

证券研究报告

2021年01月24日

行业报告 | 行业专题研究

## 其他休闲服务

# 创尔生物：专注技术+拓展渠道，胶原蛋白行业龙头步履不停

作者：

分析师 刘章明 SAC执业证书编号：S1110516060001



**天风证券**

[综合金融服务专家]

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

## 摘要

- 一、美容保养观念升级，“修护”渐成护肤品关键词
- 二、胶原蛋白龙头地位巩固，线上直销构建新发力点
- 三、市场稀缺批文为本，医疗机构认可度逐步提升
- 四、胶原蛋白产品+直销渠道高毛利，营收净利稳步提升

风险提示：主要产品线上销售价格下降风险、市场竞争加剧风险、胶原新产品研发风险

# 1

## 美容保养观念升级， “修护”渐成护肤品关键词

# 1.1 护肤品市场扩容，消费升级拉动高附加值产品市场接受度

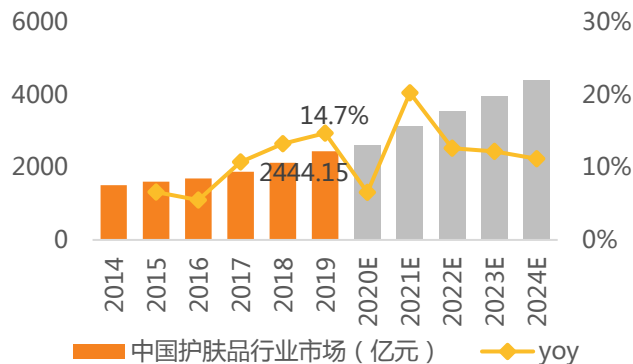
当消费升级成为趋势，美容保养观念也在升级同步进行中。

社会经济的快速发展，居民收入水平和消费能力的提升，消费升级成为大势所趋。在美容保养的理念深入下，差异化、高附加值的生物护肤品已经被越来越多的消费者所接受。

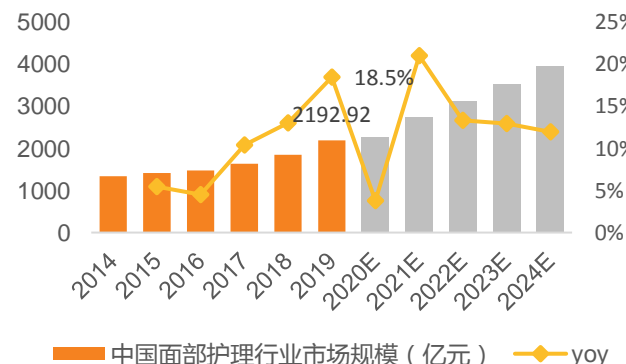
2014-2019年中国护肤品行业市场规模实现稳定增长，2019年同比增长14.71%至2,444.15亿元，预计2019-2024年CAGR为12.49%，行业规模有望继续保持增长。细分行业面部护理市场贡献了护肤品行业的绝大部分销售份额，预计2019至2024年CAGR将达到12.51%。

国内医疗美容行业起步较晚，但发展迅速，2012年以来呈现出逐年增长的趋势，2017年市场规模突破1000亿元，达到1124亿元，至2019年，市场规模已经增加至1769亿元，同比增长22.2%。

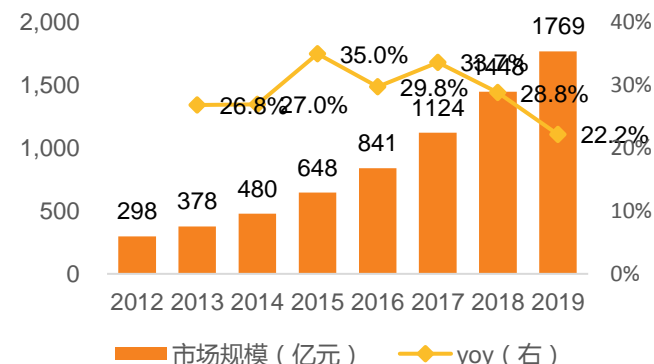
### 中国护肤品行业市场规模



### 中国面部护理行业市场



### 中国医疗美容市场规模



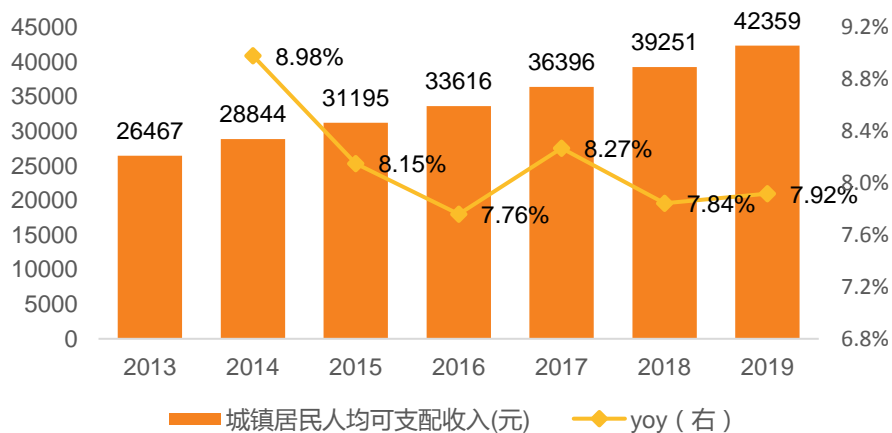
# 1.1 护肤品市场扩容，消费升级拉动高附加值产品市场接受度

化妆品消费环境日益显现，行业整体趋势向好。

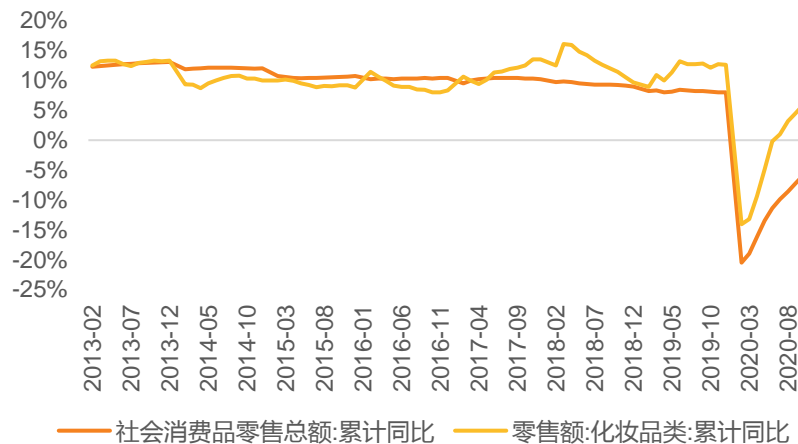
根据国家统计局数据，我国城镇居民人均可支配收入由2013年的26,467元增长至42,359元，CAGR达到8.15%，随着可支配收入的提升，居民在解决温饱问题之外有很多能力关注可选消费赛道以提升生活品质，为化妆品行业的发展提供了强劲动力。

2020年以来受疫情影响，社会消费品零售总额累计同比增速大幅下滑，自8月社零当期同比增速回正以来改善趋势明显，化妆品社零累计同比增速近年来总体高于社零总额累计同比增速，行业发展趋势向好，疫情以来恢复情况好于社消整体。

### 城镇居民人均可支配收入保持稳定增长



### 化妆品类零售累计同比高于社零总额



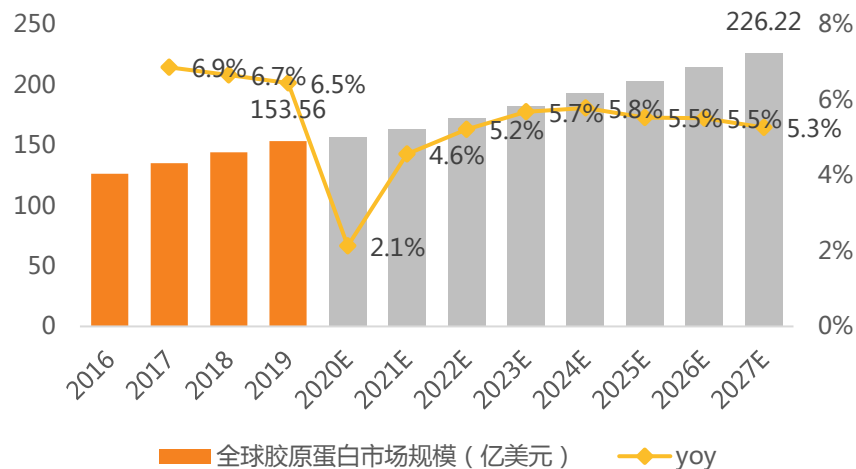
## 1.2 胶原蛋白应用场景多元，医疗健康认可度提升

活性胶原使用范围广泛，中国市场增速领先全球。

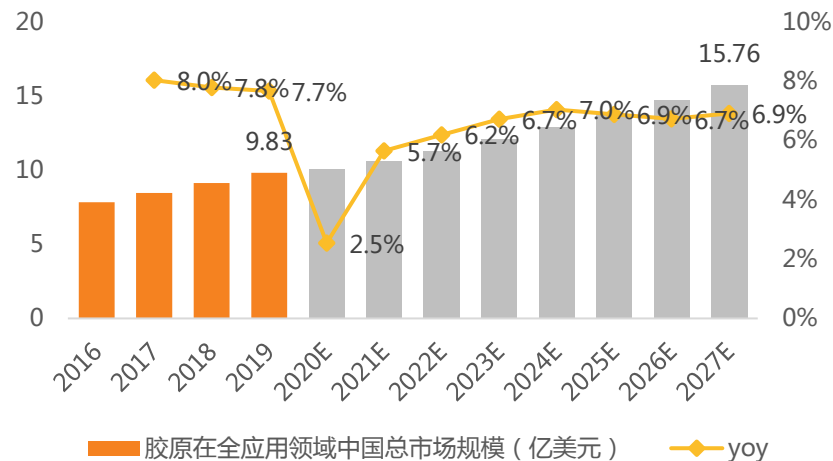
欧美发达国家胶原蛋白行业起步较早，胶原蛋白制取工艺较为先进，全球胶原蛋白行业近年来稳步发展，根据 Grand View Research 发布的数据，2019 年全球胶原蛋白市场规模达到153.56亿美元， 预计2027年达到 226.22 亿美元，2020至2027年CAGR预计为5.37%，增速平稳。

根据Grand View Research报告2019年中国胶原蛋白的市场规模增长至9.83亿美元，约占全球市场的6.40%，预计2027年中国胶原蛋白市场规模将增长至15.76亿元， 2020至2027年CAGR预计为6.59%，增速高于全球市场。

