

美容护理行业 2024 年度投资策略

需求侧静待拐点，供给侧寻找增量

➤ 复盘 2023：业绩分化，估值下调，持仓走低。

美容护理板块 2023 年绝对与相对收益均较弱。背后有业绩下修+估值下调双重因素，更多是景气度走弱下的估值下调。消费偏弱下医美与美妆业绩均有分化，但分化因素各异。医美分化更多源于需求弹性差异，美妆品牌分化则更多源于个体经营差异，亦有美妆品牌内部积极调整迎来边际改善。

➤ 展望 2024：需求侧静待拐点，供给侧寻找增量

政策密集出台背景下 2024 年经济修复斜率有望改善，届时医美与美妆等顺周期板块景气度改善，美容护理板块业绩有望迎来弹性。需求端迎来拐点前，可从供给侧出发，寻找贝塔较优的细分领域，与即使市场偏存量，但自身有较强的阿尔法、可实现份额提升的公司。

➤ 医美：关注新赛道、新配方、新定位

胶原蛋白刺激剂外，还可关注重组胶原蛋白、水光、减脂等新赛道，同时配方与定位层面的微创新亦可创造增量。重组胶原蛋白赛道高壁垒、低渗透，继敷料/护肤后，2024 年医美注射市场亦有望加速。目前厂商数量较少，锦波生物先发优势显著，2024 年巨子/创建三类械产品亦有望获批。水光市场 2021 年以来合规化加速，伴随复配型水光针监管分类政策落地，未来水光针竞争关键将在于安全性与效果。

➤ 美妆：把握优质品牌份额崛起的机遇

板块复苏偏弱，亮点在于格局。自 2021H2 美妆景气度下行，美妆品牌格局分化已初显，2022 年以来分化加剧。海蓝之谜/赫莲娜等 2000 元+价格带品牌增长韧性强，400-2000 元价格带品牌多下滑，400 元以内价格带国货功效护肤品牌表现更优。至 2023 年双 11 珀莱雅首次达到天猫大美妆榜单第 1 位，对于国货品牌而言，是从“量”到“质”的突破。未来看好优质国货品牌与国货美妆集团崛起，实现对外资品牌从“追赶”到“超越”的突破。

➤ 投资建议

医美：关注新赛道、新配方、新定位。建议关注爱美客、巨子生物、锦波生物等。

美妆：把握优质品牌份额崛起的机遇。建议关注珀莱雅、巨子生物、福瑞达、丸美股份、润本股份等。

风险提示：宏观经济增长放缓风险；新品牌发展低于预期风险；监管政策超预期变化；医疗风险事故；产品获批进度不及预期；第三方爬虫数据误差过大。

重点推荐标的

简称	EPS (元)			PE (X)			CAGR-3	评级
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E		
珀莱雅	2.71	3.40	4.25	35.4	28.3	22.6	27.3%	买入
福瑞达	0.29	0.40	0.49	32.7	24.1	19.4	122.5%	买入
锦波生物	4.29	6.51	8.81	62.4	41.2	30.4	76.5%	买入
丸美股份	0.68	0.88	1.07	35.9	27.9	22.9	35.0%	增持
润本股份	0.52	0.70	0.88	31.3	23.4	18.6	30.6%	增持

数据来源：公司公告，iFinD，国联证券研究所预测，股价取 2023 年 12 月 19 日收盘价

投资建议：强于大市（维持）

上次建议：强于大市

相对大盘走势



作者

分析师：邓文慧

执业证书编号：S0590522060001

邮箱：dengwh@glsc.com.cn

分析师：李英

执业证书编号：S0590522110002

邮箱：liy@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《美容护理：商社周专题：双十一看美妆品牌格局变化》2023.11.18
- 2、《美容护理：23Q3 淡季分化与改善延续，10 月景气度环比改善》2023.11.04

正文目录

1. 复盘：业绩分化，估值下调，持仓走低	4
1.1 业绩 vs 预期：均有分化，但因素各异	4
1.1.1 医美：需求弹性差异，产业链均有分化	4
1.1.2 美妆：品牌分化更多源于个体经营差异	4
1.1.3 边际：医美中低价格带放缓，美妆分化与改善延续	5
1.2 市场表现：年初至今大幅跑输	6
1.3 资金持仓：重仓比例逐季走低	7
2. 医美：关注新赛道、新配方和新定位	9
2.1 重组胶原蛋白：高壁垒、低渗透的优质赛道	9
2.1.1 市场：2024 年医美注射市场有望加速	9
2.1.2 格局：厂商数量较少、锦波先发优势显著	11
2.1.3 节奏：短期拓展浅层抗衰市场	14
2.2 水光：合规加速，竞争关键在于安全性与效果	16
2.2.1 市场：成分复配与护肤融合或为未来趋势	16
2.2.2 格局：竞争关键在于安全性与效果	19
2.3 减脂：GLP-1R 与溶脂赛道开启	19
2.3.1 GLP-1R：爱美客与华东均有布局	20
2.3.2 溶脂针：爱美客与科笛均有布局	21
2.4 微创新：配方与定位层面创造增量	21
2.4.1 配方创新，效果差异化	21
2.4.2 需求挖掘，定位差异化	22
3. 美妆：把握优质品牌份额崛起的机遇	24
3.1 市场：美妆延续弱复苏	24
3.2 格局：国货品牌实现“量”到“质”的突破	26
3.3 展望：看好优质国货品牌份额提升	30
4. 投资建议	31
4.1 复盘 2023：业绩分化，估值下调，持仓走低	31
4.2 展望 2024：需求侧静待拐点，供给侧寻找增量	31
5. 风险提示	33

图表目录

图表 1：医美：需求弹性差异，厂商与机构均有分化	4
图表 2：美妆：品牌分化更多源于个体经营差异	5
图表 3：2023Q3 医美中低价格带环比放缓，美妆分化与改善趋势延续	6
图表 4：年初至今美护板块涨跌幅-29.1%，相对沪深 300 收益-19.4%	6
图表 5：年初至今，美护板块涨跌幅在 31 个申万一级行业中排第 31 位	6
图表 6：个股表现分化，业绩成长性高与低估值小盘股表现较优	6
图表 7：美容护理板块基金重仓比例逐季走低，至 2023Q3 已处低配状态	8
图表 8：除巨子生物/科思股份外，其余公司重仓持股比例多呈降低趋势	8
图表 9：截至 2023Q3，爱美客/珀莱雅/科思股份/贝泰妮/巨子生物等重仓持股市值领先	8
图表 10：2023Q3 以来外资对华熙生物/昊海生科/珀莱雅/贝泰妮/水羊股份等配置增加	9
图表 11：材料性能优异+供给端技术进步，重组胶原蛋白赛道高景气度	10
图表 12：重组胶原蛋白将在皮肤护理市场渗透率不断提升	10
图表 13：重组胶原蛋白将在肌肤焕活市场渗透率不断提升	10
图表 14：2021 年起重组胶原蛋白政策相继出台，行业标准化、规范化进程提速	10

图表 15: 高壁垒赛道, 竞争格局尚好, 头部企业各有千秋	12
图表 16: 已获批三类械胶原蛋白产品以动物源胶原蛋白为主	13
图表 17: 继薇旎美后, 2024 年起重组胶原蛋白 III 类械产品供给有望增加	14
图表 18: 基于安全性与有效性对填充材料分类, A-主导、B-补充、C-过时、D-趋势	15
图表 19: 重组胶原蛋白符合理想填充剂发展方向, 短期拓展浅层抗衰市场, 技术深化后远期空间值得期待	15
图表 20: 2021 年以来水光针合规化加速	16
图表 21: 艾尔建美学“丝缇珂®”科技护肤品中国首发产品矩阵	18
图表 22: 2015-2019 年 SKINMEDICA 收入体量最高达 1.73 亿美元, 占艾尔建医美收入比重在 4% 左右	18
图表 23: 爱美客旗下嗨体 1+3 一站式护肤方案 (针剂+即刻+居家)	18
图表 24: 水光针格局: 竞争关键在于安全性与效果	19
图表 25: 靶向 GLP-1R 用于治疗肥胖适应症的临床在研项目 (部分)	20
图表 26: 溶脂针相关产品	21
图表 27: 濡白天使 (透明质酸+PLLA) vs 艾维岚 (PLLA)	22
品牌	22
图表 28: 精准洞察市场需求, 嗨体产品为差异化定位典例	22
图表 29: FDA 认证的玻尿酸适应症已由鼻唇沟拓展至脸颊/唇部口周/下巴/下颌线/眼周/全面部等	23
图表 30: 2015-2022 年医疗用途肉毒素收入占艾尔建美学医美业务整体收入比重约 50%	24
图表 31: 10 月社零总额同比单月+7.6%/累计+6.9%, 同环比均呈改善态势	25
图表 32: 双十一全网微增、平稳收官, 直播电商低基数下增速较快	25
图表 33: 2 年平均维度, 必选类韧性强、汽车类高景气, 美妆需求弱复苏	25
图表 34: 双十一期间, 鞋包/电脑办公/食品饮料/家具建材/运动户外等品类 GMV 正增长	26
图表 35: 综合电商平台美妆品类负增长, 抖音平台美妆延续高增	26
图表 36: 21H2 景气度下行、2022 年行业分化加剧, 2000 元+价格带增长韧性强, 400-2000 元价格带品牌多下滑	27
图表 37: 21H2 景气度下行、2022 年行业分化加剧, 400 元以内价格带国货功效护肤品牌表现更优	28
图表 38: 根据天猫大美妆榜单, 2023 年双 11 TOP20 中国货品牌名次实现“质”的突破, 自 2018 年以来国货品牌首次重回榜 1 位次	29
图表 39: 未来在组织管理赋能/大单品策略驱动下, 以珀莱雅为代表的优质国货品牌有望实现对外资品牌从“追赶”到“超越”的突破	30
图表 40: 美妆市场扩容+单品牌份额提升+多品牌集团化经营, 看好优质品牌崛起机遇	30
图表 41: 中国本土品牌市场份额有所提升, 但远低于海外成熟美妆市场	31
图表 42: 中国本土 CR10 品牌市场份额远低于海外成熟美妆市场	31

1. 复盘：业绩分化，估值下调，持仓走低

1.1 业绩 vs 预期：均有分化，但因素各异

1.1.1 医美：需求弹性差异，产业链均有分化

现象：上游厂商与连锁医疗机构均分化。观察不同时点对 2023 年收入一致预期变化，选取 2023 年 11 月末与 2022 年 12 月末（若为 2023 年新股则选取最早有一致预期时点）进行对比，我们认为可分为 3 类，1) **下调 15%+**：复锐医疗科技/通策医疗/雍禾医疗；2) **下调 7%-15%区间**：爱美客/时代天使/锦欣生殖；3) **-7%-7%区间**：锦波/昊海/华东/朗姿/普门/美丽田园/爱尔眼科/固生堂/美年健康。

分化背后：有细分领域因素，亦有个体经营差异。重点探讨细分领域差异：

厂商端：拥有高价格带差异化新品表现较优。锦波/华东/昊海均符合预期甚至超预期，锦波生物在薇诗美大单品放量驱动下利润超预期幅度较大；而六成收入贡献来自入门级中低价格带产品的爱美客受损程度则较大。

机构端：分化源于客群定位/可选属性/客单价等多重因素。①**客群定位**：中高端定位客群抗周期韧性较强，如高端填充剂产品/美丽田园客群；②**可选属性**：定性判断，“美观”需求>“半治疗”需求（如心理/精神放松）>治疗需求，植发>隐形正畸>手术类医美>轻医美>生美>中医>眼科；③**客单价**：植发/隐形正畸/手术类医美客单价较高。综合上述分析，我们观察到，植发/隐形正畸/口腔细分赛道龙头业绩下调幅度较大，且植发与隐形正畸龙头均有调价以刺激需求举措，而生美/眼科/中医/体检等细分赛道龙头则基本符合预期或超预期，区域连锁医美龙头经营差异较大，预计朗姿业绩上修背后更多源于个体阿尔法。

图表 1：医美：需求弹性差异，厂商与机构均有分化

	爱美客	锦波	昊海	华东	朗姿	普门	复锐	时代	美丽田园	爱尔	通策	固生堂	锦欣	美年	雍禾
2023E收入变化（截至23.11.30）															
vs2022Q3	-10.8%	-	-1.9%	-1.4%	2.0%	-5.5%	-15.4%	-12.2%	-	-7.2%	-24.6%	-3.3%	-8.0%	-7.8%	-35.5%
vs2022Q4	-8.7%	-	2.2%	-0.8%	3.6%	-4.9%	-15.4%	-7.3%	-	-4.6%	-18.8%	-0.8%	-7.3%	-4.3%	-33.6%
vs2023Q1	-1.5%	-	3.5%	-0.7%	4.7%	-3.5%	-8.7%	-7.2%	-0.1%	-3.9%	-18.5%	2.8%	-5.1%	-3.9%	-20.4%
vs2023Q2	-1.7%	-	3.4%	-0.9%	4.0%	-4.1%	-10.7%	-7.7%	0.0%	-1.7%	-13.1%	2.7%	-1.1%	-0.2%	-20.0%
vs2023M7	-1.7%	-0.1%	2.2%	-0.9%	4.0%	-4.1%	-11.2%	-6.3%	0.4%	-1.0%	-12.2%	2.5%	-1.1%	-0.5%	-20.0%
vs2023M8	-2.7%	2.2%	0.2%	-0.7%	2.6%	-1.5%	-3.1%	-4.4%	0.2%	-0.1%	-7.1%	2.2%	-0.3%	-0.5%	-13.1%
vs2023M9	-2.7%	1.5%	0.0%	-0.8%	3.0%	-2.5%	-2.2%	-0.4%	0.0%	-0.2%	-7.3%	2.1%	-0.2%	-0.6%	-11.4%
2023E利润变化（截至23.11.30）															
vs2022Q3	-9.2%	-	-2.5%	-12.7%	6.7%	-1.7%	-13.4%	-74.9%	-	-11.6%	-35.1%	-4.1%	-38.6%	14.0%	-176.0%
vs2022Q4	-8.1%	-	6.4%	-7.0%	23.4%	-0.9%	-13.4%	-72.3%	-	-8.6%	-27.4%	-1.0%	-36.4%	38.2%	-178.0%
vs2023Q1	-0.6%	-	1.0%	-5.5%	36.7%	1.8%	-10.8%	-70.8%	-1.0%	-8.0%	-27.4%	3.3%	-19.0%	7.0%	-262.0%
vs2023Q2	-1.4%	-	2.8%	-2.7%	30.3%	-0.4%	-13.7%	-70.7%	-1.3%	-3.0%	-17.1%	3.3%	-4.9%	-7.3%	-257.7%
vs2023M7	-1.4%	13.6%	2.8%	-2.7%	30.3%	-0.4%	-14.4%	-70.4%	-1.3%	-1.7%	-15.2%	2.8%	-4.9%	-7.5%	-257.7%
vs2023M8	-2.4%	12.2%	1.6%	-1.3%	10.2%	0.8%	-5.9%	-60.4%	-0.5%	0.0%	-10.2%	2.2%	-1.4%	-7.5%	-969.2%
vs2023M9	-2.4%	11.5%	0.7%	-1.2%	7.8%	1.1%	-1.9%	-8.8%	-0.1%	0.0%	-8.3%	2.4%	0.2%	-7.5%	-3005.9%

注：红色底纹数值代表 7%以上，浅蓝色底纹数值代表-7%—-15%区间，深蓝色底纹数值代表-15%以下；利润口径为归母净利润

资料来源：Wind，国联证券研究所

1.1.2 美妆：品牌分化更多源于个体经营差异

现象：品牌表现分化较大。观察不同时点对 2023 年收入一致预期变化（除美妆核心公司外，另选择中免/拼多多/名创优品进行对比以表现消费结构变化），选取 2023 年 11 月末与 2022 年 12 月末进行对比，我们认为可分为 3 类，1) **下调 15%+**：华熙生物/福瑞达/水羊股份/中国中免；2) **下调 7%-15%区间**：贝泰妮/上海家化；3) **上调 7%+**：珀莱雅/巨子生物/丸美股份/拼多多/名创优品。

分化背后：美妆品牌价格带差异不如医美产品间差异大，且 2023 年美妆大盘表现平淡，预计品牌间分化更多源于个体间经营差异。如珀莱雅/巨子生物核心大单品驱动下品牌势能向上，收入与利润均有不同幅度的上修。丸美股份收入上修幅度较大，

但渠道转型投入期，利润率有一定波动。

图表 2：美妆：品牌分化更多源于个体经营差异

	珀莱雅	贝泰妮	华熙生物	巨子生物	丸美股份	福瑞达	水羊股份	上海家化	中国中免	拼多多	名创优品
2023E收入变化 (截至23.11.30)											
vs2022Q3	12.3%	-15.3%	-28.6%	-	6.2%	-65.1%	-31.9%	-16.0%	-31.0%	40.7%	-0.9%
vs2022Q4	11.2%	-13.4%	-27.5%	9.1%	7.0%	-65.1%	-27.1%	-14.9%	-28.2%	28.0%	7.4%
vs2023Q1	10.1%	-3.7%	-23.5%	5.7%	4.4%	-55.0%	-22.7%	-13.4%	-24.9%	21.0%	0.1%
vs2023Q2	2.6%	-1.3%	-19.2%	5.0%	2.7%	-15.2%	-8.0%	-11.9%	-19.6%	13.9%	0.1%
vs2023M7	1.3%	-1.3%	-19.1%	4.4%	2.7%	-8.8%	-1.5%	-11.8%	-14.2%	14.0%	0.6%
vs2023M8	0.3%	-0.8%	-11.9%	3.7%	2.6%	0.8%	-1.7%	-6.6%	-9.2%	5.8%	0.0%
vs2023M9	0.2%	-0.7%	-10.5%	0.0%	2.7%	0.4%	-1.7%	-5.1%	-7.6%	10.9%	1.9%
2023E利润变化 (截至23.11.30)											
vs2022Q3	20.1%	-19.9%	-36.8%	-	-8.4%	-43.1%	-37.5%	-24.2%	-51.5%	73.2%	97.5%
vs2022Q4	18.5%	-18.1%	-36.0%	2.4%	-7.1%	-23.8%	-26.9%	-22.1%	-49.1%	47.0%	69.2%
vs2023Q1	17.0%	-5.4%	-34.7%	2.8%	-8.3%	-17.5%	-14.5%	-20.5%	-44.5%	55.7%	35.5%
vs2023Q2	7.3%	-2.3%	-31.7%	2.9%	-8.0%	-7.7%	21.4%	-19.7%	-33.0%	34.9%	19.6%
vs2023M7	4.5%	-2.3%	-31.6%	2.9%	-8.0%	-6.0%	-0.4%	-19.1%	-25.5%	34.9%	18.8%
vs2023M8	1.9%	-1.2%	-23.1%	2.1%	-5.6%	-1.1%	-0.9%	-12.6%	-18.1%	26.3%	7.5%
vs2023M9	1.2%	-1.0%	-19.2%	0.0%	-4.8%	-1.1%	-0.9%	-11.0%	-12.7%	18.6%	4.3%

