

美妆行业专题

拟上市新股研究

西南证券研究发展中心
美妆&零售研究团队
2023年4月

目 录

◆ 毛戈平：卡位高端国货彩妆，打造持久品牌力

公司介绍：20年品牌打造，国货高端彩妆代表

国内市场：美妆市场增速高，面部彩妆需求空间大

产品分析：主品牌发展稳健，拓展护肤贡献新增长

渠道分析：线下为基本盘，大力推进线上渠道

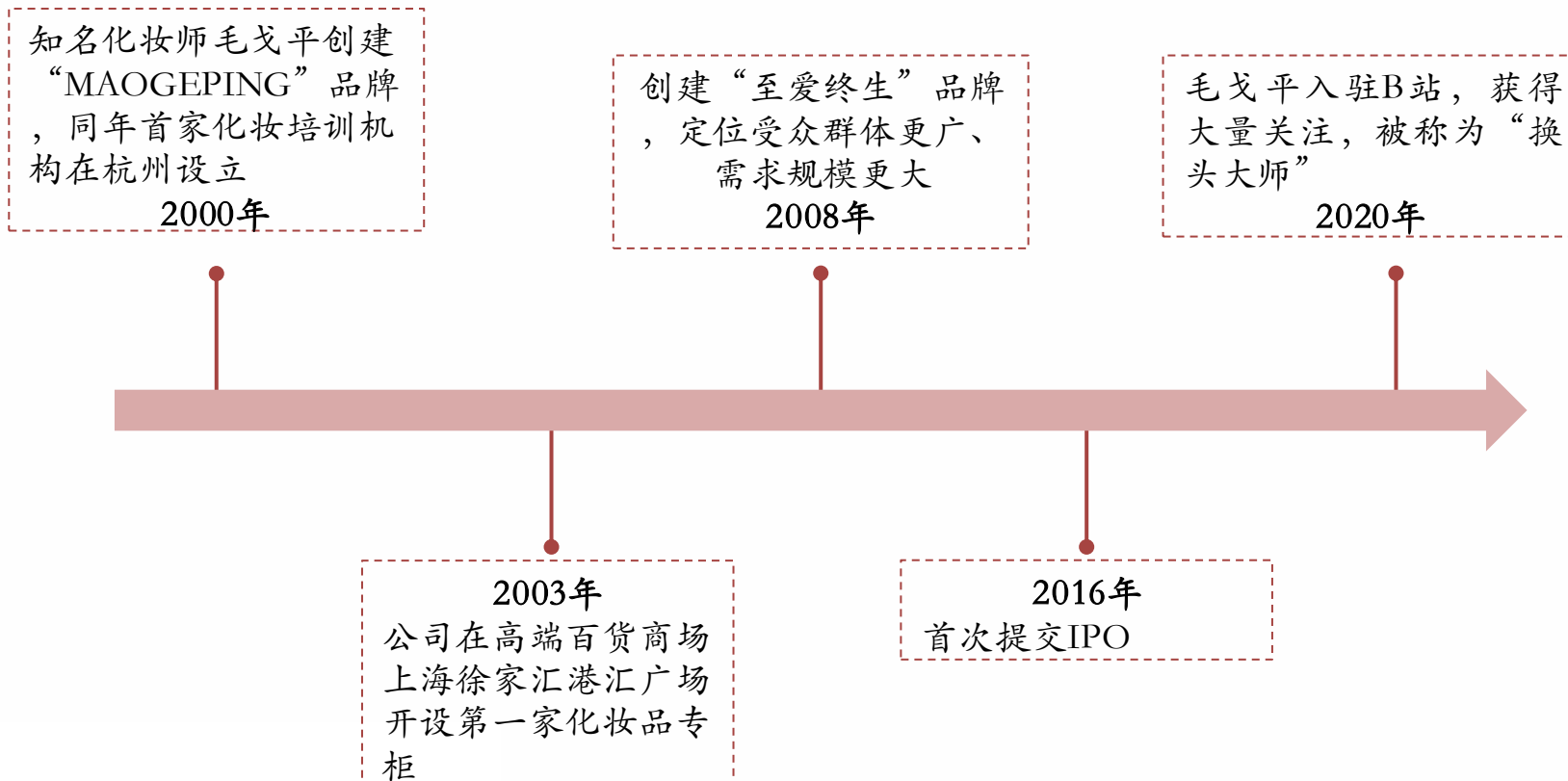
同业对比&募资投向

◆ 锦波生物：重组胶原蛋白龙头，研发壁垒深厚

◆ 敷尔佳：专业皮肤护理先行者，贴片产品市占率领先

毛戈平：以化妆师命名的专业化妆品牌

- **公司发展历史**：公司成立于2000年，品牌“MAOGEPING”由中国著名化妆师毛戈平创建。毛戈平最早是一位戏剧化妆师，1989年凭借电视剧《杨乃武与小白菜》在影视化妆上崭露头角，1995年通过历史剧《武则天》的人物妆造一举走红。毛戈平凭借个人IP打造出的国货高端化妆品牌在一众国际大牌中杀出重围，成为屈指可数能够在天猫、抖音等平台上榜的国货彩妆品牌。

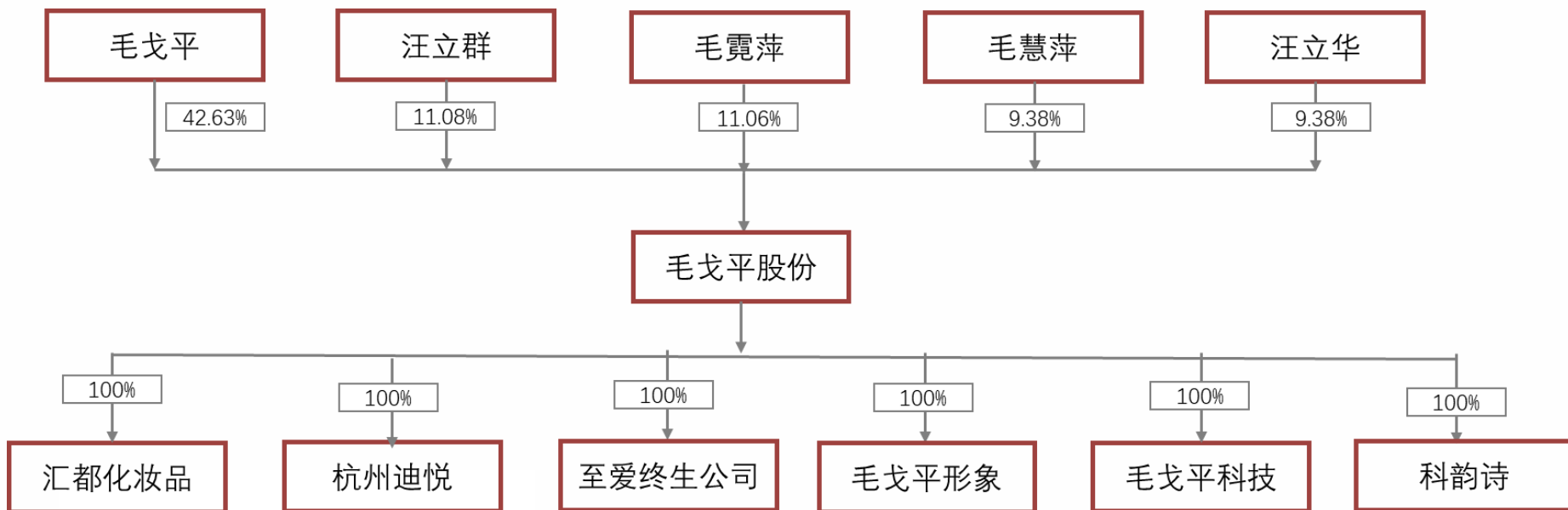


数据来源：公司招股书，西南证券整理

www.swsc.com.cn

股权结构：实控人持股55.45%

- ❑ **股权结构**：公司实控人为毛戈平和王立群夫妇，直接或间接共持股55.45%。公司股东毛霓萍、毛慧萍、汪立华分别持有公司11.08%、9.38%、5.97%的股权，其中毛霓萍、毛慧萍系实控人毛戈平的姐姐，汪立华系实控人汪立群的弟弟。毛戈平、汪立群及其一致行动人毛霓萍、毛慧萍、汪立华合计持有81.88%股权。
- ❑ 公司共有8家一级子公司、7家控股子公司。其中汇都化妆品主要负责电商业务推广及销售，杭州迪悦、北京迪悦分别负责南方片区和北方片区的百货渠道购物中心自营专柜运营，至爱终生公司负责至爱终生品牌的运营与销售，毛戈平形象负责化妆培训业务的运营管理，毛戈平科技负责产品研发、采购与组织生产，科韵诗和星屹投资暂无实际经营业务。



数据来源：wind，西南证券整理（数据截止2023年4月13日）

www.swsc.com.cn

主营业务：化妆品销售和化妆培训协同发展

- 主营业务：公司主营业务为化妆产品销售和化妆培训课程。化妆产品销售主要分为两大品牌：“MAOGEPING”和“至爱终生”，产品系列包括护肤系列、彩妆系列和化妆工具系列。MAOGEPING 品牌主打专业化妆，定位轻奢、高端；至爱终生主打时尚快速化妆，顺应市场简约快速美妆需求，定位大众、流行。从2000年开始，公司在杭州、上海、成都、重庆等地陆续设立了培训机构，开展化妆技能培训业务，为学员提供化妆造型、形象设计以及影视造型等专业培训。

化妆品
销售
业务

MAOGEPING



至爱终生



化妆
培训
业务

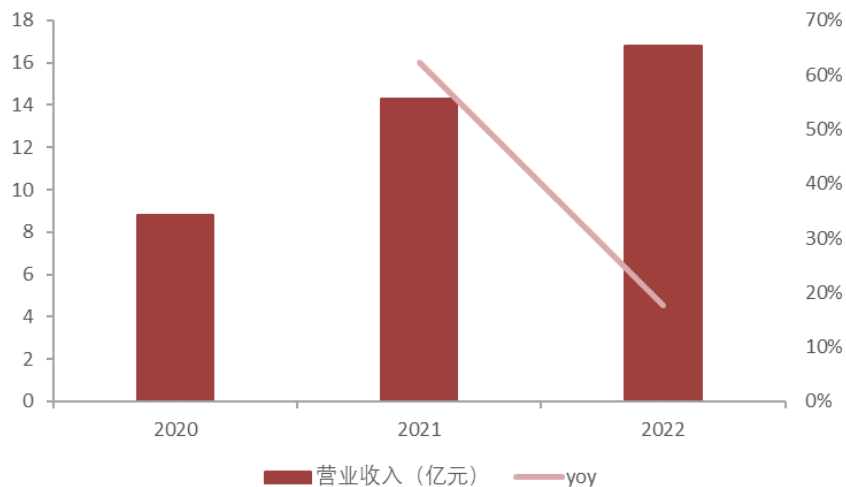


数据来源：公司招股书，西南证券整理
www.swsc.com.cn

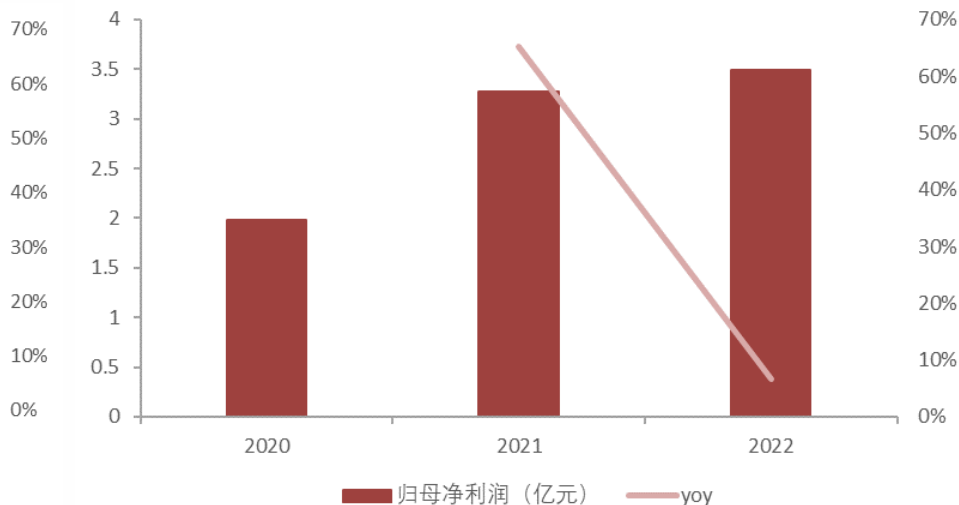
财务分析：营收业绩持续增长，增速放缓

- **营业收入&归母净利润**：公司营业收入逐年增长，2020-2022年分别为8.8、14.3、16.8亿元，但增速放缓，2021年同比增长62.2%，2022年同比增长17.5%，增速大幅放缓，主要因为2022年疫情影响部分专柜暂停营业或撤柜，另外至爱终生和化妆培训业务营收均下滑，导致整体增速下滑。归母净利润与营收趋势相似，呈逐年增长但增速放缓态势，2020-2022年分别为2、3.3、3.5亿元，2021年同比增长65.2%，2022年同比增长6.7%。2022年增速大幅下滑，一方面因为营收整体增速下滑，另一方面公司渠道结构调整，大力发展电商渠道，营销费用投放有显著增加。

公司营收及增速



公司归母净利润及增速

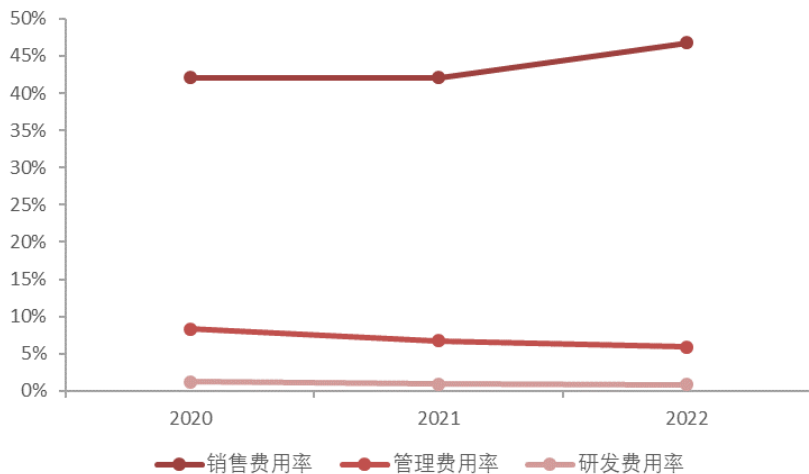


数据来源：公司招股书，西南证券整理
www.swsc.com.cn

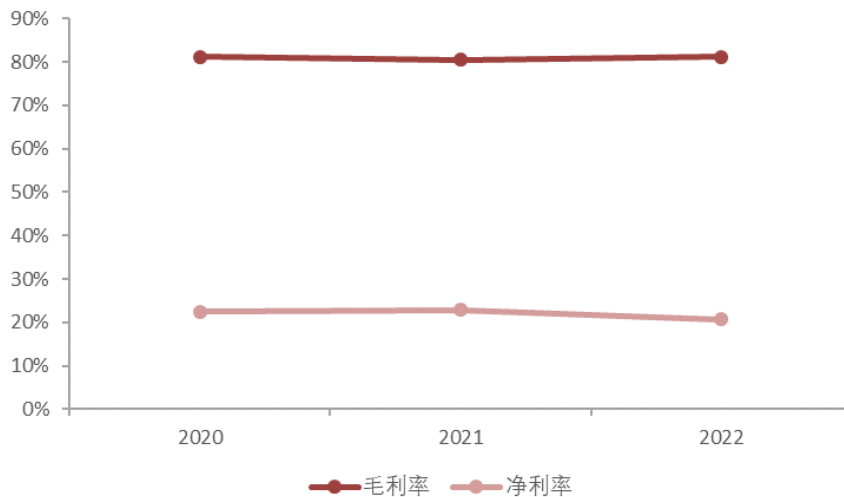
财务分析：销售费用率走高，盈利能力稳定

- **费用率情况**：公司销售费用率呈逐渐升高趋势，自2020年42.1%提高至2022年46.7%，主要用于电商渠道的营销投放以及大量的产品宣传推广；管理费用率逐年下降，自2020年8.3%下降至2022年5.9%；研发费用率较低，自2020年1.2%下降至2022年0.9%，主要因为公司以设计、展现及应用为研发方向，注重外观创意和流行元素等，物料投入少、设备需求少。
- **盈利能力**：公司近年来盈利能力较为稳定，2020-2022年毛利率分别为81.2%、80.5%、81.2%，净利率分别为22.5%、22.8%、20.7%，均保持在行业较高水平。

公司费用率



公司毛利率&净利率



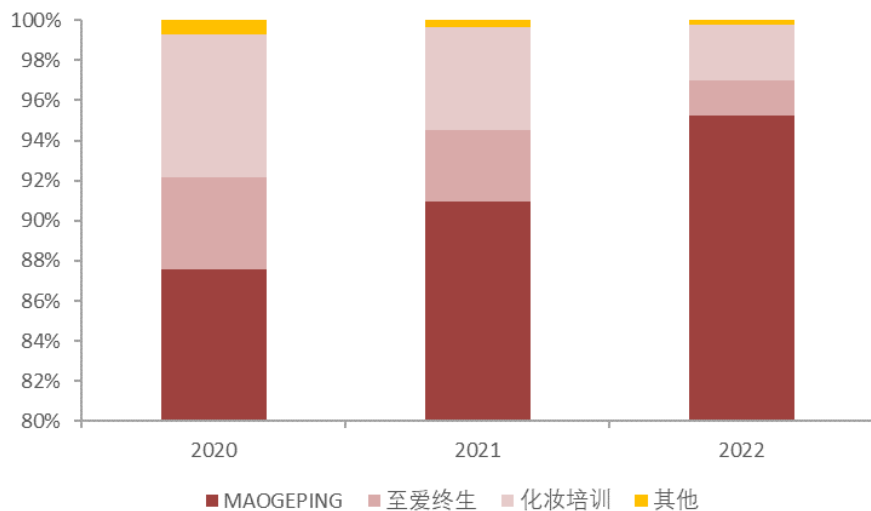
数据来源：公司招股书，西南证券整理

www.swsc.com.cn

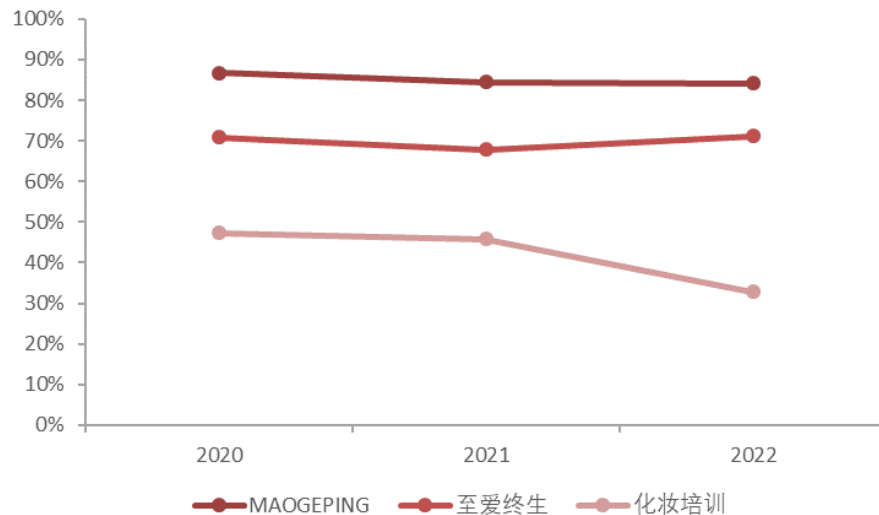
财务分析：主品牌营收占比加大，培训业务承压

- **主营业务占比**：分业务来看，公司营收主要来自自主品牌MAOGEPING的产品销售收入，且占比逐渐扩大，自2020年占比87.6%提升至2022年95.2%。子品牌至爱终生是公司推出的较低端品牌，主要通过经销模式销售，近年来受疫情影响有所下滑，营收占比从2020年4.6%下降至2022年1.8%。化妆培训业务因政策收紧和疫情影响，下滑较为明显，占比从2020年7.1%下滑至2022年2.8%。
- **主营业务毛利率**：分业务来看，化妆产品销售毛利率较高，其中主品牌MAOGEPING毛利率最高，维持在85%左右；至爱终生毛利率次之，2022年为71.1%；化妆培训毛利率较低，且下滑明显，自2020年47.4%下滑至2022年32.9%。

公司分业务营收



公司分业务毛利率



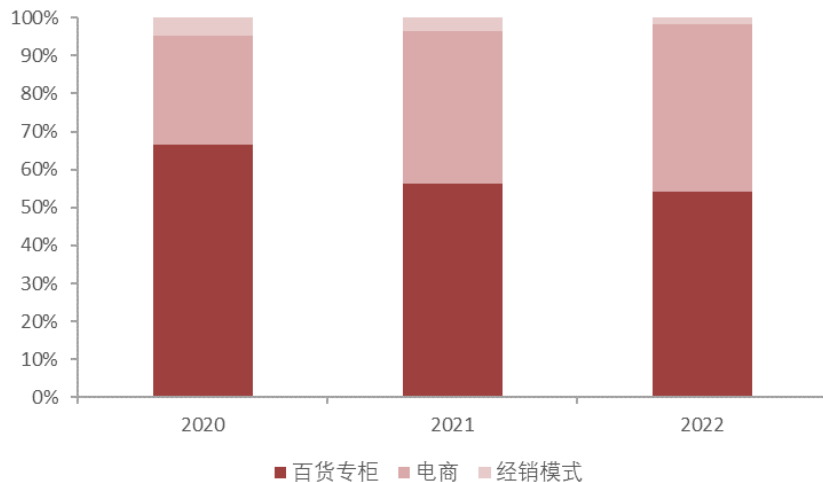
数据来源：公司招股书，西南证券整理

www.swsc.com.cn

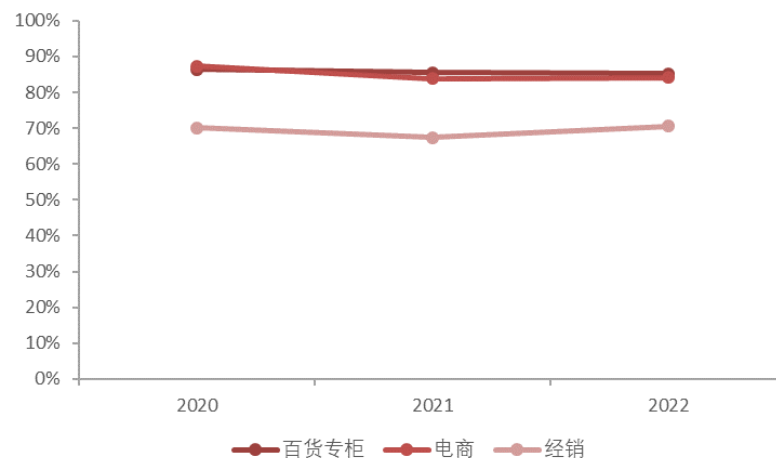
财务分析：百货专柜渠道为主，大力发展电商渠道

- **渠道占比**：分渠道来看，公司主要销售渠道为百货专柜，通过在全国各大百货商场、购物中心开设化妆品销售专柜的形式进行销售，经营模式包括直销、经销和自营，主要销售MAOGEPING品牌，2022年占比为52.5%。电商渠道主要销售MAOGEPING和少量至爱终生，近年来占比逐渐扩大，自2020年28%提升至2022年42.8%。经销渠道全部是至爱终生产品，占比呈逐渐下滑态势，2022年占比仅为1.7%。
- **分渠道毛利率**：各渠道盈利能力有所分化，其中百货专柜和电商渠道毛利率接近，均维持在85%左右，盈利能力较强；经销渠道毛利率略低，但有上行趋势，自2020年70.1%提升至2022年70.6%。

