

商贸零售

2024年10月25日

雄脱、痤疮治疗市场广阔，关注差异化布局企业

——行业深度报告

投资评级：看好（维持）

黄泽鹏（分析师）

杨柏炜（分析师）

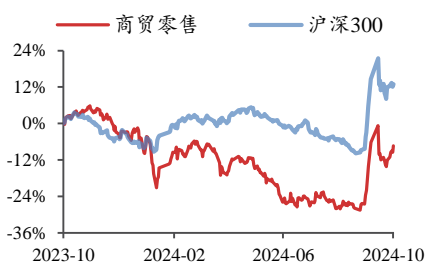
huangzepeng@kysec.cn

yangbowei@kysec.cn

证书编号：S0790519110001

证书编号：S0790524050001

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《双11大促美妆类目热度高涨，国货美妆表现分化——行业周报》-2024.10.20

《9月社零同比+3.2%，假期叠加消费政策助力回暖——行业点评报告》-2024.10.18

《医美化妆品9月月报：各电商平台继续“抢跑”，关注国货美妆龙头大促表现——行业点评报告》-2024.10.14

● 脱发、痤疮影响颜值，即将面世的差异化产品有望更好解决痛点

爱美之心人皆有之，改善外在形象是人们的长期追求，“泛颜值经济”经久不衰。脱发、痤疮作为常见影响颜值的问题，相关人群基数较大，未来随着人们对外在形象要求提升，脱发、痤疮问题及相关解决方案有望得到更多重视，但现有治疗产品存在一定缺陷，并不能完美满足消费者需求。因此我们也注意到，有部分国内企业正瞄准这两个领域布局差异化治疗产品，如科笛的外用非那雄胺喷雾剂（脱发，有望于2025年获批）、外用米诺环素泡沫剂（痤疮，有望于2024年获批）等，有望较好解决现有痛点。本文将从病症分析及人群测算出发，结合已有市场信息，测算研判差异化产品的中远期市场规模和增长空间。

● 外用非那雄胺喷雾：安全性优于口服，预计2030年市场规模超20亿元

雄激素性脱发较常见但病因复杂，我们测算得2023年我国18-50岁雄脱患者近亿人。米诺地尔和口服非那雄胺是当前雄脱治疗的主流药物，2023年终端市场规模分别为25亿元、7.5亿元；其中米诺地尔存在长期依赖性、油腻易致敏等痛点，口服非那雄胺则有概率出现严重副作用。相较口服产品，外用非那雄胺喷雾同样有效但更加安全；我们基于已有信息推断，外用非那雄胺消费者将主要来自现有米诺地尔、口服非那雄胺人群的转化，且其受众具备更强消费能力、坚持长期使用的概率更大。基于以上假设，我们结合多方数据测算得到2030年我国外用非那雄胺喷雾剂终端市场规模有望突破20亿元。

● 外用米诺环素泡沫剂：较口服药去粗取精，预计2030年市场规模近10亿元

痤疮丙酸杆菌是痤疮发病诱因之一，抗菌药物在中重度痤疮治疗中均是一线推荐用药，但多数抗生素容易诱导细菌出现耐药性，米诺环素口服用药虽不易出现耐药性，但容易出现多种副作用，均有缺陷。我们测算得2023年我国痤疮患者近亿人，但其中仅约3成患者接受治疗，治疗人群中约3成患者青睐外用抗生素。外用米诺环素泡沫剂能在保留治疗效果的同时，最大程度规避副作用，我们保守测算得到2030年我国外用米诺环素泡沫剂终端市场规模或接近10亿元。

● 建议关注布局“人有我优”差异化产品的企业

当前雄脱、痤疮人群中接受正规治疗的患者比例不高，未来随“科学认知、科学治疗”理念普及，将有更多患者选择正确的治疗产品，因此针对雄脱、痤疮这两大颜值问题的治疗产品潜在市场广阔。由于雄脱、痤疮发病机制较复杂，现有治疗产品也并不完美，创新治疗产品仍存在增量空间，我们认为，对于企业而言，针对细分痛点布局“人有我优”的差异化产品是更明智的选择。**重点推荐：**泛皮肤病治疗领域新星，研发+消费双管齐下共筑壁垒，且外用非那雄胺喷雾、外用米诺环素泡沫剂落地在望的**科笛-B**。受益标的包括三生制药（拥有米诺地尔品牌“蔓迪”，且布局了雄激素受体抑制剂的痤疮新药）等。

● **风险提示：**终端需求不足、新品获批延迟、医疗事故舆论。

目录

1、脱发、痤疮影响颜值，但现有相关治疗产品并不完美.....	3
2、外用非那雄胺喷雾：安全性优于口服，为患者提供新选项.....	4
2.1、雄脱病因较复杂，米诺地尔、非那雄胺均是治疗首推药物.....	4
2.2、2023年米诺地尔终端市场规模超25亿元、口服非那雄胺约7.5亿元.....	5
2.3、预计外用非那雄胺喷雾剂2030年市场规模超20亿元.....	6
3、外用米诺环素泡沫剂：保留口服药精华，去其糟粕.....	8
3.1、痤疮常见于青少年，外用抗生素深得患者青睐.....	8
3.2、预计外用米诺环素泡沫剂2030年市场规模近10亿元.....	10
4、雄脱&痤疮治疗市场广阔，关注布局差异化产品的企业.....	11
4.1、科笛-B：泛皮肤病新星，外用米诺环素、外用非那雄胺获批在即.....	11
5、风险提示.....	12

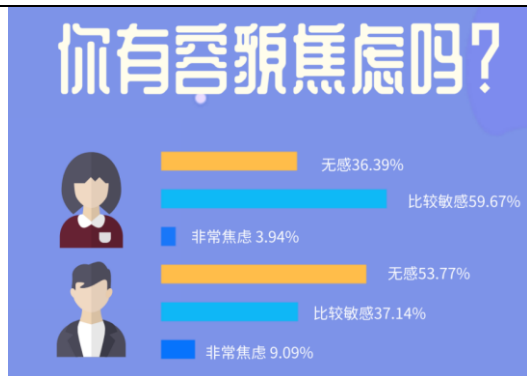
图表目录

图1：近6成大学生存在一定程度容貌焦虑（2021年）.....	3
图2：脱发、痤疮问题影响颜值，未来将更受重视.....	3
图3：防脱发过程中，使用直接科学生发手段的患者比例较使用间接辅助手段低.....	3
图4：遗传因素及雄激素在雄脱发病过程中均起重要作用.....	4
图5：使用非那雄胺有概率出现严重副作用——“后非那雄胺综合症（PFS）”.....	6
图6：Finjuve/Caretopic拥有独特喷头及防护罩，设计上可以足量使用180次.....	6
图7：雄激素、痤疮丙酸杆菌均是痤疮发病诱因.....	8
图8：抗菌药物在中重度痤疮治疗中均是一线推荐用药，但现有产品存在一定痛点.....	8
图9：调研数据显示痤疮多发于15-29岁人群.....	9
图10：痤疮治疗人群中，轻中度患者占据绝大多数.....	9
图11：9成医生推荐外用药治疗，但痤疮患者外用药治疗比例不高，外用抗生素最为常见.....	9
图12：外用米诺环素泡沫剂Amzeeq设计规格为30g，使用时直接涂抹在痤疮患处即可.....	10
图13：2024H1科笛实现营收9560万元.....	11
图14：2024H1科笛毛利率呈现边际向好趋势.....	11
图15：科笛旗下外用米诺环素、外用非那雄胺NDA申请均已获受理.....	12
表1：在治疗雄脱的药物中，米诺地尔、非那雄胺均获我国专家推荐.....	4
表2：根据我们测算，使用米诺地尔产品的月均花费约110元.....	5
表3：根据我们测算，使用口服非那雄胺产品的月均花费约112元.....	5
表4：预计2030年我国外用非那雄胺喷雾剂终端市场规模超20亿元.....	7
表5：预计2030年我国外用米诺环素泡沫剂终端市场规模近10亿元.....	10
表6：雄脱&痤疮治疗潜在市场广阔，建议关注布局“人有我优”差异化产品的企业.....	11

1、脱发、痤疮影响颜值，但现有相关治疗产品并不完美

爱美之心推动“泛颜值经济”经久不衰，我们认为脱发、痤疮问题亦将受到重视。爱美之心人皆有之，改善外在形象是人们长久以来的追求；而近年来社交媒体催生容貌焦虑，更是进一步催化颜值经济热度。能够解决外在形象问题、提升个人颜值的产品、服务均可归纳为“泛颜值经济”；另外从市场熟知的各类医美针剂（改变脸部轮廓），再到近年来热度非凡的司美格鲁肽（减肥瘦身），“颜值经济”范围已超越面部遍及全身。而脱发、痤疮也是常见的影响颜值的问题，且相关人群基数较大；我们认为，随着人们对外在形象要求不断提升，未来脱发、痤疮问题及相关解决方案有望进一步得到重视。

图1：近6成大学生存在一定程度容貌焦虑（2021年）



资料来源：中青校媒公众号（注：调研对象为2063名高校学生）

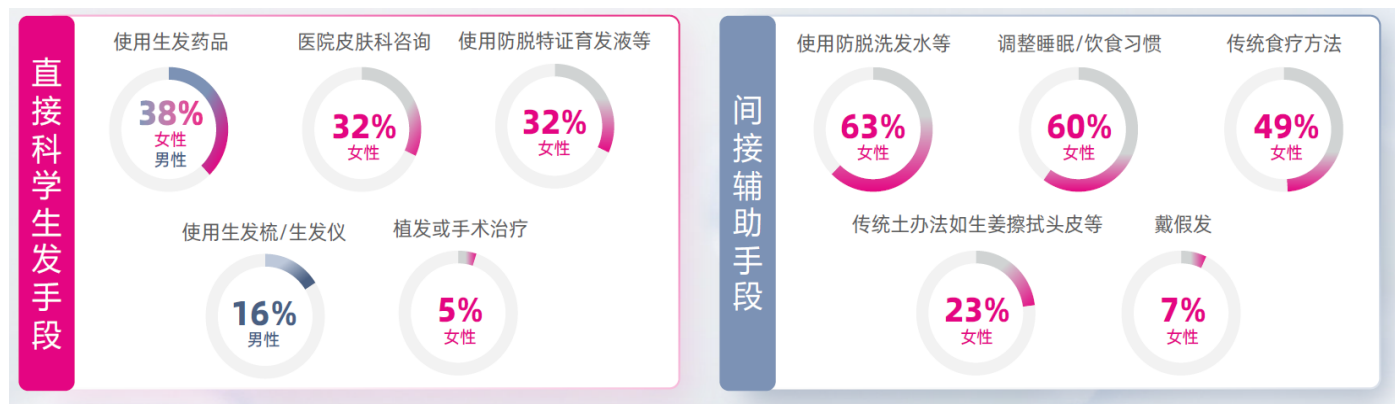
图2：脱发、痤疮问题影响颜值，未来将更受重视



资料来源：蔓迪天猫旗舰店、Amzeeq官网

现有脱发、痤疮治疗产品并不完美，即将面世的差异化产品有望更好解决痛点。脱发、痤疮严格来说均属于“病症”，但一方面由于太过常见，另一方面市面上也充斥着较多宣称“防脱”、“祛痘”功效的生活化产品（如防脱洗发水、祛痘洗面奶等），导致实际生活中患者对这两个病症的重视程度相对不足，寻求严肃治疗的患者比例并不高。此外，虽然脱发、痤疮已有相对科学的治疗方案，但是目前并不存在完美的治疗产品，不同产品各有痛点。我们注意到，有部分国内企业正瞄准这两个领域布局差异化治疗产品，如科笛的外用非那雄胺喷雾剂（脱发）、外用米诺环素泡沫剂（痤疮），三生制药的雄激素受体抑制剂（痤疮）等，有望较好解决现有痛点。本文将从病症分析及人群测算出发，结合已有市场信息，尝试测算差异化产品的中远期市场规模和增长空间。

图3：防脱生发过程中，使用直接科学生发手段的患者比例较使用间接辅助手段低



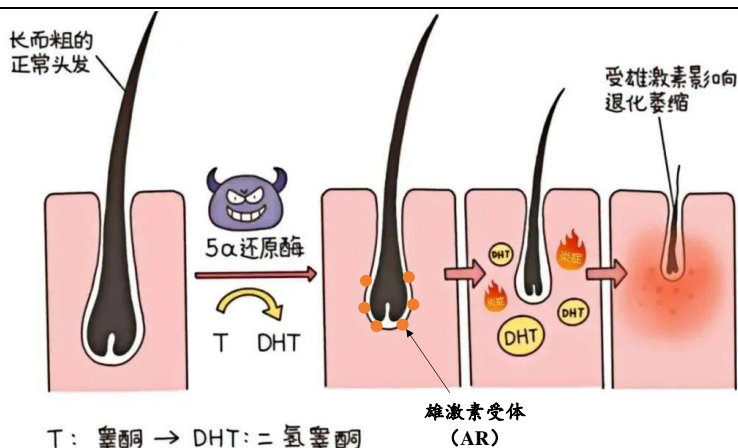
资料来源：天猫健康&CBNdata《2023米诺地尔国民生发白皮书》

2、外用非那雄胺喷雾：安全性优于口服，为患者提供新选项

2.1、雄脱病因较复杂，米诺地尔、非那雄胺均是治疗首推药物

雄激素性脱发较常见但病因复杂，2023年我国18-50岁雄脱患者规模近亿人。雄性激素脱发（下简称“雄脱”）是非瘢痕性秃发最常见原因，根据《2019中国人雄激素性脱发诊疗指南》，我国男性雄脱患病率约21.3%、女性患病率约6.0%，结合七普数据我们测算得2023年我国18-50岁雄脱患者总人数约8667万人，其中男性6876万人、女性1791万人。雄脱的核心是雄激素受体（AR）激活缩短了正常毛发生长周期中的生长期，进一步导致毛囊微小化，但其病因是多方面的，遗传因素及雄激素在发病过程中均起重要作用：（1）II型5 α -还原酶将雄激素睾酮转化为二氢睾酮（DHT），而DHT与AR有更强亲和力；（2）另外患者毛囊中AR过表达也会导致毛囊对雄激素异常敏感。

图4：遗传因素及雄激素在雄脱发病过程中均起重要作用



资料来源：百年毛发中心公众号、开源证券研究所

生发的米诺地尔、防脱的非那雄胺，均是雄脱治疗的主流药物。根据《2023中国临床实践指南：雄激素性脱发诊断与治疗》，雄脱患者首选药物治疗，且应该秉持联合、长期、个性化策略，治疗中可搭配激光、微针等辅助联合治疗，植发仅作为改善外观的手段。在治疗雄脱的药物中，米诺地尔、非那雄胺均获我国专家推荐，二者作用机理不同：（1）米诺地尔主要通过调整毛囊生长周期、扩张血管改善毛囊周边环境起到“生发”作用；（2）非那雄胺则通过抑制DHT生成起到“防脱”作用。

表1：在治疗雄脱的药物中，米诺地尔、非那雄胺均获我国专家推荐

用药方式	药物类型	推荐级别	
		男	女
外用	米诺地尔溶液	1 强推荐	1 强推荐
	米诺地尔泡沫剂	1 强推荐	1 强推荐
	非那雄胺溶液	2 弱推荐	不推荐
口服	非那雄胺	1 强推荐	不推荐
	度他雄胺	2 弱推荐	不推荐
	醋酸环丙孕酮	不推荐	2 弱推荐
	螺内酯	不推荐	2 弱推荐

资料来源：张菊芳等《2023中国临床实践指南：雄激素性脱发诊断与治疗》、开源证券研究所

2.2、2023 年米诺地尔终端市场规模超 25 亿元、口服非那雄胺约 7.5 亿元

米诺地尔 2023 年终端市场规模超 25 亿元，但在雄脱人群中渗透率不足 10%。米内网数据显示，2023 年我国米诺地尔终端销售规模已突破 25 亿元，其中三生制药旗下蔓迪预计终端销售额超 15 亿元(同增 40.2%)、振东制药旗下达霏欣预计超 6 亿元(同增 32.3%)，两大品牌合计占据超 80% 市场份额。我们进一步参考久谦数据、各品牌天猫官方旗舰店到手价，测算得米诺地尔产品月均花费约 110 元，若假设米诺地尔使用人群平均使用周期约 3 个月，则 2023 年米诺地尔使用人群数量约 760 万人，仅约为我国 18-50 岁雄脱人群总数的 8.8%，故米诺地尔在雄脱人群中的渗透率不足 10%。此外根据《2023 米诺地尔国民生发白皮书》数据：(1) 米诺地尔消费人群男女比约 4: 6，我们进一步推测，2023 年男性、女性米诺地尔消费人群分别约 304 万人、456 万人；(2) 消费者使用米诺地尔产品过程中，有 57% 的人担心停用后复脱、药物长期依赖性，31% 的人担心头皮过敏长痘，还有超 20% 的人认为使用过程油腻不舒服，这些都是米诺地尔产品的主要痛点。

表2：根据我们测算，使用米诺地尔产品的月均花费约 110 元

公司	品牌	剂型	规格	可用时间(月)	到手价(元)	月均开销(元)	加权系数
三生制药	蔓迪	酊剂	5%*90ml*2 瓶	3	298	99	64%
振东制药	达霏欣	搽剂	5%/2%*60ml*3 瓶	3	318	106	23%
科笛	巴约尔	喷雾剂	5%/2%*60ml*3 瓶	3	445	148	5%
强生	落健	泡沫剂	60g*3 瓶	3	549	183	6%
博士伦福瑞达	学瑞	凝胶	40g*3 盒	2	320	160	2%
米诺地尔产品月均花费(元)						110	

数据来源：各品牌天猫官方旗舰店、久谦中台、开源证券研究所（注 1：价格信息均取自 10 月 18 日；注 2：考虑各品牌市占率不同，因此均价采用加权计算方法，使用各头部品牌电商 GMV 数据并计算对应市场份额得到加权系数）

用于治疗脱发的口服非那雄胺 2023 年终端市场规模约 7.5 亿元。根据 PDB 药物综合数据库，2023 年我国用于治疗脱发的口服非那雄胺（1mg 规格）终端销售规模约 7.5 亿元。我们根据久谦数据（天猫+京东）测算，欧加农旗下保法止占据线上约 70% 份额。我们进一步参考天猫大药房价格信息，测算得口服非那雄胺产品月均花费约 112 元，若假设口服非那雄胺人群平均用药周期约 3 个月，则 2023 年口服非那雄胺人群数量约 223 万人（均为男性）。需要注意的是：(1) 5mg 规格非那雄胺口服片（用于治疗前列腺增生）价格更便宜，因此部分人群会购买 5mg 规格并自行分割用于脱发治疗，故此处口服非那雄胺人群测算偏保守；(2) 米诺地尔、口服非那雄胺可以联合用药且治疗效果更好，我们结合 Finn Abeck 等人（2024）论文中德国远程皮肤病平台随访问卷数据推测，联合用药人群约占口服非那雄胺人群的 30%。

表3：根据我们测算，使用口服非那雄胺产品的月均花费约 112 元

公司	品牌	剂型	规格	可用时间(天)	到手价	月均开销(假设 30 天)	加权系数
欧加农	保法止	片	1mg*84 片*1 盒	84	375	134	71%
天方药业	启悦	片	1mg*84 片*1 盒	84	174	62	15%
仙琚制药	仙琚	片	1mg*30 片*3 盒	90	125	42	9%
康恩贝	艾仕法	片	1mg*28 片*3 盒	84	216	77	5%
现代制药	浦立宁	片	1mg*60 片*1 盒	60	78.5	39	0%
口服非那雄胺产品月均花费(元)						112	

数据来源：阿里大健康药房、久谦中台、开源证券研究所（注 1：价格信息均取自 10 月 18 日；注 2：考虑各品牌市占率不同，因此均价采用加权计算方法，使用各头部品牌电商 GMV 数据并计算对应市场份额得到加权系数）

2.3、预计外用非那雄胺喷雾剂 2030 年市场规模超 20 亿元

使用非那雄胺有概率出现严重副作用。“好头发”公众号梳理文献发现，服用非那雄胺有 1-3% 的概率发生副作用，包括性欲下降、勃起功能障碍等，多数副作用会在使用过程中或者停药 1 个月内消退。但也存在少数极端情况，即使停药后也会有持久性的神经和身体不良反应，这类情况也被统称为“后非那雄胺综合症 (PFS)”。世界卫生组织国际药物监测计划的药物不良反应数据库 (ADRs) 中记录了 21374 种非那雄胺不良反应，其中包括 3790 例勃起功能障碍、2023 例性功能障碍、2025 例抑郁症和 1548 例焦虑症。

图5：使用非那雄胺有概率出现严重副作用——“后非那雄胺综合症 (PFS)”

已知的PFS症状		
性方面	身体方面	精神与神经方面
性驱力 <ul style="list-style-type: none"> 性驱力减少或完全丧失 	男性乳房发育症 <ul style="list-style-type: none"> 乳房像女性一样发育和增大 	记忆 <ul style="list-style-type: none"> 严重的记忆/回忆障碍
勃起 <ul style="list-style-type: none"> 勃起功能障碍，阳痿 丧失晨勃和自主勃起的能力 	疲劳 <ul style="list-style-type: none"> 慢性疲劳，精神萎靡 	认知 <ul style="list-style-type: none"> 思维过程缓慢 问题解决能力受损理解力下降
性高潮障碍 <ul style="list-style-type: none"> 缺乏性快感和性愉悦感 	肌肉 <ul style="list-style-type: none"> 肌痛，包括肌肉疼痛 肌病，包括肌肉无力，抽筋僵硬和手足 	心理 <ul style="list-style-type: none"> 抑郁

资料来源：PFSfoundation

同样有效但更安全的外用非那雄胺喷雾应运而生，已在德、意、韩等地上市。Polichem S.A.旗下外用非那雄胺喷雾剂于 2020 年 9 月在欧盟获批，截至 2024 年 4 月已在德国(商品名 Finjuve)、意大利(商品名 Caretopic)、韩国等多个国家上市，该产品在中国由科笛引进，其上市申请已在 2024 年年初获药监局受理。中国 III 期临床试验结果显示，该产品能有效治疗雄激素性脱发，且受试者局部耐受性良好；此外 I 期药代动力学研究显示，该产品给药后全身吸收量极少，相对安全。具体来看，Finjuve/Caretopic 拥有独特喷头及防护罩，设计上可以足量使用 180 次，在意大利定价 68 欧元(约合人民币 530 元)、在韩国定价 16 万韩元(约合人民币 850 元)。此外，韩国食品药品监察部官网数据显示，2023 年韩国 Finjuve 进口额达 180 万美元(非终端销售口径)。

图6：Finjuve/Caretopic 拥有独特喷头及防护罩，设计上可以足量使用 180 次



资料来源：hairlosscure2020、koreabiomed

外用非那雄胺受众或具备更强消费能力，且坚持长期使用的概率更大。基于原研产品信息，我们推测其受众具备以下特征，**(1) 担忧副作用的男性**：由于外用非那雄胺喷雾药物暴露量更少，出现副作用的概率也更小；**(2) 消费能力更强**：若假设每天使用外用非那雄胺喷雾 2-4 次，则一瓶喷雾可使用 1.5-3 个月，参考意大利、韩国售价的均价（约 700 元），且不考虑关税、运费等，推算月均花费约 233-467 元，显著高于口服非那雄胺和米诺地尔的月均花费，合理推测该产品受众消费能力较强；**(3) 坚持长期使用的概率更大**：由于外用非那雄胺喷雾单价较高，并非防止雄脱的入门级产品，预计消费者购买之前会充分思考再做决策，因此我们认为这类更“资深”的消费者在治疗过程中有望较普通消费者坚持更长时间。

我们认为外用非那雄胺消费者将主要来自现有米诺地尔、口服非那雄胺人群的转化。

(1) 原先口服非那雄胺的人，基于对副作用的担忧，有概率切换至外用非那雄胺产品；(2) 原先仅使用米诺地尔，以及“米诺地尔+口服非那雄胺”联合用药的人，基于副作用小且符合原先使用习惯等原因，有更大概率使用外用非那雄胺产品；(3) 未曾使用过米诺地尔、口服非那雄胺等防脱生发产品的人，直接选择外用非那雄胺作为入门产品的概率较小。

预计 2030 年我国外用非那雄胺喷雾剂终端市场规模超 20 亿元。基于七普数据并保守假设雄脱患病率恒定，我们推算 2023-2030 年间我国雄脱人群人数将缓慢下滑，但始终维持在 8000 万人以上。考虑雄脱治疗人群当前渗透率仍不高，我们假设未来使用米诺地尔、非那雄胺治疗雄脱人群渗透率稳步提升，且随着患者认知愈发科学化，采用联合治疗疗法的患者比例亦有望提升。参考 Finjuve/Caretopic 国外售价，我们假设 2025 年外用非那雄胺上市后，国内消费者平均月花费为 350 元并维持恒定。考虑外用非那雄胺喷雾剂更加安全的优秀特性，其在非那雄胺人群、联合治疗人群中的渗透率均有望稳步提升，且从“坚持 4 个月”逐步变为“坚持 7 个月”，最终测算得 2030 年我国外用非那雄胺喷雾剂使用人群规模约 90 万人，终端市场规模超 20 亿元。

表4：预计 2030 年我国外用非那雄胺喷雾剂终端市场规模超 20 亿元

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
18-50 岁雄脱人群 (万人)	8667	8576	8506	8472	8450	8451	8446	8452
仅使用米诺地尔人群 (万人)	693	719	745	773	802	831	860	889
仅使用非那雄胺人群 (万人)	156	161	167	172	176	181	185	188
米诺地尔+非那雄胺联合治疗人群 (万人)	67	76	86	97	108	121	134	148
外用非那雄胺市场规模 (亿元)			2.4	4.7	7.7	11.6	16.5	22.3
月均消费 (元)			350	350	350	350	350	350
坚持月数 (个月)			4.0	4.6	5.2	5.8	6.4	7.0
外用非那雄胺人群 (万人)			17	29	42	57	74	91
来自仅非那雄胺人群的部分 (万人)			8	15	23	31	39	47
来自联合治疗人群的部分 (万人)			9	14	19	27	35	44

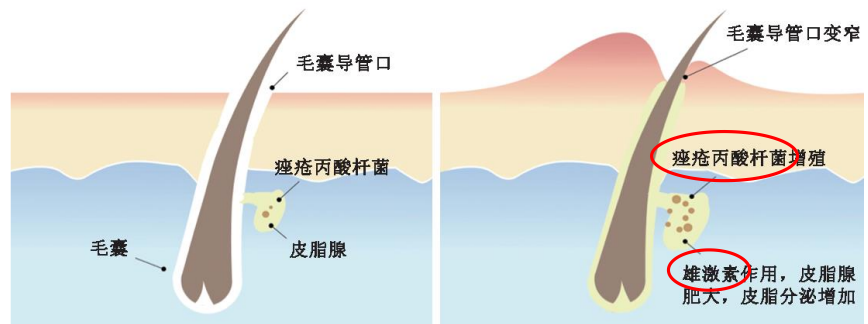
数据来源：《中国人口普查年鉴 2020》、《2019 中国人雄激素性脱发诊疗指南》、米内网、PDB 药物综合数据库、淘宝网、《2023 米诺地尔国民生发白皮书》、开源证券研究所测算

3、外用米诺环素泡沫剂：保留口服药精华，去其糟粕

3.1、痤疮常见于青少年，外用抗生素深得患者青睐

痤疮俗称“青春痘”，青少年发病率高达93%。寻常痤疮，是一种累及毛囊皮脂腺的慢性炎症性皮肤病，根据《寻常痤疮基层诊疗指南(2023年)》(以下简称《指南2023》)，青少年发病率高达93%，此外据统计，31.8%寻常痤疮可继发敏感性皮肤，3%-7%可遗留瘢痕，严重影响患者容貌和身心健康。目前认为寻常痤疮发病主要与雄激素诱导皮脂腺肥大过度分泌皮脂、毛囊导管口异常角化、痤疮丙酸杆菌等微生物增殖及免疫炎症反应有关：(1)雄激素诱发皮脂腺肥大、皮脂分泌增加、毛囊导管口变窄，导致皮脂及脱落的角质细胞淤积在毛囊口内形成粉刺；(2)痤疮丙酸杆菌利用皮脂的营养大量增殖，刺激毛囊产生炎症并进一步形成丘疹、脓疱甚至囊肿、结节。

图7：雄激素、痤疮丙酸杆菌均是痤疮发病诱因



资料来源：中华医学会《寻常痤疮基层诊疗指南（2023年）》、开源证券研究所

抗菌药物在中重度痤疮治疗中是一线推荐用药，但现有产品均存在一定痛点。根据《指南2023》，I、II级痤疮以外用药物治疗为主，III、IV级痤疮在系统治疗的同时辅以外用药物治疗，而不管是外用药物还是系统用药，抗菌类药物在中重度痤疮治疗中均有一席之地。此外《指南2023》指出：(1)抗菌药物系统用药首选米诺环素，但容易出现头晕、药疹、肝损害、光敏反应等系统性副作用；(2)外用抗菌药物包括林可霉素、红霉素及其衍生物克林霉素和夫西地酸等，对人体的刺激作用较小，但缺点是容易诱导痤疮丙酸杆菌出现耐药性。

图8：抗菌药物在中重度痤疮治疗中均是一线推荐用药，但现有产品存在一定痛点

治疗方法	轻度(I级)	中度(II级)	中度(III级)	重度(IV级)	继发敏感性皮肤	后遗红斑	后遗色素沉着	后遗瘢痕
外用药物								
维A酸类	1	●	●	●	●	●	●	●
过氧苯甲酰	2	1/2	1	1	●	●	●	●
抗菌药物	●	1/2	1	1	●	●	●	●
系统用药								
抗菌药物	●	2	1	1	●	●	●	●
维A酸类	●	●	2	1	●	●	●	●
抗雄激素			有抗雄激素指征的患者需配合抗雄激素治疗					
糖皮质激素	●	2	1	1	●	●	●	●
物理与化学治疗								
红蓝光	●	2	2	●	1	●	●	●
光动力	●	●	2	1	●	●	●	●
激光与强脉冲光	●	●	2	●	●	1	1	1
化学剥脱	2	2	2	●	●	●	1	●
皮肤护理	痤疮治疗全程均可配合使用具有特定功能的功效性护肤品							

注：1 一线选择，优先推荐；2 二线选择，次要推荐；● 不推荐；此表仅罗列最常用治疗手段，更多及药物使用原则等请参考本指南正文

资料来源：中华医学会《寻常痤疮基层诊疗指南（2023年）》、开源证券研究所

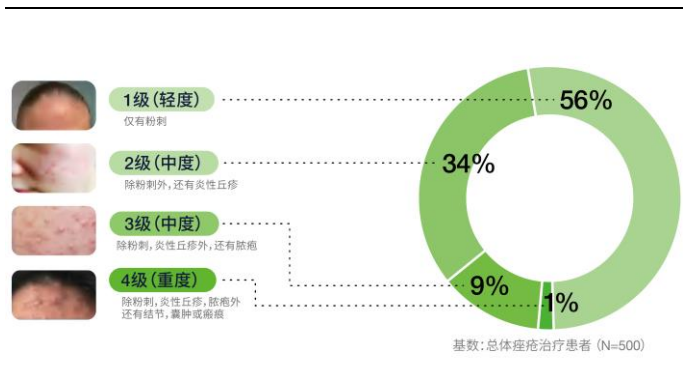
我们预计国内痤疮患者近亿人，但仅约 3 成患者接受治疗，其中女性治疗率较高。根据 Shen Y 等人的痤疮患病率 6 城分年龄段抽样数据可知：(1) 痤疮多发于 15-29 岁人群，10 岁以下、50 岁以上发病率极低，我们进一步结合七普数据测算，可知 2023 年我国痤疮患者总人数约 9443 万人，其中男性 5331 万人、女性 4111 万人；(2) 青少年痤疮患者中，轻度 (I 级) 约占 70%、中度 (II、III 级) 约 25%、重度 (IV 级) 约 5%，多数痤疮患者仅为轻度；(3) 仅 33.5% 的患者有过针对痤疮的治疗，分性别看，女性中选择治疗痤疮的比例为 39.0%，显著高于男性的 29.6%。另外根据《2024 中国年轻群体痤疮外用药物治疗白皮书》，痤疮治疗人群中，轻中度患者 (而非中重度) 占据绝大多数，因此我们认为，痤疮治疗倾向更多源于求美意识。

图9：调研数据显示痤疮多发于 15-29 岁人群

Age, years	n	Prevalence		
		Male % (n)	Female % (n)	Total % (n)
1-9	1,009	0 (0)	0 (0)	0 (0)
10-14	711	8.4 (29)	12.6 (46)	10.5 (75)
15-19	947	41.3 (222)	33.7 (138)	38.0 (360)
20-24	1,637	40.0 (406)	30.1 (198)	36.0 (604)
25-29	1,024	21.2 (91)	12.0 (71)	15.8 (162)
30-34	1,119	6.4 (33)	9.6 (66)	8.3 (99)
35-39	1,465	3.2 (20)	4.6 (39)	4.0 (59)
40-44	1,404	1.1 (6)	1.5 (13)	1.4 (19)
45-49	1,218	1.2 (6)	0.9 (6)	1.0 (12)
50-54	1,392	0.7 (4)	0 (0)	0.3 (4)
55-59	1,234	0.4 (2)	0.1 (1)	0.2 (3)
>60	4,069	0.0 (1)	0.0 (1)	0.0 (2)
Total	17,345	10.4 (820)	6.1 (579)	8.1 (1,339)

资料来源：Shen Y et al. 《Prevalence of Acne Vulgaris in Chinese Adolescents and Adults:A Community-based Study of 17345 Subjects in Six Cities》

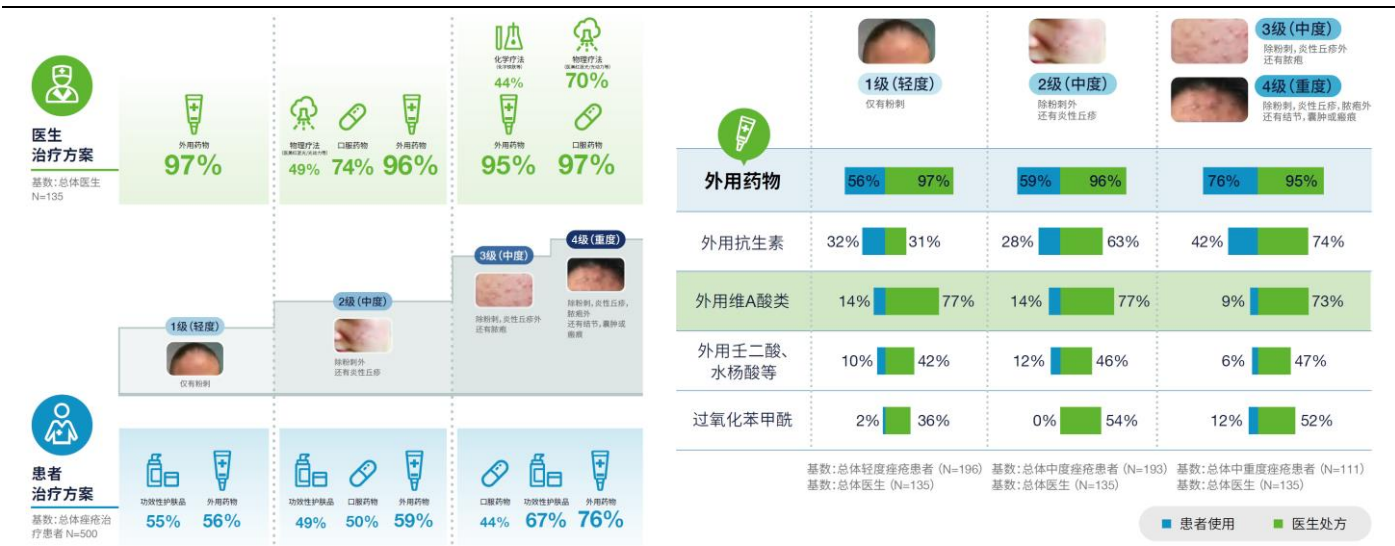
图10：痤疮治疗人群中，轻中度患者占据绝大多数



资料来源：中国康复医学会皮肤病康复专业委员会《2024 中国年轻群体痤疮外用药物治疗白皮书》

9 成医生推荐外用药物治疗，约 3 成痤疮治疗人群青睐外用抗生素。根据《2024 中国年轻群体痤疮外用药物治疗白皮书》，针对不同严重程度痤疮的治疗，几乎所有医生都会采用以外用药物为基础的治疗方案，但患者多采用功效性护肤品和外用药物并重，且用药比例低。治疗痤疮时，轻/中/中重度抽样患者中分别有 32%/28%/42%选择外用抗生素，可推算得外用抗生素在治疗人群中渗透率约为 32.7%，深得痤疮患者青睐。但从医生视角出发，外用抗生素最大的问题是易诱导痤疮丙酸杆菌出现耐药性。

图11：9 成医生推荐外用药物治疗，但痤疮患者外用药物治疗比例不高，外用抗生素最为常见



资料来源：中国康复医学会皮肤病康复专业委员会《2024 中国年轻群体痤疮外用药物治疗白皮书》

3.2、预计外用米诺环素泡沫剂 2030 年市场规模近 10 亿元

外用米诺环素泡沫剂能在保留治疗效果的同时最大程度规避副作用。Foamix 旗下 4% 外用米诺环素泡沫剂于 2019 年在美国获批（商品名 Amzeeq），可用于治疗中度至重度寻常痤疮，其优势在于：（1）与口服米诺环素药物相比，外用产品的全身药物暴露显著降低，能最大程度减少副作用；（2）对痤疮杆菌有较强的抗菌活性，且相较于其他抗生素而言出现耐药性概率较低；（3）已有临床资料表明，针对 9 岁以上患者均有效且安全，真实解决儿童/青少年痤疮痛点。具体来看，Amzeeq 设计规格为 30g，在美国亚马逊药房上价格 50~315 美元不等（取决于是否有购买保险），使用时直接涂抹在痤疮患处即可。

图12：外用米诺环素泡沫剂 Amzeeq 设计规格为 30g，使用时直接涂抹在痤疮患处即可



资料来源：乐城先行区管理局发布公众号

预计 2030 年我国外用米诺环素泡沫剂终端市场规模近 10 亿元。基于七普数据并保守假设痤疮患病率恒定，我们推算 2023-2030 年间我国痤疮人群将缓慢增长，始终维持在近千万人的体量；另外我们保守假设痤疮治疗人群比例、外用抗生素人群比例恒定不变。参考亚马逊药房价格，假设 2025 年外用米诺环素泡沫剂上市后国内终端售价为 500 元/罐并维持恒定。考虑外用米诺环素单价较高，我们认为其使用者大概率转化自原先使用外用抗生素的人群，受益于其优秀特性，外用米诺环素渗透率有望缓慢提升，并从“平均 1 年用 1 罐”逐步变为“平均 1 年用 1.5 罐”，测算得 2030 年我国外用米诺环素泡沫剂终端市场规模有望达 9.6 亿元。

表5：预计 2030 年我国外用米诺环素泡沫剂终端市场规模近 10 亿元

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
痤疮人群（万人）	9443	9495	9500	9559	9674	9730	9780	9739
痤疮治疗人群（万人）	3182	3198	3199	3218	3256	3274	3289	3274
外用抗生素人群（万人）	1040	1045	1045	1052	1064	1070	1075	1070
外用米诺环素市场规模（亿元）			0.5	2.3	4.5	6.3	8.3	9.6
外用米诺环素人群（万人）			10	42	74	96	118	128
外用米诺环素价格（元/罐）			500	500	500	500	500	500
年使用数量（罐）			1	1.1	1.2	1.3	1.4	1.5

数据来源：《中国人口普查年鉴 2020》、Shen Y et al. 《Prevalence of Acne Vulgaris in Chinese Adolescents and Adults:A Community-based Study of 17345 Subjects in Six Cities》、《2024 中国年轻群体痤疮外用药物治疗白皮书》、亚马逊药房、开源证券研究所测算

4、雄脱&痤疮治疗市场广阔，关注布局差异化产品的企业

雄脱&痤疮治疗潜在市场广阔。根据前文测算可知：(1) 2023 年我国雄脱人群约 8667 万人，而其中科学使用米诺地尔、非那雄胺产品治疗的人群仅不足 1 成；(2) 2023 年我国痤疮人群约 9443 万人，但其中接受正规治疗的患者仅约 3 成。我们认为，未来随着“科学认知、科学治疗”理念普及，将有越来越多的患者选择正确的治疗产品，针对雄脱、痤疮这两大颜值问题的相关治疗产品潜在市场广阔。

关注布局“人有我优”差异化产品的企业。雄脱、痤疮发病机制较复杂，现有治疗产品也并不完美，创新治疗产品仍存在增量空间。因此我们认为，对于企业而言，针对细分痛点布局“人有我优”的差异化产品是更明智的选择。

重点推荐：深耕泛皮肤病领域，毛发赛道全面布局，且外用非那雄胺喷雾、外用米诺环素泡沫剂落地在望的**科笛-B**。受益标的包括**三生制药**（拥有米诺地尔品牌“蔓迪”，且布局了雄激素受体抑制剂的痤疮新药）等。

表6：雄脱&痤疮治疗潜在市场广阔，建议关注布局“人有我优”差异化产品的企业

证券代码	股票简称	评级	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)			PE		
					2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
2487.HK	科笛-B	买入	36	11.80	-1.62	-1.11	-0.55	-7.3	-10.6	-21.3
1530.HK	三生制药	未评级	139	5.73	0.84	0.96	1.07	6.8	6.0	5.4

数据来源：Wind、开源证券研究所（注 1：收盘日期为 10 月 25 日；注 2：市值、收盘价已换算成元，汇率为 1 港元=0.92 元；注 3：三生制药 EPS 为 Wind 一致预期预测值，其余公司为开源证券研究所预测值）

4.1、科笛-B：泛皮肤病新星，外用米诺环素、外用非那雄胺获批在即

泛皮肤病治疗领域新星，研发+消费双管齐下共筑壁垒。科笛是泛皮肤病治疗领域新星，拥有毛发、护肤、皮肤病、医美等多个管线，且毛发产品布局较全面。2024 年上半年公司实现营收 9560 万元，其中毛发管线实现营收约 4760 万元，核心单品 Bailleul 小白管连续 16 个月在天猫国际医药皮肤科药品类单品排名第一，自有品牌“青丝几何”复购率、转化率亦维持较高水平；护肤管线则实现营收约 4700 万元，欧玛油橄榄系列销量占比已超 70%，此外兴趣电商渠道贡献营收占比亦有同比提升；2024H1 公司毛利率 53%，环比 2023H2 毛利率+5pct，呈边际向好趋势。我们认为，公司不仅拥有积淀深厚研发，还通过直面 C 端消费者持续锤炼自身商业化能力，研发+消费双管齐下共筑壁垒。

图13：2024H1 科笛实现营收 9560 万元



资料来源：科笛集团公众号

图14：2024H1 科笛毛利率呈现边际向好趋势



资料来源：科笛集团公众号

外用米诺环素、外用非那雄胺获批在即，在研管线进展顺利有望逐步打开成长空间。科笛提交的外用米诺环素泡沫剂、外用非那雄胺喷雾剂的新药上市申请，已分别于2023年9月、2024年1月获得中国国家药品监督管理局受理，有望于2024H2-2025年间陆续获批上市。此外，公司其他在研管线亦进展顺利：（1）利多卡因丁卡因局麻膏上市申请已于2024年7月获受理；（2）重组突变胶原酶（用于治疗额下脂肪堆积）于2024年9月完成II期临床II期临床试验完成所有受试者出组；（3）外用新型小分子（特应性皮炎）于2024年9月完成I期临床试验首例受试者入组。未来随着在研管线持续落地，公司有望逐步打开成长空间。

图15：科笛旗下外用米诺环素、外用非那雄胺 NDA 申请均已获受理



资料来源：科笛集团公众号

5、风险提示

- （1）**终端需求不足**：消费者教育不足、宏观经济下行等因素影响雄脱&痤疮治疗产品终端需求增长；
- （2）**新品获批延迟**：药监局等部门可能处于谨慎考虑，暂缓新型雄脱&痤疮治疗产品的审批；
- （3）**医疗事故舆论**：受产品保管条件不当、患者自身体质等因素影响，患者在使用新型雄脱&痤疮治疗产品的过程中可能发生医疗事故，引发舆论。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn