

## 消费&amp;研发双驱动，泛皮肤平台新星实力可期

■ 证券研究报告

## ★ 投资评级:增持(首次)

## 基本数据

2024-11-28

收盘价(港元)	8.10
流通股本(亿股)	3.20
每股净资产(港元)	3.90
总股本(亿股)	3.20

## 最近12月市场表现



## 核心观点

- ❖ **科笛集团为国内泛皮肤领域新星企业。**公司核心管线覆盖毛发/皮肤/减脂/表麻四大领域，广阔市场下打造一体化皮肤学平台。公司成立于2019年，2023年6月于港股上市，2023年首个商业化完整年度收入达1.38亿元，较2022年增长11倍，经调整经营性亏损缩窄至3.29亿元；1H2024收入9560万元，同比增长178%，618期间GMV同比增长近5倍，双11期间GMV 1.1亿元，同比增长164%。
- ❖ **产品管线：前瞻布局多元高潜力赛道，独特优质产品建立发展基础。**1) **已上市产品覆盖毛发&妆品表现亮眼，位列同类领先地位：**毛发板块1H2024收入超4760万元，占比约50%，欧洲市占率排名第一米诺地尔“法国生发小白管”持续放量。自有毛发品牌青丝几何第二曲线逐渐成形；妆品板块1H2024收入超4700万元，占比约50%。合作高端高功效护肤品牌欧玛，旗下含油橄榄精华等多个明星单品，公司渠道精细化运营下有望持续贡献增量。2) **在研管线多为全球唯一/领先，多领域布局发展空间广阔：**目前全球首个获批用于寻常痤疮治疗的外用米诺环素已获批，全球首个获批用于雄激素性脱发的外用非那雄胺、国内市场稀缺合规利丁双卡因麻膏均已获上市许可申请，有望2025年陆续获批，溶脂针等蓝海市场重磅管线亦顺利推进中。
- ❖ **驱动因素：技术&商业平台化，赋予研发&销售强劲势能。**1) **研发：**依托CATAME®技术平台打造差异化多剂型产品，传统口服药物易伴随副作用，皮肤药物穿透为核心难点，公司经皮给药技术奠定高壁垒；2) **销售：**商业平台前端发力，创新平台、战略平台及支持平台后端赋能，深度运用抖音、B站等渠道种草，建立自有客服提高转化黏性，验证公司销售运营能力；毛发板块产品以“青丝几何”品牌化运作，2B学术合作&2C营销出圈绑定心智，通过蓝皮书等形式将2B优势在C端放大。
- ❖ **投资建议：**短期毛发&妆品增势强劲驱动收入增长；中长期在研管线多为全球唯一/领先，推进节奏持续超预期，有望构筑多级增长曲线，我们认为公司作为兼具消费+研发属性的泛皮肤板块稀缺标的，平台化建设有望驱动远期稳健增长，我们预计公司2024-2026年实现营业收入2.8/5.0/9.0亿元，对应PS分别为9/5/3倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**宏观消费水平下行风险；市场政策变动风险；产品研发审批进度不及预期风险；市场竞争加剧风险。

## 盈利预测：

币种(人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万)	11	138	280	501	895
收入增长率(%)	457.70	1110.83	103.57	78.69	78.74
归母净利润(百万)	-556	-1,964	-473	-398	-162
净利润增长率(%)	—	—	—	—	—
EPS(元)	-6.94	-9.60	-1.48	-1.24	-0.51
PE	0.00	—	—	—	—
ROE(%)	44.60	-145.57	-52.78	-76.74	-43.22
PS	—	22.31	8.60	4.81	2.69

数据：wind数据，财通证券研究所（以2024年11月28日收盘价计算）

## 内容目录

1	公司简介：专注皮肤学的研发型生物制药公司.....	5
1.1	基本概况：打造产品矩阵，构建研发型皮肤学平台.....	5
1.2	股权结构：股东阵容强大，核心团队经验丰富.....	6
1.3	财务指标：营收处于起步增长阶段，经调亏损逐步收窄.....	7
1.4	技术平台：自研&License-in 双驱动，技术平台保障管线差异性.....	8
1.5	销售渠道：线上销售管道铺设，线下观念教育普及.....	9
2	毛发：2023 年收入约 9600 万元，外用非那独家管线有望重磅上市.....	10
2.1	市场：国内规模至 2030 年有望突破 2000 亿，外用药物为主流趋势.....	10
2.2	商业化：米诺地尔小白管市场反馈优异，青丝几何品牌日渐成型.....	14
2.3	后续产品：在研管线实力强劲，外用非那雄胺产品提供新解决方案.....	19
3	皮肤：携手欧玛开启妆品商业化，在研管线深耕外用药物赛道.....	21
3.1	市场：皮肤市场规模超 4000 亿元，预计保持稳定增速.....	21
3.2	商业化：携手欧玛拓展妆品赛道，助力品牌取得国内市场初步成果.....	22
3.3	后续产品：外用米诺环素已获批，成为国内首款同类产品.....	26
4	其他：减重&麻膏多领域深耕前沿管线.....	31
4.1	减重：局部脂肪堆积空白市场，新技术降低减脂副作用.....	31
4.2	表皮麻醉市场：降低传统表麻风险，提供更优体验.....	34
5	投资建议.....	36
5.1	盈利预测.....	36
5.2	投资建议.....	37
6	风险提示.....	38

## 图表目录

图 1. 公司主要产品发展历程.....	5
图 2. 公司股权架构（截至 2024 年 6 月）.....	6
图 3. 公司收入稳步增长，2023 年达 1.38 亿元.....	7
图 4. 2023 年毛发/妆品收入分别达 0.96/0.41 亿元.....	7
图 5. 2023 年公司毛利率受产品结构变化影响下滑.....	8
图 6. 公司各项费用率逐步收窄.....	8

图 7. CATAME®技术平台 .....	8
图 8. 脱发、皮肤、脂肪管理、表皮麻醉四大领域构建技术平台 .....	9
图 9. 2023-2024 年大促期间业务变动情况 .....	10
图 10. 2017-2030E 中国毛发疾病及护理市场规模 .....	11
图 11. 米诺地尔作用机制 .....	12
图 12. 毛发板块明星单品——Bailleul 法国生发小白管 .....	14
图 13. 法国生发小白管 2024 年 618 销量达 6.8 万瓶 .....	14
图 14. 2018-2023 年蔓迪销售额及增速 .....	15
图 15. 毛发板块第二曲线增长可观 .....	16
图 16. 公司毛发板块核心已上市产品 .....	17
图 17. 青丝几何品牌定位“对症生发” .....	18
图 18. 青丝几何联名 Tims、墨雨云间跨界开展多样化营销活动 .....	18
图 19. CU-40102 作用机制 .....	19
图 20. 口服 vs 外用非那雄胺进展 .....	19
图 21. CU-40101 作用机制 .....	21
图 22. CU-40101 与同类竞品相比具有潜在的优越疗效和更好的安全性 .....	21
图 23. 2017-2030E 中国皮肤疾病及护理市场规模 .....	22
图 24. 我国皮肤病治疗护理人均支出有较大提升空间 .....	22
图 25. 科笛为欧玛提出“双抗一修”黄金三角逻辑 .....	23
图 26. 欧玛核心单品矩阵 .....	24
图 27. 主流屏障修护精华对比 .....	25
图 28. 渠道结构来看抖音、小红书兴趣电商占比提升 .....	26
图 29. CU-10201 作用机制 .....	29
图 30. 特应性皮炎的不同疗法 .....	29
图 31. 银屑病的不同疗法 .....	30
图 32. CU-10401 治疗银屑病机制 .....	31
图 33. 2023-2030E 中国局部脂肪堆积管理药物市场规模 .....	32
图 34. CU-20401 申报进展 .....	33
图 35. CU-20401 作用机制 .....	34
图 36. 重组突变胶原酶 vs 脱氧胆酸 .....	34
图 37. 2017-2030E 中国表皮麻醉剂市场规模（亿元） .....	35
表 1. 我国目前可用的脱发干预机制 .....	12

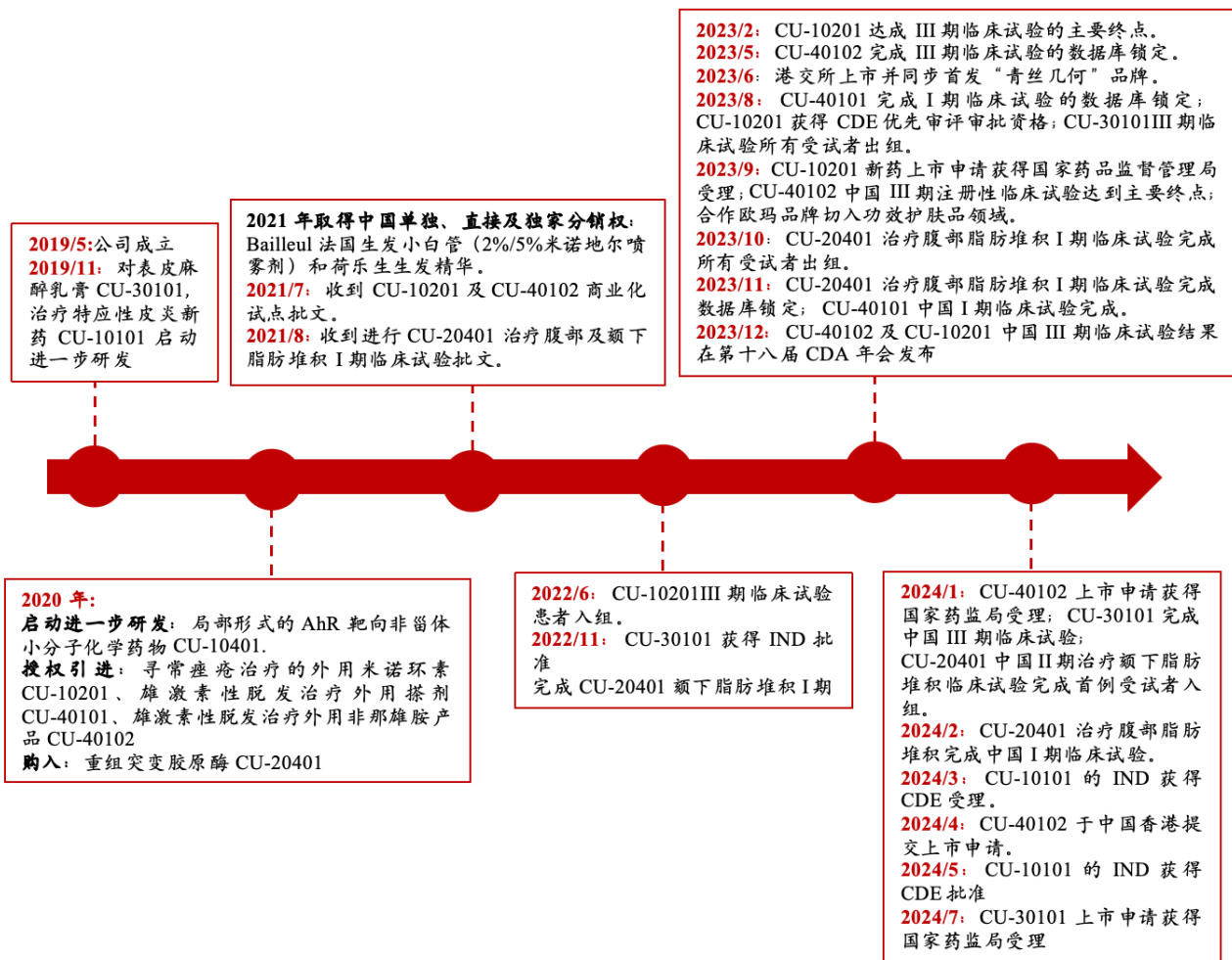
表 2. 非那雄胺和米诺地尔的推荐等级高于其他治疗方式.....	13
表 3. 我国用于雄激素性脱发获批准药物竞争格局.....	13
表 4. 我国待审批雄激素性脱发药物竞争格局.....	14
表 5. 国内主流外用米诺地尔产品对比.....	15
表 6. 毛发板块产品组合搭配.....	19
表 7. CU-40102 外用剂型相比口服剂型具有显著优势.....	20
表 8. 公司对应产品管线及进度.....	21
表 9. 公司对应产品管线及进度.....	26
表 10. 当前痤疮治疗的主要药物及疗法.....	27
表 11. 待审批的外用寻常痤疮药物.....	28
表 12. CU-10101 vs Opzelura .....	30
表 13. 局部脂肪堆积管理药物待审批产品.....	32
表 14. 局部脂肪堆积管理药物的主要成分.....	33
表 15. 中国已获批上市的 2 款表皮麻醉剂.....	35
表 16. 公司业务拆分及预测.....	37
表 17. 费用率及税率预测.....	37
表 18. 可比公司估值对比.....	38

## 1 公司简介：专注皮肤学的研发型生物制药公司

### 1.1 基本概况：打造产品矩阵，构建研发型皮肤学平台

科笛集团为专注皮肤学的研发型生物制药公司。科笛集团成立于2019年，目前旗下板块包含毛发疾病及护理、皮肤疾病及护理、局部脂肪堆积管理药物及表皮麻醉。公司自2019年以来围绕皮肤学积极开展各项药品研发和商业化工作。2021年，公司取得Bailleul法国生发小白管（2%/5%米诺地尔喷雾剂）和荷乐生生发精华的中国单独、直接及独家分销权。2022年，公司完成核心产品，用于治疗额下脂肪堆积的CU-20401的I期临床实验。外用4%米诺环素泡沫剂CU-10201已于2024年11月获批，外用非那雄胺喷雾剂CU-40102于2024年被国家药监局受理新药上市申请。