公司分渠道营收



公司分渠道毛利率



数据来源：公司招股书，西南证券整理
www.swsc.com.cn

目 录

◆ 毛戈平：卡位高端国货彩妆，打造持久品牌力

公司介绍：20年品牌打造，国货高端彩妆代表

国内市场：美妆市场增速高，面部彩妆需求空间大

产品分析：主品牌发展稳健，拓展护肤贡献新增长

渠道分析：线下为基本盘，大力推进线上渠道

同业对比&募资投向

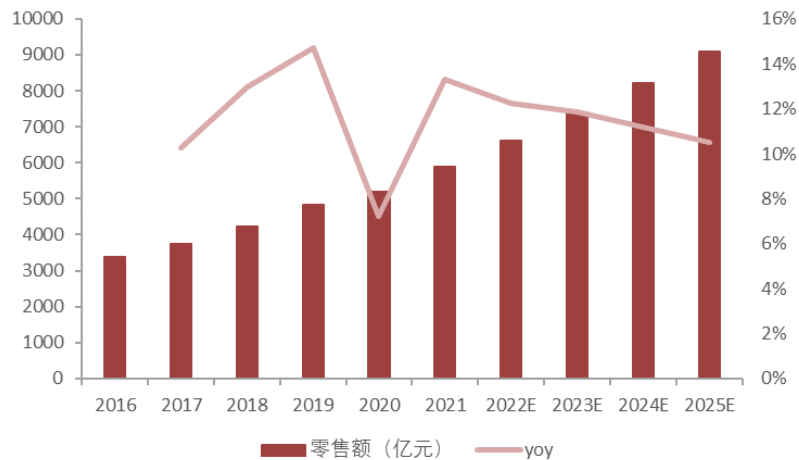
◆ 锦波生物：重组胶原蛋白龙头，研发壁垒深厚

◆ 敷尔佳：专业皮肤护理先行者，贴片产品市占率领先

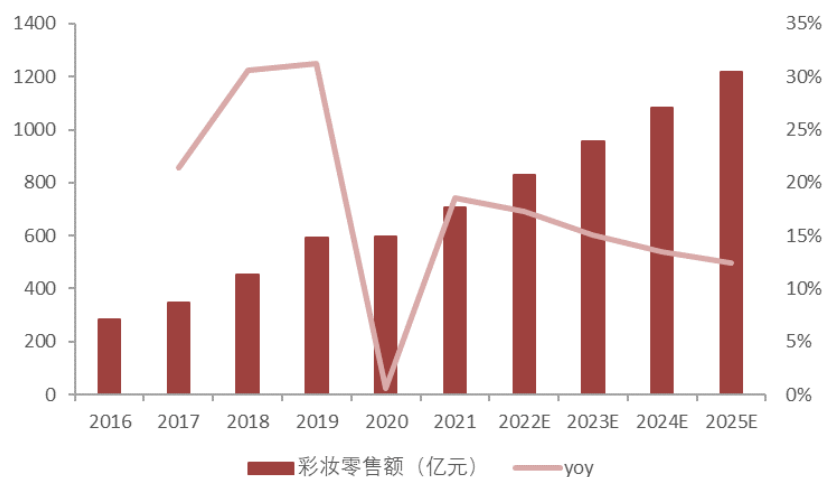
化妆品市场空间广阔，彩妆将达到千亿市场规模

- **化妆品市场空间广阔**：据欧睿国际数据统计，2016-2020年我国美容个护用品市场销售额年复合增速为11.3%，预计在我国消费升级的驱动下，2021-2025年将保持11.8%的年复合增速增长，2025年中国内地美容个护用品市场规模将达到9080亿元。
- **彩妆行业增速高于化妆品**：据欧睿国际数据统计，2016-2020年中国内地彩妆市场年复合增速为20.3%，预计2021-2025年将保持15.3%的复合增长率维持高增态势，2025年中国内地彩妆市场规模将达到1217亿元。

中国内地美容个护用品零售额及增速



中国内地彩妆零售额及增速

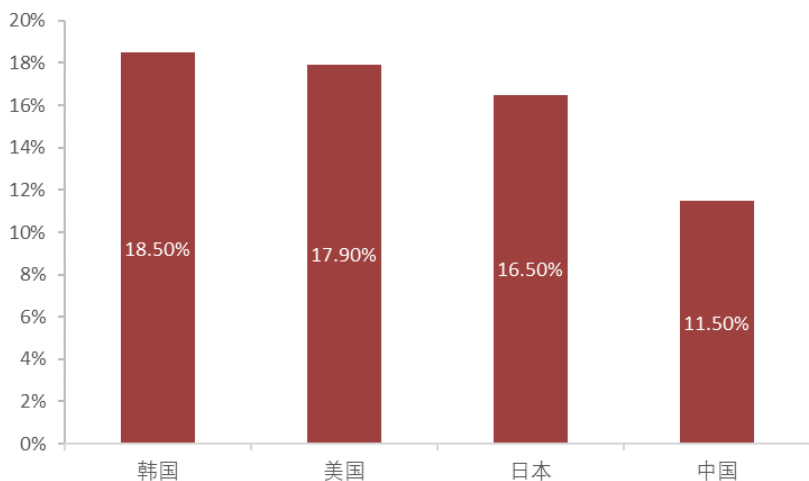


数据来源：公司招股书，欧睿国际，西南证券整理
www.swsc.com.cn

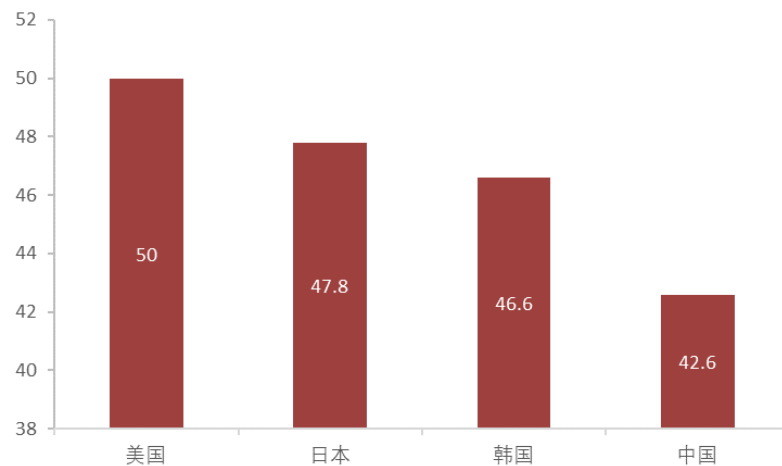
彩妆渗透率有较大提升空间

- **彩妆消费比例较低**：从彩妆零售额占化妆品市场比例来看，我国当前的彩妆零售额仅占化妆品市场的11.5%，韩国、美国、日本分别为18.5%、17.9%、16.5%，相较于这些国家比较成熟的彩妆市场，我国彩妆市场还有较大提升空间。
- **人均消费中下**：从彩妆人均消费额来看，目前我国彩妆人均消费仅为42.6美元，美国、日本、韩国分别为50、47.8、46.6美元，我国彩妆人均消费处于中下水平，随着人均可支配收入的提高以及彩妆消费观念的普及有望持续增长。

各国彩妆零售额占化妆品市场比例



各国彩妆人均消费（美元）



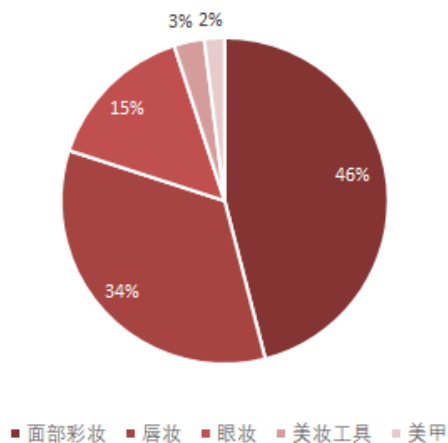
数据来源：公司招股书，欧睿国际，西南证券整理

www.swsc.com.cn

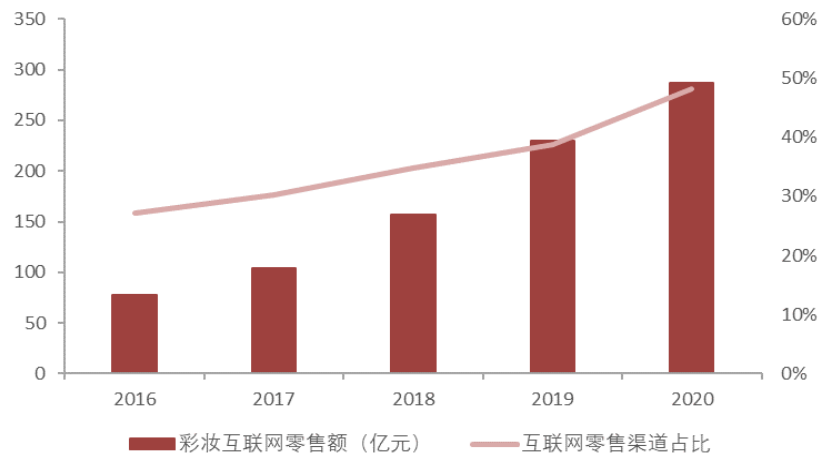
面部彩妆是主流，电商渠道逐渐兴起

- **面部彩妆受关注度最高**：彩妆可分为面部、眼部、唇部、美妆工具和美甲产品，其中面部产品占比最大，据《2022 百度彩妆行业年报》面部彩妆受关注度为46%，排在首位，唇部和眼部产品次之，分别占比34%和15%。面部彩妆包括粉底/遮瑕、粉饼/散粉、腮红/高光等，主要功能为修饰面部瑕疵、提亮肤色等，是最基础的彩妆产品。
- **电商渠道彩妆消费逐渐提升**：受益于电子商务近年来的迅猛发展，彩妆产品的互联网零售渠道同样高速增长，据欧睿国际数据统计，2020年电商渠道彩妆零售额为287亿元，占比达到48.2%，已成为彩妆行业最主要的销售渠道。另外随着直播电商、兴趣电商的兴起，传统平台电商增速逐渐下滑，新兴电商形式呈爆发式增长。

彩妆品类关注度



彩妆互联网渠道销售额



数据来源：公司招股书，欧睿国际，西南证券整理
www.swsc.com.cn

目 录

◆ 毛戈平：卡位高端国货彩妆，打造持久品牌力

公司介绍：20年品牌打造，国货高端彩妆代表

国内市场：美妆市场增速高，面部彩妆需求空间大

产品分析：主品牌发展稳健，拓展护肤贡献新增长

渠道分析：线下为基本盘，大力推进线上渠道

同业对比&募资投向

◆ 锦波生物：重组胶原蛋白龙头，研发壁垒深厚

◆ 敷尔佳：专业皮肤护理先行者，贴片产品市占率领先

MAOGEPING : 国货彩妆先驱

MAOGEPING主要产品

MAOGEPING创立于2000年，以公司创始人毛戈平先生的名字命名，是公司的核心品牌，定位高端，以中高端百货专柜直营模式为主，已在全国90多个大中型城市360余家中高端百货商场开设了化妆品形象专柜。MAOGEPING产品主打专业化妆，截至2022年3月，共有203款彩妆单品，41款化妆工具，37款护肤产品，价格带较高，价格区间位于300-2000元。彩妆产品覆盖妆前、遮瑕、粉底、定妆、腮红等，护肤覆盖卸妆、面霜、眼霜、面膜、精华等多品类。

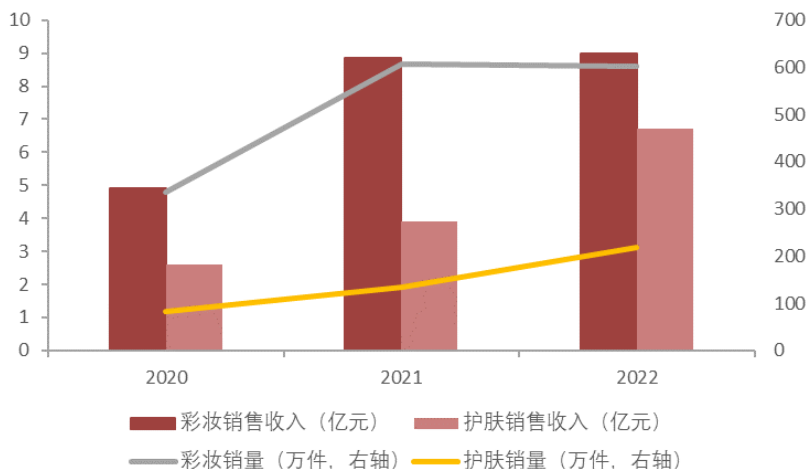
品类	部位	用途	主要产品	价格
彩妆	面部	粉底/气垫/妆前乳/粉饼/高光/修容/遮瑕		300-800 元
	唇部	口红		100-300 元
	眼部	睫毛膏/眼线液		200-300 元
	彩妆工具	粉扑/粉底刷/睫毛夹/海绵		50-100 元
护肤	鱼子系列	涂抹面膜/眼膜		500-800 元
	面霜系列	面霜		600-800 元
	净护系列	卸妆油/护手霜/洁面乳		100-300 元

数据来源：招股书，天猫旗舰店，西南证券整理
www.swsc.com.cn

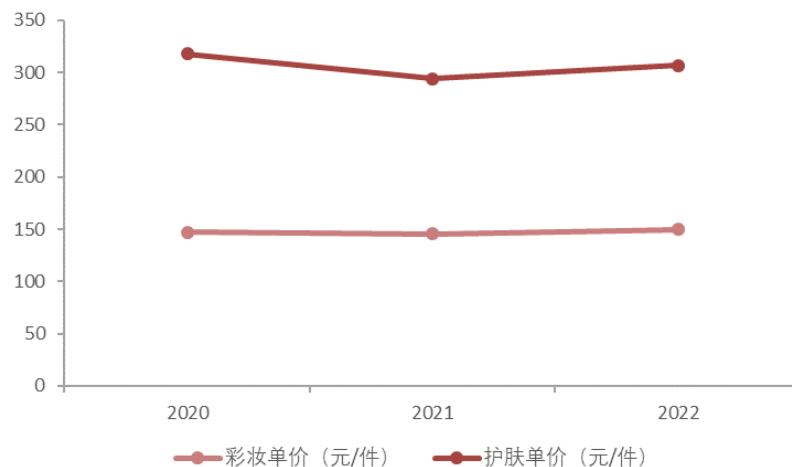
MAOGEPING：彩妆业务稳定，护肤业务快速增长

- 分业务看，MAOGEPING主要销售彩妆和护肤两大品类，其中彩妆占比较大，2020-2022年彩妆销售收入分别为4.9、8.9、9亿元，销量分别为336、608、601万件，2022年疫情导致出行下降和口罩需求，彩妆销售同比持平，增长承压。护肤业务快速增长，2020-2022年护肤销售收入分别为2.6、3.9、6.7亿元，销量分别为82、134、219万件，同比增速远高于彩妆业务。
- 价格方面，护肤品单价高于彩妆产品，2022年护肤单价为307元/件，彩妆单价为150元/件。

MAOGEPING分品类销售收入&销量



MAOGEPING分品类单价



数据来源：公司招股书，西南证券整理
www.swsc.com.cn

MAOGEPING：在研管线丰富，发展方向多元化

1、多品类发展

基于当下追求个性、时尚、多样的美妆生活消费诉求，多品类产品、服务运营模式更能满足终端消费需求，顺应市场发展趋势。

2、产品多功能发展

在现有产品功能基础上，不断深化、研发新产品，包括但不限于彩妆兼具护肤功效、全单品的升级、大师级高端化妆品、美白及抗衰等功能性化妆品、部位美妆产品等。

3、多群体发展

打造全年龄段覆盖的品牌矩阵，不断扩展品牌的受众覆盖面及知名度

序号	在研项目名称	主要内容	所处阶段
1	龙血树养肤遮瑕粉底霜 (LK)	遮瑕粉底、美白、精华液多效合一，并能抵抗紫外线，防止外界环境对肌肤的损伤	开发阶段
2	晨曦柔雾微哑光粉底液 (LK)	富含多种美容液成分的保湿美白遮瑕粉底液。强效保湿，有效遮盖色斑、皱纹、毛孔，均匀肤色	完成开发，生产阶段
3	眉毛雨衣	眉毛塑性的同时，防水防汗新配方	开发阶段
4	蓝宝石隔离	专为解决亚洲女性肤色暗黄而开发的滋润度和修色俱佳的妆前产品，是百搭所有粉底类产品的基底单品	开发阶段
5	水散粉	粉质如雾细腻、如羽轻盈，妆效清透柔光、雾面清爽，是一款零负担的清凉爽焦的全新科技的水散粉	开发阶段
6	羽翼系列	羽表轻柔，翼表强大，轻柔蜜粉汇通鱼子气垫，形成羽翼，保护肌肤，打造完美底妆	开发阶段
7	丝芙兰定制系列项目	丝芙兰专供系列产品开发	开发阶段
8	哑光唇釉	哑光唇釉作为口红系列新品，在内料方面，精细钻研，选用丝绒哑光质地的独特料体，再辅以定制开模的容器外观，精致美丽	开发阶段
9	皮肤衣	MAOGEPING 底妆系列产品是 MAOGEPING 产品中的王牌产品，通过运用独特的光影化妆手法和光影美学体系，完成光影塑型，重塑脸部轮廓与肌肤质感，打造精致微雕脸庞，呈现东方女性的独特魅力	完成量产
10	美白护肤	根据品牌发展规划以填补护肤线的美白功效产品缺口，带动 MAOGEPING 在行业内的品牌影响力	开发阶段
11	保湿护肤	主要针对品牌基础护肤线的补充和完善，从 SKU 数、配方功效、容器包装等多方面进行全新深入开发，以提升品牌的高端定位和产品的多元化	开发阶段
12	故宫第 5 季	深刻挖掘故宫蕴含的文化价值，把故宫传统的文化元素植入美妆时尚新潮的当代元素之中	开发阶段

数据来源：公司招股书，西南证券整理
www.swsc.com.cn

至爱终生：子品牌差异化打法

- 至爱终生是MAOGEPING之外另一大子品牌，与MAOGEPING采取差异化打法，以经销模式为主，定位于二、三线城市的女性消费者，致力于提升公司产品的覆盖群体及销售区域。
- 至爱终生品牌主打快速化妆，目前品牌拥有彩妆单品121款，化妆工具13款，护肤单品7款，顺应市场简约快速美妆需求。

MAOGEPING和至爱终生对比

品牌	MAOGEPING	至爱终生
创立时间	2000年	2008年
品牌定位	轻奢、高端	大众、流行
价格定位	均价 300-1000 元	均价 150-260 元
渠道类型	百货专柜直营、电商销售	经销
目标客群	25-40 岁	18-35 岁

至爱终生产品

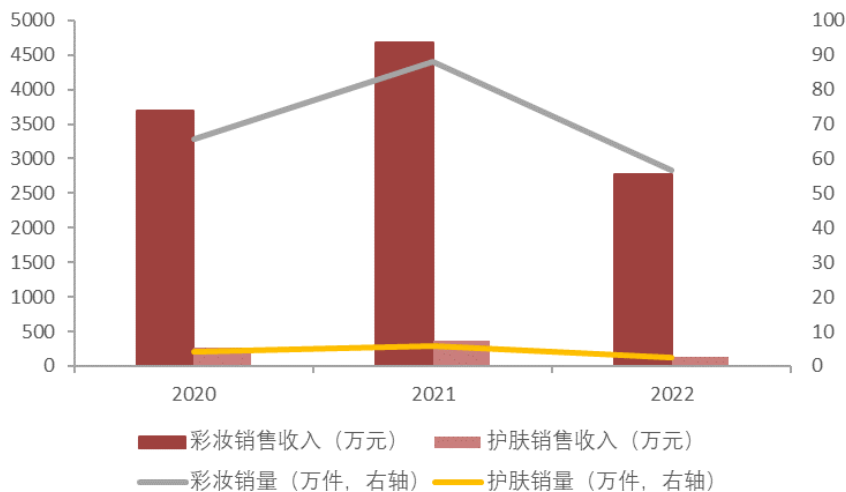


数据来源：公司招股书，西南证券整理
www.swsc.com.cn

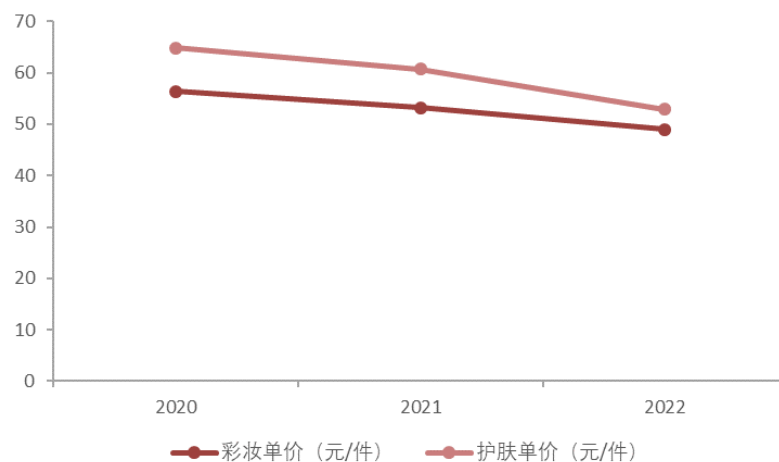
至爱终生：彩妆业务占比90%以上

- 分业务看，至爱终生主要以彩妆产品销售为主，2020-2022年彩妆销售收入分别为3694、4687、2775万元，销量分别为66、88、57万件，占比超过90%。2020-2022年护肤销售收入分别为272、359、124万元，销量分别为4、6、2万件，体量较小。
- 价格方面，至爱终生品牌彩妆和护肤产品单价相差不大，且显著低于MAOGEPING品牌，主打下沉市场和更广泛人群。彩妆单价略低于护肤，2022年彩妆单价为49.03元/件，护肤单价为52.85元/件

至爱终生分品类销售收入&销量



至爱终生分品类单价



数据来源：公司招股书，西南证券整理
www.swsc.com.cn

目 录

◆ 毛戈平：卡位高端国货彩妆，打造持久品牌力

公司介绍：20年品牌打造，国货高端彩妆代表

国内市场：美妆市场增速高，面部彩妆需求空间大

产品分析：主品牌发展稳健，拓展护肤贡献新增长

渠道分析：线下为基本盘，大力推进线上渠道

同业对比&募资投向

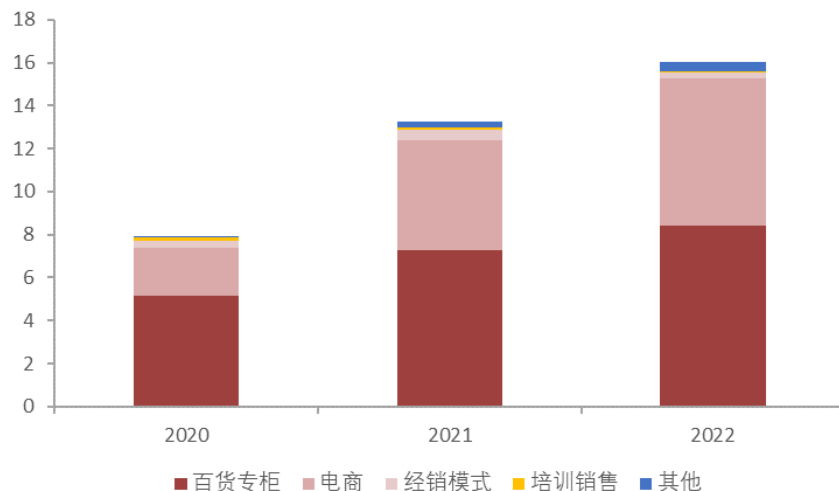
◆ 锦波生物：重组胶原蛋白龙头，研发壁垒深厚

◆ 敷尔佳：专业皮肤护理先行者，贴片产品市占率领先

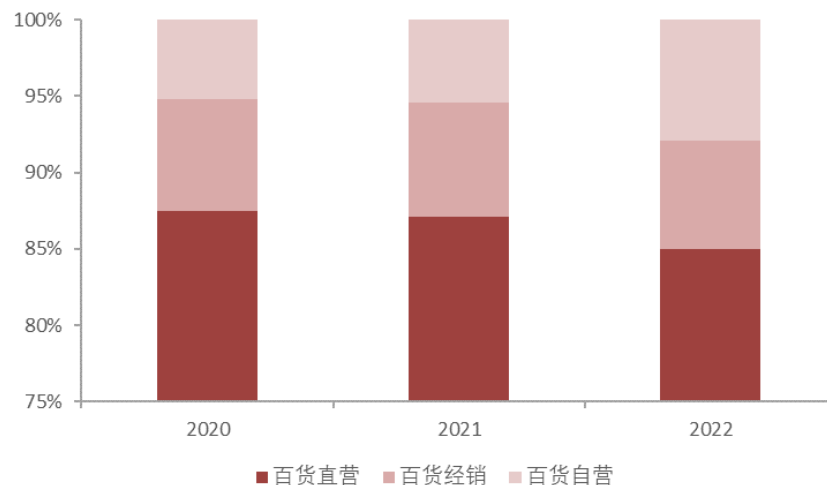
渠道运营：百货专柜基本盘稳，电商持续发力

- 分渠道来看，公司以百货专柜渠道起家，2020年百货专柜营收8.4亿元，占比65%，是第一大渠道；电商营收2.2亿元，占比28%，是第二大渠道。近年来，受行业整体变革以及大环境影响，线下渠道增长有所承压，百货专柜占比逐渐缩减，另一方面，公司积极进行渠道调整，大力发展线上电商，增长势头强劲，2022年电商营收6.8亿元，占比提升至42.8%，预计占比将持续提升，有望超越百货专柜成为第一大渠道（2022年百货专柜占比52.5%）。
- 从百货专柜类型来看，整体以直营专柜为主，数量占比超过85%，但有小幅下降趋势，另外自营专柜数量持续提升，自2020年15个上升至2022年30个；经销专柜数量基本持平。

渠道营收拆分



百货专柜数量（个）



数据来源：公司招股书，西南证券整理
www.swsc.com.cn

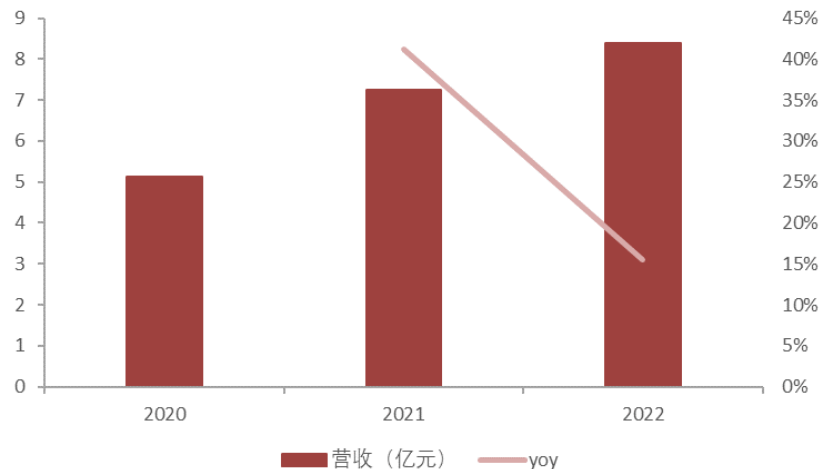
渠道差异化：MAOGEPING百货专柜发展稳健

- 公司两大品牌采取差异化渠道战略，主品牌MAOGEPING主要走百货专柜和电商路线。一般MAOGEPING进驻的商场多为大型连锁百货商场、当地城市标杆性以及能够彰显品牌形象的百货商场，另外通过地区内具有百货商场资源的经销商开展合作设立专柜，实现重要省会城市的全域覆盖。自营专柜均开设在大型购物中心，目前已入住重点城市大悦城、万达广场、凯德mall、来福士等。2020-2022年百货专柜营收分别为5.1、7.3、8.4亿元，2021年同比增长41.2%，2022年同比增长15.6%，增速有所下滑。
- 公司百货专柜采取会员制度，有助于增加消费者购买频次，提升消费者对品牌的忠诚度。会员按消费标准分为4个档次，仅初级（美妆会员）不需消费标准，其余三个档次会员均需一定的消费金额，另外等级越高的会员，复购率也越高，2022年分别为99.67%、97.65%、83.22%，销售额占比分别为32.92%、21.44%、25.36%。

线下专柜



百货专柜营收&增速



数据来源：公司招股书，西南证券整理
www.swsc.com.cn

渠道差异化：MAOGEPING跨界合作，线下多渠道拓展

- **旅游零售-故宫合作**：除百货专柜之外，MAOGEPING还积极拓展更多元线下渠道，包括旅游零售模式和美妆连锁模式等。2019年公司与故宫文创合作，推出了四季“气蕴东方”系列美妆产品，并开拓了旅游零售业务板块，与北京故宫文化服务中心合作，通过经销模式在北京故宫及周边区域的景区精品店销售MAOGEPING品牌产品。
- **美妆连锁-丝芙兰合作**：2020年公司与丝芙兰合作，开启专为美妆精英定制的东方光影大师彩妆MAOGEPING-LIGHT系列，并通过代销形式在国内重点地区百货商场及购物中心丝芙兰美妆连锁店销售MAOGEPING品牌化妆品。
- **大型活动-亚运会合作**：MAOGEPING品牌和公司被确定为第19届杭州亚运会官方指定彩妆用品和化妆服务商，2022年8月杭州亚组委与公司联名发布了“气蕴东方·亚运礼献”系列美妆产品。

MAOGEPING推出的合作系列

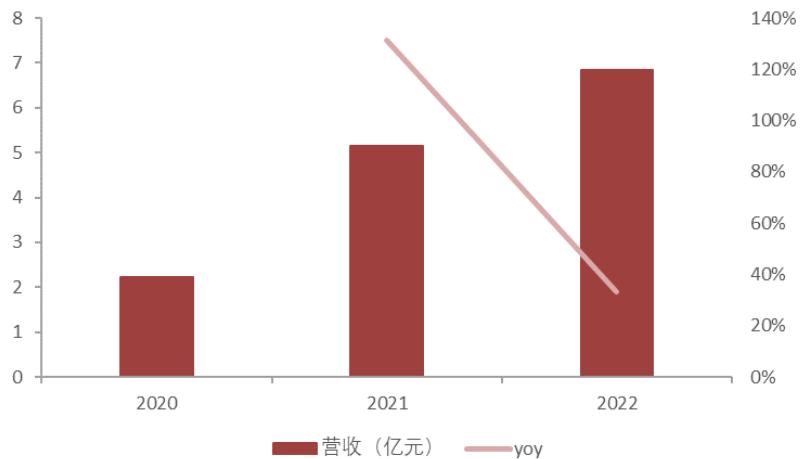


数据来源：招股书，公司官网，西南证券整理
www.swsc.com.cn

渠道差异化：MAOGEPING电商运营持续加码

- 顺应国内化妆品行业趋势，叠加大环境因素，公司持续加码线上电商渠道，整体营收呈现高速增长态势，2020-2022年营收分别为2.2、5.1、6.8亿元，2021年同比增长131.5%，2022年同比增长33.3%，其中包含少量至爱终生品牌的电商销售业务。
- 线上电商渠道主要采用电商自营模式和电商经销模式，其中天猫旗舰店和抖音小店合计电商渠道销售占比70%左右，另外公司还经营小红书店铺，但体量较小，2022年天猫/抖音/小红书三个自营平台销售额占比分别为59.9%/39.6%/0.5%。线上消费者消费金额集中在500元以内，占比达到80%以上。公司合作的网络经销商前三大分别是上海滋美、沈阳言否、北京祺兴达，合计销售额占比75%左右，分别代理淘宝网点和直播间、微信公众号和小程序、京东平台。

电商渠道营收&增速



电商销售模式

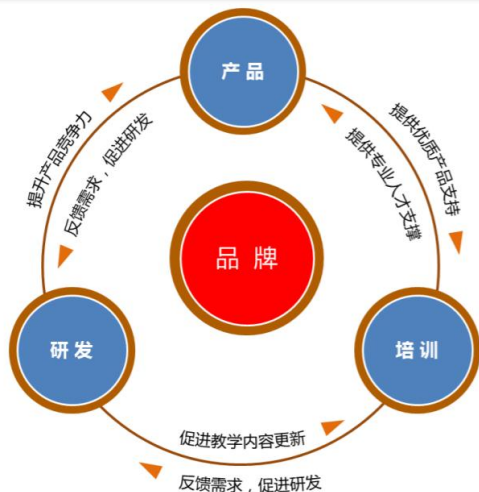


数据来源：公司招股书，西南证券整理
www.swsc.com.cn

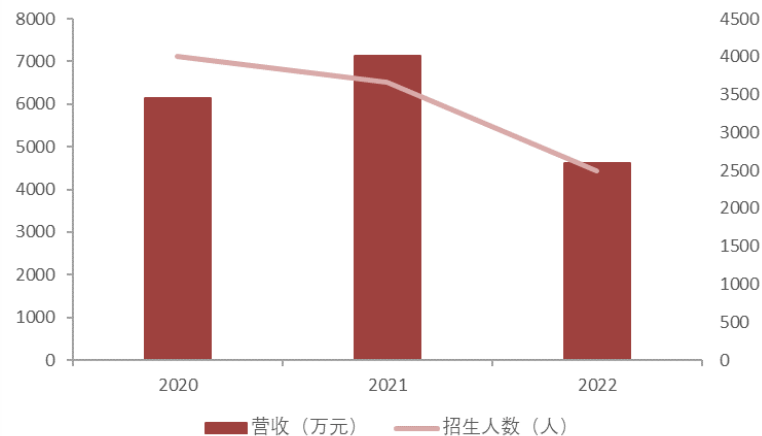
化妆培训：打造专业口碑，共同赋予品牌价值

- 公司在杭州、北京、上海、成都、重庆、武汉、郑州、深圳、青岛九座城市通过设立子/分公司开展化妆技能培训业务。公司这里培训业务旨在与化妆品销售业务共同塑造毛戈平品牌形象，助力品牌的推广和口碑的传播，共同赋予毛戈平的品牌价值，另外培训为公司产品研发提供了前沿的研发方向，并为公司的产品销售提供了专业人才支持，形成良性的发展闭环。
- 公司化妆培训业务收入基本维持稳定，2021年同比增长16.3%；2022年受新冠疫情影响，培训和招生工作经历短期停滞，收入规模及学员人数均有有较大幅下滑，培训渠道销售收入与招收培训学员数量基本匹配。

公司经营形成良性循环



化妆培训业务营收&招生人数



数据来源：公司招股书，西南证券整理
www.swsc.com.cn

目 录

◆ 毛戈平：卡位高端国货彩妆，打造持久品牌力

公司介绍：20年品牌打造，国货高端彩妆代表

国内市场：美妆市场增速高，面部彩妆需求空间大

产品分析：主品牌发展稳健，拓展护肤贡献新增长

渠道分析：线下为基本盘，大力推进线上渠道

同业对比&募资投向

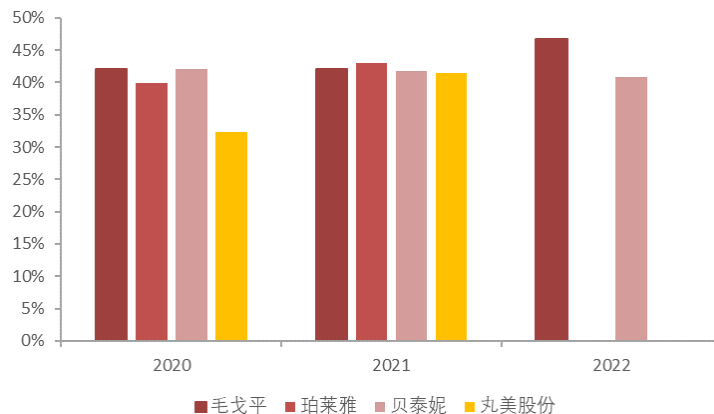
◆ 锦波生物：重组胶原蛋白龙头，研发壁垒深厚

◆ 敷尔佳：专业皮肤护理先行者，贴片产品市占率领先

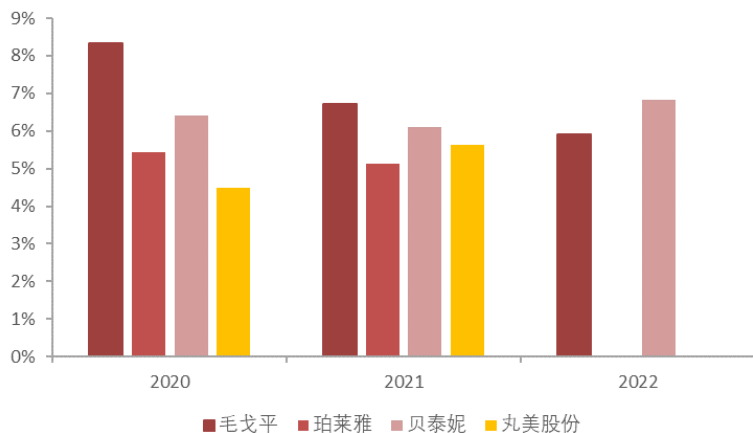
同业对比：销售费用率处于平均水平，研发投入较低

- 选取珀莱雅、贝泰妮、丸美股份为可比公司，毛戈平销售费用率处于行业平均水平，管理费用率位于行业高位，但呈逐年下降态势；公司研发投入较低，研发费用率显著低于同行业公司，主要因为公司着重研发流行元素、色彩、使用效果、外观创意等内容，而同业公司主要研发原料、生物技术、配置工艺等方面，与之相比公司具有物料投入少、设备需求少的特点。

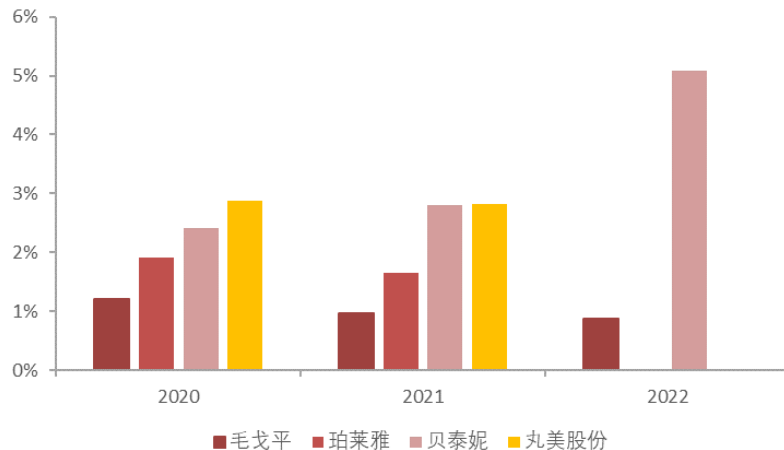
销售费用率对比



管理费用率对比



研发费用率对比

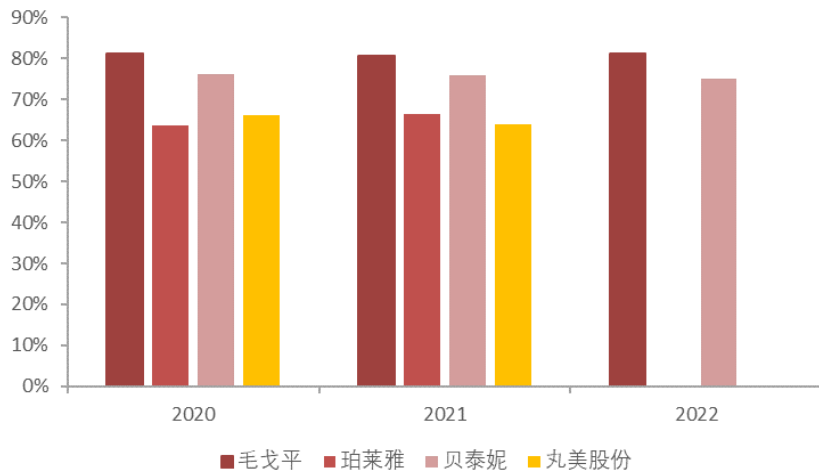


数据来源：wind，西南证券整理
www.swsc.com.cn

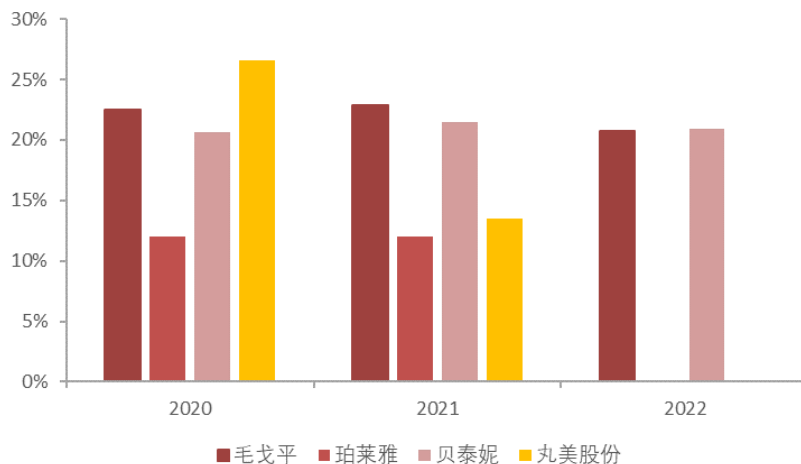
同业对比：盈利能力处于行业较高水平

- 毛利率方面，公司毛利率始终维持在80%以上，与可比公司相比处于较高水平。一方面公司主品牌MAOGEPING定位专业、高端彩妆护肤产品，定价较高，面向高收入消费群体；另一方面公司主要通过百货专柜和直销渠道销售，毛利率高于经销渠道占比较大的模式。
- 净利率方面，公司同样处于行业高位，近年来随着加码线上电商渠道有所下滑，但仍维持在20%以上，而同业公司平均净利率2021年为15%左右，公司具有较明显优势。

毛利率对比



净利率对比



数据来源: wind, 西南证券整理
www.swsc.com.cn

募资投向：提升渠道、研发、品牌实力，升级培训业务

□ 公司募投资金主要应用于渠道建设及品牌推广项目、研发中心建设项目、信息系统升级建设项目、形象设计培训机构建设项目。这些项目将助力公司完善业务发展规划：

1、加强渠道建设：线下方面，拟在北京、上海和成都三地建设品牌体验店，扩大百货专柜覆盖范围，对现有百货专柜与终端门店形象专柜进行升级改造；线上方面，通过建设自有平台以及进驻第三方电商平台加速布局线上渠道，同时注重私域流量建设。

2、提高品牌知名度：加大品牌宣传力度，在线上巩固和扩大网络达人合作，同时在线下通过多样化的外部合作提升品牌形象，并计划每年在3个左右城市各举办一场彩妆秀。

3、提升研发实力：未来将建设总部研发基地，建设毛戈平美妆艺术研究中心，不断扩大研发投入，增强公司产品的核心竞争力。

4、升级拓展培训业务：拟升级现有骨干学校，对现有校址进行扩容，加强师资建设，拓宽课程内容；还将推出线上化妆培训课程及相关服务。

项目名称	投资金额（万元）
渠道建设及品牌推广项目	80621.73
研发中心建设项目	9713.74
信息系统升级建设项目	10789.43
形象设计培训机构建设项目	10938.34
合计	112063.24

数据来源：公司招股书，西南证券整理

www.swsc.com.cn

目 录

◆ 毛戈平：卡位高端国货彩妆，打造持久品牌力

◆ 锦波生物：重组胶原蛋白龙头，研发壁垒深厚

公司介绍：深耕功能蛋白领域，首获注射产品三类证

市场分析：功能蛋白应用场景丰富，市场需求空间大

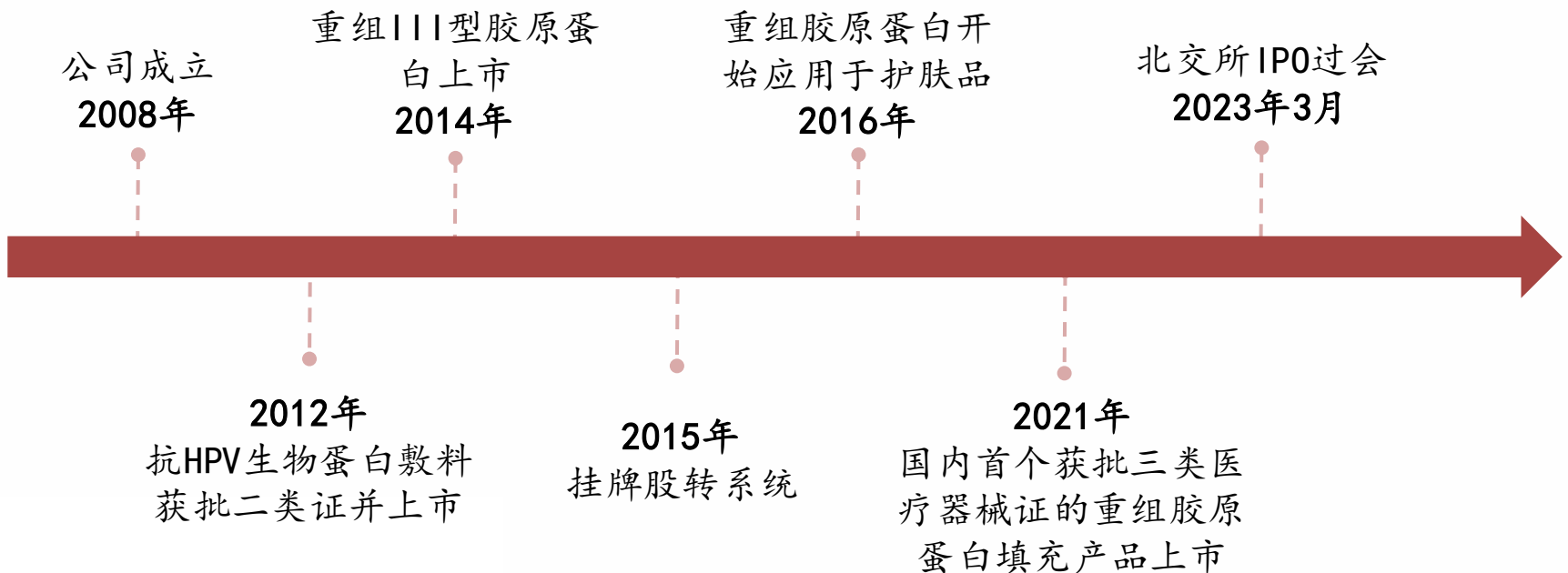
产品分析：专注医疗器械，医美赛道先发优势

同业对比&募资投向

◆ 敷尔佳：专业皮肤护理先行者，贴片产品市占率领先

锦波生物：国内重组胶原蛋白领军企业

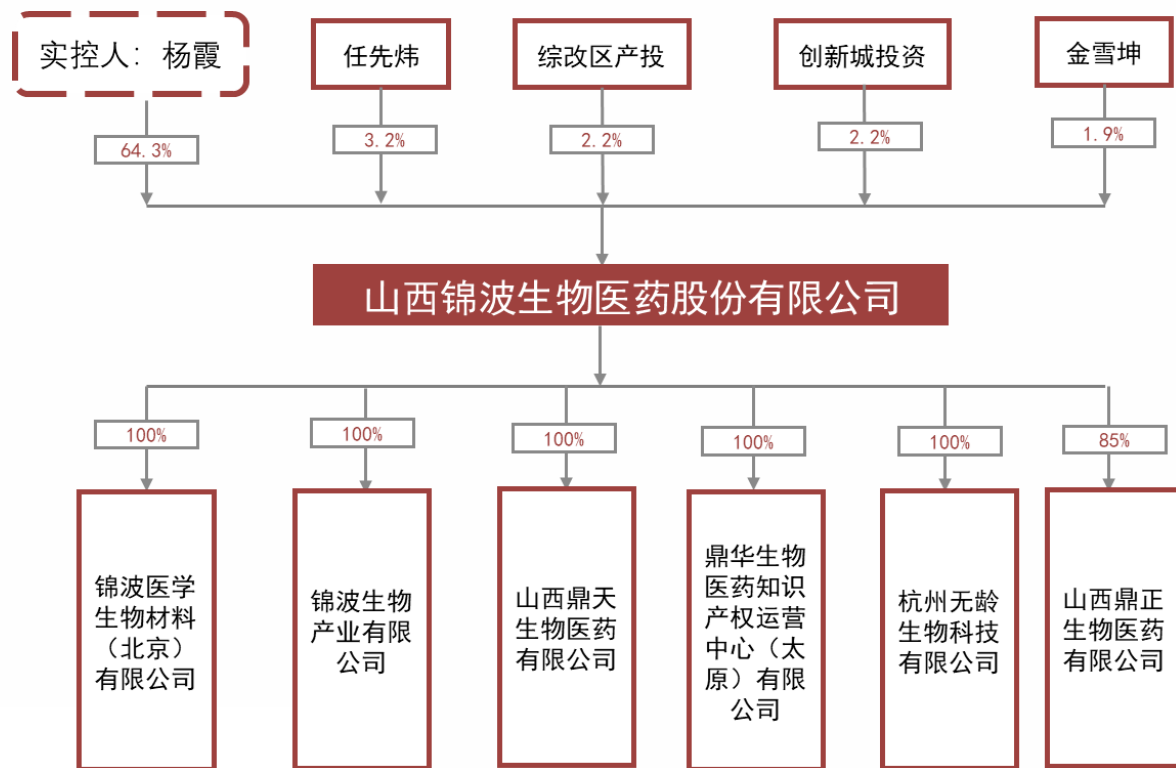
- 公司围绕生命健康新材料和抗病毒领域，应用结构生物学、蛋白质理性设计等前沿技术，主营以重组胶原蛋白产品和抗HPV生物蛋白产品为核心的各类医疗器械、功能性护肤品的研发、生产及销售，是国家级“专精特新”高新技术企业。
- 公司在国内重组胶原蛋白研发及产业化领域处于领先地位，成功研发了重组III型人源化胶原蛋白，并开发了三类医疗器械产品“重组III型人源化胶原蛋白冻干纤维”，并于2021年6月获批上市，这是国内第一款获三类械字号的重组胶原蛋白注射产品。



数据来源：公司官网，西南证券整理
www.swsc.com.cn

股权结构

- 公司控股股东、实际控制人为杨霞女士，持股比例为64.3%，与第二大股东任先炜（持股3.2%）育有一女。山西综改区产投和山西创新城投资分别持股2.2%，公司总经理金雪坤持股1.9%。
- 公司下属子公司分别经营各品牌和各细分业务，其中杭州无龄生物科技有限公司主要从事“肌频”品牌销售，山西鼎正生物从事抗病毒新药研发，山西鼎天生物为项目项目合作孵化平台。



数据来源：公司招股书，西南证券整理
www.swsc.com.cn

主营业务：重组胶原蛋白+抗HPV生物蛋白

- 公司的主营业务为以重组胶原蛋白产品和抗HPV生物蛋白产品为核心的各类医疗器械、功能性护肤品的研发、生产及销售，重组胶原蛋白产品和抗HPV生物蛋白产品分别基于公司自主研发的重组III型胶原蛋白及酸酐化牛 β -乳球蛋白为核心成分。公司已建立了从上游功能蛋白核心原料到医疗器械、功能性护肤品等终端产品的全产业链业务体系，终端产品主要应用在妇科、皮肤科、外科、五官/口腔科、肛肠科、护肤等不同应用场景中，兼有妆字号和械字号类产品。

重组胶原蛋白产品



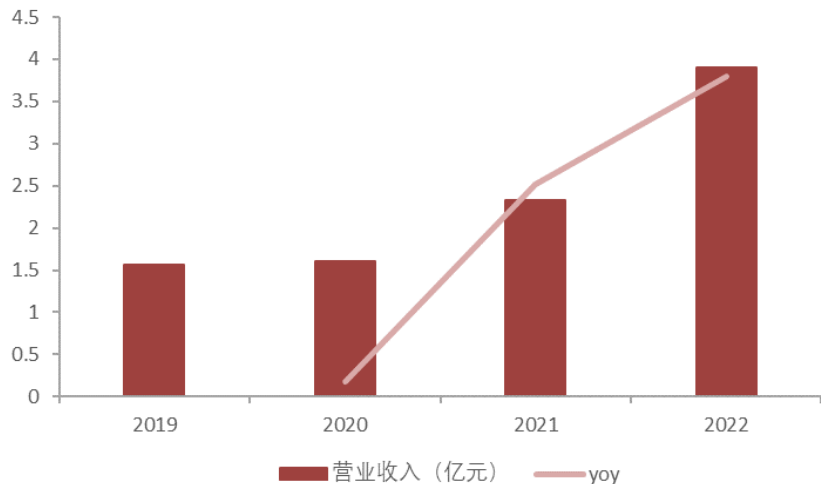
抗HPV生物蛋白产品



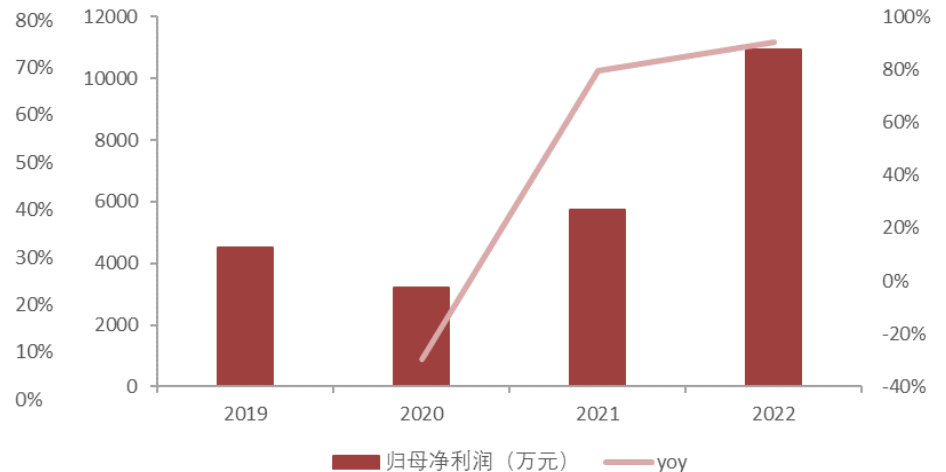
财务分析：营收业绩加速增长

- **营收&利润**：公司营收和利润呈加速增长趋势。2019-2022年营业收入分别为1.4、1.6、2.3、3.9亿元，2020-2022年同比增速分别为3.2%、44.7%、67.4%，增速有较大幅提升，营收加速增长。
- 2019-2022年归母净利润分别为4527、3195、5739、10917万元，2020年同比下降29.4%，2021年同比增长79.6%，2022年同比增长90.2%。2020年利润下滑主要因为各类医疗器械产品均受到下游需求下降的影响，抗HPV生物蛋白辅料适应症相对单一，受影响更大，同时公司有大量研发投入，研发费用率大幅提升，整体净利润承压下行。2021年外部环境趋于好转，研发投入进入常态化，利润端得到明显改善。2022年归母净利润实现加速增长，重组胶原蛋白产品进一步放量，主业进入规模化发展阶段。

公司营收及增速



公司归母净利润及增速

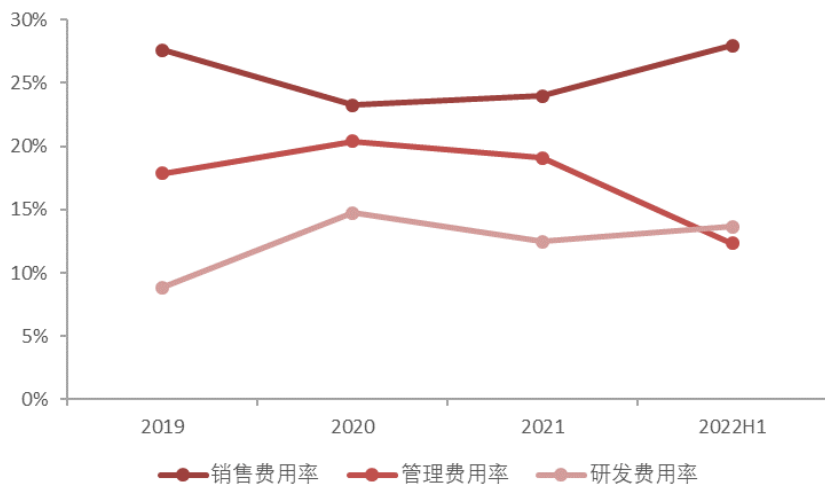


数据来源：公司招股书，西南证券整理
www.swsc.com.cn

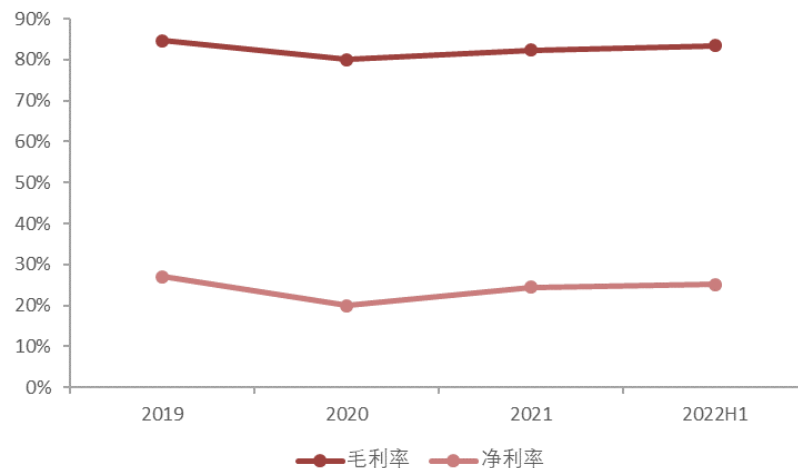
财务分析：销售费用率提升，盈利能力稳定

- **费用率情况**：公司2019-2022H1销售费用率分别为27.6%、23.3%、24%、28%，管理费用率分别为17.9%、20.4%、19.1%、12.3%，研发费用率分别为8.9%、14.7%、12.5%、13.6%，2020年受下游需求影响，线下会议减少使得会议及展览费减少，同时公司主动减少线上推广，销售费用率有明显下降，2021年开始公司加大了线上销售渠道的建设和投入，销售费用率有上行趋势。管理费用率随着营收规模效应逐步体现持续下降。研发费用率方面，公司研发费用率有持续提升趋势，着重加大功能蛋白系统性研发。
- **盈利能力**：利润率方面，公司毛利率和净利率始终保持较稳定水平，毛利率维持在80-83%，净利率小幅提升至25%左右。

公司费用率



公司毛利率&净利率



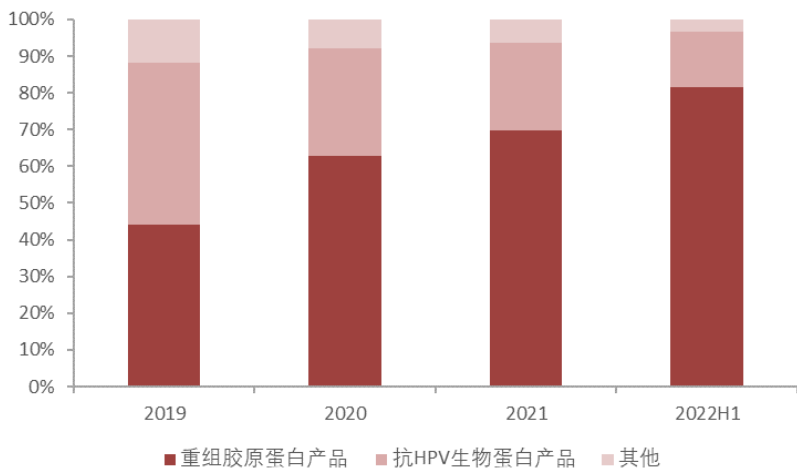
数据来源：公司招股书，西南证券整理

www.swsc.com.cn

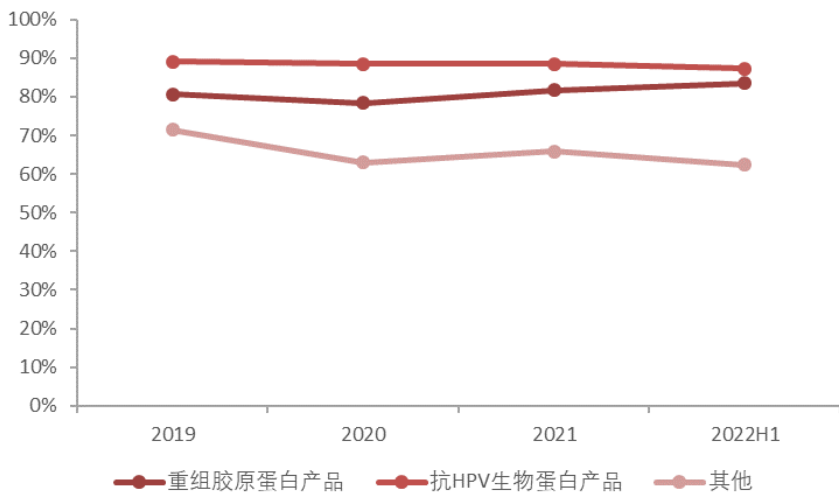
财务分析：重组胶原蛋白占比提升，抗HPV蛋白毛利率最高

- **主营业务**：公司主营业务分为重组胶原蛋白产品和抗HPV生物蛋白产品，其他业务包括多肽类产品等。2019年两者占比均为44%左右，随后重组胶原蛋白营收高速增长，占比也快速提升，2022H1占总营收比例达到82%，而抗HPV生物蛋白产品营收占比缩减至15%。
- **主营业务毛利率**：利润率方面，抗HPV生物蛋白产品毛利率最高，接近90%，重组胶原蛋白产品其次，维持在80%左右，其他业务（多肽产品）毛利率较低且呈下降趋势，2022H1毛利率为62.4%。

公司分业务营收占比



公司主营业务毛利率

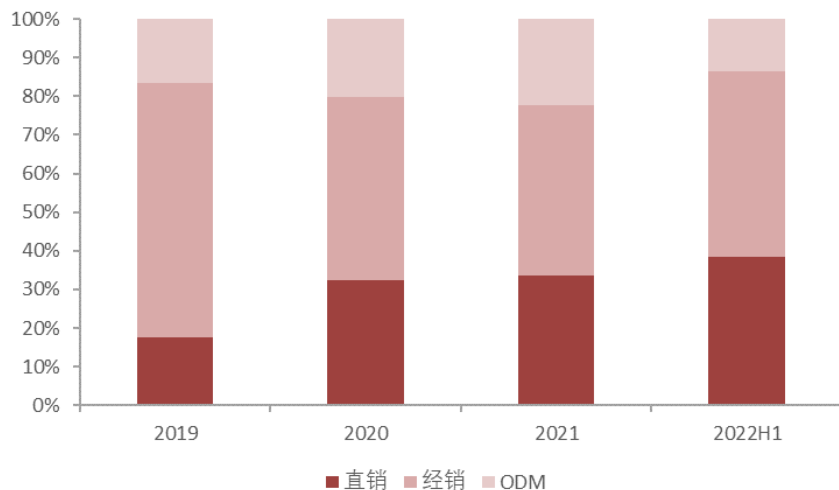


数据来源：公司招股书，西南证券整理
www.swsc.com.cn

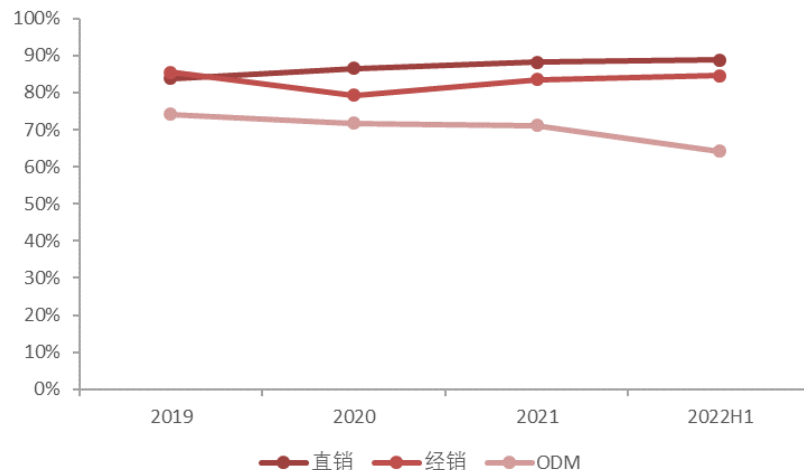
财务分析：直销占比加大，毛利率稳中有升

- **销售模式拆分**：公司主要销售模式分为OBM和ODM，OBM即自有品牌销售，分为直销和经销，收入端来看，经销渠道收入占比最大，直销占比逐渐提升，ODM有下降趋势。2022H1 直销/经销/ODM 占比分别为38.5%/47.8%/13.7%，2019年直销占比仅为17.7%，公司在直销方面有着重发力。
- **销售模式毛利率**：利润率方面，直销毛利率最高且呈稳定上升趋势，自2019年83.8%提升至2022上半年88.8%，经销渠道率略低，稳定在85%左右，ODM毛利率有逐渐下降趋势，自2019年74.2%下降至2022上半年64.2%。毛利率差异主要因为OBM和ODM模式下产品结构不同，自有品牌具有更高附加值。

公司分模式营收占比



公司分模式毛利率



数据来源：公司招股书，西南证券整理
www.swsc.com.cn

目 录

◆ 毛戈平：卡位高端国货彩妆，打造持久品牌力

◆ 锦波生物：重组胶原蛋白龙头，研发壁垒深厚

公司介绍：深耕功能蛋白领域，首获注射产品三类证

市场分析：功能蛋白应用场景丰富，市场需求空间大

产品分析：专注医疗器械，医美赛道先发优势

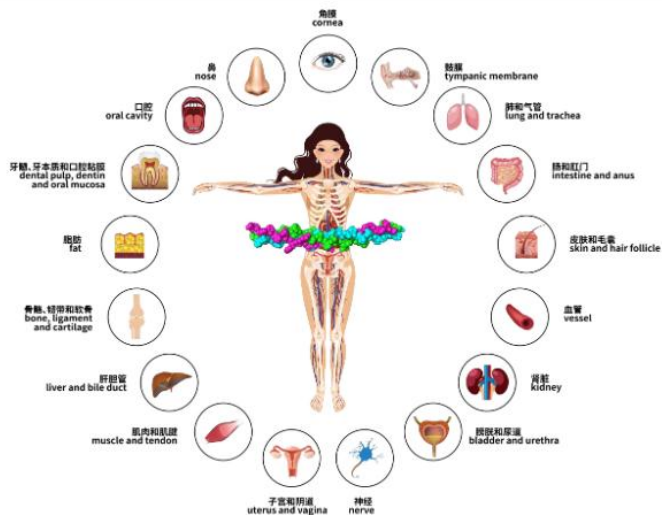
同业对比&募资投向

◆ 敷尔佳：专业皮肤护理先行者，贴片产品市占率领先

胶原蛋白：具有广泛应用场景的理想生物活性物

- 公司从事包括各类功能蛋白生命健康新材料的创新研发及其产业化，主营业务为重组胶原蛋白产品和抗HPV生物蛋白产品为核心的医疗器械、功能性护肤品的研发、生产及销售。功能蛋白指具有特定结构和功能的蛋白质，相关材料是包括动物来源或生物合成的具有一定活性的生物材料，可用于多种疾病的防治和诊断。
- 胶原蛋白是人体主要的细胞外基质，约占细胞外基质的85%，是人体组织器官的主要结构蛋白，约占人体蛋白质总量的30-40%，常见于皮肤、血管、肌腱、筋膜等部位，发挥多种重要的生物学功能。胶原蛋白作为一种具有多种用途的生物材料，在医学敷料、再生医学、创伤修复、人造器官等场景下有广泛应用前景

人体胶原蛋白分布



胶原蛋白终端应用

应用领域	作用
医药 (含医疗器械)	生物敷料，用于皮肤修复、口腔修复、神经外科修复等
	止血材料，尤其在肝、脾等创伤止血效果明显
	药物载体，疫苗佐剂；结合抗生素、蛋白类、基因类药物，构建多样药物载体释放体系
	注射填充材料，用于面部轮廓矫正、皱纹、瘢痕修复等
	骨修复，包括骨再生、软骨组织再生、口腔骨缺损修复等
功能性护肤品	美白保湿、抗衰老等功效
食品	人造胶原肠衣、水解胶原作为功能性食品如咀嚼片、蛋白质粉、肠内营养剂等；动物胶原蛋白作为食品添加剂

数据来源：公司招股书，西南证券整理

www.swsc.com.cn

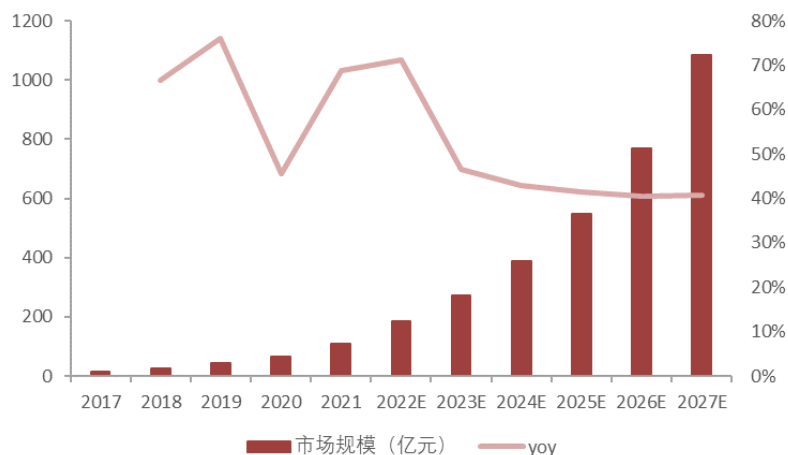
重组胶原蛋白：基因工程制备的新型生物材料

- ❑ 胶原蛋白根据原材料的来源可分为动物组织提取的动物源胶原蛋白和生物合成的重组胶原蛋白，重组胶原蛋白按照与人体胶原蛋白氨基酸序列吻合程度又可分为类胶原蛋白、人源化胶原蛋白、人胶原蛋白，目前最广泛应用的是人源化胶原蛋白，具备良好的生物相容性和生物活性，作为一种生物医用材料拥有广阔的应用前景。
- ❑ 重组胶原蛋白作为应用最前沿的结构生物学、基因重组工程等技术，相比动物源胶原蛋白消除了免疫排斥、自带致病病毒等风险，并且与人体胶原蛋白高度甚至完全同源，生物活性和生物相容性优良。据弗若斯特沙利文统计，2017-2021年重组胶原蛋白市场规模年复合增速达到63%，2022-2027年仍将保持42.4%的复合增速高速增长，2027年市场规模达到1083亿元，超过动物源胶原蛋白成为更主流的胶原蛋白制备来源。

动物源 vs. 重组

分类	制备方式	优/缺点
动物源胶原蛋白	主要通过从牛皮、猪皮、鱼皮等胶原蛋白含量高的动物组织中进行提取	制备方式简单； 有免疫排斥和病毒风险
重组胶原蛋白	采用重组 DNA 技术，对编码所需人胶原蛋白质的基因进行遗传操作和修饰，利用质粒或病毒载体将目的基因带入适当的宿主细胞（细胞、酵母或其他真核细胞等）中，表达翻译成胶原蛋白或类似胶原蛋白的多肽，经过提取和纯化等步骤制备而成	免疫排斥和病毒风险低； 技术难度较高、前期投入大

重组胶原蛋白市场规模及增速

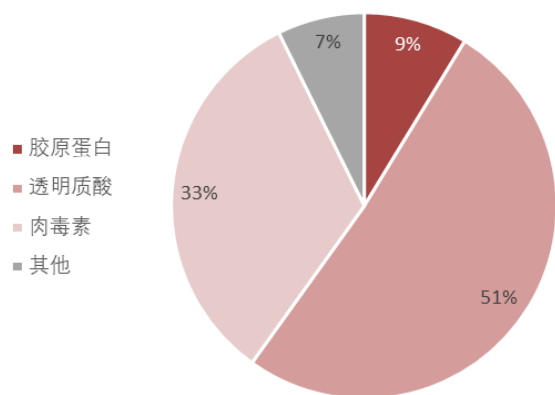


数据来源：公司招股书，弗若斯特沙利文，西南证券整理
www.swsc.com.cn

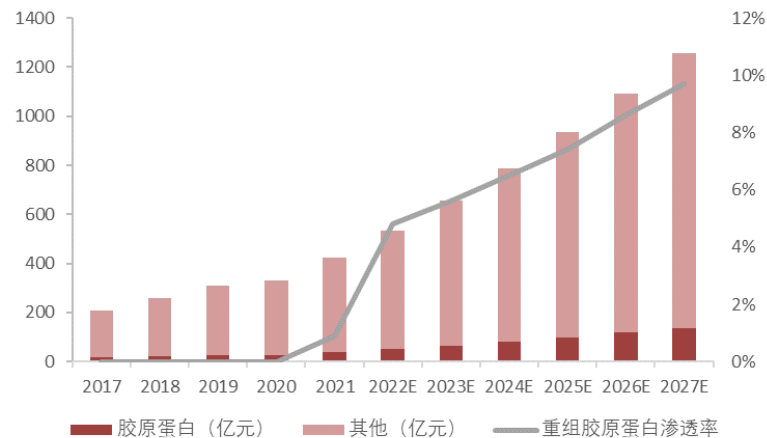
重组胶原蛋白：医美注射市场渗透率有望快速提升

- 据弗若斯特沙利文统计，2021年轻医美注射市场主要成分包括透明质酸、肉毒素、胶原蛋白等活性物，其中透明质酸占比51%，是最主要的医美填充物质，肉毒素占比33%，与透明质酸合计占据超过80%的医美注射市场。胶原蛋白因为技术壁垒高、获批产品少、市场认知不足等原因，占比仅9%。
- 2021年首款重组胶原蛋白注射产品获批上市后，胶原蛋白注射产品总数达到5款，市场规模达到37亿元。据弗若斯特沙利文预测，2022-2027年胶原蛋白注射产品将保持21.7%的复合增速增长，另外随着重组胶原蛋白注射产品的研发进程加快，将有更多产品获批上市，渗透率将从2021年0.9%提升至2027年9.7%。

2021年医美注射市场占比



医美注射市场规模及预测

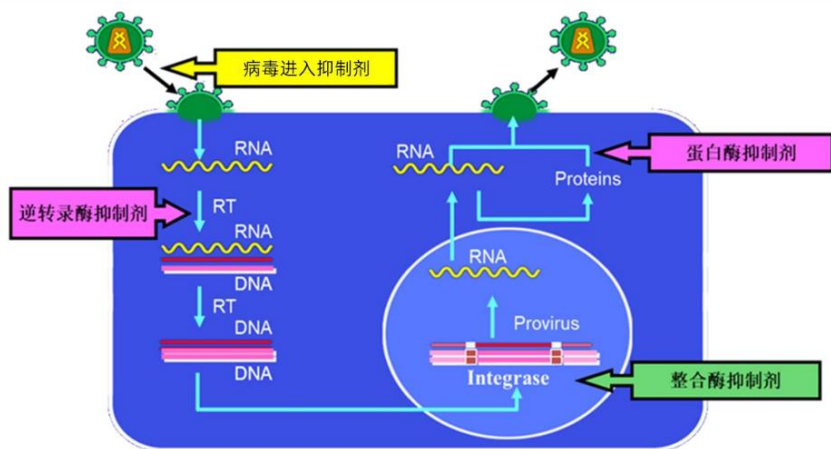


数据来源：弗若斯特沙利文，西南证券整理
www.swsc.com.cn

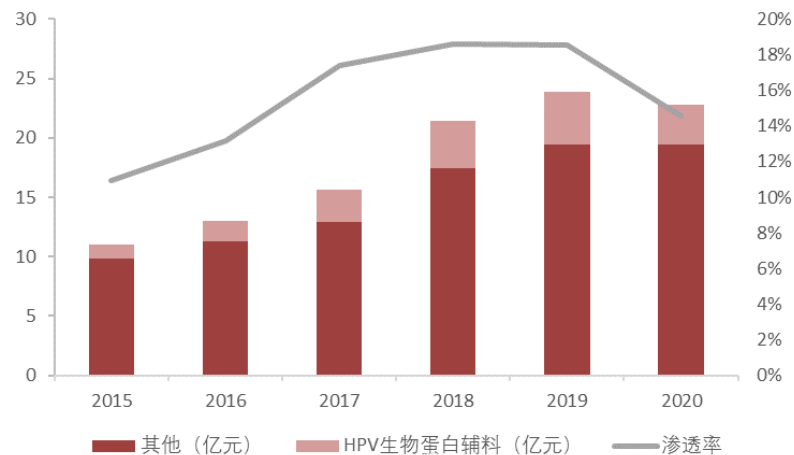
抗病毒功能蛋白：抗病毒领域重要成分

- ❑ 病毒的完整生命周期包括附着、入侵、脱壳、基因组及蛋白合成、组装、释放等。“病毒进入抑制”是指药物/蛋白在病毒附着与入侵阶段，阻断病毒与宿主主靶细胞的黏附以及与受体/共受体的结合及与靶细胞膜的融合。此外，病毒抑制剂可以阻断病毒通过病毒包膜蛋白介导感染相邻的未感染细胞的途径，从而从多方面阻断感染。
- ❑ 近年来，随着行业内企业及科学家对病毒抑制机理的研究，功能蛋白在抗病毒领域的应用场景被逐渐挖掘。通过对功能蛋白以及抗病毒领域的多年研究，公司已成功开发以酸酐化牛 β -乳球蛋白为核心成分的抗HPV生物蛋白产品，用于治疗妇科疾病，同时正在开展研发广谱抗冠状病毒新药EK1喷雾剂。
- ❑ 持续高危HPV感染是宫颈癌的首要病因，宫颈癌依然是猥亵女性健康安全的恶性肿瘤之一，因此预防与治疗HPV感染是当代医学主攻方向之一。据统计，2020年国内抗HPV药品及医用制品的销售金额为22.8亿元，其中功能乳球蛋白为3.3亿元，是防治HPV感染的主流手段之一，渗透率不断提升。

病毒进入抑制机制



国内抗HPV药物及制品销售额



数据来源：公司招股书，西南证券整理
www.swsc.com.cn

目 录

◆ 毛戈平：卡位高端国货彩妆，打造持久品牌力

◆ 锦波生物：重组胶原蛋白龙头，研发壁垒深厚

公司介绍：深耕功能蛋白领域，首获注射产品三类证

市场分析：功能蛋白应用场景丰富，市场需求空间大

产品分析：专注医疗器械，医美赛道先发优势

同业对比&募资投向

◆ 敷尔佳：专业皮肤护理先行者，贴片产品市占率领先

主要产品：重组胶原蛋白+抗HPV生物蛋白

- 公司主要产品按核心成分划分为重组胶原蛋白类产品和抗HPV生物蛋白产品，按产品性质又分类医疗器械和功能性护肤品。重组胶原蛋白产品主要为以重组人源化胶原蛋白为核心成分的冻干纤维、敷料、精华液、面膜等，医疗器械面向医疗机构销售，护肤品面向终端消费者。抗HPV生物蛋白产品主要为以抗HPV生物蛋白为核心成分的敷料、膜等妇科医疗器械，仅面向医疗机构。

公司主要产品

产品分类	产品类别	产品	代表细分产品	应用领域	终端客户群体
重组胶原蛋白产品	医疗器械	重组人源化胶原蛋白植入剂	重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维	皮肤科	医疗机构
		重组胶原蛋白皮肤修复敷料	医用 III 型胶原蛋白溶液	皮肤科	医疗机构
			医用重组人源胶原蛋白功能敷料（凝胶型）（无菌型）	外壳	
	重组胶原蛋白黏膜修复敷料	重组人源胶原蛋白阴道敷料	妇科	医疗机构	
	功能性护肤品	重组胶原蛋白精华液	164.88 肌频活性蛋白面部精华原液	日用护肤	终端消费者
		胶原蛋白面膜	肌频 164.88 生物蛋白面膜	日用护肤	终端消费者
抗 HPV 生物蛋白产品	医疗器械	抗 HPV 生物蛋白敷料/膜	抗 HPV 生物蛋白敷料 抗 HPV 生物蛋白隐形膜	妇科	医疗机构

数据来源：公司招股书，西南证券整理

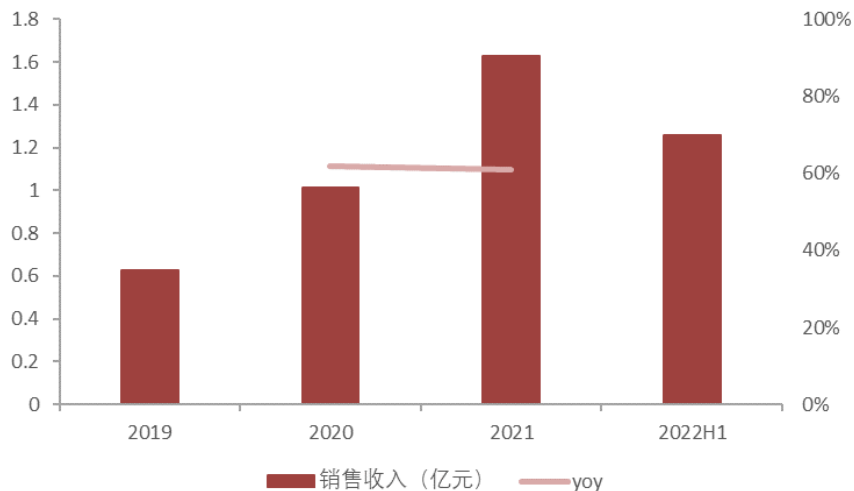
www.swsc.com.cn

代表细分产品	注册/备案类型	注册证	产品展示	产品用途
重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维	三类医疗器械	重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维		用于面部真皮组织填充以纠正额部动力性皱纹（包括眉间纹、额头纹和鱼尾纹）
医用重组人源胶原蛋白功能敷料（凝胶型）（无菌型）	二类医疗器械	医用重组人源胶原蛋白功能敷料（凝胶型）（无菌型）		适用于预防整形切口的疤痕形成及色素沉着；对皮肤浅表损伤可止血、止痛，促进创面愈合
医用 III 型胶原蛋白溶液		医用 III 型胶原蛋白溶液		适用于促进术后创面愈合、止血，预防疤痕形成及色素沉着；用于浅表损伤的修复
重组人源胶原蛋白阴道敷料		重组人源胶原蛋白阴道敷料		改善阴道萎缩，增加阴道弹性，减轻性交疼痛；提高阴道湿润度，改善阴道干燥状态，减轻外阴干涩刺痛症状，缓解阴道干燥引起的瘙痒、灼热。用于阴道黏膜皲裂的修复及弥漫性浅表出血的止血
164.88 肌频活性蛋白面部精华原液	化妆品	-		长期使用改善 III 型胶原蛋白确实引起的皮肤干燥、粗糙、皱纹现象，令皮肤细致饱满、弹润幼滑
肌频 164.88 生物蛋白面膜		-		滋养修护细腻皮肤，补充皮肤中的水分，长期使用改善胶原蛋白确实引起的皮肤干燥、粗糙、皱纹现象，令皮肤细致饱满、弹润幼滑
抗 HPV 生物蛋白辅料	二类医疗器械	抗 HPV 生物蛋白敷料		阻断生殖道高危型 HPV 感染，用于降低 HPV 病毒载量，预防宫颈病变发生。阻断 HPV 感染引起的皮肤病，降低物理治疗后尖锐湿疣复发率
抗 HPV 生物蛋白隐形膜		抗 HPV 生物蛋白隐形膜		阻断生殖道高危型 HPV 感染，用于降低 HPV 病毒载量，预防宫颈病变发生

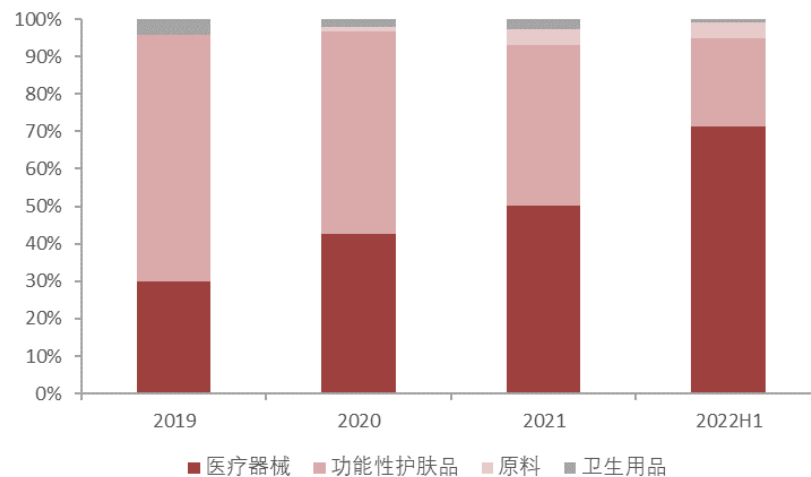
重组胶原蛋白：营收高增，医疗器械占比最大

- 2019-2021年重组胶原蛋白产品营收分别为0.6、1、1.6亿元，2020年同比增长61.8%，2021年同比增长60.9%，2022H1收入1.3亿元。重组胶原蛋白产品营收保持高速增长，同时占比也逐步提升，成为公司营收贡献最大的主营业务，2022H1占比达81.7%。
- 分品类来看，重组胶原蛋白产品主要分为医疗器械、功能性护肤品、原料和卫生用品，产品结构发生了较大变化，占比最大的品类由功能性护肤品逐渐转变为医疗器械。医疗器械包括敷料、凝胶、冻干纤维等产品，占重组胶原蛋白产品营收的比例自2019年29.8%提升至2022上半年71.4%，超越功能性护肤品成为最主要的重组胶原蛋白产品，而功能性护肤品占比自2019年65.9%下滑至2022上半年23.4%。

重组胶原蛋白产品营收及增速



重组胶原蛋白分品类占比



数据来源：公司招股书，西南证券整理
www.swsc.com.cn

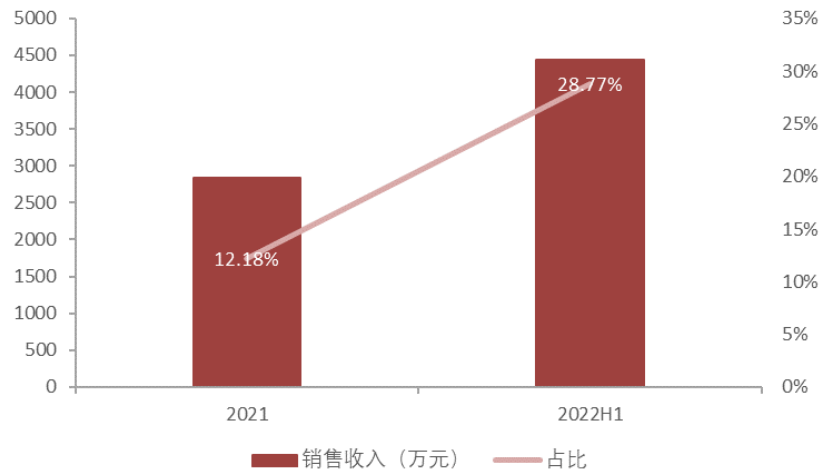
重组胶原蛋白：率先推出首款三类械字号注射产品

- ❑ 公司成功研发了重组III型人源化胶原蛋白，并以此作为唯一成分，开发了公司首个三类医疗器械“重组III型人源化胶原蛋白冻干纤维”，并于2021年6月获国家药品监督管理局批准上市，用于面部皱纹纠正，是目前国内唯一可用于注射的重组胶原蛋白三类医疗器械产品。
- ❑ 胶原蛋白在医美注射领域应用尚处于发展初期，在2021年以前国内仅有4款动物源胶原蛋白注射产品获批上市销售。动物源胶原蛋白发展历程更长、产品迭代更多，最早于2009年台湾双美生产的猪胶原填充产品进入中国大陆市场。2021年公司推出的重组III型人源化胶原蛋白注射产品“薇旖美”成功取得三类械字号证并获批上市，成为首款以重组胶原蛋白为成分的填充产品，有望快速占领市场心智，推出后该产品营收快速起量，占主营业务收入比例自2021年12.2%提升至2022上半年28.8%，成为最主要的重组胶原蛋白类产品。

薇旖美产品图



薇旖美销售收入及占比



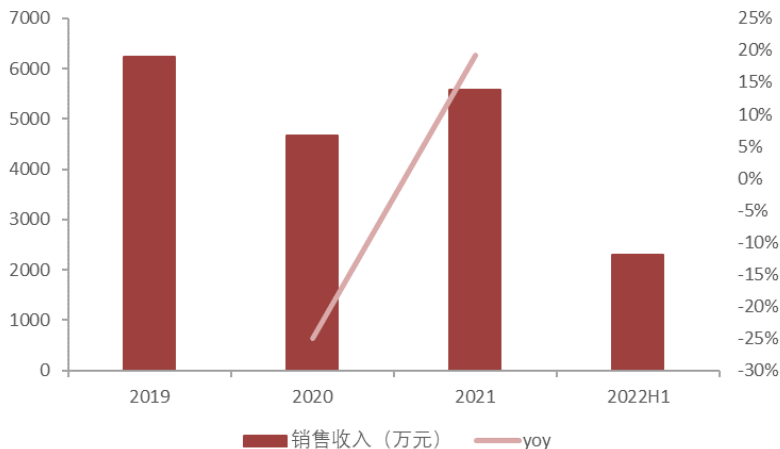
数据来源：公司招股书，公司官网，西南证券整理
www.swsc.com.cn

公司	产品	核心成分	功效	优势
双美 (中国台湾)	 肤柔美	I型胶原蛋白(猪皮胶原), 非凝固型(非交联)胶原蛋白	提亮肤色, 紧致肌肤, 增加皮肤厚度、弹性, 持续补充肌肤营养	猪胶原具有低免疫原性, 注射后稳定性更长, 更安全; 另外公司运用核心专研 ZDT 酵素处理技术, 能有效去除可能致敏的端肽, 降低免疫性, 与人体胶原蛋白相似度可达 99.99%
	 肤丽美	I型胶原蛋白(猪皮胶原), 凝固型(交联)胶原蛋白	填充和支撑, 改善凹陷, 改善黑眼圈泪沟, 轮廓调整	
博泰	 弗缦	I型+III型胶原蛋白(牛皮胶原)	泪沟、细纹改善, 解决皮肤暗沉、肌肤松弛问题等	纯度最高的牛胶原产品, 不含交联剂, 含有麻醉剂利多卡因, 注射无痛感, 添加 I+III 型双胶原, 支撑及修复效果更佳
汉福 (德国)	 爱贝芙	牛皮胶原蛋白	刺激人体皮下胶原蛋白再生和增殖	添加 PMMA 微球, 注射后能刺激人体胶原蛋白持续再生, 代替外源性胶原, 效果更自然
锦波生物	 薇旖美	重组 III 型 100% 人源化胶原蛋白	改善动力性皱纹, 缓解皮肤衰老	唯一一款重组胶原蛋白产品, 规避免疫原性和过敏风险, 亲水性和水溶性强

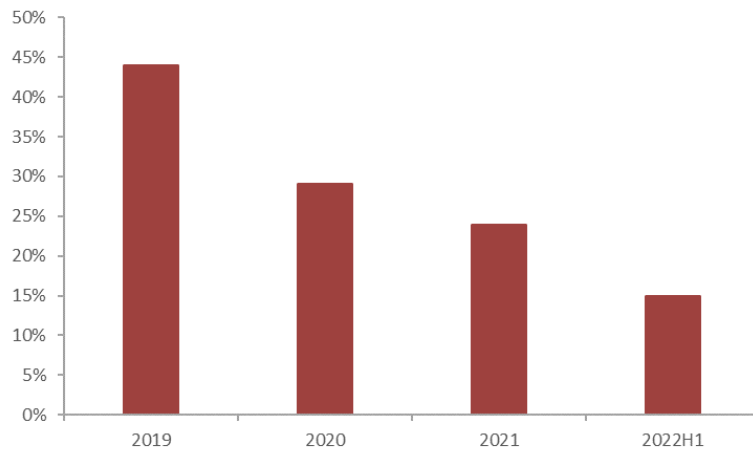
抗HPV生物蛋白：主要为医疗器械，需求有所波动

- 公司的抗HPV生物蛋白产品主要为抗HPV生物蛋白敷料，以酸酐化牛 β -乳球蛋白为主要材料，产品主要为医疗器械，有少量卫生用品。2019-2021年销售收入分别为6229、4672、5573万元，2020年同比下降25%，2021年同比增长19.3%，2020年该产品下游需求较弱，营收出现较大幅下滑，2021年销售有所恢复但仍低于2019年水平。
- 抗HPV生物蛋白产品在2019年之前是公司主要销售产品系列，占比为45%左右，自2020年开始公司开始发力重组胶原蛋白产品，加大了相应的研发和产品力度，抗HPV生物蛋白产品营收开始逐年下滑，至2022H1占比仅为15%。同时抗HPV生物蛋白敷料在能够治疗HPV感染的产品中销售规模占比也逐渐下滑，主要因为抗HPV生物蛋白敷料适应症相对单一，相对于适应症更多的其他竞品受到下游需求影响相对更大。

抗HPV生物蛋白产品营收



抗HPV生物蛋白营收占比



数据来源：公司招股书，西南证券整理
www.swsc.com.cn

研发储备：以重组III型人源化胶原蛋白为核心成分

- 公司在研产品储备大多以重组III型人源化胶原蛋白为核心，另外还有I型和XVII型胶原蛋白，以及EK1多肽。在研产品可用于宫腔灌注、妇科、外科、泌尿科、骨科、心血管科、口腔科以及抗冠状病毒，基本均用于医疗领域。

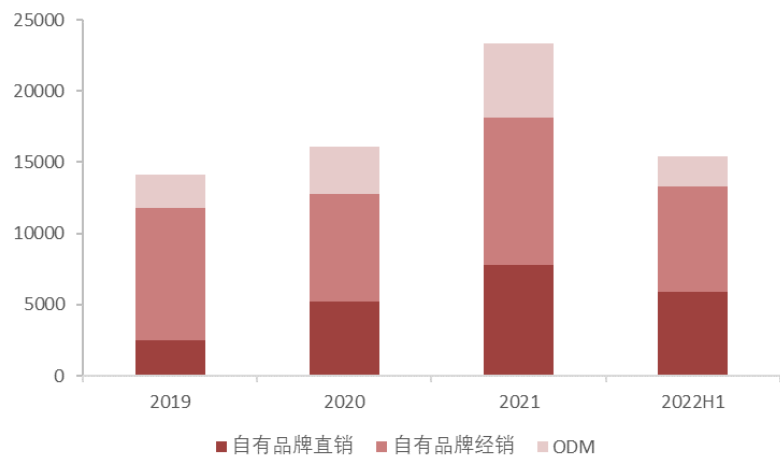
核心成分	相关产品	项目名称/项目概述	剂型	所处阶段
重组III型人源化胶原蛋白	宫腔灌注（妇科生殖用）重组III型人源化胶原蛋白冻干纤维	宫腔灌注重组III型人源化胶原蛋白冻干纤维联合人工周期修复薄型子宫内膜的多中心、随机、开放、对照的有效临床试验	宫腔灌注剂	临床阶段
	（妇科用）重组III型人源化胶原蛋白冻干纤维	重组III型人源化胶原蛋白冻干纤维治疗阴道松弛症的随机、对照、多中心临床试验	植入剂	临床阶段
	（外科用）重组III型人源化胶原蛋白冻干纤维	重组III型人源化胶原蛋白冻干纤维用于慢性溃疡的安全性和有效性临床研究	植入剂	临床阶段
	（泌尿科用）重组III型人源化胶原蛋白冻干纤维	研究重组III型人源化胶原蛋白对于间质性膀胱炎的有效性和安全性临床研究	植入剂	临床阶段
	（骨科用）重组III型人源化胶原蛋白冻干纤维	研究重组人源化胶原蛋白对软骨损伤修复的有效性	植入剂	临床前阶段
	（心血管用）重组III型人源化胶原蛋白水凝胶	研究重组人源化胶原蛋白对用于纠正心脏衰竭的有效性	水凝胶植入剂	临床前阶段
重组I型人源化胶原蛋白	（泌尿科用）重组I型人源化胶原蛋白冻干纤维	研究重组人源化胶原蛋白对用于治疗压力性尿失禁的有效性	植入剂	临床前阶段
重组XVII型人源化胶原蛋白	（口腔用）重组XVII型人源化胶原蛋白冻干纤维	研究重组人源化胶原蛋白对治疗口腔溃疡及牙龈萎缩的有效性	植入剂	临床前阶段
EK1	广谱抗冠状病毒药物 EK1 多肽雾化吸入剂	抑制多种 HCoV 感染	吸入剂	临床阶段

数据来源：公司招股书，西南证券整理
www.swsc.com.cn

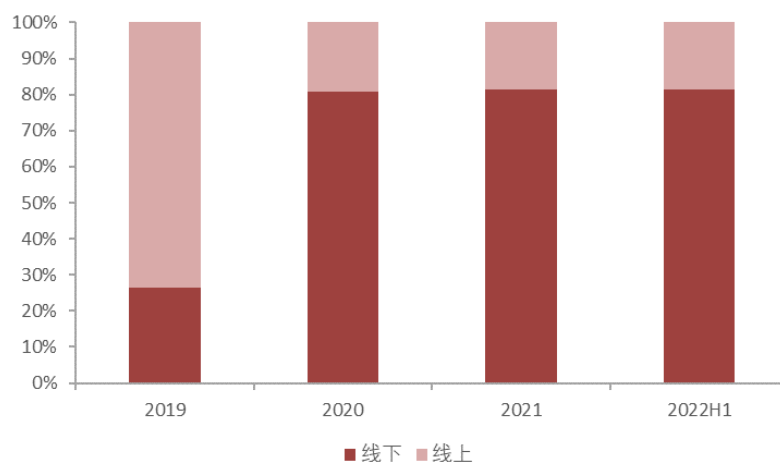
渠道模式：自有品牌销售为主，线下直销占比加大

- 公司销售模式分为自有品牌销售和ODM代工，自有品牌销售贡献主要营收，占比超过80%，2022H1自有品牌销售收入1.3亿元，占比86.3%，ODM收入2113万元，占比13.7%。
- 自有品牌销售分为直销和经销，其中经销为主要的销售模式，但直销比例快速提升。2022H1直销收入5930万元，占自有品牌销售比例自2019年21.2%提升至44.6%，经销收入7372万元，占比自2019年78.8%下滑至55.4%。直销又分为线上渠道和线下渠道，线上渠道主要面向终端消费者，线下渠道主要面向专业医疗机构，随着公司医疗器械类产品占比提升，线下直销比例也有大幅上升，占直销比例自2019年26.6%上升至2022上半年81.4%。

分销售模式营收（亿元）



直销分渠道营收（亿元）



数据来源：公司招股书，西南证券整理
www.swsc.com.cn

目 录

◆ 毛戈平：卡位高端国货彩妆，打造持久品牌力

◆ 锦波生物：重组胶原蛋白龙头，研发壁垒深厚

公司介绍：深耕功能蛋白领域，首获注射产品三类证

市场分析：功能蛋白应用场景丰富，市场需求空间大

产品分析：专注医疗器械，医美赛道先发优势

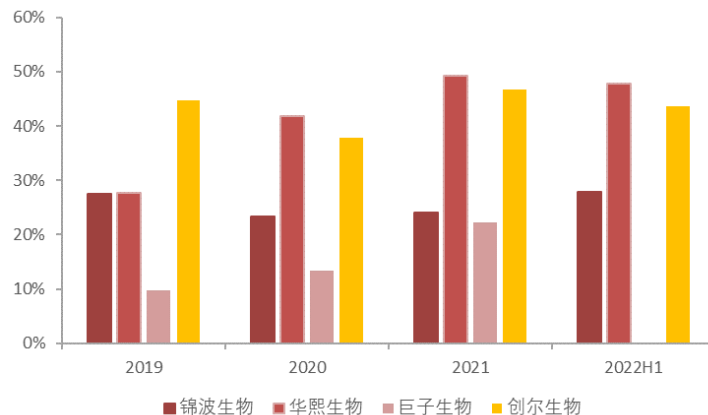
同业对比&募资投向

◆ 敷尔佳：专业皮肤护理先行者，贴片产品市占率领先

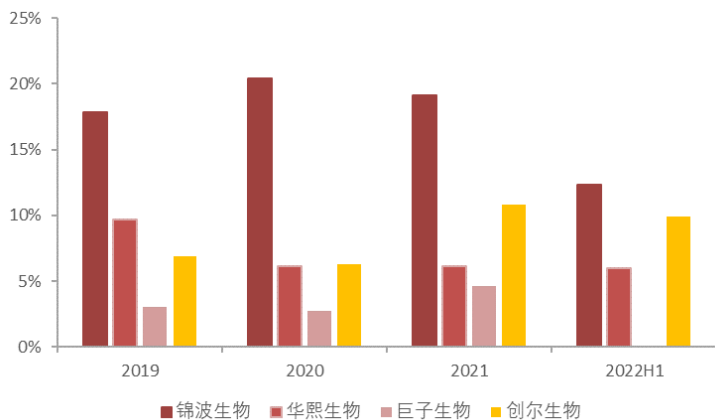
同业对比：销售费用率较低，管理和研发费用率处于高位

- 选取华熙生物、巨子生物、创尔生物为可比公司，费用率方面，公司销售费用率较低，主要因为其他公司主要为线上直销面向终端消费者，营销投放较大。公司管理费用率远高于同业，主要因为公司营收体量较小，规模效应尚未体现。研发费用率显著高于同业，符合公司高新技术企业特点，并将持续推进多领域、多学科的研发工作，预计研发费用率仍将维持高位。

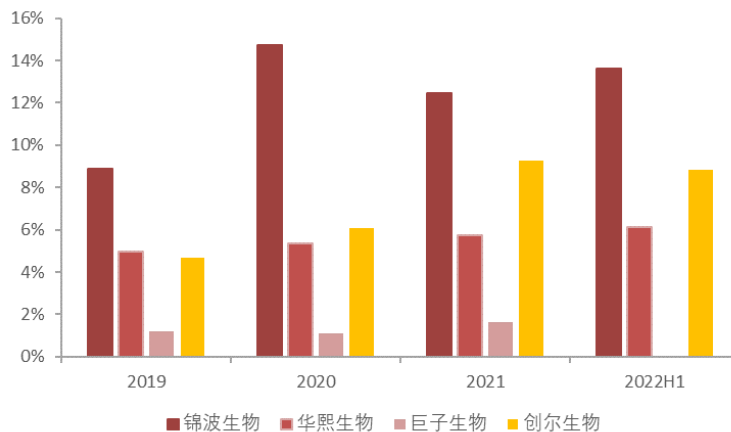
销售费用率对比



管理费用率对比



研发费用率对比

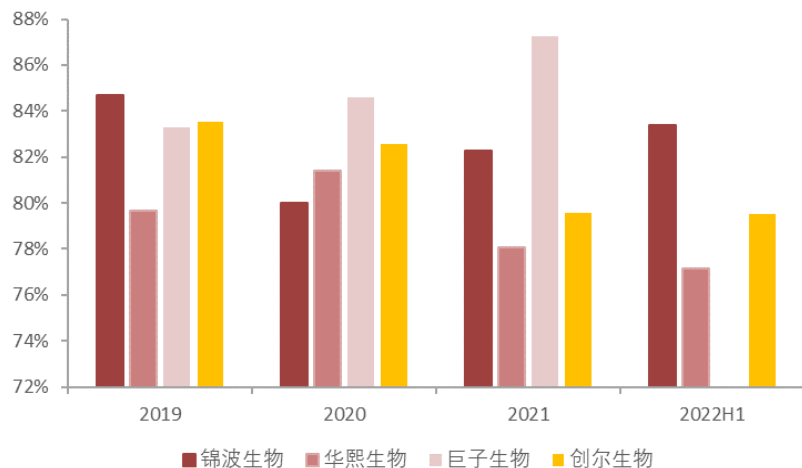


数据来源：公司招股书，西南证券整理
www.swsc.com.cn

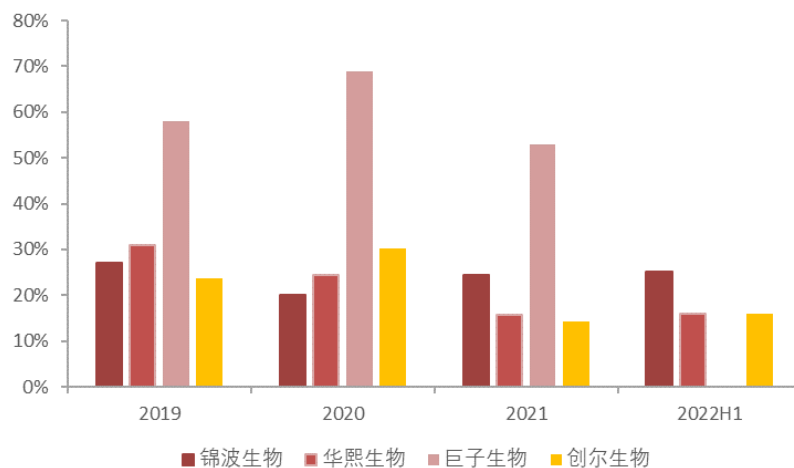
同业对比：盈利能力处于行业平均水平

- 毛利率方面，公司毛利率较高，维持在80%以上，处于行业平均水平，仅次于巨子生物，略高于华熙生物和创尔生物。
- 净利率方面，公司处于行业平均水平，在25%左右，剔除净利率在50%以上的巨子生物之外，公司净利率略高于华熙生物和创尔生物，且保持较稳定状态。

毛利率对比



净利率对比



数据来源：公司招股书，西南证券整理
www.swsc.com.cn

募资投向：重组胶原蛋白研发与市场推广

- 公司募集资金主要投向重组胶原蛋白新材料及注射剂产品研发项目、品牌建设及市场推广项目和补充流动资金。
- ✓ **重组胶原蛋白新材料及注射剂产品研发项目**：可分为6个子项目，研究对象主要包括重组I型人源化胶原蛋白、重组II型人源化胶原蛋白、重组IV型人源化胶原蛋白、重组V型人源化胶原蛋白、重组VII型人源化胶原蛋白和重组XVII型人源化胶原蛋白，研究内容包括对其的基础研究、剂型研究、动物研究、临床研究及注册申报。
- ✓ **品牌建设及市场推广项目**：满足公司重组胶原蛋白产品为主导的医疗器械、功能性护肤品价值信息及影响力传播的需要而进行的市场推广活动安排、广告投放以及所需的各种推广资料的设计及制作。
- ✓ **补充流动资金**：公司所处的功能蛋白行业属于资金密集与技术密集性行业，需要在营销网络、日常运营以及研发部门持续投入资金，同时相关技术研发与革新和人才培养和发展也需要持续的资金支持。

募资投向

项目名称	项目总投资（万元）	募集资金投入额（万元）
重组人源化胶原蛋白新材料及注射剂产品研发项目	23,200.00	20,000.00
品牌建设及市场推广项目	15,000.00	15,000.00
补充流动资金	12,000.00	12,000.00
合计	50,200.00	47,000.00

数据来源：公司招股书，西南证券整理
www.swsc.com.cn

目 录

◆ 毛戈平：卡位高端国货彩妆，打造持久品牌力

◆ 锦波生物：重组胶原蛋白龙头，研发壁垒深厚

◆ **敷尔佳：专业皮肤护理先行者，贴片产品市占率领先**

公司介绍：聚焦专业皮肤护理，发力贴片类产品市场

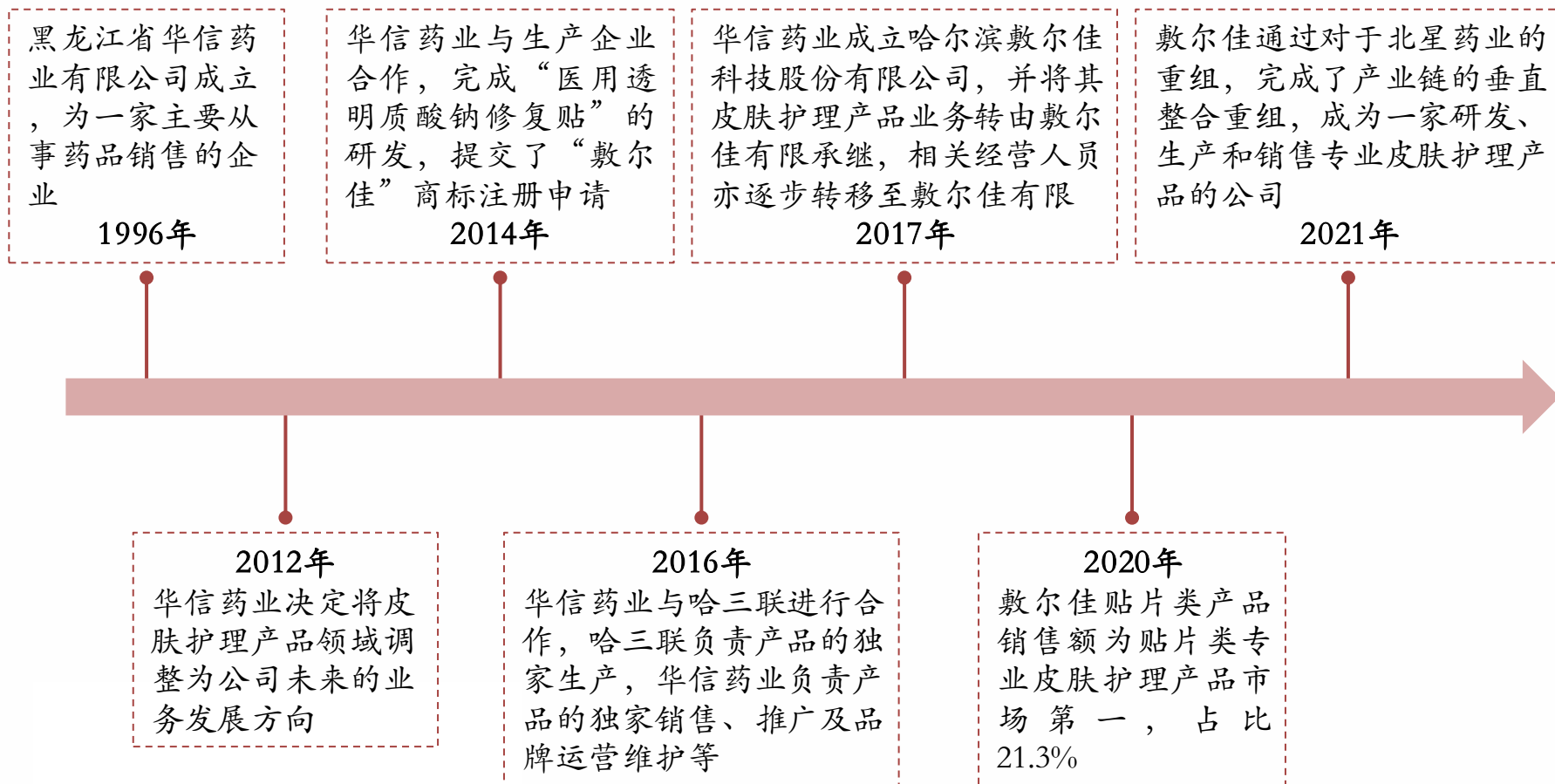
市场分析：专业皮肤护理概念兴起，敷贴产品异军突起

产品分析：妆械兼备，打造线上线下一体化产品结构

同业对比&募资投向

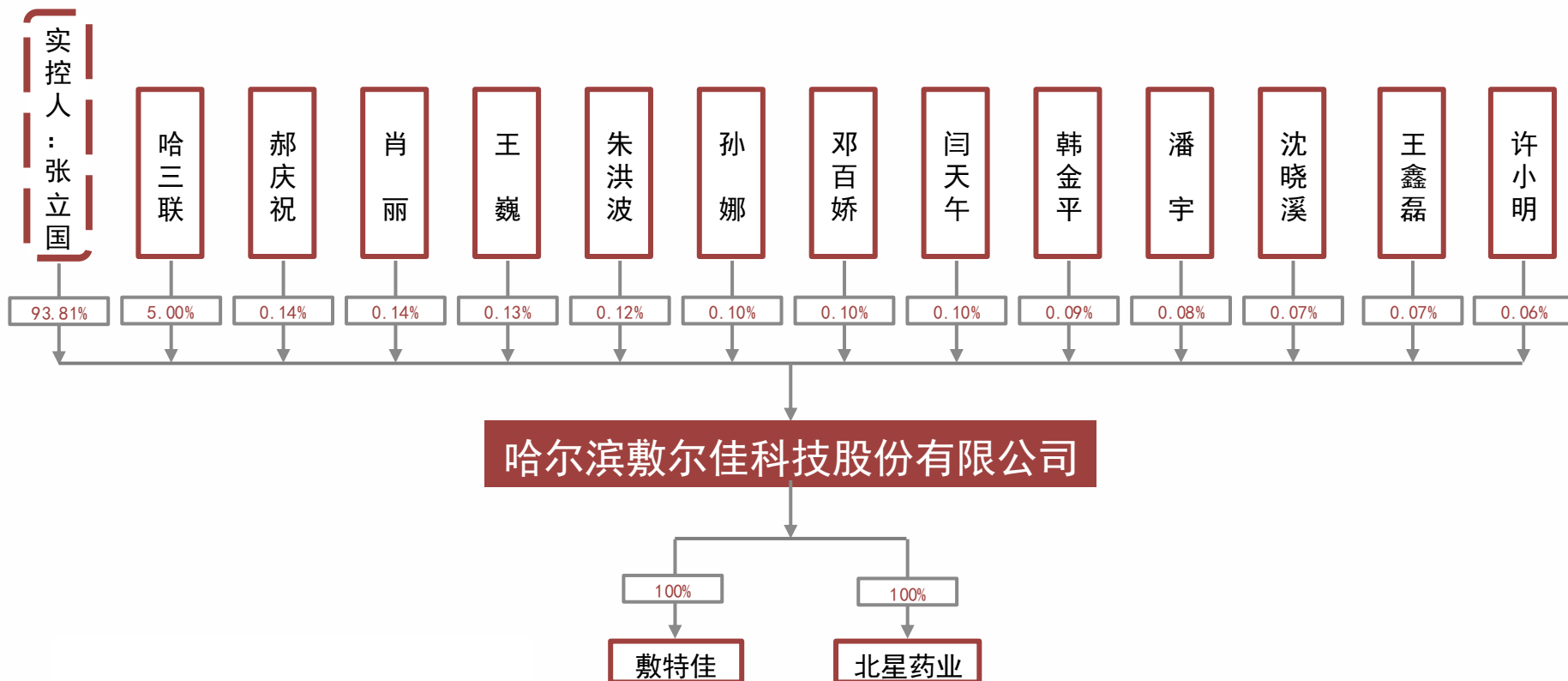
敷尔佳：国内专业皮肤护理品牌

- **公司发展历史**：公司成立于2017年，是一家具有广泛市场认知度和品牌影响力，从事专业皮肤护理产品的研发、生产和销售的公司。主营产品覆盖医疗器械类敷料和功能性护肤品，已具备从研发、生产到销售的完整产业链，2020年中国贴片类专业皮肤护理市场市占率第一。



股权结构：实控人持股93.81%

- ❑ **股权结构**：公司实控人为张立国，直接或间接共持股93.81%。公司股东哈尔滨三联药业股份有限公司持股5%，其余股东为在敷尔佳有任职，其各自的持股比例见股权结构图。
- ❑ 公司共有2家全资控股子公司。其中敷特佳主营医疗器械敷料和功能性护肤品的销售，北星药业主营医疗器械敷料和功能性护肤品的研发及生产，与敷尔佳主营业务形成同一产业链互补。



数据来源：wind，西南证券整理（数据截止2023年4月13日）

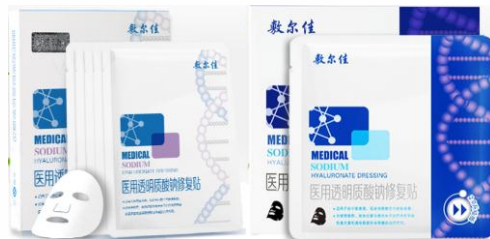
www.swsc.com.cn

主营业务：专业皮肤护理产品的研发、生产和销售

- 主营业务：公司主营业务为医疗器械类敷料产品及功能性护肤品的研发、生产和销售，主打敷料和贴、膜类产品，并推出了水、精华及乳液、喷雾、冻干粉等其他形态产品。公司经过多年发展，已拥有四十余种专业皮肤护理产品，其中医疗器械类4种，化妆品类45种，产品数量丰富、剂型和形态多元，功效丰富全面，能够较好满足市场和客户多样化的需求。

医疗器械类敷料产品

敷料



喷雾



贴、膜（含涂抹式面膜）类



喷雾



水、精华及乳液等护肤品



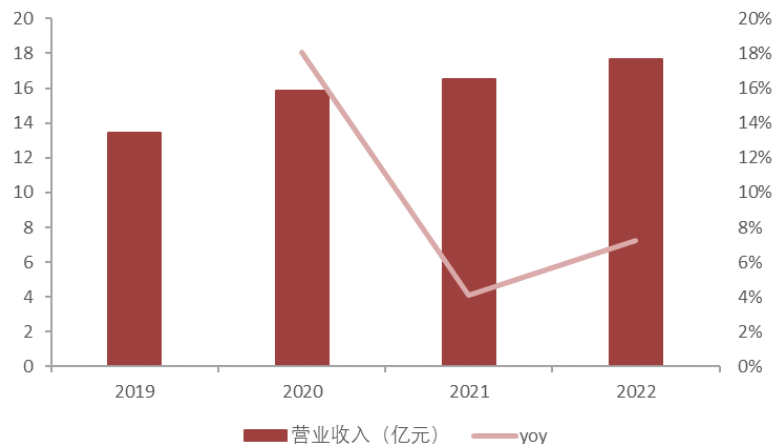
功能性护肤品

数据来源：招股说明书，西南证券整理
www.swsc.com.cn

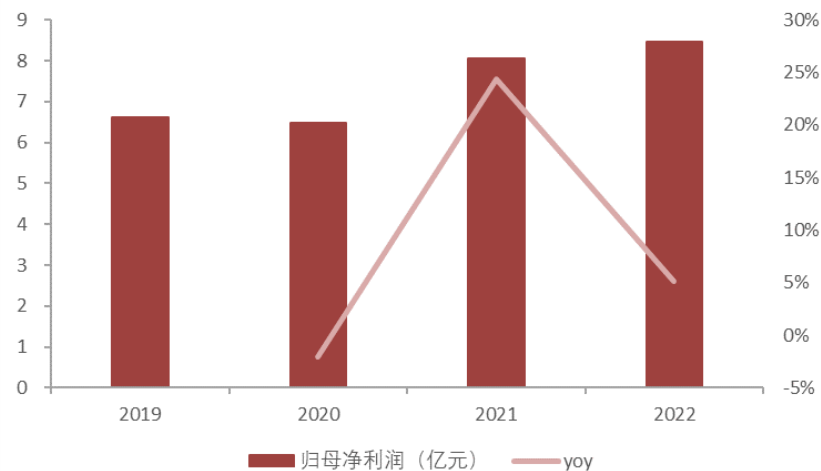
财务分析：营收业绩持续增长，盈利能力维持高位

- 营业收入&归母净利润：公司营业收入逐年增长，2019-2022年分别为13.4、15.9、16.5、17.7亿元，但增速放缓，2020-2022年增速分别为18.1%、4.1%、7%，主要因为受新冠肺炎疫情影响生产产量有所下降致整体增速下滑。归母净利润也呈逐年增长趋势，2019-2022年分别为6.6、6.5、8.1、8.5亿元，2021年增速大幅上升，主要是因为2021年公司收购北星药业后，公司主要采取自主生产模式获得主营业务产品，降低了营业成本。

公司营业收入及增速



归母净利润及增速

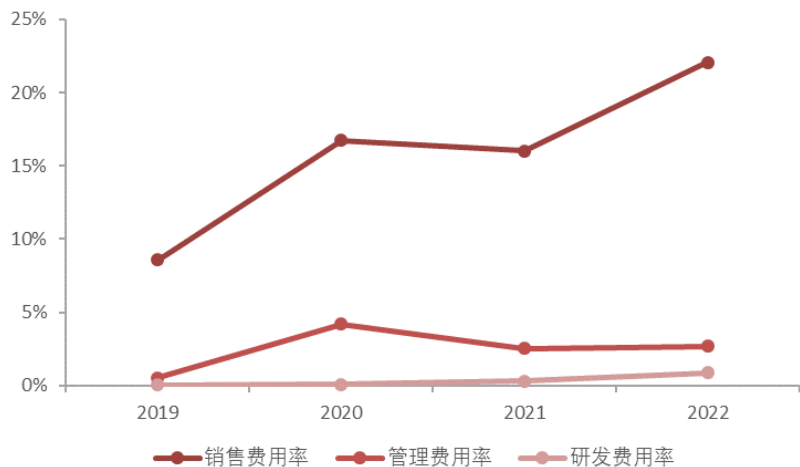


数据来源：公司招股书，西南证券整理
www.swsc.com.cn

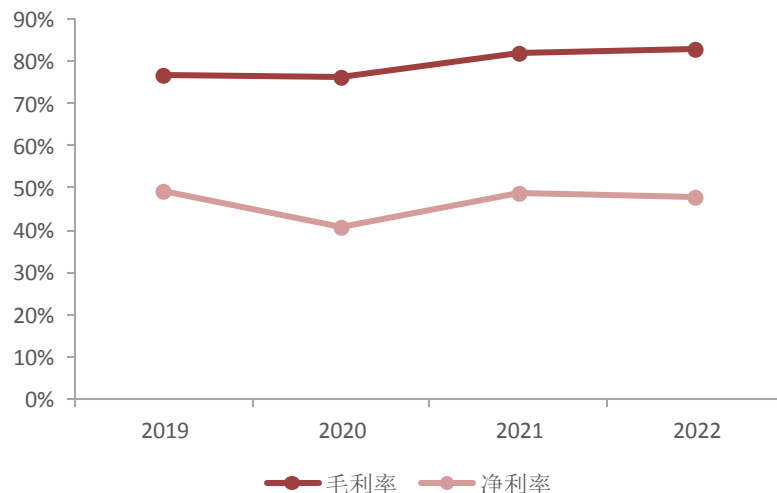
财务分析：销售费用率显著提升，盈利能力维持高位

- **费用率**：公司销售费用率呈显著提升趋势，自2019年8.6%提升至2022年22.1%，主要因为公司加大线上直销比例，加快电商渠道业务布局，平台推广和品牌宣传费用大幅提升。管理费用率随着公司营收规模增加趋于稳定，2022年为2.7%。研发费用率较低，2022年为0.9%，主要因为公司主打产品的研发均位于华信药业时期即完成，研发费用前置，研发费用率相对较低。
- **盈利能力**：公司毛利率维持较高水平，2019-2022年分别为77.0%、76.5%、82.0%、83.1%，呈上升趋势。另外因为公司积极拓宽线上营销渠道、加大线上直销力度，线上推广费用大幅增长，净利率在2020年有所降低，2019-2022年分别为49.2%、40.9%、48.9%、47.9%。

公司费用率



公司盈利能力

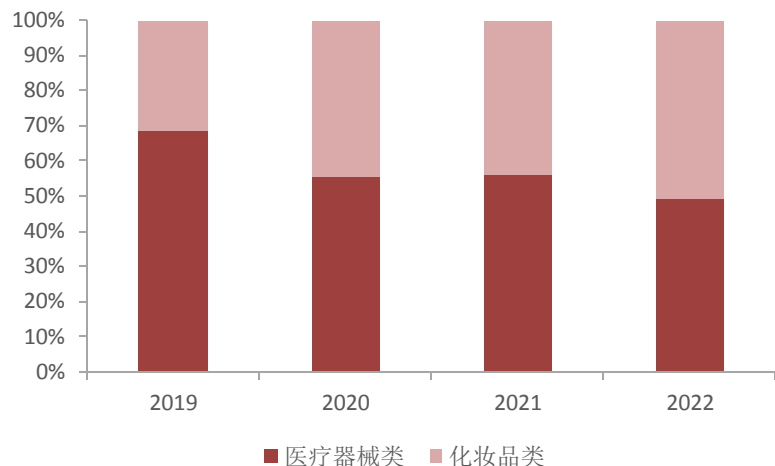


数据来源：公司招股书，西南证券整理
www.swsc.com.cn

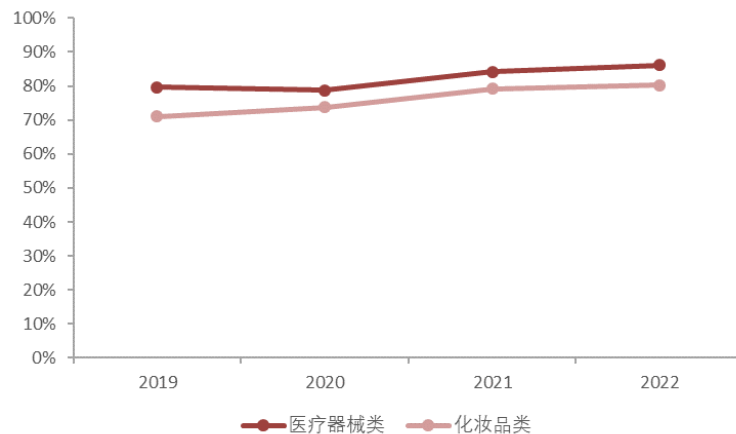
财务分析：化妆品类营收占比加大，毛利率稳中有升

- **主营业务占比**：分业务来看，公司的主营业务产品均由医疗器械类敷料产品（医疗器械类）和功能性护肤品（化妆品类）两种类别组成，整体均呈增长趋势。医疗器械类产品收入占比整体呈下降趋势，主要系公司为响应市场和消费者需求，不断上市销售化妆品类护肤品，化妆品类产品收入和占比不断增加所致，自2019年占比31.62%提升至2022年51.05%。
- **主营业务毛利率**：分业务来看，公司的医疗器械类和化妆品类产品均保持着较高毛利率，且基本保持稳定。2021年收购北星药业后，公司主要采取自主生产模式获得主营业务产品，公司享有了生产环节利润，提升了毛利率水平。医疗器械毛利率略高于化妆品，且均呈稳中有升趋势，医疗器械毛利率从2019年70.7%增长至2022年86.1%，化妆品毛利率自2019年71.1%提升至2022年80.2%。

公司分业务营收



公司分业务毛利率

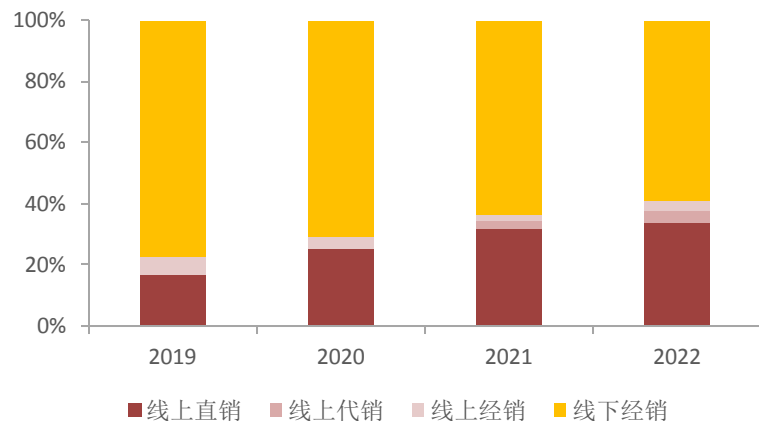


数据来源：公司招股书，西南证券整理
www.swsc.com.cn

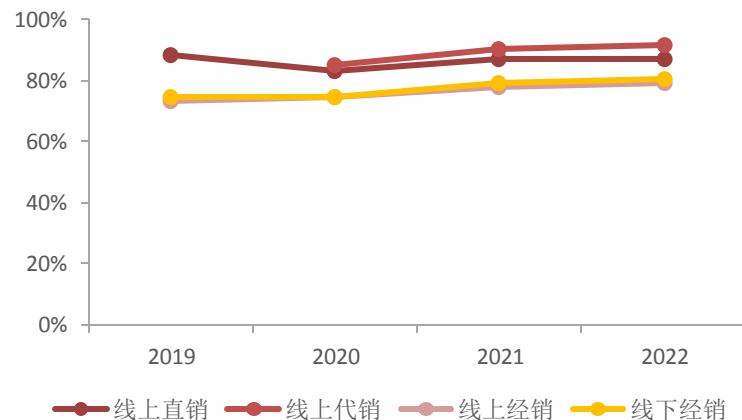
财务分析：线下经销为主，大力发展线上直销渠道

- **渠道占比**：分渠道来看，公司主要销售渠道为线下经销，经营模式包括线上直销、线上代销、线上经销以及线下经销。线上直销主要为公司为公司在各大电商开设的直营店的营收，近年来，公司通过大力开展互联网宣传及推广活动，提升消费者认可度，其线上直销渠道营收占比呈逐年上升趋势，由2019年的16.7%上升至2022年的33.4%。
- **分渠道毛利率**：各渠道盈利能力有所分化，其中线上经销和线下经销毛利率接近。经销模式中，公司的毛利率基本保持稳定，线上和线下的经销商毛利率水平未出现重大变化。线上代销毛利率略高于线上直销毛利率，主要系代销收入中医疗器械产品所占比重较大，而医疗器械产品毛利率高于化妆品毛利率所致。2022年线上直销、线上代销、线上经销、线下经销毛利率分别为86.7%、91.4%、78.9%、80.6%。

公司分渠道营收



公司分渠道毛利率



数据来源：公司招股书，西南证券整理
www.swsc.com.cn

目 录

◆ 毛戈平：卡位高端国货彩妆，打造持久品牌力

◆ 锦波生物：重组胶原蛋白龙头，研发壁垒深厚

◆ **敷尔佳：专业皮肤护理先行者，贴片产品市占率领先**

公司介绍：聚焦专业皮肤护理，发力贴片类产品市场

市场分析：专业皮肤护理概念兴起，敷贴产品异军突起

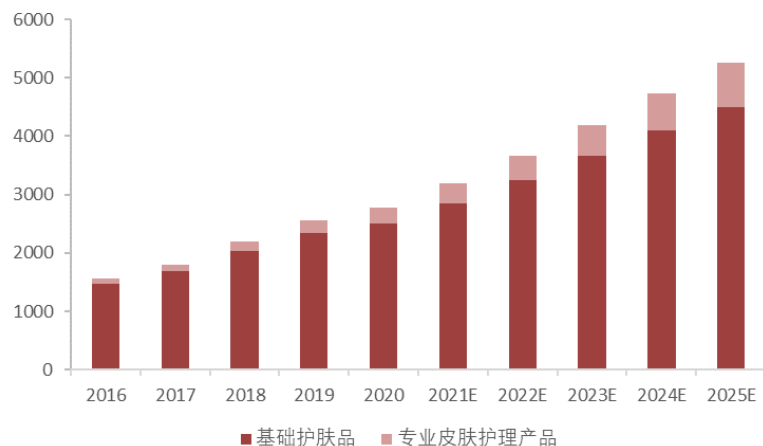
产品分析：妆械兼备，打造线上线下一体化产品结构

同业对比&募资投向

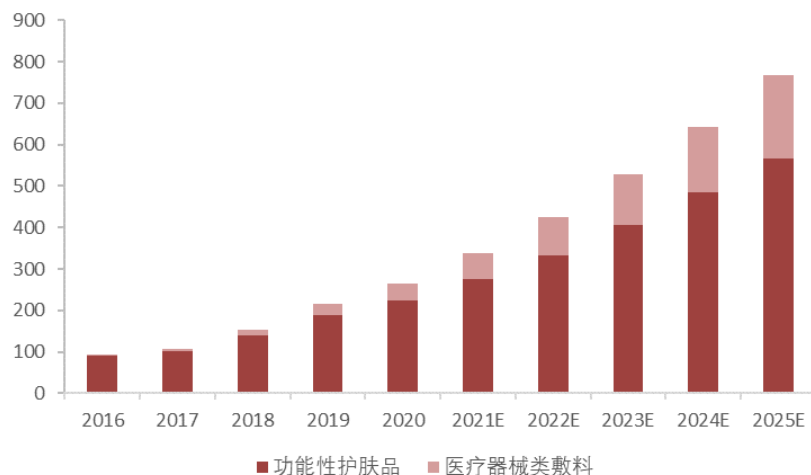
市场分析：专业皮肤护理增速高于基础护肤，医疗器械发展较快

- 随着居民生活水平提高，居民对自身健康及肌肤护理的重视程度不断提升，中国皮肤护理市场实现快速增长，据弗若斯特沙利文统计，2016-2020年中国皮肤护理市场规模由1570亿元增长至2769亿元，年复合增速15.3%，预计2021-2025年仍将以13.7%的复合增速继续增长。分品类来看，专业皮肤护理市场规模增速快于基础护肤，2016-2020年专业皮肤护理复合增速30.3%，基础护肤14.1%，预计2021-2025年专业皮肤护理增速23.7%，基础护肤12.4%。2025年专业皮肤护理市场规模将达到767亿元。
- 专业皮肤护理细分为功能性护肤品和医疗器械敷料，2016-2020年，功能性护肤品复合增速为25.6%，医疗器械敷料增速105.7%，远高于护肤品增速；预计2021-2025年功能性护肤品增速20.4%，医疗器械敷料37%。2025年医疗器械敷料市场规模将达到201.4亿元。

皮肤护理产品市场规模（亿元）



专业皮肤护理市场规模（亿元）



数据来源：公司招股书，弗若斯特沙利文，西南证券整理
www.swsc.com.cn

主营产品：妆械兼备，产品丰富

- 公司在售产品覆盖医疗器械类敷料产品和功能性护肤品，主打敷料和贴、膜类产品，并推出了水、精华及乳液、喷雾、冻干粉等多形态产品。基于对透明质酸钠及胶原蛋白的研究，公司形成了以适用于轻中度痤疮、促进创面愈合与皮肤修复的II类医疗器械类产品为主，多种形式的功能性护肤品为辅的立体化产品体系。据弗若斯特沙利文，2021年公司贴片类产品销售额为贴片类专业皮肤护理产品市场第一，占比15.9%；其中医疗器械贴类敷料产品占比17.5%，市场排名第一；功能性护肤品贴膜类产品占比13.5%，市场排名第二。
- 截至2022年9月1日，公司在售SKU共49款，其中医疗器械4款，化妆品45款。

按使用形态分

类别	产品数量（种）
医用敷料贴及贴、膜（含涂抹式面膜）类	24
喷雾	6
水、精华及乳液	14
冻干粉	1
凝胶	2
其他（洁面产品）	2
合计	49

按产品类别分

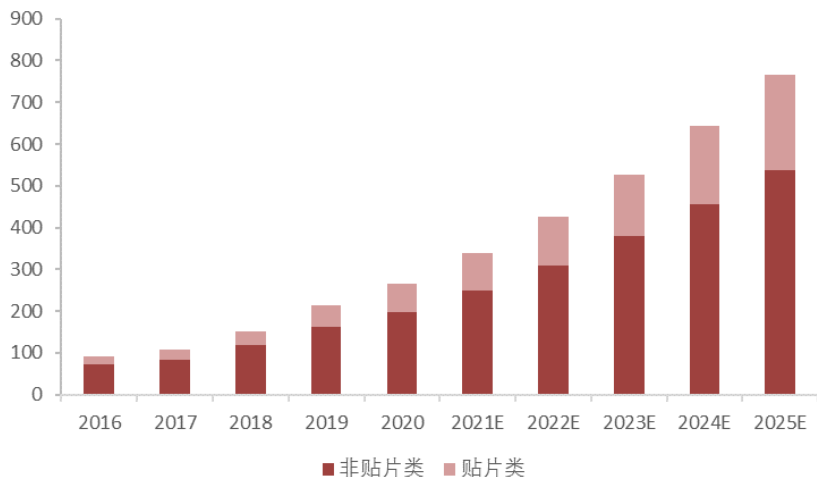
类别	产品数量（种）
医疗器械类	4
化妆品类	45
合计	49

数据来源：公司招股书，西南证券整理
www.swsc.com.cn

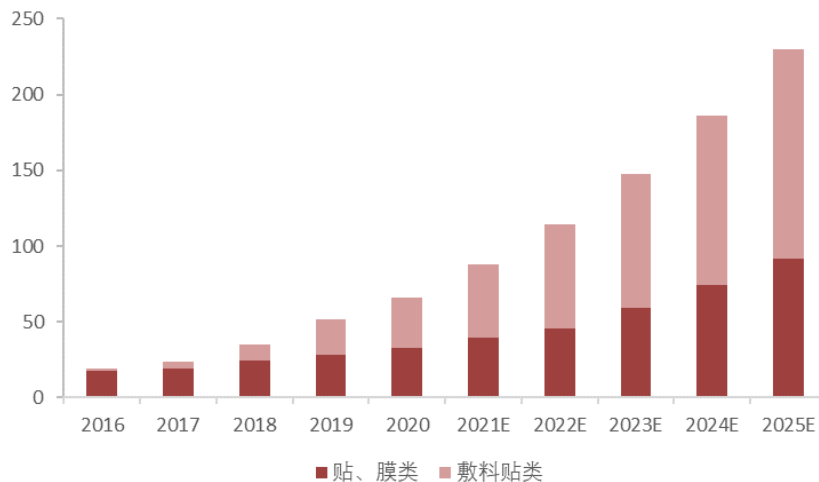
市场分析：贴片类产品增速快，敷料贴异军突起

- 专业皮肤护理产品按形态可分为贴片类和非贴片类两大类，贴片类主要通过片状膜布等材料将精华液/成分液敷贴与皮肤上，非贴片类主要包括水乳膏霜、精华等。据弗若斯特沙利文，2016-2020年贴片类产品复合增速36.1%，非贴片类产品28.6%，预计2021-2025年贴片类增速28.3%，非贴片类22%，贴片类增速快于非贴片类，2025年贴片类产品市场规模将达到230亿元。
- 贴片类产品可细分为贴、膜类（功能性护肤品）和敷料贴（医疗器械）两种，敷料贴在中国起步较晚，但增速较快，呈现爆发式增长趋势，市场规模自2016年1.9亿元增长至2020年33.1亿元，复合增速达103.5%，而贴、膜类增速仅为17.5%。预计2021-2025年敷料贴将保持33%的复合增速继续增长，2025年市场规模达到138亿元，超过贴、膜类成为主流的贴片类产品。

贴片类&非贴片类市场规模（亿元）



贴片类市场规模（亿元）

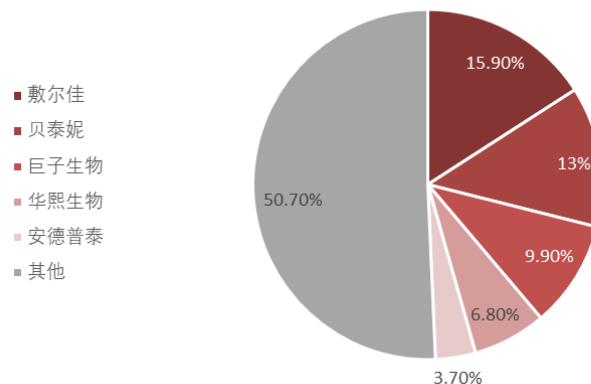


数据来源：公司招股书，弗若斯特沙利文，西南证券整理
www.swsc.com.cn

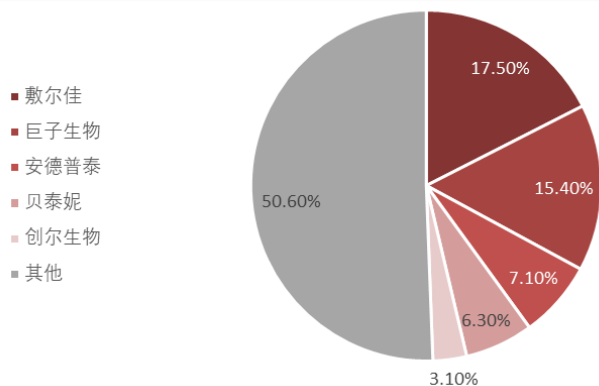
市场分析：贴片类皮肤护理产品市场集中度高

- ❑ 贴片类皮肤护理产品市场集中度相对较高，CR5市占率为50%左右，敷尔佳以15.5%市占率位列第一。
- ❑ 细分品类来看，贴片类皮肤护理产品可分为医疗器械和化妆品，医疗器械市场CR5占比约50%，敷尔佳以17.5%市占率位列第一；化妆品市场CR5占比52.4%，贝泰妮以20.6%市占率位列第一。

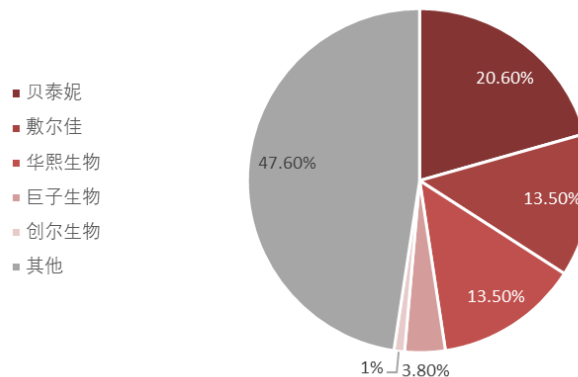
贴片类皮肤护理产品市场



贴片类皮肤护理产品（医疗器械）市场



贴片类皮肤护理产品（化妆品）市场



数据来源：公司招股书，弗若斯特沙利文，西南证券整理
www.swsc.com.cn

目 录

◆ 毛戈平：卡位高端国货彩妆，打造持久品牌力

◆ 锦波生物：重组胶原蛋白龙头，研发壁垒深厚

◆ **敷尔佳：专业皮肤护理先行者，贴片产品市占率领先**

公司介绍：聚焦专业皮肤护理，发力贴片类产品市场

市场分析：专业皮肤护理概念兴起，敷贴产品异军突起

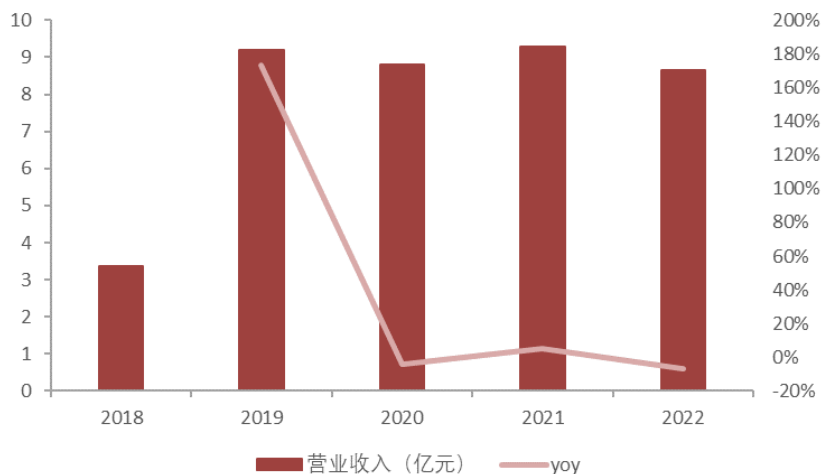
产品分析：妆械兼备，打造线上线下一体化产品结构

同业对比&募资投向

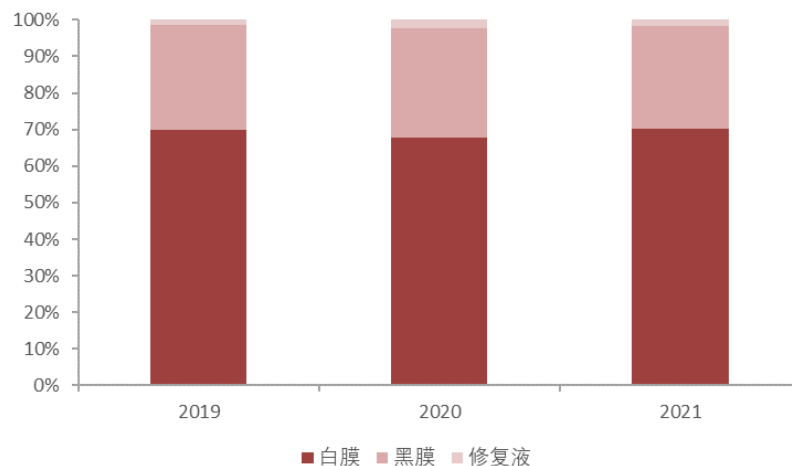
主营产品：医疗器械增速放缓，白膜贡献主要营收

- 医疗器械类产品2019年有爆发式增长，自2018年3.4亿元同比增长173%至2019年9.2亿元；2019年之后医疗器械营收增速开始放缓，整体营收处于稳定状态，2020-2022年收入分别为8.8、9.3、8.7亿元，分别同比-4.1%/+5.4%/-6.7%。
- 医疗器械产品主要分为白膜、黑膜和修复液，其中白膜贡献主要营收，占比维持在70%左右；黑膜为第二大单品，占比接近30%；透明质酸钠修复液营收体量较小，占比不到3%。

医疗器械营收及增速



医疗器械分产品营收占比



数据来源：公司招股书，西南证券整理
www.swsc.com.cn

医疗器械：敷料为主，辅以修复液

- 公司医疗器械类产品共有4款SKU在售，包含3款敷料类产品和1款喷雾产品，其中白膜和黑膜两款产品为公司王牌产品，上市时间较早，市场认可度较高，树立了良好的品牌形象、积累了良好的市场口碑。

医疗器械产品

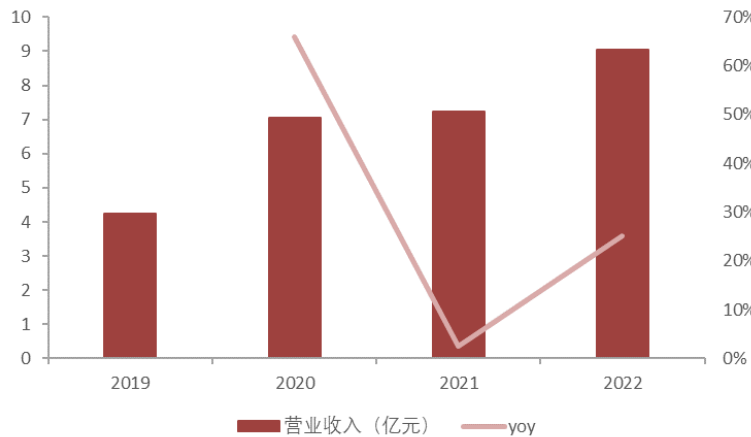
类别	产品名称	产品图示	注册证编号	适用范围
敷料	医用透明质酸钠修复贴（白膜）		黑械注准 20162140023	适用于轻中度痤疮、促进创面愈合与皮肤修复；对痤疮愈合后、皮肤过敏与激光光子治疗术后早期色素沉着和减轻瘢痕形成有辅助治疗作用。
	医用透明质酸钠修复贴（黑膜）		黑械注准 20162140023	
	医用透明质酸钠修复液体（次抛）		黑械注准 20182140027	
喷雾	医用透明质酸钠修复液体（喷雾）		黑械注准 20182140027	

数据来源：公司招股书，西南证券整理
www.swsc.com.cn

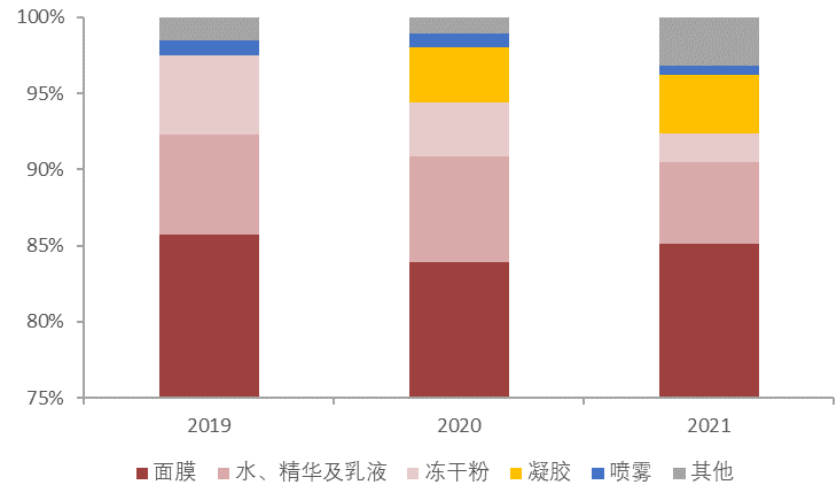
化妆品：增速较快，面膜为第一大品类

- 2018年公司化妆品类产品较少，营收体量较小，2019年开始公司推出了虾青素传明酸修护贴、积雪草舒缓修护贴在内的多款差异化功能性护肤品，同时加大了线下经销商合作，2020年开始发力线上渠道，化妆品营收实现了快速增长，2020-2022年营业收入分别为7、7.2、9亿元，分别同比+66%/+2.4%/+25.1%。
- 分品类来看，面膜是化妆品第一大品类，营收占比接近85%，贡献最大营收。水乳精华类是第二大产品，占比为7%左右，其次冻干粉、凝胶、喷雾等产品均体量较小，合计占比接近10%。

化妆品营收及增速



化妆品分品类营收占比



数据来源：公司招股书，西南证券整理
www.swsc.com.cn

主要的化妆品类产品

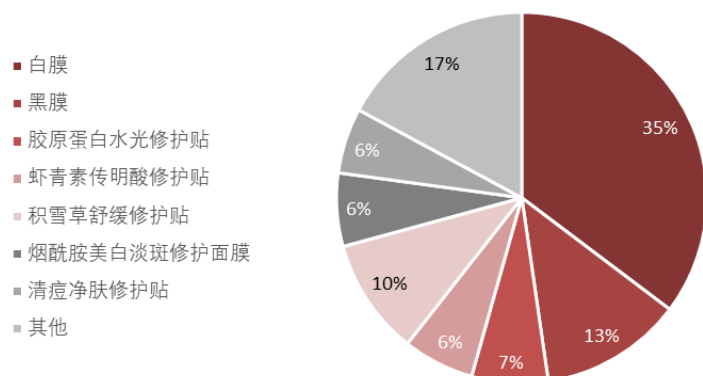
类别	产品名称	产品图示	产品特性
贴、膜（含 涂抹式面 膜）类	敷尔佳积雪草舒缓修护贴		适用于各种类型肌肤，尤其适用于敏感性肌肤。具有舒缓修护、补水保湿、缓解肌肤敏感等特性。
	敷尔佳胶原蛋白水光修护贴		适用于普通人群的所有肤质。本品核心成分为微生物发酵来源的胶原蛋白，具有良好的皮肤亲和性，添加聚谷氨酸钠和透明质酸等成分，在皮肤表面形成保护层，修护肌肤的同时增强肌肤水分，可令肌肤水润光泽。
喷雾	敷尔佳胶原蛋白水光修护喷雾		适用于各种类型肌肤、日晒后肌肤、干燥缺水肌肤的修护和日常护理。核心成分为微生物发酵来源的胶原蛋白，具有良好的皮肤亲和性，添加聚谷氨酸钠和透明质酸钠等成分，可令肌肤水润光泽。
水、精华及 乳液	敷尔佳虾青素神经酰胺修护乳液		适用于普通人群的所有肤质。滋养肌肤的同时可修护肌肤、减少肌肤水分流失，令肌肤水漾盈润。
冻干粉	敷尔佳肤质肤色修护冻干粉+肤质肤色修护液		蕴含多种肌肤修护成分，给予肌肤充足的修护力。针对性修护肌肤，尽展舒适的年轻美肌。

数据来源：公司招股书，西南证券整理
www.swsc.com.cn

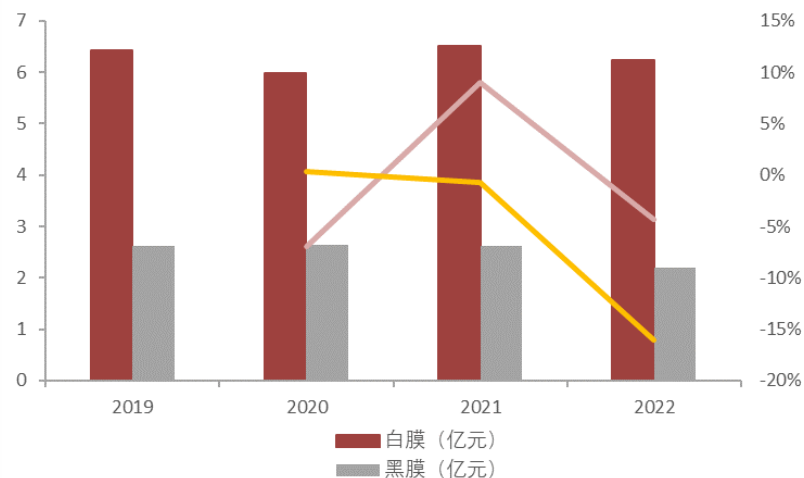
多款大单品销售过亿，黑白膜为营收主力

- 公司契合市场需求热点，至2023年已推出了逾50款产品，并积极推行大单品策略，重点打造匹配市场需求、产品选择、配方开发等多重特性的爆款单品，截至2022年共有7款产品年销售收入过亿，CR7合计占比达83%，其中白膜和黑膜两款产品为公司旗舰产品，营收占比合计接近50%，为公司主要营收贡献。
- 2019-2022年白膜销售收入分别为6.4、6、6.5、6.2亿元，黑膜销售收入分别为2.6、2.6、2.6、2.2亿元，因推出时间较早，已获得了相对较高的客户粘性和相对稳定的消费者基础，营收同比基本保持稳定，另外随着新产品的持续推出和市场上同类型产品的竞争加剧，黑白膜增长有所承压。

2022年营收过亿单品占比



白膜&黑膜营收及增速

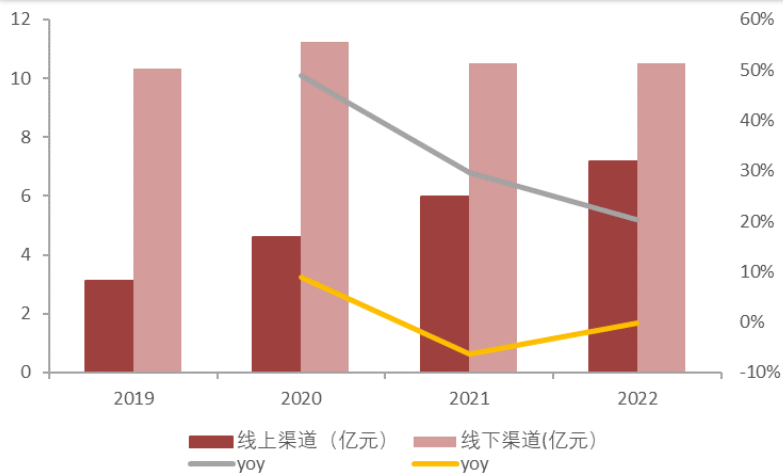


数据来源：公司招股书，西南证券整理
www.swsc.com.cn

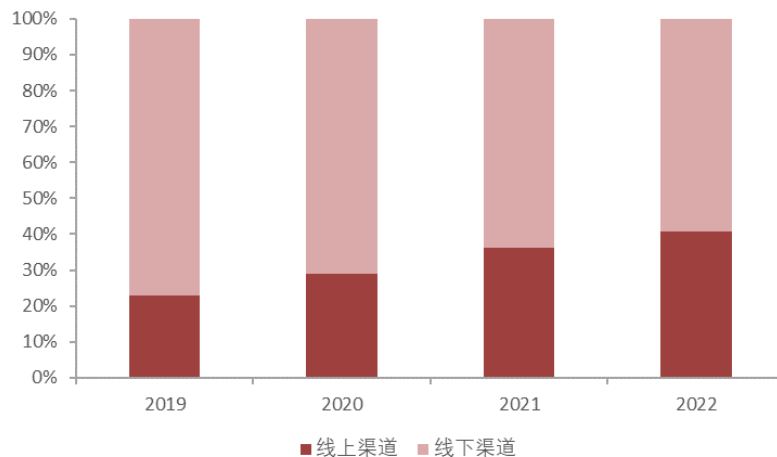
线上渠道持续增长，线下占比收缩

- 公司以线下渠道经销模式为主，但线上渠道销售收入持续增长，2019-2022年线上销售收入分别为3.1、4.6、6、7.2亿元，2020-2022年同比增长率分别为48.8%、29.7%、20.2%，占比从2019年23.1%提升至2022年40.6%，收入快速提升，渠道占比也提升显著。
- 线下渠道为公司初期主要发力渠道，但营收较为稳定，增长乏力，占比随着线上收入的提升而逐步缩减，2019-2022年线下渠道营收分别为10.3、11.2、10.5、10.5亿元，2020-2022年分别同比+8.8%/-6.4%/-0.1%，占比自2019年76.9%下滑至2022年59.4%。

分渠道营收



分渠道营收占比

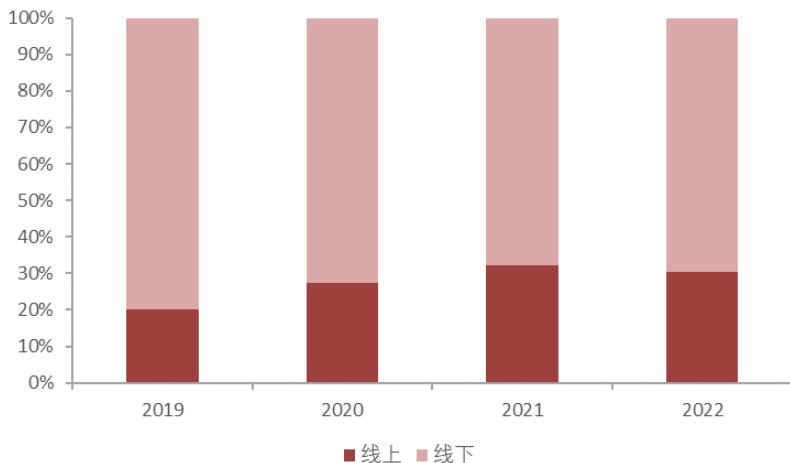


数据来源：公司招股书，西南证券整理
www.swsc.com.cn

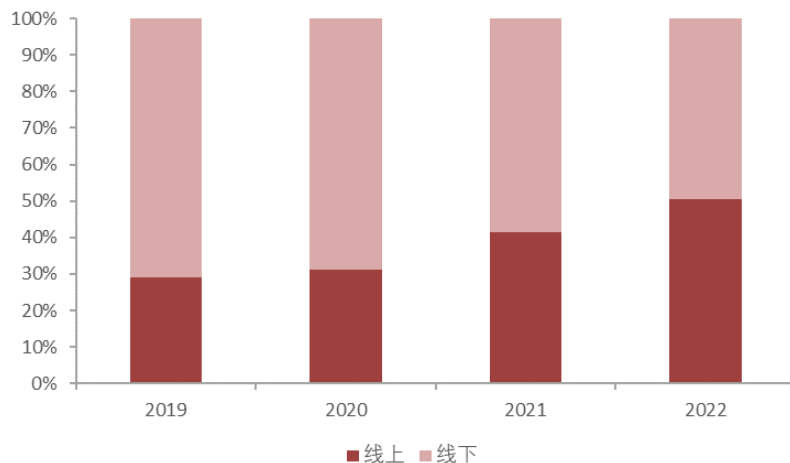
医疗器械和化妆品渠道模式差异化

- 分产品类别来看，医疗器械主要以线下销售模式为主，线下销售占比维持在70%左右，该类产品的下游使用场景包括美容机构、医疗机构等，经销商规模较大，线下渠道保持较高占比。
- 化妆品业务初步由线下渠道转向线上渠道，线上渠道占比自2019年29.1%提升至2022年50.4%，已基本与线下渠道持平。公司在各电商平台陆续开立了直营旗舰店，同时与电商平台直接合作开展代销业务，线上营收规模快速扩大，渠道结构有所变化。
- 公司两大业务渠道结构有所差异化，医疗器械主打线下专业院线路线，化妆品加大线上电商平台销售，实现收入结构多元化，有效增强抗风险能力。

医疗器械分渠道营收占比



化妆品分渠道营收占比

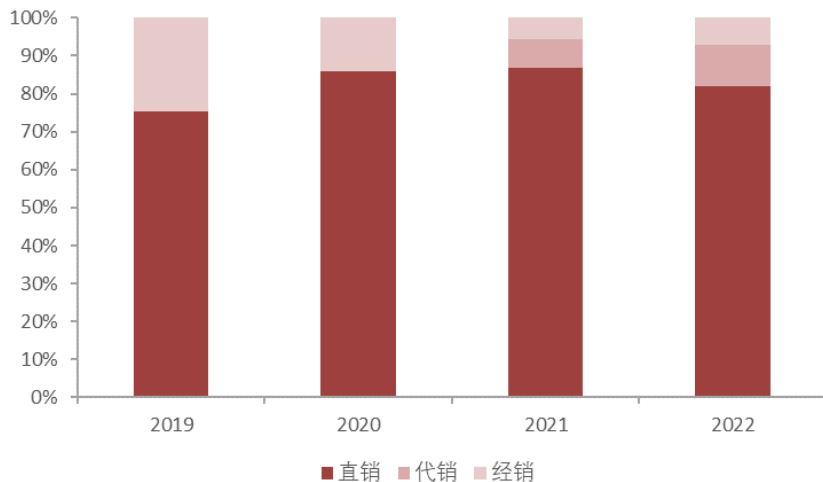


数据来源：公司招股书，西南证券整理
www.swsc.com.cn

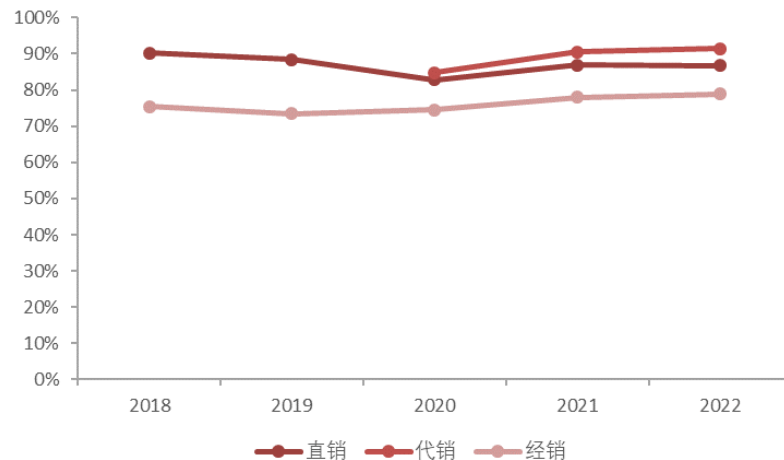
线上渠道：直销为主，经销占比下降

- 分线上销售模式来看，直销模式占比最大，2022年占线上收入82.1%，主要为在各电商平台开设的直营店铺，直接面向终端消费者；2020年开始尝试代销模式，主要包括京东自营、天猫药房等渠道，2022年占比10.8%，营收规模有较快增长；线上经销模式营收体量持续下降，占比自2019年24.8%下降至2022年7.1%，公司主动结束与合约到期经销商的合作，调整销售渠道结构，加大直销比例。
- 从毛利率来看，直销和代销模式毛利率较高，2022年分别为86.7%和91.4%，维持较稳定趋势；经销模式毛利率稍低，但呈逐渐提升趋势，自2019年73.4%提升至2022年78.9%。

线上渠道分模式占比



线上渠道毛利率

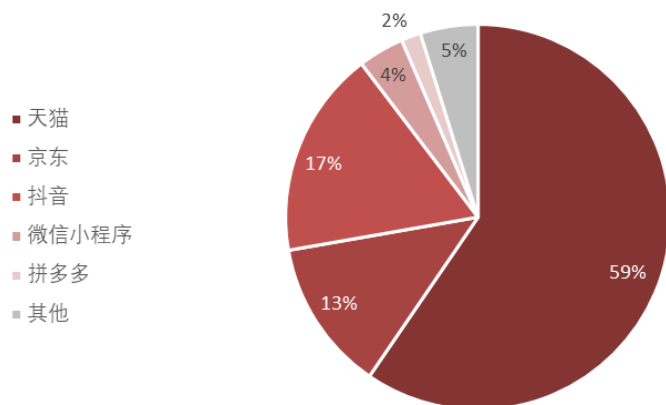


数据来源：公司招股书，西南证券整理
www.swsc.com.cn

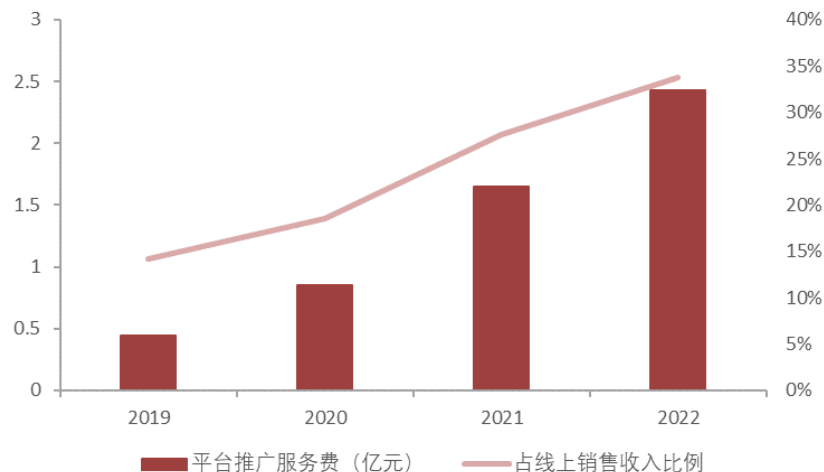
线上渠道：天猫系占比最大，平台推广费快速提升

- 公司线上销售渠道主要集中在天猫、京东、抖音、微信小程序、拼多多、小红书的电商平台，其中天猫系贡献最多销售收入，2022年天猫平台销售收入占比为59%，为第一大渠道，主要因为公司最早即在天猫开设自营旗舰店，积累了稳定的客户群体，并且覆盖了更广的消费者。
- 公司线上销售主要费用为平台推广服务费，自2019年4390万元增长至2022年2.4亿元，占线上销售收入比例也自2019年14.2%提升至2022年33.8%，已成为公司最主要的销售费用支出。

2022年线上各平台占比



平台推广服务费

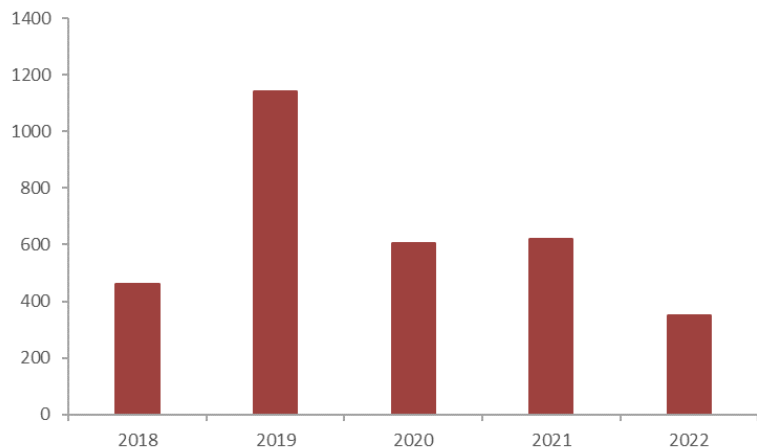


数据来源：公司招股书，西南证券整理
www.swsc.com.cn

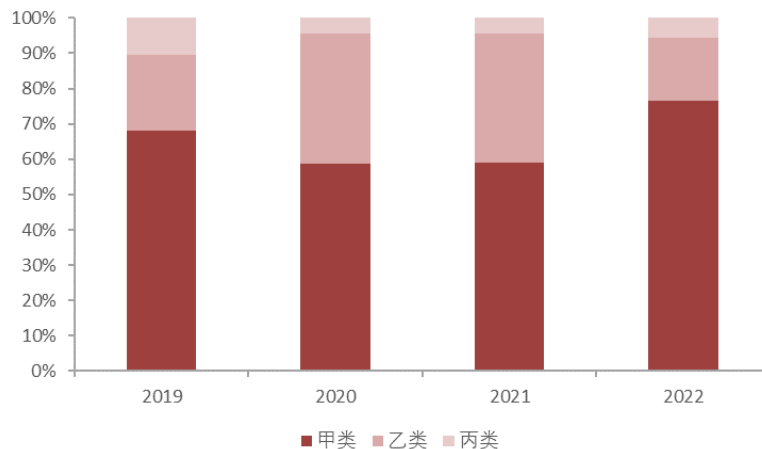
线下渠道：经销商规模缩减，提升高质量经销商占比

- 公司线下经销商数量呈先增长后减少的趋势，2019年同比增加681个，经销商数量达到1143家，2020年经销商数量逐渐减少，至2022年经销商数量仅为351家，主要因为公司为了进一步沉淀优质经销商、培育并增强核心线下经销商的粘性，放缓了经销商扩充力度并清退了部分经销业绩、能力不佳的经销商。
- 公司经销商层级分为甲、乙、丙三类，门槛要求依次递减，甲类和乙类可经销医疗器械类产品和化妆类产品，而丙类经销商仅可经销部分化妆品类产品。公司近年来经销商结构有所变化，2020-2021年甲类经销商占比有所下降，但2022年主动缩减了乙类和丙类，提高了甲类经销商占比，以提升经销商整体稳定性。2022年甲、乙、丙类经销商占比分别为76.6%、17.8%、5.6%。

线下经销商数量（个）



分级经销商收入占比



数据来源：公司招股书，西南证券整理
www.swsc.com.cn

目 录

◆ 毛戈平：卡位高端国货彩妆，打造持久品牌力

◆ 锦波生物：重组胶原蛋白龙头，研发壁垒深厚

◆ **敷尔佳：专业皮肤护理先行者，贴片产品市占率领先**

公司介绍：聚焦专业皮肤护理，发力贴片类产品市场

市场分析：专业皮肤护理概念兴起，敷贴产品异军突起

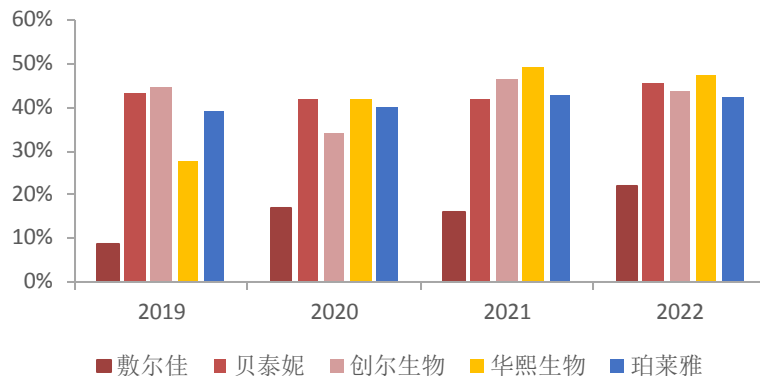
产品分析：妆械兼备，打造线上线下一体化产品结构

同业对比&募资投向

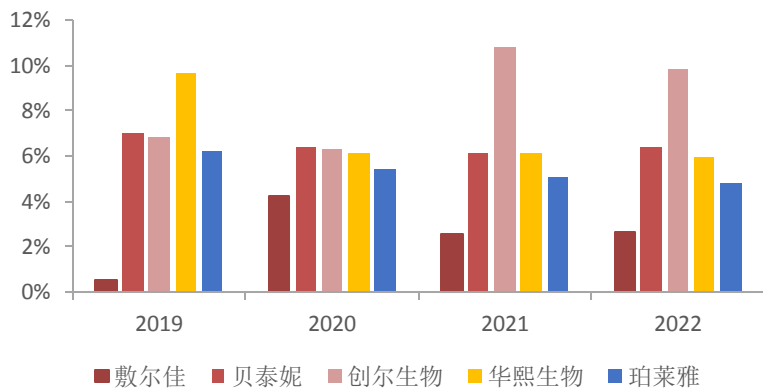
同业对比：销售、管理及研发费用率均低于行业平均水平

- 选取贝泰妮、创尔生物和珀莱雅为可比公司，敷尔佳销售费用率低于行业平均水平，2019年以来，公司的营销手段不断丰富和成熟，因此其销售费用增长较快；公司管理费用率较低，原因系公司主要采用轻资产模式运营，经营管理团队较精简；公司研发费用率显著低于同业公司，主要因为公司研发活动多为非特殊化妆品研发、已有产品升级及性能检测等日常研发活动，研发支出较小。

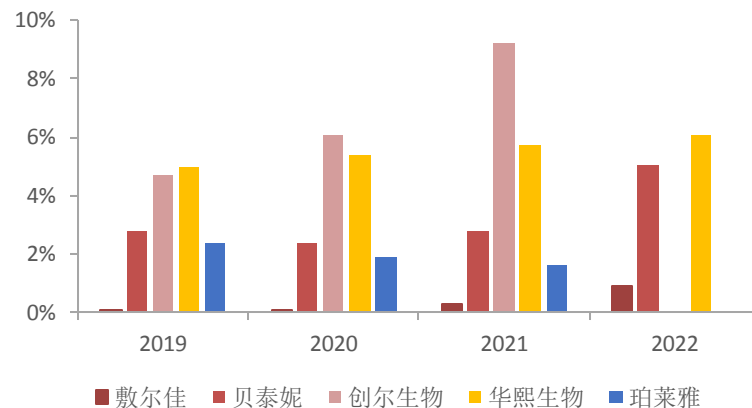
销售费用率对比



管理费用率对比



研发费用率对比

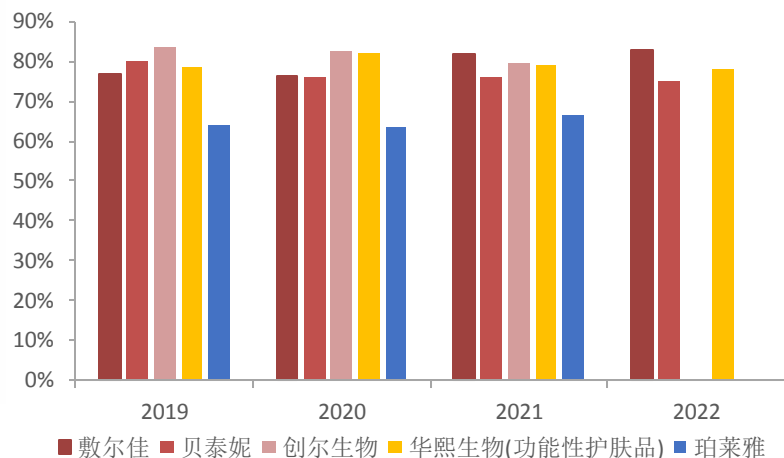


数据来源：wind，西南证券整理
www.swsc.com.cn

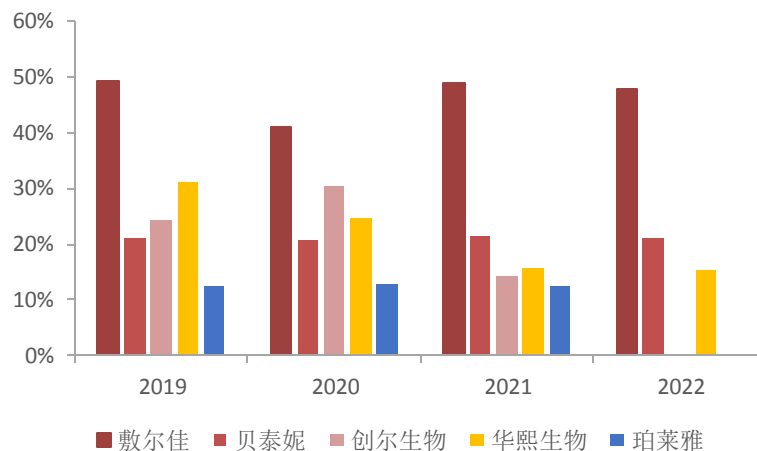
同业对比：盈利能力处于行业较高水平

- 毛利率方面，2019 及 2020 年，公司综合毛利率与同行业可比公司基本持平，自2021年起，毛利率提升至80%以上，与可比公司相比处于较高水平。主要系 2021年 2 月收购北星药业后，公司生产环节整合效果良好，产销结合效率提升。
- 净利率方面，公司相比同业公司具有显著优势，近年来始终维持在40%以上，而行业平均净利率仅为20%左右，主要因为公司较高的毛利率水平叠加低于同行的费用率两大因素的原因。

毛利率对比



净利率对比



数据来源：wind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

募资投向：生产基地、研发中心与品牌营销

- 公司募集资金投资项目紧密围绕公司主营业务，包括生产基地建设、研发及质量检测中心建设项目、品牌营销推广项目以及补充流动资金。
- 生产基地建设：新增专业皮肤护理产品生产线，实现多款热销产品的扩产，提升高端专业皮肤护理产品产量，抢占高端专业皮肤护理产品市场份额。
- 研发及质量检测中心建设项目：增强公司自主创新能力，满足客户多元化需求，扩大市场占有率，另外培育核心人才，构建公司技术支撑体系。
- 品牌营销推广项目：包括直播佣金、物流费用、KOL推广、明星代言、平台引流等等费用，增强公司品牌影响力，提高知名度，丰富营销推广方式，拓宽盈利渠道。

募集资金运用计划

项目名称	项目投资额（万元）	本次募集资金投入（万元）
生产基地建设项目	65,550.89	65,450.00
研发及质量检测中心建设项目	5,698.53	5,691.00
品牌营销推广项目	88,552.61	88,520.00
补充流动资金	30,000.00	30,000.00
合计	189,802.03	189,661.00

数据来源：公司招股书，西南证券整理
www.swsc.com.cn

风险提示

- 公司IPO进程不及预期。
- 国内行业竞争加剧。
- 行业监管政策变动风险。
- 原料成分或产品出现质量问题产生负面舆论风险。



分析师：龚梦泓
执业证号：S1250518090001
电话：023-63786049
邮箱：gmh@swsc.com.cn

分析师：谭陈渝
执业证号：S1250523030003
电话：17782333081
邮箱：tchy@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司 评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

行业 评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn