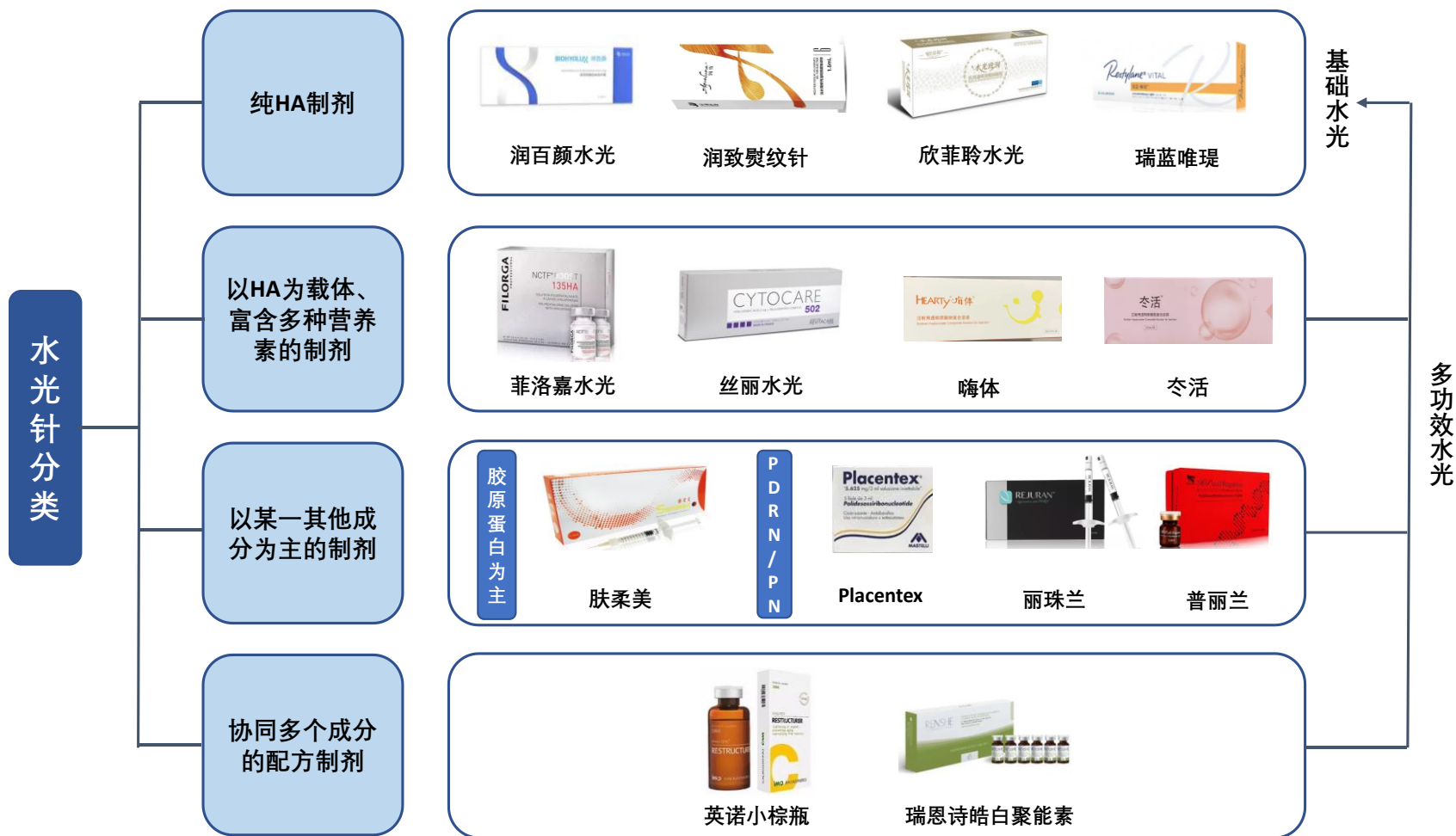


2. 水光针属于中胚层疗法，常通过复配达到多重功效

- 从成分看，狭义上，水光针仅指纯HA制剂的基础水光；广义上或实际应用中，可分为四大类，包括纯HA制剂、富含多种营养素的HA制剂、以某一其他成分为主的制剂和协同多个成分的配方制剂。
- (1) **纯HA制剂**：核心成分仅有医用透明质酸，补水效果较强。作为基础水光，可单独使用，也可搭配其他富含营养素的水光产品使用，例如润百颜水光、润致熨纹针、瑞蓝唯瑅、欣菲聆水光、海月兰水光等；
- (2) **以HA为载体、富含多种营养素的制剂（动能素）**：除了非交联的透明质酸，还包含维生素、氨基酸、矿物质、核酸等多种营养素，起到保湿、美白、抗氧化等功效，可单独注射动能素，也可和基础水光搭配注射，产品例如菲洛嘉动能素、丝丽动能素、嗨体系列、夸活等；
- (3) **以某一其他成分为主的制剂**：例如胶原蛋白为主要成分的水光针和以多聚脱氧核苷酸(PDRN)为主要成分的水光针。以胶原蛋白为主要成分的水光产品一般非交联，主要作用为紧致肌肤和收缩毛孔，产品例如肤柔美、思美润、伊肤泉；以PDRN/PN为主要成分的水光产品又被称为婴儿针，PDRN提取于三文鱼的生殖细胞，PN是由PDRN二次精制的产品，主要功效为抗炎、修复，产品例如意大利Placentex三文鱼、韩国丽珠兰和韩国普丽兰；
- (4) **协同多个成分的配方制剂（聚能素）**：含有多种营养成分，对肌肤形成针对性补给，例如解决皮肤暗沉的英诺小棕瓶和瑞恩诗聚能素。

2. 水光针属于中胚层疗法，常通过复配达到多重功效

图：水光针按成分分类



2. 水光针属于中胚层疗法，常通过复配达到多重功效

- 不同类型水光类产品之间可通过复配达到复合功效，常见搭配方案为基础水光与其他类型水光的搭配。例如基础水光与婴儿针类搭配有抗敏、收缩毛孔的功效，与英诺小棕瓶搭配可淡化色斑、抑制黑色素。如果是单纯希望达到补水功效，也可单独注射基础水光。

表：部分水光针复配方案及效果

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

2. 水光针属于中胚层疗法，常通过复配达到多重功效

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

2. 水光针属于中胚层疗法，常通过复配达到多重功效

表：水光针按注射方式分类

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

3. 水光针需求旺盛，我们预计至2025年终端规模在200亿元以上

3. 水光针需求旺盛，我们预计至2025年终端规模在200亿元以上

- **水光针需求旺盛，在轻医美中需求排名靠前。**水光针作为医美的入门级项目，操作十分便捷，操作全程仅需1-1.5小时，被称为“午休项目”。另外，水光针主要作用是补水保湿，还兼具收缩毛孔、改善肤色等作用，超过25岁的女生均可通过定期注射水光针维持较好的皮肤状态，潜在消费群体广阔。因此，水光针一直是轻医美中的热门项目，位居更美2020年轻医美订单量前五。

图：水光针在轻医美订单量排名靠前

更美2020年轻医美订单量TOP10项目

- | | | |
|---------|---------|-------|
| 1.肉毒素注射 | 2.玻尿酸注射 | 3.小气泡 |
| 4.光子嫩肤 | 5.水光针 | 6.脱毛 |
| 7.水氧活肤 | 8.果酸焕肤 | 9.吸脂 |
| | 10.热玛吉 | |

3. 水光针需求旺盛，我们预计至2025年终端规模在200亿元以上

- 我们预计2020年水光产品注射人数在200万人以上，终端规模中值为62.5亿元。
- ✓ 我们假设每年水光产品注射人数占医美用户比例为**15%-30%**，根据艾媒咨询2020年中国医美用户规模约为1520万人，则水光类注射人数约为**200~450万人**；
- ✓ 水光产品维持时间各有不同，一般平均3-4个月需要重复注射，但消费者消费频次有所差别，我们**假设平均注射频次为2次/年**；
- ✓ 根据德勤咨询统计，2018年水光针平均客单价为883元/支，鉴于近年来嗨体、瑞蓝唯瑅等中高端基础水光和复合水光需求旺盛，我们假设水光针终端价格总体**每年有 < 7%的提升**，则假设2020年水光针均价范围为**900~1000元/支**；

表：水光产品终端规模测算假设条件及依据

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

3. 水光针需求旺盛，我们预计至2025年终端规模在200亿元以上

- 水光产品终端规模=注射人数*注射频次*注射均价，则根据测算我们预计2020年水光产品终端规模范围在36~90亿元，中值为62.5亿元。

表：2020年水光产品终端规模测算敏感性分析

水光针均价（元/针）

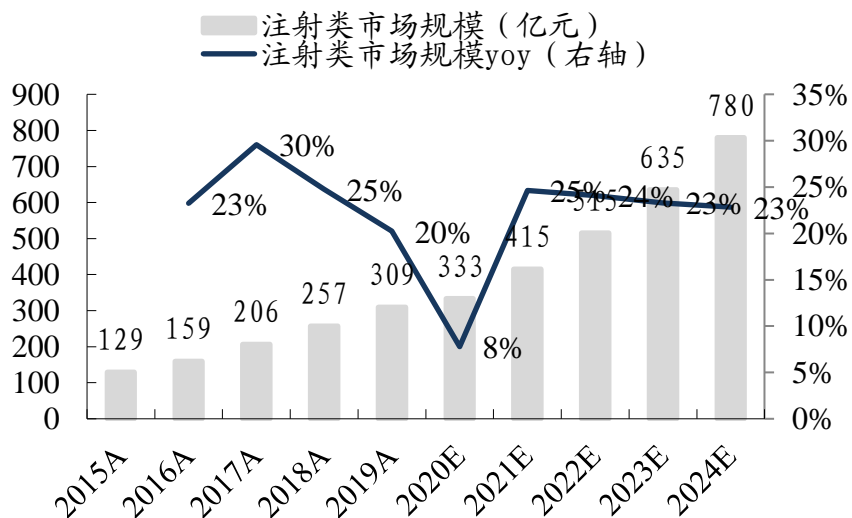
	900	925	950	975	1000
200	36	37	38	39	40
250	45	46	48	49	50
300	54	56	57	59	60
350	63	65	67	68	70
400	72	74	76	78	80
450	81	83	86	88	90

水光针注射人数（万人）

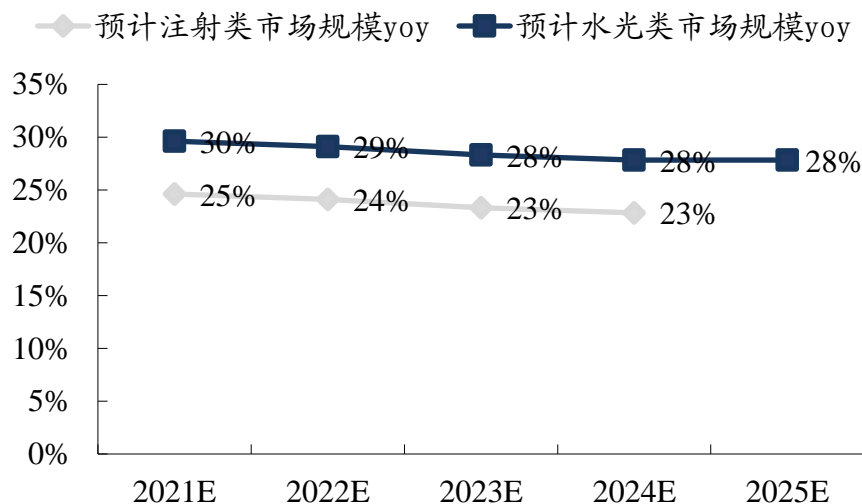
3. 水光针需求旺盛，我们预计至2025年终端规模在200亿元以上

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

图：我国注射类医美产品市场规模及增速



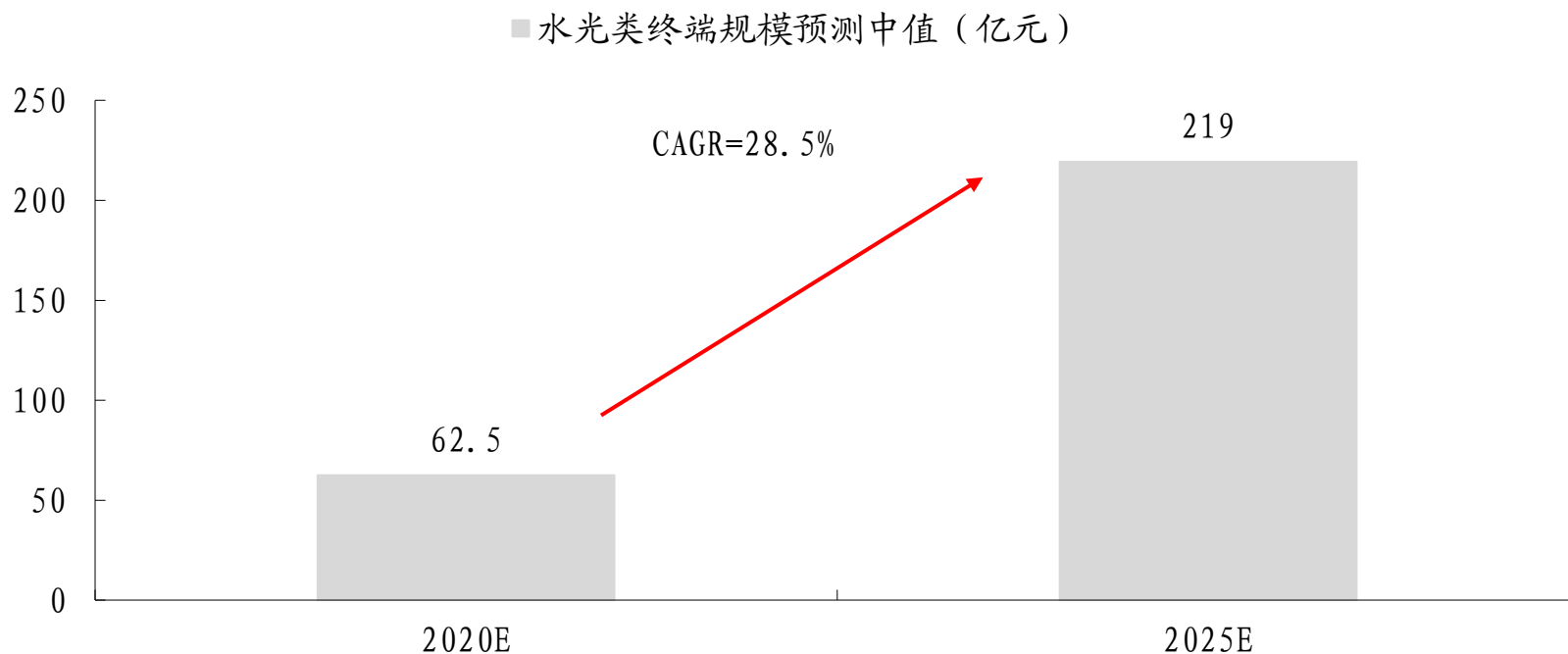
图：2021-2025年注射类和水光类市场规模增速预测



3. 水光针需求旺盛，我们预计至2025年终端规模在200亿元以上

- 我们假设2021-2024年水光类同比增速均高于注射类整体5pct，且假设2025年水光类同比增速与2024年相同。由此，我们预计至2025年水光产品终端规模有望达到200亿元以上。

图：我们预计至2025年水光产品终端规模有望达到200亿元以上

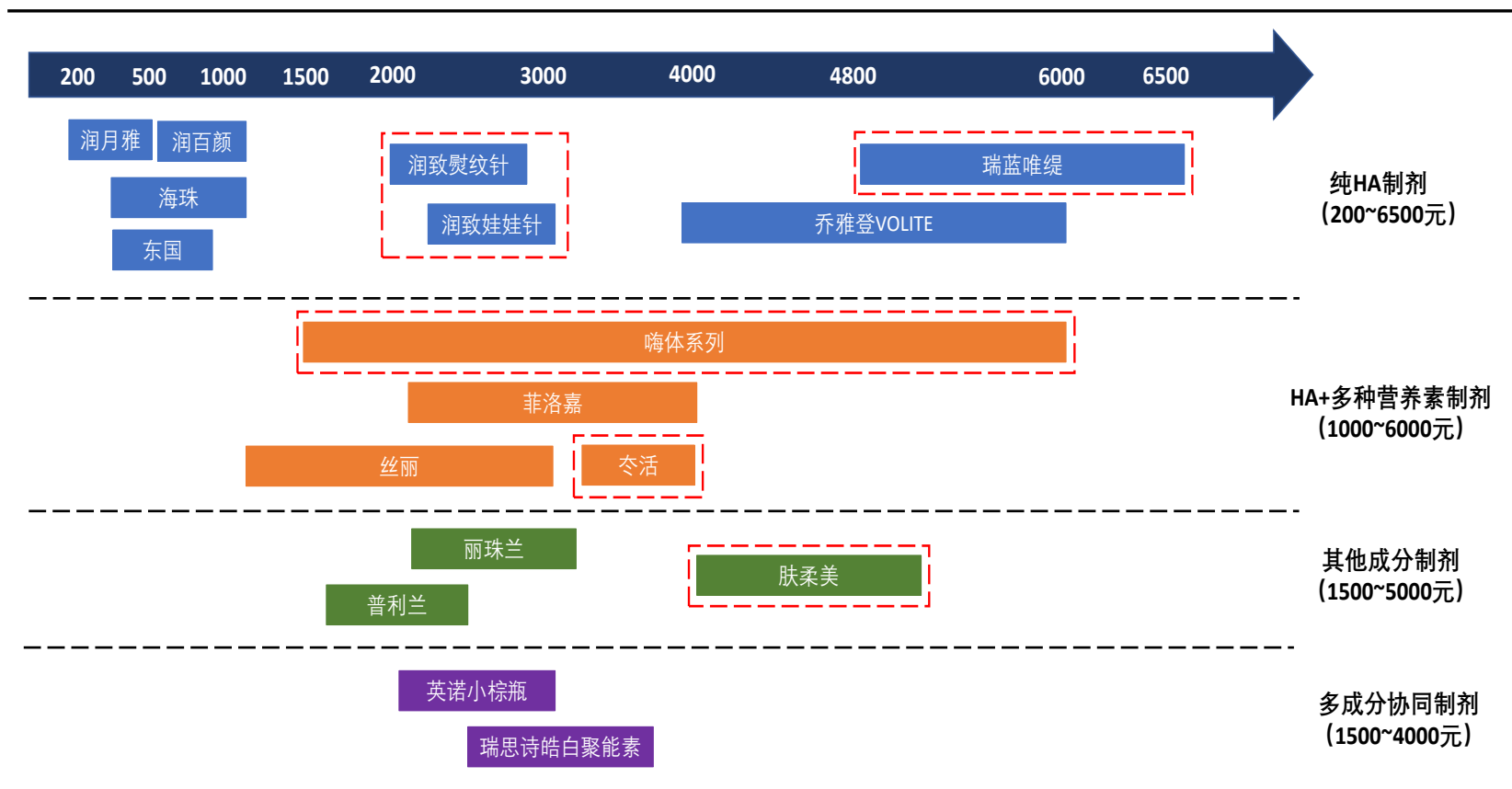


3. 水光针需求旺盛，我们预计至2025年终端规模在200亿元以上

- **水光类产品价格分布范围较广，千元以下同质化严重，高端HA类水光价格最高。**水光类产品的价格分布较广，从200-6000+元不等。
- ✓ 价格最低产品（< 1000元）：低端纯HA类水光制剂，例如润月雅水光、润百颜水光、海珠、东国；
- ✓ 价格中等产品（1000~6000元）：包括HA+多种营养素制剂（例如嗨体2.5、冬活、菲洛嘉、丝丽）、HA以外成分制剂（例如PDRN类的丽珠兰、普丽兰和胶原蛋白类的肤柔美）、多成分协同制剂（例如英诺小棕瓶和瑞思诗皓白聚能素）、中端纯HA类水光制剂（例如润致娃娃针、润致熨纹针）；
- ✓ 价格最高产品（> 4000元）：高端纯HA类水光制剂，例如瑞蓝唯瑅、乔雅登VOLITE。
- 国产水光品牌一般集中在低端的HA类水光制剂，面临较大的同质化竞争。领先的国内医美针剂生厂商例如爱美客、华熙生物，通过开发HA+多种营养素制剂和兼具品质和性价比的中端纯HA类水光，能够在水光市场占据一席之地。

3. 水光针需求旺盛，我们预计至2025年终端规模在200亿元以上

图：水光类产品价格带分布情况



4. 正规产品稀少，行货有望逐步实现对水货替代，持续本土化

4. 正规产品稀少，行货有望逐步实现对水货替代，持续本土化

- ❑ **作为破皮注射类项目，水光针应按照Ⅲ类医疗器械在NMPA注册。**作为破皮类注射项目，水光类产品应该先通过国家药品监督管理局（NMPA）的Ⅲ类医疗器械认证，才可以生产销售。然而，梳理市场上主要的水光产品，我们发现存在较多不合规的现象，主要包括以下几类：①按照Ⅲ类器械注册但适用证不相关；②Ⅱ类或Ⅰ类医疗器械，但被部分机构当作Ⅲ类医疗器械使用；③化妆品备案，但被部分机构当作针剂注射；④注册申请方式不合规且批证已过期。
- ❑ **正规水光产品稀少，透明质酸类正规水光批证仅三个。**截至2021年7月，仅华熙生物、爱美客和Q-Med拥有正规透明质酸类批证。正规产品包括华熙生物的“润致娃娃针”和“润致熨纹针”、爱美客的“嗨体”系列和“夸活”以及瑞典Q-Med的瑞蓝唯瑅。其他水光类的合规产品还包括双美的胶原蛋白类水光针“肤柔美”。
- ❑ **水光针是本土化趋势较强的注射产品品类之一。**在主要的医美注射产品中，水光针是本土化趋势较强的品类之一，爱美客、华熙生物的水光针品牌嗨体、润致、丝丽均有较高知名度。NMPA批准的三个透明质酸相关的Ⅲ类水光针批证之中，有两个来自于国内医美企业（爱美客和华熙生物），未来有望率先受益于水货、假货向行货的转换。更完善的渠道布局和更强的本土适应性，也使得本土水光企业在未来的竞争中优势较强。

4. 正规产品稀少，行货有望逐步实现对水货替代，持续本土化

表：正规水光类产品对比

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

4. 正规产品稀少，行货有望逐步实现对水货替代，持续本土化

图：纯HA制剂水光类产品概览

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

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

4. 正规产品稀少，行货有望逐步实现对水货替代，持续本土化

图：以HA为载体，富含多种营养制剂水光类产品概览

类型	产地	产品名	生产商	NMPA 认证情况	获批/备案时间	适用症	主要成分
以HA 为载体， 富含多 种营养 素的制 剂	中国大 陆	嗨体系列/ 态活	爱美客	III类医疗 器械	2016/12/2	皮内真皮层注射填 充，以纠正颈部中 重度皱纹	透明质酸钠、L-肌 肽、甘氨酸、丙氨 酸、脯氨酸、维生 素B2、注射用水
	法国	丝丽 精华液	Revitacare (华熙生 物旗下)	进口妆字 号	2017/4/27 2017/4/1 2017/9/1 2018/5/3	/	非交联透明质酸、 矿物质、氨基酸、 维他命、核酸、辅 酶、抗氧化物、微 量元素等活性成分
	法国	菲洛嘉精 华液	华熙生物	进口妆字 号	2016/7/28	/	非交联透明质酸、 辅酶、核酸、矿物 质、维他命、氨基 酸、抗氧化物等活 性成分
	美国	乔雅登 VOLITE	艾尔建	未认证	/	/	微交联透明质酸、 利多卡因

4. 正规产品稀少，行货有望逐步实现对水货替代，持续本土化

图：以某一其他成分为主要制剂、协同多个成分制剂水光类产品概览

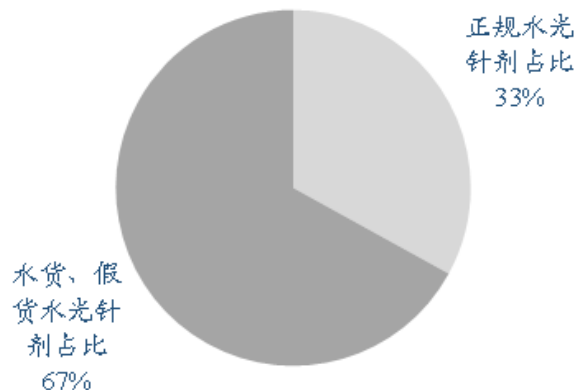
类型	产地	产品名	生产商	NMPA 认证情况	获批/备案时间	适用症	主要成分
以某一 其他成 分为主 的制剂	中国台湾	肤柔美	双美	III类医疗器械	2009/9/25	面部真皮组织填充 以纠正额部动力性 皱纹	由猪皮纯化而成的 I型胶原蛋白
	意大利	Placentex	MASTELL I	未认证	/	/	PDRN
	韩国	丽珠兰	PRP	未认证	/	/	PN
	韩国	普丽兰	BR PHARM	未认证	/	/	PDRN
协同多 个成分 的配方 制剂	西班牙	英诺小棕 瓶	英诺皮肤 世家	进口妆字 号	2016/4/12	/	谷胱甘肽、抗坏血 酸、甲基硅烷醇甘 露糖醛酸酯、硫辛 酸、葡糖酸铜
	瑞典	瑞恩诗皓 白聚能素	瑞恩诗	进口妆字 号	2018/12/5	/	氨基酸、矿物质、 美白成分、维生素 等

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

4. 正规产品稀少，行货有望逐步实现对水货替代，持续本土化

- **正品稀缺，每三支水光针中就有两支不合规。**据2021年5月央视新闻的报道，2020年每三支水光针中就有两支是不合规的，其销售的场所包括美容店、美甲店等，此类机构并没有医疗美容经营资质，产品在运输、配药、注射手法等方面均存在巨大隐患，对消费者使用造成很大的风险。

图：2020年每三支水光针就有两支不合规



图：被部分机构当作水光针注射的菲洛嘉精华液是“妆字号”产品



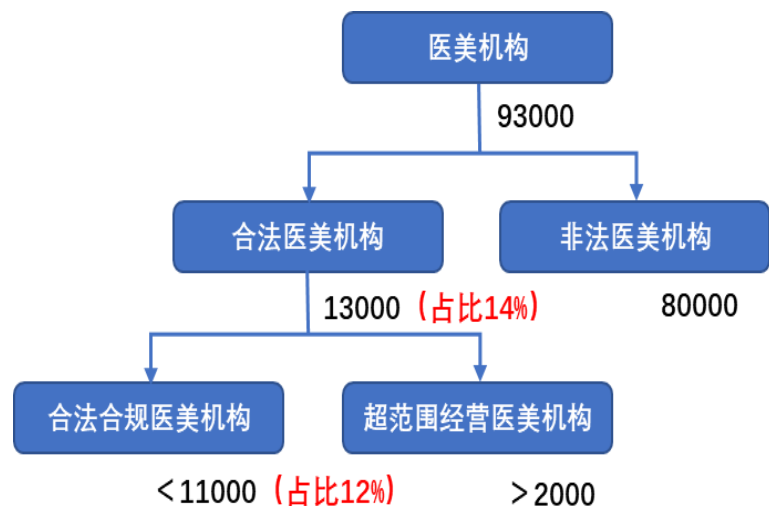
4. 正规产品稀少，行货有望逐步实现对水货替代，持续本土化

- ❑ **美容院、美甲店等非法机构是假货、水货流通的主要场所。**根据艾瑞咨询统计，2019年我国9.3万家医美机构中，合法合规医美机构仅1.1万家，占比仅12%，非正规机构的大量存在为销售水货、假货水光产品提供条件。
- ❑ **国家医美整治趋严，利好正规水光针机构和产品。**一方面，每隔一年联合公安部、国家药监局等部门开展联合行动，在全国范围内开展打击非法医疗美容服务专项整治工作，专项整治活动时间为半年到一年；另一方面，卫健委、国务院等部门也不断完善监管制度。

图：部分美容店违规销售水光产品



图：2019年我国合法合规医美机构占比仅12%



4. 正规产品稀少，行货有望逐步实现对水货替代，持续本土化

图：2017年以来医疗美容行业监管政策及整顿行动梳理

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

4. 正规产品稀少，行货有望逐步实现对水货替代，持续本土化

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

图：注射水光产品应选择取得正规资质的医美机构

图：选择品牌方合作的机构和认证的医生安全性更高



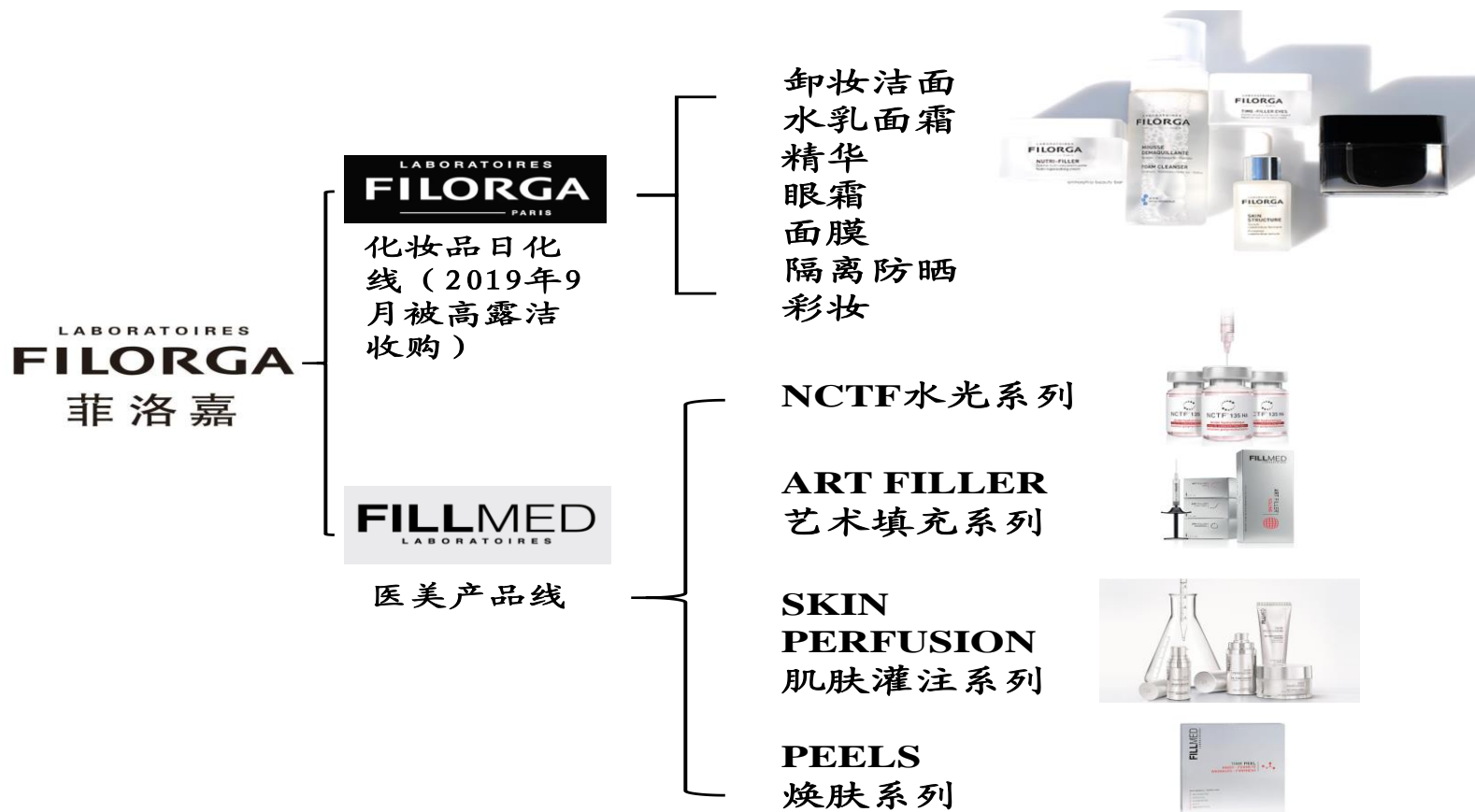
5. 探路海外水光类龙头：水光与填充并举，差异化铸就牢固壁垒

5.1 菲洛嘉——擅长“HA+营养素类”水光

- **菲洛嘉产品线曾涵盖医美和化妆品，目前专注于医美产品线，以NCTF专利成分闻名。**菲洛嘉由法国的皮肤学医生于1978年在法国创立，创立初期凭借NCTF中胚层产品和乙醇酸换肤产品GLYKOPEEL被大家熟知。2006年，迪狄珥·泰巴瑞先生融资收购了菲洛嘉，并在次年推出首个化妆品日化线系列MEDI—COSMETIQUE。此后，菲洛嘉一直同时沿着医美线和化妆品日化线两个方向发展。2019年，高露洁集团以15亿欧元收购菲洛嘉化妆品业务，同年医美产品线正式更名为“FILLMED”。菲洛嘉最为著名的是其专利的NCTF成分，由氨基酸、矿物质盐、维生素等53种活肤成份构成，广泛应用于其中胚层的医美产品和化妆品中。
- **擅长含透明质酸的营养素类水光产品，向填充类透明质酸针剂产品和医美相关化妆品拓展。**从覆盖的医美产品类型看，菲洛嘉最擅长的是含透明质酸的营养素类水光产品，代表产品是NCTF 135和NCTF135HA水光动能素。在水光动能素基础上，2009年以来，菲洛嘉也相继推出了XHA3、ART FILLER艺术填充系列等透明质酸填充类产品，从而丰富了透明质酸针剂产品类型，在终端销售中也形成一定连带效应和品牌溢出效应。此外，菲洛嘉也通过PEELS系列等刷酸产品渗透美容院产品线，覆盖医美相关化妆品。

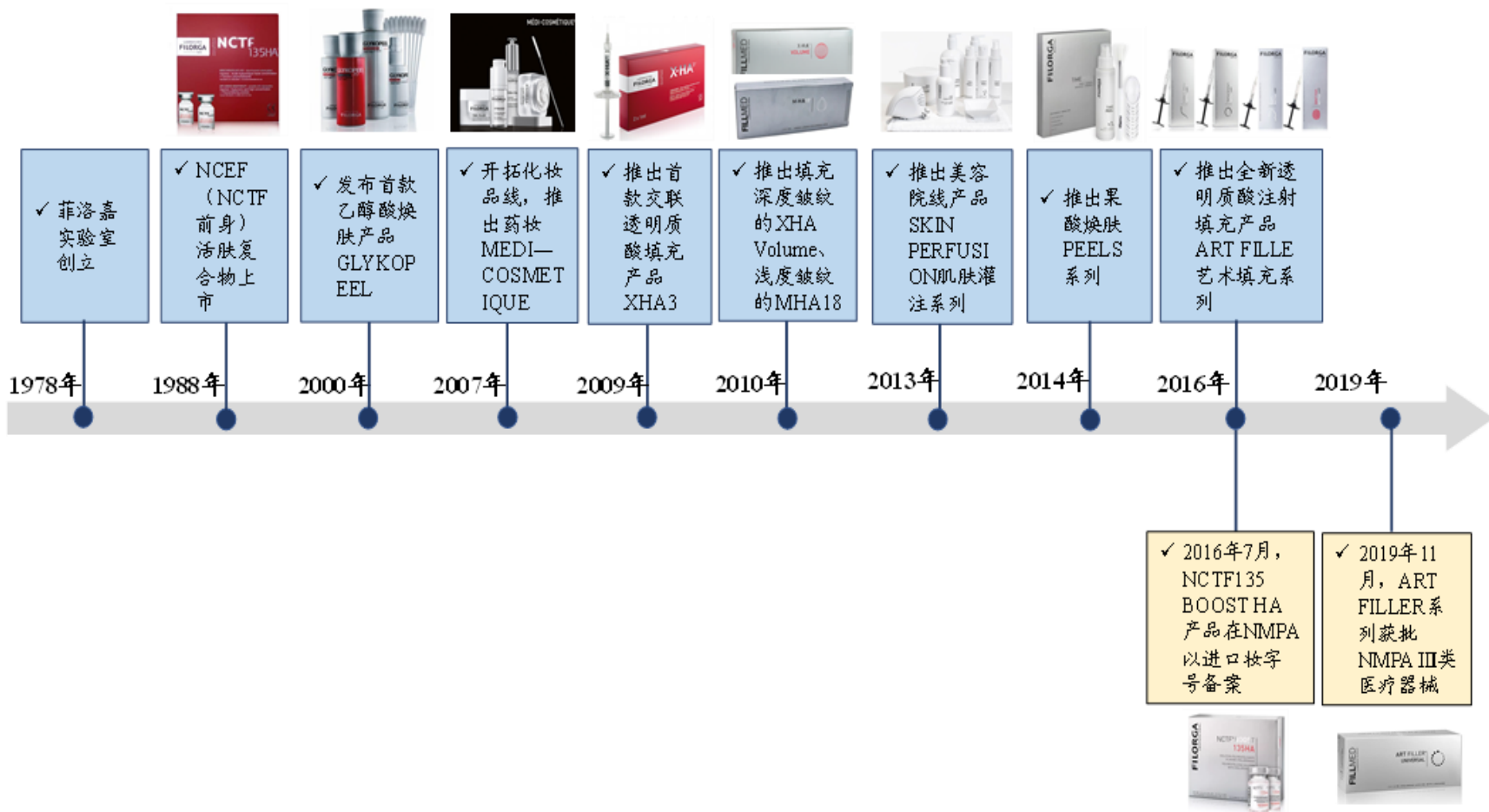
5.1 菲洛嘉——擅长“HA+营养素类”水光

图：菲洛嘉业务架构（截至2021年7月）



5.1 菲洛嘉——擅长“HA+营养素类”水光






图：菲洛嘉医美相关产品推出时间轴



5.1 菲洛嘉——擅长“HA+营养素类”水光

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

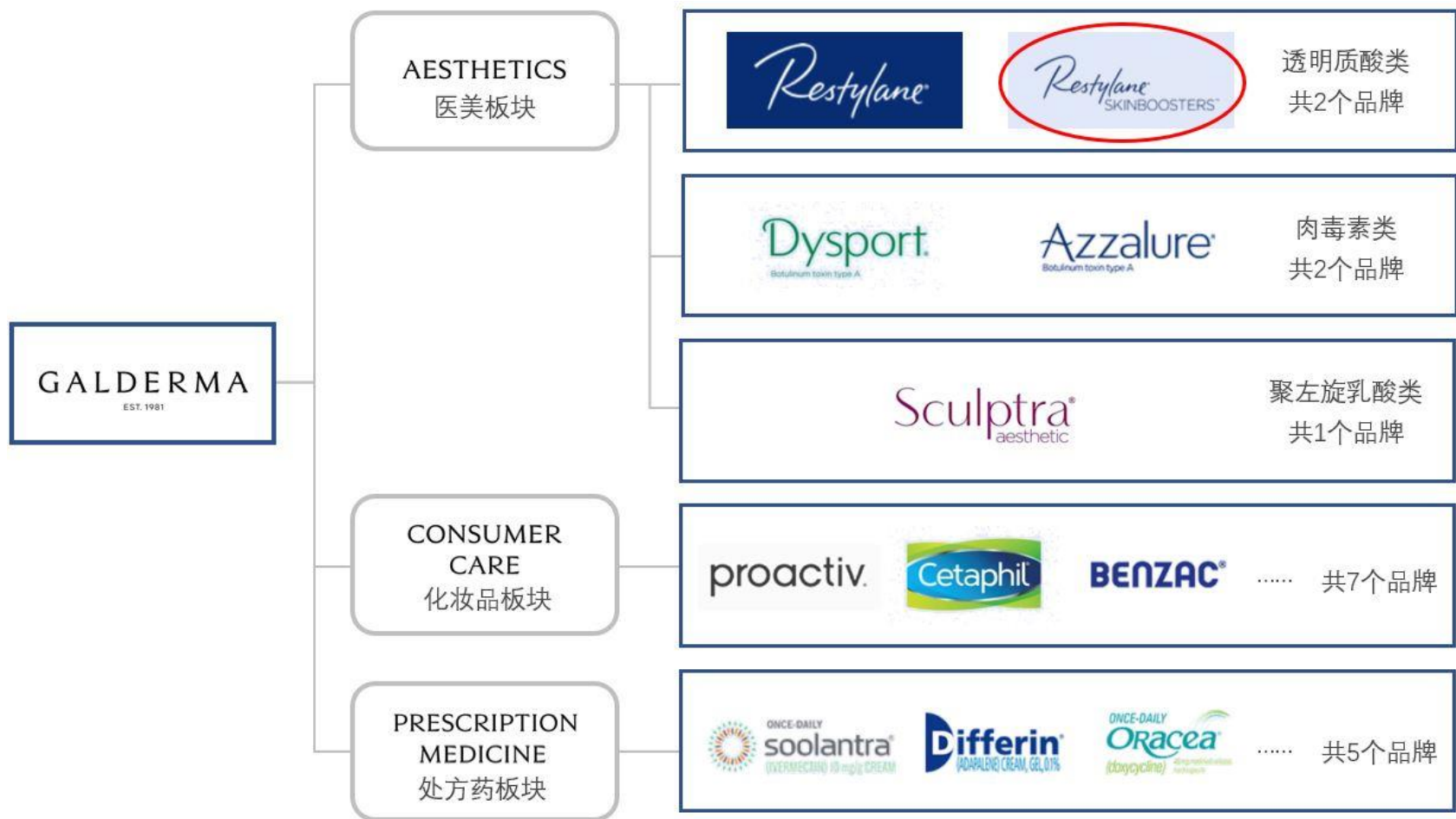
表：菲洛嘉水光类产品对比

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

- **瑞蓝母公司高德美业务板块涵盖医美、化妆品和处方药，医美板块涉及透明质酸填充剂、肉毒素和童颜针。**瑞蓝母公司高德美成立于1981年，业务线涵盖较广，包括医美、化妆品和处方药产品线。在医美板块，高德美最早布局的是肉毒素业务，早在2009年，即与益普生集团建立战略合作伙伴关系，推广销售其肉毒素产品Dysport（又名Azzalure）。2010年12月，高德美全资收购瑞典透明质酸注射龙头Q-med，其透明质酸注射品牌瑞蓝产品线丰富、具有强劲竞争力。除此之外，高德美还拥有童颜针品牌Sculptra在西欧、北美的代理权。
- **瑞蓝产品线持续细分化，分别以Restylane和Restylane Skinboosters覆盖填充类和水光类。**自从1996年基于NASHA（非动物源性稳定性透明质酸技术）开发出世界首个稳定透明质酸填充剂Restylane，瑞蓝不断开发出定位更细分的产品以满足不同需求。例如，Restylane Perlane用于纠正较深的皱纹和面部塑型、Restylane Lipp用于丰唇、Restylane SubQ用于面颊和下颏等部位的填充、Restylane Macrolane用于大面积填充、Restylane Vital和Restylane Vital Light为水光产品等。瑞蓝对于水光产品较为重视，早在2004年就推出其第一款水光产品，并以单独的品牌Restylane Skinboosters覆盖所有水光产品。

5.2 高德美——瑞蓝SKINBOOSTERS是推出较早的高端基础水光

图：高德美业务架构（截至2021年7月）



5.2 高德美——瑞蓝SKINBOOSTERS是推出较早的高端基础水光



图：瑞蓝医美产品推出时间轴



5.2 高德美——瑞蓝SKINBOOSTERS是推出较早的高端基础水光

- **瑞蓝的水光产品Restylane Skinboosters 是推出较早的高端基础水光。**瑞蓝的水光产品共有两款，Restylane Vital和Restylane Vital Light，均属于Restylane Skinboosters品牌产品，两款产品的差别主要在于透明质酸含量，对应不同的肤质。目前仅Restylane Vital获得NMPAⅢ类医疗器械认证。
- **瑞蓝两款水光针的优势主要有二：一是采用专利 NASHA技术，**减慢降解速度，延长持续时间，3次治疗后维持时间可长达12个月；**二是自带笔式注射器Restylane Injector，**保证在每个位点准确注射10μl凝胶，给量均匀使得注射过程更为精准且安全。

表：瑞蓝水光针产品对比

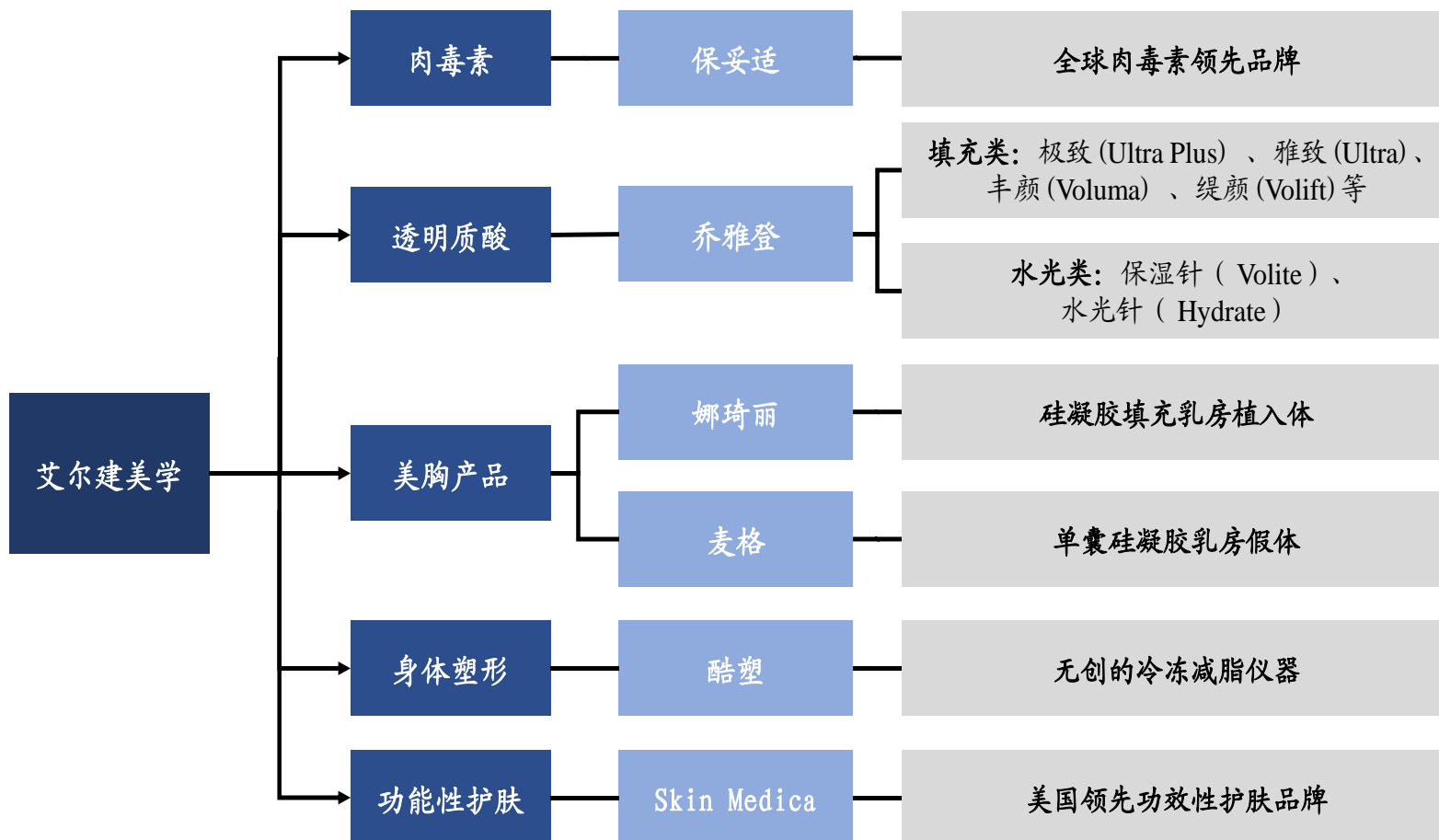
产品名称	成分浓度	产品特性	维持时间	NMPA是否获批	示例
Restylane Vital	20mg/ml 交联透明质酸	玻尿酸浓度更高，注射效果更为显著	3次治疗，最多维持12个月	获批Ⅲ类医疗器械	
Restylane Vital Light	12mg/mL 交联透明质酸	玻尿酸颗粒更细腻，针对于薄而敏感的皮肤	3次治疗，最多维持9个月	否	

5.3 艾尔建美学——主打水光为VOLITE保湿针

- **乔雅登母公司艾尔建美学是专注于医美和皮肤护理的全球领先企业，涵盖肉毒素、透明质酸填充剂、美胸产品、身体塑形和功能性护肤产品。** 乔雅登母公司是艾尔建美学，是艾伯维旗下专注于医美和皮肤护理领域的全资子公司。艾尔建美学的医美业务板块主要涵盖肉毒素、透明质酸填充剂、美胸产品、身体塑形和功能性护肤产品。其中，肉毒素是其最先涉足的医美领域，1991年通过收购Oculinum掌握了世界首款获批肉毒素的生产和销售权。2006年，艾尔建完成了对医诺美公司的收购，拓展了美胸产品、真皮填充剂和肥胖干预产品。2007年，艾尔建收购Groupe Cornéal实验室，从而拥有了全球著名透明质酸品牌乔雅登的所有权。2010-2017年之间，乔雅登美学还完成了对于功能性护肤品牌Skin Medica、注射溶脂药产品Kythera、冷冻溶脂仪器酷塑等品牌的收购。
- **乔雅登玻尿酸产品呈现细分化、差异化。** 技术迭代引领长期发展，乔雅登玻尿酸产品呈现细分化、差异化。作为全球领先的透明质酸注射产品品牌，乔雅登力图通过不断的产品革新巩固长期竞争力。
- ✓ 从交联技术看：实现由“U系列”向“V系列”的迭代。其中，“U系列”诞生于2010年以前，采用“Hylacross”交联技术；“V系列”诞生于2010年之后，采用“Vycross”交联技术。
“Vycross”交联技术通过长链HA和短链HA的高效结合，能够实现更长的维持时间（丰颜维持时间长达24个月，缇颜18个月，而雅致和极致仅12个月），同时实现更好的平衡弹性和更大的内聚力的范围，更利于塑形。
- ✓ 从产品发展方向看：不断细分化、差异化。例如，雅致和缇颜质地较软，适合浅层填充，适合鼻唇沟、额头、嘴唇等部位；极致和丰颜硬度更高，可用于鼻子、眉骨、下巴等部位；Volbella适合粘合力较弱、弹性较小，适合处理眼下泪沟；Volift适合于法令纹、唇部；Volite和Hydrate是水光针产品等。

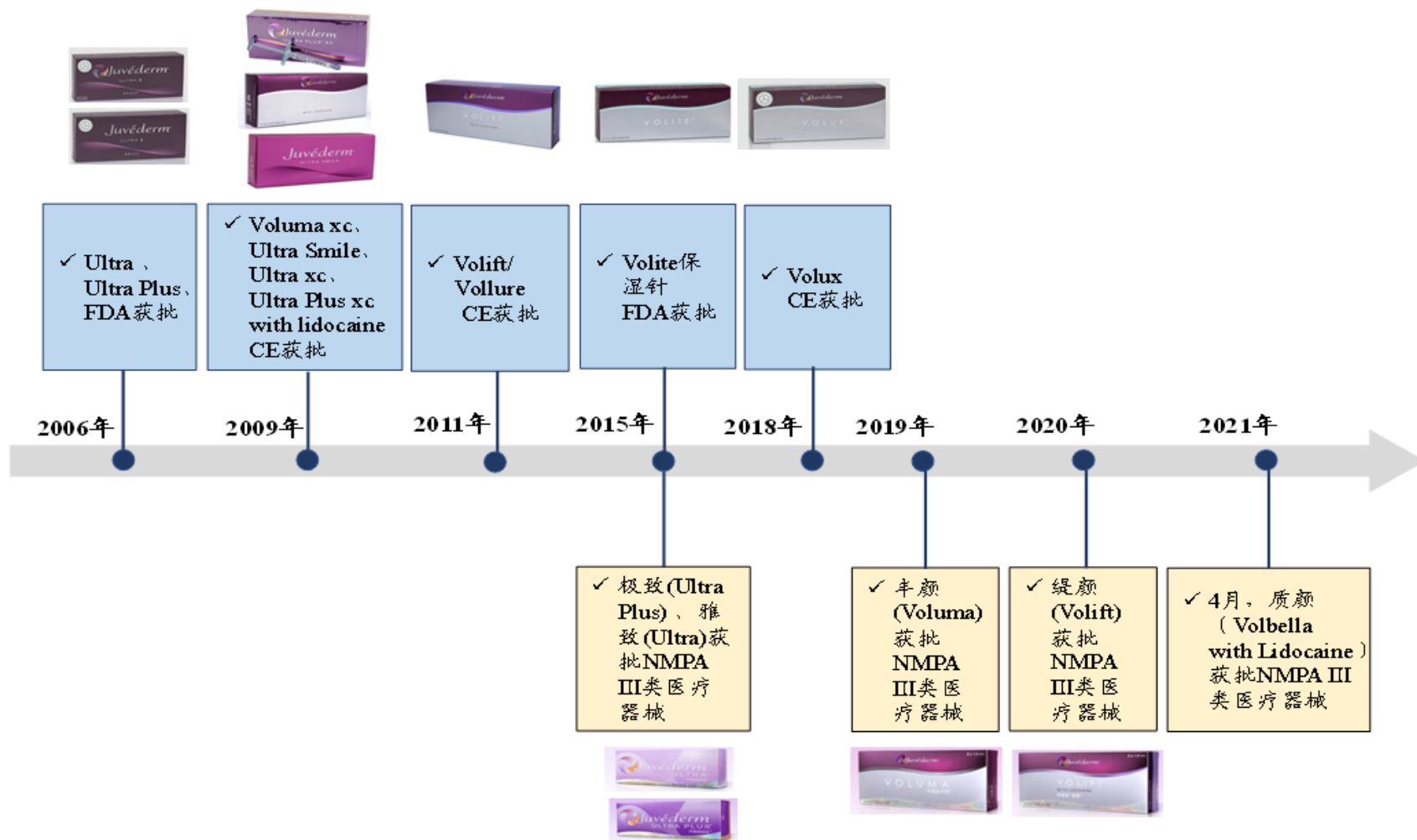
5.3 艾尔建美学——主打水光为VOLITE保湿针

图：艾尔建美学医美业务板块



5.3 艾尔建美学——主打水光为VOLITE保湿针

图：乔雅登主要医美产品推出时间轴



5.3 艾尔建美学——主打水光为VOLITE保湿针

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

表：乔雅登水光针简介

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

6. 重点推荐：爱美客、华熙生物

6.1 爱美客——国内“HA+营养素类”水光代表，“嗨体”系列属于水光产品

- 爱美客医美产品线类型丰富且差异性较强，尤其在国产化机会较大的针剂类医美产品上具有一定优势。已上市的医美产品涵盖针剂类的几大主要方向，包括修复类的水光产品、童颜针产品以及填充类的透明质酸填充产品。萎缩类的主要针剂肉毒素和溶脂针分别处于临床和研发阶段。
- 爱美客是国内少数获得Ⅲ类医疗器械水光批证的企业，其水光类产品主要为HA+营养素类，拳头产品“嗨体系列”也属于水光产品。透明质酸产品按用途可分为填充塑形类（塑形、填充泪沟、苹果肌、法令纹等）和水光类（以无交联或微交联玻尿酸为核心成分之一，主要作用为补水）。爱美客是国内少数获得Ⅲ类医疗器械水光批证的企业，其水光产品主要为HA+营养素类。例如，拳头产品“嗨体系列”即属于水光产品，其主要成分为非交联的小分子透明质酸和L-肌肽、脯氨酸、甘氨酸等营养素成分。
- 爱美客各款水光产品的差异主要在于可使用范围及效果，对应颈纹修复、颈部和面部的紧致修复以及面部的抗糖抗氧化等功效。

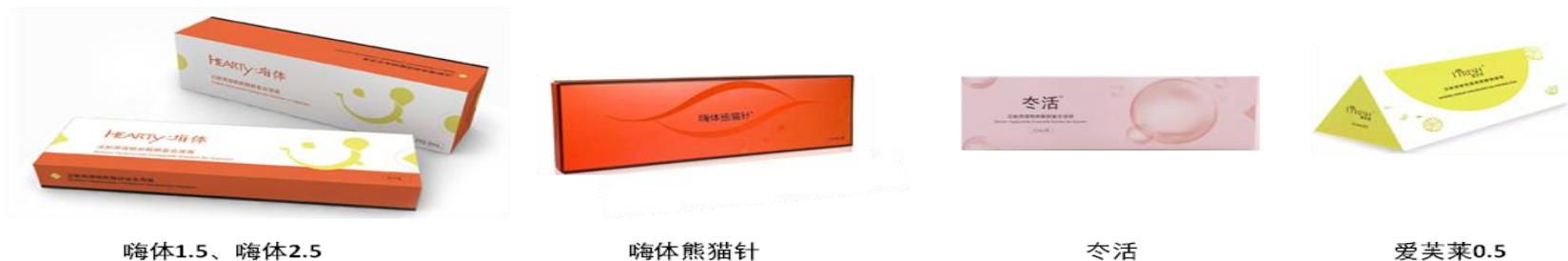
6.1 爱美客——国内“HA+营养素类”水光代表，“嗨体”系列属于水光产品

图：爱美客医美产品线

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

6.1 爱美客——国内“HA+营养素类”水光代表，“嗨体”系列属于水光产品

图：爱美客水光产品一览



嗨体1.5、嗨体2.5

嗨体熊猫针

态活

爱芙莱0.5

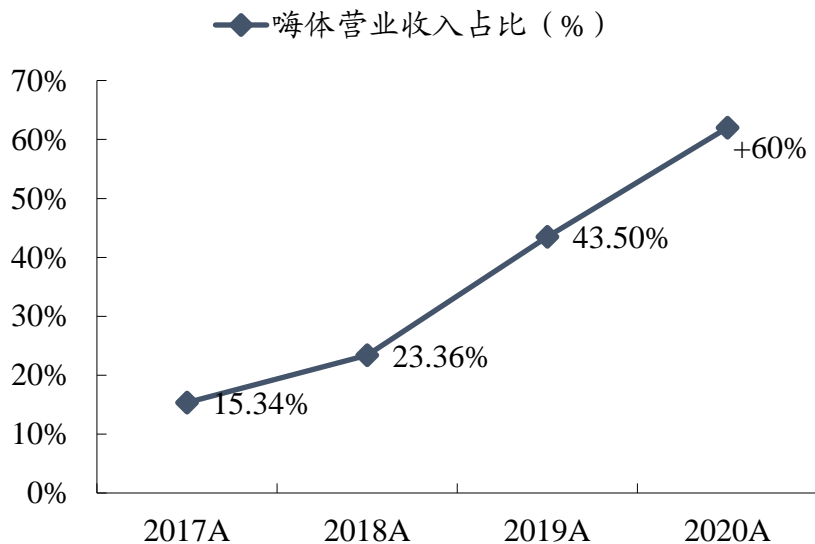
表：爱美客水光产品特点对比

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

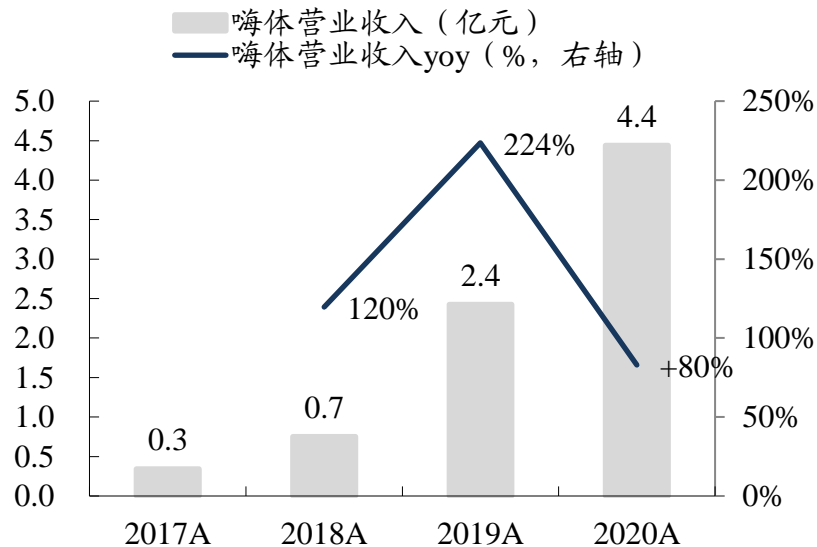
6.1 爱美客——国内“HA+营养素类”水光代表，“嗨体”系列属于水光产品

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

图：嗨体营业收入占比变化



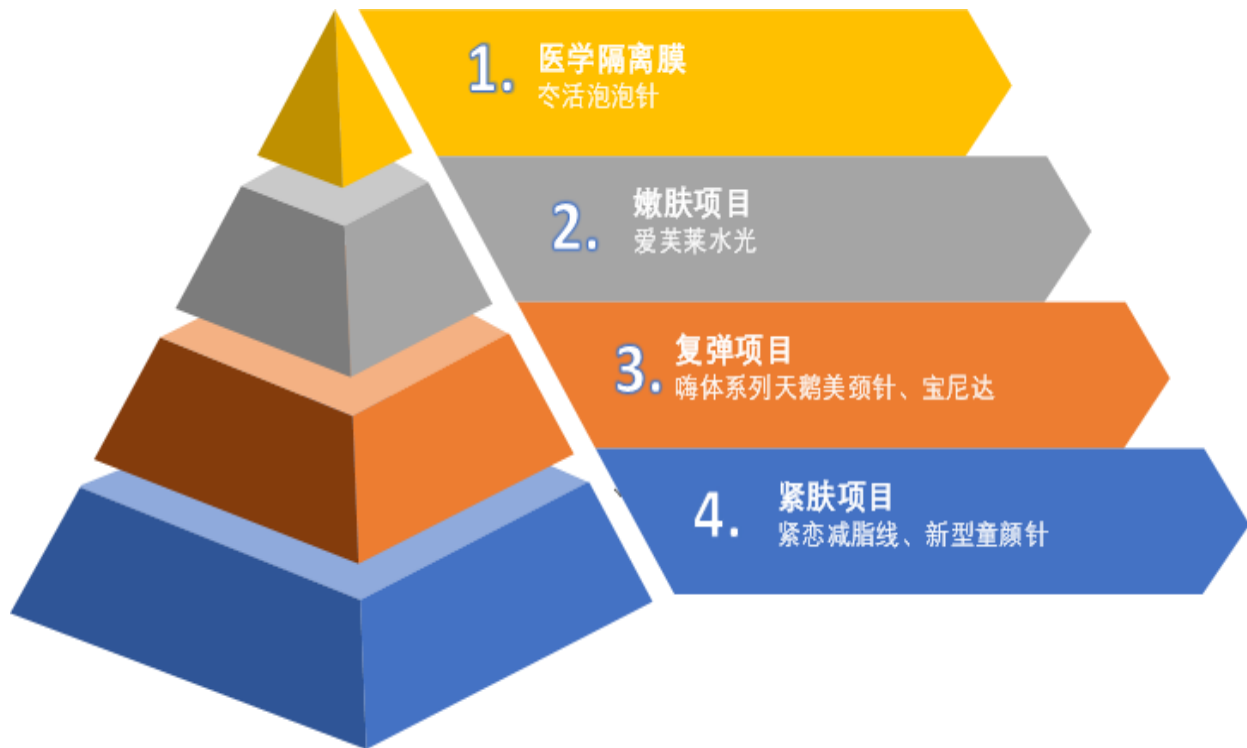
图：嗨体营业收入规模及增速



6.1 爱美客——国内“HA+营养素类”水光代表，“嗨体”系列属于水光产品

- 爱美客注重分层价值体系的构建，并通过对水光产品的搭配组合提升商品化程度。除了产品研发上的前瞻性，爱美客还尤其擅长精准把握消费者的需求，开发具有高商业价值的差异化产品。

图：爱美客打造的分层皮肤科价值体系



6.1 爱美客——国内“HA+营养素类”水光代表，“嗨体”系列属于水光产品

- 具体来看，我们认为爱美客主要做对了两点：
 - ✓ 一是对产品价值进行分层。消费者对于医美针剂的需求是一个由浅至深的过程。伴随着对于医美了解的深入和年龄的增加，消费者的需求也从补水嫩肤，提升至填充复弹和抗衰紧致。爱美客正是通过精确瞄准消费者在各层次的需求价值，来提升各个产品的销售最大化。
 - ✓ 二是对深度挖掘产品的商业化机会。爱美客不同产品本身对应差异化的细分部位，同时也具备较好的组合效果。因此，爱美客为终端机构设计了多种产品搭配组合方案，并以让人印象深刻的商业化名称推向市场，例如“嗨体1.5+嗨体2.5”可平复颈纹和紧致肌肤，其商业化名称为“嗨体天鹅美颈针”。
 - ✓ 我们认为，爱美客对于商业化机会的主动挖掘对医美机构和品牌商都具有正向作用。对医美机构来说，精准定位和组合打开产品利润空间，利于其提升销售客单价，同时降低了产品组合的难度。对于品牌商来说，提前挖掘商业化机会也利于提升不同产品之间的协同效应。
- 风险提示：市场竞争加剧，产品研发进度不及预期，行业政策变化，产品安全风险。

6.1 爱美客——国内“HA+营养素类”水光代表，“嗨体”系列属于水光产品

图：爱美客通过水光产品的搭配组合提升产品商品化

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

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

- 华熙生物医美产品线发展较早，未来计划将“润致”品牌打造为“面部年轻化专家”。作为全球透明质酸的一体化龙头，华熙生物的第一款润百颜透明质酸填充剂获批于2012年，是我国首个获CFDA批准的国产透明质酸填充产品。2021年以来，华熙生物对医美业务产品线进行了重新调整，未来计划主要以“润致”品牌挖掘“面部年轻化”机会。
- 2020年下半年以来，华熙生物相继推出润致“娃娃针”和“御龄双子针”两款水光产品。华熙生物于2020年3月获批NMPAⅢ类医疗器械水光证，成为我国少数几家取得正规资质的水光生产商。2020年7月和2021年5月，华熙生物先后推出“娃娃针”和“御龄双子针”两款水光针。“娃娃针”和双子针中的“熨纹针”均具有2020年华熙正规水光批证的背书，特点异同如下：
 - ✓ 相同点：①均采用HEC高效交联的透明质酸使得维持时间更长，首次使用维持3个月以上，一般水光针只能维持1-2个月；②添加利多卡因提升舒适度。
 - ✓ 不同点：“娃娃针”针对熬夜肌，具有“补水+紧致+平纹”的综合作用；“熨纹针”定位祛抗衰除静态纹市场，与祛除动态纹的肉毒素是最佳伴侣，与强需求肉毒素产品的高协同利于促进销售增长。
- 风险提示：市场竞争加剧，产品研发进度不及预期，行业政策变化，产品安全风险。

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

图：华熙生物医美产品线

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

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

图：润致“娃娃针”水光产品



图：润致“御龄双子针”水光产品



表：华熙生物水光产品特点对比

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

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

- 丝丽隶属于法国REVITACARE公司，主要从事皮肤抗衰、头皮养护等方面产品的研发、生产和销售。作为动能素类产品的“法国双雄”，丝丽曾获得欧洲抗衰老学会颁发的“最佳美塑产品奖”、“瑞丽时尚盛典年度美容创新奖”等多项大奖。华熙生物于2017年完成对REVITACARE的全资收购，并于2020年在海南建立华熙生物科技产业园，推进丝丽本土化生产和销售。

图：2013年丝丽获得欧洲抗衰老学会颁发的“最佳美塑产品奖”



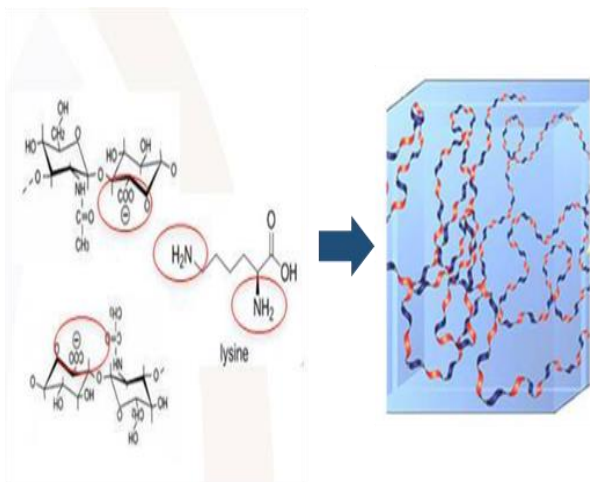
图：2020年丝丽获得“瑞丽时尚盛典年度美容创新奖”



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

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

图：丝丽SRN技术



图：丝丽独家的“CT50”专利



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

表：丝丽动能素主要产品特点对比

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

7. 投资建议

7. 投资建议

- 水光类产品类型丰富、注射层次较浅、消费频次较高，是入门级医美注射类项目，在轻医美中需求排名靠前。根据我们的测算，广义上2020年水光注射人次预计在200万人以上，终端规模预测中值为62.5亿元。我们认为，随着越来越多的消费者将水光产品纳入“定期保养项目”，水光的渗透率和消费频次有望继续提升，我们预计未来水光会保持高于注射类整体的增速。从供给端看，水光是本土厂商优势最强的注射类项目之一，同时有望持续受益于水货、假货向行货的转化，国内几款稀缺的Ⅲ类医疗器械认证的水光产品有望优先受益。
- 从海外龙头经验看，水光均为菲洛嘉、高德美、艾尔建美学等国际知名医美上游龙头的重要产品组成，与填充类玻尿酸、肉毒素等产品形成良好的品牌和销售协同。差异化较强、有一定技术优势、持续迭代的水光产品竞争优势较强，例如采用专利 NASHA 技术、Vycross 技术延长维持时间，以及拥有专利成分 NCTF 等。
- 重点推荐国内少数获得正规Ⅲ类医疗器械水光认证的爱美客和华熙生物。其中，爱美客是国内“HA+营养素类”水光代表，其拳头产品“嗨体”系列即为水光产品；华熙生物通过“润致”和“丝丽”双品牌布局水光，润致定位国内中高端“纯HA类”水光，丝丽是畅销全球多年的“动能素类”水光。

表：重点公司估值表（基于2021年8月6日收盘价）

股票代码	证券简称	总市值 (亿人民币)	收盘价 (元/股)	归母净利润（亿元）			PE			投资评级
				2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	
300896.SZ	爱美客	1348	623.00	4.40	8.04	11.57	307	168	117	买入
688363.SH	华熙生物	1018	212.02	6.46	7.91	9.96	158	129	102	买入

8. 风险提示

- **市场竞争加剧。**若医药和医美行业新进入者过多，则会造成竞争加剧的风险，影响行业营收增速和利润水平。
- **产品研发进度不及预期。**医疗器械及生物药品研发流程长达数年，若其中某个流程遇到瓶颈，则可能影响整体研发进度和新品推出计划。
- **行业政策变化。**若行业在产品审批政策或监管政策上有所变化，则可能影响已有和待上市产品的销售。
- **产品安全风险。**医美对产品及其操作安全性都有极高的要求，若产品上市后出现多起安全事件，则可能对品牌的声誉造成极大影响。

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园