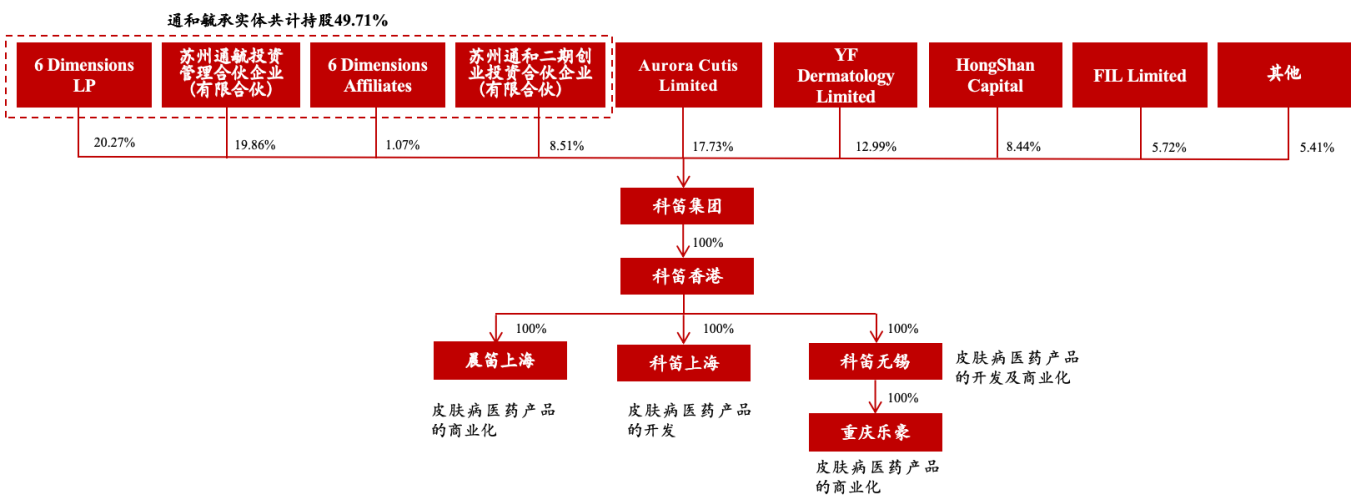
图1.公司主要产品发展历程



## 1.2 股权结构：股东阵容强大，核心团队经验丰富

科笛集团股东阵容强大，股权集中。主要股东为通和毓承实体，持股 49.71%，通和毓承实体包括 6 Dimensions LP、6 Dimensions Affiliates、苏州通和二期及苏州通和毓承，其分别持有科笛集团约 20.27%、1.07%、8.51%及 19.86%的权益。通和毓承由通和资本和毓承资本合并成立，是专注于医疗健康领域的投资机构。其他投资方包括云锋基金子公司、红杉中国、Fidelity 实体。旗下全资子公司及孙公司均围绕皮肤病医药产品布局。

图2.公司股权架构（截至 2024 年 6 月）



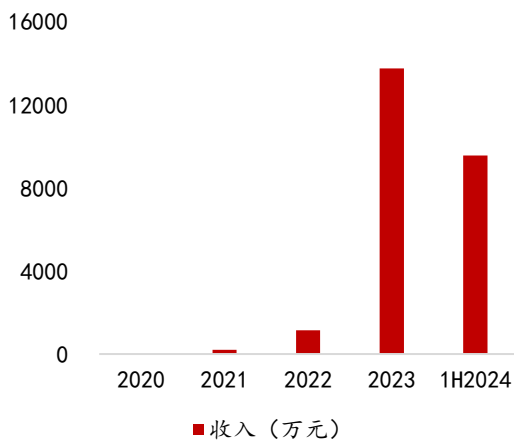
数据：公司年报，财通证券研究所

核心团队在医疗/医药领域具有深厚经验，股权激励强化团队凝聚力。所有管理团队均拥有丰富的跨国制药公司任职及多学科背景和丰富的本土经验，高级管理团队平均行业经验超过 10 年。首席执行官兼执行董事张乐乐在制药行业拥有约 20 年经验。公司研发团队实力强大，首席医学官、研发部/药政部管理层均具备数十年行业一线经验。2019 年，科笛设立 IPO 前股权激励计划，根据该计划发行的最大股份数目为 7068.567 万股。2023 年集团再次设立 IPO 后股权激励计划，董事会可全权酌情向雇员或董事及服务提供商授出购股权或股份奖励，有助于深度绑定核心管理层及相关合作人员，助力中长期可持续发展。

### 1.3 财务指标：营收处于起步增长阶段，经调亏损逐步收窄

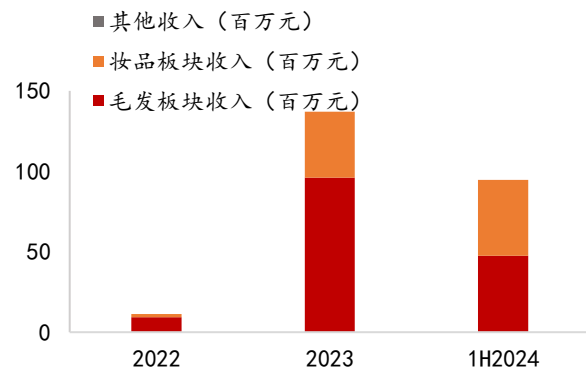
**营收快速增长，毛发+妆品同步驱动。**公司收入由 2022 年的 0.11 亿元增长至 2023 年的 1.38 亿元，同比增长 1111%。1H2024 延续翻倍高增长，实现收入约 9560 万元，同比增长 178.3%。其中毛发板块由 2022 年的 0.09 亿元增长至 2023 年的 0.96 亿元，Bailleul 法国生发小白管作为核心单品引领毛发板块起步增长，1H24 毛发板块收入超 0.47 亿元，第二曲线增长显著；妆品板块由 2022 年的 0.02 亿元增长至 2023 年的 0.41 亿元，1H24 进一步增长至超 0.47 亿元。

图3.公司收入稳步增长，2023 年达 1.38 亿元



数据：Wind，财通证券研究所

图4.2023 年毛发/妆品收入分别达 0.96/0.41 亿元



数据：公司公告，财通证券研究所

**盈利角度：**公司 2023 年毛利率为 51.6%，相比 2022 年的毛利率 69.8%同比-18pct，毛利率降低主因产品组合结构变化。1H2024 毛利率 53%，同比+4.5pct。费用率角度来看，由于总收入大幅提升，2023 年销售/研发/管理费用率均大幅收窄，1H2024 销售/研发/销售费用率分别为 108.3%/103.6%/70.7%，同比-60.7/-158.9/-185.3pct。2023 年经调整净亏损同比收窄至 3.29 亿元，1H2024 经调整后亏损为 1.61 亿元，占收入比例进一步收窄。

图5.2023年公司毛利率受产品结构变化影响下滑

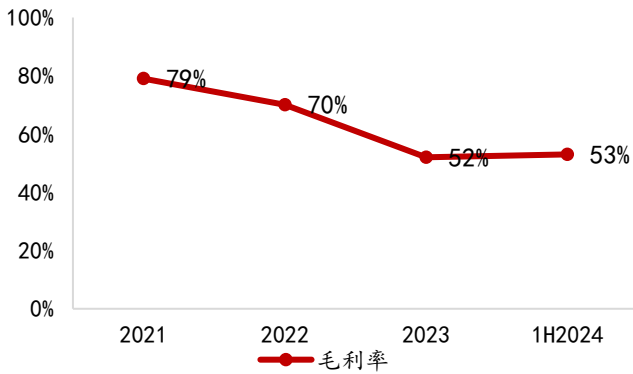
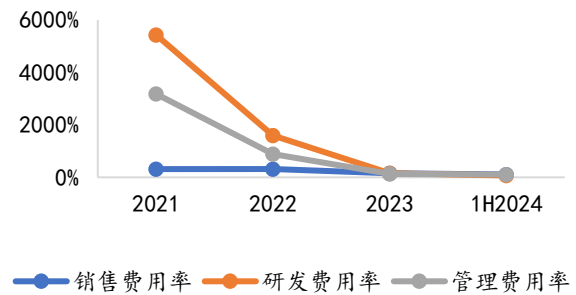


图6.公司各项费用率逐步收窄



数据：公司招股说明书，公司2023年年报，Wind，财通证券研究所

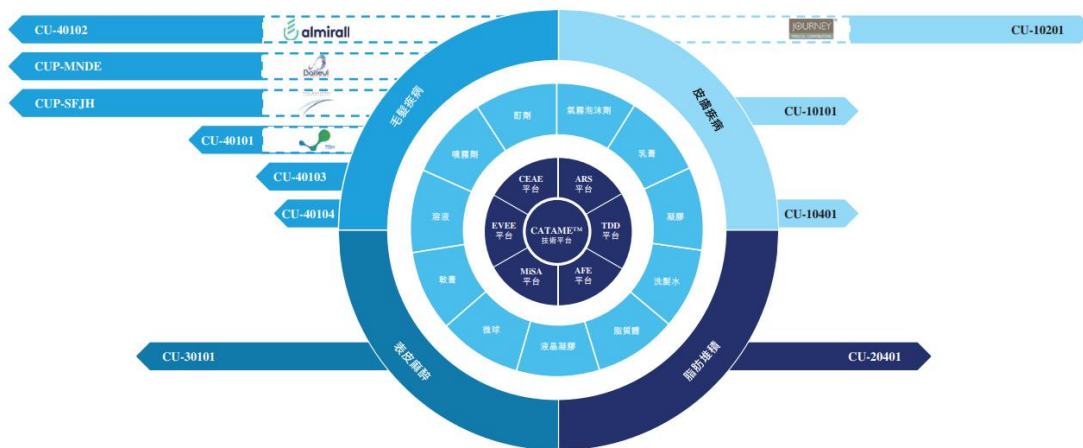
数据：公司招股说明书，公司2023年年报，Wind，财通证券研究所

### 1.4 技术平台：自研&License-in 双驱动，技术平台保障管线差异性

“内生+外延”双轮驱动的发展模式。

**内生：研发层面**，公司CATAME®技术平台为国内少数促进多种皮肤病产品开发的平台之一，能够开发多种产品剂型，为差异性管线布局提供充分条件。2020/2021/2022/2023/1H2024 年研发成本分别为 1.6/1.1/1.8/2.2/0.99 亿元。截至2024年6月，公司研发人员50人，医学及药政人员47人，合计占比达27%。截至2022年12月，公司在中国内地、中国香港及日本拥有24项专利及专利申请（包括引进授权专利及专利申请）。

图7. CATAME®技术平台

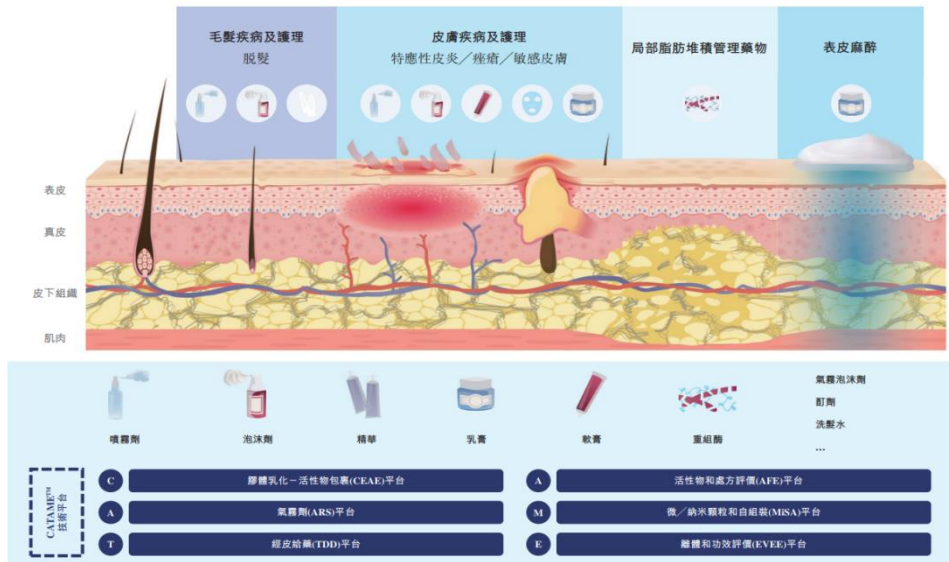


数据：公司招股说明书，财通证券研究所



生产层面，公司于江苏省建设三个小分子制剂商业规模的生产设施，配备三条生产线，全面覆盖膏药、软膏、气雾剂及泡沫剂产品，规划年产量约为五百万剂，目前已投入运营。

图8. 脱发、皮肤、脂肪管理、表皮麻醉四大领域构建技术平台



数据：公司招股说明书，弗若斯特沙利文，财通证券研究所

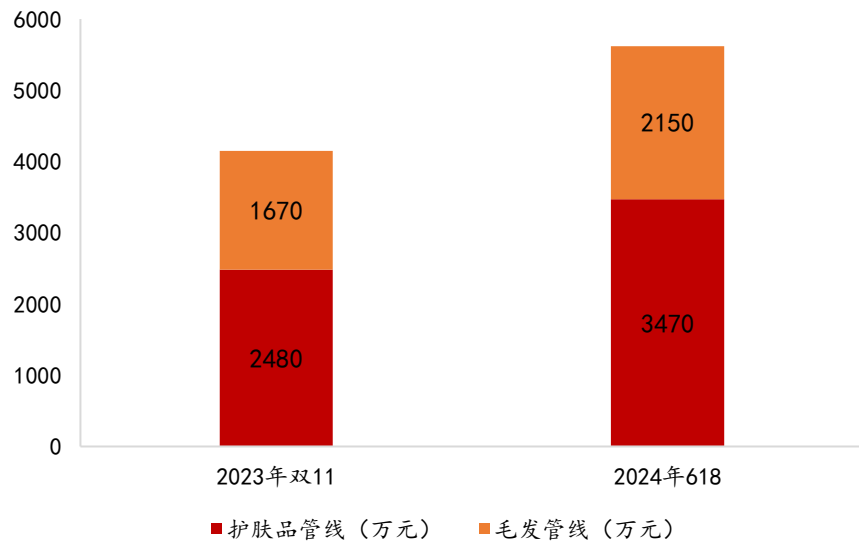
外延：公司拥有全球经验、视野及国内外成功往绩的 BD 团队，以及由广泛科学家组成的委员会。通过持续的 BD 及 M&A 管线，保证协同产品管线不断增长并及时对接商业化：1) 通过多种灵活的公司合作形式加快实现本土商业化；2) 海外商业化合作模式探索；3) 授权 (Licensing) 持续扩充治疗领域产品管线。

### 1.5 销售渠道：线上销售管道铺设，线下观念教育普及

公司通过线上+线下联动进行产品营销及销售，线上平台为销售主阵地。

➤ To-C 面向消费者全域种草，拥有发达的 KOL 网络。青丝几何与京东健康、阿里健康和 B 站达成战略合作，共建未来数字服务体系，赋能线上数字化内容营销。公司在天猫、抖音、知乎、小红书开展专职营销运营，并创新性提供自营客户服务团队，有助于提高复购率及增强品牌黏性。2023 年双 11 期间，毛发/皮肤护理产品 GMV 超过 1670/2480 万元。2024 年 618 期间，毛发/皮肤护理产品 GMV 超过 2150/3470 万元，总 GMV 同比增长近 5 倍。

图9. 2023-2024 年大促期间业务变动情况



数据：科笛集团公众号，财通证券研究所

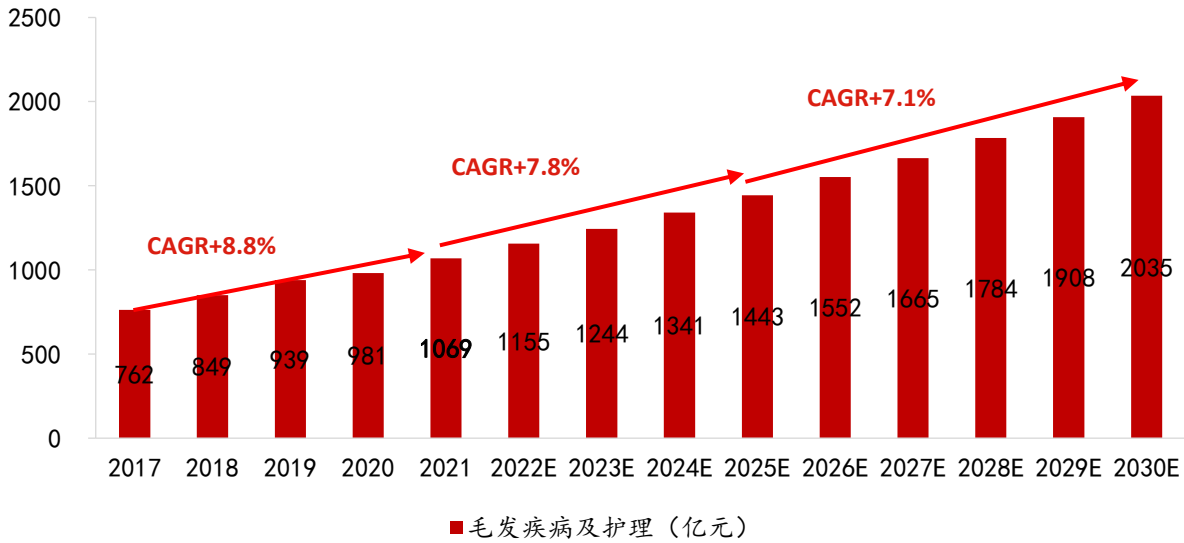
- To-B 业务以医院为主要合作场所，学术推广为重点，通过医生背书增强品牌公信力。面向医生与学术带头人及 PI(目标治疗领域的知名医生及带头专家) 以及目标医院的团队带头人及资深医生进行直接互动式沟通，以推广产品临床特性。

## 2 毛发：2023 年收入约 9600 万元，外用非那独家管线有望重磅上市

### 2.1 市场：国内规模至 2030 年有望突破 2000 亿，外用药物为主流趋势

毛发市场千亿规模，未来增长具备高确定性。据弗若斯特沙利文，我国毛发疾病及护理市场 2021 年规模约 1069 亿元，预计 2025E 增长至 1443 亿元，CAGR (21-25E) +7.8%。至 2030 年我国毛发疾病及护理市场规模有望增长至 2035 亿元，未来发展空间广阔。

图10. 2017-2030E 中国毛发疾病及护理市场规模

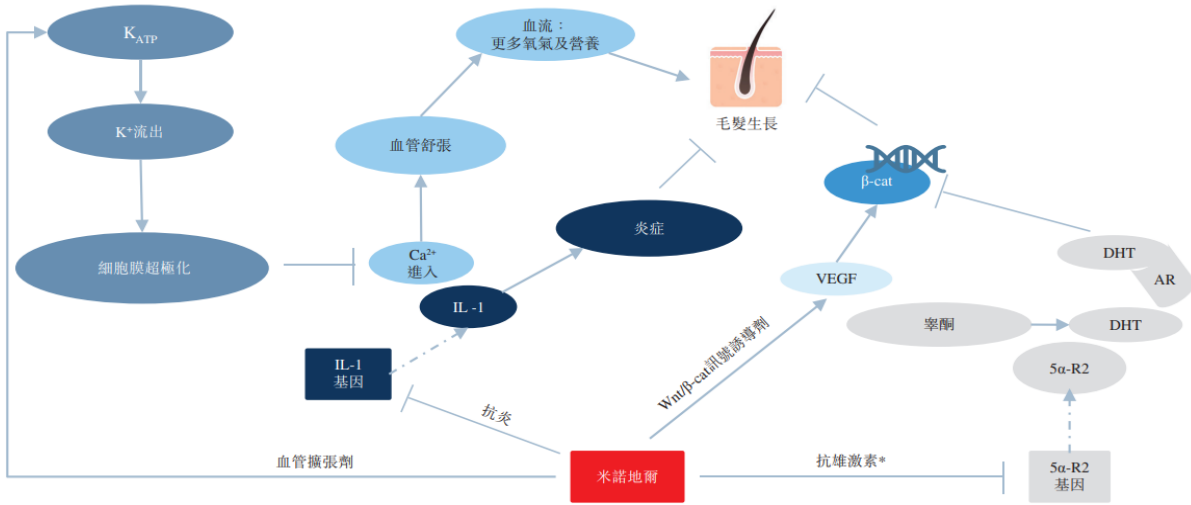


数据：公司招股说明书，弗若斯特沙利文，财通证券研究所

米诺地尔及非那雄胺是中国仅有的两种获准治疗男性雄激素性脱发的药物。2021年中国用于雄激素性脱发治疗的非那雄胺/米诺地尔产品销售额分别达约 4 亿元/16 亿元人民币，在全球范围内的销售额分别达约 1 亿美元/10 亿美元。

- **米诺地尔**: 外用药物, 外用米诺地尔在美国毛发疾病治疗市场的占有率最高, 达 18.2%, 通过扩张毛细血管、增加血流量等方式作用于毛囊细胞, 促进毛发生长。米诺地尔的优点是成本较低且能够明显改善脱发症状, 缺点是部分患者可能出现头皮干燥、瘙痒等不适。米诺地尔是小分子外周血管扩张剂, 通过增加血液流动、缩短毛囊静息期、刺激细胞增殖以及抑制雄性激素等多种途径促进毛发生长。

图11.米诺地尔作用机制



数据：公司招股说明书，弗若斯特沙利文，财通证券研究所

- **非那雄胺**：传统为口服药物，通过抑制 5α-还原酶降低 DHT 含量（二氢睾酮，一种雄激素），减少 DHT 对毛囊的损害。与米诺地尔相比，非那雄胺作为口服药物更可能导致潜在的副作用，且非那雄胺可能导致性功能障碍。

表1.我国目前可用的脱发干预机制

机制	防脱发的效果	优点	缺点
补充剂及毛发护理产品	添加的成分可以改善头皮环境，从而促进毛发生长 补充毛发营养	低成本，对早期脱发有效	对坏死的毛囊无作用
非处方药及处方药	米诺地尔:血管扩张剂	对后脑勺的毛发最有效 男女皆宜、低成本	可能引起瘙痒或毛发增多症
	非那雄胺:5-α还原酶抑制剂脱发有效	主要用于治疗头顶脱发 对男性雄激素性脱发有效	可能导致性功能障碍
激光治疗	环丙孕酮:抗雄激素	缓解脱发 对女性雄激素性脱发有效	可能导致不孕不育
	低强度激光可以激活毛囊	促进毛发生长，同时保持毛囊健康 副作用风险低，对早期脱发有效	对早期脱发有效 无效昂贵且对严重
植发	植发主要是在脱发区域移植正常的毛囊组织，并使其保持存活 成功率高	效果明显，可对症解决脱发问题	无法治愈脱发根本原因，植发成本昂贵且可能导致感染
戴假发	戴人造头发制成的假发	无防脱发效果 低成本	可能引起过敏并干扰毛发生长

数据：中国美容整形外科杂志《中国人雄激素性脱发诊疗指南》(2019)，财通证券研究所

表2.非那雄胺和米诺地尔的推荐等级高于其他治疗方式

治疗方法	证据等级	适用人群	防脱效果	改善效果	安全性	推荐等级
非那雄胺	1	男性 AGA	+++	++	+++	↑↑
螺内酯	4	女性 AGA	+/-	+/-	+	↑
米诺地尔	1	AGA	+++	++	++++	↑↑
毛发移植	2	AGA	-	+++	+++	↑
PRP (自体富血小板血浆)	1	AGA	+/-	+/-	+	↑
LLLT (低能量激光治疗)	2	AGA	+/-	+/-	++	↑

注：证据等级越小表明研究支持度越高

数据：中国美容整形外科杂志《中国人雄激素性脱发诊疗指南》(2019)，财通证券研究所

雄激素性脱发逐步走向外用，其中以米诺地尔为主，外用非那雄胺国内暂无获批。目前我国多款用于雄激素性脱发的外用米诺地尔药物已获批，费用约为 600-1500 元/疗程，非那雄胺及环丙孕酮获批产品为口服药。具有新作用机制的外用药能够直接靶向毛囊同时跳过全身循环，是雄激素性脱发的创新解决方案，降低了全身药物暴露带来的并发症风险，中国正在进行临床试验的治疗雄激素性脱发的新药均为外用剂型，包括 5- $\alpha$  还原酶抑制剂、AR 拮抗剂及甲状腺激素受体激动剂等不同作用机制的药物，表明雄激素性脱发药物治疗外用化趋势逐渐走向主流。

表3.我国用于雄激素性脱发获批准药物竞争格局

药物	剂型	RLD 持有人/首个获批准公司	适应症	首次获批准日期	非处方药 / 处方药	产品数量	费用/疗程
米诺地尔	搽剂	鲁南制药	男性脱发及斑秃	2024 年 2 月	非处方药	1	未披露
	喷雾	京卫药业	雄激素性脱发	2011 年 1 月	处方药	2	~人民币 1242 元
	凝胶	博士伦	雄激素性脱发	2005 年 1 月	非处方药	1	~人民币 1368 元
	搽剂	振东安欣	雄激素性脱发	2002 年 1 月	非处方药	3	~人民币 709 元
	酊剂	万晟药业	雄激素性脱发	2001 年 1 月	非处方药及处方药	2	~人民币 680 元
非那雄胺	片剂	Merck Sharp & Dohme	男性雄激素性脱发	2004 年 1 月	处方药	9	~人民币 961 元
环丙孕酮	片剂	Jenapharm	女性重度雄激素性脱发	1990 年 12 月	处方药	5	~人民币 1975 元

数据：鲁南制药集团公众号，公司招股说明书，财通证券研究所

表4.我国待审批雄激素性脱发药物竞争格局

药物	公司	状态	活性成分	适应症	剂型	首次发布日期
CU-40102	科笛	NDA 受理	非那雄胺 (5- $\alpha$ 还原酶抑制剂)	雄激素性脱发	喷雾	2021 年 10 月
CU-40101	科笛	I 期已完成	甲状腺激素受体激动剂	雄激素性脱发	搽剂	2022 年 4 月
CU-40104	科笛	临床前	度他雄胺 (5- $\alpha$ 还原酶抑制剂)	雄激素性脱发	外用制剂	不适用
GT20029	开拓药业	I 期	外用 AR-PROTAC	雄激素性脱发 寻常痤疮	酞剂/凝胶	2021 年 6 月
米诺地尔 乳膏	常州四药	IND 批准	米诺地尔	雄激素性脱发	乳膏	2017 年 4 月
KX-826	开拓药业 /Koshine	III 期	福瑞他恩 (小分子 AR 拮抗剂)	雄激素性脱发	酞剂	2021 年 11 月

数据：公司招股说明书，财通证券研究所，CDE，弗若斯特沙利文分析

## 2.2 商业化：米诺地尔小白管市场反馈优异，青丝几何品牌日渐成型

明星单品引领毛发板块起步，Bailleul 法国生发小白管营收亮眼。公司通过授权引进 Bailleul 法国生发小白管，获得国内独家分销及营销权。2021 年该产品为意大利、葡萄牙和比利时销量最高的米诺地尔品牌，其主要成分对脱发效果明显且效果清爽。优质产品力+科笛营销力双重支撑下，法国生发小白管在国内市场获得优异表现，上架以来已连续 16 个月霸榜天猫国际医药皮肤科药品类目单品排名第一，累计销售超过 75 万瓶。

图12.毛发板块明星单品——Bailleul 法国生发小白管



数据：青丝几何天猫官方旗舰店，财通证券研究所

图13.法国生发小白管 2024 年 618 销量达 6.8 万瓶



数据：科笛集团公众号，财通证券研究所

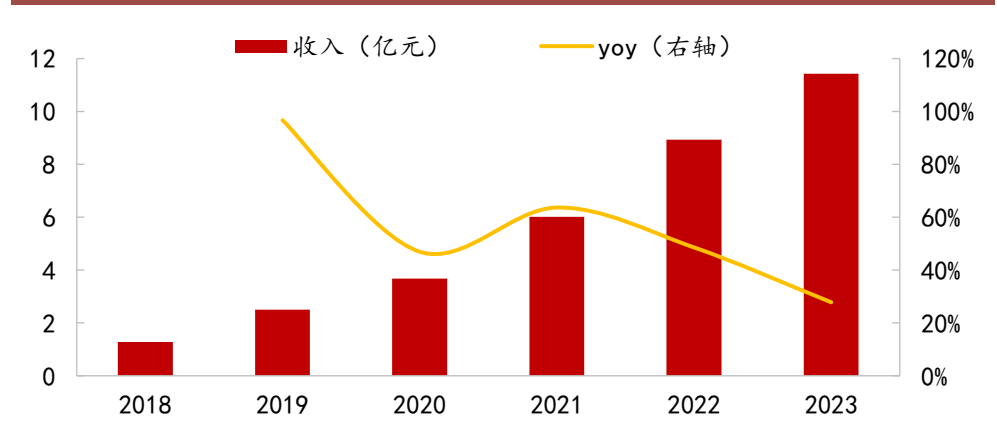
**竞争格局：**蔓迪为国内首个上市的外用米诺地尔产品，2001 年上市以来占据国内米诺地尔市场龙头地位，2023 年市场份额达到 72.6%，收入同比增长 25.8% 达到 11.24 亿元，培健为全球首款米诺地尔生发泡沫，2020 年通过跨境电商进入我国市场。科笛旗下米诺地尔小白管产品在国外具备高度口碑，为欧洲市占率排名第一产品，采用低过敏配方有效减少不良反应，且质感清爽不油腻。

表5.国内主流外用米诺地尔产品对比

商品名	公司	价格	规格	均价	型号	剂型	用量	用法
Baileul 法国生发小白管	科笛	208 元	60ml	3.5 元/ml	5%男款；2%女款	喷雾剂	2 次/日，每次 7 下	喷涂+按摩吸收
蔓迪	三生制药	148 元男款 / 79 元女款	60ml 男款 / 30ml 女款	2.5 元/ml	5%男款；5%女款	酊剂	2 次/日（5%女款 1 天 1 次），每次约 1ml	喷涂+按摩吸收
达霏欣	振东医药	79 元	30ml	2.6 元/ml	5%男款；2%女款	搽剂	2 次/日，每次 6 下	喷涂+按摩吸收
Rogaine	强生	259 元	60g	4.3 元/g	5%男款；2%女款；5%女款	泡沫剂	2 次/日（5%女款 1 天 1 次），每次半瓶盖	喷涂+按摩吸收
学瑞	博士伦	148 元	40g	3.7 元/g	2.2%，不分男女款	凝胶剂	2 次/日，每次 1g	涂抹+按摩吸收

数据：各品牌天猫官方旗舰店，财通证券研究所

图14.2018-2023 年蔓迪销售额及增速

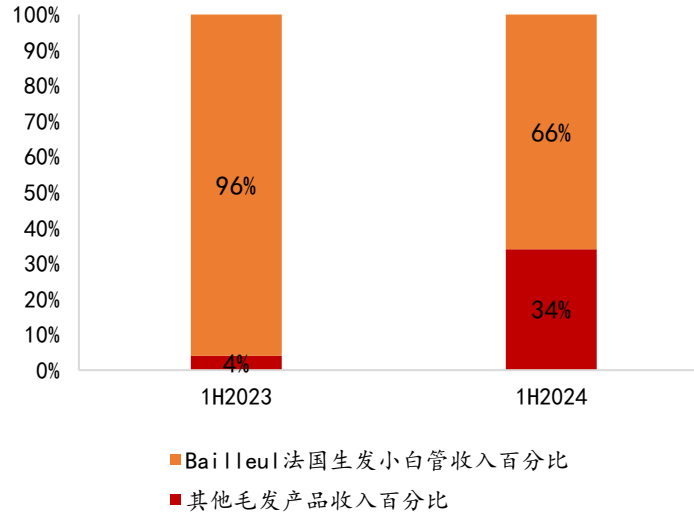


数据：三生制药年报，财通证券研究所

大单品以外第二曲线增长可观，公司毛发产品矩阵日趋完善。2023 年公司毛发收入约 9600 万元，占全年总收入 70%，较 2022 年增长超 9 倍，1H2024 毛发生管收入超 4760 万元，占总收入比重约 50%，是公司营收的主力。其中 Baileul 法国生发小白管作为核心单品表现稳定，2023 年收入近 7,000 万元，除此以外，二硫化硒、荷乐生生发精华等其他产品作为第二增长曲线逐渐成长，占毛发业务收入的

比重由 2023 年上半年的 4% 上升至 1H2024 的 34%。OTC 米诺地尔上新，进一步完善青丝几何全产品矩阵，合理产品结构支撑毛发板块商业化可持续发展。

图15.毛发板块第二曲线增长可观













数据：公司公告，财通证券研究所

公司基于跨境引进+自有品牌“青丝几何”拓展十余款产品，毛发管线日益丰富。

- 1) 跨境引进:** 公司获取代理权的海外产品均具有强竞争力,除法国生发小白管外, Pilexil 西班牙防脱胶囊是西班牙的明星产品, 在当地药店脱发药中市占率第一; Klinge 酮康唑发用洗剂上架一个月内达成天猫/京东海外单方酮康唑品类 TOP1。
- 2) 自有品牌:** 产品成分温和安全, 功能齐全, 包含养护头皮、去除头屑、治疗脂溢性皮炎、减缓狂脱、预防真菌感染等多种功能, 实现头发一站式护理, 其中青丝几何二硫化硒洗剂上架一个月即跻身天猫二硫化硒品类 TOP1, 1H2024 销售同比增长 121 倍, 上架至 2024 年 7 月累计销售近 70 万瓶。



图16.公司毛发板块核心已上市产品

渠道	商品名	商品特点	产品图
海外引入	Baileul法国生发小白管 (2%/5%)	产自法国，温和低敏，适用头顶部位头发逐渐稀疏或脱落的18至65岁成人。	
	Baileul防脱洗发水	产自法国，适合与米诺地尔搭配控油周发。	
	荷乐生生发精华	产自荷兰，不含激素，过敏反应极小，女性孕期可用。	
	Pilexil西班牙防脱胶囊	产自西班牙，采用维生素滋养固发，在西班牙药店脱发药市占率第一。	
自有品牌	米诺地尔喷雾剂 (2%/5%)	不含丙二醇，采用丙三醇滋润养护头皮。	
	米诺地尔搽剂	低丙二醇含量，用于治疗男性型秃发及斑秃。	
	复方酮康唑发用洗剂	用于治疗 and 预防多种真菌引起的感染，如头皮糠疹(头皮屑)、脂溢性皮炎和花斑癣。	
	精研强韧洗发水	不含硅油和硫酸盐，可与米诺地尔搭配减缓狂脱。	
	二硫化硒洗剂	适合用于去头屑、头皮脂溢性皮炎、花斑癣(汗斑)。	
	非那雄胺片	推荐接疗程使用(售卖疗程装)，联合米诺地尔效果更佳。	

数据：公司官网，财通证券研究所

基于大单品+矩阵化打造青丝几何品牌，专注“对症生发”。青丝几何以“对症生发”为宗旨，致力于为受头发问题困扰的消费者提供从产品到服务的完整解决方案，满足其生发护发等头发健康管理的需求。青丝几何拥有最全、最完整的产品线，结合不同年龄、职业、地域的用户群体需求，分别建立了有竞争力的营销模式。针对不同脱发症状，提供科学对症且有效的防脱生发解决方案，深入解决用户痛点，以用户需求为核心，创新布局对症生发产品矩阵。

图17.青丝几何品牌定位“对症生发”



25

数据：科笛集团 presentation, 财通证券研究所

平台化运营&单品打造能力逐步验证。1) 开展多样品牌营销活动、全域种草。其中与 Tims 的咖啡跨界营销活动全网总曝光超过 3000 万次，2024 年联名爆款剧集《墨雨云间》开展终端投放，广泛扩大 C 端认知。2024 上半年全渠道总曝光量超 8.9 亿，触达兴趣人群超 131 万人次。2) CP 搭配策略，核心产品带动品牌影响力。公司采用多款米诺地尔产品搭配洗剂或洗发水等产品进行组合治疗的策略，目前共有强效组合、去油组合、去屑组合等五种产品搭配策略推出。利用明星单品影响力赋能第二曲线销售增长，提升品牌整体效力。3) 启动私域团队建设，沉淀高转化、高粘性消费者：提供 1v1 专业化一体化服务，1H2024 跨境产品老客复购率约 40%，复购金额占比超 40%。

图18.青丝几何联名 Tims、墨雨云间跨界开展多样化营销活动



数据：科笛集团公众号, 财通证券研究所

表6.毛发板块产品组合搭配

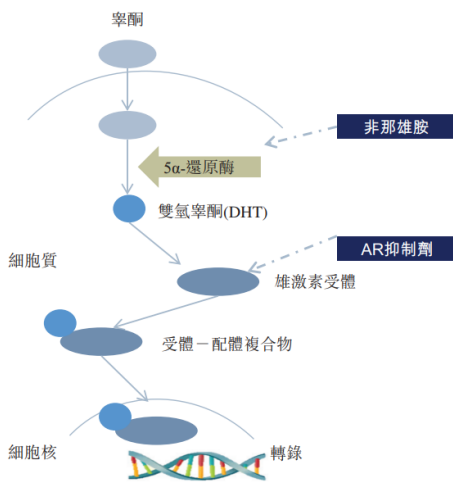
组合治疗功效	产品搭配
去油生发	二硫化硒洗剂+米诺地尔喷雾剂/Baillleul 法国生发小白管/OTC 米诺地尔
去屑生发	复方酮康唑发用洗剂/米诺地尔喷雾剂/Baillleul 法国生发小白管/OTC 米诺地尔
强效生发	非那雄胺片/Pilexil 西班牙防脱胶囊+米诺地尔喷雾剂/Baillleul 法国生发小白管/OTC 米诺地尔
清爽生发	Baillleul 防脱洗发水+米诺地尔喷雾剂/Baillleul 法国生发小白管
强韧生发	精研强韧洗发水+米诺地尔喷雾剂/Baillleul 法国生发小白管/OTC 米诺地尔

数据 : 科笛集团 presentation, 财通证券研究所

### 2.3 后续产品：在研管线实力强劲，外用非那雄胺产品提供新解决方案

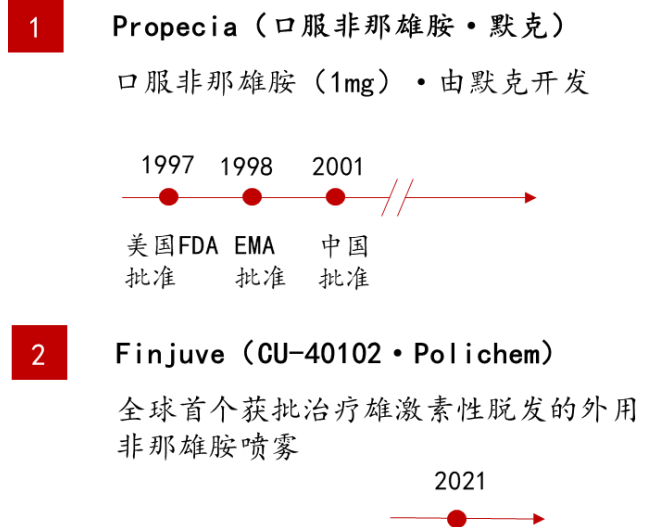
**CU-40102：全球首个&唯一获批准用于雄激素性脱发治疗的外用非那雄胺产品。**非那雄胺多为口服制剂，该产品是中国首个获得中国国家药监局受理 NDA 的外用非那雄胺产品。非那雄胺作为特异性 II 型 5 $\alpha$ -还原酶竞争抑制剂抑制头皮中睾酮转化为双氢睾酮，有效治疗男性患者的雄激素性脱发。对比原有口服剂型来看，CU-40102 外用剂型相比口服剂型具有显著优势，具有更好的安全性数据以及可比有效性，目前 CU-40102 上市申请获得国家药监局受理，有望 2025 年获批。

图19.CU-40102 作用机制



数据 : 公司招股说明书, 财通证券研究所

图20.口服 vs 外用非那雄胺进展



数据 : 科笛集团 presentation, 财通证券研究所

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/616220043123011003>