### 全球胶原蛋白市场起步较早



### 中国胶原蛋白总市场增速领先全球



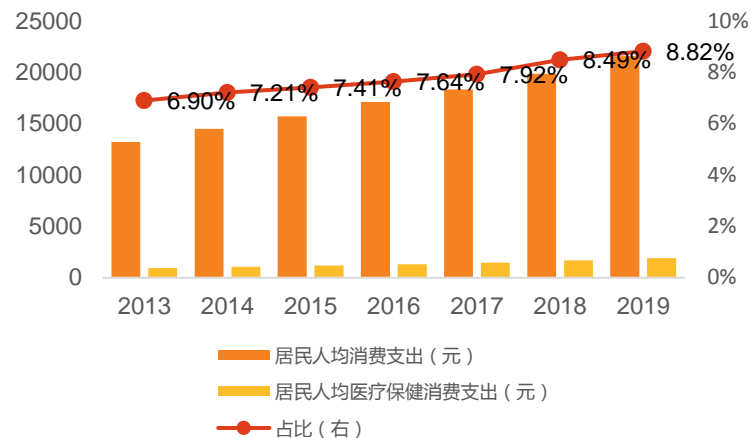
## 1.2 胶原蛋白应用场景多元，医疗健康认可度提升

胶原蛋白下游场景多样，医疗健康成为产业主要驱动力。

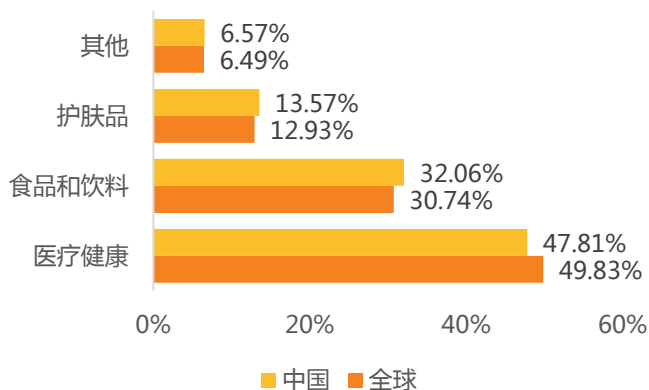
胶原蛋白对于人体的作用主要是保护皮肤、骨骼健康、筋骨柔软和眼睛，目前我国医用胶原的下游应用产业主要包括皮肤、烧伤等传统临床医学领域和医疗美容领域，胶原医疗器械在传统临床医学领域的应用相对成熟，主要产品经历了长期的市场考验，市场占比较为稳定；在组织工程和再生医学方向的应用前景广阔，相关技术和产品均存在极大发展空间。

随着收入的逐渐升高，居民越来越关注健康问题，医疗保健支出占居民人均消费支出比例呈稳定上升趋势，2019年占比达到8.82%，医疗健康领域逐渐成为未来胶原蛋白产业市场增长的主要驱动力，2019年全球医疗健康领域市场规模在市场总规模中的占比为49.83%，中国达到47.81%。

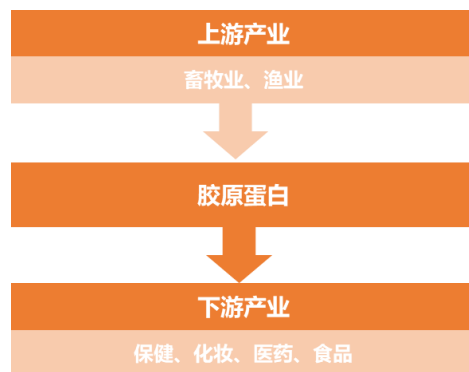
医疗保健占居民人均支出比例呈上升趋势



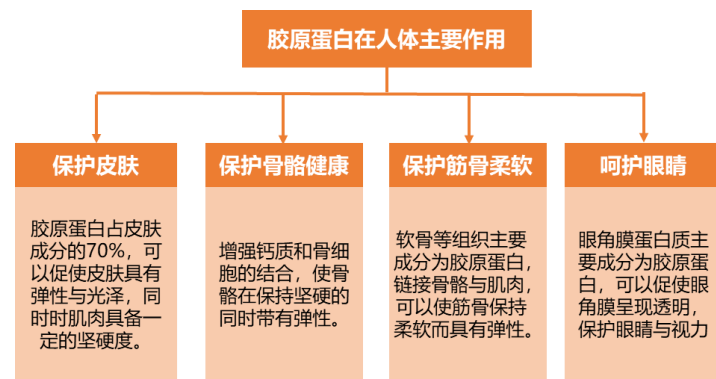
胶原蛋白主要应用领域份额及占比



胶原蛋白行业产业链示意图



胶原蛋白在人体主要作用



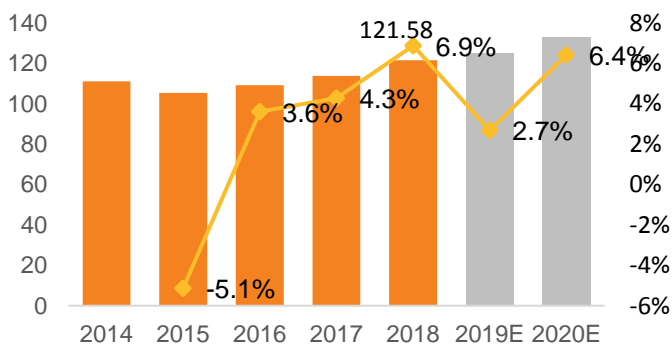
## 1.3 敷料市场迎来发展机遇，国内品牌大显身手

医用敷料市场保持稳定增长，高端创伤敷料迎来发展机遇。

随着全球人口老龄化问题的日益突出和由此带来的溃疡、褥疮等病症患者的增加，全球医用敷料市场规模保持稳定增长，根据BMI Research和前瞻产业研究院数据，2014-2018年由111.01亿美元增长至121.58亿美元，预期2020年规模将达到132.84亿美元；近年来我国医疗资源逐渐丰富，医疗保障力度逐渐加大，基础医疗设施建设加快，居民生活水平及健康意识不断提高，医用敷料市场亦随之迎来快速发展时期，2014-2018年由39.89亿元增长至65.38亿元，预期2020年将达到82.25亿元。

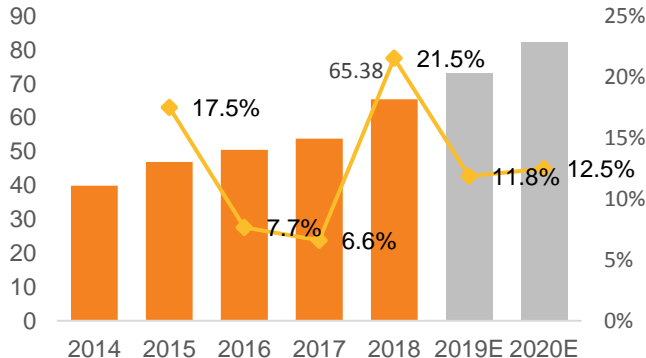
随着下游市场对多功能、新材质、高附加值的医用敷料的需求日渐迫切，高端创伤敷料产业迎来了良好的发展机遇，根据Grand View Research数据，2019年全球高端创伤敷料市场同比增加4.1%达65.79亿美元，细分产品市场方面，全球胶原类高端创伤敷料市场2019年同比增加3.5%达到6.25亿美元。

全球医用敷料市场规模（亿美元）



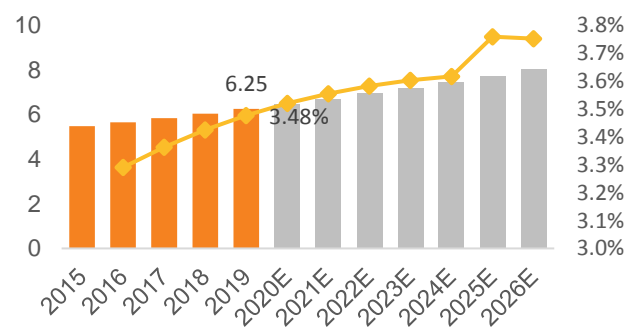
全球医用敷料市场规模（亿美元） yoy（右）

中国医用敷料市场规模（亿元）



我国医用敷料市场规模（亿元） yoy（右）

全球胶原类高端创伤敷料市场规模



全球胶原类高端创伤敷料市场规模（亿美元） yoy



## 1.3 敷料市场迎来发展机遇，国内品牌大显身手

### 贴片式医用皮肤修复敷料市场高增。

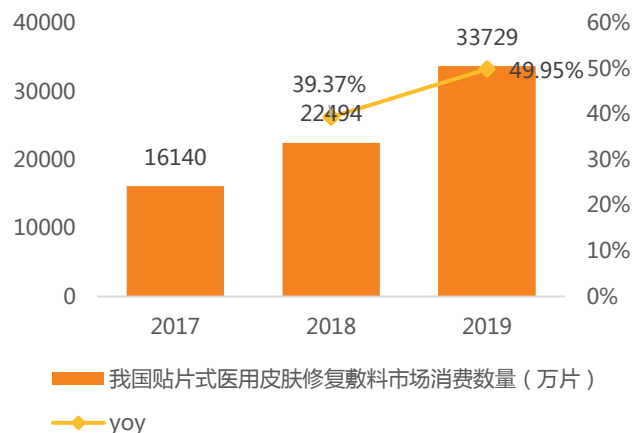
医用皮肤修复敷料可分为贴片式医用皮肤修复敷料和非贴片式医用皮肤修复敷料两大类，其中贴片式医用皮肤修复敷料是主流，更加适用于皮肤修复。

随着大众尤其是新一代消费者对美的关注和投入增多，以及“医美面膜”概念快速传播，我国贴片式医用皮肤修复敷料市场快速成长，近三年CAGR超过40%，2019年消费量达到3.4亿片，销售额超过50亿元，渗透率约30%。

从单价看，传统贴片式医用皮肤修复敷料的价格相对较高，二类、三类敷料受到消费者的喜爱，贴片式医用皮肤修复敷料的消费者也愿意为高品质付出相应的价格。

从主要功效成份看，主要为胶原蛋白和透明质酸钠，其中“创福康”是胶原蛋白类敷料产品的领导品牌，“敷尔佳”是透明质酸钠类敷料产品的领导品牌。

贴片式医用皮肤修复敷料市场高速增长



我国贴片式医用皮肤修复敷料市场主要品牌

	代表产品	主要成分	生产企业名称	管理类别	产品单价 (元/片)
敷尔佳	医用透明质酸钠修复贴	透明质酸钠	哈尔滨三联药业股份有限公司	第二类	23.6
创福康	胶原贴敷料	胶原蛋白	广州创尔生物技术股份有限公司	第二类	25.2
	胶原贴敷料	胶原蛋白	广州创尔生物技术股份有限公司	第三类	26.7
可孚	医用透明质酸钠修复贴	透明质酸钠	哈尔滨运美达生物科技有限公司	第二类	7.5
可复美	类人胶原蛋白敷料	类人胶原蛋白	陕西巨子生物技术股份有限公司	第二类	37.6

贴片式医用皮肤修复敷料产品图



## 1.3 敷料市场迎来发展机遇，国内品牌大显身手

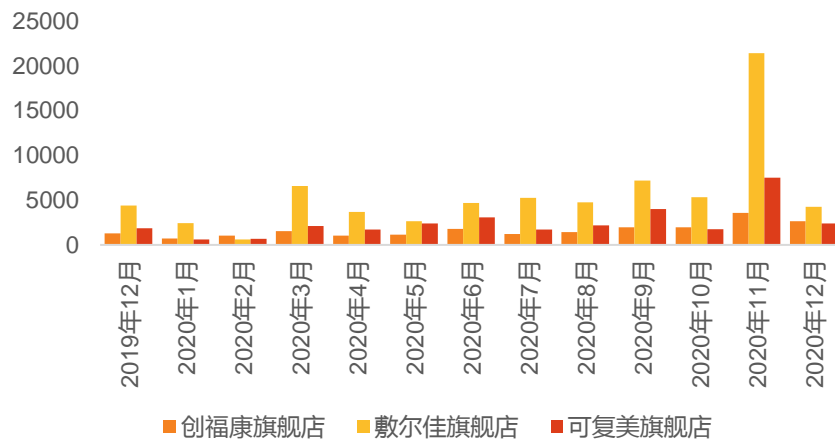
国产品牌占我国贴片式医用皮肤修复敷料市场主导地位，创福康市占率第二。

我国贴片式医用皮肤修复敷料市场中国内品牌或公司占据主导地位，“创福康”以及“敷尔佳”、“荣晟”、“可孚”、“可复美”、“芙清/芙芙”、“绽妍”等国内品牌共同占据了接近 70% 的市场份额（按销售额测算），国际品牌或公司的市场份额较小。

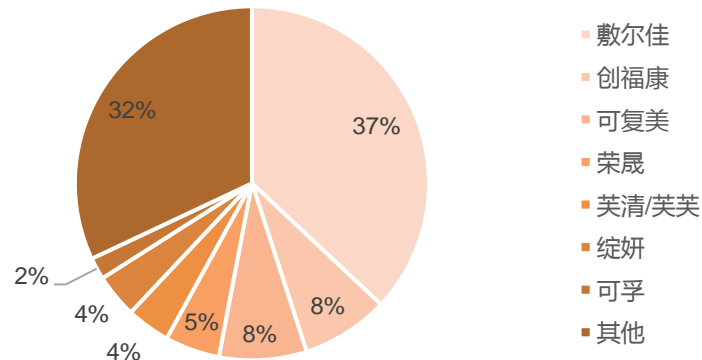
从各皮肤修复敷料品牌天猫旗舰店销售额来看，敷尔佳旗舰店销售额稳定领先，创福康与可复美旗舰店销售额相差不大，11月受双十一大促销影响均有大幅同比增长。

按销售额测算，2019年“敷尔佳”、“创福康”和“可复美”排名品牌前三，其中“创福康”市场占有率为 8%，仅次于敷尔佳市占率第二。

皮肤修复敷料品牌各天猫旗舰店销售额（万元）



创福康占贴片式皮肤修复敷料市场比例为8%  
(按销售额)



## 1.4 皮肤健康关注度高，“修护”“渐成化妆品消费关键词

修护成为贴片面膜关键词，市场集中度仍较低。

从小红书2020年热搜词来看，皮肤、成分、肌肤、精华、面膜分列前五，其中皮肤相关笔记篇数为243.84万篇，大幅领先于第二，消费者对皮肤健康管理的关注度高。2019年7月-2020年6月，在淘宝天猫平台上具有“修护”功效的贴片面膜的成交额达到16.53亿元，在整体贴片面膜中的占比达到12.23%。

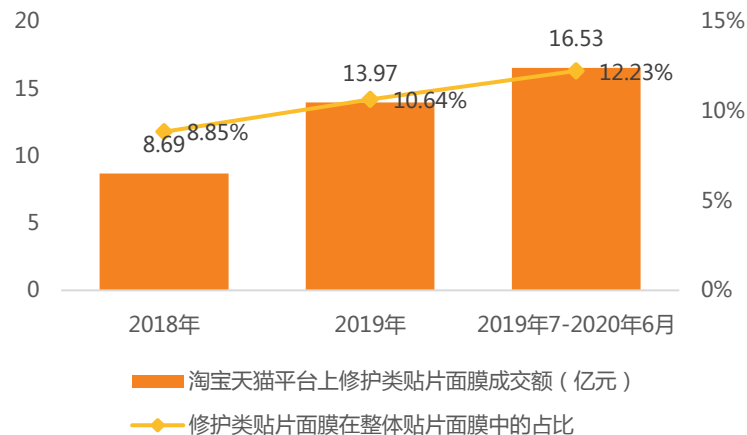
我国修护类贴片面膜市场行业集中度较低，呈现出多元竞争的市场格局，修护类贴片面膜的品牌以大众化妆品品牌为主，“韩束”、“膜法世家”、“自然堂”等品牌以较高的品牌影响力带动了修护类贴片面膜的销售。

其中创尔美为创尔生物打造的护肤品牌，与其械字号的医用皮肤修复敷料“创福康”形成产品互补，占据了该领域2%的市场份额，

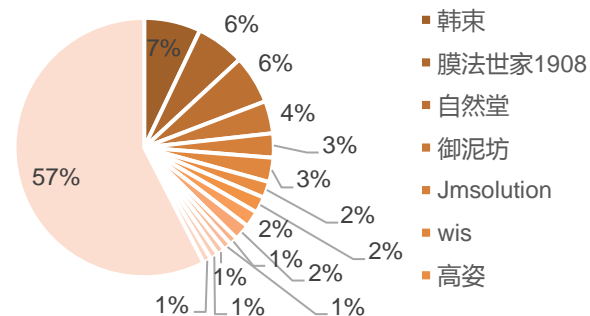
消费者对皮肤健康关注度高

排名	热搜词	笔记篇数(万)
1	皮肤	243.84
2	成分	134.96
3	肌肤	131.91
4	精华	128.47
5	面膜	90.87
6	美妆	56.54
7	口红	50.7
8	妆容	44.88
9	眼影	41.39
10	粉底	35.82

修护类贴片面膜行业稳定增长



淘系平台“修护”贴片面膜品牌top15



# 2

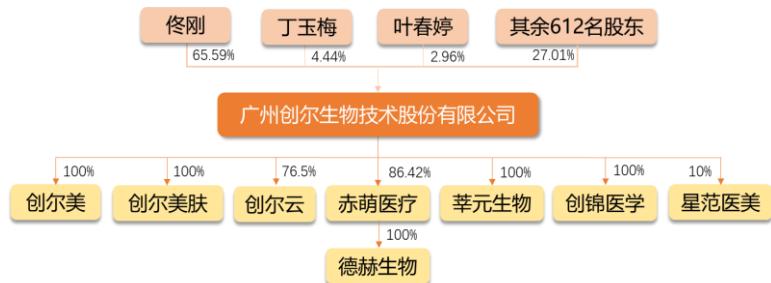
## 胶原蛋白龙头地位巩固，线上直销构建新发力点

## 2.1 活性胶原生物医用材料龙头，长期致力于技术研发

创尔生物是一家应用活性胶原生物医用材料制备关键技术，进行活性胶原原料、医疗器械及生物护肤品的研发、生产及销售的高新技术企业。公司是我国胶原贴敷料产品的开创者，拥有全国首款无菌Ⅲ类胶原贴敷料。经过近二十年的发展，公司已成为国内活性胶原生物医用材料细分领域的领先企业。

公司股权分布集中，控股股东为佟刚。公司控股股东、实际控制人为佟刚，直接持有发行人5,574.64万股股份，占发行人总股本的65.59%，除此以外无直接持有公司5%以上股份比例的股东，股权分布集中。

### 创尔生物股权结构



长期致力于活性胶原蛋白开发，市场地位不断巩固。

公司自设立以来一直致力于活性胶原及终端产品的研发、生产和销售，不断提升自主研发的深度和广度，持续推出新产品，丰富主营业务产品线并巩固公司在医用胶原行业的市场地位。

### 创尔生物发展历程



## 2.2 胶原蛋白奠定公司长期基础，发力非胶原蛋白业务

胶原蛋白产业为公司奠定发展基础，非胶原蛋白业务逐步发力。

按产品成分是否含有胶原进行分类，公司产品可分为胶原产品和非胶原产品两大类。胶原产品包括医疗器械和生物护肤品，医疗器械一般指直接或者间接用于人体的仪器、设备、器具、体外诊断试剂及校准物等，而生物护肤品指利用从生物中提取的活性成分，从根本上调理和改善皮肤健康状态的护肤产品。

主营产品按品类划分

类别	胶原蛋白						
	医疗器械		生物护肤品				
产品	胶原贴敷料		胶原蛋白海绵	生物护肤贴膜		水剂	
	Ⅲ类医用	Ⅱ类医用		创尔美胶原多效修复面膜	创尔美胶原净澈祛痘面膜	创尔美胶原多效修护原液	创尔美胶原舒活补水喷雾
功能	适用于皮肤过敏、激光、光子术后创面修复辅助治疗	适用于轻中度炎症痤疮、痤疮愈后早期色素沉着、表浅性疤痕，皮肤过敏，激光、光子治疗术后的疤痕	该产品用于皮肤出血创面的止血以及开放性损伤创面的修复	主要用于面部皮肤护理、补水和保湿滋润，可以改善因各类问题造成的肌肤不适，提升肌肤耐受性		主要用于面部皮肤的补水、保湿和滋润，改善肌肤干燥等不适，对常见肌肤问题起到改善作用	
类别	非胶原蛋白						
	医疗器械		一般护肤品				
产品	医用冷敷贴	液体敷料	光子冷凝胶	水杨酸祛痘面膜	净彩亮肤面膜		
							
功能	通过在创面表面形成保护层，起物理屏障作用，用于浅表性创面及周围皮肤的护理		配合光子治疗设备使用，起隔热和导光的作用	改善痘痘闭口、缓解黑头粉刺、调节水油平衡、深入清洁毛孔、预防痘印产生			

胶原蛋白产品中，医疗器械包括胶原贴敷料、胶原蛋白海绵等产品，生物护肤品包括胶原多效修复面膜、胶原多效修护原液等产品。

非胶原产品主要包括医疗器械和一般护肤品，其中医疗器械包括医用冷敷贴、液体敷料等产品，一般护肤品包括水杨酸祛痘面膜、净肤亮采面膜等产品。

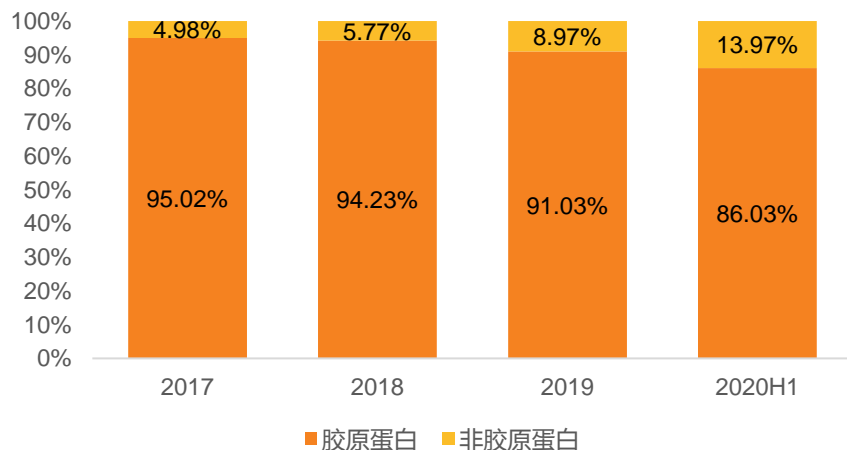


## 2.2 胶原蛋白奠定公司长期基础，发力非胶原蛋白业务

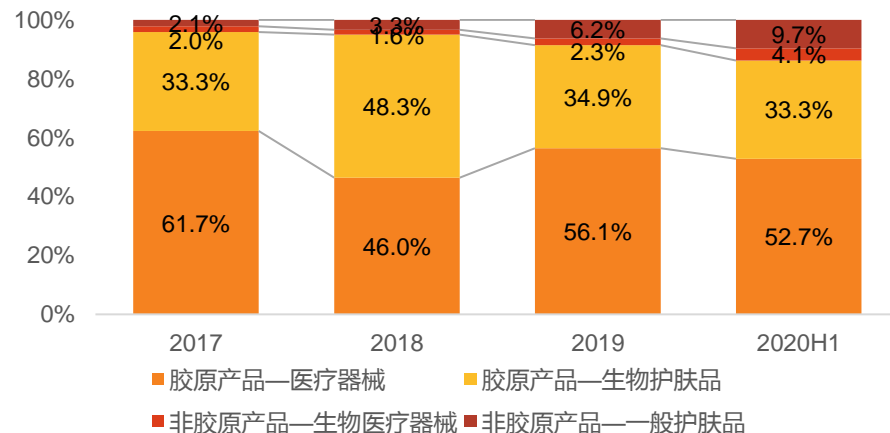
非胶原蛋白收入占主营业务收入比例稳步上升：

- 将营业收入按胶原蛋白和非胶原蛋白进行拆分，从2017年至2020H1胶原蛋白产品营收占比由95.02%逐步降至86.03%，但仍然贡献了绝大部分收入；非胶原蛋白业务逐步发力，营收占比稳步提升。
- 进一步将主营业务拆分，胶原蛋白产品中医疗器械占比较高，虽有波动但2019年以来仍占据了主营业务收入的50%以上；非胶原蛋白产品中，生物医疗器械和生物护肤品规模均呈现出上升趋势，齐发力推动非胶原蛋白产业。

非胶原蛋白收入占主营业务收入比例稳步上升



胶原蛋白医疗器械产品占据营收半壁江山



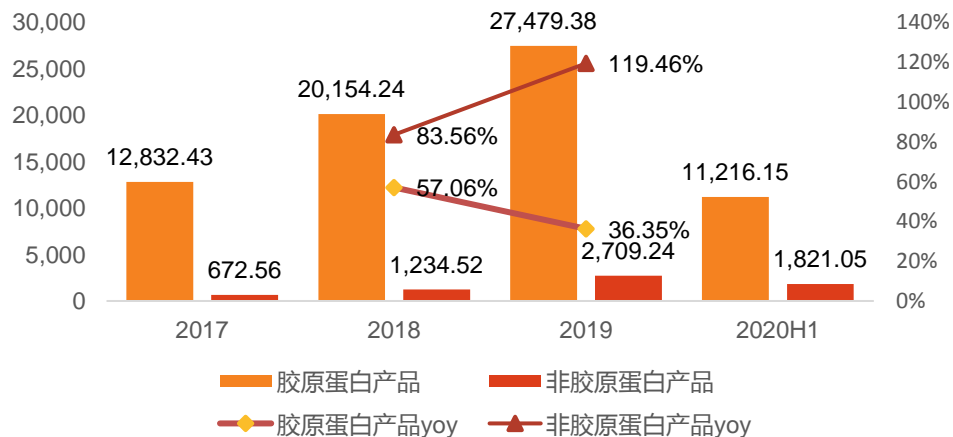
## 2.2 胶原蛋白奠定公司长期基础，发力非胶原蛋白业务

胶原蛋白业务为核心业务，高收入占比、高知名度、高市占率。

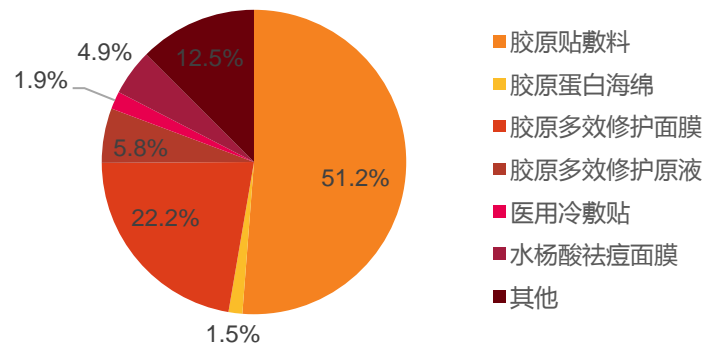
公司长期以来发展稳定胶原蛋白业务，凭借在胶原领域的技术优势和品牌优势获得了较高的知名度和市场占有率，近年来胶原蛋白业务营收规模保持稳定快速增长，2019年营业收入2.75亿元，同比增长36.35%，其中胶原医疗器械占据了主营业务收入的半壁江山；非胶原蛋白业务体量小、发展迅速，2019年同比增长119.46%至2,709.24万元。

按核心技术划分来看，胶原贴敷料功效了主营业务收入的半壁江山，胶原多效修复面膜居第二。

### 胶原蛋白营收规模稳定快速增长(万元)



### 2020H1主营业务收入按照核心技术



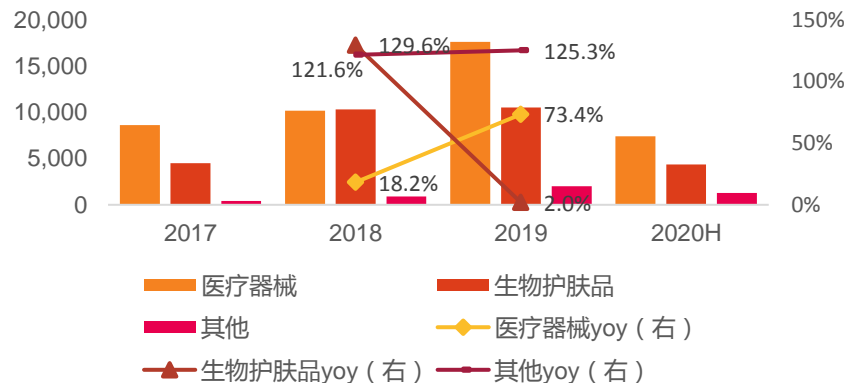


## 2.3 立足线下经销模式，线上直销迎高增

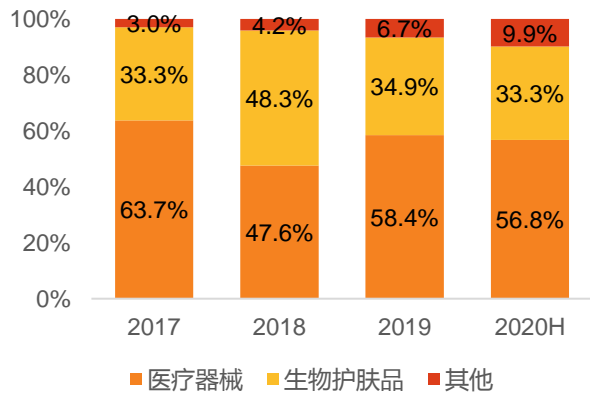
医疗器械为主要营收来源，直销模式占比快速提升。

将公司主营业务收入按医疗器械和生物护肤品分类，医疗器械为主要来源，占主营业务收入比例基本保持在50%以上，2019年同比增速73.4%，在高基数基础上仍取得较快增长。从销售模式来看，医疗器械产品直销模式收入占比呈逐年上升趋势，主要是因为2018年末公司开设电商创福康旗舰店以及2020年上半年期间线下经销渠道受阻、公司加大线上直销促销力度。护肤类产品销售以直销模式为主，面膜类市场热度提升，公司进一步拓展经销渠道。

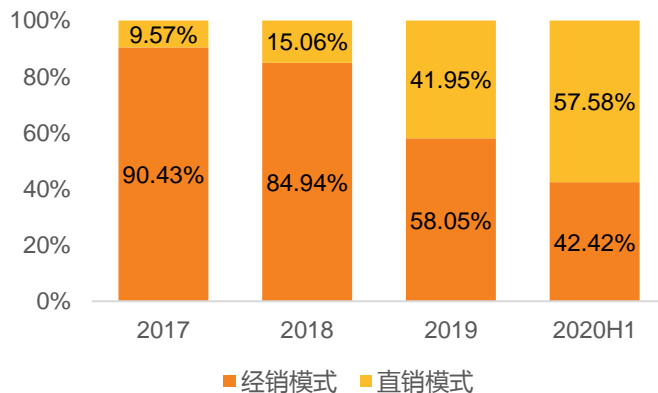
2019年医疗器械收入同比增长73.4%(万元)



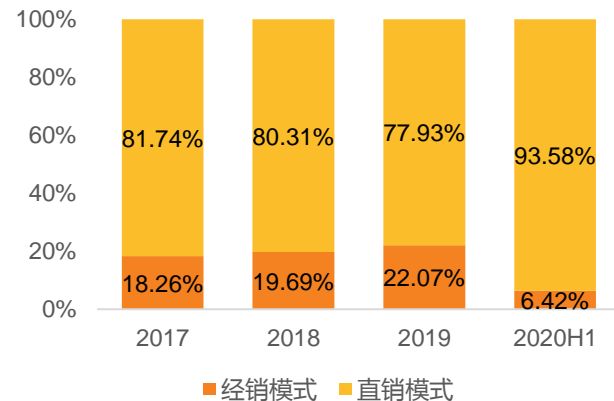
医疗器械为营业收入主要来源



医疗器械类产品直销模式占比快速提升



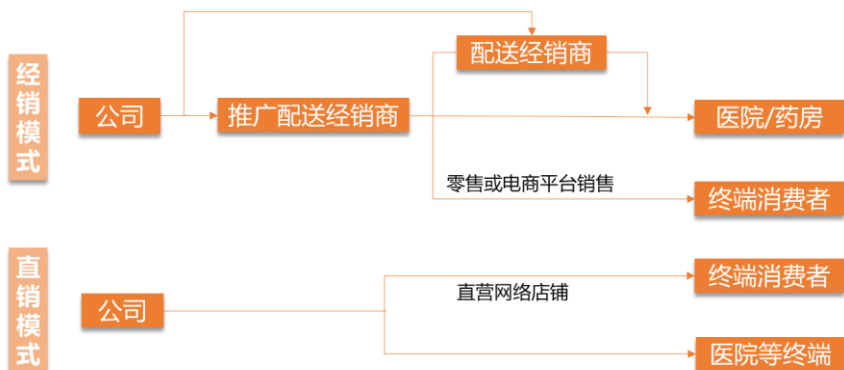
护肤类产品主要通过直销销售



## 2.3 立足线下经销模式，线上直销迎高增

### 医疗器械类产品销售模式

经销模式下，公司向推广配送经销商或配送经销商销售产品，再由推广配送经销商或者配送经销商销售给公立医院、民营医院及药房等终端机构；部分推广配送经销商通过零售或者电商平台向终端消费者销售。直销模式下，公司主要通过“天猫旗舰店”、“京东旗舰店”为代表的直营网络店铺及自有线上平台销售。

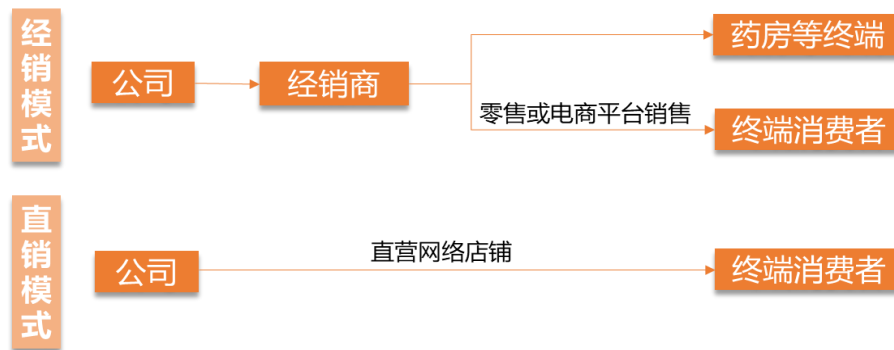


#### 医疗器械类产品主要直销网店

网店名称	所属电商平台	网址链接
创福康旗舰店	天猫	<a href="https://chuangfukang.tmall.com/">https://chuangfukang.tmall.com/</a>
创福康旗舰店	京东	<a href="https://mall.jd.com/index-846978.html">https://mall.jd.com/index-846978.html</a>
云护肤平台	微信公众号	-

### 生物护肤品销售模式

公司生物护肤品采用经销和直销相结合的销售模式，以直销模式为主。直销模式下，公司主要通过“天猫旗舰店”、“京东旗舰店”为代表的直营网络店铺及自有线上平台销售。



#### 生物护肤品主要直销网店

网店名称	所属电商平台	网址链接
trauemy创尔美旗舰店	天猫	<a href="https://trauemy.tmall.com/">https://trauemy.tmall.com/</a>
创尔美旗舰店	京东	<a href="https://mall.jd.com/index-120665.html">https://mall.jd.com/index-120665.html</a>
创尔美	自有商城	<a href="http://www.etrauer.com.cn/">http://www.etrauer.com.cn/</a>

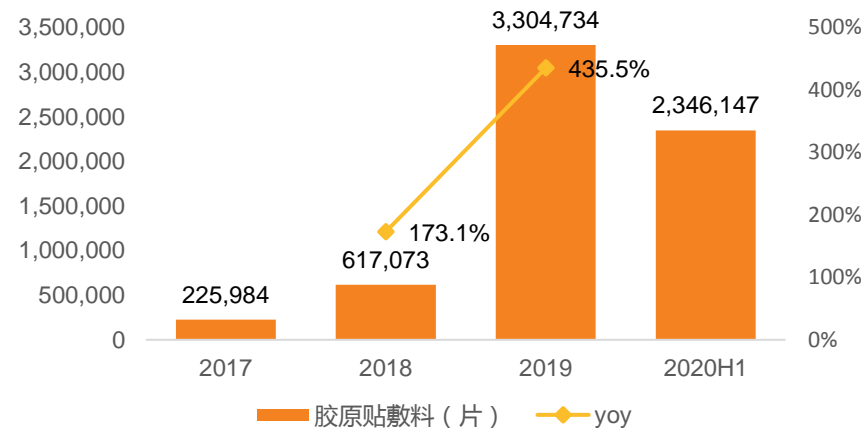
## 2.3 立足线下经销模式，线上直销迎高增

电商旗舰店胶原贴敷料销售扩张，线上直销迎来高速增长阶段。

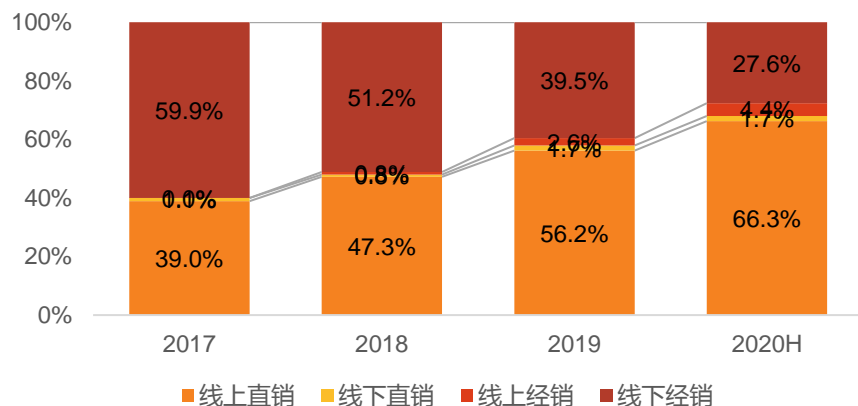
2017年至2020年上半年，线上直销的营收占比呈明显快速上升趋势，三年半的时间里提高了27.3pcts，超越线下经销成为公司的主要销售模式。

线上直销模式下，公司主要通过“天猫旗舰店”、“京东旗舰店”为代表的直营网络店铺及自有线上平台销售向终端消费者直接销售，2017年至2019年由22.6万片提升至330.47万片，CAGR达到282.4%，2020年仅上半年销量已经达到234.61万片，销量呈现快速上升趋势。

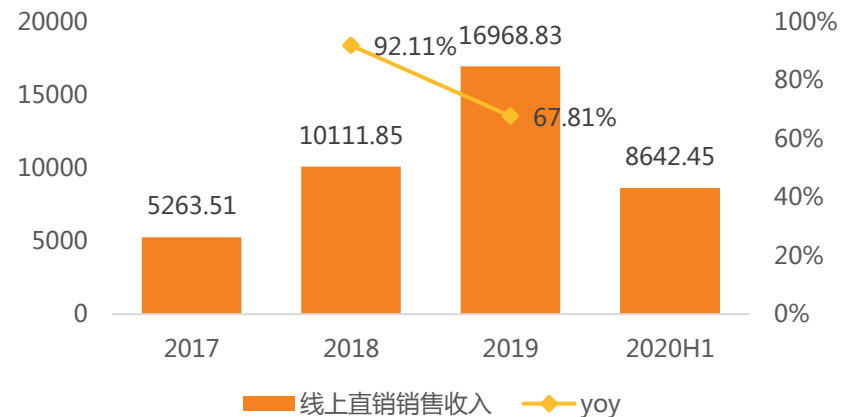
### 线上直销胶原贴敷料数量



### 销售渠道按营业收入划分占比



### 销售渠道按营业收入划分占比 (万元)

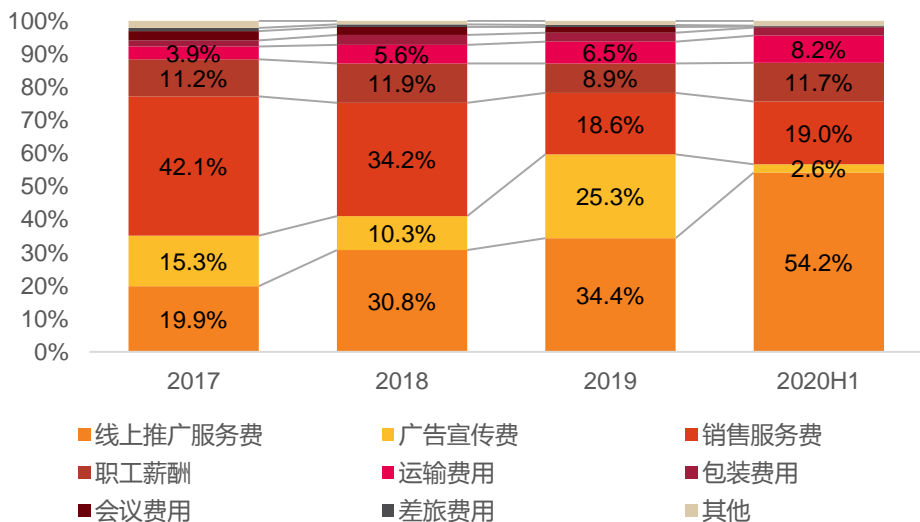


## 2.3 立足线下经销模式，线上直销迎高增

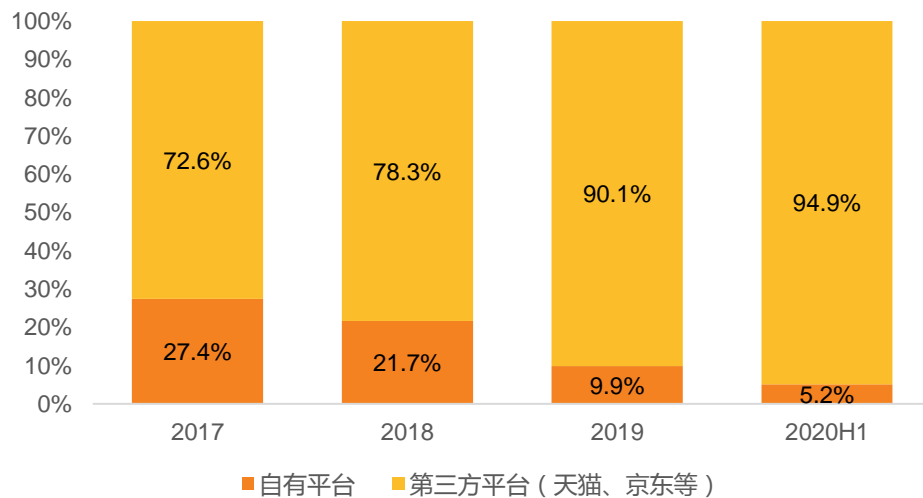
市场推广力度加大，第三方平台销售逐步打开。

从平台来看公司线上销售主要集中在天猫和京东，公司通过天猫、京东等第三方平台的销售金额及占比逐年上升，主要原因是公司逐年加大平台营销推广力度，2019年线上广告宣传费和推广服务费占销售费用比重分别大幅同比增长15%和3.6%，改变经营策略加大广告投放力度以树立更高的品牌知名度。

销售费用中线上推广服务费和广告宣传费占比上升



线上直销第三方平台占比提升



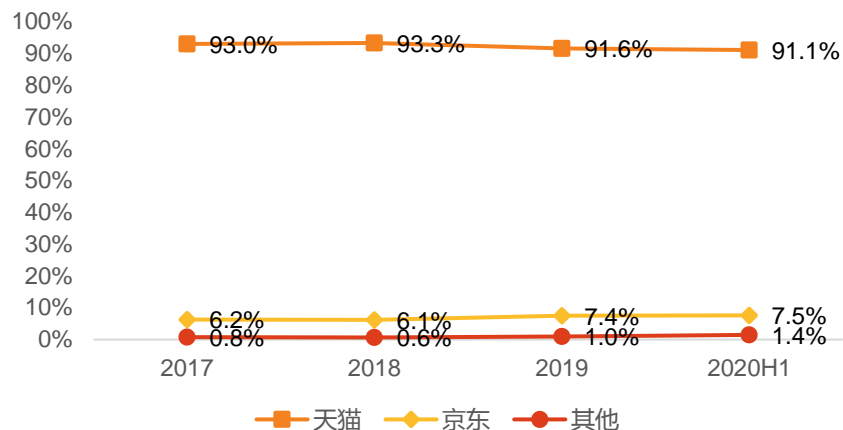
## 2.3 立足线下经销模式，线上直销迎高增

创尔线上直销渠道主要为天猫，其他销售渠道仍有待开拓。

创尔自从在天猫、京东平台分别开设“创福康”品牌旗舰店后新增第三方平台网络销售渠道且销售量逐年上升，其中天猫销售额占第三方平台总计销售额的90%以上。

**对比行业：**贴片式医用皮肤修复敷料主要品牌中敷尔佳和可孚以线上销售为主，创福康和可复美渠道和线上销售并重发展；而薇诺娜则较早成立团队布局电商全渠道，线上销售表现亮眼，2019年线上自营销售收入中，约66%来自天猫，依托微信平台的社交电商销售占比23.4%。

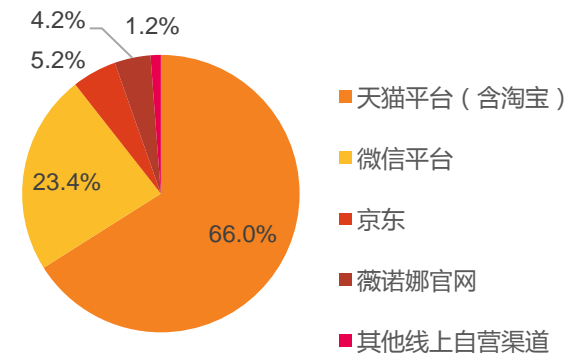
创尔生物第三方平台销售额中天猫占比高



贴片式医用皮肤修复敷料主要品牌渠道特点

品牌名	品牌背景	发展特征	渠道特点
敷尔佳	委托三联药业生产，三联药业为国内知名药企	核心成分为透明质酸钠，“医美面膜”概念的市场教育者	以线上销售为主
创福康	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业	医用皮肤修复敷料的先行者之一，核心成分为活性胶原	医院渠道和线上销售并重
可孚	均为委托加工生产，委托方-可孚医疗属于国内知名的家用医疗产品生产企业	核心成分为透明质酸钠，低价策略开拓市场，并逐渐扩大产品群	以线上销售为主
可复美	传统医用皮肤修复敷料品牌	核心成分为“类人胶原蛋白”	医院渠道和线上销售并重

薇诺娜2019年线上自营销售收入拆分



# 3

市场稀缺批文为本，  
医疗机构认可度逐步提升

## 3.1 深耕核心技术，稀缺Ⅲ类批文受市场青睐

我国医用皮肤修复敷料批文情况

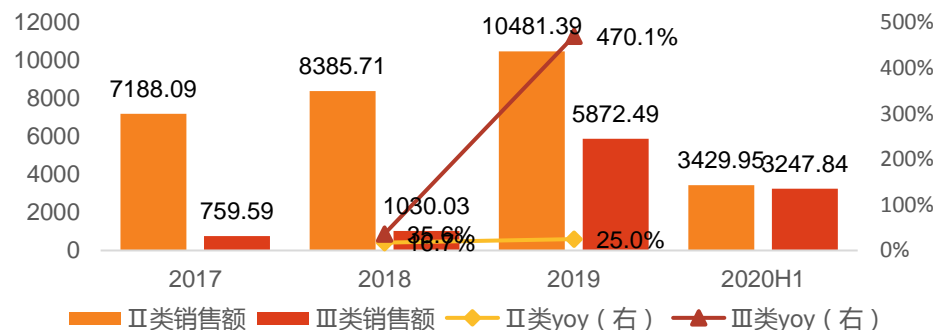
标准	管理类别	批文数量 (个)
为创面敷料，且适用关键字中包含“过敏”/“痤疮”/“光子”/“激光”等关键字	合计	102
	第三类	3
	第二类	45
	第一类	54
产品名为“医用冷敷贴”，且明确为面部整体使用	合计	365
	第一类	365
合计		467

胶原贴敷料产品开创者，拥有全国首款无菌Ⅲ类胶原贴敷料，截至2020年6月仅3张批文。

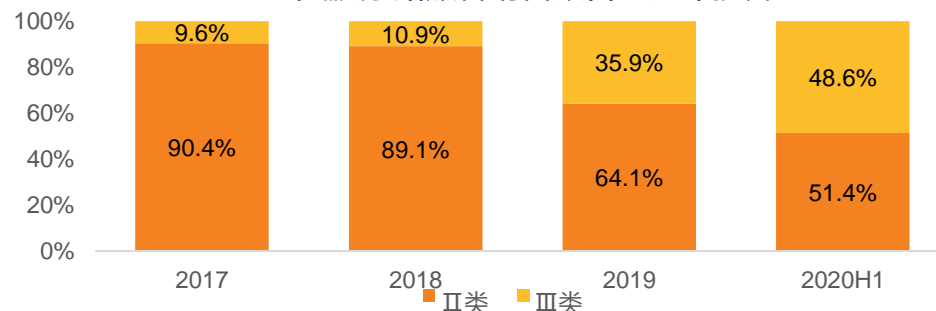
公司自成立以来便深耕活性胶原敷料市场，经过多年发展，公司生产技术、产品质量已经达到国内领先水平，是国内活性胶原生物医用材料细分领域的领先企业。

截至2020年6月30日，我国仅有3个按照三类管理的医用皮肤修复敷料医疗器械产品，其中国内企业2家，分别为创尔生物和浙江崇山生物制品有限公司（主要产品为消加术——Ⅲ类胶原贴敷料），这两家企业的产品均为“胶原贴敷料”；进口企业1家，名为瑞典墨尼克医疗用品有限公司，产品属于非胶原类修复敷料。

2019年Ⅲ类胶原贴敷料销售额快速增长（万元）



Ⅲ类胶原贴敷料销售额占比逐年提升



Ⅲ类胶原贴敷料销售额高增，占比接近辅料销售半成。

2017年至2019年，Ⅲ类胶原贴敷料销售额由759.6万元快速增长至5,872.5万元，2019年同比增速达470.1%；Ⅲ类占公司所有贴敷料销售额的比重由2017年的9.6%增长至2020年上半年的48.6%，已接近半成。



### 3.1 深耕核心技术，稀缺Ⅲ类批文受市场青睐

专利技术已达28项，股权激励注重员工利益。

公司拥有的生物医用级活性胶原大规模无菌提取制备技术已达到国内领先水平，截至2020年6月底公司及子公司拥有28项专利，其中发明专利13项，公司及子公司另有在审发明专利21项；公司拥有生物医用级活性胶原大规模无菌提取制备技术以及复合产品成型技术，实现活性胶原在多个领域的应用，从源头保证公司产品的功效和品质。

公司共有核心技术人员6人，均有丰富的研究经验，公司建立研发激励机制，通过实施员工持股及搭建员工持股平台、签署保密协议等多种方式对核心技术人员进行激励和约束，提高核心人员积极性和驱动力。

#### 核心技术人员情况

核心技术人员	学位	职位	持股数量	持股比例	具体成果
雷静	暨南大学博士	现任公司副总经理、研发总监	直接持股100股 间接持股4,063股	直接持股 0.0001%，间接 持股0.0048%	拥有13年高风险医疗器械研发和项目管理与实践经验，涉及骨科、眼科、创伤修复等领域。
崔玉	硕士学历	现任公司董事、副总经理	间接持股4,452股	0.0052%	拥有25年生物学及生物药学方面的研究实践和经验，在对抗癌中成药、化学药物的生产和质量控制，药品GMP管理等方面拥有丰富经验。
陈淡嫦	广东药科大学生物技术学士，医疗器械中级工程师	医疗器械研发部主管	4.18万股	0.0492%	深度参与活性胶原产品的设计、开发、注册及生产转化等工作，在Ⅲ类胶原贴敷料的注册过程中通过改变关键技术手段使产品以最终灭菌的形式生产且符合法规要求，完成了Ⅲ类胶原贴敷料有效期及储存温度的验证并完成了注册变更项目。
罗思施	华南农业大学博士	公司副总经理	4.2万股	0.0494%	开展产学研合作，将科研成果落地转化，形成一条医用琼脂糖的中试生产线和医用冷敷敷料、医用冷敷贴等多个产品生产线，开拓了公司在生物材料医学应用的新领域。
李奕恒	华南农业大学硕士	公司董事	2,000	0.0024%	在产品开发与注册方面，完成胶原贴敷料、胶原蛋白海绵开发和注册及其关键指标注册变更，完成胶原贴敷料（Ⅲ类）和胶原贴敷料（Ⅱ类）存储条件有效期变更。
蒋国华	本科学历	公司总工程师	15万股	0.1765%	主导了公司生产设备机械化、产品工艺技术改造等项目工作。组织并完成胶原蛋白海绵产品内毒素攻关项目工作。



### 3.1 深耕核心技术，稀缺III类批文受市场青睐

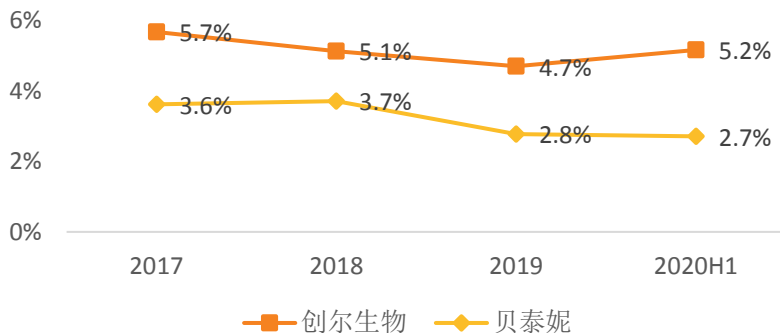
依托研究资源长期自建研发团队，研发费用率高于行业平均。

公司系全国生物医用材料产业技术创新战略联盟理事单位，广东省医疗器械管理学会发起单位、历任会长单位与副会长单位。同时，公司作为发起人创建了广东省医用胶原工程技术研究开发中心，与华南理工大学、清华大学、中国科学院、中国人民解放军总医院等知名高校及科研院所共建人体组织功能重建产学研创新联盟、广东省生物医学创新平台（创伤修复组织工程材料领域）等行业平台。

自2006年起，公司持续系统地开展自主研发，组建自有研发团队。截至2020年6月30日，公司共拥有51名研发人员，占员工总数的15.74%，其中博士研究生4人，硕士研究生16人，硕士及以上学历研发人员占研发人员总数的比例为39.22%；对比贝泰妮的研发情况，贝泰妮共拥有100名研发人员，占员工总数的5.67%，其中博士研究生3人，硕士研究生24人，硕士及以上学历研发人员占研发人员总数的比例为27%，团队构成上创尔生物更偏重技术研发。

从研发费用率来看，创尔生物整体保持较高水平，2017-2020H分别为5.7%、5.1%、4.7%和5.2%，有回升趋势，在行业内处于较高水平。

研发费用率高于贝泰妮



核心技术人员及研发人员数量及占比

项目	创尔生物	贝泰妮
核心技术人员 (人)	6	7
核心技术人员及研发技术人员 (人)	51	100
员工总数 (人)	324	1763
研发人员占员工总数的比例	15.74%	5.67%
硕士及以上学历研发人员比例	39.22%	27%

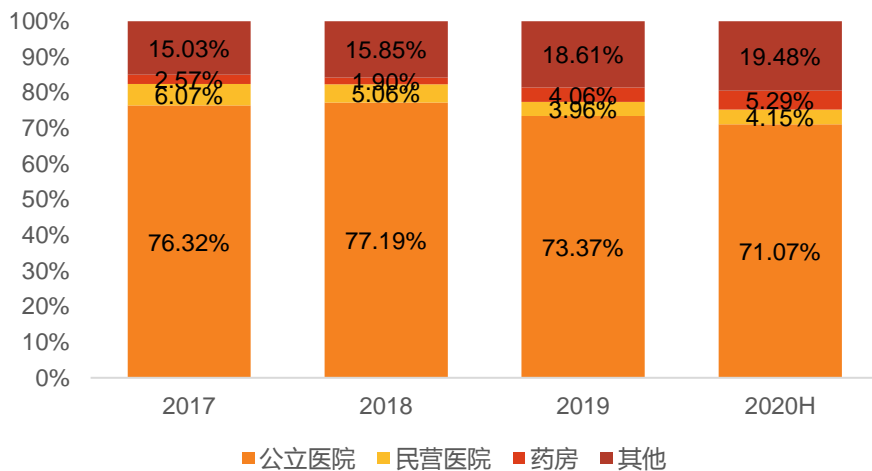
## 3.2 医疗机构认可度高，经销渠道以公立医院为主

主要产品进入多家三甲医院临床实用，经销模式下公立医院为主要销售渠道。

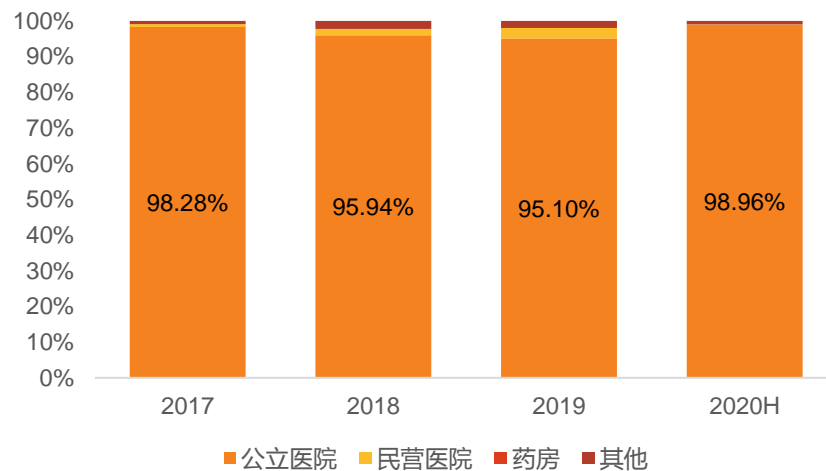
公司产品广泛应用于医疗机构的皮肤科、烧伤科、整形科等科室，凭借其技术和质量与之建立了良好的合作关系，截至2019年末公司产品已覆盖全国29个省份、直辖市、自治区，覆盖超过320家三甲医院，其中全国百强医院覆盖率达到47%。

经销模式下，公司产品主要销往公立医院、民营医院及药房，胶原贴敷料销往公立医院的占比保持在70%以上，胶原蛋白海绵销往医院的占比保持在95%以上，被医疗机构高度认可。

### 胶原贴敷料经销模式下公立医院占比超70%



### 胶原蛋白海绵经销模式下公立医院占比超95%



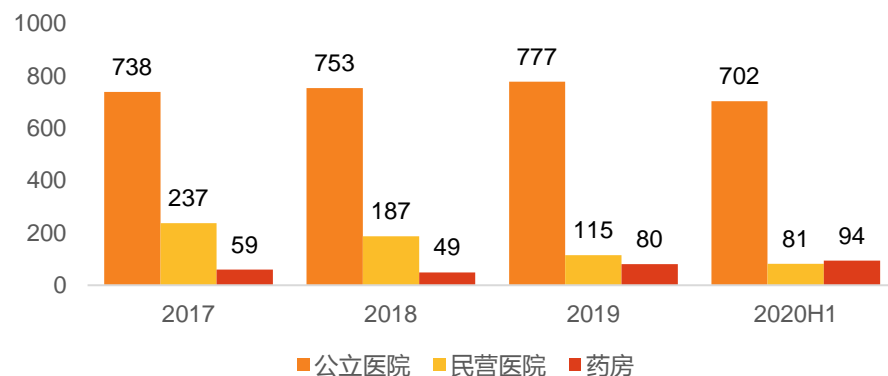
## 3.2 医疗机构认可度高，经销渠道以公立医院为主

经销渠道以公立医院为主，保持长期合作关系占比较高。根据经销商提供的终端销售信息，胶原贴敷料2017-2019年及2020年1-6月分别覆盖的医院数量为975、940、892和783家（含公立医院和民营医院），2020年1-6月相对于2019年度减少109家，主要原因是受2020年新冠疫情影响部分医院仍有库存，以及部分民营医院逐步打造自己品牌产品取代其他品牌产品；胶原蛋白海绵2017-2019年及2020年1-6月分别覆盖的医院数量为62、52、59和42家。从2017年至2020年上半年，共有72家经销商持续保持合作，占比较高。

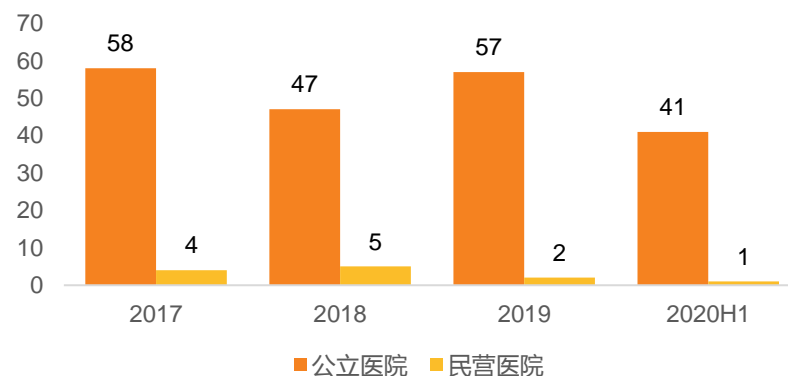
持续合作的经销商占比较高

项目	2017	2018	2019	2020H1
新增经销商数量		62	53	20
退出经销商数量		51	47	57
经销商总数量	174	185	191	154
报告期内持续合作的经销商数量	72			

胶原贴敷料经销渠道公立医院数量稳定



胶原蛋白海绵经销渠道主要为公立医院



# 4

胶原蛋白产品+直销渠  
道高毛利，营收净利稳步提升

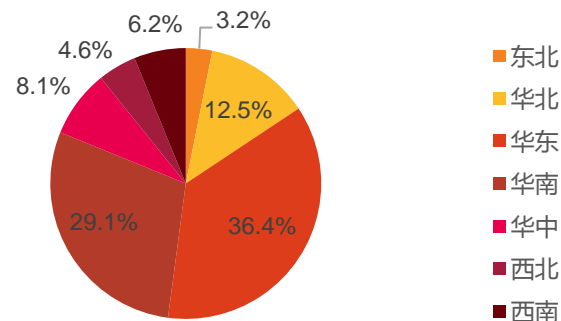
## 4.1 复合增速高，营收净利快速提升

营收、净利稳步提升，华东、华北为主销区。

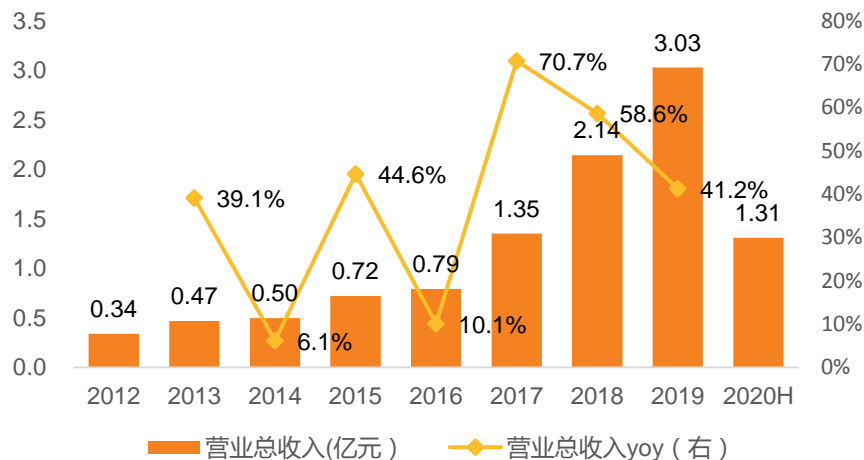
2012年至2019年，公司营业收入由0.34亿元增长至3.03亿元，七年CAGR达到36.85%，2017年以来保持双位数高速增长；归母净利润由1,026.2万元提升至7,322.78万元，七年CAGR达到32.41%。2020年上半年，公司实现营业收入1.31亿元和归母净利润3,866.41万元。2020H净利率相较于2019年有所上升，为29.55%。

从地域来看，公司的销售区域主要集中于华东、华南和华北地区，2018年以来三个区域总计销售占比超过四分之三。

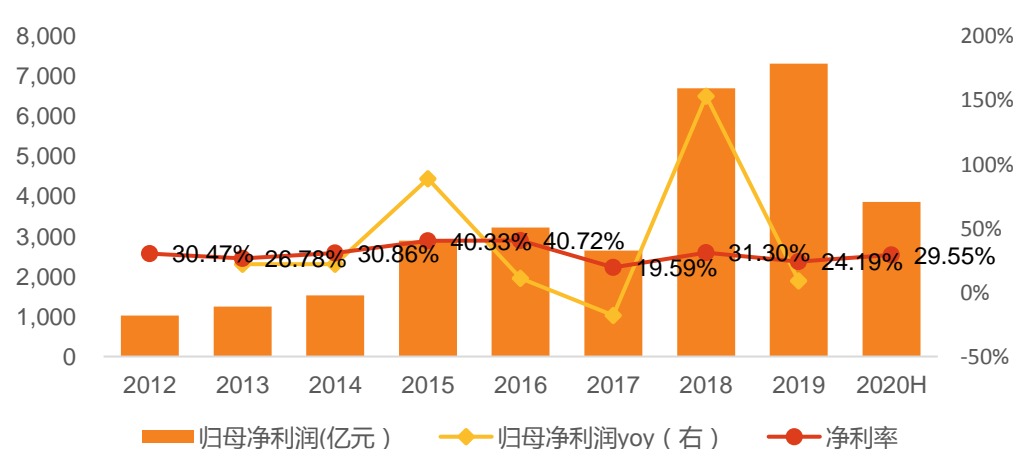
2020H销售主要集中于华东、华南和华北地区



营业收入快速提升，七年CAGR达到36.85%



2018年归母净利润大幅增加



## 4.2 胶原蛋白高毛利+直销渠道扩张拉高毛利率

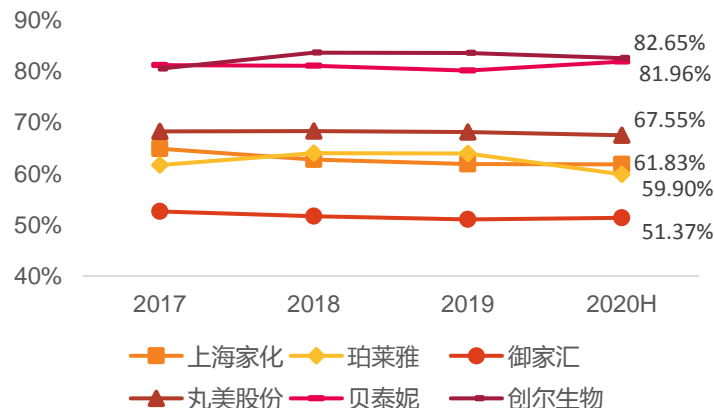
毛利率水平行业领先，线下直销渠道毛利率高。

从整体来看，创尔生物毛利率保持在80%以上高位水平，在同行业上市公司中处于领先水平。

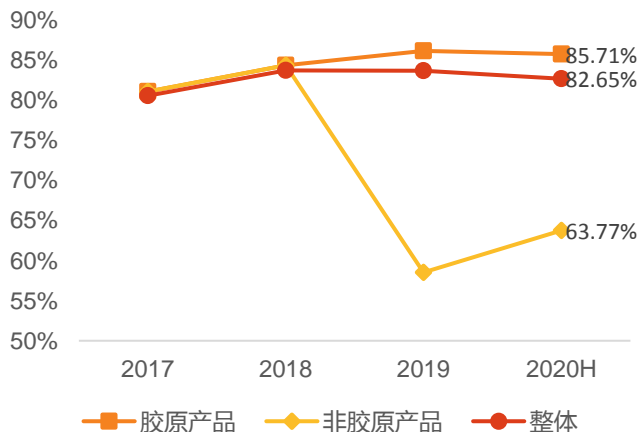
分产品来看，胶原产品毛利率相较于非胶原产品更高，2020H1达到了85.71%，拉高了公司的整体毛利率。

分销售渠道来看，创尔生物直销模式的毛利率显著高于经销模式，随着直销模式占比的进一步提升，对公司整体毛利率有拉升作用；对比贝泰妮，各销售渠道中线下自营毛利率最高但是呈下降趋势，线上自营处于公司中等水平，2020H1达到82.97%，有进一步提升的趋势。

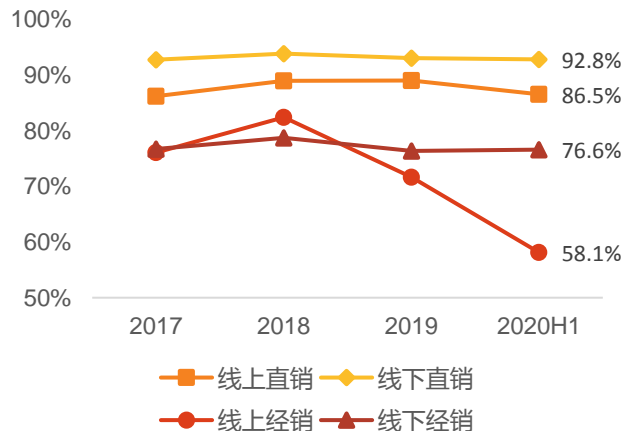
毛利率处于同行业领先水平



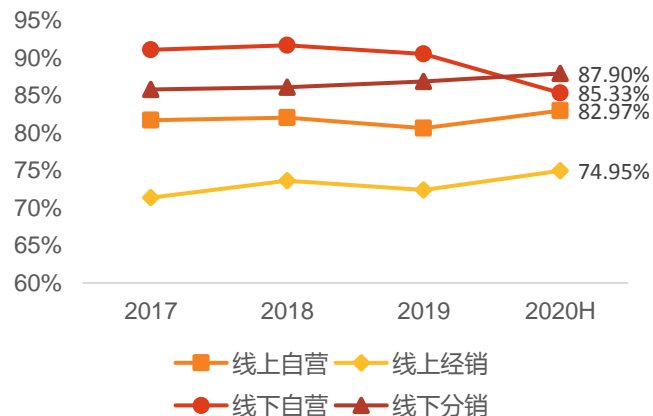
胶原产品毛利率拉动整体毛利率



创尔生物直销渠道毛利率高于经销渠道



贝泰妮线下自营毛利率最高



## 4.3 费用率呈下降趋势，销售费用率体现推广方式

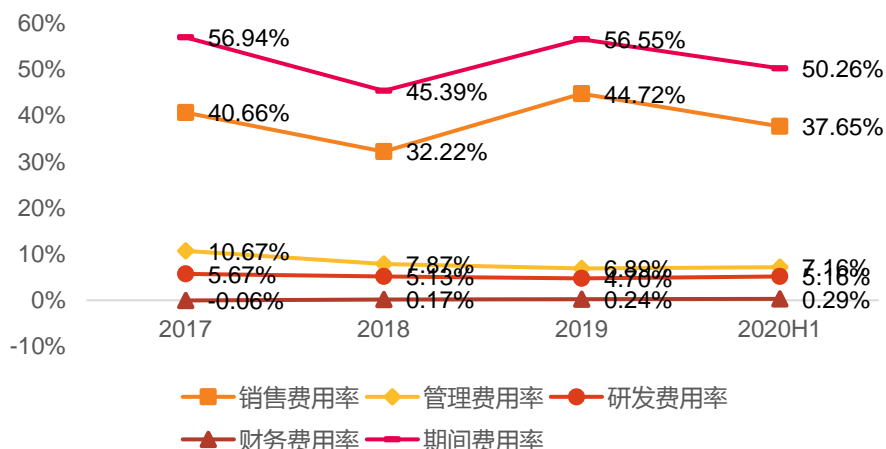
期间费用率主要受销售费用率影响，近期市场推广脚步放缓。

2018年期间费用占营业收入的比例较低，主要原因一是公司广告宣传投放有所减少，二是生物护肤品经销收入大幅提升，该销售模式下推广费用由经销商承担，导致销售费用占营业收入的比例下降。

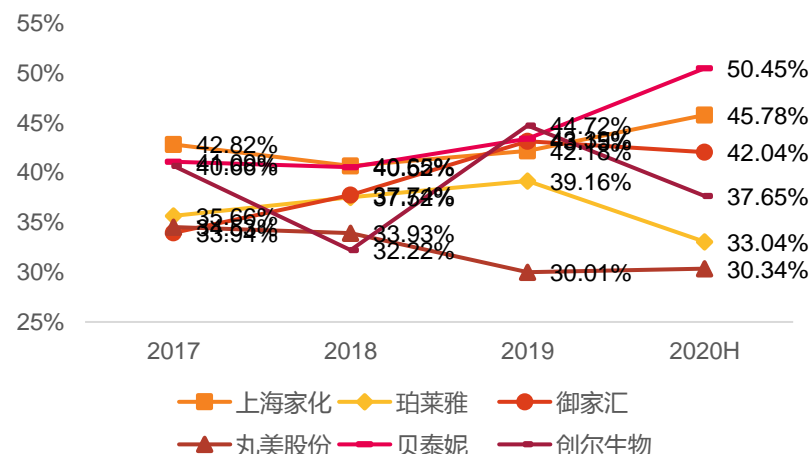
2020年，公司未进行大规模的广告投放，销售费用占营业收入的比例下降。

对比同行业，创尔生物销售费用率变动较大，主要受当期营销及推广方式所定，销售费用率在同行业中处于平均水平。

期间费用率主要受销售费用率影响



同行业销售费用率



## 4.4 募资加大研发投入，解决胶原蛋白产能瓶颈

### 募集资金投资项目

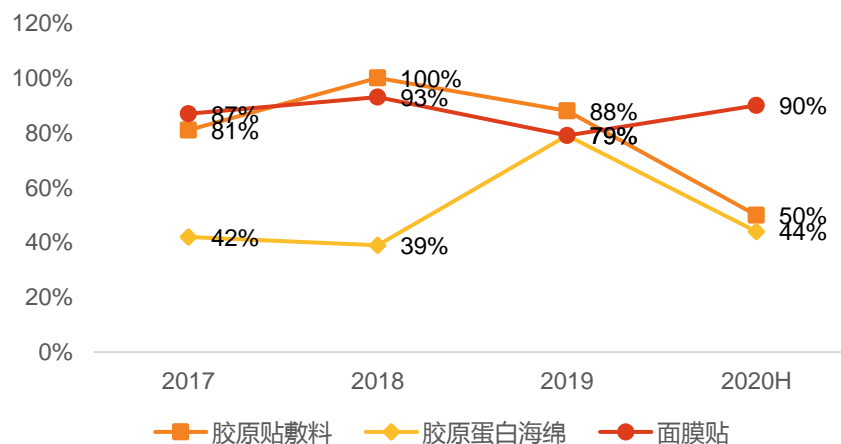
	项目名称	预计募集资金投入金额（万元）
1	医用活性胶原生产基地（一期）建设项目	32,670
2	研发中心建设项目	12,959
合计		45,629

本次公开发行募集资金投资项目主要投向医用活性胶原研发及生产领域。公司不断钻研突破活性胶原技术，以医疗器械为主，积极推进研发相关医疗器械产品及胶原原料，加快公司在研产品产业化进程，进一步扩展公司产品系列，丰富产品线。

随着市场规模的迅速扩张，产能不足已经成为制约公司未来发展的关键因素。2017年和2018年，公司胶原贴敷料产能利用率分别为81%和100%，2019年进行生产线技术改造将其产能提升至约2,000万片，然而产能利用率仍达到88%。

医用活性胶原生产基地建设项目将帮助公司进一步提高主要产品产能，提升公司产业化水平，满足新产品销量快速扩张的需求。项目建成后，产能将提升至胶原贴敷料4,000万片/年，胶原蛋白海绵24.69万片/年，医用冷敷贴14.8吨/年，胶原蛋白原液产品360吨/年。

### 胶原贴敷料产能利用率接近饱和





# 风险提示

- **主要产品线上销售价格下降风险**

公司主要产品线上渠道销售市场竞争较为激烈。公司基于扩大知名度和吸引流量等因素推出优惠体验装产品，加大线上销售产品的促销力度，从而导致主要产品胶原贴敷料、胶原多效修护面膜的线上销售价格存在一定幅度的下降。随着未来市场竞争加剧，公司存在进一步下调胶原多效修护面膜单价的可能，则会对公司经营业绩造成不利影响。

- **市场竞争加剧风险**

居民生活水平不断提升、皮肤问题日趋突出、医美市场快速成长，我国医用皮肤修复敷料行业正处于快速发展的阶段，较高的利润率水平、广阔的市场发展空间吸引众多企业进入行业，行业技术更新迭代加快，行业竞争进一步加剧。

- **胶原新产品研发风险**

各大胶原蛋白企业努力提高现有技术水平，不断研究开拓胶原的应用领域，为持续保持公司在行业内的核心竞争力，公司需要准确评估与掌握市场需求及技术发展趋势，不断研发差异化胶原新产品，保持技术的先进性和产品的创新性。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS