

国内专业皮肤护理领军者，持续拓展妆品品类

买入|首次评级

——敷尔佳(301371.SZ)新股报告

报告要点:

● 国内专业皮肤护理领军者，21年贴片式专业皮肤护理市占第一

敷尔佳前身“华信药业”成立于1996年，2012年华信药业捕捉到医美及功能性护肤品增长趋势和庞大的消费需求，逐步向皮肤护理领域转型，2014年完成公司核心产品“医用透明质酸钠修复贴”的研发。2017年，华信药业管理层成立敷尔佳有限将皮肤护理产品业务独立运营，2019年营收突破十亿。2021年2月，敷尔佳收购北星药业完成产业链垂直整合；9月，IPO获受理，冲击创业板，7月20日开启申购。据弗若斯特沙利文，2021年公司在贴片类专业皮肤护理产品市场中排名第一。

● 贴片类专业皮肤护理赛道高景气，国产品牌占据主导地位

专业皮肤护理产品近年快速发展，市场规模由2017年的108亿元增长至2021年的265亿元，CAGR达到36.7%，是基础护肤品增速的2倍。细分来看，贴片类专业皮肤护理赛道复合增速高达42.5%，2021年市场规模达到98亿，其中械字号占53%。由于赛道整体兴起时间较晚且早期产品大多以“械字”号为主，海外并没有成熟品牌在该赛道有明显优势，国产品牌错位竞争，占据该赛道主导地位，国产品牌中敷尔佳、可复美市场份额居前。

● 械字号奠定专业基础，拓展妆品品类，多元化渠道布局

敷尔佳早期精准地把握了医美及功效性护肤品的大行业趋势，在蓝海赛道中率先突围，实现了品牌力的快速建立。产品方面，械字号核心大单品黑膜及白膜22年销售收入占比49%，近年来公司通过妆字号放大品牌红利，成分、剂型同步拓展，打造立体全面产品布局。渠道方面，早期利用经销模式拓展美容院及医美终端，具有先发优势，开拓联盟经销模式，终端销售市场进一步下沉，开展渠道经销模式，快速拓展CS和KA渠道，线上则实现平台全覆盖，快速扩大销售规模。营销方面，敷尔佳早期通过线下渠道积累用户口碑，并抓住高性价比社交营销红利期，奠定良好口碑基础。后续通过明星推广+冠名赞助+直播带货持续增加品牌曝光量，建立较强的品牌认知。

● 投资建议与盈利预测

预计公司2023-2025年实现归母净利润8.52/9.29/10.11亿元。根据可比公司估值，给予公司2023年32倍PE，对应市值271.58亿，目标价格67.88元，公司首次公开发行股票价格为55.68元，给予“买入”评级。

● 风险提示

行业竞争加剧风险，新品销售不及预期的风险，渠道拓展不及预期的风险，商誉减值的风险

附表：盈利预测

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1649.69	1769.22	1936.45	2133.29	2338.22
收入同比(%)	4.08	7.25	9.45	10.17	9.61
归母净利润(百万元)	805.80	847.29	851.72	929.26	1010.58
归母净利润同比(%)	24.38	5.15	0.52	9.10	8.75
ROE(%)	41.69	30.48	14.81	13.91	13.14
每股收益(元)	2.01	2.12	2.13	2.32	2.53
市盈率(P/E)	27.65	26.29	26.15	23.97	22.04

资料来源：Wind, 国元证券研究所

发行价/目标价：55.68元/67.88元

目标期限：6个月

基本数据

过去一年股价走势

相关研究报告

报告作者

分析师 李典
 执业证书编号 S0020516080001
 电话 021-51097188-1866
 邮箱 lidian@gyzq.com.cn

目 录

1. 敷尔佳：专业皮肤护理领军者，21年贴片类专业皮肤护理市占率第一	4
2. 财务分析：疫情影响下业绩增速放缓，盈利能力突出	6
3. 行业：贴式专业皮肤护理赛道高景气，国产品牌占据主导	10
4. 公司业务：械字号奠定专业基础，拓展妆品品类，多元化渠道布局	17
4.1 产品：医用级产品奠定专业基础，拓展化妆品品类	17
4.2 生产及研发：整合产业链，加强研发实力	20
4.3 渠道：美容院及医美终端具备先发优势，销售网络迅速铺开	23
4.4 品牌及营销：精准营销，品牌影响力持续提升	28
5. 盈利预测与投资建议	29
6. 风险提示	30

图表目录

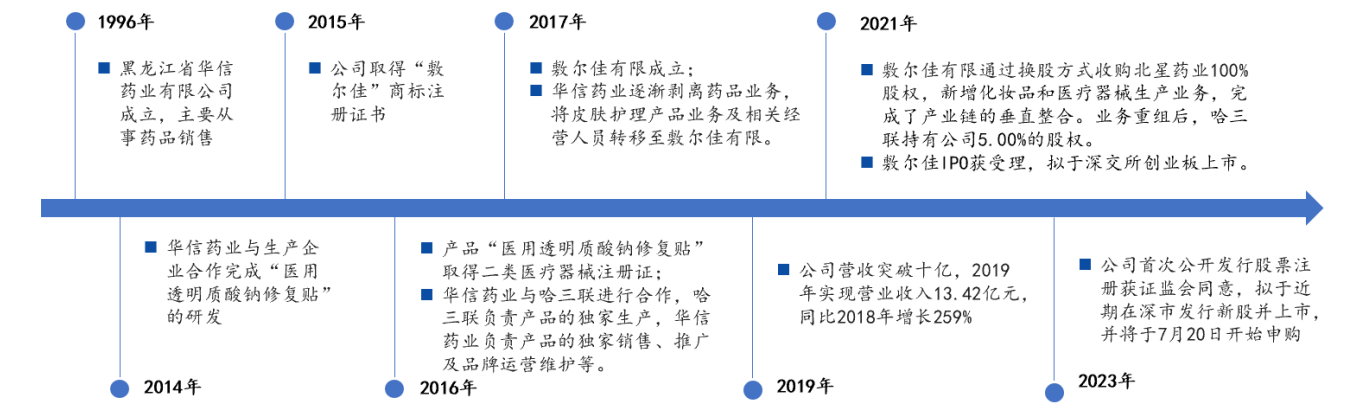
图 1：敷尔佳发展历程	4
图 2：敷尔佳股权结构（发行后）	5
图 3：公司营业收入及增速	6
图 4：公司归母净利润及增速	7
图 5：公司扣非后归母净利润及增速	7
图 6：公司分产品收入及增速	7
图 7：公司按产品划分占比情况	7
图 8：分渠道销售额及增速	8
图 9：线上分经营模式销售占比	8
图 10：渠道分拆毛利率	8
图 11：产品分拆毛利率	8
图 12：公司期间费用率情况	9
图 13：公司净利润率水平	9
图 14：公司各项现金流金额（亿元）	9
图 15：公司收现比、净现比	9
图 16：护肤品分类及相关赛道 2021 年销售规模	10
图 17：中国皮肤护理行业市场规模（十亿元）	11
图 18：功能性护肤品及医疗器械类产品市场规模（亿元）	11
图 19：专业皮肤护理赛道中贴式及非贴式市场规模（亿元）	12
图 20：专业皮肤护理贴式赛道中敷料贴和贴、膜类市场规模（亿元）	12
图 21：2021 年医用敷料市场市场份额情况	13
图 22：主要品牌天猫平台医疗器械-敷料品类排名	13
图 23：公司产品矩阵按类目	17
图 24：公司按产品类别划分的单价及变动情况（元/盒）	17
图 25：新品牌“卉呼吸”主打植物成分护肤	18
图 26：2018-2022 敷尔佳医用敷料各项产品收入（亿元）及增速	18

图 27: 2018-2022 敷尔佳医用敷料各项产品收入占医疗器械类产品收入比重	18
图 28: 公司已有注册/备案产品分品类 SKU 数	19
图 29: 2022 年敷尔佳/可复美/芙清/创福康天猫旗舰店分类目交易额占比	19
图 30: 公司面膜类产品销售收入及占比	19
图 31: 2022 年公司化妆品类分产品销售占比情况	19
图 32: 公司产品矩阵按核心成分和剂型	20
图 33: 2018-2022 公司产能情况 (万帖/支/瓶)	21
图 34: 2018-2022 公司产能利用率情况	21
图 35: 公司分渠道收入占比情况	23
图 36: 涉及返利制度的产品	25
图 37: 线下销售计提返利金额及收入占比	25
图 38: 渠道经销商收入及线下收入占比	25
图 39: 敷尔佳已覆盖屈臣氏、Ole 及盒马渠道	25
图 40: 线上直营分平台占比情况	26
图 41: 敷尔佳及薇诺娜天猫旗舰店年度购买用户数对比	26
图 42: 敷尔佳、薇诺娜及可复美天猫旗舰店复购率对比	26
图 43: 直播间收入及天猫销售贡献	27
图 44: 直播间新客期后留存率	27
图 45: 2020-2022 敷尔佳抖音官方旗舰店收入	27
图 46: 2020-2022 敷尔佳京东官方旗舰店收入	27
图 47: 敷尔佳品牌代言人	28
图 48: 敷尔佳冠名赞助综艺及影视剧场	28
表 1: 募集资金用途	5
表 2: 我国贴片式皮肤修复敷料需求量预测	12
表 3: 2022 年中国贴片式医用皮肤修复敷料市场主要品牌及特征	14
表 4: 国内主流贴片式医用皮肤修复敷料产品对比	14
表 5: 市场部分头部医用敷料产品国家药监局注册信息对比	15
表 6: 公司医疗器械注册证及对应产品情况	17
表 7: 公司在研项目储备情况	21
表 8: 公司合作研发及委托研发项目	22
表 9: 公司线下经销商管理方式	24
表 10: 敷尔佳与竞品品牌各大平台热度对比	28
表 11: 可比公司估值	29

1. 敷尔佳：专业皮肤护理领军者，21 年贴片类专业皮肤护理市占率第一

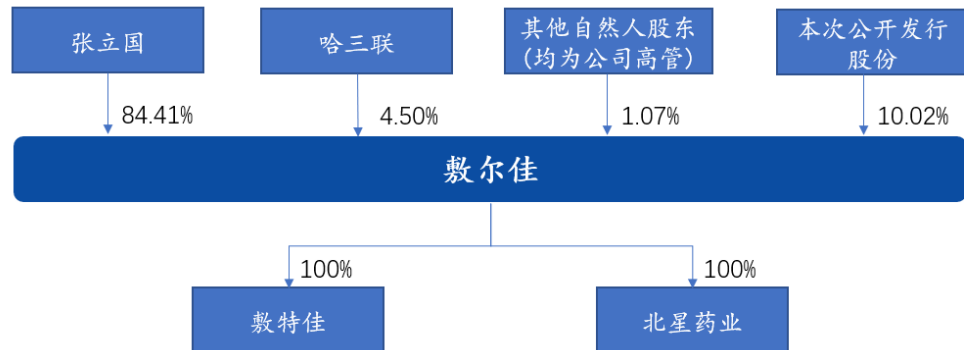
敷尔佳是我国专业皮肤护理领军者，2021 年在贴片类专业皮肤护理产品中市占率第一。敷尔佳前身“华信药业”成立于 1996 年，在药品销售方面具有丰富经验。2012 年华信药业捕捉到医美及功能性护肤品增长趋势和庞大的消费需求，逐步向皮肤护理领域转型，2014 年完成公司核心产品“医用透明质酸钠修复贴”的研发。2017 年，华信药业管理层成立敷尔佳有限将皮肤护理产品业务独立运营；随后公司经营业绩快速增长，2019 年营收突破十亿，同比 2018 年增长 259%。2021 年 2 月，敷尔佳收购北星药业 100% 股权，新增化妆品和医疗器械生产业务，完成了产业链的垂直整合；9 月 8 日，敷尔佳创业板 IPO 获受理，2023 年 7 月 20 日开启申购。据弗若斯特沙利文，2021 年公司在贴片类专业皮肤护理产品市场中排名第一，市占率达到 15.9%，其中医疗器械类敷料产品市占率 17.5%，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。

图 1：敷尔佳发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，国元证券研究所

公司实际控制人为张立国，本次发行股份占比 10.02%。公司实际控制人为张立国，发行前直接持有公司 93.81% 的股份，现任公司董事长、总经理。A 股上市公司哈三联，为敷尔佳的主要供应商，原负责“敷尔佳”产品的独家生产。2021 年 2 月哈三联以其持有的北星药业 100% 股权向敷尔佳有限增资，业务重组后，哈三联持有敷尔佳 5% 的股权，自 2021 年 2 月起成为敷尔佳的关联方。其余 12 名股东为自然人股东，均为公司高管，发行前通过股权激励计划持有公司股份合计 1.19%。公司本次发行股票数量 4008 万股，发行股份占本次发行后公司股份总数的比例约为 10.02%，全部为公开发行新股，发行人股东不进行公开发售股份。

图 2：敷尔佳股权结构（发行后）


资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司本次 IPO 拟募资 18.97 亿元，计划投入生产、研发、营销推广等项目。其中，生产基地建设项目投入 6.55 亿用于新增生产线，扩大产能；研发及质量检测中心建设项目投入 5691 万，帮助提升公司的研发能力，提高产品丰富度和竞争力；品牌营销推广项目投入 8.85 亿，同时补充流动资金 3 亿元。

表 1：募集资金用途

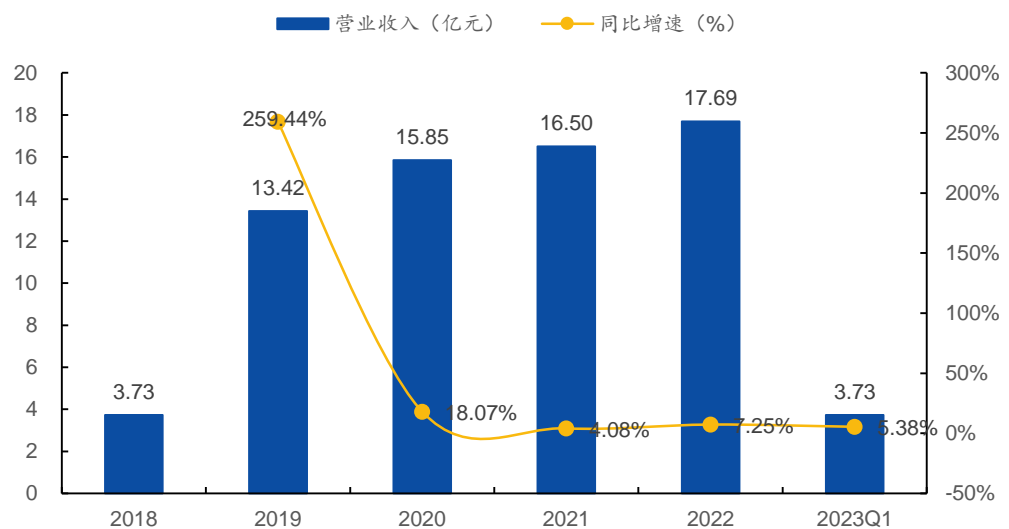
序号	项目名称	项目投资额 (万元)	本次募集资金投入 (万元)	环评批复文件	备案文号
1	生产基地建设项目	65,550.89	65,450.00		2105-230109-04-01-869709
2	研发及质量检测中心建设项目	5,698.53	5,691.00	哈新审环审表[2021]13号	2105-230109-04-01-432330
3	品牌营销推广项目	88,552.61	88,520.00		2105-230109-04-01-264137
4	补充流动资金	30,000.00	30,000.00	-	-
	合计	189,802.03	189,661.00	-	-

资料来源：公司公告，国元证券研究所

2. 财务分析：疫情影响下业绩增速放缓，盈利能力突出

19年公司营业收入快速增长，20-23年受疫情影响增速有所放缓。2019年，专业护肤行业处于快速上升期，公司抓住利好形势采取了多元有效的营销策略，叠加专业皮肤护理赛道高景气度，收入同比增长259.44%达13.32亿元。2020年来受疫情影响线下业务承压，整体增速有所放缓。2021年同比增长4.08%，2022年同比增长7.25%。2023Q1公司收入3.73亿，同比增长5.38%。2023H1，预计营收区间为8.2-8.8亿，同比-0.9%~7.7%，主要系宏观经济波动及消费复苏节奏影响。

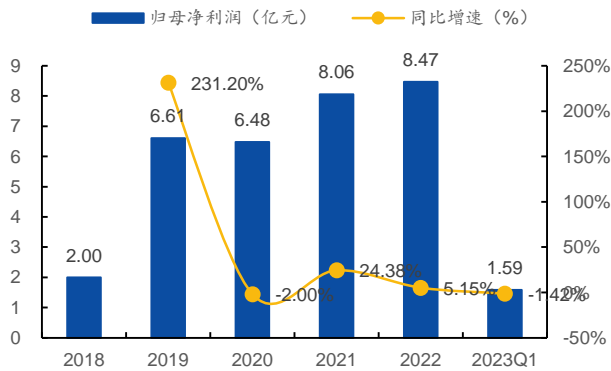
图3：公司营业收入及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究所

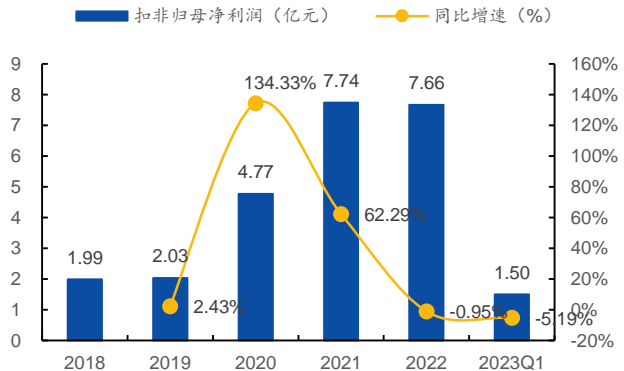
利润端，2018-2022年公司归母净利润复合增速达到44%。2020-2022年公司分别实现归母净利润6.48/8.06/8.47亿元。2021年同比增长24.38%，2022年同比增长5.15%，增速放缓主要系线上销售占比提升，销售费用增加所致。2020-2022扣非后归母净利润分别为4.77/7.74/7.66亿，主要非经常性损益项目为同一控制下合并产生的子公司敷特佳当期净损益及计入当期损益的政府补助。敷特佳19年4月成立，主要负责从哈三联采购商品后销售给敷尔佳有限，2021年1月由敷尔佳通过同一控制企业合并方式全资收购。2023Q1公司归母净利润1.59亿，同比下滑1.42%。2023H1，预计归母净利润区间为3.25~3.65亿元，同比-9.1%~2.1%；扣非归母净利润区间为3.15~3.55元，同比-10.5%~0.9%。

图 4：公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究所

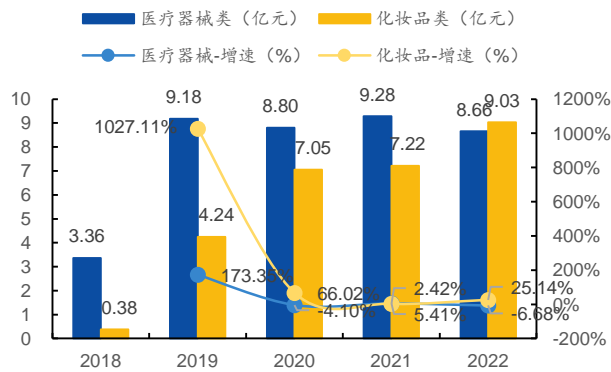
图 5：公司扣非后归母净利润及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究所

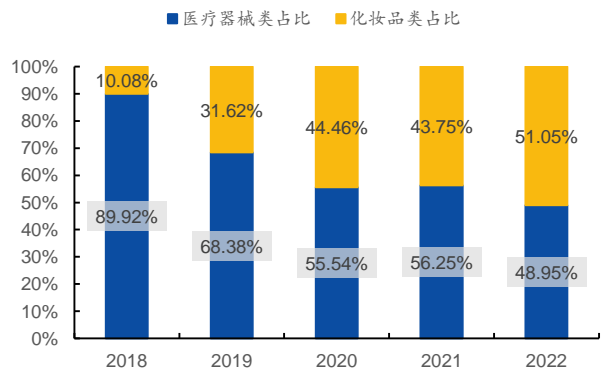
收入结构上来看，医疗器械类产品贡献收入 48.95%，化妆品类占比提升迅速，22 年占比过半。2022 年公司医疗器械和化妆品类产品收入占比分别为 48.95% 和 51.05%。医疗器械方面，2019 年起公司加大营销推广，收入同比增长 173.35%。2020 年同比下滑 4.10%，主要系疫情期间下游美容机构、医疗机构等经营活动受限，减少采买该产品所致。2021 年，医疗器械类产品收入增长 5.41%；2022 年同比下滑主要系疫情因素影响终端销售渠道及物流运输所致。化妆品方面，受到新品上市+多元营销推动，2018-2022 年公司化妆品类收入占比由 10.08 提升至 51.05%。2022 年化妆品类实现收入 9.03 亿元，同比增长 25.14%。

图 6：公司分产品收入及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 7：公司按产品划分占比情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

分渠道来看，线下经销渠道主导，占比 59.38%，线上直销带动线上占比提升。2022 年公司线下和线上渠道收入占比分别为 59.38% 和 40.62%。线下渠道以经销为主，主要面向美容机构、整形机构以及 KA、CS 渠道，2022 年实现收入 10.51 亿元。线上按经营模式可分为直销、经销及代销。2018 年前公司主要通过经销模式进行线上销售。2018 年 6 月公司开设天猫旗舰店，直销收入快速增长，带动线上渠道占比提升。2022 年线上渠道收入 7.19 亿元，直销/经销/代销占总营收比重分别为

33.36%/4.39%/2.87%。

图 8：分渠道销售额及增速

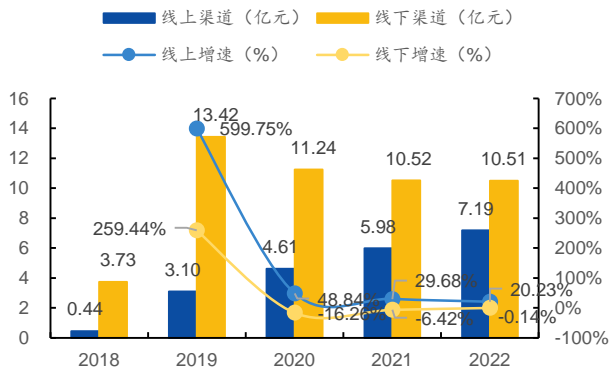
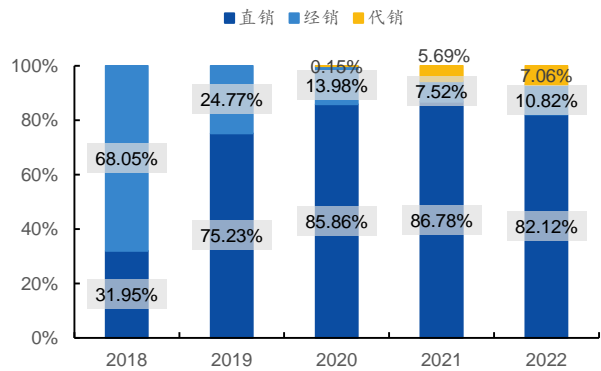


图 9：线上分经营模式销售占比



资料来源：公司公告，国元证券研究所

资料来源：公司公告，国元证券研究所

2018-2022 公司综合毛利率呈上升趋势。分产品看，医疗器械类毛利率高于化妆品类，2022 医疗器械类/化妆品类毛利率分别为 86.06%/80.22%。分渠道及销售模式看，线上直销和代销毛利率较高，经销模式毛利率基本稳定。2022 公司线上直销毛利率 86.74%，在 85%上下波动；线下经销毛利率 80.61%，稳中有升。

图 10：渠道分拆毛利率

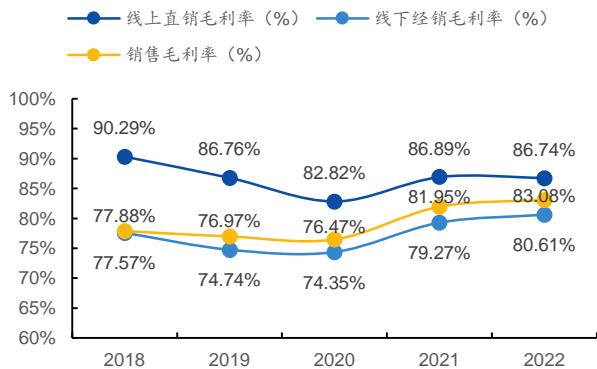
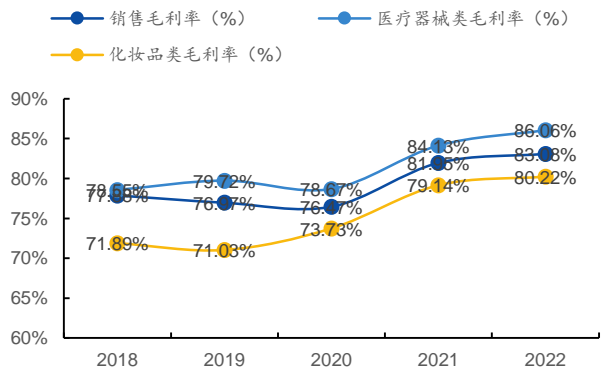


图 11：产品分拆毛利率

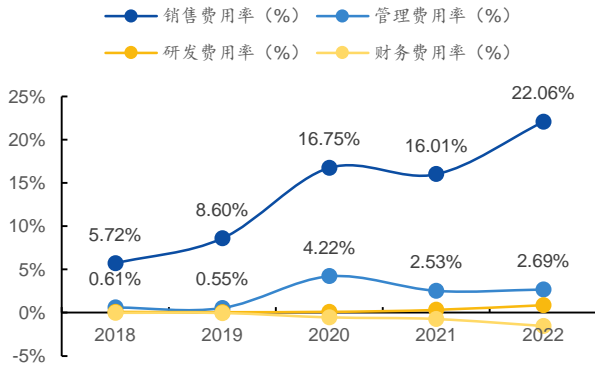


资料来源：公司公告，国元证券研究所

资料来源：公司公告，国元证券研究所

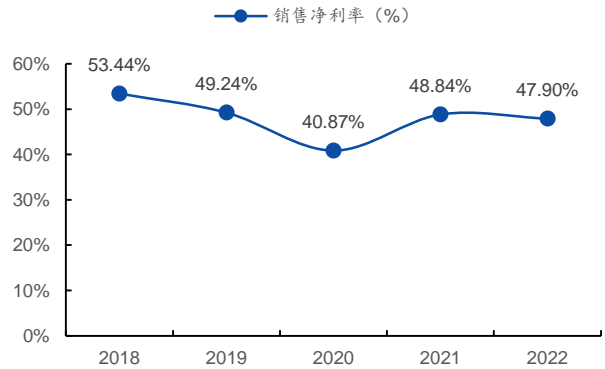
盈利能力突出，近年来净利润率维持在 40%+。2018-2022 公司期间费用率由 6.39% 提升至 24.09%，其中 2020 年公司期间费用率较高，主要受到当期股权激励确认股份支付费用影响（1.25 亿元），影响科目包括销售费用（7613.37 万元）及管理费用（4871.39 万元），剔除该影响后，期间费用率为 12.63%。细分来看，2022 年公司销售费用率为 22.06%，由于公司以经销为主，整体销售费用率整体低于同业可比公司，近年来增长较快系宣传活动增加以及布局线上渠道，宣传推广费用增长所致；研发费用率为 0.87%，主要由于研发活动多为非特殊化妆品研发、已有产品升级及性能检测等日常研发活动，支出较小，随着公司 III 类医疗器械在研项目推进及募投资项目投入，预计公司研发费用将有所增长。净利率来看，2020-2022 公司净利率分别为 40.87%/48.84%/47.90%，盈利能力强劲。

图 12: 公司期间费用率情况



资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

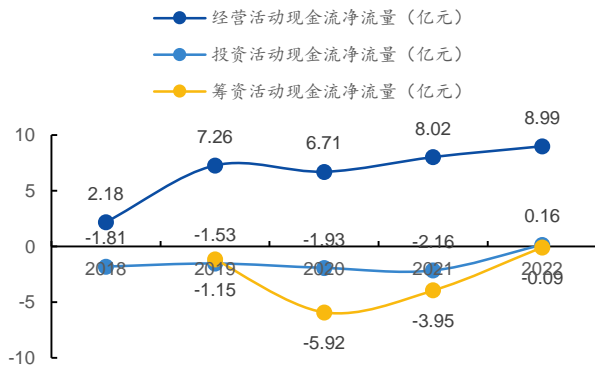
图 13: 公司净利润率水平



资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

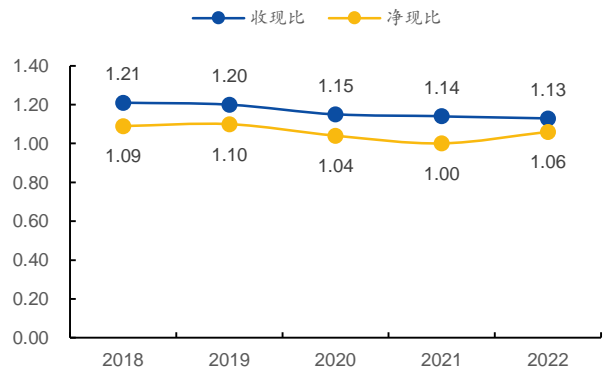
公司现金流情况良好, 收现比、净现比均大于 1, 且较为稳定。2018-2022 公司收现比 1.21/1.20/1.15/1.14/1.13, 净现比 1.09/1.10/1.04/1.00/1.06。

图 14: 公司各项现金流金额



资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

图 15: 公司收现比、净现比

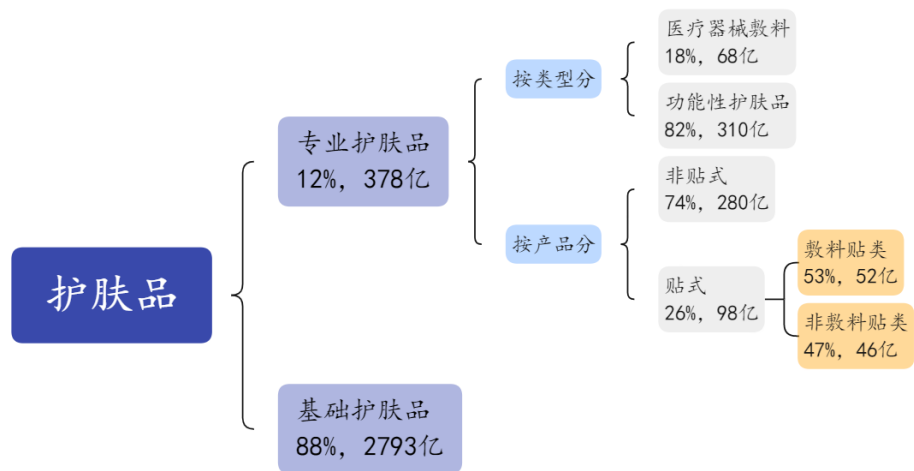


资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

3.行业：贴式专业皮肤护理赛道高景气，国产品牌占据主导

护肤品可分为基础护肤品和专业皮肤护理产品，其中专业护肤品主要指针对问题肌肤，如皮肤屏障受损、持续发痘、脱皮、过敏、泛红、激光光子治疗术后、水光针术后等情况的肌肤使用的产品。根据注册类别和监管分类，专业护肤品又分成医疗器械类敷料产品和化妆品类功能性护肤品，前者可直接用于创面，需要通过 NMPA 批准上市，后者仅能在健康完整的皮肤表面使用；根据产品形态，专业护肤品可分为贴片类和非贴片类，医疗器械类敷料产品中的贴片类称为“敷料贴”，功能性护肤品中的贴片类称为“贴、膜类”。

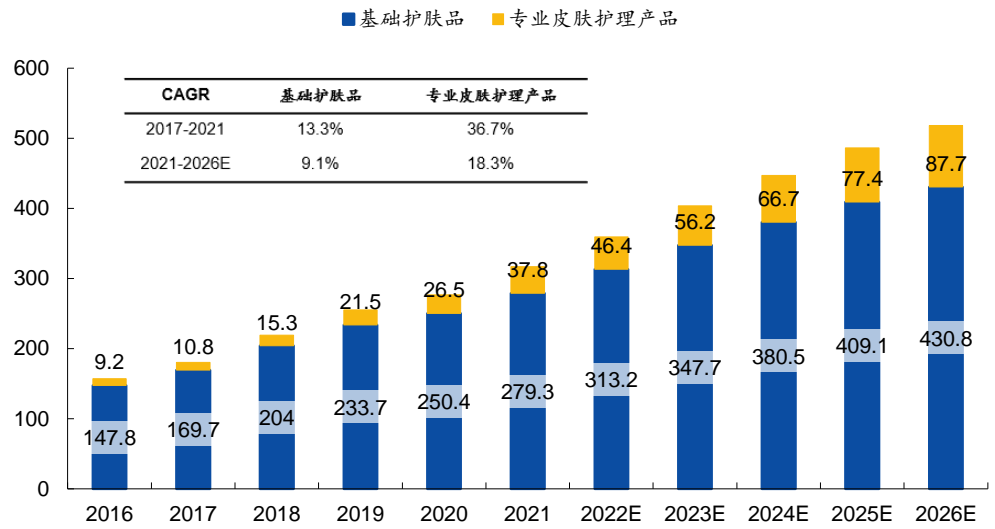
图 16：护肤品分类及相关赛道 2021 年销售规模



资料来源：公司公告，弗若斯特沙利文，国元证券研究所

专业皮肤护理产品近年快速发展，市场规模由 2017 年的 108 亿元增长至 2021 年的 265 亿元，CAGR 达到 36.7%，是基础护肤品增速的 2 倍。根据弗若斯特沙利文预估到 2026 年，专业皮肤护理产品的市场规模将达到 877 亿元。从占比来看，2021 年基础护肤品占整体护肤品市场规模的 88%，专业护肤品仅占 12%，预计到 2026 年专业皮肤护理收入占比将提升至 17%。

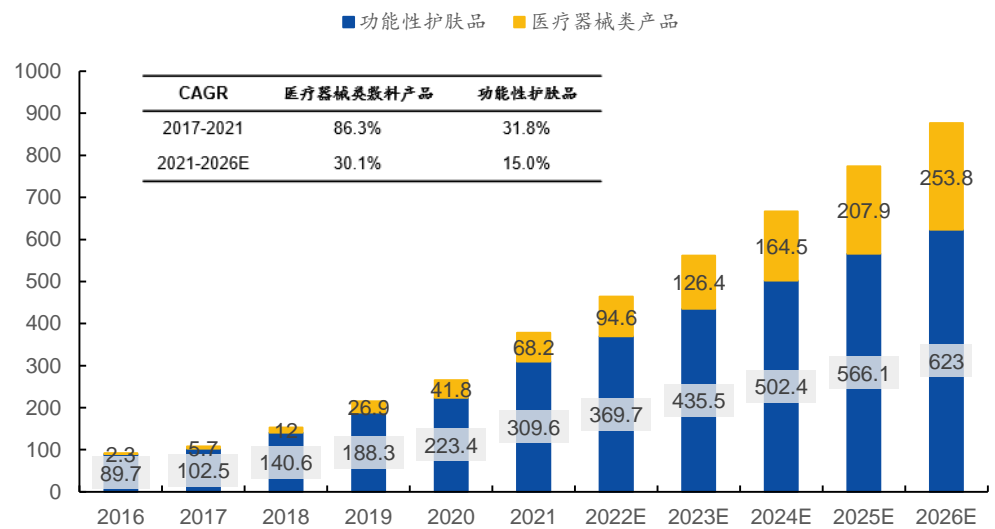
图 17：中国皮肤护理行业市场规模（十亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，国元证券研究所

从注册及监管类别上划分专业性护肤品，可以分为医疗器械敷料及功能性护肤品两大类，其中医疗器械敷料过去 4 年 CAGR 超过 80%。功能性护肤品/医疗器械类敷料产品 2021 年市场规模分别为 309.6/68.2 亿元，2017-2021 年 CAGR 分别为 31.8%/86.3%，根据弗若斯特沙利文预估 2026 年市场规模将分别达到 623.0/253.8 亿元。2021 年，医疗器械类敷料产品市场规模占专业护肤品的比例为 18%，预计 2026 年将提升至 29%。

图 18：功能性护肤品及医疗器械类产品市场规模（亿元）

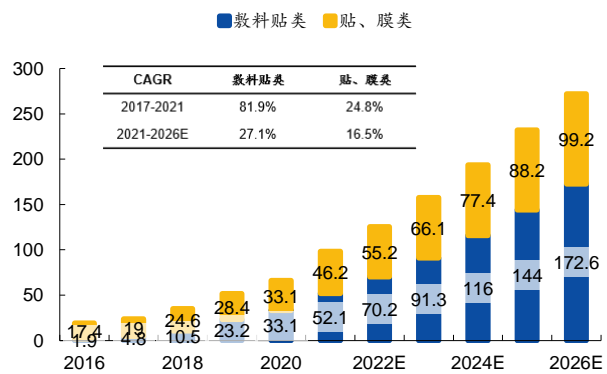
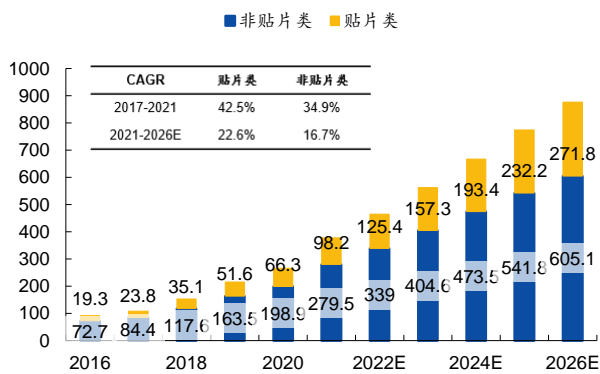


资料来源：弗若斯特沙利文，国元证券研究所

从产品形式上划分，专业皮肤护理产品又可划分为贴片类和非贴片类，2021年贴片式专业皮肤护理赛道达到98亿规模，其中械字号占比过半。贴片类/非贴片类专业皮肤护理产品的市场规模由2017年的23.8/84.4亿元增长至2021年的98.2/279.5亿元，预计到2026年，贴片类/非贴片类专业皮肤护理产品的市场规模将达到271.8/605.1亿元。目前敷料贴类市场规模为52.1亿元，妆字号贴、膜类市场规模为46.2亿，预计到2026年敷料贴类销售规模有望达到173亿。

图 19：专业皮肤护理赛道中贴片式及非贴片式市场规模（亿元）

图 20：专业皮肤护理贴片式赛道中敷料贴和贴、膜类市场规模（亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，国元证券研究所

资料来源：弗若斯特沙利文，国元证券研究所

贴片式专业皮肤护理产品主要针对问题肌肤，对于功效性要求高，强调有效性，主要受到轻医美人群崛起、90后年轻消费群体占比提升、消费者对于化妆品功效诉求加强等因素共同催化，2019需求渗透率仅30.46%。目前专业皮肤护理贴片式产品针对人群主要包括痤疮、皮炎等皮肤问题患者、医美术后修复人群（激光、微针、果酸换肤等项目后）、追求功能性护肤的普通消费者，和传统护肤品形成差异化竞争。根据标点医药测算，2019年敷料贴实际消耗量为3.37亿片，消费者需求量为11.1亿片，渗透率仅有30.46%；未来需求人群持续扩大+敷料贴渗透率提升，将推动市场规模持续增长。

表 2：我国贴片式皮肤修复敷料需求量预测

人群	人群数量 (万人次)	一疗程所需片数 (片)	需求量 (亿片)
痤疮患者	8700	10	8.7
面部皮炎患者	600	10	0.6
轻医美消费者	465	10	0.5
功能性护肤品消费者		1.3	
合计总需求量 (亿片)		11.1	
2019年实际消耗量 (亿片)		3.37	
2019年渗透率 (%)		30.46%	

资料来源：标点医药，国元证券研究所

由于整体兴起时间较晚且早期产品大多以“械字”号为主，海外并没有成熟品牌在该赛道有明显优势，因而整体竞争格局较优，形成错位竞争。目前国产品牌已经占领消费者心智，其中巨子生物以及敷尔佳排名前二。从大的医用敷料市场来看，2021年中国医用敷料市场整体规模 259 亿，前五大参与者分别为敷尔佳、巨子生物、奥美医疗、创尔生物、稳健医疗，其中敷尔佳以及巨子生物市场份额分别为 10.1%及 9.0%。据弗若斯特沙利文，2021 年敷尔佳在贴片类专业皮肤护理产品市场中排名第一，市占率 15.9%，其中医疗器械类敷料产品市占率 17.5%，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。而根据敷尔佳招股书披露，2022 年天猫平台医疗器械-敷料类目中，可复美、敷尔佳、芙清旗舰店排名前三。

图 21：2021 年医用敷料市场市场份额情况

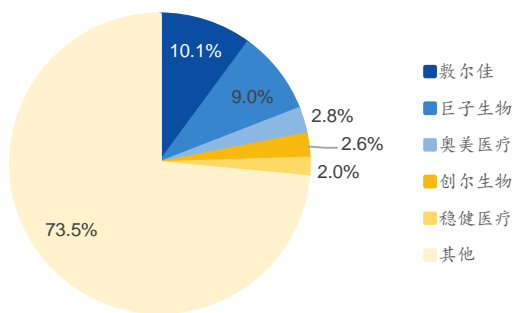
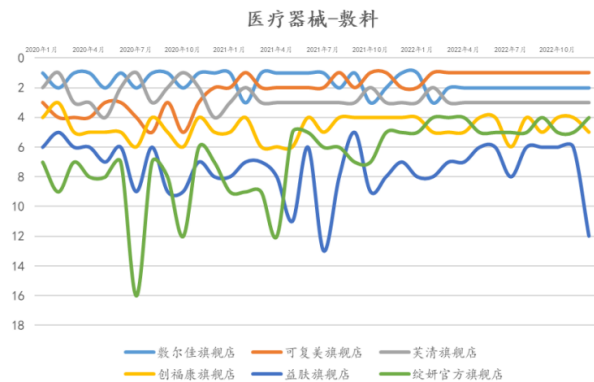


图 22：主要品牌天猫平台医疗器械-敷料品类排名



资料来源：弗若斯特沙利文，国元证券研究所

资料来源：公司公告，国元证券研究所

现有贴片式专业皮肤护理产品多以玻尿酸和胶原蛋白为核心成分，产品以二类器械为主，定价较高。从核心成分看，创福康、可复美以胶原蛋白为主要原料，具有促进修复的功能。敷尔佳、芙清早期产品均以玻尿酸为基，其中芙清拥有专利成分十三肽，起消炎抗菌作用。2022 两大品牌相继推出胶原蛋白敷料类新品。从管理类别看，医疗器械类敷料贴可直接接触创面，均需要通过 NMPA 医疗器械审批方可上市，目前市面产品以二类器械为主，创福康拥有三类证。从价格来看，整体定价均较高，单片价格集中在 20-50 元。渠道上，创福康、芙清、可复美均以医院渠道起家，逐步向线上拓展。敷尔佳较早将医用敷料产品从医院推向美容院及医美渠道，商超、CS 等终端渠道拓展领先同业。

表 3：2022 年中国贴片式医用皮肤修复敷料市场主要品牌及特征

公司	品牌	代表产品	品牌背景	发展特征	渠道特点	管理类别
敷尔佳	敷尔佳	医用透明质酸钠修复贴	专业护肤品的研发、生产和销售一体的公司，医用敷料贴市占率排名第一	核心成分为玻尿酸，医美面膜概念的市场教育者	院线渠道+CS/KA 渠道+线上销售	第二类
巨子生物	可复美	类人胶原蛋白敷料	传统医用皮肤修复敷料品牌	核心成分为类人胶原蛋白	医院、医美渠道+CS/KA 渠道+线上销售	第二类
安德普泰	芙清	医用促愈功能性敷料	专注提供适用于疾病预防、辅助治疗及亚健康调理的功效性产品的公司	核心成分为玻尿酸，拥有抗菌十三肽成分专利	医院渠道+线上销售	第二类
创尔生物	创福康	胶原贴敷料	传统医用皮肤修复敷料品牌，是前几品牌中唯一拥有三类注册证的企	医用皮肤修复敷料的先行者之一，核心成分为活性胶原	医院渠道+线上销售	第二类 第三类

资料来源：公司公告，创尔生物招股说明书，巨子生物招股说明书，国家药监局，国元证券研究所


表 4：国内主流贴片式医用皮肤修复敷料产品对比

	敷尔佳	创福康	可复美	芙清
产品图片				
产品名	医用透明质酸钠修护贴（II类）	医用重组 III 型人源化胶原蛋白贴（II类）	胶原贴敷料（III类） 胶原贴敷料（II类） 重组胶原蛋白敷料（II类）	医用促愈功能性敷料（II类） 卡波姆湿性修复功能性敷料（II类）
产品单价	白膜 25.2 元/片； 黑膜 33.8 元/片	26.8 元/片	53.6 元/片 35.6 元/片 39.6 元/片	医用修复 31.6 元/片 经典款 37.6 元/片 33.6 元/片
核心成分	玻尿酸，黑膜玻尿酸分子更小	重组 III 型人源化胶原蛋白	三螺旋活性胶原，接近人体胶原结构，III 类款胶原浓度大于 1000ug/ml	重组 I 型人源化胶原蛋白原液 玻尿酸，含十三肽专利成分，起到抑菌抗炎、调理油脂等作用
功能功效	适用于医美术后，以及轻中度痤疮，可促进创面愈合与皮肤修复，其中芙清两款医用敷料具有抗菌抗炎、改善皮炎之功效			
				含低聚原花青素 OPC 与 γ-聚谷氨酸成分，起到抑制黑色素、加速肌肤循环作用

资料来源：天猫旗舰店，公司官网，国元证券研究所

表 5：市场部分头部医用敷料产品国家药监局注册信息对比

品牌	备案产品名	产品图片	注册证编号	管理类别	主要成分	适用范围及预期用途
敷尔佳	医用重组Ⅲ型人源化胶原蛋白贴		黑械注准 20222140048	第二类	由 重组Ⅲ型人源化胶原蛋白 、卡波姆、注射用水、甘油、丙二醇、氢氧化钠、对羟基苯甲酸乙酯钠、对羟基苯甲酸丙酯钠及非织造布组成。	通过在皮肤表面形成保护层，起物理屏障作用，为创面提供愈合的微环境，促进创面愈合；适合于人体小创口、擦伤、切割伤等浅表非慢性创面及周围皮肤的护理。
	医用透明质酸钠修复贴		黑械注准 20162140023	第二类	由 透明质酸钠 、注射用水、对羟基苯甲酸乙酯钠、对羟基苯甲酸丙酯钠、卡波姆 940、非织造布组成。	用于轻中度痤疮、促进创面愈合与皮肤修复；对痤疮愈合、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液		黑械注准 20182140027	第二类		
创福康	胶原贴敷料		国械注准 20163141290	第三类	由 胶原蛋白原液 （I型胶原蛋白、纯化水、防腐剂）和非织造布组成。无菌产品，灭菌方式：经辐照灭菌，一次性使用。胶原蛋白原液浓度高于 1000ug/ml。	适用于皮肤过敏、激光、光子术后创面修复辅助治疗（激光、光子术后创面深度不超过真皮层，单个光斑扫描面积不大于 20mm X 20mm）。
	胶原贴敷料		粤械注准 20172140686	第二类	由 胶原蛋白原液 、少量防腐剂和 非织造布 组成。	适用于轻中度炎症痤疮、痤疮愈后早期色素沉着、痤疮愈后早期表浅性疤痕的治疗；对治疗皮肤过敏，减轻激光、光子治疗术后疤痕的形成有辅助疗效；在创面愈合期可减轻色素沉着。
可复美	类人胶原蛋白敷料		陕械注准 20152640026	第二类	由 类人胶原蛋白原液 （含有少量医用防腐剂和少量医用矫味剂）和无纺布组成。	用于抑制和缓解皮炎、敏感性肌肤、痤疮、激光治疗术后等各种原因引起的皮肤炎症反应，促进创面愈合与皮肤修复，缩短病程，减轻炎症后色素沉着与瘢痕形成的风险，并对上述疾病具有一定辅助治疗作用。
	类人胶原蛋白修复敷料		陕械注准 20142640018	第二类	由 类人胶原蛋白 和丙烯酸（酯）类/丙烯酰胺共聚物等辅料组成的敷料。	该产品用于提供激光治疗术后创面的愈合环境，抑制和缓解皮肤湿疹、皮肤干燥症、敏感性肌肤等皮肤炎症反应，减轻炎症后色素沉着与瘢痕形成的风险。
	重组胶原蛋白生物修复敷料		陕械注准 20192140042	第二类	由 重组Ⅰ型人源化胶原蛋白 、透明质酸钠、卡波姆、甘油、丙二醇、羟苯甲酯、羟苯乙酯、三乙醇胺及纯化水组成。	该产品用于提供皮肤过敏、激光、光子治疗术后、痤疮受损创面的愈合环境。

医用促愈功能性敷料		器械注册 20192140055	第二类	由抗菌修复液和敷料、防粘膜贴片组成。敷料由无纺布制成；抗菌修复液主要成分以卡波姆、透明质酸、甘油、 十三肽 、去离子水的混合物组成。	用于抑制金黄色葡萄球菌、痤疮丙酸杆菌、铜绿假单胞菌皮肤细菌。改善轻、中、重度痤疮及皮炎、湿疹、美容术后的丘疹、脓疱、结节、囊肿、皮损和红斑、干燥脱屑、瘙痒症状；预防痤疮愈后早期色素沉着、减少疤痕；保湿、修复皮肤屏障；预防感染、促进创面愈合。	
美清	卡波姆湿性修复功能性敷料		器械注册 20192140054	第二类	由皮肤修复液体和敷料、防粘膜贴片及载液容器组成。敷料由无纺布制成；修复液体由以 低聚原花青素 OPC 为载体的卡波姆、氨基酸聚合物、甘油、去离子水的混合物组成。	改善皮炎、湿疹、敏感性皮肤引起的脱皮、红斑、瘙痒症状，用于美容、整形术后的保湿修复护理；修复皮肤屏障，促进创面愈合。
医用Ⅲ型胶原蛋白修护液		器械注册 20212140613	第二类	由修护液及载体容器组成，其中修护液主要成分为具有三螺旋结构的 Ⅲ型胶原蛋白 ，辅以赋形剂（丁二醇）	可在创面表面形成保护层，适用于皮炎、湿疹、痤疮引起的皮肤屏障损伤的修复和非慢性创面及皮肤的护理。	

资料来源：国家药监局，公司官网，天猫产品图片，国元证券研究所

4.公司业务：械字号奠定专业基础，拓展妆品品类，多元化渠道布局

4.1 产品：医用级产品奠定专业基础，拓展化妆品品类

敷尔佳品牌抓住医美及功效性护肤之风，精准定位专业皮肤护理，已成长为国内专业皮肤护理市场贴片类产品细分赛道领军者，产品主要分为医疗器械及化妆品两个类型，单价近年来稳中有升。医疗器械产品以敷料为核心，包括五款二类医疗产品，分别为白膜、黑膜、一款医用透明质酸钠修复液（次抛）、一款医用透明质酸钠修复液（喷雾）及一款医用重组 III 型人源化胶原蛋白贴。妆字号产品主要涵盖面膜、喷雾、水乳、精华、冻干粉等剂型。公司主要产品单价近年来基本保持稳中有升的趋势，其中医疗器械类产品价格高于化妆品类。同时公司推出新产品适当进行提价，其中 2019 受益于高价新品的推广，整体价格提升较快。

表 6：公司医疗器械注册证及对应产品情况

序号	注册证编号	产品名称	有效期至	对应产品
1	黑械注册 20162140023	医用透明质酸钠修复贴	2026.04.28	医用透明质酸钠修复贴（白膜）
				医用透明质酸钠修复贴（黑膜）
2	黑械注册 20182140027	医用透明质酸钠修复液	2026.04.28	医用透明质酸钠修复液（次抛）
				医用透明质酸钠修复液（喷雾）
3	黑械注册 20222140048	医用重组 III 型人源化胶原蛋白贴	2027.07.10	医用重组 III 型人源化胶原蛋白贴

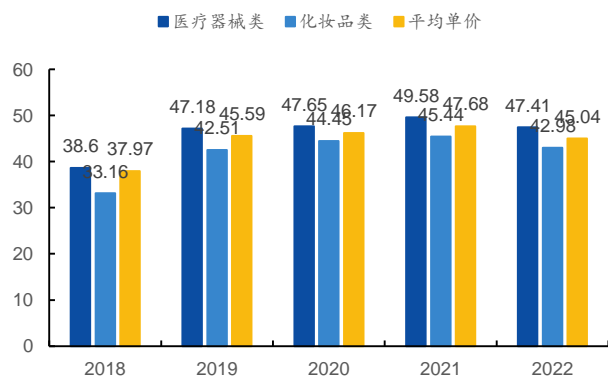
资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 23：公司产品矩阵按类目



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 24：公司按产品类别划分的单价及变动情况（元/盒）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

新品牌“卉呼吸”主打植物成分护肤，聚焦敏感修护赛道，尚处于培育阶段。公司实现的销售收入主要来自于旗下“敷尔佳”品牌及子品牌“敷尔佳 1 美”、“敷尔佳花季”产品的销售，2021H2 公司推出子品牌“卉呼吸”，以植物成分为核心，专注敏感修护。目前已推出松茸系列，以松茸提取物复配海藻糖、马齿苋提取物、

胜肽等成分，剂型包含水、乳、面膜、面霜以及洁面。目前“卉呼吸”仍处于培育阶段，有望借助主品牌“敷尔佳”的品牌声量进一步拓展市场。

图 25：新品牌“卉呼吸”主打植物成分护肤

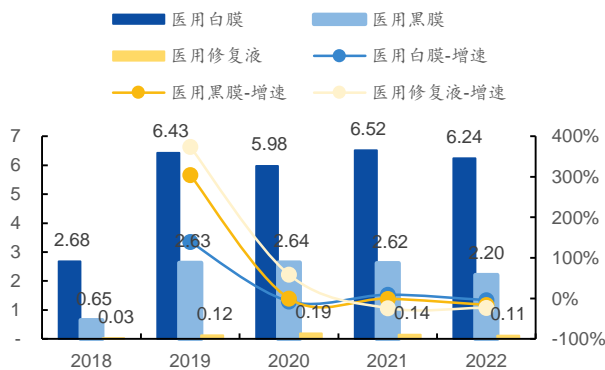


资料来源：公司官网，国元证券研究所

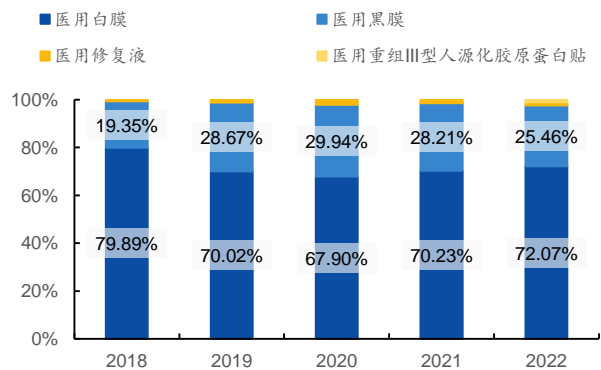
医疗器械类：核心大单品医用透明质酸钠修复贴贡献近 50%收入，销售持续强劲，22Q4 推出敷料类新品布局医用胶原蛋白敷料。敷尔佳第一款产品医用透明质酸钠修复贴 1.0 俗称白膜（2016 年获准上市），白膜采用纯棉无纺布膜布，可用于医美术后修复、祛痘/祛痘印、敏感肌日常护理、晒后修复、镇定肌肤等场景。第二代医用透明质酸钠修复贴俗称黑膜，采用日本进口备长炭膜材，具有更好的吸附性，具有一定清洁效果。黑膜中透明质酸钠含量比白膜更高，且小分子比例更大。价格上，黑膜比白膜高出 8 元左右/片。2022 年医用黑膜+白膜收入 8.45 亿，贡献公司近 50%收入，其中白膜在 2021 年单品年销售额超过 6.4 亿。2022Q4，公司推出敷料类新产品医用重组 III 型人源化胶原蛋白贴，有望享胶原蛋白赛道红利。

图 26：2018-2022 敷尔佳医用敷料各项产品收入（亿元）及增速

图 27：2018-2022 敷尔佳医用敷料各项产品收入占医疗器械类产品收入比重



资料来源：公司公告，国元证券研究所

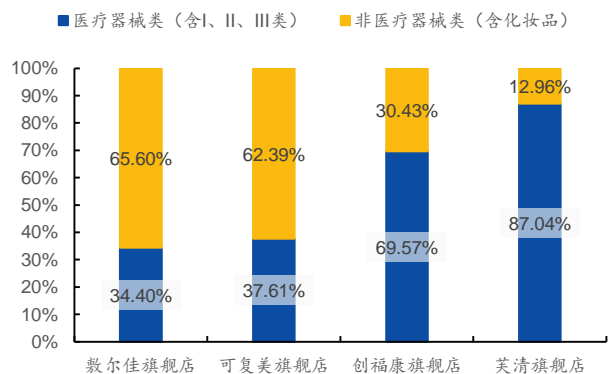
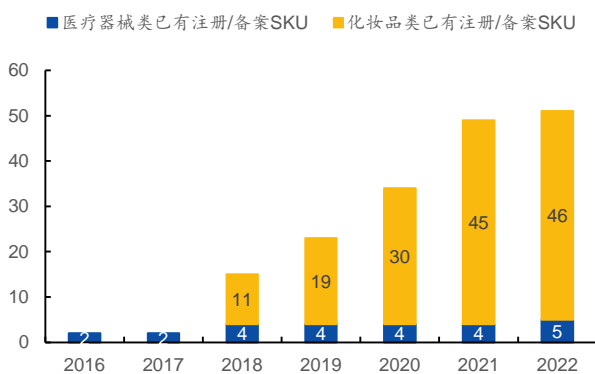


资料来源：公司公告，国元证券研究所

化妆品类：械字号产品成功积累口碑与消费者心智基础，公司进一步通过化妆品类产品进行放大，布局领先同行。2018年起，公司从0开始拓展化妆品类产品线，基于医用级面膜产品打下的口碑与消费者心智基础推出“妆字号”的白膜与黑膜。目前已形成了医疗器械+化妆品的产品矩阵，共51款SKU，其中化妆品类46款，包含22款面膜、5款喷雾、13款水乳精华、1款冻干粉、3款凝胶和2款洁面。根据魔镜数据，2022年敷尔佳、可复美、芙清、创福康天猫旗舰店中芙清、创福康均以医疗器械类（含I、II、III类器械）产品为主，而敷尔佳及可复美品牌有超过60%左右的GMV来自非医疗器械。公司通过医疗器械+化妆品结合的模式充分发挥专业品牌的品牌效应，有望持续做大规模。

图 28：公司已有注册/备案产品分品类 SKU 数

图 29：2022 年敷尔佳/可复美/芙清/创福康天猫旗舰店分品类交易额占比



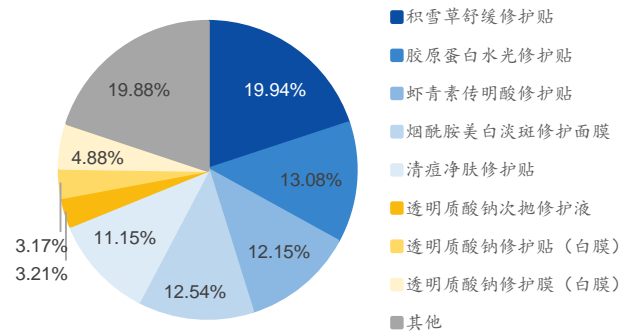
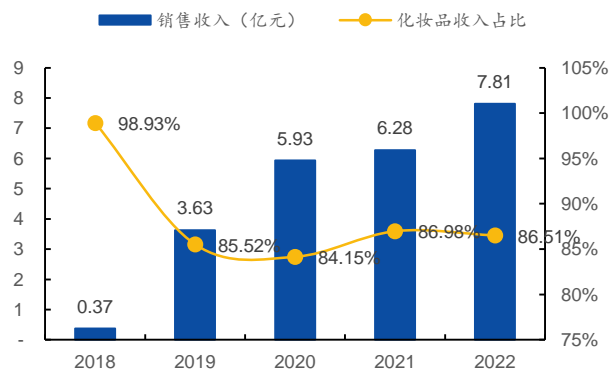
资料来源：公司公告，国元证券研究所

资料来源：魔镜，国元证券研究所

面膜类产品主导，多款产品销售过亿。2020-2022 公司化妆品类面膜收入 5.93 亿元、6.28 亿元和 7.81 亿元，占化妆品收入比重分别为 84.15%、86.98%和 86.15%，带动化妆品业务收入快速上升。2022 年积雪草舒缓修护贴、胶原蛋白水光修护贴、烟酰胺美白淡斑修护面膜、虾青素传明酸修护贴以及清痘净肤修护贴五款大单品销售过亿，销售额分别为 1.80、1.18、1.13、1.10、1.01 亿元，合计贡献化妆品收入的 68.86%。

图 30：公司面膜类产品销售收入及占比

图 31：2022 公司化妆品类分产品销售占比情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

资料来源：公司公告，国元证券研究所

成分、剂型同步拓展，打造立体全面产品布局。公司持续拓展多元形态化妆品，不断拓宽产品剂型，同时基于消费者对功效的精细化进阶需求探索功效成分创新。剂型方面，公司已基于成分成功打造多条产品线，如在医用透明质酸钠修复贴的基础上推出医用透明质酸钠修复液（次抛和喷雾剂型），是国内第一批获准上市的主打透明质酸钠成分、次抛型和喷雾型的II类医用敷料产品。同时，公司在敷尔佳胶原蛋白水光修护贴基础上推出内含胶原蛋白的喷雾剂型，在敷尔佳虾青素传明酸修护贴基础上推出内含虾青素的乳液、精华液，在敷尔佳积雪草舒缓修护贴基础上推出内含积雪草的乳液、水、霜、洁面泡泡。成分方面，为迎合消费者美白、抗衰、舒缓抗敏等功效需求。公司精选烟酰胺、金盏花提取物、依克多因成分打造了美白面膜、清痘面膜、熬夜面膜作为功效补充，积极探索乳酸菌、益生菌、奇亚籽等多种不同成分的新功效。公司产品策略清晰，成分与剂型形成立体互补，产品矩阵有望进一步丰富，为销售增长持续注入动能。

图 32：公司产品矩阵按核心成分和剂型

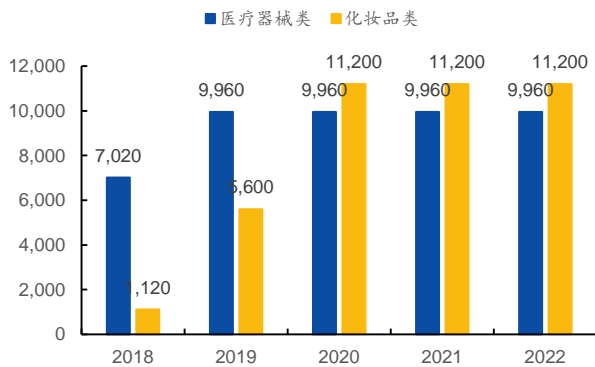
	透明质酸钠	胶原蛋白	积雪草	虾青素	烟酰胺	依克多因	维生素B5
医用敷料及贴、膜							
喷雾							
水、精华及乳液							
洁面							

资料来源：公司公告，国元证券研究所

4.2 生产及研发：整合产业链，加强研发实力

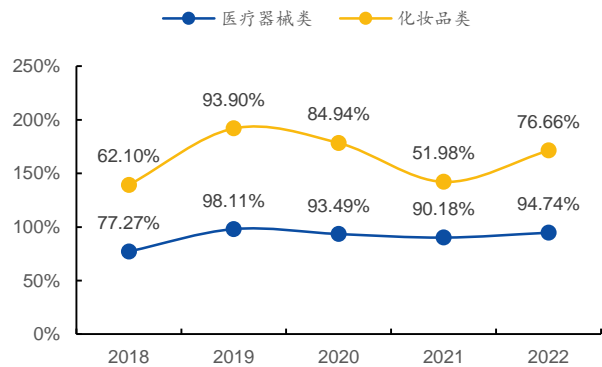
整合产业链，实现生产-品牌-销售的一体化运营，加强供应链快反能力。公司成立之初与哈三联进行合作，由哈三联负责独家生产，其中北星药业为哈三联专门从事化妆品和医疗器械生产及销售的全资子公司。2021年2月，公司完成换股收购哈三联旗下工厂北星药业，实现产业链垂直整合。从原哈三联产能及产能利用率来看，公司医疗器械类产能稳步扩张，产能利用率维持较高水平，2020年产能9960万帖/支/瓶，受到自动化改造产线影响，产能同比提升42%。2020-2022产能利用率分别为93.49%/90.18%/94.74%。化妆品类产能快速扩张，2020年化妆品类产能11200万帖/支/瓶，产能利用率84.94%。2021-2022年受国内限电、宏观经济波动等因素影响，部分原材料无法正常供应，化妆品类产能利用率较低，分别为51.98%/76.66%。

图 33：2018-2022 公司产能情况（万帖/支/瓶）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 34：2018-2022 公司产能利用率情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

加强研发投入，深化产学研合作加码原料端研发，III类械研发已取得阶段性成果。2020-2022 年公司整体研发费用率偏低，主要系公司上市销售的多款新产品均系基于原材料成品进行的配方、配比及原材料选择方向的研究，公司生产研发主要由外部承担，近两年聚焦原料端研发、产品开发与优化升级加速对外合作研发布局，2020-2022 研发费用中第三方服务费分别为 83.70/430.42/1348.72 万元，占比由 57%提升至 87%。具体来看，公司委托江南大学对部分产品原始配方及预期功效进行产品升级，与四川大学、昆明植物研究所、杉海创新、东北林业大学等多家科研机构围绕功效原料研发开展合作。公司自有研发体系包含医疗器械研发、化妆品研发、保健食品研发及项目管理，2020-2022 自主研发支出分别为 64.27 万元、95.41 万元及 193.89 万元。目前在研项目包括以重组 III 型人源化胶原蛋白为主要原料的 III 类医疗器械、防晒产品、美容饮品、修护面膜和修护水乳类产品，现已取得阶段性成果。本次募投项目中，公司计划投入 5700 万用于研发及质量中心建设，自有研发体系持续完善。

表 7：公司在研项目储备情况

序号	项目名称	所处阶段	预算(万元)	内容与目标
1	III类医疗器械开发	工艺研发	633.8	研究重组III型人源化胶原蛋白材料对皮肤创面的修复效果，结合无菌制剂技术，开发一款III类医疗器械产品。
2	敷尔佳防晒产品开发	工艺研发	60.5	针对日常通勤人群及长时间户外活动人群对的防晒需求，开发一款肤感清爽不油腻，成分温和的防晒产品。
3	美容饮品开发	配方及工艺研发	24.9	结合市场对免疫健康产品需求的不断提高，搭配其他可食用原料，开发具有改善皮肤状态等功能的产品。
4	修护面膜类产品开发	设计开发及工艺研发	127.2	针对经常熬夜人群、敏感肌人群以及皮肤屏障受损人群的需求，开发具有保湿、滋养、修护皮肤屏障的产品。
5	修护水乳类产品开发	工艺研发	44.5	针对敏感肌人群的需求，开发一系列以维生素为主要成分的舒缓修护产品。

资料来源：公司公告，国元证券研究所

表 8：公司合作研发及委托研发项目

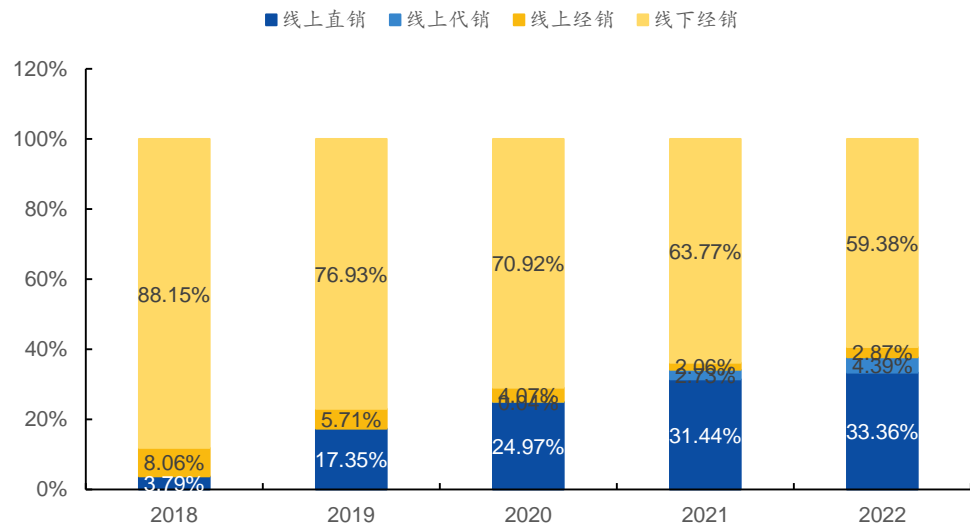
项目名称	受托方	主要委托内容	交易金额	研究成果分配及权利义务划分	委托期限
化妆品技术服务	江南大学	由江南大学对敷尔佳指定的产品原始配方及预期功效进行产品升级	敷尔佳向江南大学支付 150 万元	研究结果及相关的专利所有权归属于敷尔佳；研发出的产品成果、收益亦均归属于敷尔佳	2021 年 4 月 18 日至 2024 年 4 月 18 日
技术委托开发合同	四川大学（乙方）、江苏江山聚源生物技术有限公司（丙方）	基于重组胶原蛋白的注射填充剂项目的研究开发	敷尔佳向乙方支付 100 万元，向丙方支付 550 万元	研究结果及相关的专利所有权归属于敷尔佳；研发出的产品成果、收益亦均归属于敷尔佳	2021 年 9 月 30 日至履行完毕
委托研究开发技术合同	中国科学院昆明植物研究所	植物提取物的舒缓、修复功效、抗衰老、美白等功效研发	敷尔佳向中国科学院昆明植物研究所支付 400 万元	研究结果及相关的专利所有权归属于敷尔佳；研发出的产品成果、收益亦均归属于敷尔佳	2021 年 10 月 21 日至 2022 年 10 月 27 日
技术开发合同	上海聚源智创生物研究有限公司	重组人源纤连蛋白及重组人源弹性蛋白的设计、构建表达、性能测试及发酵提取工艺开发	敷尔佳向上海聚源智创生物研究有限公司支付 520 万元	研究结果及相关的专利所有权归属于敷尔佳；研发出的产品成果、收益亦均归属于敷尔佳	2022 年 3 月 1 日至 2023 年 4 月 30 日
战略合作协议	杉海创新	独家定制功效原料项目开发及材料稳定性测试	敷尔佳向杉海创新按照研发项目具体情况支付研发费用	研究结果及相关的专利所有权归属于敷尔佳；研发出的产品成果、收益亦均归属于敷尔佳	2022 年 4 月 18 日起至 2025 年 4 月 17 日
合作开发协议	杉海创新	10 个超分子材料及相关材料形成的产品	敷尔佳向杉海创新支付 10 个研发项目的费用共计 487 万元	研究相关的专利所有权归属于双方；研发相关的产品成果、收益亦均归属于敷尔佳	2022 年 6 月 30 日起至 2023 年 3 月 1 日
技术开发（委托）协议	东北林业大学	细菌纤维素基液体敷料及再生膜制备等技术	敷尔佳向东北林业大学支付 2 个研发项目的费用共计 110 万元	研究相关的专利所有权归属于双方；研发相关的产品成果、收益亦均归属于敷尔佳	2023 年 2 月 1 日起至 2024 年 7 月 31 日
合作开发协议	杉海创新	3 种新原料的开发	敷尔佳向杉海创新支付 3 个研发项目的费用共计 251 万元	研究相关的专利所有权归属于双方；研发相关的产品成果、收益亦均归属于敷尔佳	2023 年 2 月 15 日起至 2024 年 8 月 31 日
委托研究开发技术合同	中国科学院昆明植物研究所	牡丹和芍药化妆品原料的技术开发	敷尔佳向中国科学院昆明植物研究所支付 260 万元	研究结果及相关的专利所有权归属于敷尔佳；研发出的产品成果、收益亦均归属于敷尔佳	2023 年 3 月 20 日起至 2024 年 3 月 20 日
战略合作协议	深圳市维琪科技股份有限公司	新原料、制剂、配方、市场宣传推广、技术交流的框架性合作	根据后续具体项目协商确定价格	根据后续具体项目协商确定归属	2023 年 6 月 25 日起至 2028 年 6 月 25 日
技术开发（委托）合同	中国科学院化学研究所	胶原蛋白纳米颗粒的制备及性能表征研究等委托技术开发	敷尔佳向中国科学院化学研究所支付 160 万元	专利、技术秘密等知识产权由双方共有；若中国科学院化学研究所进行专利、技术秘密等知识产权的转让，公司享有优先受让权	2023 年 6 月 1 日起至 2024 年 5 月 31 日

资料来源：公司公告，国元证券研究所

4.3 渠道：美容院及医美终端具备先发优势，销售网络迅速铺开

较早利用经销模式拓展美容院及医美终端，具有先发优势，近年来发力直销，迅速铺开销售网络。经销渠道方面，公司是国内较早利用经销模式将医用敷料产品从公立医院销售推广到院外医疗机构、美容机构、连锁零售药店等终端渠道的企业，拥有先发优势；通过对经销商的分级管理，实现了经销商的精细化管理；开拓联盟经销模式，终端销售市场进一步下沉，开展渠道经销模式，快速拓展 CS 和 KA 渠道，实现了经销商的专业化管理；在原有淘宝 C 店的基础上，拓展唯品会、聚美优品、蘑菇街等多家电商平台经销商，实现了线上经销商的立体化全面布局；直销方面，2018 年下半年，公司基于较高的产品的市场认可度在天猫平台设立官方自营旗舰店，并陆续在小红书、考拉海购、京东、抖音、快手、拼多多等 B2C 平台开展直销模式，实现线上销售平台的全覆盖，完成从经销到直销的成功拓展。通过与头部知名主播的合作，以直播带货形式进行产品推广，促进线上电商平台销售；考虑到京东自营、天猫超市、阿里健康大药房、网易严选、小芒电商等 B2C 平台自营模式的流量优势，开展代销模式，形成线上直销与代销的互补融合。

图 35：公司分渠道收入占比情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

分级经销模式：面向美容机构、连锁药店等渠道，实现精细化管理。经销商分级管理主要面对美容机构、连锁零售药店等终端渠道。根据经销能力、经营规模、从业年限、客户资源等，细分为甲、乙、丙三类。其中甲乙类为企业+自然人，丙类为自然人为主。不同的经销商级别，所销售产品的类型、价格进行差异化区分。公司与不同等级经销商约定不同的销售业绩指标并根据完成情况，对经销商进行降级和取消经销资格等措施，从而保证经销商的销售竞争力。

表 9：公司线下经销商管理方式

管理方式	具体内容
分级管理制度	<p>分级管理的经销商主要面向美容机构、整形机构等终端渠道。公司从业务规模、从业资质、分销能力、种草能力、沟通能力等多方面严格遴选经销商，并细分为甲、乙、丙三类。</p> <p>基于对上述各项指标的分析及排序，公司将有资质及能力成为经销商的主体细分为甲、乙、丙三类，以便于差异化管理。</p> <p>不同的经销商级别，约定的销售业绩指标亦不同。如果经销商不能在规定时间内完成业绩指标，公司有权对其进行降级和取消经销资格等措施，以保证经销商的销售竞争力。</p>
分销联盟系统平台	<p>在官方微信公众号中建立了分销联盟系统平台，并通过该系统平台对经销商进行注册、认证管理及销售，注册于该系统平台的经销商主要为自然人。</p> <p>经销商需经过较为严格的业务能力考核和注册认证程序方可具备经销资质，其需于分销联盟系统平台提供姓名、身份证号码、身份证照片、微信号、手机号、银行卡号、开户行、收货信息等资料，待公司核实其身份真实性后，对其进行注册认证。</p> <p>针对分销联盟系统平台的特点，公司对其不进行分级，但对其制定严格的业绩淘汰制度。如果经销商不能在规定时间内完成业绩指标，公司有权对其采用取消代理资格的惩罚措施，以保证经销商的销售竞争力。</p> <p>根据业绩完成程度之高低，公司对完成指标、超额指标的经销商进行返利奖励，对未完成指标的经销商，公司有权对其采用取消经销资格等惩罚机制。</p> <p>分销联盟系统平台的认证经销商仅可经销公司部分产品，一方面有利于产品销售渠道的精确下沉；另一方面，避免了与经销商分级体系之间的压价、窜货、抢客等恶性竞争情形，有利于营造线下经销商的合理竞争空间，促进市场良性发展。</p> <p>分销联盟系统平台的认证经销商仅可定期争取产品配额，因配额存在不确定性，该制度限制了经销商恶意囤货并哄抬售价的情形，也规避了经销商低价倾销公司产品的情形。</p>
准入门槛制度	
业绩淘汰制度	
返利制度	
品类管理制度	
随机配额制度	

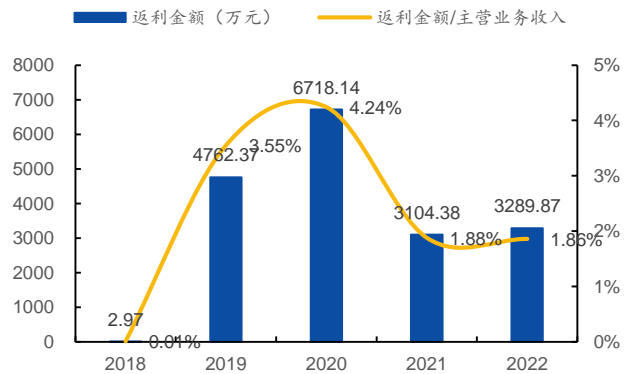
资料来源：公司公告，国元证券研究所

联盟经销模式：把握私域流量，返利及渠道专供持续赋能小型经销商，主力品牌渠道下沉。公司通过微信公众号中建立的分销联盟系统平台布局私域下沉渠道，在平台上实现经销商的注册认证、产品发布、库存管理、订单管理、返利管理，为经销规模较小但具有私域流量资源的自然人主体提供经销机会，与分级经销模式相互补充。在联盟经销模式下，公司推出敷尔佳虾青素传明酸修护贴、敷尔佳水杨酸果酸焕肤面膜等渠道专供品，此类产品不在分级经销渠道销售，同时实体和直销渠道的价格为联盟渠道的终端销售价格提供背书，保证了联盟经销商的利益。此外，公司对完成指标、超额指标的经销商进行返利奖励，返利比例 3%-30%，有效调动联盟经销商的积极性。

图 36：涉及返利制度的产品

序号	产品名称	产品简称
1	敷尔佳花季色泽修护精纯液	小白瓶
2	敷尔佳花季肤质肤色修护冻干粉+肤质肤色	小绿瓶
3	敷尔佳花季提升紧致舒纹冻干粉+提升紧致	小红瓶
4	敷尔佳水杨酸果酸焕肤面膜	蛋壳膜
5	敷尔佳虾青素传明酸修护贴	灯泡膜
6	敷尔佳润颜滋养面膜	元气面膜
7	敷尔佳植萃醒肤修护贴	植萃面膜
8	敷尔佳清痘净肤修护贴	清痘面膜

图 37：线下销售计提返利金额及收入占比



资料来源：公司公告，国元证券研究所

资料来源：公司公告，国元证券研究所

渠道经销模式：聚焦 CS 和 KA 等渠道，经销商数量及终端覆盖快速拓展。公司与经销能力强、资金实力强、资质完善并具有丰富实体渠道资源的专业经销商进行合作，建立渠道经销模式，目前已覆盖屈臣氏、KK 馆、Ole、盒马等渠道。线下渠道经销模式可提升产品展示及服务空间，增强消费者的产品线下体验，提升公司整体产品形象。2022 年公司渠道经销收入 2.76 亿元，占线下收入由 2020 年的 7.04% 提升到 2022 年的 26.26%，2020 年至 2022 年的复合增长率 86.64%。从经销商数量来看，2020-2022 年渠道经销商数量由 7 家增加至 33 家，采购数量、采购频次快速增长，2022 年户均采购规模 835.96 万元。从终端覆盖来看，各经销商所覆盖的终端实体渠道在地域、类型等方面呈现多样化特征，数量快速增长，截至 2022 年末，覆盖商超及化妆品专营店约 2.5 万家、连锁药房约 2.1 万家。

图 38：渠道经销商收入及线下收入占比

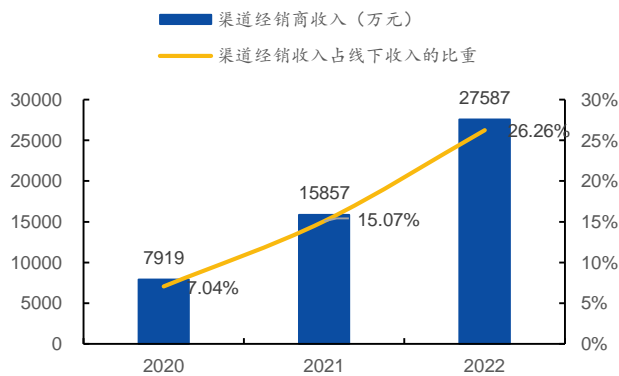


图 39：敷尔佳已覆盖屈臣氏、Ole 及盒马渠道



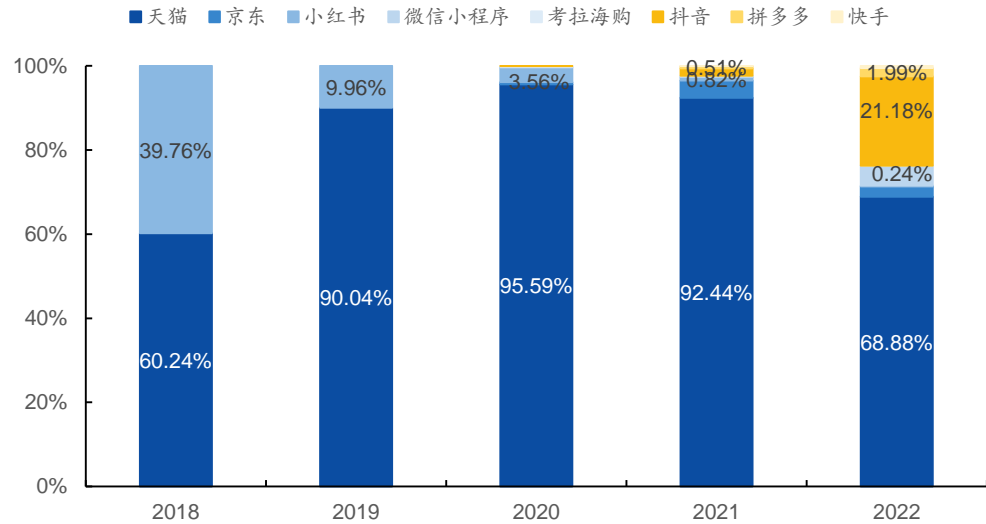
资料来源：公司公告，国元证券研究所

资料来源：屈臣氏小程序，Ole 小程序，盒马 APP，国元证券研究所

线上渠道以直销为主，其中天猫平台占比 69%，抖音平台占比 21%。公司线上渠道销售模式分为直销、经销及代销，直销主要平台包括天猫、小红书、京东、抖音、微信等，经销的主要平台包括淘宝、唯品会等，代销平台主要包括京东自营、阿里健康大药房、天猫超市等。直销模式分平台来看，天猫官方旗舰店占据主导，京东、抖音平台增长迅速。2022 年天猫/京东/小红书/微信小程序/考拉海购/抖音平台分别占比

68.88%/2.46%/0.24%/4.71%/0.03%/21.18%。

图 40：线上直营分平台占比情况

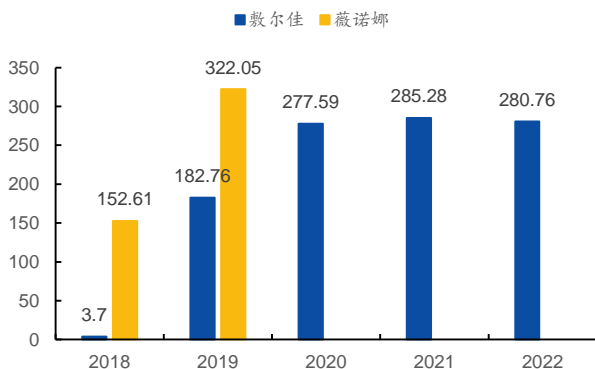


资料来源：公司公告，国元证券研究所

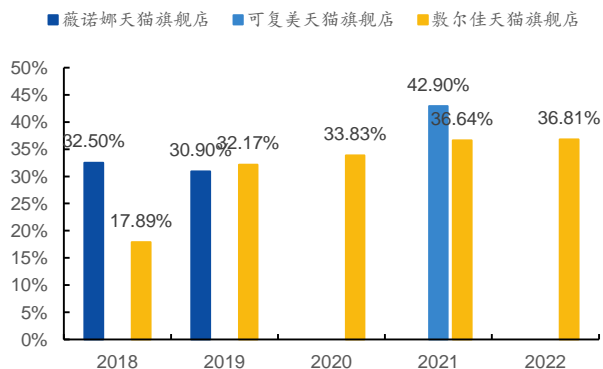
天猫渠道稳步扩张，客户量快速增长，复购率优。公司 2018 年 6 月入驻天猫平台开设直营店铺，目前天猫旗舰店已经具备了较强的流量基础。2019-2021 新客户数由 181.77 万人增长至 217.38 万人，2019-2022 客户总数由 182.76 万人增加至 280.76 万人。客单方面，2019-2021 新客平均交易金额分别为 130.98、148.05、173.47 元，逐年提升。从用户购买频次上看，高频购买的客户数量占比持续提升，2018-2022 年，每年度购买 4-6 次的顾客数量占比从 1.45% 提升至 7.70%，每年购买 7-9 次的顾客数量占比从 0.12% 提升至 2.28%，10 次及以上客户数量占比从 0.03% 提升至 2.31%。复购率上，2022 年公司天猫旗舰店复购率为 36.81%，整体处于化妆品赛道中较好水平。

图 41：敷尔佳及薇诺娜天猫旗舰店年度购买用户数对比

图 42：敷尔佳、薇诺娜及可复美天猫旗舰店复购率对比



资料来源：公司公告，贝泰妮招股书，国元证券研究所

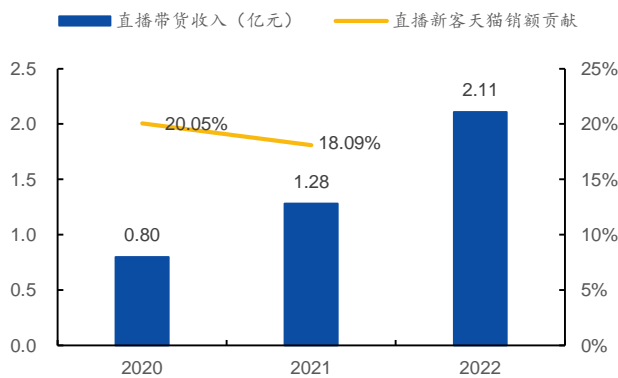


资料来源：公司公告，贝泰妮招股书，巨子生物招股书，国元证券研究所

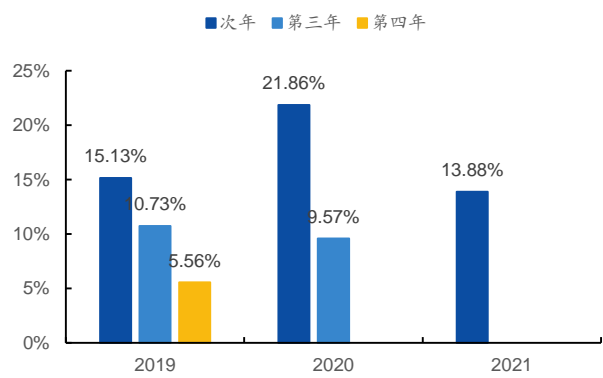
直播带货显著提升拉新效率及转化率，直播新客对天猫平台新客数量及销售额贡献度为 15%-20%。公司自 2019 年开始进行直播带货，2020-2022 直播带货销售收入 7985.63 万元、1.28 亿元及 2.11 亿元。公司通过直播带货模式显著提升新客数量，2020-2021 直播新客分别占天猫平台新客的 16.84%/18.56%。转化率方面，2019-2021，同为直播间、店铺新客户群体当期于非直播期间店铺下单数占其同期下单总数比例（即店铺转化率）分别为 12.94%、18.81%、26.36%，呈显著提升态势。同时，2019-2021 直播间新客次年留存率分别为 15.13%、21.86%、13.88%，2019 年度纯新客至 2021 年度留存率 10.73%，2020 年度纯新客至 2022 年上半年留存率 9.57%，新客户期后留存情况逐年向好。

图 43: 直播间收入及天猫销售贡献

图 44: 直播间新客期后留存率



资料来源：公司公告，国元证券研究所

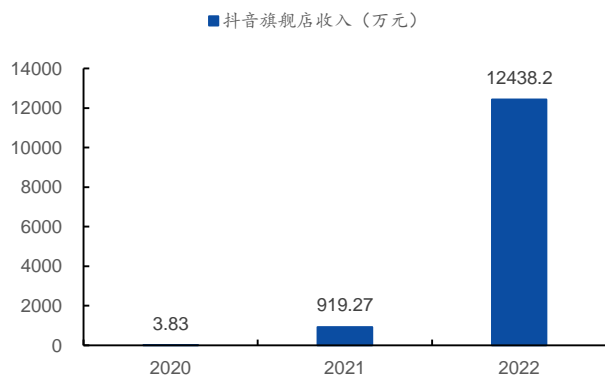


资料来源：公司公告，国元证券研究所

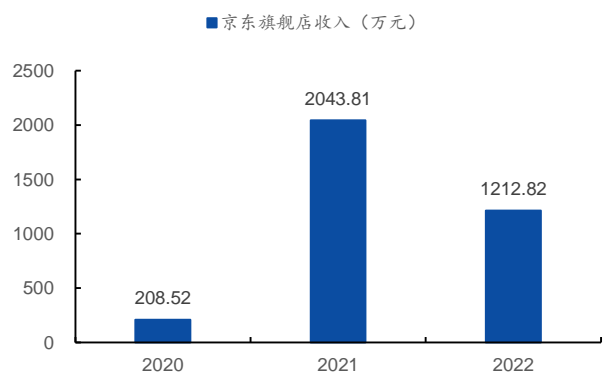
2020 年公司入驻京东、抖音平台，相继迎来快速增长。其中京东平台旗舰店 2021 年收入 2121.53 万元，较 2020 年 208.52 万元增长近 10 倍，2022 年收入占比 2.46%；抖音平台旗舰店 2022 年收入 1.24 亿元，远高于 2021 年 919 万元，占收入比重提升至 21.08%；此外，2021 年来公司持续开拓拼多多以及快手渠道，2022 年收入占比分别为 1.99%/0.52%。

图 45: 2020-2022 数尔佳抖音官方旗舰店收入

图 46: 2020-2022 数尔佳京东官方旗舰店收入



资料来源：公司公告，国元证券研究所



资料来源：公司公告，国元证券研究所

4.4 品牌及营销：精准营销，品牌影响力持续提升

敷尔佳早期通过线下渠道积累用户口碑，并抓住高性价比社交营销红利期，奠定良好口碑基础。敷尔佳的白膜与黑膜均为二类械字产品，较早布局国内美容机构及医美诊所。伴随着医美渗透率提升，轻医美疗程数量持续增长，公司充分享受了行业红利，并以其较好的产品力积累了一定的消费者口碑。同时，公司抓住早期阶段高性价比的社交营销红利期，通过消费者自发推广以及品牌投放的种草推广，使得敷尔佳知名度迅速扩大。

明星推广+冠名赞助+直播带货持续增加品牌曝光量。明星推广方面，19年下半年，敷尔佳签约袁姗姗作为品牌面膜的代言人；2021年11月，敷尔佳推出新品卉呼吸面膜，官宣赵露思为该系列的代言人。赞助冠名方面，敷尔佳冠名、赞助《花花万物2&3》、《妻子的浪漫旅行4》、《谁是宝藏歌手》、《国风大典》、《时间的朋友》、《知识进化论》、金鹰剧场等综艺及影视剧场。直播带货方面，公司和超头部主播、头部网红保持合作。通过明星代言、冠名赞助、直播带货多种方式，增加品牌曝光量，扩大品牌知名度，提升品牌影响力。与竞对相比，公司天猫旗舰店粉丝数量处于较高水平，截至目前共369.6万粉丝；抖音粉丝数62.6万人；从近期30天的微信指数、近一年的百度指数以及小红书粉丝数来看，敷尔佳表现较优。

图 47：敷尔佳品牌代言人



资料来源：敷尔佳官方公众号，国元证券研究所

图 48：敷尔佳冠名赞助综艺及影视剧场



资料来源：微博，国元证券研究所

表 10：敷尔佳与竞品品牌各大平台热度对比

	敷尔佳	可复美	创福康	芙清	薇诺娜	珀莱雅
抖音粉丝数 (万人)	63	96	7	17	295	615
天猫粉丝数 (万人)	369	373	111	507	1,480	2,005
小红书粉丝数 (万人)	11.2	5.9	2.0	3.3	18.0	18.0
百度指数	18,993	12,055	1,140	4,954	53,326	115,227
微信指数	1,149,244	435,945	43,666	39,528	1,668,999	3,821,966

资料来源：抖音、天猫、小红书、百度、微信、国元证券研究所

注：百度指数统计区间为 2022.6.1 至 2023.7.17，微信指数统计区间为 2023.6.19 至 2023.7.18，抖音、天猫、小红书粉丝数量及笔记数统计截至 2023.7.19。

5. 盈利预测与投资建议

专业皮肤护理产品近年快速发展，市场规模由 2017 年的 108 亿元增长至 2021 年的 265 亿元，CAGR 达到 36.7%，是基础护肤品增速的 2 倍。细分来看，贴片类专业皮肤护理赛道复合增速高达 42.5%，2021 年市场规模达到 98 亿，其中械字号占 53%。由于赛道整体兴起时间较晚且早期产品大多以“械字”号为主，海外并没有成熟品牌在该赛道有明显优势，国产品牌错位竞争，占据该赛道主导地位。整体看，该细分品类强调产品的功效性，定价相对高端，消费者价格敏感度较低。敷尔佳早期精准地把握了行业趋势，在蓝海赛道中，率先突围，并实现了品牌力的快速建立。产品方面，械字号核心大单品黑膜及白膜 22 年销售收入占比 49%，近年来公司通过妆字号放大品牌红利，成分、剂型同步拓展，打造立体全面产品布局。渠道方面，早期利用经销模式拓展美容院及医美终端，具有先发优势，开拓联盟经销模式，终端销售市场进一步下沉，开展渠道经销模式，快速拓展 CS 和 KA 渠道，线上则实现平台全覆盖，快速扩大销售规模。营销方面，敷尔佳早期通过线下渠道积累用户口碑，并抓住高性价比社交营销红利期，奠定良好口碑基础。后续通过明星推广+冠名赞助+直播带货持续增加品牌曝光量，建立较强的品牌认知。

基本假设：

(1) 线上渠道：我们预计 2023-2025 年公司线上渠道收入分别为 7.91/9.31/10.75 亿元，同比增长 10.30%/17.64%/15.56%。

(2) 线下渠道：我们预计 2023-2025 年公司线下渠道收入分别为 11.45/12.02/12.63 亿元，同比增长 9.00%/5.00%/5.00%。

预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 8.52/9.29/10.11 亿元。根据可比公司估值，给予公司 2023 年 32 倍 PE，对应市值 271.58 亿，目标价格 67.88 元，公司首次公开发行股票价格为 55.68 元，给予“买入”评级。

表 11：可比公司估值

公司代码	公司名称	昨收盘	EPS			PE		
		(元)	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
300957.SZ	贝泰妮	89.58	3.13	3.99	5.00	28.58	22.46	17.90
603605.SH	珀莱雅	110.30	2.70	3.40	4.23	40.86	32.41	26.06
688363.SH	华熙生物	89.64	2.63	3.37	4.15	34.11	26.63	21.59
2367.HK	巨子生物	34.55	1.44	1.86	2.38	23.99	18.58	14.52
	平均 PE					31.89	25.02	20.02

资料来源：Wind, 国元证券研究所(采用 wind180 天一致预期)

注：取 2023.7.19 收盘价，巨子生物收盘价和 EPS 均以港币计价。

6. 风险提示

- 1) **行业竞争加剧风险：**我国皮肤护理产品行业在消费者需求、广告营销和产品适应市场需求等多维度都存在着较为激烈的竞争。若未来公司不能进一步提升多渠道布局及多元化营销投入，准确的掌握消费者需求并推出契合市场需求的产品，公司市场竞争力可能下降，对公司的行业地位产生不利影响。
- 2) **新产品销售不及预期的风险：**公司在推出新产品前需要依靠行业内的经验及市场敏锐度对当前阶段市场特征的变化进行分析及拆解。通过分析消费者的潜在需求后决定后续推出的新产品及销售策略。若由于新产品未能满足消费者的潜在需求、公司未能制定出贴合的销售策略或推广情况不及预期、消费者使用产品后产生不好的体验，则会影响公司新产品的销售，进而对公司的经营活动造成不利影响。
- 3) **渠道拓展不及预期的风险：**皮肤护理产品行业内企业的竞争力一定程度上取决于各家公司的销售策略及销售模式。近年来，市场营销方式处于快速迭代的阶段，对销售策略的制定及销售模式的调整效率提出了更高的要求。若未来公司不能及时把握市场营销模式的变化趋势，根据市场偏好恰当布局销售渠道，则可能出现公司营销决策失误，进而影响公司经营业绩。
- 4) **商誉减值的风险：**截至 2022 年 12 月 31 日，公司合并资产负债表中商誉的账面价值为 5.6 亿元，系换股收购北星药业形成。若未来宏观经济、医疗器械及化妆品产业政策或行业发展状况等外部因素对北星药业的持续经营产生不利影响，公司账面商誉面临减值风险。

财务预测表

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	1300.12	1703.31	4673.95	5679.23	6778.64	
现金	578.12	1483.28	4448.79	5436.02	6520.13	
应收账款	11.70	7.46	8.82	10.38	10.88	
其他应收款	0.79	1.72	9.69	6.20	7.68	
预付账款	33.06	18.27	24.54	27.25	28.45	
存货	98.56	125.52	115.04	132.32	144.45	
其他流动资产	577.89	67.07	67.07	67.07	67.07	
非流动资产	793.55	1322.53	1290.95	1228.88	1154.00	
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
固定资产	32.24	34.02	283.53	362.16	355.35	
无形资产	28.18	28.53	28.53	28.53	28.53	
其他非流动资产	733.13	1259.98	978.89	838.19	770.12	
资产总计	2093.67	3025.85	5964.90	6908.11	7932.64	
流动负债	159.52	244.78	212.14	226.06	240.01	
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
应付账款	39.91	120.56	82.67	100.97	113.55	
其他流动负债	119.61	124.22	129.48	125.08	126.46	
非流动负债	1.19	0.81	0.71	0.75	0.75	
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
其他非流动负债	1.19	0.81	0.71	0.75	0.75	
负债合计	160.71	245.59	212.85	226.81	240.76	
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
股本	360.00	360.00	400.08	400.08	400.08	
资本公积	748.17	748.17	2828.16	2828.16	2828.16	
留存收益	824.80	1672.08	2523.80	3453.06	4463.64	
归属母公司股东权益	1932.97	2780.25	5752.04	6681.30	7691.88	
负债和股东权益	2093.67	3025.85	5964.90	6908.11	7932.64	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	802.30	898.67	756.90	834.65	870.28	
净利润	805.80	847.29	851.72	929.26	1010.58	
折旧摊销	12.12	13.03	27.07	59.66	75.95	
财务费用	-12.21	-27.01	-82.72	-144.54	-207.42	
投资损失	-5.03	-6.47	-6.39	-6.19	-6.30	
营运资金变动	-3.23	49.41	-39.48	-3.37	-1.64	
其他经营现金流	4.84	22.41	6.71	-0.17	-0.89	
投资活动现金流	-215.59	15.99	4.09	8.61	6.22	
资本支出	159.07	398.24	0.00	0.00	0.00	
长期投资	-210.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
其他投资现金流	-266.52	414.23	4.09	8.61	6.22	
筹资活动现金流	-395.05	-9.46	2204.52	143.97	207.61	
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
普通股增加	113.72	0.00	40.08	0.00	0.00	
资本公积增加	608.27	0.00	2079.99	0.00	0.00	
其他筹资现金流	-1117.04	-9.46	84.45	143.97	207.61	
现金净增加额	191.65	905.21	2965.51	987.23	1084.11	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业收入	1649.69	1769.22	1936.45	2133.29	2338.22	
营业成本	297.82	299.46	327.37	357.06	388.00	
营业税金及附加	19.63	17.30	20.68	22.58	24.51	
营业费用	264.19	390.20	493.79	597.32	701.47	
管理费用	41.76	47.55	58.09	64.00	70.15	
研发费用	5.24	15.43	29.05	42.67	58.46	
财务费用	-12.21	-27.01	-82.72	-144.54	-207.42	
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
公允价值变动收益	2.08	0.00	0.90	0.80	0.70	
投资净收益	5.03	6.47	6.39	6.19	6.30	
营业利润	1071.68	1131.62	1130.69	1233.68	1342.55	
营业外收入	10.37	3.49	5.23	5.51	5.08	
营业外支出	0.11	0.00	0.30	0.17	0.18	
利润总额	1081.94	1135.11	1135.62	1239.01	1347.44	
所得税	276.14	287.82	283.91	309.75	336.86	
净利润	805.80	847.29	851.72	929.26	1010.58	
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
归属母公司净利润	805.80	847.29	851.72	929.26	1010.58	
EBITDA	1071.60	1117.65	1075.04	1148.79	1211.08	
EPS (元)	2.24	2.35	2.13	2.32	2.53	

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	4.08	7.25	9.45	10.17	9.61
营业利润(%)	17.28	5.59	-0.08	9.11	8.82
归属母公司净利润(%)	24.38	5.15	0.52	9.10	8.75
获利能力					
毛利率(%)	81.95	83.07	83.09	83.26	83.41
净利率(%)	48.85	47.89	43.98	43.56	43.22
ROE(%)	41.69	30.48	14.81	13.91	13.14
ROIC(%)	68.05	74.24	69.99	76.57	85.78
偿债能力					
资产负债率(%)	7.68	8.12	3.57	3.28	3.04
净负债比率(%)	3.79	0.37	1.24	0.91	0.94
流动比率	8.15	6.96	22.03	25.12	28.24
速动比率	7.53	6.45	21.49	24.54	27.64
营运能力					
总资产周转率	1.04	0.69	0.43	0.33	0.32
应收账款周转率	263.74	184.67	237.85	222.15	219.92
应付账款周转率	10.92	3.73	3.22	3.89	3.62
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.01	2.12	2.13	2.32	2.53
每股经营现金流(最新摊薄)	2.01	2.25	0.00	0.00	0.00
每股净资产(最新摊薄)	4.83	6.95	14.38	16.70	19.23
估值比率					
P/E	27.65	26.29	26.15	23.97	22.04
P/B	11.52	8.01	3.87	3.33	2.90
EV/EBITDA	19.28	18.49	19.22	17.99	17.06

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

分析师声明

作者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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188