



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

皮肤护理空间广阔，医用敷料龙头乘风而起

增持 (首次)

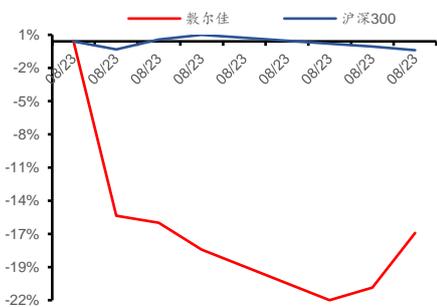
行业: 美容护理
日期: 2023年08月09日

分析师: 王盼
Tel: 021-53686243
E-mail: wangpan@shzq.com
SAC 编号: S0870523030001
联系人: 梁瑞
Tel: 021-53686409
E-mail: liangrui@shzq.com
SAC 编号: S0870123050017

基本数据

最新收盘价 (元)	59.00
12mth A 股价格区间 (元)	54.89-70.70
总股本 (百万股)	400.08
无限售 A 股/总股本	9.41%
流通市值 (亿元)	22.20

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告:

■ 投资摘要

敷尔佳:医用敷料与功能性护肤双轮驱动

敷尔佳前身为华信药业，主要从事药品销售。2014年取得敷尔佳商标注册证书，2017年敷尔佳独立运营，专业从事皮肤护理产品运营。公司2022年营收17.69亿元，同增7%，2022年归母净利润8.5亿元，同增5%。公司以医用敷料起家，2018年医用敷料销售占比达90%。在此基础上，公司加快化妆品品类拓展，2022年化妆品营收约为9亿元，占比达51%，已形成医用敷料和化妆品双轮驱动增长格局。

功能性护肤和医用敷料市场有望保持高增速

根据弗若斯特沙利文，预计到2026年中国皮肤护理产品行业市场规模将达5,185 亿元，2021年-2026年将保持10.3%的复合增速。其中，专业皮肤护理产品2021年为378亿元，2017-2021年CAGR为36.7%。预计2026年规模将达到877亿元，2021-2026CAGR为18.3%。中国功能性护肤品和医疗器械类敷料产品的市场规模由2017年的102.5 亿元和5.7 亿元增长至2021年的309.6亿元和68.2亿元，CAGR为31.8%和86.3%。预计到2026年，功能性护肤品和医疗器械类敷料产品的市场规模将达到623.0亿元和253.8亿元，CAGR分别为15%和30%。

竞争优势: 产品、渠道、营销多维拓展

(1) **产品端先发布局**，敷尔佳医用透明质酸钠修复贴是国内第一批获准上市的透明质酸钠成分的II类医用敷料贴类产品。并且专业的药企生产和销售背景增强消费者对公司的信任度，提高新品转化率，大单品黑膜和白膜占领消费者心智，销售持续增长。公司拓展化妆品业务，其中胶原蛋白水光修护贴、虾青素传明酸修护贴、积雪草舒缓修护贴等单品2022年占化妆品收入的比重超过10%，有望打造成为新的大单品。(2) **渠道端线上线下多元布局**。线下已形成较为完善的线下经销商管理制度，并通过经销商准入和退出的管理，提高线下经销商与公司的粘性及协同性。并且2019年开始逐步拓展到CS、KA渠道并不断沉淀私域客户，从而实现了销售终端的纵深延伸。线上多平台发力，拓展小红书、京东、抖音等电商平台及直播带货模式有望带动销售持续增长。(3) **营销端**，公司根据市场形势的变化持续进行销售推广模式的创新，紧跟线上流量变迁趋势。早期阶段抓住高性价比的社交营销红利期，奠定良好的口碑基础；后续通过明星代言、直播合作、综艺节目赞助、电商平台推广等多种新业态、新媒体的营销方式赋能品牌推广。线下美容机构、医疗机构、KA、CS等多场景营销，提升消费者体验，增强消费粘性。

同业比较: 敷尔佳构建多元渠道与营销优势，巨子生物营销发力+医美在研储备多，锦波生物三类械先发优势明显

(1) **产品端**: 国内主要敷料企业的产品均以透明质酸和胶原蛋白原料为主，产品功效包括修复、去红等，并且均拓展功效护肤产品。其中巨子生物旗下可复美单品价格相对较高，盈利能力强。(2) **研发端**: 敷尔佳研发起步相对较晚，通过委托研发缩小技术差距；巨子生物拥有多个医美产品管线在研，有望在2023年之后逐渐商业化；锦波生物重组三型人源化胶原蛋白在2021年6月获得三类医疗器械证，先发优

势明显。(3) 渠道端：线上线下多元布局，直销占比增长带动毛利率上行。敷尔佳和巨子生物线上占比快速提升，锦波生物线下医院渠道等专业渠道占比高。(4) 营销端：敷尔佳持续拓展建立多层次营销推广矩阵；巨子生物通过学术营销增强专业品牌形象并拓展线上电商及社媒平台，销售费用率提升明显；锦波生物医院渠道营销相对更多，依靠医生背书打造品牌，销售费用率处于较高水平。

■ 投资建议

医用敷料赛道仍处于较快增长阶段，公司较早的布局医用敷料相关产品，敷料业务领先，并且持续开拓化妆品业务。在产品、渠道、营销等方面的优势有望持续加强。我们预计公司在2023-2025年营收分别为19/21/24亿元，同增8.6%、11.4%、12.3%；归母净利润分别为8.5/8.9/9.6亿元，同增分别为0.6%、4.5%、8.0%；每股收益分别为2.13、2.23、2.40元，对应PE为28/27/25倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

■ 风险提示

行业竞争加剧；依赖单一品牌风险；新品销售及上市不及预期；行业监管趋严；消费复苏不及预期等。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1769	1921	2140	2404
年增长率	7.2%	8.6%	11.4%	12.3%
归母净利润	847	852	891	962
年增长率	5.1%	0.6%	4.5%	8.0%
每股收益（元）	2.12	2.13	2.23	2.40
市盈率（X）	27.86	27.69	26.50	24.54
市净率（X）	8.49	4.14	3.58	3.12

资料来源：Wind，上海证券研究所（2023年08月09日收盘价）

目 录

1 敷尔佳：医用敷料龙头，功能性护肤打造第二增长曲线	6
1.1 发展历史：制药起家，2017 年独立运营.....	6
1.2 股权结构：高度集中，实控人为张立国.....	6
1.3 财务分析：净利率保持较高水平，毛利率稳步提升.....	7
1.4 募投项目：符合发展战略，提升竞争力.....	9
2 行业：专业皮肤护理空间广阔，械字号敷料景气度高	10
2.1 功能性护肤和医用敷料或将保持高增速.....	10
2.2 中国专业皮肤护理市场相对集中，敷尔佳领跑.....	13
3 竞争优势：产品+渠道+营销多维拓展，构筑龙头地位	15
3.1 产品：大单品心智强，新品持续创新.....	15
3.2 渠道：线上线下双结合.....	19
3.3 营销：线上紧跟流量变迁，线下多场景推广.....	21
4 同业比较：产品差异化小+研发筑壁垒+线上渠道拓展加速	23
4.1 财务：锦波生物和巨子生物营收、利润延续高增，敷尔佳净利率最高.....	23
4.2 品牌：以玻尿酸和胶原蛋白为原料，均向化妆品类延伸.....	24
4.3 生产：均自主生产，总体产能利用率处于高位.....	26
4.4 研发：锦波生物投入高，敷尔佳加强委托合作.....	27
4.5 渠道：敷尔佳线上直销占比快速增长，有望带动毛利率上行.....	29
4.6 营销：巨子生物和敷尔佳加强线上平台推广，锦波生物注重机构营销.....	32
5 盈利预测及投资建议	33
5.1 盈利预测.....	33
5.2 投资建议.....	34
6 风险提示	35
图	
图 1：公司发展历史.....	6
图 2：公司股权结构（招股说明书签署日）.....	7
图 3：公司营收及增速.....	7
图 4：公司归母净利润及增速.....	7
图 5：公司归母净利润及增速.....	8
图 6：公司化妆品类产品营收及增速.....	8
图 7：公司医疗器械类产品营收及增速.....	8
图 8：公司毛利率(%).....	8
图 9：公司毛利率(%).....	8
图 10：公司线上线下占比.....	9
图 25：公司线上销售构成.....	9
图 11：中国皮肤护理产品分类.....	10
图 12：中国皮肤护理产品行业市场规模（按零售额计算）.....	11
图 13：中国专业皮肤护理市场规模.....	11

图 14: 中国功能性护肤市场规模 (按零售额计算)	11
图 15: 中国医疗器械类市场规模	11
图 16: 中国敷料贴类市场规模	12
图 17: 中国贴片类市场规模	12
图 18: 中国非贴片类市场规模	12
图 19: 国内贴片面膜 (含械字号) 销售额 (亿元、%)	13
图 20: 国内贴片面膜 (含械字号) 销量 (万件、%)	13
图 21: 国内贴片面膜 (含械字号) 单价 (元、%)	13
图 22: 2021 年中国专业皮肤护理市场格局	14
图 23: 2021 年中国医用敷料市场竞争格局	14
图 24: 国内主要品牌贴片面膜市场份额占比	15
图 25: 公司医用敷料收入构成	16
图 26: 天猫旗舰店复购率	16
图 27: 公司化妆品类收入构成	17
图 28: 公司医用敷料类产品	18
图 29: 公司化妆品类产品 (部分示例)	18
图 30: 公司化妆品线下收入	20
图 31: 公司线上线下销售占比	20
图 32: 公司线上销售构成	20
图 33: 公司明星代言+综艺等营销活动	22
图 34: 各公司营收及增速 (百万元/%)	23
图 35: 各公司归母净利润及增速 (百万元/%)	23
图 36: 各公司毛利率 (%)	24
图 37: 各公司净利率 (%)	24
图 38: 各品牌主要敷料产品一览	24
图 39: 巨子生物收入分产品 (百万元)	25
图 40: 敷尔佳收入分产品 (百万元)	25
图 41: 锦波生物收入分产品 (百万元)	25
图 42: 巨子生物品牌矩阵	26
图 43: 2022 年巨子生物不同品牌收入占比	26
图 44: 锦波生物重组 III 型胶原蛋白产能及产能利用率 (kg、%)	26
图 45: 敷尔佳产能利用率 (%)	26
图 46: 巨子生物产能及产能利用率 (万件、%)	27
图 47: 研发费用率对比	28
图 48: 2022 年研发人员数量	28
图 49: 巨子生物在研产品	28
图 50: 锦波生物在研产品	28
图 51: 敷尔佳不同交易金额线下经销商占比 (%) 和线上直 销渠道构成 (%)	31
图 52: 创尔生物医用敷料进入医院情况 (家) 及经销商数量 变化 (家)	31
图 53: 巨子生物经销商数量 (家) 及主要渠道分布	31
图 54: 敷尔佳主要推广模式	32

图 55: 巨子生物主要推广模式	33
图 56: 销售费用率比较 (%)	33

表

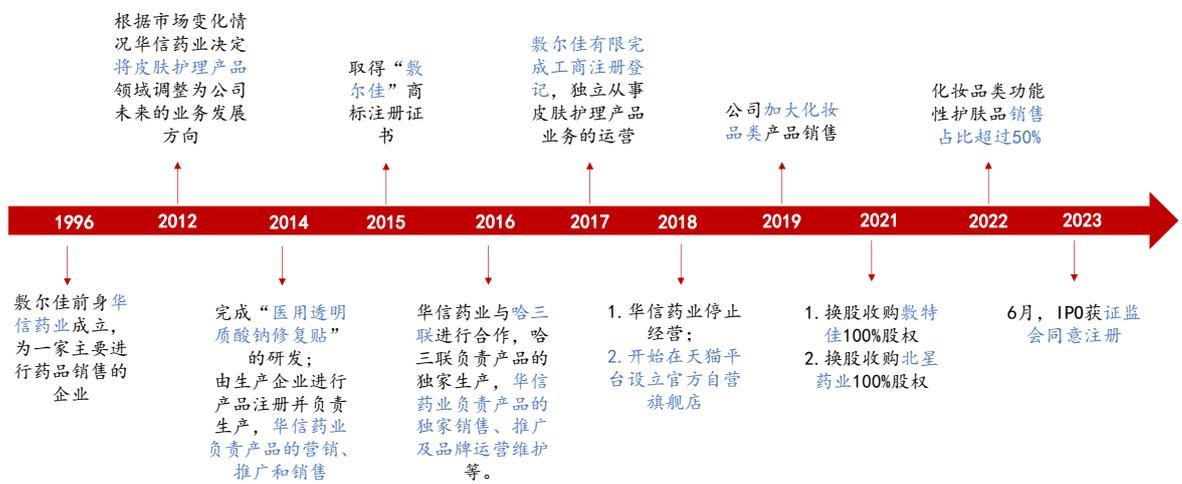
表 1: 公司募投项目	9
表 2: 关于哈三联独家加工的合作协议和条款	15
表 3: 公司销售表现较好的功效护肤单品	17
表 4: 公司主要储备技术	19
表 5: 公司在研项目	19
表 6: 经销商分级管理	20
表 7: 公司线上直营平台	21
表 8: 公司线上线下主要推广场景	21
表 9: 公司线下推广主要场景	22
表 10: 线下销售推广活动	23
表 11: 医用敷料主要品牌	24
表 12: 敷尔佳合作及委托研发项目	27
表 13: 敷尔佳营收按渠道 (百万元、%)	29
表 14: 巨子生物营收按渠道 (百万元、%)	29
表 15: 锦波生物营收按渠道 (百万元、%)	30
表 16: 锦波生物部分品牌销售终端分布	31
表 17: 公司营收拆分	33
表 18: 可比公司估值	34

1 敷尔佳：医用敷料龙头，功能性护肤打造第二增长曲线

1.1 发展历史：制药起家，2017 年独立运营

敷尔佳前身为华信药业，主要从事药品销售。2014 年取得敷尔佳商标注册证书，2017 年敷尔佳独立运营，专业从事皮肤护理产品运营。

图 1：公司发展历史

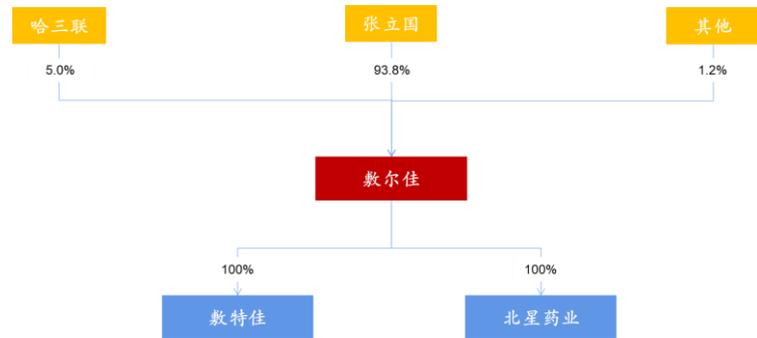


资料来源：公司招股书，上海证券研究所

1.2 股权结构：高度集中，实控人为张立国

公司实控人张立国持股约 94%，二股东哈三联持股约 5%。此外，12 名员工通过股权激励持股合计持股占比约 1.2%，主要管理层如副总经理郝庆祝和肖丽、财务负责人邓百娇、董秘沈晓溪等均有持股。

图 2：公司股权结构（招股说明书签署日）

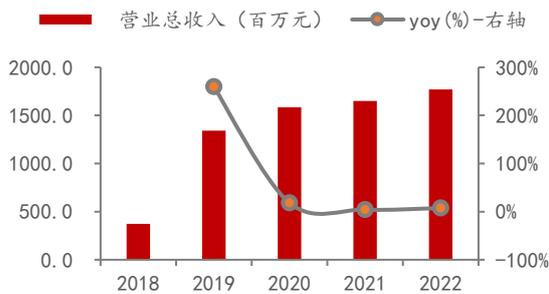


资料来源：公司招股书，上海证券研究所

1.3 财务分析：净利率保持较高水平，毛利率稳步提升

公司营收持续增长，盈利水平较强。营收方面，公司 2018-2022 年营收分别为 3.73/13.42/15.85/16.50/17.69 亿元，2019-2022 年同比增速分别为 259%/18%/4%/7%。利润方面，公司 2018 年到 2022 年归母净利润分别为 2.0/6.6/6.5/8.1/8.5 亿元，2019-2022 年同比增速分别为 231%/-2%/24%/5%，保持较强的盈利水平。

图 3：公司营收及增速



资料来源：公司招股书，上海证券研究所

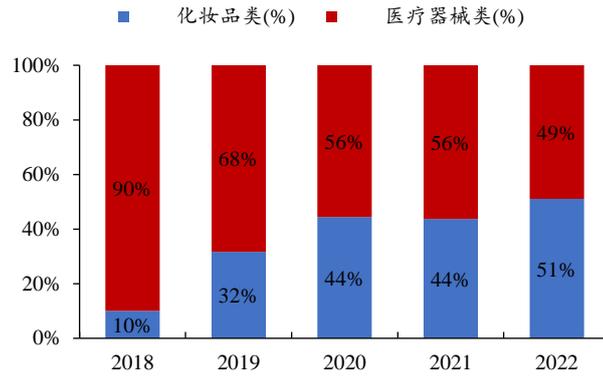
图 4：公司归母净利润及增速



资料来源：公司招股书，上海证券研究所

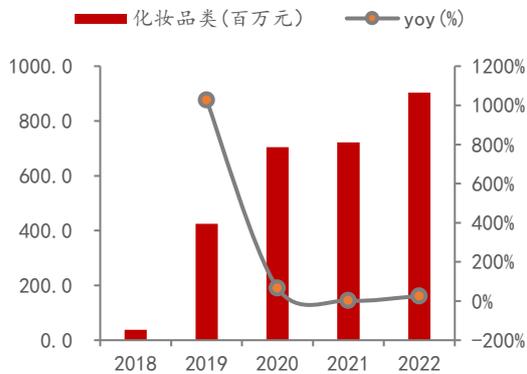
医用敷料与功能性护肤双轮驱动。公司以医用敷料起家，2018 年医用敷料销售占比达 90%。2022 年公司医疗器械收入小幅下降，主要系宏观经济波动等因素影响，医疗器械类产品终端销售渠道及物流运输受到一定程度影响。公司化妆品类产品销售快速增长，2022 年营收约为 9 亿元，占比达 51%，主要得益于加大对化妆品的投入，上市销售多款差异化功能性护肤品。

图 5：公司归母净利润及增速



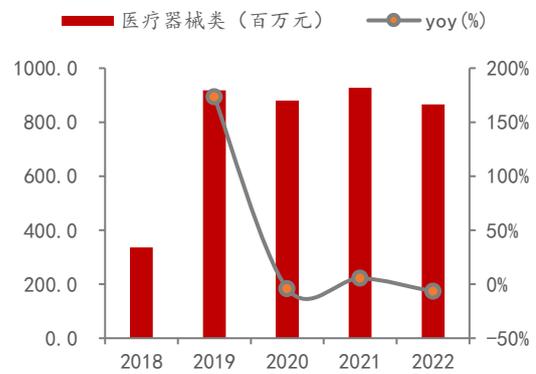
资料来源：同花顺 iFinD, 上海证券研究所

图 6：公司化妆品类产品营收及增速



资料来源：同花顺 iFinD, 上海证券研究所

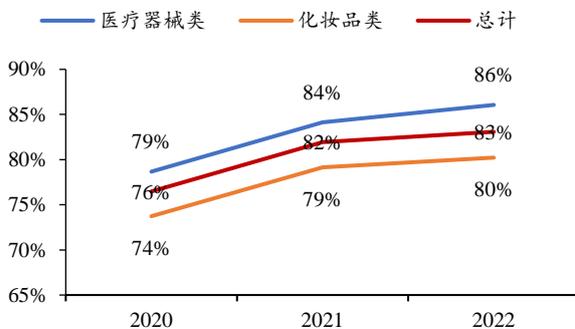
图 7：公司医疗器械类产品营收及增速



资料来源：同花顺 iFinD, 上海证券研究所

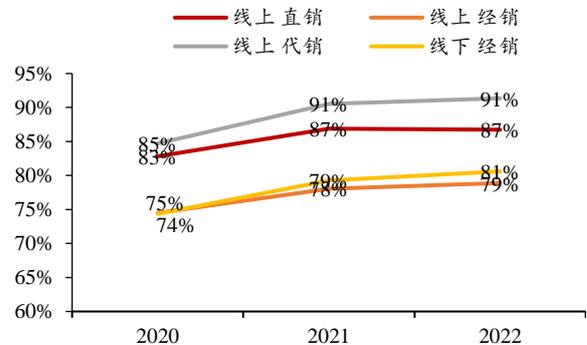
毛利率稳步提升，医疗器械类毛利率达到 80%。公司毛利率稳步提升，2022 年医疗器械类毛利率达到 86%，化妆品类毛利率达到 80%，处于行业较高水平。主要由于（1）2021 年 2 月起，公司主要采取自主生产模式来生产，因此公司享有生产环节利润；（2）2022 年，随着生产规模持续增长，规模成本优势进一步体现；（3）直销及代销模式的毛利率较高，直销及代销销售占比有所提升。2022 年公司净利率为 48%，保持较高水平。

图 8：公司毛利率(%)



资料来源：公司招股书, 上海证券研究所

图 9：公司毛利率(%)



资料来源：公司招股书, 上海证券研究所

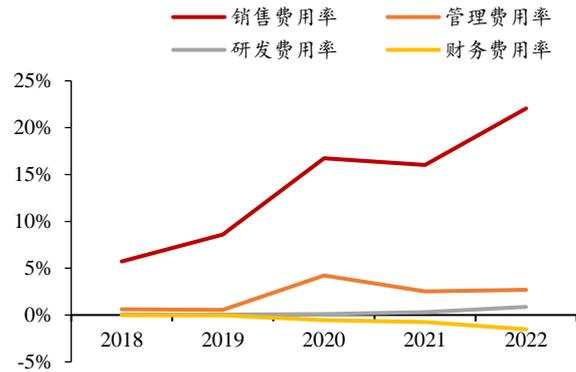
净利率保持较高水平，销售费用率有所提升。公司净利率2022年为48%，保持较高水平。费用方面，2022年销售费用率到达22%，我们认为主要由于公司为加强品牌建设，公司通过明星代言、冠名综艺、影视剧广告植入及新媒体推广等方式加大广告宣传投入，并积极参加全国各地展会进行品牌宣传、实现与同行业上下游合作方的及时交流；同时随着公司线上销售渠道拓宽及线上销售收入的快速增长，平台推广服务费用相应增加。

图 10：公司线上线下占比



资料来源：公司招股书，上海证券研究所

图 25：公司线上销售构成



资料来源：公司招股书，上海证券研究所

1.4 募投项目：符合发展战略，提升竞争力

募投项目符合公司发展战略，有助于提升公司产品、研发、营销竞争力。公司募投项目主要用于生产基地建设项目、研发及质量检测中心建设项目、品牌营销推广项目及补充流动资金。其中，(1) 生产基地建设项目的实施有助于公司提升产能及产品质量管理水平；(2) 研发及质量检测中心建设项目的实施有助于提升公司的研发能力，提高产品丰富度和竞争力；(3) 品牌营销推广项目的实施有助于增强公司的市场推广营销能力，提升客户综合服务能力；(4) 补充流动资金项目将保障公司正常经营和业务发展规划的顺利实施。因此，公司本次募投项目的实施或将有助于全面提升公司的综合竞争实力，推动公司业务规模进一步增长。

表 1：公司募投项目

序号	项目名称	项目投资额 (万元)	本次募集资金投入 (万元)	投入占募集资金比重 (%)
1	生产基地建设项目	65551	65450	35%
2	研发及质量检测中心建设项目	5699	5691	3%
3	品牌营销推广项目	88553	88520	47%
4	补充流动资金	30000	30000	16%
	合计	189802	189661	100%

资料来源：公司招股书，上海证券研究所

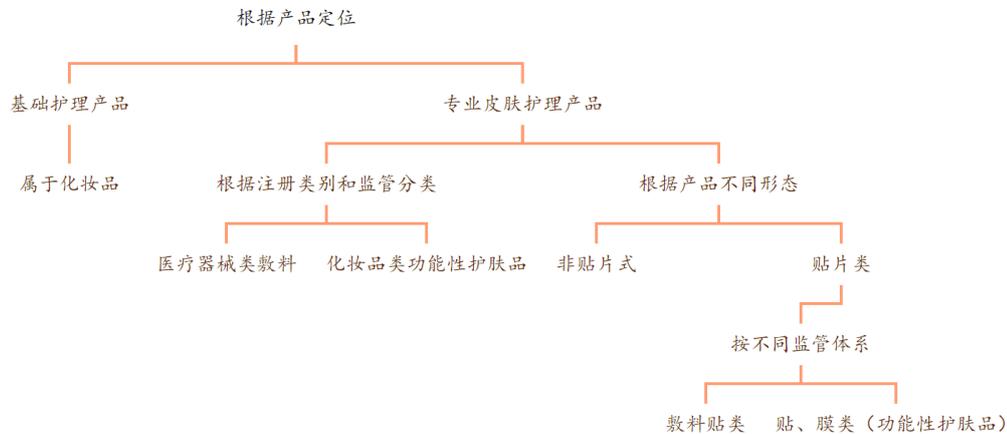
2 行业：专业皮肤护理空间广阔，械字号敷料景气度高

2.1 功能性护肤和医用敷料或将保持高增速

专业皮肤护理修复皮肤不稳定状态。皮肤护理产品指用于脸部或者身体，用以护理皮肤，保持皮肤机理和光泽，起到保湿、补水、清洁、延缓皮肤衰老、防止或者修复皮肤受损等作用。皮肤护理产品依照不同定位，可分为专业皮肤护理产品和基础护肤品。基础护肤品属于化妆品，即用于脸部或者身体，用以护理皮肤，保持皮肤的机理和光泽的化妆品；专业皮肤护理产品主要指针对皮肤状态不稳定，如皮肤屏障受损、持续发痘、脱皮、过敏、泛红、激光光子治疗后、水光针后等情况的肌肤使用产品。

根据注册类别和监管分类，专业皮肤护理产品可以分成医疗器械类敷料产品和化妆品类功能性护肤品，其中，医疗器械类敷料产品系可直接使用于创口的创面敷料，功能性护肤品仅可在健康完整的皮肤表面上使用。

图 11：中国皮肤护理产品分类



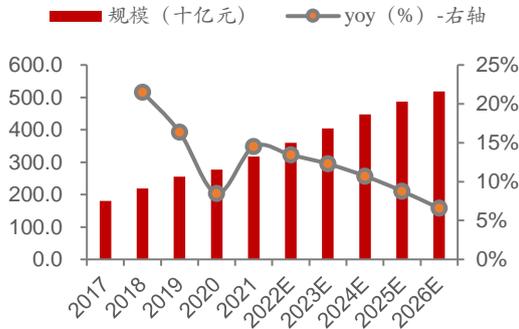
资料来源：公司招股书，上海证券研究所

皮肤护理市场空间广阔，专业皮肤护理市场增长更快。随着需求端居民生活水平的提高、居民对自身健康及肌肤护理的重视程度不断提高；供给端皮肤护理产品种类繁多、可满足消费者多样化需求，多重因素驱动下中国皮肤护理产品行业快速发展。根据弗若斯特沙利文，2017-2021年，中国皮肤护理产品行业市场规模由1,805亿元增长至3,171亿元，CAGR为15.1%。预计到2026年中国皮肤护理产品行业的市场规模将达5,185亿元，2021-

2026年将保持10.3%的复合增速。其中，专业皮肤护理产品2021年为378亿元，2017-2021年CAGR为36.7%。预计2026年规模将达到877亿元，2021-2026CAGR为18.3%。

图 12：中国皮肤护理产品行业市场规模（按零售额计算）

图 13：中国专业皮肤护理市场规模



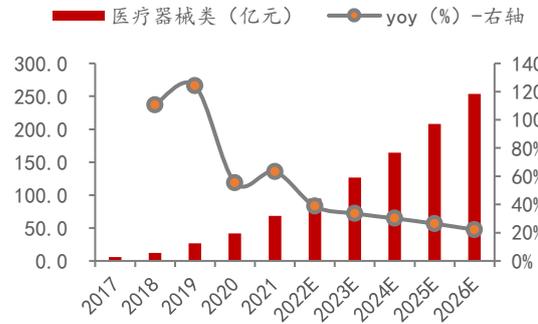
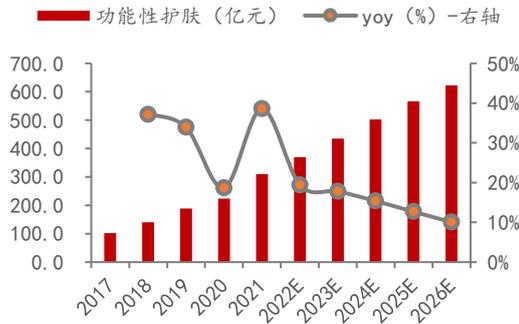
资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股书，上海证券研究所

资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股书，上海证券研究所

功能性护肤和医用敷料或将保持高增速。根据弗若斯特沙利文，中国功能性护肤品和医疗器械类敷料产品市场规模分别由2017年的102.5亿元和5.7亿元增长至2021年的309.6亿元和68.2亿元，CAGR分别为31.8%和86.3%。预计到2026年，中国功能性护肤品和医疗器械类敷料产品的市场规模将达到623.0亿元和253.8亿元，CAGR分别为15%和30%。

图 14：中国功能性护肤市场规模（按零售额计算）

图 15：中国医疗器械类市场规模

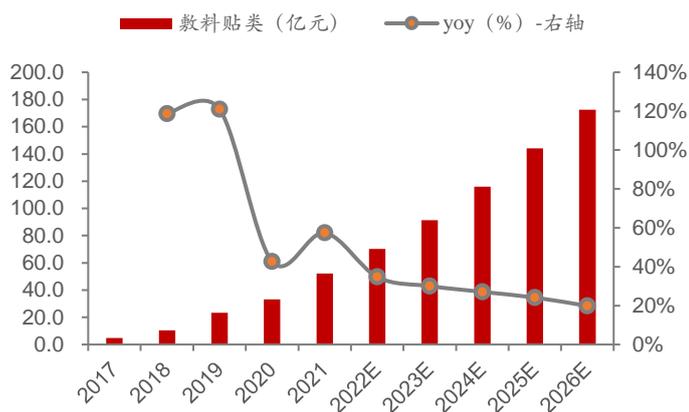


资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股书，上海证券研究所

资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股书，上海证券研究所

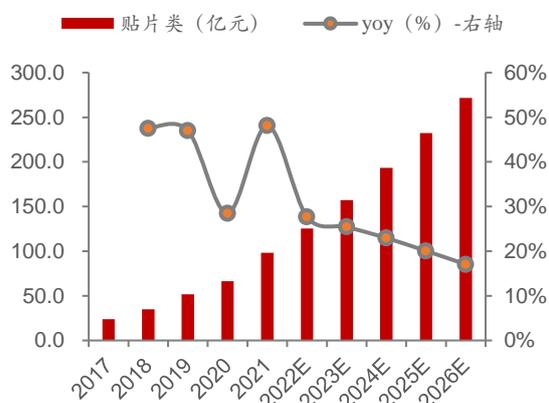
贴片类专业皮肤护理产品 CAGR 达 22.6%。通常专业皮肤护理产品的产品形式分为贴片类和非贴片类：贴片类产品通过片状膜布等材料将精华液/成分液敷贴于皮肤上；非贴片类由精华、次抛原液、水、喷雾、乳液等产品组成。根据弗若斯特沙利文，中国贴片类和非贴片类专业皮肤护理产品 2017-2021 年 CAGR 分别为 42.5%和 34.9%。预计 2021-2026 年贴片类和非贴片类专业皮肤护理产品的市场规模 CAGR 分别为 22.6%和 16.7%。

图 16: 中国敷料贴类市场规模



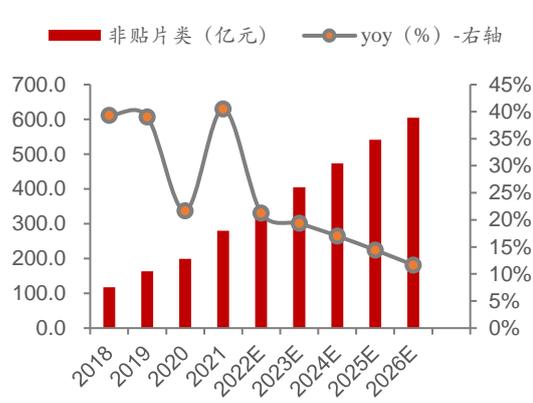
资料来源: 弗若斯特沙利文, 公司招股书, 上海证券研究所

图 17: 中国贴片类市场规模



资料来源: 弗若斯特沙利文, 公司招股书, 上海证券研究所

图 18: 中国非贴片类市场规模



资料来源: 弗若斯特沙利文, 公司招股书, 上海证券研究所

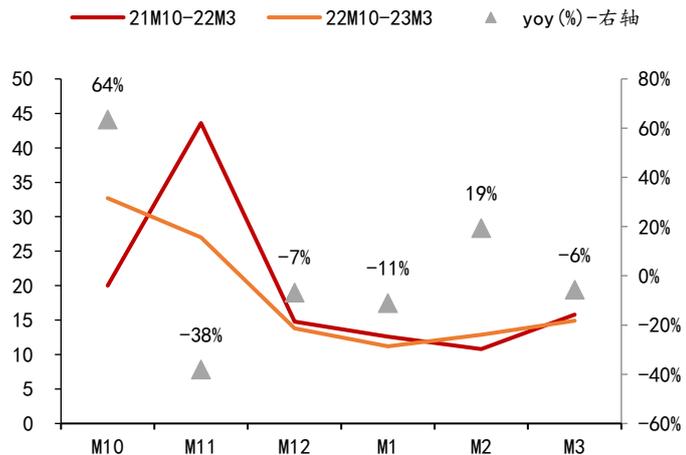
械字号需求强劲, 高端化趋势增强。

量: 国内面膜品类大促期间折扣力度大, 囤货效应强, 大促虹吸效应增强。

价: (1) 国内贴片面膜市场消费升级, 中端化趋势增强, 对于大多数消费者而言, 皮肤安全与成分更为重要, 价格并非首要考虑的因素; (2) 械字号敷料在贴片面膜中消费占比提升。

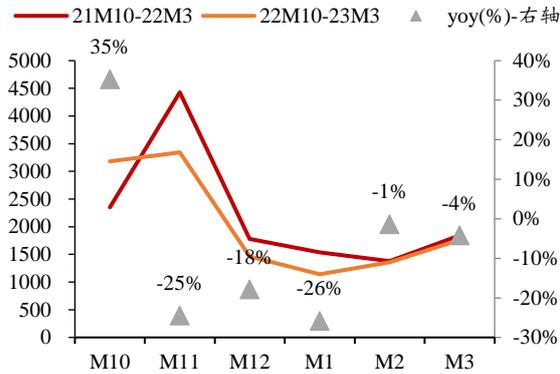
销售额: 保持相对平稳。

图 19: 国内贴片面膜 (含械字号) 销售额 (亿元、%)



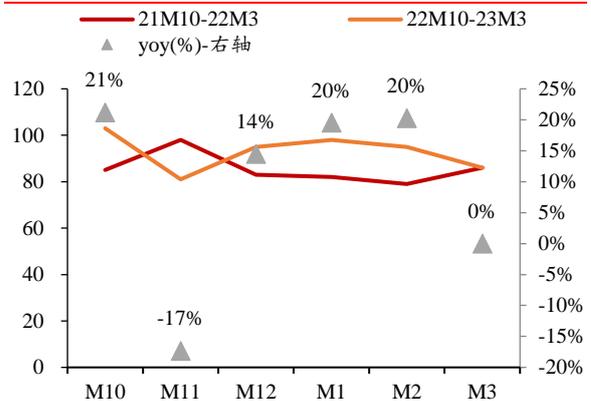
资料来源: 久谦中台, 上海证券研究所

图 20: 国内贴片面膜 (含械字号) 销量 (万件、%)



资料来源: 久谦中台, 上海证券研究所

图 21: 国内贴片面膜 (含械字号) 单价 (元、%)

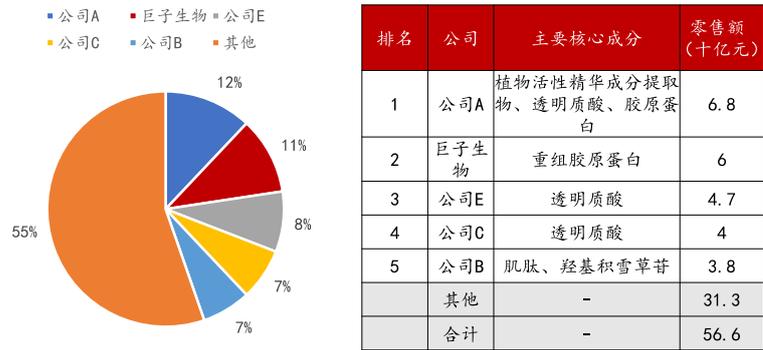


资料来源: 久谦中台, 上海证券研究所

2.2 中国专业皮肤护理市场相对集中, 敷尔佳领跑

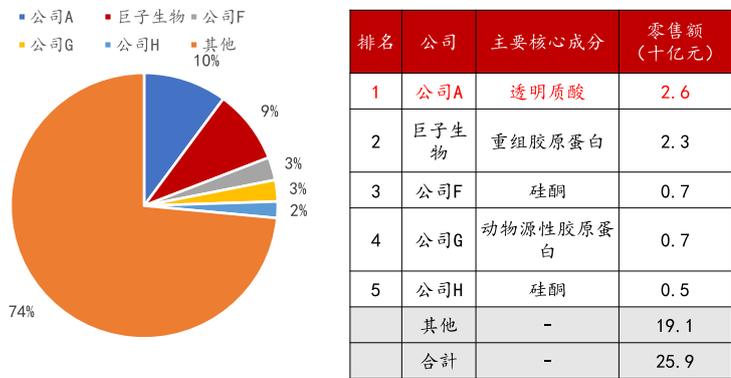
中国专业皮肤护理市场相对集中, 医用敷料格局分散。根据弗若斯特沙利文, 中国专业皮肤护理市场格局相对集中, 2021 年前 5 大参与者市场份额合计为 44.7%。其中, 第一名和第二名市场份额分别为 12%和 11%。根据弗若斯特沙利文, 中国敷料市场竞争格局相对分散, 前五大参与者 2021 年市场份额合计为 26.5%。其中第一名和第二名占比分别为 10%和 9%。主要核心成分宝洁透明质酸、胶原蛋白和硅酮。

图 22：2021 年中国专业皮肤护理市场格局



资料来源：弗若斯特沙利文，巨子生物招股书，上海证券研究所

图 23：2021 年中国医用敷料市场竞争格局



资料来源：弗若斯特沙利文，巨子生物招股书，上海证券研究所

国产品牌主导贴片面膜市场，敷尔佳领跑。根据弗若斯特沙利文数据，2021 年敷尔佳贴片类产品销售额为中国贴片类专业皮肤护理产品市场第 1，占比 15.9%；其中医疗器械类敷料贴类产品占比 17.5%，市场排名第 1；功能性护肤品贴膜类产品占比 13.5%，市场排名第 2。根据久谦中台数据，国产头部品牌敷尔佳、可复美、珀莱雅占据天猫品类前三，23Q1 市场份额均实现大于 2% 的增长，撬动天猫平台市场集中度提升，23Q1 相较于 22Q1CR10 提升 8 个百分点，头部效应强劲。

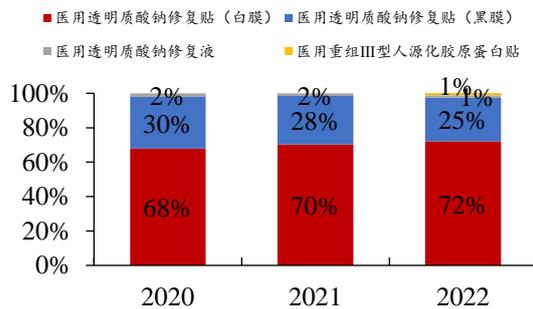
					的医疗器械产品、化妆品等委托加工/自营/销售代理等合作形式，不得进行医疗器械和化妆品的研发、备案、注册等活动			
2	补充协议书	2019.06.04	哈三联	敷尔佳	就双方新合作的产品价格达成补充约定	透明质酸钠微囊精纯液等产品	独家合作	2019.06.04-2036.08.31

2021年2月，哈三联以其持有的北星药业100%股权对敷尔佳进行增资，增资完成后，哈三联持有敷尔佳5.00%股权，不再持有北星药业股权，自此，发行人与哈三联之间独家加工合作协议终止。

资料来源：公司招股书，上海证券研究所

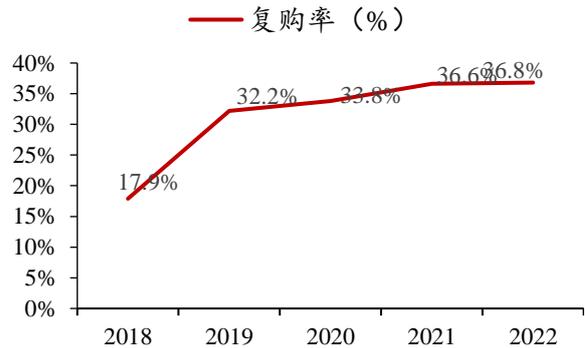
大单品心智强，天猫复购率高。天猫敷尔佳旗舰店产品复购率由2018年的17.9%提升至2022年的36.8%，消费者认可度也不断提高。公司主要大单品为白膜和黑膜两款产品，已经形成了较好的口碑。2022年公司医用透明质酸钠修复贴（白膜）收入为6.2亿元，黑膜收入为2.2亿元，合计占医疗器械类产品收入的占比为97%，占总营收的比重为48%。我们认为公司大单品已经形成较强的品牌心智，有助于提高消费者对于新品的转化。

图 25：公司医用敷料收入构成



资料来源：公司招股书，上海证券研究所

图 26：天猫旗舰店复购率

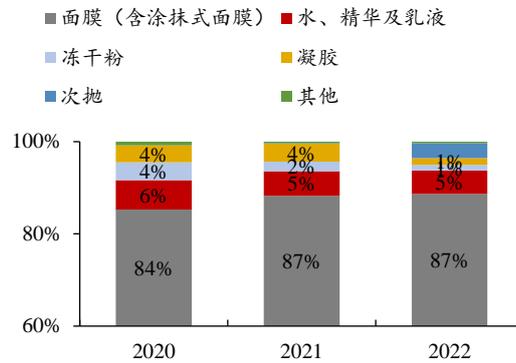


资料来源：公司招股书，上海证券研究所

拓展功能性护肤，新品持续创新。随着护肤品牌竞争以及护肤教育的加深，消费者更加注重产品的成分、功效及安全性；受作息规律、环境问题影响，消费者已不满足基础护肤要求；佩戴口罩已成为常态，也引发了过敏性皮肤的护理需求。因此，公司在医用敷料基础上快速拓宽功能性护肤品的布局和成分应用。

同时不断推出创新型的护肤新品。公司功能性护肤产品推出后快速增长，其中胶原蛋白水光修护贴、虾青素透明酸修护贴、积雪草舒缓修护贴等单品2022年占化妆品收入的比重超过10%。

图 27：公司化妆品类收入构成



资料来源：公司招股书，上海证券研究所

表 3：公司销售表现较好的功效护肤单品

产品名称	主要配方成分	产品上市时间	销售情况
敷尔佳胶原蛋白水光修护贴	内含胶原蛋白	2018 年末	2020 年-2022 年实现销售收入 2.12 亿元、1.56 亿元、1.18 亿元
敷尔佳虾青素透明酸修护贴	内含虾青素	2019 年下半年	2020 年-2022 年实现销售收入 1.62 亿元、1.60 亿元、1.10 亿元
敷尔佳积雪草舒缓修护贴	内含积雪草提取物	2019 年末	2020 年-2022 年实现销售收入 1.43 亿元、2.04 亿元、1.80 亿元
敷尔佳烟酰胺美白淡斑修护面膜	内含 α-熊果苷、烟酰胺等成分	2022 年上半年	2022 年实现销售收入 1.13 亿元
敷尔佳清痘净肤修护贴	内含 4-萜品醇、白柳树皮提取物、水杨酸等	2022 年上半年	2022 年实现销售收入 1.01 亿元

资料来源：公司招股书，上海证券研究所

医用敷料+功能性护肤，矩阵丰富。拓展功能性护肤品，形成医用敷料+功能性护肤的产品矩阵。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、冻干粉等其他形态产品。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。

图 28：公司医用敷料类产品

类别	产品名称	产品图示	规格型号	注册证编号/备案编号	最新注册/备案时间	适用范围
敷料	医用透明质酸钠修复贴（白膜）		MHA-W-T	黑械准 20162140023	2021-04-29（初始注册时间：2016-04-14）	适用于轻中度痤疮、促进创面愈合与皮肤修复；对痊愈后、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）		MHA-B-T	黑械准 20162140023	2021-04-29（初始注册时间：2016-04-14）	
	医用透明质酸钠修复液（次抛）		MHA-S-1	黑械准 20182140027	2021-04-29（初始注册时间：2018-02-12）	
	医用重组III型人源化胶原蛋白贴		YMRC-W-T-1	黑械准 20222140048	2022/7/11	
喷雾	医用透明质酸钠修复液（喷雾）		MHA-P-60	黑械准 20182140027	2021-04-29（初始注册时间：2018-02-12）	适用于轻中度痤疮、促进创面愈合与皮肤修复；对痊愈后、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。

资料来源：公司招股书，上海证券研究所

图 29：公司化妆品类产品（部分示例）

类别	产品名称	产品图示	净含量	注册证编号/备案编号	最新注册/备案时间	产品特性
贴、膜（含涂抹式面膜）类	敷尔佳积雪草舒缓修护贴		26g	黑G妆网备字 2020001165	2022-03-23（初始备案时间：2019-09-04）	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		26g	黑G妆网备字 2021500059	2021-09-14（初始备案时间：2018-09-14）	适用于普通人群。本品核心成分为微生物发酵来源的胶原蛋白，能够修护肌肤，同时添加聚谷氨酸钠和透明质酸钠等成分滋润肌肤，令肌肤水润秀美。
喷雾	敷尔佳胶原蛋白水光修护喷雾		159ml	黑G妆网备字 2022000428	2021-10-13（初始备案时间：2019-04-03）	适用于普通人群的所有肤质。可修护肌肤、减少肌肤水分流失，令肌肤通透润泽。
水、精华及乳液	敷尔佳虾青素神经酰胺修护乳		5g/30g/50g	黑G妆网备字 2021500523	2021-12-16（初始备案时间：2019-04-03）	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		5ml×3支 /100mg×3支	黑G妆网备字 2021000584	现已注销	皮肤管理项目肌肤的修护，协同增效；美容护理项目肌肤的修护，滋润护肤等。
凝胶	敷尔佳水解海绵祛痘凝露		3g/10g	黑G妆网备字 2022000464	2022-10-14（初始备案时间：2020-04-01）	普通人群。本品具有控油、祛痘的功效，缓解痘痘困扰。
洁面	敷尔佳积雪草洁面泡泡		150ml	黑G妆网备字 2021500639	2021-12-15（初始备案时间：2020-12-28）	适用于普通人群的所有肤质，尤其适用于敏感性肌肤。配方采用氨基酸表面活性剂，细腻绵密的泡沫能够温和清洁毛孔污垢和皮肤油污。易冲洗，洗后不紧绷，不干燥。

资料来源：公司招股书，上海证券研究所

多个产品在研，期待胶原蛋白放量。公司积极通过寻求与科研院所等外部研发机构合作，扩充研发产品线并提高研发效率。公司与江南大学及四川大学和江山聚源合作，委托其对新配方及新产品进行研发。2021年与中国科学院昆明植物研究所合作，委托对植物提取物的舒缓、修复功效、抗衰老、美白等功效性原材

料进行研发。2019-2022 年研发投入分别为 60/148/524/1543 万元，同比增长分别为 96%/145%/254%/194%。

公司于 2022 年推出 II 类医用胶原蛋白敷料，搭建透明质酸钠与胶原蛋白双轮驱动的策略，进一步提升公司医用敷料的市场影响力。22Q4 公司推出敷料类新产品医用重组 III 型人源化胶原蛋白贴，尚处于市场培育期，预计将进一步夯实公司产品力。

表 4：公司主要储备技术

技术名称	具体内容
重组胶原蛋白交联技术	以 BDDE（丁二醇缩水甘油醚）为交联剂进行胶原蛋白的交联反应研究，并对交联产物进行理化性质研究、生物学安全性评价、细胞实验，动物实验验证其安全性、有效性。
重组胶原蛋白填充剂生产技术	重组胶原蛋白填充剂批量生产工艺研究，包装可行性、包材相容性研究、产品稳定性及有效期研究。
植物活性成分提取技术	通过工艺优化植物富含活性成分的部位，控制总体活性成分含量或将 1-2 中活性成分设为指标并限定其在有效部位的含量。

资料来源：公司招股书，上海证券研究所

表 5：公司在研项目

项目名称	所处阶段	内容与目标
III 类医疗器械开发	工艺研发	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。
防晒产品开发	工艺研发	针对日常通勤人群及长时间户外活动人群的防晒需求，开发一款肤感清爽不油腻，成分温和的防晒产品。
美容饮品开发	配方及工艺研发	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。
修护面膜类产品开发	设计开发及工艺研发	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。
修护水乳类产品开发	工艺研发	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：公司招股书，上海证券研究所

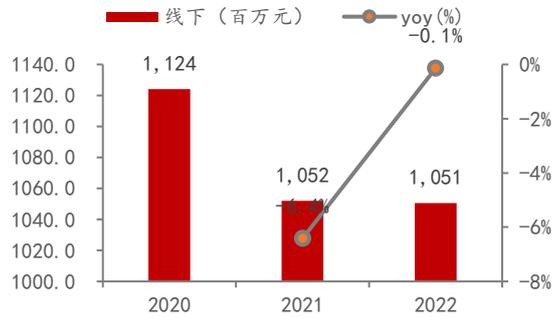
3.2 渠道：线上线双结合

深耕线下，延伸 CS、KA 渠道。公司设立之初深耕线下经销渠道，以医疗机构、美容机构、连锁零售药店为基础。已形成较为完善的线下经销商管理制度，并通过对经销商准入和退出的管理，提高线下经销商与公司的粘性及协同性。公司建立经销商分级管理实现经销商的精细化管理，并采用分销联盟系统促进下沉销售渠道、深度拓展市场空间。

2019 年公司拓展了渠道经销模式，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，逐步拓展到 CS、KA 渠道并不断沉淀私域客户，从而实现了销售终端的纵深延伸。线下经销渠道增强了产品的线下体验，提升产

品展示及服务空间，进一步增强经销商合作黏性，成为线下收入的新增长点。

图 30：公司化妆品线下收入



资料来源：公司招股书，上海证券研究所

表 6：经销商分级管理

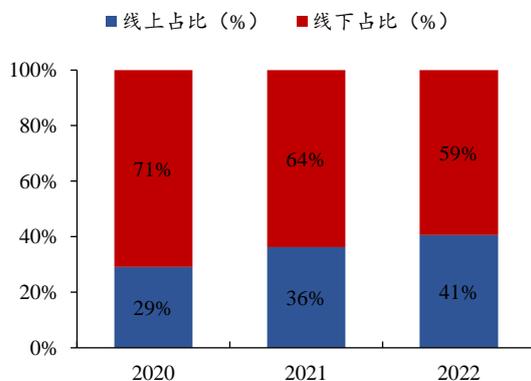
序号	经销商	经营主体	主营产品
1	甲类	企业+自然人	敷尔佳
2	乙类	企业+自然人	敷尔佳
3	丙类	自然人为主	敷尔佳

资料来源：公司招股书，上海证券研究所

线上占比快速增长，多平台发力。2018-2022年公司线上渠道及线下渠道分别实现 101%及 34%的年复合增长率。其中，线上直销年复合增长率达 154%。2022 年线上销售占比达到 42%，公司线上销售以天猫平台为主，2020 年及 2021 年销售占比达 80%以上。

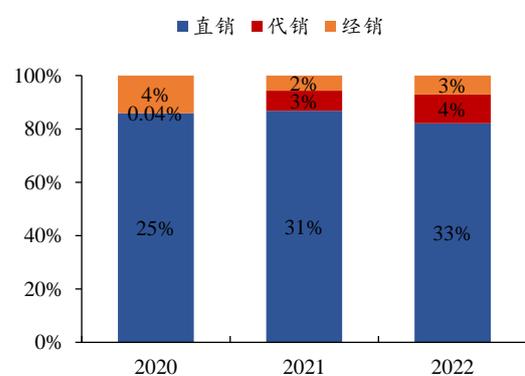
公司持续拓展新渠道，已陆续在小红书、京东、抖音等电商平台设立直营店铺及代销经营。京东、抖音销售态势良好，未来有望成为公司线上销售的突破点。此外，公司积极拓展直播带货销售模式，2020-2022 年公司直播带货销售收入 0.8/1.3/2.1 亿元，2021 和 2022 年增速分别为 62%、62%。

图 31：公司线上线下销售占比



资料来源：公司招股书，上海证券研究所

图 32：公司线上销售构成



资料来源：公司招股书，上海证券研究所

表 7：公司线上直营平台

直营平台	主营产品	店铺名称	开店时间
天猫	敷尔佳	敷尔佳旗舰店	2018年6月
	卉呼吸	卉呼吸旗舰店	2021年10月
小红书	敷尔佳	敷尔佳官方旗舰店	2018年8月
	卉呼吸	卉呼吸旗舰店	2021年10月
考拉海购	敷尔佳	敷尔佳官方旗舰店	2020年4月
	敷尔佳	敷尔佳官方旗舰店	2020年5月
京东	敷尔佳	敷尔佳美妆官方旗舰店	2021年8月
	卉呼吸	卉呼吸官方旗舰店	2021年10月
微信小程序	敷尔佳	敷尔佳官方旗舰店	2020年5月
	敷尔佳	敷尔佳官方商城	2021年10月
抖音	敷尔佳	敷尔佳官方旗舰店	2020年8月
	敷尔佳	敷尔佳医疗器械旗舰店	2022年3月
快手	卉呼吸	卉呼吸旗舰店	2021年8月
	敷尔佳	敷尔佳官方旗舰店	2021年4月
拼多多	敷尔佳	敷尔佳官方旗舰店	2021年6月

资料来源：公司招股书，上海证券研究所

3.3 营销：线上紧跟流量变迁，线下多场景推广

线上紧跟流量变迁，扩大品牌曝光度。公司根据市场形势的变化持续进行销售推广模式的创新，早期阶段抓住高性价比的社交营销红利期，奠定良好的口碑基础；后续通过明星代言、直播合作、综艺节目赞助、电商平台推广等多种新业态、新媒体的营销方式赋能品牌推广；在此基础上，公司通过文化宣讲活动进一步提升品牌格调，获得消费者的品牌认同感；同时，公司致力于私域流量的精细化运营，提升精准营销水平，助力品牌的持久发展。

表 8：公司线上线下主要推广场景

主要场景	运营模式	特征	人群画像
传统电商平台	在信息展示、信息传播、信息分享等方面具有优势，打通了不同定位品牌在不同区域的渠道限制	广泛覆盖不同产品品牌、类型及价位	对新媒体传播、线上营销等概念接受度高，有品牌、效果及价格全方位需求
影视剧与综艺节目	将产品或者品牌及其代表性的视觉符号甚至服务内容策略性融入电影、电视剧或综艺节目当中，通过场景的再现，让观众留下对产品或品牌印象，继而达到营销的目的	受众数量庞大，隐蔽性强	对影视剧及综艺节目有较高观看频率
明星代言	利用消费者追捧明星产品的心理，在增加产品曝光度的同时刺激粉丝购买产品	根据其所具有的说服力对消费者产生相应的影响	主要为明星的粉丝
互联网社交平台	随社交软件的兴起，以朋友圈为基础的C2C皮肤护理产品销售模式逐渐兴起	产品质量参差不齐，品牌概念较差	通常为价格敏感或易受营销驱使类型

资料来源：公司招股书，上海证券研究所

图 33：公司明星代言+综艺等营销活动



资料来源：医与美前沿，众美淘社群，上海证券研究所

线下多场景推广，增强专业形象和消费粘性。公司线下营销场景包括专业的美容机构、医疗机构、药店渠道，提升产品的专业形象。同时，KA、CS、大型百货等渠道增强产品的线下体验，提升产品展示及服务空间，增强客户粘性。此外，公司线下通过美博会参展、电梯媒体投放、新产品宣传等方式使得产品更多的触达终端消费者，提高产品知名度；对经销商的日常拜访等加强与经销商联系。

表 9：公司线下推广主要场景

主要场景	运营模式	产品特征	人群画像
大型商超	KA 渠道，营业面积及客流量大，皮肤护理产品通常为其中一个分区	皮肤护理产品价格通常较低，多为大众化品牌	皮肤护理产品购买意向不充分，通常不是专为选购皮肤护理产品
日化专营店	CS 渠道，专门从事皮肤护理产品销售的零售商，汇集皮肤护理产品、香水、日化用品多种品类，综合性强	通常包含多种皮肤护理产品品牌，价格一般较低	非品牌导向型消费者，多为随机选购
大型百货商场专柜	彩妆产品和中高端皮肤护理产品品牌最核心的销售渠道，提供体验式服务及品牌宣传、产品展示等功能	品牌有强大的消费者号召力和盈利能力，价格通常较高	品牌导向型消费者，消费能力一般较强
美容机构	在美容院进行销售的皮肤护理产品多为专业型产品，流通渠道较窄	产品价值透明度不高，常捆绑其他业务销售	该场景下选购产品多受专业人士意见影响
医疗机构	在公立及私立医疗机构中提供医疗器械类产品	均为医疗器械类产品，相较一般皮肤护理产品安全性及治疗作用更强	通常是有特定治疗需求的用户
药店	在药店开设医疗器械专区，仅医疗器械类产品有资质进入该专区	均为医疗器械类产品，相较一般皮肤护理产品安全性及治疗作用更强	通常是有特定治疗需求或对产品安全性要求较高的用户

资料来源：公司招股书，上海证券研究所

表 10：线下销售推广活动

推广事项	具体活动	活动目的
参展美博会	参加上海、广州及成都等多地的美博会，宣传公司产品及品牌	宣传产品及品牌，寻求更好的业务合作机会
电梯媒体投放	于社区电梯传统平面媒体、智能屏投放产品广告	宣传产品及品牌，快速便捷触达终端消费群体
新产品宣传	与线上产品宣传相呼应，通过线下媒体渠道对公司产品进行宣传	聘请 KOL 背书，提高新品知名度
经销商拜访	实地探访主要经销商销售及库存情况，了解各地市场销售情况	了解市场及消费者未被满足的需求，跟进产品销售

资料来源：公司招股书，上海证券研究所

4 同业比较：产品差异化小+研发筑壁垒+线上渠道拓展加速

4.1 财务：锦波生物和巨子生物营收、利润延续高增，敷尔佳净利率最高

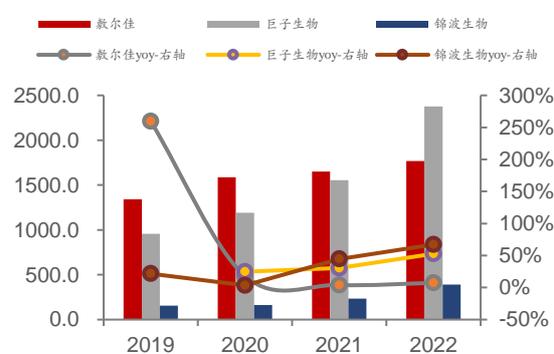
营收端：2022 年，敷尔佳、巨子生物、锦波生物营收分别为 17.7 亿元 (yoy+7%)、23.8 亿元 (yoy+53%)、3.9 亿元 (yoy+67%)，巨子生物和锦波生物保持高增。

归母净利润：2022 年，敷尔佳、巨子生物、锦波生物分别为 8.5 亿元 (yoy+5%)、10 亿元 (yoy+21%)、1.1 亿元 (yoy+90%)。

毛利率：2022 年，敷尔佳、巨子生物、锦波生物毛利率分别为 83%、84%、85%。

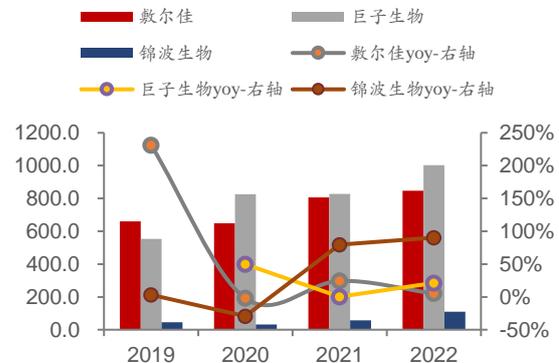
净利率：2022 年敷尔佳、巨子生物、锦波生物净利率分别为 48%、42%、28%，敷尔佳和巨子生物盈利质量更高。

图 34：各公司营收及增速（百万元/%）



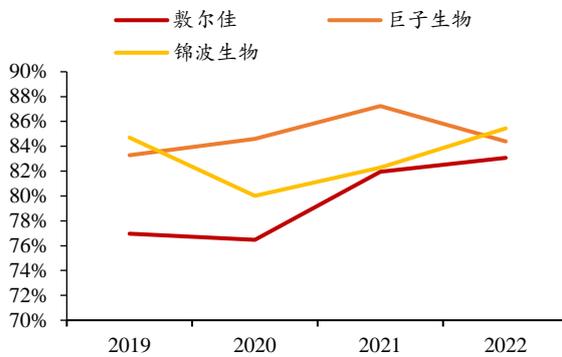
资料来源：wind，上海证券研究所

图 35：各公司归母净利润及增速（百万元/%）



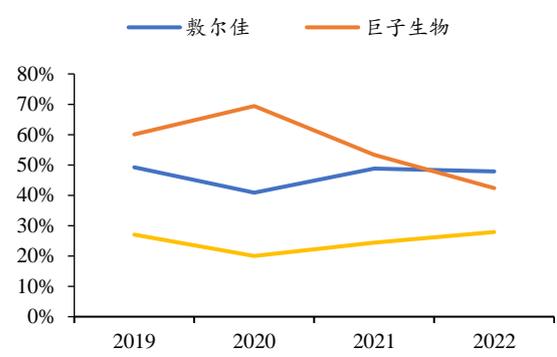
资料来源：wind，上海证券研究所

图 36: 各公司毛利率 (%)



资料来源: wind, 上海证券研究所

图 37: 各公司净利率 (%)



资料来源: wind, 上海证券研究所

4.2 品牌: 以玻尿酸和胶原蛋白为原料, 均向化妆品类延伸

单品: 巨子生物单价最高, 行业竞品产品功效相似。

品类: 以玻尿酸和胶原蛋白为原料, 均向化妆品类延伸。市场上医用敷料的主要成分除敷尔佳是透明质酸钠外, 其他头部品牌如可复美以胶原蛋白为主要成分。敷料产品功效以促进皮肤屏障自我修复, 实现对肌肤的护理为主, 功效上差异较小。

图 38: 各品牌主要敷料产品一览

公司	品牌	产品名称	产品展示	价格 (元)	规格	单价 (元/片)	功效
敷尔佳	敷尔佳	医用透明质酸钠修复贴 (白膜)		126	5片一盒	25.2	适用于轻中度痤疮, 促进创面愈合与皮肤修复; 对痤疮愈后、皮肤过敏、激光光子治疗术后早起色素沉着和减轻瘢痕形成有辅助治疗作用
	敷尔佳	医用透明质酸钠修复贴 (黑膜)		169	5片一盒	33.8	敏感修复、辅助治疗痤疮、激光光子术后、减轻色素沉着、促进创面愈合
巨子生物	可复美	重组胶原蛋白敷料		198	5片一盒	39.6	寻常性痤疮、皮炎、敏感性肌肤、激光术后治疗

资料来源: 各品牌天猫旗舰店 (价格更新时间为 20230704), 上海证券研究所

表 11: 医用敷料主要品牌

公司	品牌	主打产品	管理类别	主要成分
敷尔佳	敷尔佳	医用透明质酸钠修复贴	二类	透明质酸钠
巨子生物	可复美	类人胶原蛋白敷料	二类	类人胶原蛋白

请务必阅读尾页重要声明

锦波生物 - 重组胶原蛋白 二类 胶原蛋白
皮肤修复敷料

资料来源：各公司招股书，上海证券研究所

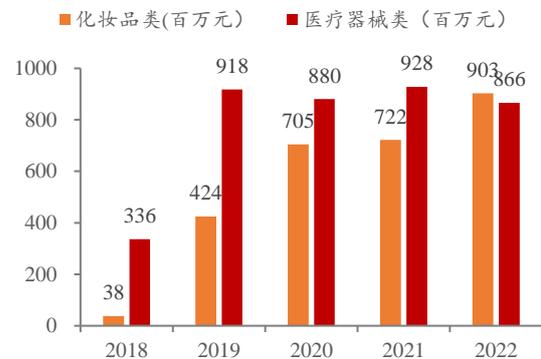
多品类拓展。敷尔佳、巨子生物均开拓了化妆品第二增长曲线，2022年巨子生物和敷尔佳化妆品业务占比超过医疗器械类。我们认为在械字号面膜监管趋严以及行业竞争加剧的背景下，第二增长曲线的打造有助于公司长期稳健增长。锦波生物以重组胶原蛋白和抗HPV生物蛋白产品为主，其中注射类产品逐渐成为敷料外的主要收入贡献来源，2022年营收占比达到30%。

图 39：巨子生物收入分产品（百万元）



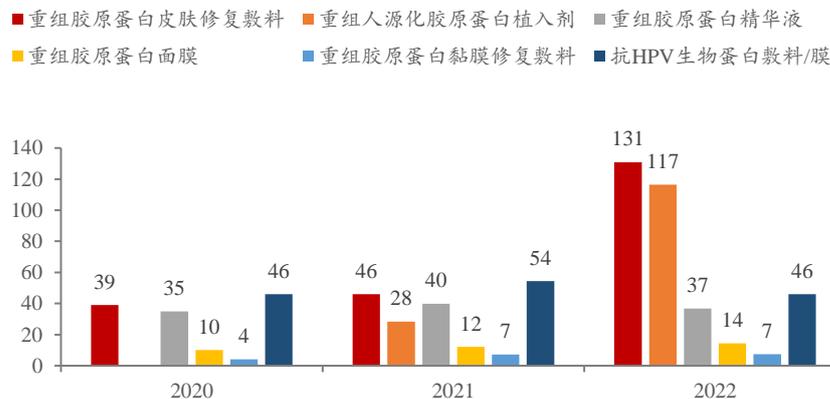
资料来源：巨子生物招股书，上海证券研究所

图 40：敷尔佳收入分产品（百万元）



资料来源：敷尔佳招股书，上海证券研究所

图 41：锦波生物收入分产品（百万元）



资料来源：锦波生物招股书，上海证券研究所

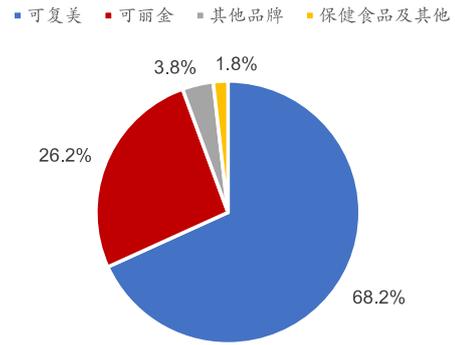
品牌：巨子生物多品牌矩阵，敷尔佳单一品牌。巨子生物形成可复美、可丽金两大品牌+多个小品牌的布局，如疤痕修复的可痕、抑制和缓解皮炎症反应的可预。锦波生物以薇绮美品牌为主，旗下还有重源、微润等品牌。敷尔佳则以单品牌为主，卉呼吸在2021年下半年推出，还处于培育期。

图 42：巨子生物品牌矩阵



资料来源：巨子生物招股书，上海证券研究所

图 43：2022 年巨子生物不同品牌收入占比



资料来源：巨子生物 2022 年报，上海证券研究所

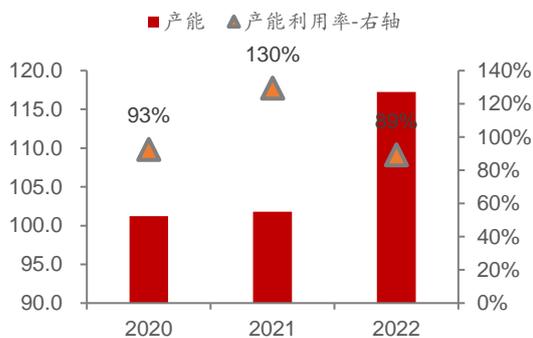
4.3 生产：均自主生产，总体产能利用率处于高位

敷尔佳：2021 年 2 月换股收购北星药业，从而拥有自主生产的能力。2020-2022 年北星药业医疗器械类和化妆品类产能分别保持在 9960 万贴和 11200 万贴，2022 年产能利用率分别达到 95% 和 77%。

巨子生物：2021 年功效护肤和医用敷料产能分别为 5523 和 5720 万件，产能利用率分别为 77% 和 88%；

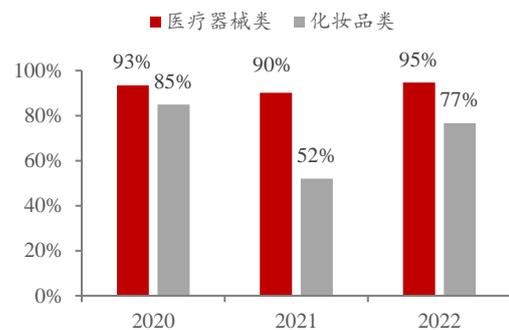
锦波生物：2022 年重组 III 型胶原蛋白产能为 117kg，产能利用率为 89%。

图 44：锦波生物重组 III 型胶原蛋白产能及产能利用率 (kg、%)



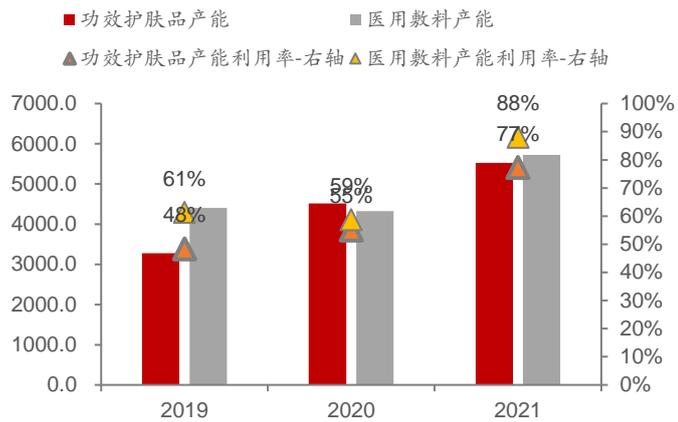
资料来源：锦波生物招股书，上海证券研究所

图 45：敷尔佳产能利用率 (%)



资料来源：敷尔佳招股书，上海证券研究所

图 46：巨子生物产能及产能利用率（万件、%）



资料来源：巨子生物招股书，上海证券研究所

4.4 研发：锦波生物投入高，敷尔佳加强委托合作

从研发费用率看，锦波生物在 2022 年研发费用率为 11.6%，高于巨子生物的 1.9%和敷尔佳的 0.9%。锦波生物研发人员占比最高为 24%，巨子生物研发人员占比达到 17%，敷尔佳为 2%。

锦波生物董事长杨霞是生物高级工程师，拥有丰富的研发经验，2021 年获批国内首个重组 III 型人源化胶原蛋白三类器械证；巨子生物与西北大学合作，创始人范博士为西北大学化工学院院长，拥有丰富的研发经验，技术储备较深；敷尔佳加大合作和委托研发，加强对新原料的开发。

表 12：敷尔佳合作及委托研发项目

项目名称	受托方	主要委托内容	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	研究成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	研究成果及相关的专利所有权归属敷尔佳；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	研究成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	研究成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	研究成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	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研究相关的专利所	2022 年 6 月 30 日起至 2023 年 3 月 1 日

4.5 渠道：敷尔佳线上直销占比快速增长，有望带动毛利率上行

敷尔佳：随着公司加强线上业务的投入，线上占比较快提升，2022 年线上占比达到 41%。其中，直销、代销、经销占比分别为 33%、4.4%、2.9%。线下占比则由 2020 年的 71% 下降至 2022 年的 59%。2022 年公司线上直销毛利率为 87%，线下毛利率为 81%。

表 13：敷尔佳营收按渠道（百万元、%）

	2020	2021	2022
线上	461	598	719
yoy(%)		30%	20%
线上占比(%)	29%	36%	41%
直销	395.72	518.67	590.10
yoy(%)		31%	14%
占比(%)	25%	31%	33%
毛利率	83%	87%	87%
代销	0.71	44.96	77.72
yoy(%)		6205%	73%
占比(%)	0.0%	2.7%	4.4%
毛利率	85%	91%	91%
经销	64.45	34.03	50.73
yoy(%)		-47%	49%
占比(%)	4.1%	2.1%	2.9%
毛利率	79%	78%	75%
线下经销	1124	1052	1051
yoy(%)		-6.4%	-0.1%
占比(%)	71%	64%	59%
毛利率	74%	79%	81%

资料来源：敷尔佳招股书，上海证券研究所

巨子生物和锦波生物直销占比提升，锦波生物以线下销售为主。巨子生物直销占比快速增长，2021 年达到 44%，其中 DTC 店铺占比达到 37%，电商平台为 5%，线下直销为 3%。锦波生物 2022 年直销和经销占比相近，经销占比为 44%，线上和线下直销合计占比为 45%。从直销看，线上直销占比达到 6%，线下直销占比为 38%。

表 14：巨子生物营收按渠道（百万元、%）

	2019	2020	2021
直销	193	331	690
yoy(%)		72%	108%
占比(%)	20%	28%	44%
毛利率(%)	92.4%	91.4%	90.1%
一 通过我们的 DTC 店铺在线直销	156	274	574
yoy(%)		76%	109%
占比(%)	16%	23%	37%
毛利率(%)	92%	91%	90%
一 向电商平台在线直销	2	33	70
yoy(%)		1637%	112%
占比(%)	0%	3%	5%

毛利率 (%)	92%	91%	95%
一线下直销	35	24	45
yoy (%)		-31%	91%
占比 (%)	4%	2%	3%
毛利率 (%)	85%	88%	82%
向经销商销售	764	860	863
yoy (%)		13%	0%
占比 (%)	80%	72%	56%
毛利率 (%)	81%	82%	85%

资料来源：巨子生物招股书，上海证券研究所

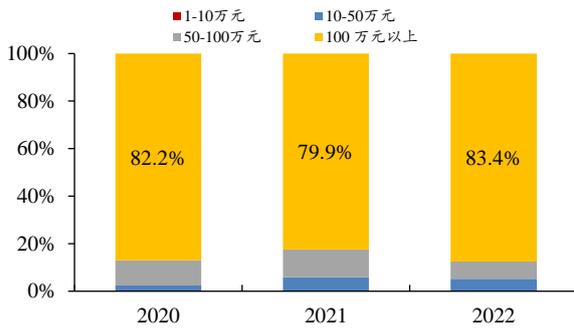
表 15：锦波生物营收按渠道（百万元、%）

	2020	2021	2022
OBM (百万元)	128	181	344
yoy (%)		41%	90%
占比 (%)	80%	78%	88%
毛利率 (%)	82%	86%	88%
直销-线下	42	64	149
yoy (%)		51%	135%
占比 (%)	26.13%	27.26%	38.31%
毛利率 (%)	87%	90%	92%
直销-线上	10	15	24
yoy (%)		46%	67%
占比 (%)	6.17%	6.23%	6.20%
毛利率 (%)	83.18%	78.67%	75.35%
经销	76	103	170
yoy (%)		35%	65%
占比 (%)	47.37%	44.17%	43.61%
毛利率 (%)	79.23%	83.52%	86.49%
ODM	33	52	46
yoy (%)		60%	-11%
占比 (%)	20.33%	22.34%	11.88%
毛利率 (%)	71.68%	71.10%	65.33%

资料来源：锦波生物招股书，上海证券研究所

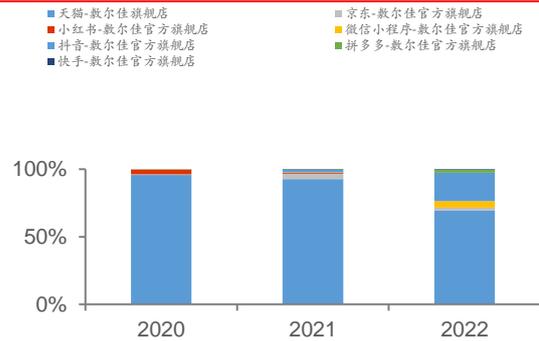
敷尔佳多渠道布局，线上平台全覆盖：线下经销收入中，年交易金额在 100 万元以上的中大规模线下经销商贡献的收入比重为 82%、80%及 83%，经销商和公司的合作关系不断沉淀和加深，经销商交易规模逐步增大和集中。线上直销，公司陆续在天猫、小红书、考拉海购、京东、抖音、快手、拼多多等 B2C 平台设立官方自营旗舰店，实现线上销售平台的全覆盖。

图 51: 敷尔佳不同交易金额线下经销商占比 (%) 和线上直销渠道构成 (%)



资料来源: 敷尔佳招股书, 上海证券研究所

图 52: 创尔生物医用敷料进入医院情况 (家) 及经销商数量变化 (家)



资料来源: 敷尔佳招股书, 上海证券研究所

巨子生物医疗机构+大众市场双轨销售, 锦波生物“薇旖美”以民营医美机构为主。(1) 巨子生物: 医疗机构中, 2021 年公司经销商数量达到 406 家, 进入 1000 多家公立医院和 1700 家私立医院和诊所。大众市场中, 线上设立天猫、抖音等 DTC 店铺, 线下覆盖屈臣氏、妍丽等渠道。(2) 锦波生物以薇旖美品牌为例, 该品牌 87% 的销售来自民营医美机构。此外, 抗 HPV 生物蛋白敷料/膜公立医院其他科室和药店合计销售占比达到 79%。

图 53: 巨子生物经销商数量 (家) 及主要渠道分布



资料来源: 巨子生物招股书, 上海证券研究所

表 16: 锦波生物部分品牌销售终端分布

细分品牌	主要产品	终端分类	品牌内占比	占主营业务收入比
金波	抗 HPV 生物蛋白敷料/膜 (二类医疗器械)	公立医院其他科室	49.14%	5.60%
		美容院及连锁机构	-	-
		民营医疗美容机构	0.09%	0.01%
		药店	30.31%	3.45%
		个人	11.08%	1.26%
		其他私立医院诊所	7.47%	0.85%
薇旖美	重组人源化胶原蛋白	其他	1.91%	0.22%
		公立医院其他科室	3.45%	1.65%

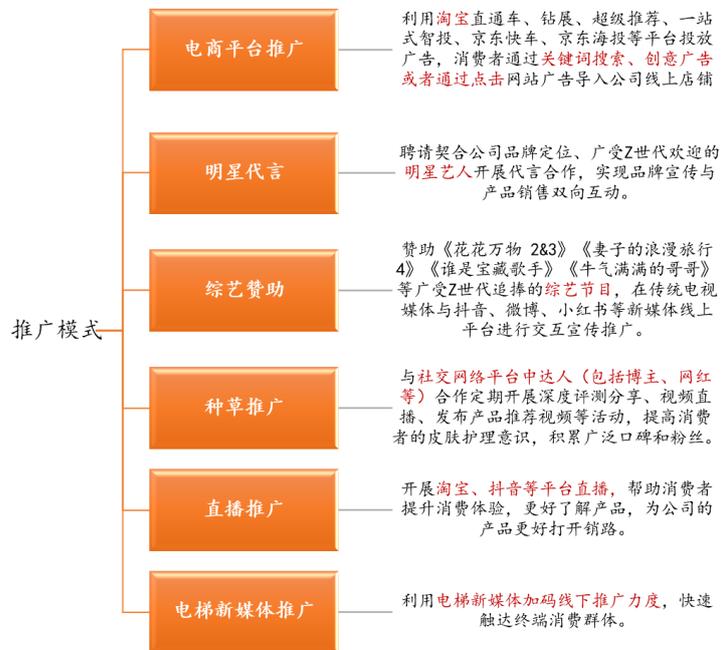
164.88° 肌频	植入剂（三类医疗器械）、重组胶原蛋白皮肤修复敷料（二类医疗器械）、重组胶原蛋白精华液（功能性护肤品）	美容院及连锁机构 民营医疗美容机构 药店 个人 其他私立医院诊所 其他 公立医院其他科室	- 87.21% 0.14% 5.50% 3.23% 0.48% -	- 41.88% 0.07% 2.64% 1.55% 0.23% -
	重组胶原蛋白精华液、重组胶原蛋白面膜、重组胶原蛋白水（均为功能性护肤品）	美容院及连锁机构 民营医疗美容机构 药店 个人 其他私立医院诊所 其他	18.96% 0.13% 0.09% 80.65% - 0.16%	1.00% 0.01% 0.00% 4.23% - 0.01%

资料来源：锦波生物招股书，上海证券研究所

4.6 营销：巨子生物和敷尔佳加强线上平台推广，锦波生物注重机构营销

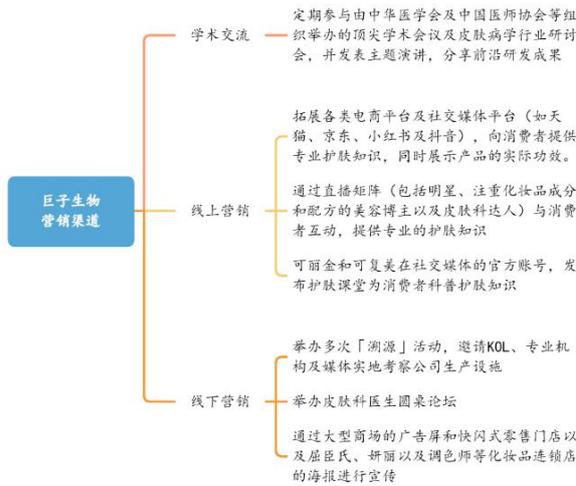
敷尔佳持续拓展建立多层次的营销推广矩阵，从传统媒体、新媒体、移动端、公众号及小程序等触达消费者，利用线上线下推广渠道提高品牌曝光度。巨子生物以医生和学术会议增强专业品牌的形象，并拓展线上电商及社媒平台，通过直播与社媒账号进行营销，销售费用率明显提升；由于锦波生物以医疗机构为突破口，医院渠道营销相对更多，依靠医生背书打造品牌，销售费用率处于较高水平。

图 54：敷尔佳主要推广模式



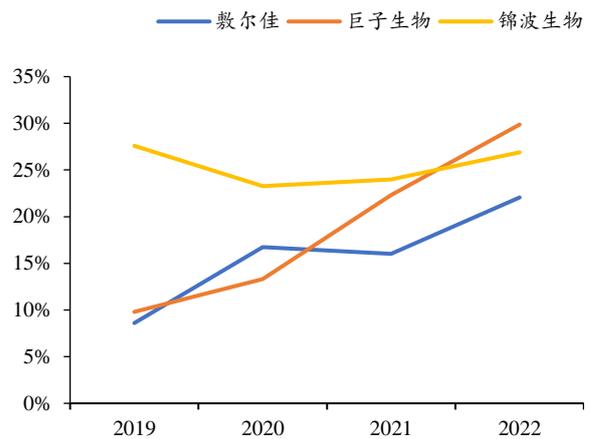
资料来源：敷尔佳招股书，上海证券研究所

图 55: 巨子生物主要推广模式



资料来源: 巨子生物招股书, 上海证券研究所

图 56: 销售费用率比较 (%)



资料来源: 同花顺 iFinD, 上海证券研究所

5 盈利预测及投资建议

5.1 盈利预测

(1) **医疗器械**: 公司募资扩产能, 截至 2022 年 12 月 31 日北方美谷建设项目已完成主体建设, 预计于 2023 年上半年投入使用, 公司产能限制得到缓解。假设 2023-2025 年产能分别增长 10%、15%、15%; 爬坡期产能利用率分别为 93%、90%、88%, 产销率处于 95.70%、95.90%、95.90% 的高位。因此预计 2023-2025 年公司医疗器械产品营收分别为 9.3/10.2/11.2 亿元, 同增 7.1%、9.9%、10.2%。

(2) **化妆品**: 假设化妆品 2023-2025 年产能分别增长 10%、15%、15%; 产能利用率分别为 75%、72%、70%, 产销率分别为 91.34%、91.54%、91.74%。因此预计 2023-2025 年公司化妆品营收分别为 9.9/11.2/12.8 亿元, 同增分别为 10.0%、12.9%、14.3%。

表 17: 公司营收拆分

百万元	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,769.22	1,921.21	2,140.31	2,404.44
yoy	7.25%	8.59%	11.40%	12.34%
营业总成本	299.46	300.42	327.67	364.20
yoy	0.55%	0.32%	9.07%	11.15%
毛利率	83.07%	84.36%	84.69%	84.85%
医疗器械	865.93	927.59	1,018.96	1,122.85
yoy	-6.68%	7.12%	9.85%	10.20%
占比	48.94%	48.28%	47.61%	46.70%

请务必阅读尾页重要声明

毛利率	86.06%	86.66%	86.86%	87.06%
敷料	854.81	916.60	1,007.91	1,111.79
yoy	-6.42%	7.23%	9.96%	10.31%
占医疗器械比重	98.72%	98.82%	98.92%	99.02%
喷雾	11.12	10.99	11.05	11.06
yoy	-23.29%	-1.22%	0.58%	0.04%
占医疗器械比重	1.28%	1.18%	1.08%	0.98%
化妆品	903.17	993.61	1,121.33	1,281.58
yoy	25.14%	10.01%	12.85%	14.29%
占比	51.05%	51.72%	52.39%	53.30%
毛利率	80.22%	82.22%	82.72%	82.92%
毛利	724.52	816.95	927.57	1,062.69
面膜（含涂抹式）	781.36	864.57	981.31	1,127.96
yoy	24.47%	10.65%	13.50%	14.94%
占化妆品比重	86.51%	87.01%	87.51%	88.01%
其他	121.81	129.04	140.02	153.62
yoy	29.61%	5.94%	8.51%	9.71%
占化妆品比重	13.49%	12.99%	12.49%	11.99%
其他业务	0.12	0.01	0.01	0.01
yoy	227.89%	10.00%	10.00%	10.00%
占比	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率		5%	5%	5%

资料来源：Wind，上海证券研究所

5.2 投资建议

医用敷料赛道仍处于较快增长阶段，公司较早的布局医用敷料相关产品，敷料业务领先，并且持续开拓化妆品业务。在产品、渠道、营销等方面的优势有望持续加强。我们预计公司在 2023-2025 年营收分别为 19/21/24 亿元，同增 8.6%、11.4%、12.3%；归母净利润分别为 8.5/8.9/9.6 亿元，同增分别为 0.6%、4.5%、8.0%；每股收益分别为 2.13、2.23、2.40 元，对应 PE 为 28/27/25 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 18：可比公司估值

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (X)		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2023E	2025E
688363.SH	华熙生物	97.42	469	2.62	3.36	4.15	37	29	23
603605.SH	珀莱雅	112.85	448	2.70	3.40	4.23	42	33	27
300957.SZ	贝泰妮	103.93	440	3.13	3.99	5.00	33	26	21
2367.HK	巨子生物	35.00	348	1.44	1.87	2.38	24	19	15
832982.BJ	锦波生物	123.32	83	3.48	5.75	7.77	35	21	16
平均							34	26	20

资料来源：Wind，上海证券研究所

备注：可比公司预测均来自 wind 一致预期（以 2023 年 7 月 31 日收盘价计算）；巨子生物以港币计价

6 风险提示

行业竞争加剧：医用敷料及功能性护肤市场竞争加剧，更多的新品及新原料上市，营销方式也更加多元化，可能会对公司市场份额产生一定影响。

依赖单一品牌风险：公司目前医用敷料和功能性护肤均是以敷尔佳品牌进行销售，若品牌出现声誉或者产品安全问题，将对整体营收产生较大影响。

新品销售及上市不及预期：公司现有多个新品在研，并且胶原蛋白敷料产品在 2022 年上市，若新品上市及营销推广不及预期，将对公司产品结构和长期发展战略产生影响。

行业监管趋严：公司医用敷料产品属于二类医疗器械，国家对医疗器械及医美面膜的监管持续趋严趋势，可能会影响公司产品的销售。

消费复苏不及预期：医用敷料属于可选消费，受到消费能力波动的影响，若总体消费恢复不及预期，可能影响公司销售情况。

公司财务报表数据预测汇总
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1483	3968	4328	4808
应收票据及应收账款	7	9	10	11
存货	126	106	121	136
其他流动资产	87	99	98	102
流动资产合计	1703	4182	4558	5056
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	34	54	77	102
在建工程	553	810	1102	1406
无形资产	29	43	59	77
其他非流动资产	707	886	1075	1232
非流动资产合计	1323	1793	2314	2818
资产总计	3026	5974	6872	7874
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	121	76	93	107
合同负债	2	2	2	2
其他流动负债	123	183	173	199
流动负债合计	245	261	267	308
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	1	9	9	9
非流动负债合计	1	9	9	9
负债合计	246	270	277	317
股本	360	400	400	400
资本公积	748	2780	2780	2780
留存收益	1672	2524	3415	4377
归属母公司股东权益	2780	5704	6595	7557
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2780	5704	6595	7557
负债和股东权益合计	3026	5974	6872	7874

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流量	899	868	876	979
净利润	847	852	891	962
折旧摊销	13	3	3	3
营运资金变动	49	23	-10	22
其他	-11	-10	-8	-9
投资活动现金流量	16	-463	-517	-498
资本支出	-398	-482	-524	-507
投资变动	0	0	0	0
其他	414	19	8	9
筹资活动现金流量	-9	2079	0	0
债权融资	0	-1	0	0
股权融资	0	2072	0	0
其他	-9	8	0	0
现金净流量	905	2485	359	480

利润表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1769	1921	2140	2404
营业成本	299	300	328	364
营业税金及附加	17	21	23	25
销售费用	390	429	530	614
管理费用	48	58	90	129
研发费用	15	38	64	84
财务费用	-27	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	6	7	8	9
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	1132	1152	1199	1296
营业外收支净额	3	0	0	0
利润总额	1135	1152	1199	1296
所得税	288	300	308	334
净利润	847	852	891	962
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	847	852	891	962

主要指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力指标				
毛利率	83.1%	84.4%	84.7%	84.9%
净利率	47.9%	44.4%	41.6%	40.0%
净资产收益率	30.5%	14.9%	13.5%	12.7%
资产回报率	28.0%	14.3%	13.0%	12.2%
投资回报率	29.5%	14.9%	13.5%	12.7%
成长能力指标				
营业收入增长率	7.2%	8.6%	11.4%	12.3%
EBIT 增长率	4.3%	4.9%	4.1%	8.1%
归母净利润增长率	5.1%	0.6%	4.5%	8.0%
每股指标 (元)				
每股收益	2.12	2.13	2.23	2.40
每股净资产	6.95	14.26	16.48	18.89
每股经营现金流	2.25	2.17	2.19	2.45
每股股利	0	0	0	0
营运能力指标				
总资产周转率	0.69	0.43	0.33	0.33
应收账款周转率	184.67	236.99	223.29	222.56
存货周转率	2.67	2.60	2.89	2.83
偿债能力指标				
资产负债率	8.1%	4.5%	4.0%	4.0%
流动比率	6.96	16.03	17.04	16.42
速动比率	6.10	15.28	16.24	15.67
估值指标				
P/E	27.86	27.69	26.50	24.54
P/B	8.49	4.14	3.58	3.12
EV/EBITDA	-1.33	17.00	16.04	14.47

资料来源: Wind, 上海证券研究所

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资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。