注：红色底纹数值代表 7% 以上，浅蓝色底纹数值代表 -7%—-15% 区间，深蓝色底纹数值代表 -15% 以下；利润口径为归母净利润

选择中国中免/拼多多/名创优品进行对比仅为表现消费结构变化

资料来源：Wind，国联证券研究所

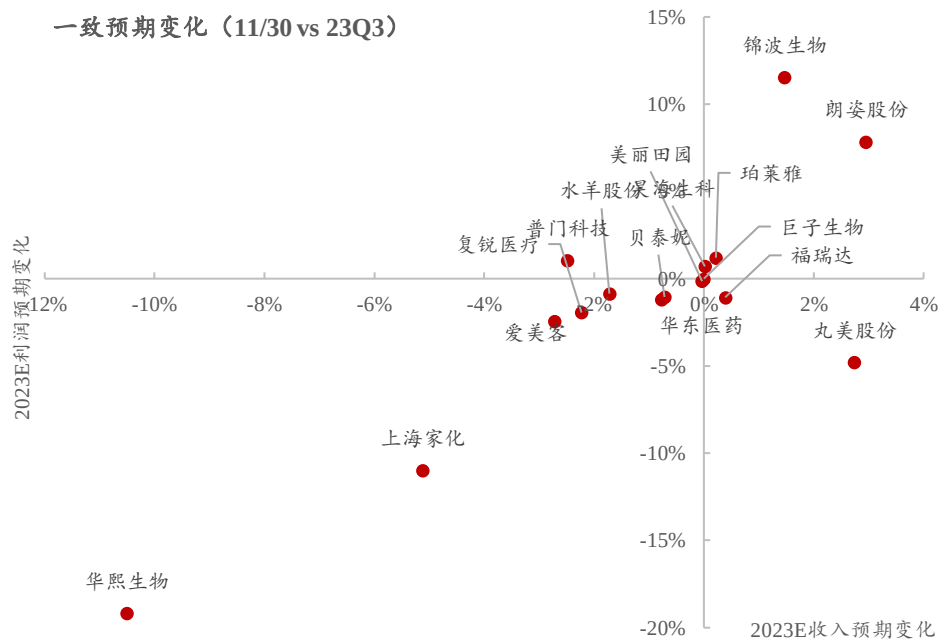
1.1.3 边际：医美中低价格带放缓，美妆分化与改善延续

以 11 月 30 日 2023E 一致预期 vs2023Q3 一致预期，观察 2023Q3 以来经营边际变化：①预期上调：锦波生物/朗姿股份/珀莱雅/普门科技/昊海生科/巨子生物；②预期下调 5% 内：美丽田园/水羊股份/贝泰妮/福瑞达/华东医药/复锐医疗/爱美客/丸美股份；③预期下调 5%+：上海家化/华熙生物。

2023Q3 医美财报反应，重组胶原蛋白/再生针剂等高客单差异化新品贝塔依旧较优，而中低价格带入门级产品在对 2022Q4 积压需求释放后，增速环比放缓。锦波生物收入利润上调幅度最大、华东医美业务环比持平、昊海生科大单品驱动下高增趋势延续，而爱美客濡白天使放量但溶液类产品承压。

2023Q3 美妆财报反应，美妆淡季分化与改善趋势延续。珀莱雅多品牌/多渠道/多品类/多大单品驱动下延续稳健优异表现；福瑞达/丸美股份/贝泰妮 Q3 收入端边际改善，渠道转型投入力度加大致使丸美股份利润率有一定波动；上海家化与华熙生物延续调整趋势。

图表 3: 2023Q3 医美中低价格带环比放缓, 美妆分化与改善趋势延续

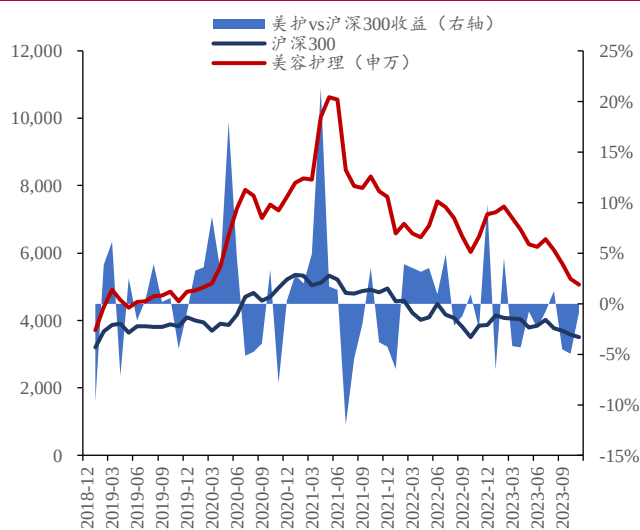


1.2 市场表现: 年初至今大幅跑输

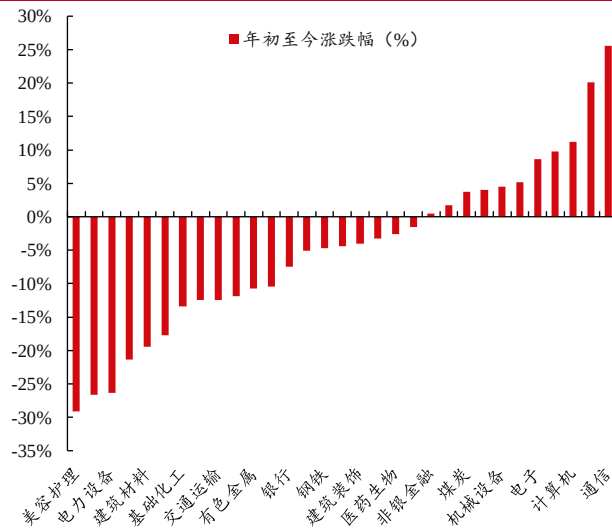
估值下调+业绩下修, 美护板块大幅跑输大盘。截至 2023 年 11 月 30 日, 美容护理板块年初至今板块涨跌幅-29.1%, 31 个申万一级行业中排第 31 位, 相对沪深 300 收益-19.4%, 绝对收益与相对收益均较弱。

个股表现分化, 业绩成长性高与低估值小盘股表现较优。关注公司中, 年初至今涨幅为正的有锦波生物/倍加洁/科思股份/江苏吴中/昊海生科/水羊股份/洁雅股份/巨子生物等公司; 年初至今跌幅在 30%+ 的有上美股份/复锐医疗科技/爱美客/华熙生物/贝泰妮/美丽田园医疗健康/医思健康/雍禾医疗。

图表 4: 年初至今美护板块涨跌幅-29.1%, 相对沪深 300 收益-19.4%



图表 5: 年初至今, 美护板块涨跌幅在 31 个申万一级行业中排第 31 位



图表 6: 个股表现分化, 业绩成长性高与低估值小盘股表现较优

单位: 亿元/x/%	市值 (亿元)	PE (TTM)	2023Q1 涨跌幅	2023Q2 涨跌幅	2023Q3 涨跌幅	2023Q3-11月 涨跌幅	年初至今 涨跌幅

锦波生物	188.4	81.5	-	-	57.5%	56.4%	146.4%
倍加洁	24.0	21.1	35.2%	-2.2%	4.5%	1.7%	26.3%
科思股份	109.2	16.3	2.7%	50.3%	-13.6%	-6.5%	25.3%
江苏吴中	64.8	-352.0	8.0%	-12.4%	7.3%	19.0%	19.0%
昊海生科	162.0	53.5	4.0%	-15.4%	38.6%	-4.8%	11.0%
水羊股份	63.8	34.3	-6.1%	12.2%	25.5%	-15.8%	9.1%
洁雅股份	29.4	27.9	17.2%	-7.2%	-0.9%	2.5%	8.8%
巨子生物	324.5	35.5	42.9%	-28.3%	0.4%	5.6%	6.7%
嘉亨家化	23.2	48.7	2.4%	-12.4%	10.9%	-0.8%	-3.7%
福瑞达	103.3	79.6	0.0%	-1.1%	-13.3%	14.2%	-4.1%
华东医药	715.6	26.4	-1.0%	-6.7%	-1.8%	-3.4%	-12.2%
珀莱雅	410.3	38.4	8.6%	-13.7%	-7.6%	2.2%	-12.8%
青松股份	28.8	-19.3	-4.4%	-13.3%	-2.4%	6.1%	-20.1%
丸美股份	106.3	46.6	13.1%	-15.2%	-22.3%	7.2%	-20.8%
润本股份	69.0	33.0	-	-	-	-22.8%	-22.8%
上海家化	156.5	28.3	-5.8%	-2.9%	-9.7%	-11.3%	-26.7%
朗姿股份	88.0	45.7	-11.7%	-2.7%	-0.6%	-13.0%	-28.4%
美容护理（申万）	-	31.2	-1.6%	-12.0%	-6.9%	-10.9%	-29.1%
上美股份	80.9	44.9	-25.0%	1.7%	0.0%	-11.9%	-33.0%
复锐医疗科技	21.6	7.9	57.6%	-24.6%	-30.3%	-18.9%	-41.5%
爱美客	658.9	39.0	-1.3%	-20.6%	-11.1%	-21.6%	-45.6%
华熙生物	343.0	42.5	-16.2%	-21.7%	-2.2%	-17.9%	-47.0%
贝泰妮	302.7	27.2	-14.1%	-29.6%	6.1%	-23.4%	-51.7%
美丽田园医疗健康	27.7	14.0	-7.6%	-12.4%	-55.3%	22.4%	-55.8%
医思健康	22.5	-662.1	-21.9%	-35.1%	-25.4%	-31.3%	-73.7%
雍禾医疗	14.0	-4.4	-28.1%	-4.9%	-45.2%	-27.0%	-75.6%

注：年初至今口径为截至 2023 年 11 月 30 日

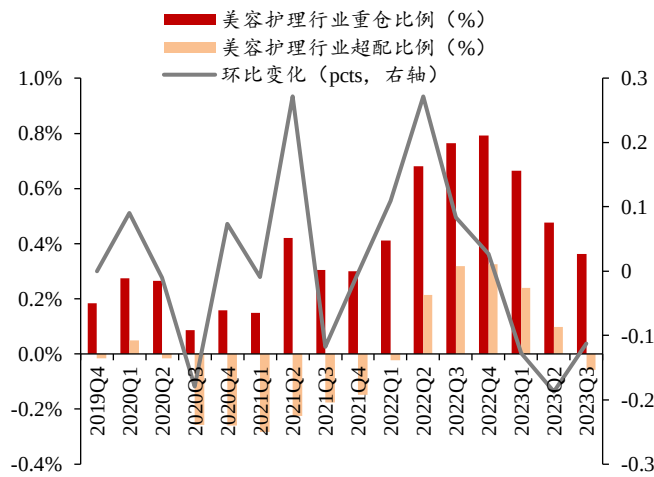
资料来源：Wind，国联证券研究所

1.3 资金持仓：重仓比例逐季走低

板块：基金重仓比例逐季走低，至 2023Q3 已处低配状态。截至 2023Q3，美容护理板块基金重仓持股比例环比减 0.11pct 至 0.36%，板块基金重仓比例自 2022Q4 逐季回落。2023Q3 已转向低配状态，相对行业标准配置比例，2023Q3 美容护理板块低配 0.06pct。

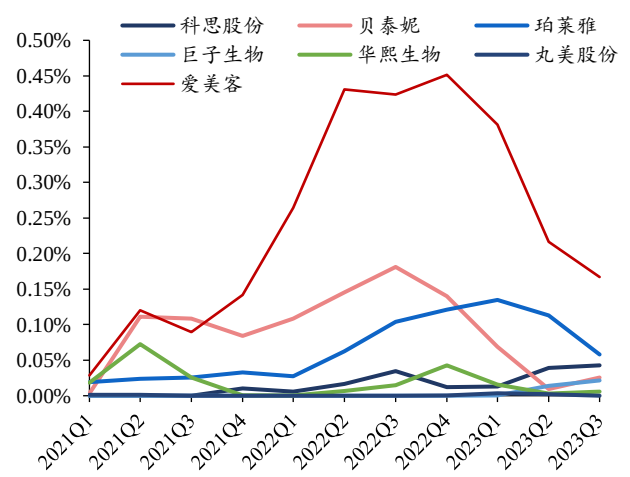
个股：核心公司重仓持股比例多呈降低趋势。截至 2023Q3，爱美客/珀莱雅/科思股份/贝泰妮/巨子生物/华熙生物/上海家化重仓持股比例分别为 0.17%/0.06%/0.04%/0.03%/0.02%/0.01%/0.01%。除巨子生物/科思股份有所加仓外，其余公司重仓比例多呈降低趋势。

图表 7: 美容护理板块基金重仓比例逐季走低, 至 2023Q3 已处低配状态



注: 选取普通股票型/偏股混合型/平衡混合型/灵活配置型基金进行分析
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表 8: 除巨子生物/科思股份外, 其余公司重仓持股比例多呈降低趋势



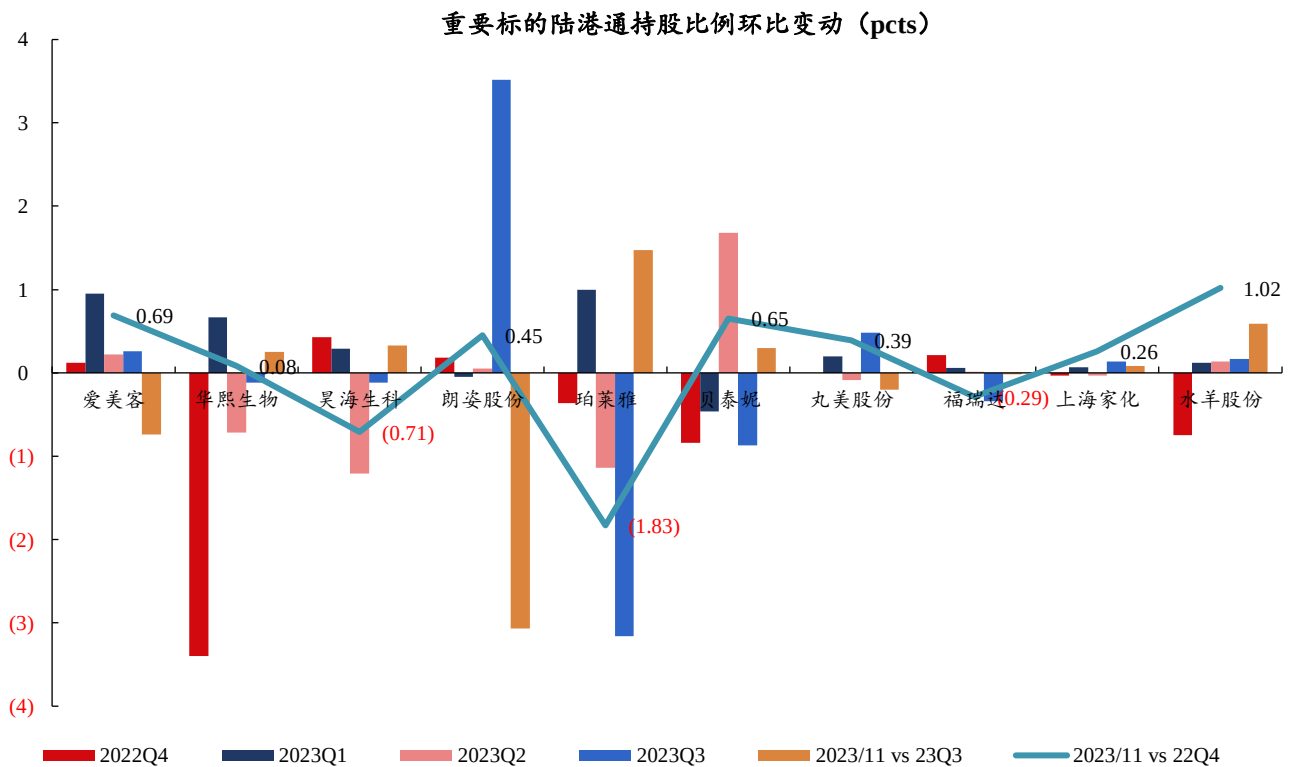
注: 选取普通股票型/偏股混合型/平衡混合型/灵活配置型基金进行分析
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表 9: 截至 2023Q3, 爱美客/珀莱雅/科思股份/贝泰妮/巨子生物等重仓持股市值领先

名称	持有基金数	持有公司家数	持股总量 (万股)	季报持仓变动 (万股)	持股占流通股比 (%)	持股总市值 (万元)
爱美客	61	31	859.59	-195.75	9.41	335,470.39
科思股份	31	15	1,244.39	160.05	7.67	85,862.65
贝泰妮	29	19	553.50	324.54	2.55	51,647.25
珀莱雅	28	19	1,147.11	-1,029.54	2.91	116,546.28
百亚股份	17	8	2,712.42	75.43	6.34	40,008.19
水羊股份	15	9	482.64	403.70	1.35	9,392.13
巨子生物	12	7	1,387.20	453.51	1.39	43,187.96
上海家化	10	4	857.37	-251.15	1.27	22,368.67
锦波生物	7	6	36.73	36.73	1.55	6,516.33
华熙生物	4	3	130.69	50.69	0.66	11,336.08
洁雅股份	3	1	31.13	14.08	0.89	1,099.82
中顺洁柔	1	1	72.29	63.34	0.06	740.98
L'OCCITANE	1	1	218.75	218.75	0.15	4,697.12
嘉亨家化	1	1	1.12	1.12	0.02	25.95
倍加洁	1	1	33.00	33.00	0.33	774.82
诺邦股份	1	1	1.70	-51.01	0.01	22.36
豪悦护理	1	1	0.49	-1.95	0.00	20.95

注: 选取普通股票型/偏股混合型/平衡混合型/灵活配置型基金进行分析
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表 10：2023Q3 以来外资对华熙生物/昊海生科/珀莱雅/贝泰妮/水羊股份等配置增加



资料来源：Wind，国联证券研究所

2. 医美：关注新赛道、新配方和新定位

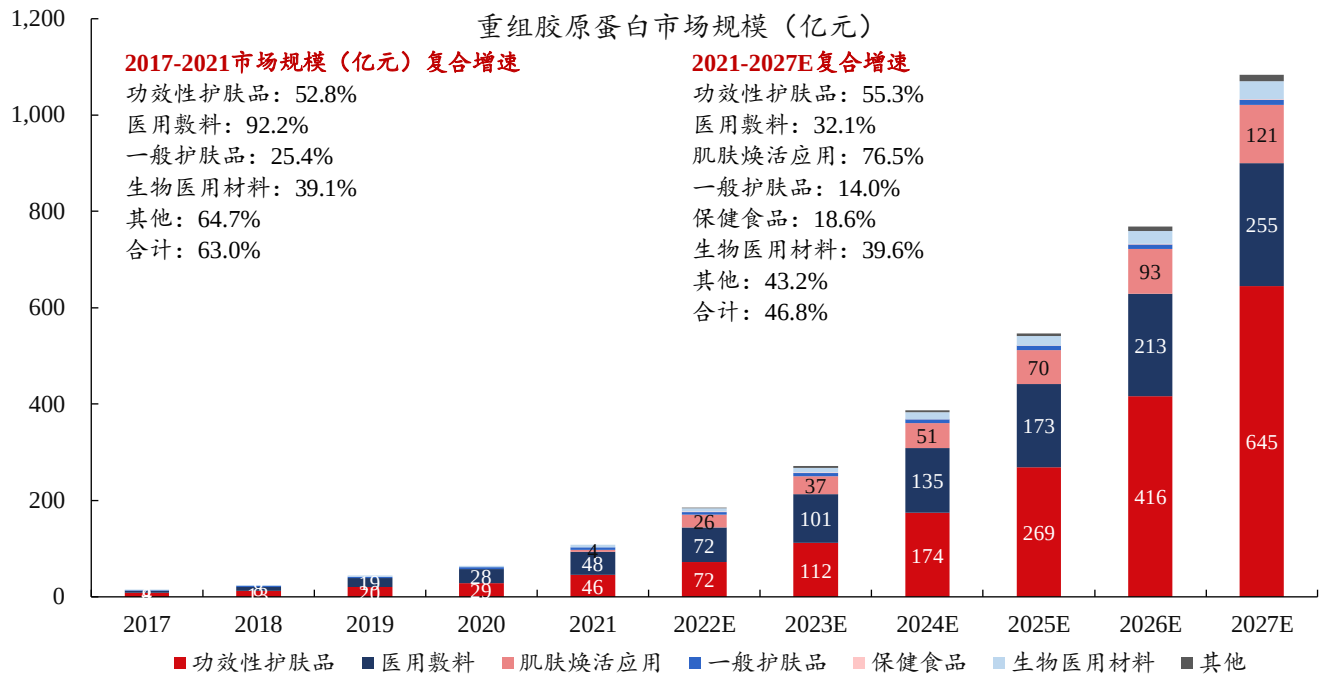
医美消费具备一定的顺周期属性，消费能力与营销广告等需求侧驱动因素受限下，供给侧产品增量对于市场扩容以及厂商业绩的驱动重要性凸显。胶原蛋白刺激剂外，还可关注重组胶原蛋白、水光、减脂等新赛道，同时配方与定位层面的微创新亦可创造增量。

2.1 重组胶原蛋白：高壁垒、低渗透的优质赛道

2.1.1 市场：2024 年医美注射市场有望加速

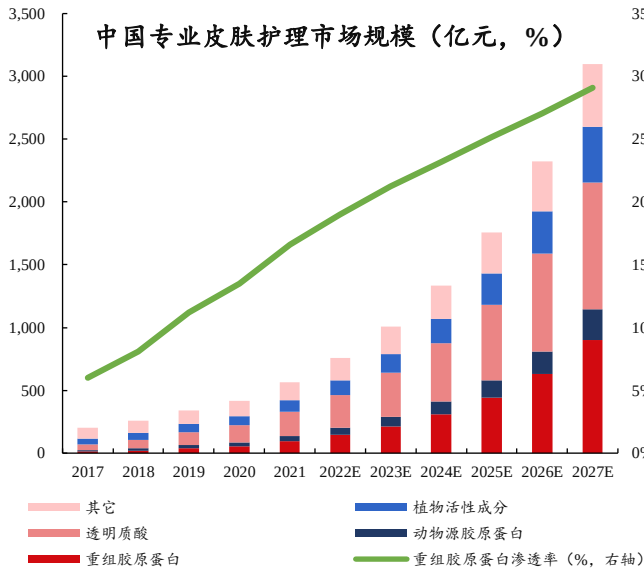
材料性能优异+供给端技术进步，重组胶原蛋白赛道高景气度。重组胶原蛋白材料具备提供结构支持、刺激细胞再生及增殖、修复受损皮肤屏障，无潜在的细胞毒性和排异风险等性能优势。叠加合成生物学的先进技术使在不牺牲消费者应用场景的高生物活性的前提下以较低的成本大规模生产重组胶原蛋白成为可能，丰富的重组胶原蛋白类别和综合表达系统可实现跨不同类别重组胶原蛋白的高效合成。自 2020 年起重组胶原蛋白市场迎来高景气阶段，沙利文数据显示，2017-2021 年重组胶原蛋白市场规模以 63.0% 的复合增速增至 108 亿元，细分领域中医用敷料与功效性护肤品增速更快。展望 2024 年，重组胶原蛋白医美注射产品获批数量有望增加，供给驱动下，重组胶原蛋白在肌肤焕活领域的渗透率亦有望加速。

图表 11：材料性能优异+供给端技术进步，重组胶原蛋白赛道高景气度



资料来源：弗若斯特沙利文，巨子生物招股书，国联证券研究所

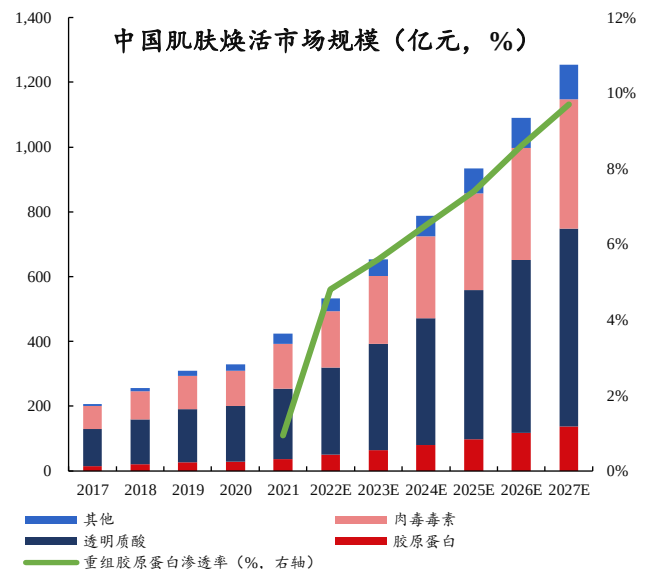
图表 12：重组胶原蛋白将在皮肤护理市场渗透率不断提升



注：专业皮肤护理市场包含医用敷料与功效性护肤市场

资料来源：弗若斯特沙利文，巨子生物招股书，国联证券研究所

图表 13：重组胶原蛋白将在肌肤焕活市场渗透率不断提升



资料来源：弗若斯特沙利文，巨子生物招股书，国联证券研究所

2021 年起重组胶原蛋白政策相继出台，行业标准化、规范化进程提速。从 2021/03 重组胶原蛋白行业标准、重组胶原蛋白生物材料命名，到 2021/04 医疗产品分类界定，2022/04 重组人源化胶原蛋白行业标准，再到 2023/05 重组人源化胶原蛋白原材料评价指导原则。重组胶原蛋白行业政策愈加完整与细致，已涉及原料评价、命名规范、监管分类、行业标准等多个维度。

图表 14：2021 年起重组胶原蛋白政策相继出台，行业标准化、规范化进程提速

时间	政策法规	条例	具体内容
2021.03	关于《重组胶原蛋白》等 2 项医疗器械行业标准立项的通知	医疗器械行业标准立项	批准《重组胶原蛋白》和《组织工程医疗器械产品胶原蛋白第 3 部分：胶原蛋白含量检测-液相色谱仪-质谱法》2 项医疗器械行业标准制修订项目立项。

2021.03	《重组胶原蛋白生物材料命名指导原则》	名称组成结构	·重组胶原蛋白生物材料名称由核心词和特征词组成，按“ 特征词（如有）+核心词（A+B） ”结构编制。可将核心词的“重组”置于名称之首，如“重组III型人源化胶原蛋白溶液”。
		核心词 A（采用重组 DNA 技术制备）	· 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 全长或部分氨基酸序列片段，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 。
		核心词 B（剂型）	· 剂型 ：溶液、冻干粉、凝胶、海绵、纤维、其他剂型。
2021.04	《重组胶原蛋白类医疗产品分类界定原则》	特征词（胶原蛋白型别）	· I型 ：基于胶原蛋白 COL1A1 基因或部分基因编码的重组胶原蛋白。 · III型 ：基于胶原蛋白 COL3A1 基因或部分基因编码的重组胶原蛋白。 · 其他 ：基于其他型别胶原蛋白基因或部分基因编码的，或不同型别基因编码组合型的重组胶原蛋白，根据产品实际情况，选用相应的专业术语。 · 人工编辑（缺省） ：部分基因编码为人工编辑优化的序列，非人的胶原蛋白序列。
		管理属性界定	◎重组胶原蛋白类医疗产品的管理属性应当 依据产品预期用途、作用机制等进行综合判定 。 ·不符合《医疗器械监督管理条例》有关医疗器械定义的重组胶原蛋白类产品，不作为医疗器械管理。 ·产品实现医疗器械用途，同时含有发挥药理学作用的药物成分时，应当根据产品 主要作用机制 判定以药品作用为主或者以医疗器械作用为主的药械组合产品。 ·产品符合医疗器械定义且不含有发挥药理学作用的药物成分时，作为医疗器械管理。 ◎对于属性判定作为医疗器械管理的重组胶原蛋白类医疗产品，应当 依据产品的材料特性、结构特征、预期用途、使用形式等综合判定 产品管理类别。 ·重组胶原蛋白类产品的管理类别应当 不低于第二类 。 ·重组胶原蛋白类产品 作为无源植入物应用时，应当按照第三类医疗器械管理 。 ·重组胶原蛋白类产品 作为止血和防粘连材料应用时，若产品可部分或全部被人体吸收或者用于体内时，按照第三类医疗器械管理；若产品不可被人体吸收且仅用于体表时，按照第二类医疗器械管理 。 ·重组胶原蛋白类产品 作为医用敷料应用时，若产品可部分或者全部被人体吸收，或者用于慢性创面，按照第三类医疗器械管理；若产品不可被人体吸收且用于非慢性创面，按照第二类医疗器械管理 。
		注册证有效期	·已受理注册申请的产品继续按照原受理类别进行审评审批。 ·已获准按照医疗器械注册的重组胶原蛋白类产品，其注册证在有效期内继续有效。 ·予以延期的，原注册证有效期原则上不得超过 2023 年 12 月 31 日。
2022.04	关于《重组人源化胶原蛋白》医疗器械行业标准立项的通知	医疗器械行业标准立项	·批准《 重组人源化胶原蛋白 》医疗器械行业标准制修订项目立项。
2022.07	《2022 年医疗器械分类界定结果汇总》	分类界定	·将 重组III型人源化胶原蛋白冻干纤维、注射用透明质酸钠和重组人源III型胶原蛋白溶液、医用重组胶原蛋白可吸收敷料 界定为按照III类医疗器械管理的 产品 。
2023.01	关于发布《重组人源化胶原蛋白》医疗器械行业标准的公告	医疗器械行业标准审定通过	·规定了 重组人源化胶原蛋白 的质量控制、技术要求、试验方法、稳定性、生物学评价以及包装、运输和贮存等。
2023.05	《重组胶原蛋白创面敷料注册审查指导原则》	-	·聚焦第二类医疗器械管理的 重组胶原蛋白创面敷料注册审查的要点 ，主要包括对产品名称、管理类别/分类编码、注册单元划分的原则和实例、结构及组成、产品技术要求等信息进行规范化管理。
2023.05	《重组人源化胶原蛋白原材料评价指导原则》	-	·对重组人源化胶原蛋白 原材料性能、结构表征、纯度、含量、杂质、热稳定性、生物学功能评价 等维度制定详细评价标准。

资料来源：NMPA，青眼，国联证券研究所

2.1.2 格局：厂商数量较少、锦波先发优势显著

高壁垒赛道，竞争格局尚好，头部企业各有千秋。以产业化（原料产能/类型/质量/成本）与商业化（终端品牌/终端业务/产品储备）等维度比较，重组胶原蛋白企业各有千秋。锦波生物拥有第一款III类医疗器械证的人源化胶原蛋白产品，创健医疗旗下处临床试验状态的III类械产品数量较多，聚源生物在产能/类型维度亦处于第一梯队水平，巨子生物旗下可复美品牌在功效护肤/医用敷料等偏 C 端领域具备较好的品

牌认知度。

图表 15：高壁垒赛道，竞争格局尚好，头部企业各有千秋

维度	巨子生物	锦波生物	创健医疗	聚源生物
概况	2001 年成立，创始人/首席科学官范代娣博士国内最早开始重组胶原蛋白研究，与医疗机构及学术机构（西北大学）合作开展研发活动	2008 年成立，创始人杨霞为生物工程高级工程师，采用产学研合作与复旦大学、四川大学等开展基础研究工作	2015 年成立，前身为 1986 年创立的中国本土第一家在中国香港上市的骨科医疗器械龙头企业，而后于 2010 年被全球骨科巨头企业“史赛克”收购。	2015 年成立，技术源于南京理工大学，南理工杨树林教授拥有 20 多年生物化工产品研发经验，任公司副总经理
表达体系	大肠杆菌/毕赤酵母/酿酒酵母等	大肠杆菌等	毕赤酵母等	毕赤酵母等
表达率	重组大肠杆菌靶蛋白在经过一轮的加工后回收率达到 90%，为业内领先的纯化及回收率	-	-	-
纯度/内毒素浓度	纯度 99.9%符合医疗级材料行业标准，细菌内毒素浓度（低于 0.1EU/mg）优于医疗级材料行业标准	-	-	纯度可达 99.5%以上、细菌内毒素低于 0.05EU/mg，处于行业领先水平
原料产能	10,880 千克（截至 2022 年末）	117.248 千克（截至 2022 年末）	医用级原料产能可达近 5 吨/年（截至 2022 年末）	2000 千克
原料扩产	新增 212.5 吨，预计 2023 年达产；2023H1 生产扩建按计划顺利推进，新增 2 条重组胶原蛋白产线	计划新增 7 条原料生产线，达到年产 注射级 重组胶原蛋白原料 200 千克	“如果市场需要，产能可扩大 2 倍以上”	2023H1 新工厂投产，可年产重组胶原蛋白纯品 20 吨，折合重组胶原蛋白溶液 5000 吨
类型				
分型	I 型、II 型及 III 型	I 型、III 型、XVII 型	I 型、II 型、III 型、XVII 型	I 型、III 型
小分子重组胶原蛋白	217Da（2021 年）	3kDa（2023 年）	5kDa（2023 年）	-
类人胶原蛋白	25 种功能强化型重组胶原蛋白及 5 种重组胶原蛋白功效片段	√	√	√
人源化胶原蛋白	三种全长重组胶原蛋白（重组 I 型、II 型及 III 型）	√	√	√
人胶原蛋白	×	×	×	×
质量				
序列一致	重组胶原蛋白序列与人体胶原蛋白结构域序列越一致，则人源化程度越高，生物相容性越好			
结构一致	重组胶原蛋白是否具有与人体胶原蛋白类似的稳定有序的三螺旋结构，是其在多个健康领域应用的重要评价标准			
活性一致	注重保持重组胶原蛋白的生物活性和稳定性，其生物学功能应经过体内或者体外生物学方法进行评测和确认			
原料技术				
技术/产品名称	Human-like 重组胶原蛋白仿生组合技术	重组型人源化胶原蛋白	重组 I 型人源化小分子胶原蛋白	重组型人源化胶原蛋白
宣称	与人胶原蛋白氨基酸序列 100% 一致的全长重组胶原蛋白	100%人体同源，有三螺旋结构	100%人体同源，分子量仅为 5kda 的小分子重组胶原蛋白	100%全人源化、高纯度高活性
技术描述	包含重组 I 型人胶原蛋白重组 II 型人胶原蛋白、重组类人胶原蛋白、mini 小分子重组胶原蛋白肤共四种成分的仿生组合专利技术。	选择 I 型人胶原蛋白中的氨基酸中央活性区域（483-512）对应的基因片段，进行重复构建，具备 164.88 度的柔性三螺旋结构。	取入 III 型胶原蛋白氨基酸序列中生物活性位点富集片段，通过毕赤酵母高密度表达制备的分子量仅为 5kda 的可透皮吸收小分子重组胶原蛋白。	含有 498 个氨基酸，理论分子量约 54.5kda，构建的重组人源 II 型胶原蛋白表达菌株（巴斯德毕赤酵母）能够有效稳定和大量地表达重组人源 II 型胶原蛋白。
交联技术	2022 年 10 月获得“无交联剂残留的注射用胶原蛋白填充剂及其制备方法”发明专利。通过交联提升重组胶原蛋白的力学性能和延长其在体内的降解时间，得到的大分子 I 型重组胶原蛋白分子量在 100kDa 以上	2023 年 8 月申请“自交联重组人源化胶原蛋白高分子生物材料及其制备方法”发明专利。通过自交联、自组装作用可获得具有明确三螺旋结构的重	2023 年 6 月申请“梯度分子量重组胶原蛋白及其制备方法和应用”发明专利。制备的梯度分子量重组胶原蛋白分子量大小为 5-45KDa	2023 年 3 月获得“用于组织填充的重组胶原蛋白凝胶微粒及其制备方法”发明专利。制备的重组胶原蛋白凝胶微粒可起到纠正皱纹、填充凹陷等作用。

		组 III 型人源化胶原蛋白大分子材料。			
	终端品牌	可复美/可丽金等 8 个品牌	薇旖美/薇莱美/肌频/ 重源等等	悦白之几/悦白等	科媞氏/蒂美生/莫兰缇 等
	终端业务	不出售原料、纯自有品牌，覆盖 医疗器械/功效护肤/功能型食品 等	ODM+OBM；原料/医 疗器械/功效护肤/卫生 用品	ODM/原料/医疗化妆品 终端等	自有品牌/原料业务 /OEM+ODM 代工，覆 盖医疗器械/化妆品/保 健食品等
商业 化	产品储备	102 种在研产品： 美丽产品组合下的 49 种功效性护肤品、37 种医用敷料及 4 种肌肤焕活产品；健康产品组合下的 2 种生物医用产品、7 种保健食品及 3 种特殊医学用途配方食品。（招股书口径）	9 种在研产品： 6 种重组 III 型/1 种重组 I 型/1 种重组 XVII 型人源化胶原蛋白植入剂、1 种 EK1 吸入剂。（招股书口径）	2023 年创健医疗累计 5 个三类医疗器械项目进入临床试验阶段。	-
	销售渠道	截止 2023H1，产品通过线下直销和经销途径覆盖约 1,400 家公立医院、约 2,200 家私立医院和诊所、约 500 个连锁药房品牌和约 4,000 家 CS/KA 门店。	截止 2023H1，覆盖终端医疗机构超过 1500 家。	-	-

注：由于创健医疗与聚源生物为非上市公司，部分资料公开渠道未搜索到相关信息或信息不完整，以公司实际为准

资料来源：巨子生物公司公告，巨子生物公司官网，专利顾如，聚美丽，丁香园，36 氪，锦波生物公司公告，医美部落，锦波生物公众号，创健医疗公司官网，万物合成公众号，聚源生物公司官网，国联证券研究所

继薇旖美后，2024 年起重组胶原蛋白 III 类械产品供给有望增加。1) 2009-2020 年动物源胶原蛋白主导：胶原蛋白 III 类械医美注射产品核心成分均为动物源胶原蛋白为主，且厂商数量仅有双美生物/长春博泰/荷兰汉福生物等 3 家，产品数量仅有肤柔美/肤丽美/肤莱美/弗缦/爱贝芙等 5 款。2) 2021-2023 年锦波独占重组胶原蛋白市场：2021 年 6 月锦波生物薇旖美获批，成为首款三类医疗器械证的人源化胶原蛋白产品重组胶原蛋白，2023 年锦波生物产品拓展节奏加快，6 月在“薇旖美极纯”基础上新推出“薇旖美至真”，8 月“注射用重组 III 型人源化胶原蛋白溶液”获得 NMPA 三类械认证。3) 2024 年起巨子与创健三类械产品有望增加：巨子生物财报显示其旗下两款三类械产品有望于 2024H1 获批；药融云数据库显示江苏创建及其子公司合计有 6 款产品处于临床试验阶段；锦波生物有 2 款产品处于临床试验阶段。

图表 16：已获批三类械胶原蛋白产品以动物源胶原蛋白为主

品牌	肤柔美	肤丽美	肤莱美	弗缦 Fillderm	爱贝芙 Arte Coll	薇旖美极纯	薇旖美至真	-
产品名称	Sunmax Collagen Implant I	Sunmax Collagen Implant I-Plus	Sunmax Facialgain Collagen Implant with Lidocaine	医用胶原填充剂	整形用胶原和 PMMA 皮下植入物系统	重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维	注射用重组 III 型人源化胶原蛋白溶液	
公司	双美生物		长春博泰医药		荷兰汉福生物	锦波生物		
首批时间	2009/09	2012/12	2019/04	2012/04	2012/03	2021/06	2023/08	
主要成分	猪皮纯化而成的 I 型胶原蛋白	猪皮纯化而成的交联 I 型胶原蛋白	猪皮纯化而成的交联 I 型胶原蛋白、利多卡因	I+III 型牛胶原蛋白、利多卡因	PMMA 微球、牛胶原蛋白、微量利多卡因	重组 III 型人源化胶原蛋白	重组 III 型人源化胶原蛋白和 0.9% 的生理盐水	
形态	非凝固型胶原蛋白	凝固型胶原蛋白	凝固型胶原蛋白	非凝固型胶原蛋白	复合式胶原蛋白混悬液	4mg 胶原蛋白冻干纤维	10mg 胶原蛋白冻干纤维	无色或类白色液体
适应症	额部动力性皱纹	鼻唇沟重力性皱纹		中、重度鼻唇沟	鼻唇沟纹、填充隆鼻	额部动力性皱纹（如眉间纹、额头纹和鱼尾纹等）		
持续时间	3 个月	9 个月	6-12 个月	3-6 个月	5-10 年	1-3 个月	-	-

治疗周期	1月1次， 3次/疗程	单次，可在4-6 个月后叠加注射	单次，可在12 个月后叠加注 射	1-2次，3个月 后进行第二次	1-2次，1 个月后进行 第二次	3-6次一 疗程，每 次间隔1 月	-	-
终端售价 (元)	5300	13800	16800	12800	13700	6800	-	-
特色	可增容的皮 肤焕白营养 剂	可增容的皮肤 白营养剂：祛 黑/营养/填充三 效一体的注射美 容材料	舒适感更强、 保持时间更长	99.99%超高纯 度活性医用牛胶 原填充剂，支撑 、营养、再生三 效合一	可达到自然 平整状态， 组织柔软、 无硬结	首款三类 医疗器械 证的人源 化胶原蛋白 产品	超螺 旋、超 活性、 超持久	-

资料来源：NMPA，新氧，薇琦美公众号，秋涛医学美肤，医美部落，国联证券研究所

图表 17：继薇琦美后，2024 年起重组胶原蛋白III类械产品供给有望增加

企业	产品名	适应症	预计获批时间
巨子生物	重组胶原蛋白液体制剂	面部皮肤	2024H1
	重组胶原蛋白固体制剂	面部皱纹，如抬头纹/鱼尾纹	2024H1
	重组胶原蛋白凝胶	中度至重度颈纹	2025H1
	交联重组胶原蛋白凝胶	中度至重度法令纹	2025H1
企业	临床试验题目	功效	状态（截至 2023/11/28）
江苏创健	评价重组 XVII 型胶原蛋白应用于皮肤大疱性疾病的修复的安全性和有效性的单中心临床研究	皮肤大疱性疾病	探索性研究/预试验
	重组 III 型胶原蛋白对于面部皮肤状态改善及抗衰老的优效性临床试验	皮肤状态改善	II-III 期临床
	重组人 III 型胶原蛋白超分子组可注射填充水凝胶微颗粒用于注射皮肤真皮层组织内补充人 III 型胶原蛋白的面部抗衰老研究	面上部皱纹，包括眉间纹、额头纹、鱼尾纹	II-III 期临床
青海创铭 医疗器械	评价重组胶原蛋白贴敷料用于激光、光子术后创面修复辅助治疗的安全性和有效性临床试验	光电技术治疗后皮肤创面	II-III 期临床
常州立康 健生物	重组III型胶原蛋白膀胱修复剂用于膀胱上皮氨基葡萄糖保护层缺乏的临时替代的安全性与有效性的前瞻性、随机、平行对照、单盲、多中心临床试验	具有膀胱炎典型症状的膀胱炎患者	II-III 期临床
常州中辉 医疗器械	评价医用重组胶原蛋白可吸收修复敷料用于皮肤真皮缺损的修复与重建的有效性、安全性的临床研究	皮肤真皮层缺损	II-III 期临床
锦波生物	A 型重组 III 型人源化胶原蛋白治疗眶周老化的有效性评价	眶周老化	探索性研究/预试验
	重组人源胶原蛋白阴道凝胶治疗阴道干涩的有效性和安全性评价	阴道干涩症	I 期临床

注：青海创铭医疗器械/常州立康健生物/常州中辉医疗器械股东均为江苏创健

资料来源：巨子生物公司公告，药融云数据库，国联证券研究所

2.1.3 节奏：短期拓展浅层抗衰市场

基于安全性与有效性对填充材料分类：A 型填料（生物可吸收、暂时性填充）占主导地位；B 型（生物可吸收、半永久）与 A 型形成补充；C 型（不可生物吸收、永久性且不可逆）由于注射难度与并发症，应用不如其他类型材料广泛；D 型（可能完全可吸收+可能实现永久性增强效果）具有未来占据市场份额的商业化潜力。

图表 18：基于安全性与有效性对填充材料分类，A-主导、B-补充、C-过时、D-趋势



资料来源：《Peng Zhao - Polymeric injectable fillers for cosmetology Current status future trends and regulatory perspectives》，艾尔建美学，国联证券研究所

重组胶原蛋白符合理想填充剂发展方向，短期拓展浅层抗衰市场，技术深化后远期空间值得期待。基于理想填充剂的安全性/有效性/易操作性等维度比较，我们认为，胶原蛋白本身具备较好的即刻（自然填充）+远期（诱导再生）效果，符合理想填充材料的发展方向，且重组胶原蛋白材料相对玻尿酸/动物源胶原蛋白/胶原蛋白刺激剂有自身独特优势。短期重组胶原蛋白注射产品主要应用于浅层抗衰市场，未来伴随交联技术/重组人胶原蛋白原料实现突破，重组胶原蛋白在医美填充/医疗领域的远期空间值得期待。

图表 19：重组胶原蛋白符合理想填充剂发展方向，短期拓展浅层抗衰市场，技术深化后远期空间值得期待

维度	特点	玻尿酸	动物源胶原蛋白	胶原蛋白刺激剂	重组胶原蛋白
材料类型		A 类	A 类	B 类	A 类
有效性	即刻填充	√，吸水易膨胀	√，所见及所得	与 HA/CMC 等凝胶材料结合后可以	×
	远期再生	×	√ 直接补充： 胶原蛋白网状支架结构可使体内成纤维细胞、毛细血管、脂肪细胞向胶原注射物内移行，诱导并合成再生自体胶原蛋白	√ 刺激人体自身纤维细胞和胶原蛋白反应，起到 结构重塑 和 容积填充 的作用	√ 直接补充： 通过分子间相互作用形成胶原蛋白纤维网，该网状结构对细胞、组织起 支撑 作用；基于胶原蛋白良好的 细胞粘附性 ，细胞沿胶原蛋白纤维网有序生长，使皱纹塌陷的部位得到修复和物理填充。
	适用部位	□适用范围广泛（抗衰/填充/塑型/皮肤状态改善等），用于泪沟和眼周容易出现丁达尔现象；	□侧重填充/肤质改善/抗衰等，尤其是眼周泪沟等精细化部位（乳白色特性还可改善黑眼圈）；	□目前 A 型+B 型结合材料适用部位较多，抗衰/填充/塑型均可	□目前侧重肤质改善/浅层抗衰
	维持时间	□6-24 个月，长效玻尿酸可维持 2 年+	□8-12 个月，五官塑形维持时间短于玻尿酸	□一疗程（3 次）效果最高可达 30 个月（童颜针）	□1-3 个月，1 疗程剂量足够可维持 6 个月+
安全性	不良反应	□注射后过敏反应较少	□注射后过敏反应较少，但有一部分对胶原蛋白成分过敏现象	□注射后过敏反应较少，海外上市产品部分文献显示有结节/肉芽肿/炎症反应等副作用	□注射后过敏反应极少，但有一部分对胶原蛋白成分过敏现象

操作 性	可降解性	☐ 能在人体内降解并转化为水分 ☐ 有交联剂残留	☐ 能在人体内降解并转化为氨基酸 ☐ 交联剂可完全代谢排出	☐ 能在人体内降解 ☐ HA 有交联剂残留	☐ 能在人体内降解 ☐ 无交联剂残留
	操作便利度	☐ 有透明质酸酶、效果可逆；	☐ 暂无溶解酶、效果不可逆，需等待自然代谢	☐ 暂无溶解酶（HA 载体可溶解）、效果不可逆，需等待自然代谢； ☐ 部分产品（艾维岚童颜针）需要复配	☐ 暂无溶解酶、效果不可逆，需等待自然代谢
	储存方便性	☐ 可常温保存	☐ 需 2-8 度冷藏存储	☐ 可常温保存	☐ 需 2-8 度冷藏存储
市场 定位	价格	☐ 获批品牌多、价位选择多样化（几百-1 万+）	☐ 获批品牌少、价位选择有限且价格较高（水光 5000+，填充 1 万+）	☐ 获批品牌少、价位选择有限且价格较高（1 万+）	☐ 获批品牌少、价位选择有限且价格较高（水光 5000+）
	客群	☐ 年轻消费者，塑形为主，对性价比权重高	☐ 成熟消费者，抗衰需求为主，追求自然效果	☐ 成熟消费者，抗衰需求为主，追求自然效果	☐ 成熟消费者，抗衰需求为主，追求自然效果
展望	海外现状	☐ 全球主流医美市场中均为第 2 大注射材料（仅次于肉毒素）	☐ 在美国由于致敏率与潜在携带病毒风险，2003 年后逐渐被玻尿酸替代	☐ 海外 CaHA 注射材料体量仅次于玻尿酸，PLLA 与 PCL 相对小众	☐ 尚无医美产品
	国内现状	☐ 国内医美市场第 1 大注射材料； ☐ 市场开始反思“馒化”，追求自然效果	☐ 国内 2019 年后异军突起，但产能有限会出现缺货问题； ☐ 龙头双美生物扩产后 2022 年收入 3 亿+	☐ PLLA 与 PCL 均发展较好； ☐ Merz 于 2023 年 4 月启动 CaHA 产品临床试验	☐ 领先全球水平，但获批产品数量少； ☐ 主要应用于敷料市场与浅层抗衰市场
	未来展望	☐ 适应症进一步扩充； ☐ 与 B 型材料结合产品数量增加	☐ 与重组胶原蛋白错位竞争，主导胶原蛋白填充市场，重组胶原蛋白短期以浅层抗衰为主	☐ 类型/产品/适用部位/价格带层次多样化 ☐ 与 A 型材料结合产品数量增加	☐ 产品供给数量/层次增加 ☐ 与 HA 结合丰富产品效果 ☐ 技术突破+成本下降，注射层次/价格定位多元化

资料来源：中国医美科普，CPIDG 学术，医美部落，ISAPS，ASPS，双美生物公司公告，完美抗衰护肤，博润阳光，《Collagen-Based Dermal Fillers: Past, Present, Future. Cockerham Kimberly; Hsu Victoria J》，国联证券研究所

2.2 水光：合规加速，竞争关键在于安全性与效果

2.2.1 市场：成分复配与护肤融合或为未来趋势

2021 年以来水光针合规化加速，复配型产品监管落地。1) 纯 HA 型水光针“三类械”监管分类明确：2021 年 11 月 NMPA 在《医疗器械分类目录》意见征求意见稿中指出，“注射用透明质酸钠溶液（不应含有发挥药理学、免疫学或者代谢作用的成分），用于注射到真皮层，主要通过所含透明质酸钠等材料的保湿、补水等作用，改善皮肤状态，按照 III 类器械监管”，2022 年 3 月《医疗器械分类目录》正式落地。2) 复配型水光针按照药械组合产品判定程序界定管理属性：2022 年 10 月在《2022 年第三次医疗器械产品分类界定结果汇总》中明确，复配型水光针（①透明质酸钠+重组 III 型人源化胶原蛋白；②透明质酸钠+甘氨酸/丙氨酸/脯氨酸；③透明质酸钠+多聚脱氧核糖核苷酸）均按照药械组合产品判定程序界定管理属性。

图表 20：2021 年以来水光针合规化加速

时间	监管政策	发布部门	重点内容
2021 年 11 月	关于征求《医疗器械分类目录》调整意见的通知	NMPA	规定注射用透明质酸钠溶液（不应含有发挥药理学、免疫学或者代谢作用的成分），用于注射到真皮层，主要通过所含透明质酸钠等材料的保湿、补水等作用，改善皮肤状态，按照 III 类器械监管。
2022 年 3 月	关于调整《医疗器械分类目录》部分内容的公告	NMPA	正式明确注射用透明质酸钠溶液，用于注射到真皮层，主要通过所含透明质酸钠等材料的保湿、补水等作用，改善皮肤状态，按照 III 类器械监管。
2022 年 5 月	《关于医用透明质酸钠产品管理类别的公告》（修订草案征求意见稿）	NMPA	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，且不含发挥药理学、代谢学或免疫学作用的药物成分时，按照第三类医疗器械管理。

- 含有局麻药等药物（如盐酸利多卡因、氨基酸、维生素）、主要通过填充增加组织容积的整形用注射填充物，判定为以医疗器械为主的药械组合产品。
- 含有局麻药等药物（如盐酸利多卡因、氨基酸、维生素等）、主要通过所含透明质酸钠的保湿、补水等作用，改善皮肤状态的医疗美容用注射材料，判定为以医疗器械为主的药械组合产品。

建议按照药械组合产品判定程序界定管理属性的产品：

- **注射用透明质酸钠和重组 III 型人源化胶原蛋白复合溶液：**由透明质酸钠、重组 III 型人源化胶原蛋白、盐酸利多卡因（局麻药）、氯化钠、磷酸盐缓冲液体系和注射用水组成，用于皮内真皮层注射，通过透明质酸钠、重组 III 型人源化胶原蛋白的保湿补水作用，改善皮肤状态。
- **注射用透明质酸钠复合溶液：**透明质酸钠溶液由透明质酸钠、甘氨酸、丙氨酸、脯氨酸和注射用水组成，用于注射到真皮层，通过所含透明质酸钠的保湿、补水作用，改善皮肤状态。
- **注射用透明质酸钠复合溶液：**由透明质酸钠和多聚脱氧核糖核苷酸复合溶液组成；一方面用于注射至面部真皮层，通过所含透明质酸钠等材料的保湿、补水等作用，改善皮肤状态；另一方面声称所含的多聚脱氧核糖核苷酸可以激活腺苷 A2A 受体，从而抑制活性氧簇的产生……从而改善皮肤状态。

2022 年 10 月 《2022 年第三次医疗器械产品分类界定结果汇总》 NMPA

2022 年 11 月 《关于医用透明质酸钠产品管理类别的公告》 NMPA

- 明确“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，且不含发挥药理学、代谢学或免疫学作用的药物成分时，按照第三类医疗器械管理”。
- 明确“含有局麻药等药物（如盐酸利多卡因、氨基酸、维生素）、主要通过填充增加组织容积的整形用注射填充物，判定为以医疗器械为主的药械组合产品”。
- 明确“将含有局麻药等药物（如盐酸利多卡因、氨基酸、维生素等）、主要通过所含透明质酸钠的保湿、补水等作用，改善皮肤状态的医疗美容用注射材料，判定为以医疗器械为主的药械组合产品”。

2023 年 2 月 《2022 年度医疗器械注册工作报告》 NMPA

- 2022 年国家药监局及时研究明确热玛吉、水光针产品管理属性和类别，修订发布《关于医用透明质酸钠产品管理类别的公告》，发布《关于调整<医疗器械分类目录>部分内容的公告》，根据医疗器械风险程度，科学合理地调整有关产品描述、预期用途、管理类别等。

2023 年 5 月 《透明质酸钠复合溶液临床试验技术审评要点（征求意见稿）》 NMPA

- 该征求意见稿明确了复配型水光针的临床注册路径；明确了临床试验设计路径，对照组路径，入选标准及评价指标；明确了临床试验样本量和随访时间。

资料来源：NMPA，国联证券研究所

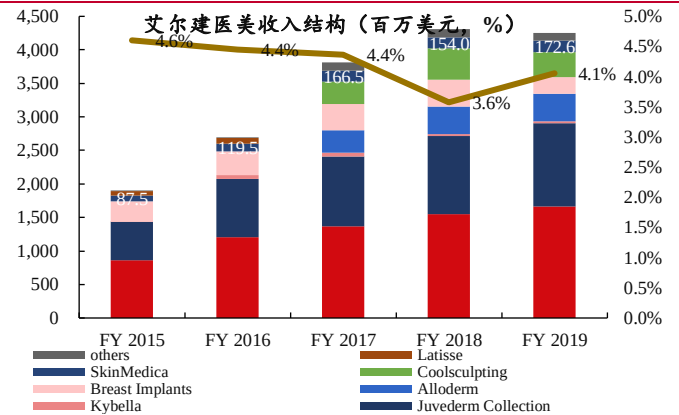
龙头布局医美后市场，医美护肤融合趋势加速。11 月全球医美龙头艾尔建与国内医美厂商爱美客均布局医美后市场，艾尔建将旗下高端科技护肤品牌 SKINMEDICA® 丝缦珂引入国内，爱美客推出爱芙源/嗨体护肤/嗨体熊猫护肤等 3 大品牌。我们认为，背后因素有：1) **当前医美术后修复市场存在痛点：**2015 年后轻医美红利，叠加医美术后修复需求刚性，可复美/敷尔佳/创福康等医用皮肤修复敷料品牌快速崛起，但医美术后修复手段较为单一（敷料/冰块/保湿霜等），且较少根据不同医美项目提供精细化解决方案。2) **护肤产品 To C、消费频次高，与医美产品互补：**医美产品具备 2B2C 属性，消费场景一般限于医疗美容机构、消费频次偏低（水光/光子嫩肤等高频项目也仅为月频），而医美术后修复产品可实现场景延伸（机构-居家）、消费频率远高于医美项目，可以较好提升消费者对医美产品品牌认知，且可与针剂产品形成联合系统性解决方案（如嗨体 1+3 一站式护肤方案）。

图表 21: 艾尔建美学“丝缇珂®”科技护肤品中国首发产品矩阵



资料来源: 美业观察, 国联证券研究所

图表 22: 2015-2019 年 SKINMEDICA 收入体量最高达 1.73 亿美元, 占艾尔建医美收入比重在 4% 左右



资料来源: Bloomberg, 国联证券研究所

图表 23: 爱美客旗下嗨体 1+3 一站式护肤方案 (针剂+即刻+居家)

品牌	产品名称	昵称	价格	特点	嗨体熊猫 1+3 一站式护肤 (针剂+即刻+居家)
爱美源 (2.5mm 修护专家)	爱美源重组 III 型人源化胶原蛋白贴敷料	胶原纱布面膜	249 元 (5 片/盒)	- III 型胶原无菌直补 - 项目后针孔、红肿、干燥	1. 活性治疗 (光电/水光项目) 2. 无菌镇静 (胶原纱布面膜) 3. 保湿舒缓 (冷静面膜) 4. 修护重塑 (蓝标精华)
	爱美源皮肤修复敷料	胶原小喷	169 元 (50ml/瓶)	- 含 III 型胶原加速修护过程; 360° 渗透吸收 - 皮肤干燥缺水、创面结痂	
	爱美源水润舒缓面膜	冷静面膜	238 元 (5 片/盒)	- 含 48% 二裂酵母发酵产物滤液, 添加 7 种植物提取物 - 皮肤屏障脆弱、敏感、缺水	
	爱美源云感温和洁面泡沫	养肤泡泡	149 元 (100ml/盒)	- 添加 20% 以上积雪草, 蕴含透明质酸钠、肌肽、维生素 B5 保湿因子 - 项目后屏障受损、敏感	
	爱美源多效修护精华	蓝标精华	598 元 (30ml/盒)	- 专利复配依克多因+积雪草提取物, 含马齿苋提取物、油橄榄叶提取等 - 炎症、屏障受损、色沉	
嗨体® 护肤 (颈部护理专家)	嗨体医用重组 II 型人源化胶原蛋白修复贴	胶原白颈膜	350 元 (4 片/盒)	- 二类械颈膜, III 型胶原无菌直补 - 项目后针孔、红、肿、干燥	1. 活性治疗 (嗨体 1.5+2.5) 2. 无菌修护 (胶原白颈膜) 保湿滋润 (双导颈膜) 3. 效果增强 (小金管精华+双抗颈霜)
	嗨体淡纹紧致乳霜颈膜	双导颈膜	320 元 (4 片/盒)	3x 亲肤天然油脂沁润颈部, 独特双层膜结构, 单向导入, 紧锁精华 - 颈部干燥、粗糙、纹路	
	嗨体鎏金紧致淡纹颈霜	双抗颈霜	579 元 (50g/盒)	- 含嗨体专利 4D 成分, 专业对抗静态纹; 添加千日菊提取物, 即刻纾解动态纹 - 颈部横纹、暗沉、粗糙	
	嗨体紧致淡纹颈部精华液	颈部小金管	569 元 (5m*4/盒)	- 含 2.5% 棕榈酰三肽-5 淡化皱纹; 添加 1% SYN-HYCAN 玻尿酸胜肽, 支持新胶原纤维质量和强度 - 颈部静态纹、粗糙、色沉	
嗨体熊猫® 护肤 (眼部护理专家)	嗨体熊猫医用重组 III 型人源化胶原蛋白修复贴	胶原三区眼膜	380 元 (5 片/盒)	- 覆盖上眼睑、眼尾、下眼睑三区, 加快创面愈合 - 项目后针孔、红肿、干燥	1. 活性治疗 (嗨体 1.0) 2. 无菌修护 (三区眼膜) 3. 保湿滋润 (120 眼膜) 4. 效果增强 (精华+日晚霜)
	嗨体熊猫臻润淡纹紧致眼膜	120 眼膜	370 元 (5 片/盒)	- 含精氨酸/赖氨酸多肽, 添加泛醇、92% 高纯度甘蔗角鲨烷抚平眼周干纹 - 眼周细纹、缺水	
	嗨体熊猫蕴能淡纹日/晚霜	熊猫小白瓶/小黑瓶	619 元 (15g/盒)	- 含明星提亮成分光甘草定+烟酰胺, 活性褪黑; 蕴含虾青素、雨生红球藻, 清除自由基, 双重抗氧 - 眼周色素型/血管型黑眼圈、皱纹	

嗨体熊猫臻萃 紧致抗皱眼部 精华液	肽级眼精 华	469 元 (15ml/盒)	>含嗨体专利 4D 成分，胶原赋活原理， 抚平眼周纹路；2+1 复合肽，减少肌肤细 纹 >眼周表情纹、干纹、细纹
-------------------------	-----------	-------------------	---

资料来源：爱美客护肤企业微信，国联证券研究所

2.2.2 格局：竞争关键在于安全性与效果

水光针格局：竞争关键在于安全性与效果。1) 安全性：三类械产品稀缺性突出。当前具备 NMPA 三类械认证的水光针产品仅有华熙生物/爱美客/昊海生科/高德美/锦波生物/双美生物等几家公司。2) **效果：成分功效与维持时间较为重要。**纯 HA 水光针较为成熟、功效单一、维持时间不长，市场定位多居中低端，如碧萃诗、术唯可水光针；瑞蓝唯瑅凭借“微交联、长效”等差异化优势占据高端水光市场；胶原蛋白水光针维持时间不长但相对纯 HA 水光针有“补充营养、改善肤质”等功效，市场定位与瑞蓝唯瑅基本相当。伴随复配型水光针监管分类政策落地，未来功效更为丰富的复配型水光针有望对一二类械甚至妆字号产品形成替代。

图表 24：水光针格局：竞争关键在于安全性与效果

类型	产品名称	所属厂商	首次认证情况	核心成分	适应症	维持时间	价格（元）
纯 HA	润致娃娃针 /御龄双子 针	华熙生物	2020 NMPA	HEC 高效交联的 HA+利多卡因	静态额部皱纹	1-3 个月	2330
	碧萃诗	常州药物	2015 NMPA	透明质酸钠	预防或者减少腹 (盆) 腔手术的 术后粘连	1-3 个月	1400
	术唯可	昊海生科旗下的 其胜生物	2015 NMPA	透明质酸钠	预防或者减少腹 (盆) 腔手术的 术后粘连	1-3 个月	1800
	瑞蓝唯瑅	高德美旗下的瑞 典 Q-MED	2019 NMPA	经交联的透明质 酸钠	手背部真皮层， 以改善手部皮肤 外观	12-15 个月	6800
HA+ “X”	嗨体 2.5	爱美客	2016 NMPA	非交联 HA+氨基 酸+肌肽+维生素	颈部中重度皱纹	1-3 个月	1500
	太活 泡泡针	爱美客	2016 NMPA	非交联 HA+氨基 酸+肌肽+维生素	颈部中重度皱纹	1-3 个月	3980
	乔雅登 VOLITE/SK INVIVE	Allergan	2015CE/2023FD A/2022 海南博 鳌乐城"先行先 试"	交联 HA+赖氨酸 脯氨酸+利多卡因	-	6-9 个月	-
	乔雅登 Hydrate	Allergan	2009CE	HA+甘露醇	-	4-6 个月	-
	丝丽动能素 516/532	华熙生物旗下法 国 REVITACARE 公司	2021 海南省药 监局临床急需医 疗器械批复	HA+矿物质+氨基 酸+维生素+核酸+ 辅酶+抗氧化物等 活性成分	-	-	-
	菲洛嘉	法国菲洛嘉	2016 进口 妆字号	HA+矿物质+氨基 酸+维生素+核酸+ 辅酶+抗氧化物等 活性成分	-	-	980
胶原蛋 白	薇旖美	锦波生物	2021 NMPA	重组 III 型人源化 胶原蛋白	额部动力性皱纹	1-3 个月	6800
	肤柔美	双美生物	2019 NMPA	猪皮纯化的 I 型胶 原蛋白	额部动力性皱纹	3 个月	5300

资料来源：NMPA，新氧，医美部落，Consultingroom，国联证券研究所

2.3 减脂：GLP-1R 与溶脂赛道开启

目前市场上可用的抗肥胖治疗方法包括全身与局部治疗。全身治疗是通过口服

奥利司他或皮下给药 GLP-1 受体激动剂等药物调节内分泌或代谢减少脂肪堆积。局部治疗是通过使用能量减脂设备、局部脂肪堆积管理药物及吸脂手术减少局部脂肪堆积。

2.3.1 GLP-1R: 爱美客与华东均有布局

GLP-1 受体激动剂：爱美客与华东医药均有布局。1) **爱美客**：考虑到司美格鲁肽减重效果与给药方式更优，2022 年爱美客在利拉鲁肽基础上通过与北京质肽生物合作布局司美格鲁肽注射液，2023 年 11 月爱美客参与质肽生物 B+轮融资，继双方在产品达成战略合作后，形成更加紧密的股权合作关系。截至 2023H1，利拉鲁肽注射液已完成 I 期临床试验，司美格鲁肽处于临床前在研阶段、预期于 2023-2024 年提交临床试验申请。2) **华东医药**：2023 年 6 月公司旗下利拉鲁肽注射液成为国内首个获批减重适应症的 GLP-1 受体激动剂；目前在研的 GLP-1 产品还包括司美格鲁肽注射液（III 期临床研究已启动，并于 2023 年 9 月完成首例受试者入组）、口服小分子 GLP-1 受体激动剂 HDM1002（肥胖适应症的中国 IND 申请已于 2023 年 9 月获批）、双靶点多肽类激动剂 HDM1005、长效三靶点激动剂 DR10624 等多款产品。

图表 25：靶向 GLP-1R 用于治疗肥胖适应症的临床在研项目（部分）

药物	靶点	类型	国内进展	公司
Beinaglutide	GLP-1R	重组多肽	上市	上海仁会生物制药
利拉鲁肽	GLP-1R	重组多肽	上市	华东医药
利拉鲁肽	GLP-1R	重组多肽	-	诺和诺德
Semaglutide	GLP-1R	重组多肽	NDA	诺和诺德
Tirzepatide	GIPR/GLP1R	合成多肽	NDA	礼来
Retatrutide	GCGR/GLP1R/GIPR	合成多肽	III	礼来
Orforglipron	GLP-1R	化药	III	礼来/中外制药
Ecnoglutide	GLP-1R	合成多肽	III	杭州先为达生物
Mazdutide	GCGR/GLP1R	合成多肽	III	信达/礼来
诺利糖肽	GLP-1R	合成多肽	III	恒瑞医药/豪森药业
TG-103	GLP-1R	融合蛋白	III	石药集团
CagriSema	AMY3/GLP1R	多肽	I	诺和诺德
Bimagrumab	ACVR2	单抗	IND	MorphoSys/诺华制药/Versanis Bio/礼来制药
GMA102/105	GLP-1R	单抗	II	鸿运华宁
HRS-9531	GIPR/GLP1R	合成多肽	II	恒瑞医药
GZR-18	GLP1R	-	II	甘李药业
Survodutide	GCGR/GLP1R	合成多肽	II	勃林格殷格翰制药/Zealand Pharma
MDR-001	GLP-1R	化药	I/II	德睿智药
MWN101	GLP1R/GIPR/GCGR	融合蛋白	I	民为生物
ZT002	GLP-1R	重组多脑	I	北京质肽生物
PB-718	GCGR/GLP1R	化药	I	派格生物/天士力
RAY1225	GLP1R/GIPR	合成多肽	I	众生药业
BGM0504	GLP1R/GIPR	多肽	I	博瑞生物
VCT220	GLP1R	化药	I	闻泰医药
Cagrilintide	AMXR	化药	I	诺和诺德
HEC-88473	GLP1R/FGF21	融合蛋白	I	东阳光
BMS-986036	FGF21	细胞因子类	I	Ambrx Biopharma/百时美施贵宝制药/安进制药/阿斯利康制药
RAY1225	GLP1R/GIPR	合成多肽	I	众生药业
SAL0112	GLP-1R	化药	获批临床	信立泰

HS-20094	GIPR/GLP1R	合成多肽	获批临床	豪森药业
DR10624	GLP1R/GCGR/FGF21	融合蛋白	获批临床	道尔生物/华东医药
HZ012	GLP1R/GIPR	多肽	获批临床	道尔生物/华东医药
GMA106	GLP1R/GIPR	双抗	获批临床	鸿运华宁/中生制药
PB-119	GLP-1R	合成多肽	获批临床	派格生物
苏帕鲁肽	GLP-1R	融合蛋白	获批临床	银诺医药
UBT251	GLP1R/GIPR/GCGR	多肽	IND	联邦生物
SCO-094	GLP1R/GIPR	-	IND	SCOHIA PHARMA/华东医药
CVI-LM002	-	-	IND	西威埃医药

资料来源：药研网，国联证券研究所

2.3.2 溶脂针：爱美客与科笛均有布局

局部脂肪堆积管理药物（溶脂针）：爱美客与科笛均有布局。1) **作用机理：**局部脂肪堆积管理药物的主要成分包括脱氧胆酸、胶原酶与磷脂酰胆碱等，用于皮下脂肪组织，破坏脂肪细胞膜或细胞外基质，诱导脂肪细胞凋亡。沙利文预计，安全性与易治疗性驱动下，至 2025/2030 年，国内局部脂肪堆积管理市场体量分别达 5.14 亿/24.4 亿。2) **竞争格局：**目前国内尚无获批准的局部脂肪堆积管理药物，有 3 款候选产品在国内处于临床试验阶段，相关厂商有科笛（预期 2028 年启动额下与腹部脂肪适应症的商业化）、南京诺瑞特、南京迈诺威；同时爱美客的脱氧胆酸注射液于 2022 年已完成生产工艺和质量标准的确定，预期 2023-2024 年提交临床试验申请。

图表 26：溶脂针相关产品

产品公司	Kybella 艾尔建	CU-20401 科笛	RZL-012 复锐医疗科技	V-OLEF 大熊	MT921 Mdeytox	AYP-101 AMIpPharm	脱氧胆酸 南京诺瑞特	脱氧胆酸 南京迈诺威
核心成分	脱氧胆酸	重组突变胶原酶	5-[3,6-二溴-9H-吡啶-9-基]-N,N,N-三甲基戊烷-1-1-氯化铵	脱氧胆酸	胆酸	多烯磷脂酰胆碱	脱氧胆酸	脱氧胆酸
药品类型	化学药物	生物制剂	化学药物	化学药物	化学药物	化学药物	化学药物	化学药物
作用机制	该药可以溶解脂肪细胞膜，导致脂肪细胞解体	该药可降低脂肪细胞的 ECM，导致脂肪细胞失去支持并诱发脂肪细胞凋亡	破坏细胞膜的完整性，导致细胞坏死，随后产生炎症反应而形成纤维化组织	该药可以溶解脂肪细胞膜，导致脂肪细胞解体	胆酸对脂肪分解（涉及破坏和分解脂肪细胞脂质双层的过程）特别有效	PPC选择性地引起细胞凋亡和脂肪细胞的脂肪分解	该药可以溶解脂肪细胞膜，导致脂肪细胞解体	该药可以溶解脂肪细胞膜，导致脂肪细胞解体
作用位点	脂肪细胞的细胞膜	脂肪细胞附着的细胞外基质中的胶原蛋白	脂肪细胞的细胞膜	脂肪细胞的细胞膜	脂肪细胞的细胞膜	脂肪细胞的细胞膜	脂肪细胞的细胞膜	脂肪细胞的细胞膜
脂肪细胞的结果	细胞溶解及坏死	随后细胞凋亡	细胞溶解及坏死	细胞溶解及坏死	细胞溶解及坏死	细胞溶解及坏死	细胞溶解及坏死	细胞溶解及坏死
对额下脂肪堆积的疗效	在 III 期试验中，52.2% 的患者在第二个疗程后、71.5% 的患者在第四个疗程后 CRSMFRS 下降 1 分	I 期试验中，37.5%-75% 的受试者在一个疗程后 CRSMFRS 下降 1 分	I 期研究并报告案例	在 III 期试验中，71.5% 的患者在第六个疗程后 CR-SMFRS 下降 1 分或 1 分以上	并无汇报案例	并无汇报案例	并无汇报案例	并无汇报案例
注射部位常见的副作用	水肿(I期试验为24.4%，III期试验为71.5%)；麻木(I期试验为4.9%，III期试验为66.2%)；红斑(I期试验为19.5%，III期试验为26.6%)；水肿(I期试验为7.3%，III期试验为60.4%)；肿胀(III期试验为33.2%)；疼痛(I期试验为29.3%，III期试验为69.5%)	水肿(66.7%)；红斑(16.7%)；疼痛(81.3%)；水肿/肿胀(100%)	I 期研究并报告案例	麻木(11.9%)；疼痛(11.0%)；硬化(19.3%)；水肿(14.7%)	并无汇报案例	并无汇报案例	并无汇报案例	并无汇报案例
严重不良事件	下颌神经损伤恢复	I 期研究并无严重不良事件	I 期研究并无汇报案例	下颌神经损伤	并无汇报案例	并无汇报案例	并无汇报案例	并无汇报案例
治疗次数	最多6次单次治疗	现阶段未有足够资料判定	非公开资料	最多6次治疗6次单	非公开资料	非公开资料	非公开资料	非公开资料
注射次数	取决于治疗区域和皮下脂肪厚度	取决于治疗区域和皮下脂肪厚度	取决于治疗区域和皮下脂肪厚度	取决于治疗区域和皮下脂肪厚度	取决于治疗区域和皮下脂肪厚度	取决于治疗区域和皮下脂肪厚度	取决于治疗区域和皮下脂肪厚度	取决于治疗区域和皮下脂肪厚度
治疗时间	15-20 分钟	15-20 分钟	15-20 分钟	15-20 分钟	15-20 分钟	15-20 分钟	15-20 分钟	15-20 分钟
地区	香港/台湾	中国	中国/美国	韩国	韩国	韩国	中国	中国
最高开发阶段	批准	改善成年人额下脂肪堆积I期完成改善成年人腹部脂肪堆积I期（进行中）	美国完成II期临床试验，计划在中国开展III期临床试验	批准	III期	II期	III期	IND批准

资料来源：科笛招股书，国联证券研究所

2.4 微创新：配方与定位层面创造增量

2.4.1 配方创新，效果差异化

生物材料创新周期较长，而配方层面面对不同材料组合亦可实现效果微创新。1) **A 类+B 类：**濡白天使（透明质酸+PLLA），相对艾薇岚（PLLA）增加即刻填充效果；

2) A类+C类: 宝尼达(透明质酸+PVA), 相对纯透明质酸类填充剂维持时间可达8-10年。

未来配方组合有望进一步丰富, 优化注射填充/皮肤美容效果。1) A类+B类: 如 HarmonyCa (艾尔建美学双效混合填充剂), 核心成分 HA (即刻提升)+CaHA (诱导胶原蛋白新生), 该产品在以色列研发, 在欧洲、以色列等地上市, 美国 FDA 认证申请中。2) A类+A类: 如 HA+PDRN (多聚脱氧核糖核苷酸, PDRN 及其二次精制成分多核苷酸 PN 为海外婴儿针核心成分), 2022 年 10 月 NMPA 明确“透明质酸钠和多聚脱氧核糖核苷酸复合溶液按照药械组合产品判定程序界定管理属性”; 如 HA+重组胶原蛋白, 2022 年 10 月 NMPA 明确“注射用透明质酸钠和重组 III 型人源化胶原蛋白复合溶液按照药械组合产品判定程序界定管理属性”。3) A类+“X”: 2022 年 10 月 NMPA 明确“注射用透明质酸钠复合溶液(由透明质酸钠、甘氨酸、丙氨酸、脯氨酸和注射用水组成)按照药械组合产品判定程序界定管理属性”。

图表 27: 濡白天使(透明质酸+PLLA) vs 艾维岚(PLLA)

品牌	伊妍仕少女针	艾维岚童颜针	濡白天使	如生天使
厂商	华东医药	长春圣博玛	爱美客	爱美客
国内注册 获批时间	2021/4/13	2021/4/22	2021/6/24	2021/6/24
规格	1ml/支	340mg/瓶复溶 5ml	0.75ml/支	1ml/支
成分	70%CMC 凝胶载体 +30%PCL 微球	聚左旋乳酸 (PLLA)	左旋乳酸-乙二醇共聚物微球 (18%)、交联透明质酸钠 (81.7%)、盐酸利多卡因 (0.3%)	
胶原再生 原理	微球刺激	微球刺激+降解产物	微球刺激+降解产物	
即刻效果	有, 含 CMC	无	有, 含单相交联玻尿酸	
塑形能力	强, 塑形效果好	欠缺, 质地软, 支撑力弱	强、支撑性好	欠缺, 质地软, 支撑力弱
适合部位	鼻子、眉弓、颧部、下颌 等骨性填充部位	适合大面积区域细致部位注射	鼻子、眉弓、鼻小柱、 下巴及软性支撑的部位 等	适合大面积区域平铺
疗程方案	第 1 次打 2~3 支, 后续根据情况补打	1 个疗程为 2~3 次注射, 第一次注射后, 间隔 1~1.5 个月, 注射第 2 次, 3 次效果可达 2 年以上	第 1 次打为 2-3 支, 第 2 次在 10~12 个月视情况补打	-
是否需要按摩	无需	需要	无需	无需
是否可逆	无法即刻处理, 等待母液自然代谢	无法即刻处理, 等待母液自然代谢	交联 HA 可使用溶酶即刻消除	
是否需要复配	否, 直接使用	需要复配	否, 直接使用	否, 直接使用
疼痛感	不含减痛成分	不含减痛成分	含有利多卡因, 减痛注射	
维持时间	12-18 个月	24 个月	24 个月	-
参考价格	18800 元	18800 元	12800 元	18800 元

资料来源: CPIDG 学术, 新氧, 国联证券研究所

2.4.2 需求挖掘, 定位差异化

精准洞察市场需求, 嗨体产品成为差异化定位典例。2016 年、2020 年、2021 年陆续推出嗨体颈纹针、嗨体水光针、嗨体熊猫针、冬活泡泡针, 产品定位覆盖颈部、框周与面部, 定价覆盖入门级、中高端系列, 满足市场多样化需求。

图表 28: 精准洞察市场需求, 嗨体产品为差异化定位典例

产品	嗨体 1.5	嗨体 2.5	嗨体 1.0	冬活泡泡针
----	--------	--------	--------	-------

上市时间	2016 年 12 月	2016 年 12 月	2020 年 7 月	2021 年 5 月
规格	1.5ml	2.5ml	1ml	2.5ml
主要成分	L-肌肽、脯氨酸、甘氨酸、丙氨酸、维生素 B2、透明质酸等，成分含量有区别导致“浓稠度”差异			
浓度	中度	比较稀	最浓	相较嗨体 2.5 含有更高成分的 L-肌肽和氨基酸
使用部位	颈部	面部、颈部、手部等	眼部四周	面部
注射层次	皮肤真皮深层	皮肤真皮浅层	皮肤真皮深层	皮肤真皮浅层
侧重点	主要针对颈部填充，平复填充细纹，为胶原纤维的形成提供时间	主要针对紧致提升，为真皮层补充营养成分，改善衰老皮肤松弛	主要针对眼周抗衰，解决黑眼圈、泪沟等眼周衰老问题	首个双抗概念和医学隔离膜产品，主要针对抗糖抗氧、赋活细胞
维持时间	首次维持 1-2 个月，单个疗程后，维持 6 个月以上	首次维持 1-2 个月，单个疗程后，维持 6 个月以上	首次维持 1-2 个月，单个疗程后，维持 6 个月以上	4 次一疗程，每次间隔 2-3 周，维持 1 个月左右
终端价（元）	2750	750	3980	3980

资料来源：新氧，医美微资讯，国联证券研究所

玻尿酸：预计未来适应症将趋于精细化与多元化。1) 面部适应症趋于精细化：参考乔雅登与瑞蓝玻尿酸在美国的适应症拓展历程，自 2003 年玻尿酸在美国首次获批，二十年间适应症已由鼻唇沟拓展至脸颊、唇部口周、下巴、下颌线、眼周、全面部等；2) 非面部需求趋于多元化：对耳周/头部/颈部/手部/胸部/臀部等非面部美学需求增加，或将驱动供给增量。

图表 29：FDA 认证的玻尿酸适应症已由鼻唇沟拓展至脸颊/唇部口周/下巴/下颌线/眼周/全面部等

部位	产品	FDA 认证时间	适应症
鼻唇沟	Restylane®	2003/12	矫正中度至重度面部皱纹和褶皱，例如鼻唇沟
	Juvéderm Ultra Plus XC	2006/06	矫正中度至重度面部皱纹和褶皱，例如鼻唇沟
	Restylane® ft	2007/05	矫正中度至重度面部皱纹和褶皱，例如鼻唇沟
	Juvéderm Ultra XC	2010/01	矫正中度至重度面部皱纹和褶皱，例如鼻唇沟
	Restylane-L	2010/01	矫正中度至重度面部皱纹和褶皱，例如鼻唇沟
	Restylane® Defyne	2016/12	矫正中度至重度深层面部皱纹和褶皱，例如鼻唇沟
	Restylane® Refyne	2016/12	矫正中度至重度面部皱纹和褶皱，例如鼻唇沟
	Juvéderm Vollure XC	2017/05	矫正中度至重度面部皱纹和褶皱，例如鼻唇沟
唇部/口周	Restylane® Contour	2021/06	矫正面中部轮廓缺陷
	Restylane®	2011/11	丰唇
	Restylane-L	2012/08	丰唇
	Restylane® Silk	2014/06	丰唇和矫正口周皱纹
	Juvéderm Ultra XC	2015/09	丰唇
	Juvéderm Volbella XC	2016/05	丰唇和口周唇炎
	Restylane® Kysse	2020/03	丰唇和矫正上周口皱纹
脸颊	Juvéderm voluma XC	2013/10	中面部容量缺失
	Restylane® ft	2015/07	丰颊，矫正与年龄相关的面部中部轮廓缺陷；
	Restylane® Contour	2021/06	矫正面中部轮廓缺陷
手部	Restylane® ft	2018/05	注射到手臂以纠正体积损失
下巴	Juvéderm voluma XC	2020/06	改善下巴轮廓
	Restylane® Defyne	2021/01	改善轻度至中度下巴后缩
下颌线	Juvéderm Volux XC	2022/07	改善下颌线
眼周	Juvéderm Volbella XC	2021/05	眼底凹陷
	Restylane® Eyelight	2023/05	改善眶下凹陷

全面部

Juvéderm Skinvive

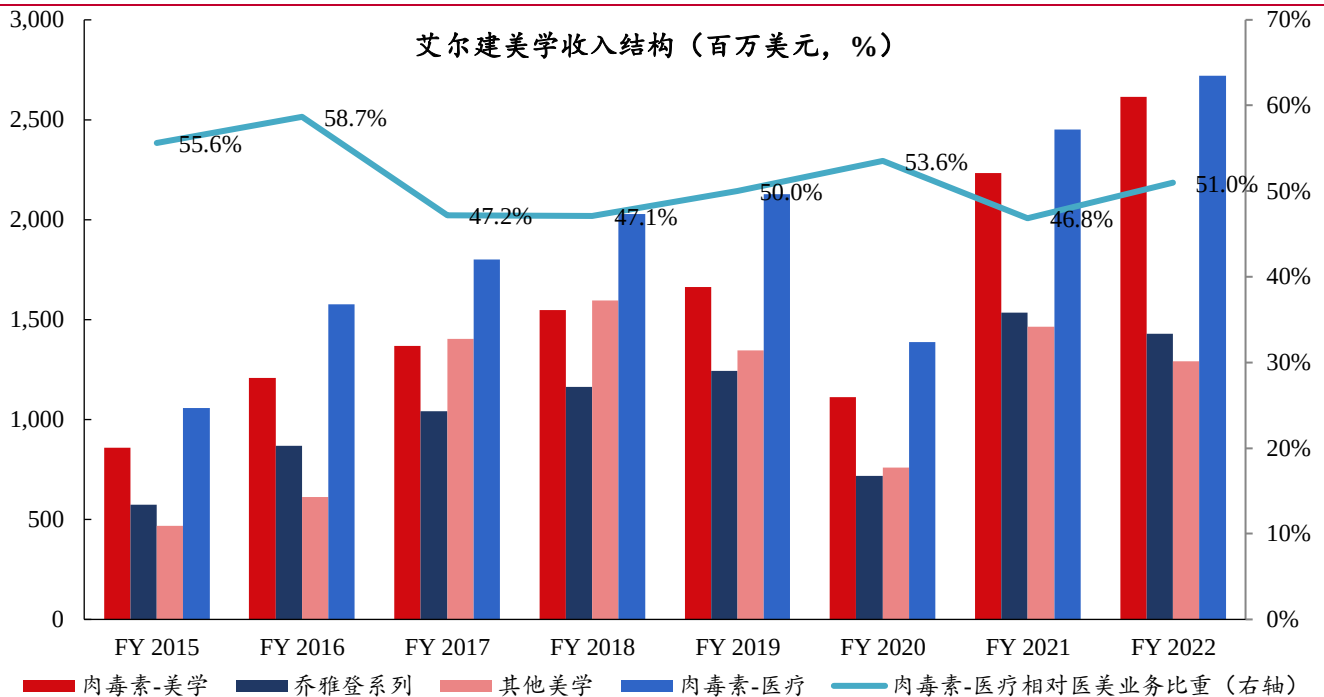
2023/05

改善皮肤光滑度

资料来源：FDA，国联证券研究所

肉毒素：当前适应症集中于眉间纹，未来医美领域适应症有望进一步丰富，医疗领域适应症拓展空间较大。参考全球医美龙头艾尔建美学，旗下肉毒素在医美适应症（眉间纹/抬头纹/鱼尾纹等）与医疗适应症（慢性偏头痛/膀胱过度活动症/眼睑痉挛/斜视/颈肌张力障碍等）均已获得FDA认证，且公司就肉毒素治疗咬肌肥大亦进行临床研究。至2022年医美用途肉毒素与医疗用途肉毒素收入分别为26.15亿美元、27.19亿美元，2015-2022年医疗用途肉毒素收入占美学业务收入比重在50%左右。

图表 30：2015-2022 年医疗用途肉毒素收入占艾尔建美学医美业务整体收入比重约 50%



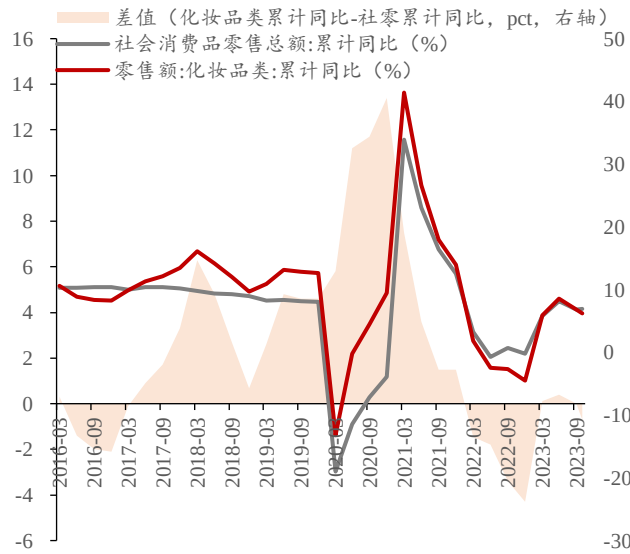
资料来源：Bloomberg，国联证券研究所

3. 美妆：把握优质品牌份额崛起的机遇

3.1 市场：美妆延续弱复苏

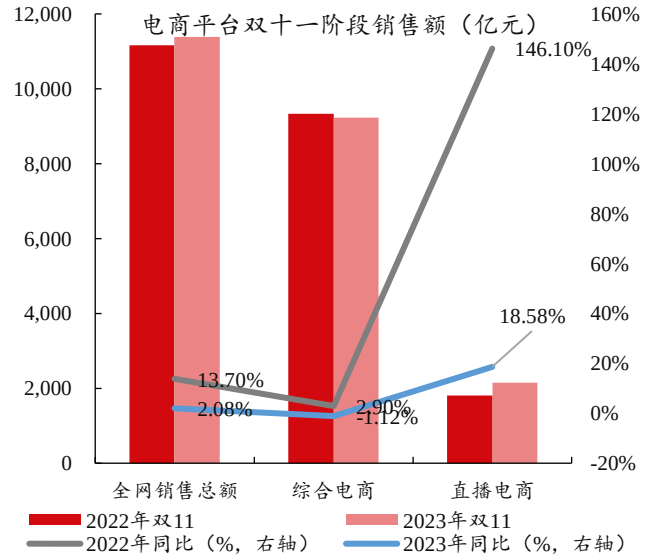
10 月社零低基数下改善，双十一电商平台全网微增。10 月社零总额同比单月+7.6%/累计+6.9%，同环比均呈改善态势。双十一阶段电商平台投入超前力度，竞相加码低价策略、规则简化并推出一系列商家扶持及流量补贴举措。星图数据显示，双十一期间（10 月 31 日 20:00-11 月 11 日 23:59，京东起始时间为 10 月 23 日 20:00），综合电商平台、直播电商平台累积销售额 11386 亿元（同比+2.08%），综合电商平台销售额 9235 亿（同比微降 1.12%），直播电商销售额 2151 亿（低基数下同比+18.58%）。

图表 31: 10 月社零总额同比单月+7.6%/累计+6.9%，
同环比均呈改善态势



资料来源: 国家统计局, 国联证券研究所整理

图表 32: 双十一全网微增、平稳收官, 直播电商低基数
下增速较快



注: 双十一阶段指 10 月 31 日 20:00-11 月 11 日 23:59 (京东起始时间为 10 月 23 日 20:00)

资料来源: 星图数据, 国联证券研究所整理

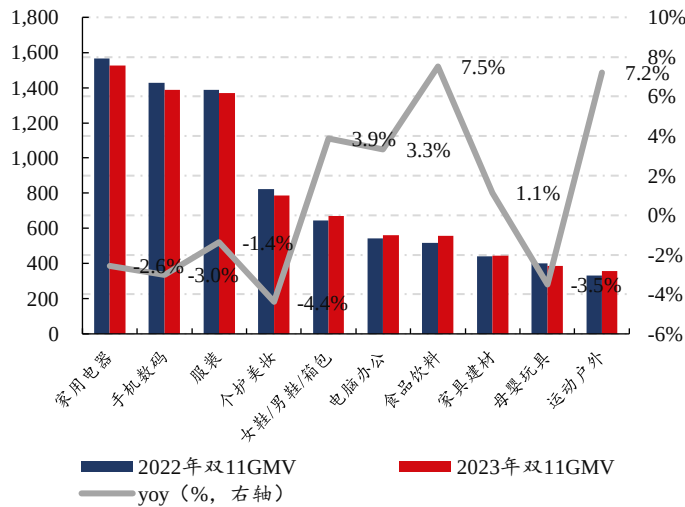
品类: 两年平均维度, 必选类韧性较强、汽车类高景气, 美妆需求弱复苏。1) 社零口径: 前 10 月社零数据中, 烟酒/服装鞋帽/金银珠宝/汽车/石油等品类景气度较高; 考虑到基数因素, 观察两年平均复合增速, 粮油食品/烟酒等必选类韧性较强、服装鞋帽/美妆等可选类增速平淡, 地产类消费下滑, 汽车类需求较好。2) 双十一阶段: 星图数据显示, 双十一期间, 鞋包/电脑办公/食品饮料/家具建材/运动户外等品类 GMV 正增长, 家电/手机数码/服装/个护美妆等成熟高基数品类增速下滑。具体到美妆品类, 无论是社零口径, 还是双十一阶段表现, 美妆均呈弱复苏状态。

图表 33: 2 年平均维度, 必选类韧性较强、汽车类高景气, 美妆需求弱复苏

指标名称(亿元/%)		绝对额 (亿元)			2年平均	累计增速	单月增速			增速变化 (pcts)	
		2023-10	2022-10	2021-10	2023-10	2023-10	2023-10	2023-09	2022-10	环比	同比
	社会消费品零售总额	43,333	40,271	40,454	3.5	6.9	7.6	5.5	-0.5	2.1	8.1
	限额以上单位商品零售	14,158	13,313	12,890	4.8	5.2	7.9	4.7	0	3.2	7.9
	限额以上 (扣除汽车/石油)	75,363	73,331	70,464	3.4	2.8	2.8	2.6	4.1	0.2	-1.3
必选消费	粮油、食品类	1624	1586.6	1415.4	7.1	5.2	4.4	8.3	8.3	-3.9	-3.9
	饮料类	246	240.4	224.8	4.6	2.4	6.2	8.0	4.1	-1.8	2.1
	烟酒类	458	402.8	389.5	8.4	10.3	15.4	23.1	-0.7	-7.7	16.1
	日用品类	615	588.2	583.9	2.6	3.6	4.4	0.7	-2.2	3.7	6.6
可选消费	服装鞋帽、针纺织品类	1207	1154.8	1227.2	-0.8	10.2	7.5	9.9	-7.5	-2.4	15.0
	化妆品类	317	308.9	309.9	1.1	6.2	1.1	1.6	-3.7	-0.5	4.8
	金银珠宝类	264	245.6	247.5	3.3	12	10.4	7.7	-2.7	2.7	13.1
	通讯器材类	699	595.1	631	5.3	5.2	14.6	0.4	-8.9	14.2	23.5
地产类	家用电器和音像器材类	684	646.1	734.6	-3.5	0.3	9.6	-2.3	-14.1	11.9	23.7
	家具类	137	144	148.7	-4.0	2.9	1.7	0.5	-6.6	1.2	8.3
	建筑及装潢材料类	147	170	178.3	-9.2	-7.5	-4.8	-8.2	-8.7	3.4	3.9
汽车类	汽车类	4135	3695.3	3396.8	10.3	5.3	11.4	2.8	3.9	8.6	7.5
	石油及制品类	2070	2048.6	2004.5	1.6	6.4	5.4	8.9	0.9	-3.5	4.5
其他	中西药品类	564	537.7	481.6	8.2	8.7	8.2	4.5	8.9	3.7	-0.7
	文化办公用品类	353	328.1	323.9	4.4	-5.5	7.7	-13.6	-2.1	21.3	9.8

资料来源: 国家统计局, 国联证券研究所整理

图表 34: 双十一期间, 鞋包/电脑办公/食品饮料/家具建材/运动户外等品类 GMV 正增长



注: 数据仅包含综合电商平台与点淘
资料来源: 星图数据, 国联证券研究所

图表 35: 综合电商平台美妆品类负增长, 抖音平台美妆延续高增

单位: 亿元/%	2022双11	2023双11	yoy
个护美妆	822.0	786.0	-4.4%
天猫	552.9	538.6	-2.6%
京东	218.9	201.7	-7.9%
其它	50.2	45.7	-8.9%
美容护肤	606.0	582.0	-4.0%
天猫	406.0	395.8	-2.5%
京东	175.7	163.0	-7.3%
其它	24.2	23.3	-4.0%
香水彩妆	216.0	204.0	-5.6%
天猫	146.9	142.8	-2.8%
京东	43.2	38.8	-10.3%
其它	25.9	22.4	-13.4%
抖音美妆			53.0%

注: 个护美妆/美容护肤/香水彩妆数据仅包含综合电商平台与点淘, 抖音美妆数据来源于青眼情报
资料来源: 星图数据, 青眼情报, 国联证券研究所

3.2 格局: 国货品牌实现“量”到“质”的突破

自 2021H2 行业景气度下行, 美妆格局已分化, 2022 年以来分化加剧。需求端, 消费力偏弱下消费者决策更加理性, 对产品成分/功效/性价比等因素愈发关注, 而对外资品牌与营销驱动型品牌“祛魅”。供给端, 线上流量红利渐弱、新版《化妆品监督管理条例》落地对化妆品功效宣称实行严格监管, 且部分优质国货品牌在研发/成分/配方/原料等维度补短板, 对本土市场需求洞察更为深入、产品迭代速度/渠道运营维度相对外资品牌而言更加灵敏。以魔镜市场情报与蝉妈妈数据观察, 2020 年不同价格带美妆品牌均有较好表现, 2021 年品牌分化初显, 2022 年以来分化加剧。海蓝之谜/赫莲娜等 2000 元+价格带品牌增长韧性强; 400-2000 元价格带品牌多下滑, 娇韵诗/修丽可等品牌表现较优; 400 元以内价格带, 国货功效护肤品牌表现更优, 海外大众品牌欧莱雅仍维持正增长但增速偏稳健。

图表 36：21H2 景气度下行、2022 年行业分化加剧，2000 元+价格带增长韧性强，400-2000 元价格带品牌多下滑

品牌	所属公司	价格带 (元)	GMV(淘系+京东+抖音)				YoY			
			2020	2021	2022	1-10M23	2020	2021	2022	1-10M23
海蓝之谜	雅诗兰黛集团	>=2000	28.9	43.3	51.0	36.5	94.8%	49.8%	17.7%	7.2%
赫莲娜	欧莱雅集团	>=2000	15.4	26.5	31.8	28.9	143.4%	72.5%	19.6%	57.1%
希思黎	SisleyParis希思黎	>=2000	9.5	12.0	13.9	6.7	122.1%	27.2%	15.7%	-12.8%
伊菲丹	水羊股份	>=2000	2.1	2.7	3.4	4.7	261.8%	27.1%	24.5%	105.6%
sk-ii	宝洁	1400~1600	52.4	60.5	63.5	46.0	65.3%	15.4%	5.0%	2.1%
资生堂	资生堂	1400~1600	35.7	48.8	43.2	25.7	64.3%	36.6%	-11.4%	-10.8%
后	LG生活健康	1600~1800	43.3	44.1	37.1	19.9	86.4%	1.7%	-15.9%	-16.1%
娇兰	LVMH集团	1400~1600	16.6	17.5	23.2	13.1	61.9%	5.7%	32.7%	-2.8%
娇韵诗	娇韵诗集团	800~1000	16.9	25.5	29.0	21.6	71.7%	51.0%	13.7%	6.6%
雪花秀	爱茉莉太平洋	800~1000	24.1	29.0	21.4	8.9	112.4%	20.1%	-26.2%	-45.1%
馥蕾诗	LVMH集团	800~1000	6.2	10.8	11.3	5.2	85.6%	74.8%	4.7%	-15.1%
科兰黎	逸仙电商	800~1000	0.0	0.5	4.4	5.0	-89.7%	21085.9%	745.7%	127.9%
eve lom	逸仙电商	800~1000	1.5	2.3	2.7	1.7	46.9%	51.1%	20.0%	15.5%
雅诗兰黛	雅诗兰黛集团	400~600	88.5	101.8	104.4	57.9	74.2%	14.9%	2.6%	-17.2%
兰蔻	欧莱雅集团	400~600	79.0	93.9	99.1	64.7	91.4%	18.9%	5.5%	-2.6%
玉兰油	宝洁	400~600	37.3	37.5	60.1	39.5	1.8%	0.4%	60.4%	8.1%
肌肤之钥	资生堂	400~600	18.2	25.9	28.2	21.2	91.7%	42.4%	8.9%	19.7%
修丽可	欧莱雅集团	400~600	12.9	22.2	25.5	20.0	49.6%	73.0%	14.6%	29.7%
黛珂	日本高丝集团	600~800	17.5	22.5	20.8	11.0	53.9%	29.1%	-7.8%	-22.2%
怡丽丝尔	资生堂	600~800	7.0	10.3	8.8	4.2	38.5%	46.4%	-14.2%	-25.1%
欧珀莱	资生堂	400~600	6.9	8.5	8.3	4.9	39.9%	22.8%	-3.2%	-4.3%

注：价格带以 2022 年淘系护肤销售额占比最高的价格带进行划分

注：浅红色填充文本代表百分比值>30%，浅黄色填充文本代表百分比值介于 15%-30%之间

资料来源：魔镜市场情报，蝉妈妈，国联证券研究所整理

图表 37：21H2 景气度下行、2022 年行业分化加剧，400 元以内价格带国货功效护肤品牌表现更优

品牌	所属公司	价格带 (元)	GMV(淘系+京东+抖音)				YoY			
			2020	2021	2022	1-10M23	2020	2021	2022	1-10M23
欧莱雅	欧莱雅集团	200~400	81.0	99.8	106.7	74.0	35.8%	23.3%	6.9%	11.5%
珀莱雅	珀莱雅	200~400	25.3	38.5	66.5	53.3	38.7%	52.1%	72.6%	29.6%
科颜氏	欧莱雅集团	200~400	30.0	41.1	38.7	22.5	97.7%	36.9%	-5.9%	-19.4%
美丽芳丝	日本佳丽宝	200~400	20.8	24.4	22.4	14.9	65.8%	17.4%	-8.0%	-5.4%
夸迪	华熙生物	200~400	3.6	11.1	18.1	8.2	3340.7%	210.8%	63.0%	-9.7%
兰芝	爱茉莉太平洋	200~400	19.5	20.5	15.6	9.3	45.3%	4.9%	-23.7%	-26.3%
hbn	深圳市护家科技	200~400	1.8	6.2	15.5	16.8	1184.9%	241.5%	151.5%	53.5%
谷雨	广州梵之容化妆品	200~400	2.3	4.8	13.6	16.5	64.1%	104.4%	185.2%	59.8%
安热沙	资生堂	200~400	9.9	14.4	13.3	12.5	35.3%	45.2%	-7.4%	2.8%
倩碧	雅诗兰黛集团	200~400	10.3	12.8	12.0	5.6	81.0%	24.1%	-6.1%	-33.7%
雅漾	皮尔法伯集团	200~400	10.5	12.1	11.9	7.2	40.6%	15.2%	-1.6%	-13.6%
植村秀	欧莱雅集团	200~400	4.2	12.6	10.6	7.4	60.4%	199.8%	-15.6%	-10.1%
丸美	丸美股份	200~400	10.7	8.9	10.5	10.8	10.5%	-17.5%	18.7%	37.8%
茵芙莎	资生堂	200~400	7.9	10.0	10.0	4.2	68.9%	27.0%	-0.7%	-38.2%
毛戈平	毛戈平股份	200~400	2.6	5.8	9.2	12.2	66.2%	118.6%	58.9%	81.1%
优时颜	懿奈上海生物科技	200~400	1.5	4.9	8.4	7.0	738.6%	237.4%	70.4%	55.2%
HFP	广州蛋壳网络科技	200~400	18.7	11.0	8.1	7.6	27.4%	-41.0%	-26.7%	22.1%
碧欧泉	欧莱雅集团	200~400	5.8	7.0	6.8	4.4	42.3%	20.5%	-3.5%	-14.4%
悦木之源	雅诗兰黛集团	200~400	7.5	7.6	5.9	2.8	66.5%	1.4%	-22.4%	-37.8%
敷尔佳	敷尔佳	200~400	1.1	3.2	5.6	6.2	36.1%	190.7%	74.5%	42.1%
佰草集	上海家化	200~400	1.2	4.9	4.0	3.2	-10.3%	294.7%	-18.2%	13.7%
可丽金	巨子生物	200~400	1.0	1.3	2.7	2.4	149.7%	29.9%	114.8%	8.1%
薇诺娜	贝泰妮	0~200	26.9	31.4	48.0	26.1	55.8%	17.1%	52.7%	-7.5%
花西子	浙江宜格	0~200	28.6	38.9	35.2	25.9	172.4%	35.9%	-9.5%	-7.5%
自然堂	伽蓝集团	0~200	26.6	27.5	33.9	22.7	23.3%	3.6%	22.9%	0.5%
百雀羚	上海百雀羚日化	0~200	22.3	21.6	20.5	12.6	-2.6%	-3.2%	-5.0%	-15.3%
三熹玉	欧莱雅集团	0~200	14.2	17.6	19.6	14.8	95.8%	24.5%	10.9%	6.5%
珂润	日本花王集团	0~200	16.6	21.6	19.3	11.7	69.5%	30.0%	-11.0%	-11.8%
理肤泉	欧莱雅集团	0~200	11.3	18.1	18.4	15.0	39.5%	59.1%	1.7%	-2.9%
完美日记	逸仙电商	0~200	37.4	36.8	16.6	8.2	16.0%	-1.7%	-54.9%	-42.8%
韩束	上美股份	0~200	14.0	13.2	15.9	28.9	54.8%	-5.6%	19.9%	140.3%
润百颜	华熙生物	0~200	6.2	12.7	14.1	8.2	186.0%	103.5%	11.0%	-23.6%
珂拉琪	美尚化妆品	0~200	12.9	19.1	14.0	9.3	358.2%	48.1%	-26.4%	-16.8%
瑗尔博士	福瑞达	0~200	2.5	6.6	11.1	10.6	1102.7%	167.9%	68.7%	22.6%
逐本	杭州舒采	0~200	2.0	7.9	11.0	6.3	235.4%	290.1%	39.7%	-15.4%
蒂佳婷	雅诗兰黛集团	0~200	14.0	15.9	11.0	4.6	81.9%	13.6%	-31.2%	-30.3%
美宝莲	欧莱雅集团	0~200	11.4	10.9	9.2	6.1	-19.4%	-4.3%	-15.6%	-15.6%
bio-meso	华熙生物	0~200	1.6	3.8	8.3	5.5	66.8%	137.3%	116.5%	-20.5%
米蓓尔	华熙生物	0~200	2.6	4.9	8.0	4.3	399.9%	88.6%	63.9%	-32.4%
彩棠	珀莱雅	0~200	1.6	4.1	7.8	11.3	444.7%	155.4%	90.1%	113.9%
颐莲	福瑞达	0~200	0.9	5.9	7.4	6.9	262.1%	538.7%	26.0%	11.9%
可复美	巨子生物	0~200	0.4	2.4	7.4	14.4	2483.5%	479.7%	204.4%	147.6%
玉泽	上海家化	0~200	9.2	12.3	7.3	5.5	185.5%	34.4%	-40.3%	4.3%
适乐肤	欧莱雅集团	0~200	2.0	4.1	7.0	7.5	66.4%	105.2%	72.8%	55.5%
御泥坊	水羊股份	0~200	13.7	7.5	6.1	2.5	53.2%	-45.0%	-19.5%	-37.0%
一叶子	上美股份	0~200	14.1	9.1	5.3	2.2	45.3%	-35.1%	-41.6%	-47.7%
kiko	水羊股份	0~200	1.2	4.3	4.5	3.4	-22.9%	261.2%	3.7%	-1.7%
恋火	丸美股份	0~200	0.0	0.6	3.9	6.5	-51.5%	2112.3%	527.9%	146.7%
悦芙媿	珀莱雅	0~200	0.3	0.5	2.1	3.0	-2.9%	113.3%	277.5%	80.4%

注：价格带以 2022 年淘系护肤销售额占比最高的价格带进行划分

注：浅红色填充文本代表百分比值>30%，浅黄色填充文本代表百分比值介于 15%-30%之间

资料来源：魔镜市场情报，蝉妈妈，国联证券研究所整理

品牌分化始于 2021H2，2023 年双 11 国货品牌实现“量”到“质”的突破。观察历年天猫大美妆双十一榜单，2023 年双 11 TOP20 中国货品牌位次实现“质”的突破，自 2018 年以来国货品牌首次重回榜 1 位置，薇诺娜亦达到榜单第五位，欧莱雅/雅诗兰黛/兰蔻/OLAY 等外资品牌位次均有所下滑。结合魔镜市场情报与蝉妈妈数据，

以线上 GMV（淘系+京东+抖音）观察，消费者追求理性与性价比+国货品牌自身修炼内功+对外资品牌“祛魅”等多重因素叠加，2021 年以来珀莱雅线上 GMV 与欧莱雅/雅诗兰黛/兰蔻差距已逐渐缩减，至 2023 年 618 达到天猫大美妆榜单第 4 位，至 2023 年双 11 首次达到榜单第一位次，实现“量”到“质”的突破。未来在组织管理赋能/大单品策略驱动下，以珀莱雅为代表的优质国货品牌有望实现对外资品牌从“追赶”到“超越”的突破。

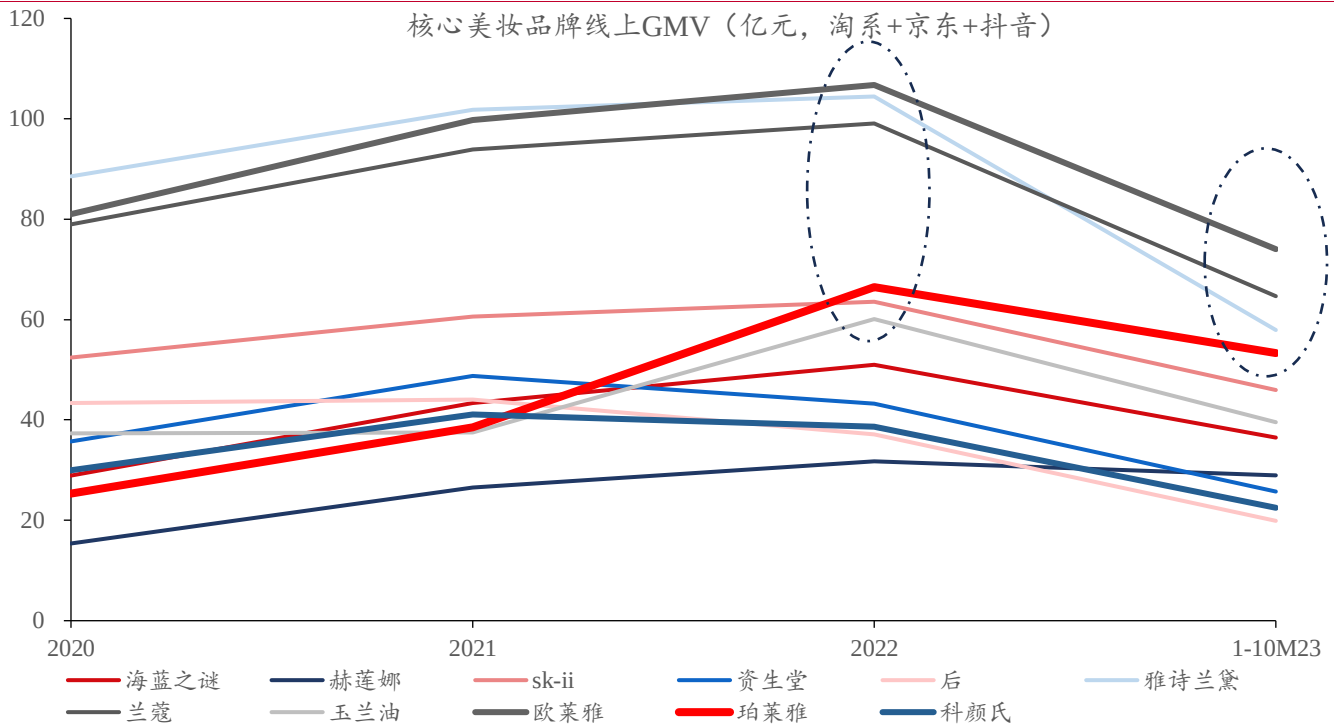
图表 38：根据天猫大美妆榜单，2023 年双 11 TOP20 中国货品牌名次实现“质”的突破，自 2018 年以来国货品牌首次重回榜 1 位次

排名	2023 年	2023-618	2022 年	2021 年	2020 年	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年
1	珀莱雅	欧莱雅	欧莱雅	雅诗兰黛	雅诗兰黛	欧莱雅	兰蔻	百雀羚	百雀羚
2	欧莱雅	兰蔻	雅诗兰黛	欧莱雅	兰蔻	兰蔻	OLAY	自然堂	自然堂
3	兰蔻	雅诗兰黛	兰蔻	兰蔻	欧莱雅	雅诗兰黛	欧莱雅	兰蔻	欧莱雅
4	雅诗兰黛	珀莱雅	OLAY	后	后	OLAY	雅诗兰黛	雅诗兰黛	兰蔻
5	薇诺娜	OLAY	珀莱雅	资生堂	OLAY	SK-II	SK-II	SK-II	一叶子
6	海蓝之谜	海蓝之谜	薇诺娜	薇诺娜	SK-II	自然堂	百雀羚	OLAY	美宝莲
7	OLAY	赫莲娜	海蓝之谜	OLAY	雪花秀	百雀羚	自然堂	欧莱雅	SK-II
8	修丽可	SK-II	SK-II	海蓝之谜	资生堂	后	HFP	一叶子	佰草集
9	赫莲娜	修丽可	赫莲娜	赫莲娜	薇诺娜	完美日记	薇诺娜	悦诗风吟	卡姿兰
10	娇兰	薇诺娜	资生堂	SK-II	海蓝之谜	薇诺娜	悦诗风吟	资生堂	美迪惠尔
11	SK-II	资生堂	修丽可	科颜氏	科颜氏	修丽可	-	-	-
12	娇韵诗	雅萌	科颜氏	娇兰	修丽可	雅顿	-	-	-
13	肌肤之钥	肌肤之钥	娇兰	珀莱雅	完美日记	海蓝之谜	-	-	-
14	资生堂	娇韵诗	雅萌	雪花秀	赫莲娜	HFP	-	-	-
15	自然堂	娇兰	肌肤之钥	肌肤之钥	花西子	资生堂	-	-	-
16	科颜氏	理肤泉	夸迪	修丽可	雅顿	雪花秀	-	-	-
17	圣罗兰	觅光	娇韵诗	娇韵诗	娇兰	赫莲娜	-	-	-
18	理肤泉	科颜氏	希思黎	黛珂	肌肤之钥	魅可	-	-	-
19	觅光	黛珂	自然堂	希思黎	芙丽芙丝	科颜氏	-	-	-
20	可复美	圣罗兰	黛珂	雅顿	自然堂	芙丽芙丝	-	-	-

注：除 2023 年 618 已标注外，其余年份均为双 11 大促榜单排名

资料来源：聚美丽，天猫大美妆，浙江美妆，国联证券研究所

图表 39：未来在组织管理赋能/大单品策略驱动下，以珀莱雅为代表的优质国货品牌有望实现对外资品牌从“追赶”到“超越”的突破



资料来源：魔镜市场情报，蝉妈妈，国联证券研究所整理

3.3 展望：看好优质国货品牌份额提升

美妆市场扩容+单品牌份额提升+多品牌集团化经营，看好优质美妆品牌崛起机遇。1) 美妆市场扩容：截至 2022 年，中国美容与个护人均消费金额约为 54 美元，而美国/日本/韩国/法国等市场人均消费金额在 200-350 美元区间，相对成熟市场中国美容与个护市场仍有 4-7 倍空间。2) 单品牌份额提升：据欧睿国际数据，2022 年全球主流美容与个护市场中，品牌 CR1 份额在 2.5%-5% 区间，单品牌零售端规模最高达 33 亿美元；全球主流护肤市场中，品牌 CR1 份额在 4%-10% 区间，单品牌零售端规模最高达 23 亿美元+；2022 年中国护肤市场中巴黎欧莱雅以 6.0% 的份额位居第 1，而国货品牌珀莱雅份额约 2.5%，国货品牌份额仍有较大提升空间。3) 多品牌集团化经营：2022 年全球主流美容与个护市场中，美妆集团 CR1 份额在 13%-22% 区间，单集团零售端规模最高达 150 亿美元+。

图表 40：美妆市场扩容+单品牌份额提升+多品牌集团化经营，看好优质品牌崛起机遇

美容与个护	市场规模 (亿美元)	人均消费金额 (美元)	品牌 TOP1	品牌份额	单品牌体量 (亿美元)	集团 TOP1	集团份额	美妆集团体量 (亿美元)
中国	763.6	54.1	巴黎欧莱雅	4.2%	32.1	欧莱雅集团	13.4%	102.3
日本	294.5	235.4	碧柔	2.5%	7.4	花王集团	13.9%	40.9
韩国	130.8	253.3	后	4.8%	6.3	爱茉莉太平洋集团	17.6%	23.0
美国	1,109.2	332.8	多芬	3.0%	33.3	欧莱雅集团	13.7%	152.0
法国	150.2	221.1	巴黎欧莱雅	4.4%	6.6	欧莱雅集团	21.9%	32.9
护肤	市场规模 (亿美元)	人均消费金额 (美元)	品牌 TOP1	品牌份额	单品牌体量 (亿美元)	集团 TOP1	集团份额	美妆集团体量 (亿美元)
中国	396.7	28.1	巴黎欧莱雅	6.0%	23.8	欧莱雅集团	17.5%	69.4
日本	136.0	108.7	蝶翠诗	4.4%	6.0	花王集团	11.2%	15.2
韩国	57.4	111.2	后	9.8%	5.6	LG 生活健康	22.4%	12.9
美国	258.4	77.5	适乐肤	5.8%	15.0	欧莱雅集团	15.2%	39.3
法国	35.3	52.0	理肤泉	8.2%	2.9	欧莱雅集团	9.3%	3.3
彩妆	市场规模 (亿美元)	人均消费金额 (美元)	品牌 TOP1	品牌份额	单品牌体量 (亿美元)	集团 TOP1	集团份额	美妆集团体量 (亿美元)
中国	79.7	5.6	YSL	5.7%	4.5	欧莱雅集团	23.8%	19.0

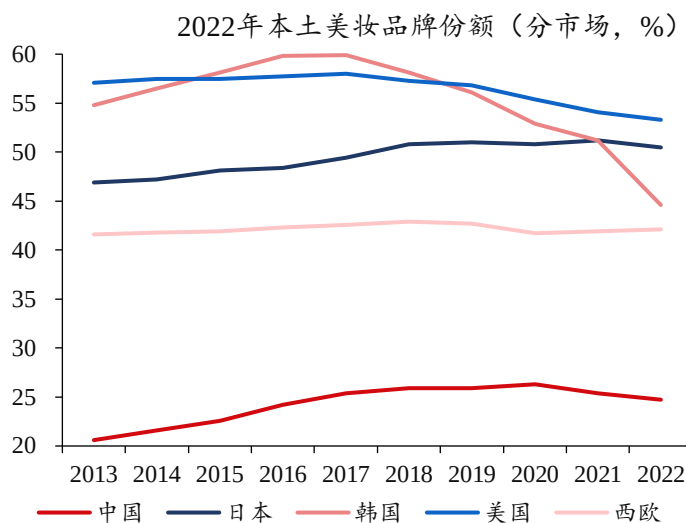
日本	39.3	31.4	心机彩妆	6.4%	2.5	资生堂集团	22.2%	8.7
韩国	23.7	45.9	YSL	4.6%	1.1	爱茉莉太平洋集团	20.9%	5.0
美国	191.6	57.5	美宝莲纽约	7.2%	13.8	欧莱雅集团	26.6%	51.0
法国	11.7	17.3	美宝莲纽约	16.9%	2.0	欧莱雅集团	37.3%	4.4

注：单品牌体量/美妆集团体量口径为终端零售额

资料来源：欧睿国际，Wind，国联证券研究所

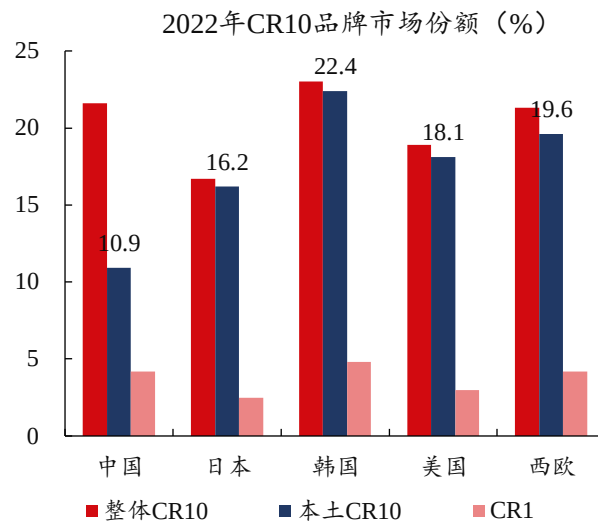
本土品牌份额仍较低，优质国货品牌崛起空间较大。以本土品牌与外资品牌划分，2013年以来中国美容与个护市场本土品牌份额有所提升，但至2022年中国本土美妆品牌份额与本土美妆集团份额，相对日韩等美妆市场，仍有较大提升空间。未来受益于对本土市场的深入理解、灵活有效的营销策略、研发能力的增强、以及在年轻消费群体中的知名度，国货品牌在中国市场的市场份额有望持续提升。

图表 41：中国本土品牌市场份额有所提升，但远低于海外成熟美妆市场



资料来源：欧睿国际，国联证券研究所整理

图表 42：中国本土 CR10 品牌市场份额远低于海外成熟美妆市场



资料来源：欧睿国际，国联证券研究所整理

4. 投资建议

4.1 复盘 2023：业绩分化，估值下调，持仓走低

美容护理板块 2023 年绝对与相对收益均较弱。板块前 11 月下跌 29.1%，31 个申万一级行业排最后一位，相对沪深 300 收益-19.4%，基金重仓比例逐季走低，至 2023Q3 已处低配状态。

背后有业绩下修+估值下调双重因素，更多是景气度走弱下的估值下调。单独看业绩与预期的差异，爱美客 2023 年收入一致预期相对年初下修不到 10%、但股价跌幅 45%+，珀莱雅业绩持续兑现但股价跌幅 10%+。

消费偏弱下医美与美妆业绩均有分化，但分化因素各异。医美分化更多源于需求弹性差异（厂商端拥有高价格带差异化新品表现较优，机构端分化源于客群定位/可选属性/客单价等多重因素），美妆品牌分化则更多源于个体经营差异，亦有美妆品牌内部积极调整迎来边际改善。

4.2 展望 2024：需求侧静待拐点，供给侧寻找增量

两年平均维度看社零，2023 年前 10 月必选类消费韧性较强、汽车类消费高景气，美妆等可选消费需求则相对偏弱。展望 2024 年，政策密集出台经济修复斜率有望改善，届时医美与美妆等顺周期板块景气度改善，美容护理板块业绩有望迎来弹性。需求端迎来拐点前，可从供给侧出发，寻找贝塔较优的细分领域，与即使市场偏存量，但自身有较强的阿

尔法、可实现份额提升的公司。

1. 医美：关注新赛道、新配方、新定位

医美消费具备一定的顺周期属性，消费能力与营销广告等需求侧驱动因素受限下，供给侧产品增量对于市场扩容以及厂商业绩的驱动重要性凸显。胶原蛋白刺激剂外，还可关注重组胶原蛋白、水光、减脂等新赛道，同时配方与定位层面的微创新亦可创造增量。

重组胶原蛋白：高壁垒、低渗透，继敷料/护肤后，2024 年医美注射市场亦有望加速。目前厂商数量较少，锦波生物先发优势显著，2024 年巨子/创健三类械产品亦有望获批。预计短期重组胶原蛋白医美产品应用以浅层抗衰为主，未来伴随交联技术/重组人胶原蛋白原料实现突破，重组胶原蛋白在医美注射/医疗领域远期空间值得期待。

水光：2021 年以来水光合规化加速，伴随复配型水光针监管分类政策落地，未来水光针竞争关键将在于安全性与效果。2023 年艾尔建与爱美客等龙头厂商均布局医美后市场，护肤品高频居家使用属性与医美产品互补，未来有望与针剂联合形成系统化解决方案，提升 C 端消费者对医美产品品牌认知。

减脂：爱美客与华东医药均有 GLP-1R 布局，2023 年 11 月爱美客参与质肽生物 B+轮融资，继产品战略合作后，形成更加紧密的股权合作关系；溶脂针角度，爱美客与科笛均有布局。

微创新：配方与定位层面创造增量。参考监管动态与海外新品，未来配方组合有望进一步丰富以优化注射填充/皮肤美容效果，包括①A 类+B 类（艾尔建 HarmonyCa 核心成分 HA+CaHA）；②A 类+A 类（如 HA+PDRN、HA+重组胶原蛋白）；③A 类+“X”（甘氨酸/丙氨酸/脯氨酸）等。参考海外成熟市场经验与当前国内市场需求，预计①玻尿酸适应症将趋于精细化（由鼻唇沟拓展至脸颊/唇部口周/下巴/下颌线/眼周/全面部等）与多元化（耳周/头部/手部/胸部/臀部等非面部美学需求增加或将驱动供给增量）；②肉毒素医美+医疗领域适应症拓展。

2. 美妆：把握优质品牌份额崛起的机遇

板块复苏偏弱，亮点在于格局。自 2021H2 美妆景气度下行，美妆品牌格局分化已初显，2022 年以来分化加剧。海蓝之谜/赫莲娜等 2000 元+价格带品牌增长韧性强，400-2000 元价格带品牌多下滑，400 元以内价格带国货功效护肤品牌表现更优。2021 年以来珀莱雅线上 GMV 与欧莱雅/雅诗兰黛/兰蔻等差距已逐渐缩减，至 2023 年 618 达到天猫大美妆榜单第 4 位，至 2023 年双 11 首次达到天猫大美妆榜单第 1 位，我们认为这对于国货品牌而言，是从“量”到“质”的突破。背后有消费者追求理性与性价比+国货品牌自身修炼内功+对外资品牌“祛魅”等多重因素，对第二梯队/第三梯队国货品牌也有望形成示范效应。未来伴随中国美妆市场扩容+单品牌份额提升+多品牌集团化经营，看好优质国货品牌与国货美妆集团崛起，实现对外资品牌从“追赶”到“超越”的突破。

3. 重点公司

医美：关注新赛道、新配方、新定位。建议关注①爱美客（濡白天使+如生天使双轮驱动，肉毒毒素有望获批，消费贝塔改善嗨体有望贡献弹性）；**②巨子生物**（重组胶原蛋白产业链龙头，大单品驱动下功效护肤高增，医美三类械产品有望贡献增量）；**③锦波生物**（薇旐美先发优势显著，大单品放量+产品拓展，高成长有望延续）。

美妆：把握优质品牌份额崛起的机遇。建议关注①珀莱雅（主品牌势能持续释放，多品牌/多品类/多渠道驱动，美妆国货集团雏形已现）；**②巨子生物**（重组胶原蛋白产业链龙头，大单品驱动下功效护肤高增，医美三类械产品有望贡献增量）；**③福瑞达**（地产剥离轻装上阵，化妆品业务迎来拐点）；**④丸美股份**（彩妆品牌恋火势能持续释放，主品牌丸

美 23Q3 转型或迎来拐点)；⑤**润本股份**（高性价比婴童护理品牌，强运营、快迭代，成长性有望延续）。

5. 风险提示

宏观经济增长放缓风险。消费行业受宏观经济影响较大，若宏观经济放缓，将影响行业恢复。

新品牌发展低于预期风险。品牌拓展进程关乎企业未来发展，品牌孵化不及预期或使市场对公司能力产生质疑。

监管政策大幅度变化。医疗美容行业属于新兴行业，监管政策陆续出台规范行业发展，若监管力度大幅度变化，或对行业渗透率提升产生重要影响。

医疗风险事故。医美注射产品属于医疗器械，若出现医疗风险事故，或对公司品牌声誉产生重要影响。

产品获批进度不及预期。医美注射产品研发上市流程较长，若无法按照预期进度上市或对当期业绩产生一定影响。

第三方爬虫数据误差过大。美妆数据跟踪一般来自于第三方爬虫数据，与公司财报披露口径存在误差，若误差过大可能会对研究结论产生影响。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（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；中国香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街 208 号中粮置地广场 A 塔 4 楼

无锡：江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 12 楼

电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇二座 25 楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6009 号新世界中心大厦 45 楼