



## 商业贸易

优于大市（维持）

### 证券分析师

郑澄怀

资格编号：S0120521050001

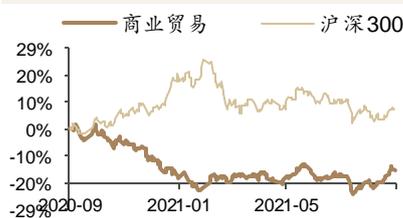
邮箱：dengch@tebon.com.cn

### 研究助理

易丁依

邮箱：yidy@tebon.com.cn

### 市场表现



### 相关研究

- 1.《植发行业 | 深度二：从四大植发龙头，到跨消费医疗对比，推演行业发展趋势》，2021.8.11
- 2.《——贝泰妮、创尔生物深度对比-化妆品深度一：从贝泰妮到创尔生物，看功能性护肤品行业变迁》，2021.7.14
- 3.《植发行业深度报告：从雍禾 IPO，看植发产业大发展》，2021.6.22
- 4.《医美行业点评：八部委政策出台，合规加速行业出清》，2021.6.11
- 5.《618 热度不减，国货表现亮眼》，2021.6.8

# 医用敷料龙头敷尔佳 IPO，看械字号护肤品发展

## 投资要点：

- **导语：2021年9月7日医用敷料龙头企业敷尔佳提交创业板 IPO 招股说明书，我们再次聚焦械字号护肤品赛道的市场格局及发展前景，供给端审批严监管+需求端医美术后修复及功能护肤替代，预计行业未来五年将以 28%的 CAGR 保持高速增长，高定价、高客单、高复购、高盈利等特点吸引多企业加速入场。**
- **功能性护肤品再度细分，聚焦械字号赛道。**将护肤品分为普通护肤、功能性护肤、医疗护肤三个类别，功能性护肤品领域可分为以强功效性及皮肤学级为代表的妆字号和医美级的械字号。医美级护肤品需要获取医疗器械注册许可证，细分品类上以医用敷料为主，胶原蛋白及玻尿酸为医用敷料主流原料。
- **为什么说械字号护肤品是个好赛道？**（1）**供给端：**医用修复敷料管理类别为二、三类医疗器械，广告投放有严格的规定，医疗器械的注册周期长于其他类型产品，二类及三类械字号产品面临更高的生产技术要求，高要求、严标准带来医用敷料稀缺性。（2）**需求端：**①**医美术后修复：**抗衰老需求呈现年轻化，高学历人群熟龄化共促医美大发展，监管从严加快市场出清，驱动用于屏障受损皮肤护理的医用敷料市场将持续增加；②**功能护肤替代：**未来将由三大因素（皮肤问题治疗需求人群庞大；渠道教育促进成分党兴起，消费者追求产品功效性；消费群体年轻化、高频化妆且购买力高，保障客单增长）驱动（广义）功能性护肤行业高速增长，医用敷料渠道从美容院/医院/药房到公域流量的传播链顺畅，且产品安全性高，更符合敏感肌需求，对皮肤学级护肤品将有所替代。（3）**市场空间：**未来五年市场规模有望以 28% CAGR 增长至 2025 年的 230.1 亿元。（4）**竞争格局：**供给趋严保障医用敷料注册证稀缺性，行业内产品高定价、消费高客单、顾客高复购、企业高盈利吸引众多传统化妆品公司布局，未来竞争将加剧、存量企业先发优势明显。
- **敷尔佳为何能成为医用敷料领域龙头？**敷尔佳从制药公司起家，2017 年后加速度发展，2018-2020 年营收、归母净利润 CAGR 达 106.01%、80.16%，盈利能力维持高位，成为行业龙头得益于三大因素：（1）**渠道端：**线下经销渠道占据主导，经销商分级管理、分销联盟系统平台、实体渠道经销多维度保障线下渠道管理，内部考核机制下将不断培育壮大存量经销商体系，集中渠道规模和发挥渠道优势；线上渠道抢先多点布局，各平台宣传收效明显，未来将借助天猫、抖音等渠道实现 C 端快速放量；（2）**产品端：**敷尔佳多维度、全方位打造产品矩阵，领先于行业竞争对手，打造白膜+黑膜两大核心单品，有效提升品牌知名度，多重成分协同发展，有效解决多重肌肤问题，拟 IPO 募投 6.56 亿于生产基地建设项目以提升产能，0.57 亿于研发及质量检测中心建设项目，通过研发设备和检测设备的采购及组建研发团队，有效弥补研发能力；（3）**营销端：**通过明星代言、综艺赞助、新营销渠道及展会等多重方式进行推广，提高品牌曝光度，行业内多家传统企业布局带来赛道日趋拥挤，敷尔佳拟投入 8.86 亿进行品牌营销推广，加大与电商平台合作，采用 KOL 推广、明星代言提高品牌形象，充足的营销费用保证品牌渗透率维持较高水平，维持行业内的领先优势。
- **投资建议：**功能性护肤品行业高速发展背景下，贴片式专业皮肤护理行业（核心为医用敷料）受益于医美术后修复及敏感肌护肤需求，预计将以 28.3% 复合增速增长至 2025 年的 230.1 亿，在护肤品行业中展现较高的景气度。敷尔佳凭借渠道、产品、营销多维度发力成为医用敷料领域龙头企业，通过本次 IPO 计划，弥补研发、营销短板，丰富渠道布局及产品线，伴随医用敷料红利，未来有望实现快速发展，**建议重点关注。**
- **风险提示：**行业景气度下降风险；行业竞争加剧风险；产品审批失败风险。



## 内容目录

1. 功能性护肤品再度细分，聚焦械字号赛道.....	5
2. 为什么说械字号护肤品是个好赛道？ .....	7
2.1. 功能性护肤品：长坡厚雪高景气度，医用敷料表现尤佳.....	7
2.2. 竞争格局：高定价、高客单、高盈利，多企业加速入场.....	8
2.3. 供给端：严要求高门槛，多措并举行业内严监管.....	12
2.4. 需求端：医美术后修复叠加功能性护肤，行业高景气.....	14
2.4.1. 驱动一：医美术后创面修复需求增加，助推医用敷料高增.....	14
2.4.2. 驱动二：渠道高转换叠加产品成分精简，行业受益于成分党崛起.....	15
2.5. 两维度测算市场空间，未来五年 CAGR 将达 28%.....	17
3. 敷尔佳：高速增长，成为医用敷料领域龙头企业.....	18
3.1. 发展历程：制药公司起家，2017 年后加速发展.....	18
3.2. 盈利规模高速增长，盈利能力维持高位.....	18
3.3. 股权结构高度集中.....	20
4. 敷尔佳为何能成为医用敷料领域龙头？ .....	21
4.1. 渠道端：线上、线下双轮驱动，逐步形成全链路销售体系.....	21
4.1.1. 线下渠道：多层级、差异化管理，优胜劣汰机制下未来强者恒强.....	21
4.1.2. 线上渠道：医用敷料红利叠加电商先发优势，线上贡献将持续提升.....	23
4.2. 产品端：深耕两大单品打造极致产品力，多元布局产品矩阵日趋丰富.....	25
4.3. 营销端：多渠道营销投入，打造医用敷料领先者.....	27
5. 投资建议 .....	29
6. 风险提示 .....	29

## 图表目录

图 1: 中国功能性护肤品行业发展历程 .....	7
图 2: 皮肤护理市场及细分市场的应用场景及规模 (单位: 亿元) .....	8
图 3: 专业皮肤护理市场及细分市场的应用场景及规模 (单位: 亿元) .....	8
图 4: 2019 年我国贴片式医用敷料市场市占率 (按销售额计算) .....	9
图 5: 2019 年我国贴片式医用敷料市场市占率 (按销售量计算) .....	9
图 6: 贝泰妮医疗器械单价明显高于护肤品和彩妆 .....	10
图 7: 敷尔佳医疗器械类产品单价稍高于化妆品 .....	10
图 8: 敷尔佳复购率略高于贝泰妮 .....	11
图 9: 敷尔佳顾客消费三次以上占比较高 .....	11
图 10: 医疗器械企业 (敷尔佳、创尔生物) 盈利能力领先 .....	11
图 11: 医疗器械类产品审批流程复杂且审批周期较长 .....	13
图 12: III 类医疗器械临床试验审批流程 .....	13
图 13: 主要医美市场每千人诊疗次数 (次/每千人) .....	15
图 14: 各国医美项目渗透率对比 .....	15
图 15: 贴片式专业皮肤护理市场规模未来五年将保持 28.3% CAGR .....	17
图 16: 敷尔佳发展历程: 制药公司起家, 2017 年后加速发展 .....	18
图 17: 2019 年公司营收实现高增长 .....	18
图 18: 2019 年公司归母净利实现高增长 .....	18
图 19: 敷尔佳以线下经销渠道为核心 .....	19
图 20: 敷尔佳线上渠道占比逐年提升 .....	19
图 21: 医疗器械类产品为销售主要产品 .....	19
图 22: 从小众走向大众市场, 化妆品类产品占比逐年提升 .....	19
图 23: 公司毛利率维持较高水平 .....	20
图 24: 营销费用投放逐年增加, 2020 年期间费用率仅 20.5% .....	20
图 25: 公司股权结构 .....	20
图 26: 线上+线下双轮驱动, 打造多维度、全链路渠道销售 .....	21
图 27: 线下经销渠道实行多层级、差异化管理 .....	21
图 28: 被优化的线下经销商收入贡献较高且稳定 .....	22
图 29: 新增线下经销商营收贡献边际下降, 渠道合作趋于稳态 .....	22
图 30: 单经销商不断壮大, 渠道规模趋于集中 .....	23
图 31: 2018-21Q1 线上直销各渠道实现销售收入 (单位: 亿元) .....	23
图 32: 2019-21Q1 天猫渠道贡献高达 90% .....	23

图 33: 敷尔佳淘宝渠道的销售额领先 (单位: 万元) .....	24
图 34: 医疗器械为主导, 化妆品产品矩阵逐渐丰富.....	25
图 35: 敷尔佳产品矩阵齐全, 领先于其他品牌.....	25
图 36: 敷尔佳核心产品: 医用玻尿酸修复贴 (白膜) .....	26
图 37: 敷尔佳核心产品: 医用玻尿酸修复贴 (黑膜) .....	26
图 38: 敷尔佳营销费用持续投入、逐年增长 (单位: 亿元、%) .....	27
图 39: 敷尔佳营销费用率远低于行业竞争对手.....	27
图 40: 五大宣传推广渠道, 提高品牌曝光度.....	28
图 41: 敷尔佳在主流种草平台宣传情况.....	28
表 1: 接受用群体将护肤品分级别划分 .....	5
表 2: 各国对功效性护肤品定义及相关法规.....	5
表 3: 医用敷料的核心成分对比及代表品牌.....	6
表 4: 医用敷料面膜头部品牌基本情况.....	9
表 5: 我国整体医用皮肤修复敷料及各细分成分敷料供应情况.....	9
表 6: 海外品牌、国产品牌、医用敷料代表品牌单片面膜价格.....	10
表 7: 医疗器械注册证划分标准及申请方法 .....	12
表 8: 械字号贴式敷料相关医疗器械分类明细.....	12
表 9: 械字号产品与妆字号产品生产技术要求对比.....	13
表 10: 2020 年五大经销商介绍及收入贡献情况.....	22
表 11: 敷尔佳入驻各大电商平台, 热度远超竞争对手 .....	24
表 12: 薇诺娜、敷尔佳、创福康热门产品核心成分.....	26
表 13: 敷尔佳产品矩阵齐全, 领先于其他品牌.....	27

**前言：**我们在2021年7月14日外发报告《从贝泰妮到创尔生物，看功能性护肤品行业变迁》，报告将功能性护肤品再细分，将贝泰妮和创尔生物进行深度对比，结合行业特征，从渠道端和产品端两维度探究市场容量及竞争格局分化本质，成分党护肤意识崛起促进妆字号增长，医美术后修复带动械字号发展。2021年9月7日敷尔佳正式提交创业板IPO招股说明书，我们将目光再次聚焦功能性护肤品赛道，作为医用敷料领域的龙头企业，通过对敷尔佳的研究，再谈医用敷料赛道的市场格局及发展前景。

## 1. 功能性护肤品再度细分，聚焦械字号赛道

根据华经产业研究院，按照受用群体将护肤品分为普通护肤、功能性护肤、医疗护肤三个类别，普通护肤针对所有消费者群体，且可用于清洁、保湿等不同场景，受众面广且使用场景多元化；功能性护肤品则为针对性保养，针对美白、祛痘等场景，强调细分功效，具体又可分为妆字号及械字号；医疗护肤则为药字号，常用于皮肤用药。广义上的功能性护肤品市场包含了强功效型护肤品、皮肤学级护肤品（狭义概念的功能性护肤品）及医美级护肤品。

表 1：按受用群体将护肤品分级别划分

护肤级别	产品类型	批准字号	宣传特征	作用	使用性质
普通护肤	大众护肤品	妆字号	禁止宣传医疗作用、禁称药妆	基础清洁、保湿、防晒	日常保养
	高端护肤品	妆字号	禁止宣传医疗作用、禁称药妆	抗衰、紧致、美白等	日常保养
功能性护肤	<b>强功效性护肤品</b>	妆字号	禁止宣传医疗作用、禁称药妆， <b>宣传时通常强调产品成分和功效</b>	美白、抗氧、抗糖等	针对性保养
	<b>皮肤学级护肤品</b>	妆字号	禁止宣传医疗作用、禁称药妆， <b>医学护肤品通常用皮肤科医生推荐等作为宣传背书</b>	舒敏、祛痘、祛斑等	针对性保养
	<b>医美级护肤品</b>	械字号	禁含“美容、保健”宣传字样， <b>常用于医美项目术后修复</b>	修护等	治疗/保养
医疗护肤	皮肤用药	药字号	禁含“美容、保健”宣传字样	治疗皮肤病	治疗

资料来源：华经产业研究院、德邦研究所

**功效性护肤品在国际上尚未形成统一定义。**从功效上看，医美级护肤品介于妆字号产品及药字号产品之间，兼有二者的功能特征，当前主要用于医美项目术后修复。从定义上来看，日本《药事法》定义“医药部外品”，兼顾了功效和美容的共同需求，药妆店中普通化妆品和医药部外品均有销售；美国FDA未明确药妆的定义和规范，化妆品祛屑类和防晒产品按照药品OTC类管理；法国看重产品安全性和有效性，并不拘泥于其定义。国内来看，国家药监局2021年4月8日发布的《化妆品功效宣称评价规范》指出，具有祛斑美白、防晒、防脱发、祛痘、滋养和修护功效的化妆品，应通过人体功效评价试验方法进行功效宣称评价。

表 2：各国对功效性护肤品定义及相关法规

国家	相关法律	监管方式
中国	新《化妆品监督管理条例》规定特殊化妆品由9类缩减至5类，增加宣称新功效化妆品为特殊化妆品	特殊用途化妆品来监管
日本	《药事法》将“医药部外部”定义为药物以外有特定使用目的、对人体作用温和、不是器具或器械的产品；在管理上属于药品，销售对象较为宽松	医药部外部来监管
韩国	韩国将化妆品分成2大类进行管理：一般化妆品（与中国非特殊用途化妆品概念相似）和机能性化妆品（与中国特殊用途化妆品概念相似），如参照中国化妆品的概念和范围，还有一部分化妆品在韩国按医药外品管理	机能性化妆品、医药外品来监管
美国	美国食品药品监督管理局（FDA）1938年通过的《联邦食品、药品和化妆品法》规定“产品可以是药品、化妆品或两者兼而有之”，如果两者都是，则按药物进行更高要求的监管，FDA明确认为“cosmeceuticals”（药妆）这一术语在美国法律下不存在	药品来监管
欧盟	《欧盟化妆品法规 EC 1223/2009》认为如果一个产品同时具有药品和化妆品的功能，该产品应按照药品进行管理	药品来监管

资料来源：中国国家药监局、日本厚生劳动省、韩国食品医药品安全部、美国食品医药管理局、欧盟委员会、德邦研究所

医美级护肤品需要获取医疗注册许可证，细分品类上以医用敷料为主，胶原蛋白及玻尿酸为医用敷料主流成分。据创尔生物招股说明书披露，从主要品牌医用敷料的主要功效成份看，胶原蛋白、透明质酸钠和其他成分约各占产品种类三分之一。胶原蛋白有保湿、修复的效果，代表品牌有创尔生物旗下的创福康、创尔美及巨子生物旗下的可丽金、可复美等；玻尿酸有锁水、保湿、润滑的效果，代表品牌有敷尔佳、绽妍；壳聚糖有抑菌、止血的功效，代表品牌有蓝科恒业；富勒烯有抗皱、美白、预防衰老的功效，代表品牌有源美；抗菌肽有抑菌的功效，为芙清的专利成分。

表 3：医用敷料的核心成分对比及代表品牌

核心成分	使用功效	原理	代表品牌
胶原蛋白	保湿、修复	大量羟基使动物源胶原蛋白的具有保湿、修复力，促愈合；酪氨酸残基和酪氨酸酶结合，防止酪氨酸转化为多巴醌，抑黑色素；天然亲水基团、保湿因子，维持角质层水分；加强血小板凝聚、黏附，开启内源性凝血途径，利于止血愈合；敷料的微酸环境抑菌、改善皮脂腺分泌排泄、软化角质层。	创福康、创尔美、可丽金、可复美、伯纳赫
玻尿酸	锁水、保湿、润滑	形成致密分子层，防止细菌感染；组织受损初期，HA 同纤维蛋白结合，构成细胞间基质框架，调节成纤维细胞增值、颗粒组织形成；加快上皮细胞的迁移速度，促进巨噬细胞的调集；传运某些蛋白质、多肽如生长因子至创伤部位。	绽妍、敷尔佳、康肤美、坦格利安
壳聚糖	抑菌、止血	破坏细菌细胞膜通透性，壳聚糖直接进入细胞产生絮凝作用；表面的正电荷与红细胞的胞壁酸结合，血块凝集，分子结构使血凝块更坚固；	蓝科恒业、瑞美创
富勒烯	抗皱、美白、预防衰老	亲和、清除自由基，抗氧化能力极强，预防肌肤衰亡。	源美
抗菌肽	抑菌	通过静电作用吸附聚集在细菌表面，疏水端插入细菌磷脂双分子层中，细菌细胞膜通透性增加而死亡。	芙清（抗菌十三肽）

资料来源：中国知网、德邦研究所

## 2. 为什么说械字号护肤品是个好赛道？

### 2.1. 功能性护肤品：长坡厚雪高景气度，医用敷料表现尤佳

功能性护肤品步入第三阶段，产品力为基础盘，渠道为锚、营销为盾。随着薇姿率先进入中国市场，开启功能性护肤的蓝海市场。经历二十余年的发展，当前国产品牌表现较好，市占率不断提升，薇诺娜、玉泽等品牌市占率位列行业前十名，消费者更注重产品的功效，以敏感肌龙头贝泰妮旗下的薇诺娜品牌为例，2017-2019年其“舒敏系列”产品的销售收入占比为39.23%、39.09%、38.11%，系列中的畅销单品“舒敏保湿特护霜”销售收入占比为18.37%、17.77%、18.36%，产品推出多年仍受到消费者的热捧，核心在于贝泰妮使用多种核心成分打造产品力，树立消费者的品牌意识。站在当下时点，随着移动互联网形式多样化，除了传统的电视广告营销外，各品牌注重线上流量的获取，积极参与社媒营销、直播带货等多种营销方式，布局小红书、抖音等平台。

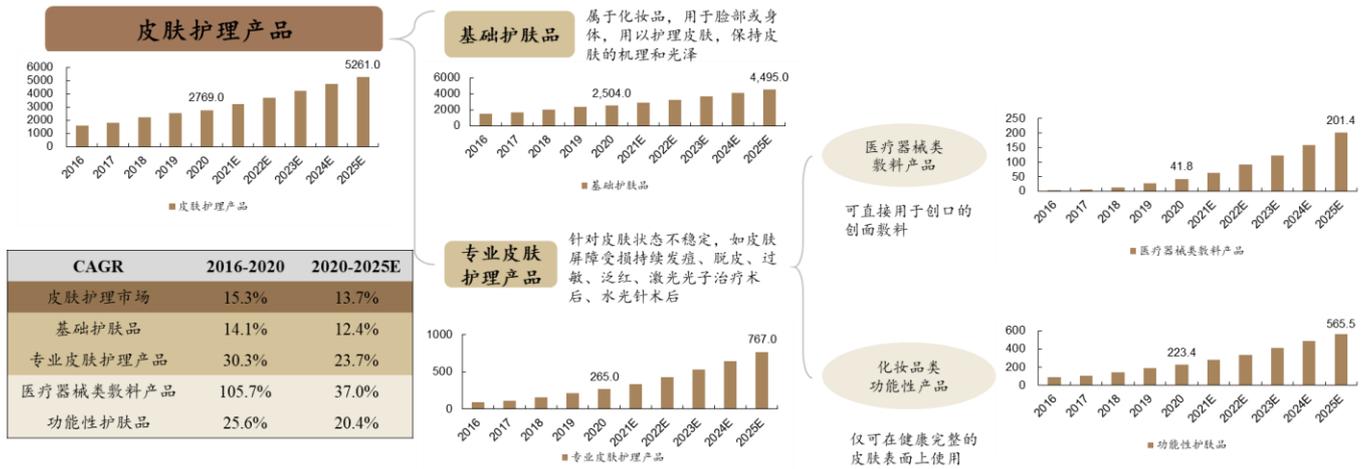
图 1：中国功能性护肤品行业发展历程

	1998-2008年 起步期	2009-2014年 转型期	2015-至今 国产品牌崛起期
品牌发展情况	<p>国际品牌进驻，开启中国功能性护肤品市场</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>1998年，薇姿品牌率先进入中国市场，开辟护肤品在药房销售道路</li> <li>2004年，法系品牌雅漾和理肤泉进入中国市场</li> </ul>	<p>品牌开展渠道转型应对发展瓶颈</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>2010年开始，薇姿品牌遭遇增长瓶颈，销售额增速逐渐放缓</li> <li>泽平、可采等国产功能护肤性品牌因转型商超渠道策略失败导致衰退</li> </ul>	<p>国产品牌市场表现好，市占率不断提高</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>2017-2019年，薇诺娜营收从7.8亿元增长至19.2亿元，复合增速为56.6%</li> <li>2014-2019年，国产功能性护肤品市占率由10.7%提升至27.3%</li> </ul>
销售渠道	<p>药店/药房为主要渠道</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>1998-2000年，薇姿与药房合作，在200+大型药房设立专柜</li> <li>2006年，资生堂旗下功能性护肤品牌菲璐泽在中国7个城市550个药房布局销售</li> </ul>	<p>销售渠道拓展至百货和医院渠道</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>2009年，雅漾和理肤泉品牌从药房渠道向百货渠道方向拓展</li> <li>2009年，玉泽品牌以药房和医院为主要销售渠道</li> <li>2010年，美国修丽可品牌进入中国，布局医疗诊所和百货商场</li> </ul>	<p>线上渠道占比持续提升，成为主流渠道</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>2016-2019Q1年，华熙生物功能性护肤品线上渠道占比从25.8%提升至57.1%</li> <li>2019年，薇诺娜品牌线上渠道占比达76.7%</li> </ul>
营销特点	<p>口碑式营销</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>营销形式：科普软文宣传为主，仅部分品牌投放电视广告</li> <li>营销特点：品牌对营销持保守态度，不请代言人、不参与综艺等影视节目广告植入，依赖于用户口碑推荐宣传</li> </ul>		<p>高投入打造多元化营销</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>2020H1，国产功能性护肤品牌销售费用率为40-50%</li> <li>社媒营销、广告宣传和流量带货等多种营销方式</li> </ul>

资料来源：头豹研究院、德邦研究所

皮肤护理市场维持高景气，医疗器械类敷料产品表现尤佳。2020年皮肤护理市场规模已达2769亿元，在肌肤护理重视度提升、多元产品可满足多样化需求因素驱动下，预计行业2020-2025年将保持13.7%的复合增速。海外品牌电商渠道布局略滞后且产品力略不匹配国内消费者需求，2017年随着短视频、小红书、直播等新兴平台的兴起，以薇诺娜、玉泽为代表的国内品牌快速发展，品牌打造叠加消费者教育成果逐渐兑现，贡献国内功能性护肤品行业爆发式增长，2016-2020年复合增速为30.3%，预计20-25年将略降低至23.7%。而用于创口的创面敷料产品增长至2020年的41.8亿，医美术后修复需求叠加敏感肌护理需求，行业2016-2020年保持105.7%的高增长，也孕育出敷尔佳、创尔生物、巨子生物等行业代表性企业，20-25年将保持37.0%的增速至201.4亿元。

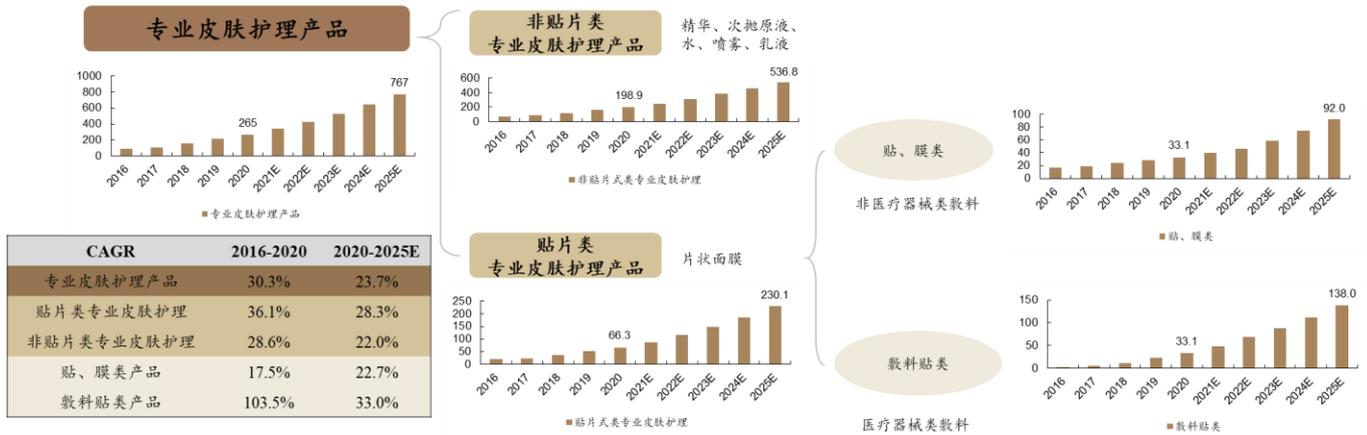
图 2：皮肤护理市场及细分市场的应用场景及规模（单位：亿元）



资料来源：敷尔佳招股说明书、德邦研究所

以产品形态划分，未来医用敷料将占据主导。区别于其他行业，专业皮肤护理行业中包含械字号产品，且以医用敷料的形式获得注册证，按照形态将行业划分为贴片式（片状面膜）及非贴片式（精华、水乳等），预计医用敷料贴 2025 年规模将达到 138 亿，超过非医疗器械敷料的 92 亿，行业保持高增速。

图 3：专业皮肤护理市场及细分市场的应用场景及规模（单位：亿元）

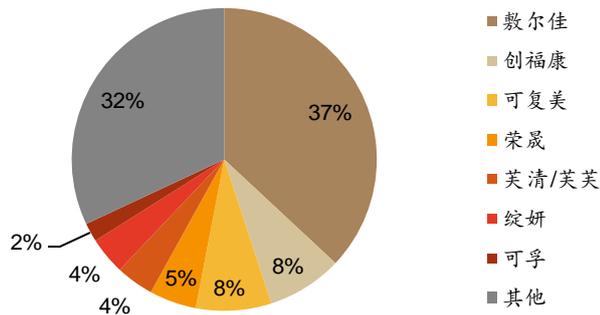


资料来源：敷尔佳招股说明书、德邦研究所

## 2.2. 竞争格局：高定价、高客单、高盈利，多企业加速入场

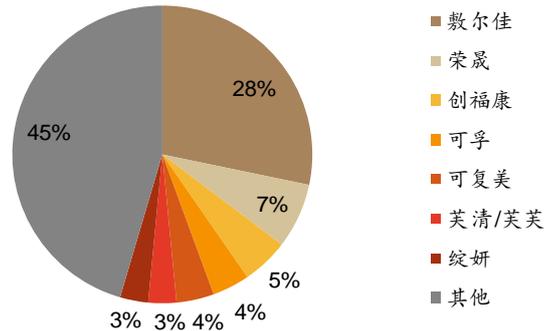
敷尔佳销售额及销售量为行业第一，创尔生物成为头部公司中少数拥有三类医疗器械的企业。以销售量测算，2019 年我国贴片式医用敷料行业中 CR7 达 55%，市场集中度较高，敷尔佳以 28% 的市占率位列第一，销售额角度来看，敷尔佳以 37% 的市占率排名第一，销售额及销售远领先于行业其他品牌。头部品牌中以二类敷料为主，仅创福康拥有三类敷料批文，创福康为胶原蛋白敷料领域的领先品牌。

图 4：2019 年我国贴片式医用敷料市场市占率（按销售额计算）



资料来源：创尔生物招股说明书、德邦研究所

图 5：2019 年我国贴片式医用敷料市场市占率（按销售量计算）



资料来源：创尔生物招股说明书、德邦研究所

表 4：医用敷料面膜头部品牌基本情况

品牌名	代表产品	主要成分	生产企业名称	管理类别	产品单价 (元/片)	品牌背景	发展特征	渠道特点
敦尔佳	医用透明质酸钠修复贴	透明质酸钠	哈三联	二类	23.6	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	线上销售为主
创福康	胶原贴敷料	胶原蛋白	创尔生物	二类	25.2	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、线上销售
	胶原贴敷料	胶原蛋白	创尔生物	三类	26.7			
可孚	医用透明质酸钠修复贴	透明质酸钠	运美达	二类	7.5	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	线上销售为主
可复美	类人胶原蛋白敷料	类人胶原蛋白	巨子生物	二类	37.6	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、线上销售

资料来源：创尔生物招股说明书、德邦研究所

三类医疗器械审查极严，创尔生物成为少数获批产品的企业之一。截止至 2020 年 6 月底，我国三类医用敷料批文仅通过 3 个，包括创尔生物在内的两家为国内公司，均生产胶原贴敷料，医用敷料领域以一类的医用冷敷贴为主。就细分成分而言，含透明质酸钠的医用敷料产品达 38 个，多于含胶原蛋白敷料数量，但透明质酸钠产品多以一类和二类产品为主，未有三类批文，胶原产品已注册通过 2 个三类医疗器械批文，对企业的技术水平和生产能力提出更高要求。

表 5：我国整体医用皮肤修复敷料及各细分成分敷料供应情况

标准	管理类别	批文数量 (个)	成份	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	透明质酸钠	合计	38
	第三类	3		第二类	21
	第二类	45		第一类	17
	第一类	54		合计	19
产品名为“医用冷敷贴”，且明确为面部整体使用	合计	365	胶原	第三类	2
	第一类	365		第二类	8
	第一类	9		第一类	9
	合计	467		合计	9
合计			透明质酸和胶原	第二类	4
				第一类	5
				合计	66

资料来源：创尔生物招股说明书、德邦研究所

注：数据截止至 2020H1

### 医用敷料赛道呈现“四高”特征：

**(1) 产品高定价：**普遍的医用敷料单片价格都在 25 元以上，荣晟的医用冷敷贴单片价格低于 10 元，主因其医用冷敷贴只有物理降温作用，适合冷敷理疗，而有修复促愈等进一步的功效的医用敷料定价更高，例如贝泰妮的酵母重组胶原蛋白贴敷料为 41.3 元/片。普通面膜中海外品牌价格明显高于国产品牌，品牌差异化带来产品价格的方差较大，国产面膜可低至 5-10 元/片，整体而言，医用敷料定价水平高于普通面膜。

表 6：海外品牌、国产品牌、医用敷料代表品牌单片面膜价格

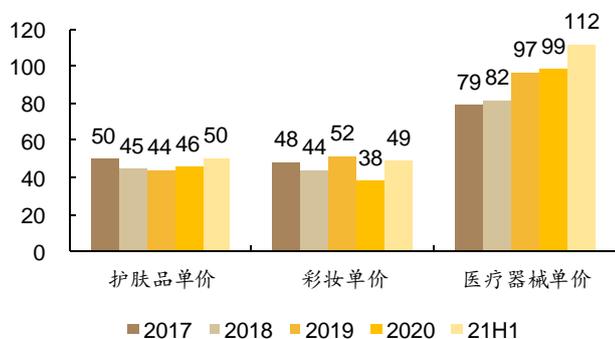
品牌	产品	单片价格	品牌	产品	单片价格		
医用敷料	敷尔佳	透明质酸医用修复（白膜）	25.2 元	海外品牌	欧莱雅	玻尿酸补水保湿面膜（即“安瓶面膜”）	26.5 元
		透明质酸医用修复（黑膜）	33.8 元		理肤泉	B5 多效保湿修复面膜	33 元
	创福康	胶原蛋白医用敷料-三类	37.6 元		SK-II	补水面膜保湿修护贴片（即“前男友面膜”）	123.3 元
		胶原蛋白医用敷料-二类	35.6 元		蒂佳婷	补水保湿急救海藻面膜（即“蓝丸面膜”）	29 元
	可复美	类人胶原蛋白敷料	35.6 元		国产品牌	创尔美	胶原多效修护面膜
	贝泰妮	酵母重组胶原蛋白贴敷料	41.3 元	贝泰妮		多效补水面膜	12.4 元
	荣晟	医用冷敷贴	7.8 元	可丽金		类人胶原蛋白健肤修护面膜	50.2 元
	芙芙	医用皮肤护理敷料	29.9 元	珀莱雅		神经酰胺面膜	4.95 元
	芙清	医用促愈功能性敷料	27.6 元	玉泽		积雪草安心修护面膜	23 元

资料来源：淘宝、德邦研究所

注：数据根据单品 2021 年 9 月 10 日淘宝零售价测算，价格或有调整

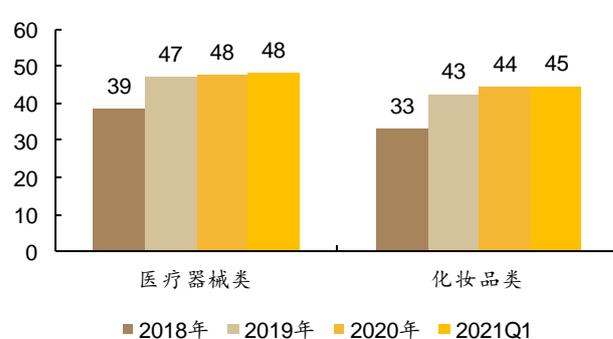
**(2) 消费高客单：**以贝泰妮、敷尔佳为例，贝泰妮医疗器械 2020 年单价 99 元，远高于护肤品的 46 元及彩妆的 38 元；敷尔佳医疗器械类产品客单价比化妆品类高 34 元，背后原因在于医疗器械产品对原材料选用标准、生产工艺和质量要求更高，从而生产成本较高致使定价较高。

图 6：贝泰妮医疗器械单价明显高于护肤品和彩妆



资料来源：贝泰妮公告、德邦研究所

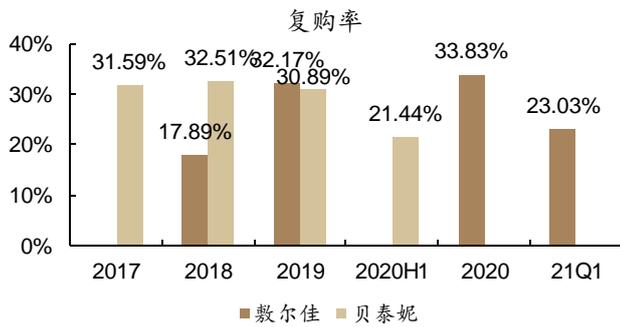
图 7：敷尔佳医疗器械类产品单价稍高于化妆品



资料来源：敷尔佳招股说明书、德邦研究所

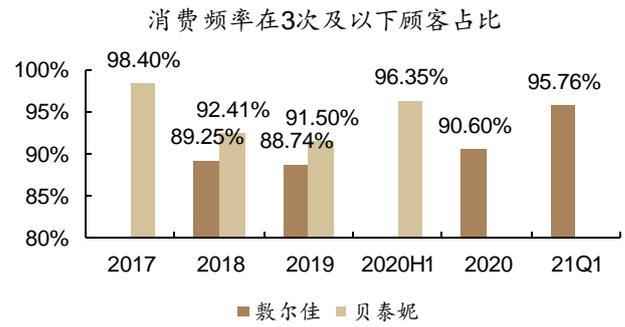
**(3) 顾客高复购：**另一重要维度在于复购率，功能性护肤品凭借在成分安全且功效性强，在目标消费者群体中有较高的认可度，其复购率高于普通化妆品，核心代表为贝泰妮 2017-2019 年复购率均超过 30%。部分医用敷料产品通过美容机构及医生推荐面向 C 端市场，行业内的竞品相对较少，需求刚性叠加供给有限，消费者对存量产品认可度较高，敷尔佳 2019 年复购率及消费频率在 3 次以上客户占比略高于贝泰妮，验证产品粘性及消费者认可度。

图 8：敷尔佳复购率略高于贝泰妮



资料来源：敷尔佳招股说明书、贝泰妮招股说明书、德邦研究所  
注：对天猫平台数据进行统计

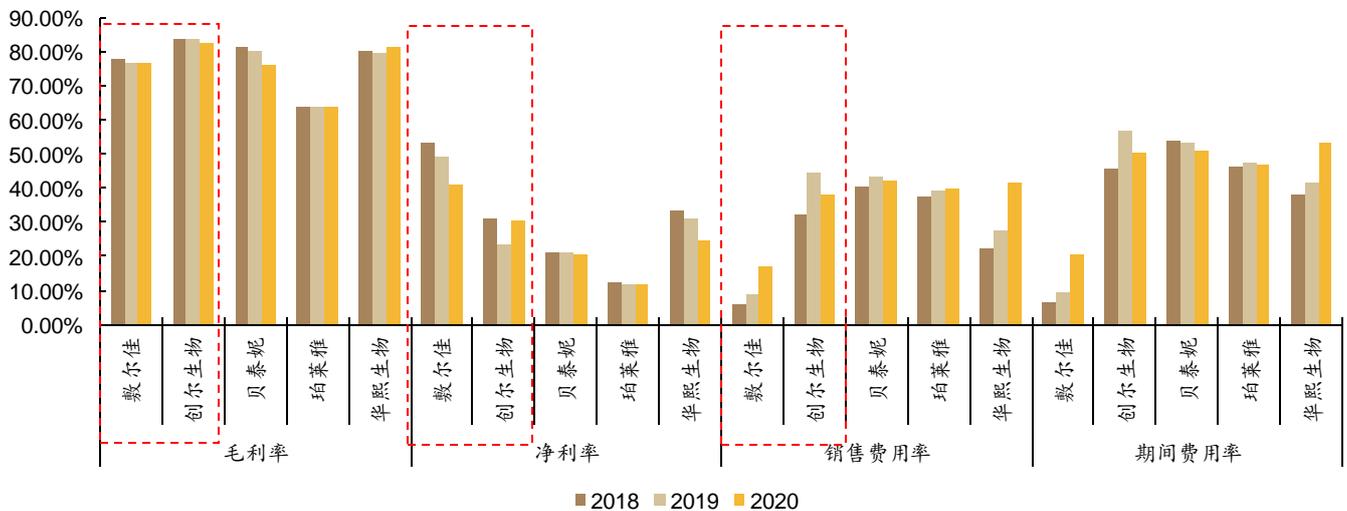
图 9：敷尔佳顾客消费三次以上占比较高



资料来源：敷尔佳招股说明书、贝泰妮招股说明书、德邦研究所

**(4) 企业高盈利：**近三年公司毛利率保持在一个稳定的较高水平，2018/2019/2020 年毛利率分别为 77.88%/76.97%/76.47%，与行业可比公司基本持平。敷尔佳规模较大，相比同行业其他公司，销售费用率处在较低水平，2018/2019/2020 年销售费用率分别为 5.72%/8.60%/16.75%，远低于行业传统公司 40%-45% 的销售费用率。近三年，公司销售费用率呈现逐渐上涨趋势，主要原因是行业竞争加剧，贝泰妮等优秀公司进入医用敷料领域，公司为保持领先地位加大了销售费用的投入，丰富营销手段，打通包括网络直播、明星代言、KOL 种草以及影视剧综艺节目等各类营销渠道，积极开展了多样的网络营销活动，预计未来销售费用率会逐步提升。

图 10：医疗器械企业（敷尔佳、创尔生物）盈利能力领先



资料来源：敷尔佳招股说明书、各公司公告、德邦研究所

**市场入局者增加，未来竞争或加剧。**目前销售械字号产品的品牌众多，巨子生物、安德普泰、创尔生物、贝泰妮、华熙生物、奥园美谷等公司均为直接或潜在竞争对手，随着更多企业布局械字号产品，行业或从蓝海市场逐渐发展为红海市场，但由于械字号产品必须持有医疗器械证这一显性壁垒，行业竞争加剧过程将较慢。

### 2.3. 供给端：严要求高门槛，多措并举行业内严监管

械字号产品按照风险等级划分为三类。我国对医疗器械产品进行分机构管辖管理，即按照风险等级由低到高对应不同等级的行政等级监管机构，一类医疗器械需向市级政府提供备案资料，实行备案管理制度；二类及三类医疗器械实行注册管理制度，二类需向省、自治区、直辖市提供资料，而三类医疗器械则需向国务院进行申请，并且提交的申请材料中需包含检验机构出具的检验报告及临床试验报告，审查过程严格，二类及三类医疗器械的注册要求较高，存在稀缺性。

表 7：医疗器械注册证划分标准及申请方法

医疗器械类别	风险程度	管理措施	申请方法	检查资料
第一类	低度风险	实行常规管理可以保证其安全、有效的医疗器械	向所在地设区的市级人民政府食品药品监督管理部门提交备案资料	产品检验报告可以自检报告；临床评价资料不包括临床试验报告，可以通过文献、同类产品临床使用获得的数据
第二类	中度风险	需要严格控制管理以保证其安全、有效的医疗器械	向所在地省、自治区、直辖市人民政府食品药品监督管理部门提交注册申请资料	产品检验报告应当是医疗器械检验机构出具的检验报告；临床评价资料应当包括临床试验报告
第三类	较高风险	需要采取特别措施严格控制管理以保证其安全、有效的医疗器械	向国务院食品药品监督管理部门提交注册申请资料	

数据来源：《医疗器械监督管理条例》、德邦研究所

医用修复敷料管理类别为二、三类医疗器械，广告投放有严格的规定。2018年施行的《医疗器械分类目录》显示，二类以上敷料皆为无菌提供，可用于创面护理修复，而一类敷料非无菌，不适用于创面愈合。用于非慢性创面、接触真皮深层及其以下组织且所含成分不可被人体吸收的医用敷料，管理类别由三类降为二类。销售端来看，需申请医疗器械广告批准文号才能进行广告宣传；提供互联网药品信息服务的单位应有两名以上熟悉药品、医疗器械专业知识的人员，且经过（食品）药品监督管理部门审查批准，广告投放要求较严格。

表 8：械字号贴式敷料相关医疗器械分类明细

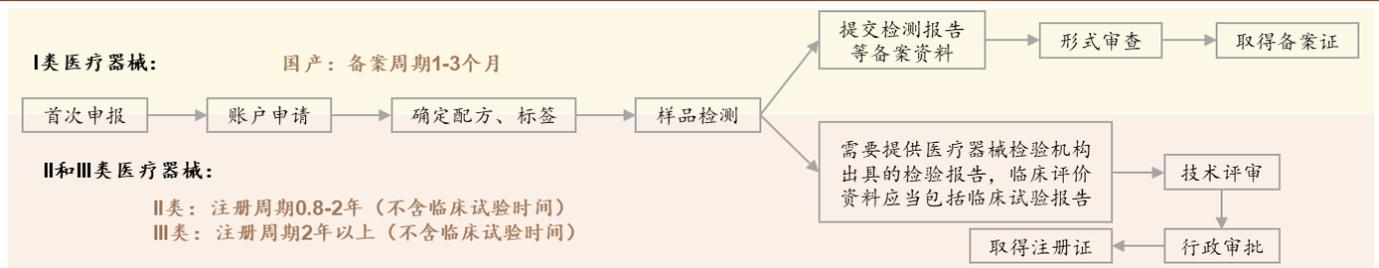
一级	二级	产品描述	预期用途	品名举例	管理类别
温热（冷）治疗设备/器具	03 物理降温设备	通常由降温物质和各种形式的外套及固定器具组成。降温物质不应含有发挥药理学、免疫学或者代谢作用的成分	用于人体物理退热、体表面特定部位的降温。仅用于闭合性软组织	医用冷敷贴、医用降温贴、医用退热贴、医用冰袋、医用冰垫、医用冷敷眼罩、冷敷凝胶	I
创面敷料	01 创面敷贴	通常由涂胶基材、吸收性敷垫和可剥离的保护层组成。其中吸收性敷垫一般采用棉纤维、无纺布等可吸收渗出液的材料制成。吸收性敷垫可单独使用，用绷带或胶带等进行固定。 所含成分不可被人体吸收。 无菌提供，一次性使用	用于非慢性创面（如浅表性创面、手术后缝合创面、机械创伤、小创口、擦伤、切割伤创面、穿刺器械的穿刺部位、I度或浅II度的烧烫伤创面、婴儿肚脐口创口、激光/光子/果酸换肤/微整形术后创面）的护理，为创面愈合提供微环境。也可用于对穿刺器械（如导管）的穿刺部位的护理并固定穿刺器械	创面敷贴、透明固定敷贴、透气敷贴、弹性敷贴、防水敷贴、打孔膜敷贴、指尖敷贴、指关节敷贴、脐带敷贴、眼部创面敷贴、无菌敷贴、伤口敷贴、创口敷贴、无菌粘帖敷料、医用敷垫等	II
	08 液体、膏状敷料	通常为溶液或软膏（不包括凝胶）。所含成分不具有药理学作用。 无菌提供	通过在创面表面形成保护层，起物理屏障作用。用于慢性创面及周围皮肤护理	无菌液体敷料、无菌喷剂敷料、无菌伤口护理软膏、无菌液体伤口敷料	III
		通常为溶液或软膏（不包括凝胶）。所含成分不具有药理学作用、不可被人体吸收。 无菌提供	通过在创面表面形成保护层，起物理屏障作用。用于小创口、擦伤、切割伤等非慢性创面及周围皮肤的护理	无菌液体敷料、无菌喷剂敷料、无菌伤口护理软膏、无菌液体伤口敷料	II
	10 生物敷料	通常为溶液或软膏（不包括凝胶）。所含成分不具有药理学作用。所含成分不可被人体吸收。 非无菌提供	通过在创面表面形成保护层，起物理屏障作用。用于小创口、擦伤、切割伤等浅表性创面及周围皮肤的护理。	液体敷料、喷剂敷料、伤口护理软膏、液体伤口敷料	I
主要成分为可被人体吸收的胶原蛋白。通过覆盖在创面上，物理屏障创面。 不含活细胞。 无菌提供，一次性使用		用于烧烫伤及创伤、皮肤缺损及所致深层创面（采用手术及非手术医治时）覆盖创面	生物敷料、猪皮生物敷料、无菌生物保护膜、异种脱细胞真皮基质敷料	III	
14 胶原贴敷料	通常由胶原蛋白原液（含胶原蛋白、去离子水、甘油、医用防腐剂）和无纺组成。 所含成分不具有药理学作用	用于提供皮肤过敏、激光、光子术后创面的愈合环境	胶原贴敷料	III	

资料来源：NMPA、德邦研究所

审批流程上来看，医疗器械的注册周期长于其他类型产品。注册周期方面，一类医疗器械注册周期平均为 1-3 个月，二类平均为 0.8-2 年，三类注册证在 2 年以上，同时二类及三类医疗器械需提供临床试验报告，是否需要开展临床试验、临床试验的实际开展情况以及获得周期，决定了审批时间的长短。提交注册申请后，技术审批环节较为关键，需要召开专家咨询会，外聘专家审批或与药品审批机构联合审评，展开体系核查，审批难度取决于资料的充分性及技术难易情况。

注册流程方面，《化妆品监督管理办法》2021 年正式开始实施，对原料及产品、生产经营等方面均提出新的要求，《化妆品功效宣称评价规范》对功效性护肤品提出了新的要求，审批流程方面则需进行安全性和功效性检验并取得合格的检测报告，抗皱、紧致、舒缓等功效的产品需提供实验室试验，对行业的强监管有利于市场出清，部分中小企业或不合格的产品及原料将会退出市场，有利于研发实力强的品牌发展。

图 11：医疗器械类产品审批流程复杂且审批周期较长



资料来源：NMPA、德邦研究所

二类及三类械字号产品面临更高的生产技术要求。人员要求方面：企业负责人需为大专及以上学历，管理者代表（二类）需为大专及以上学历或初级及以上技术职称，并具有 3 年以上质量管理或生产、技术管理工作经验，三类管理者代表则对学历提出更高的要求，需本科及以上或中级及以上技术职称。场地要求方面：生产车间需无源无菌且非植入产品，微生物实验室要求万级洁净度，并且配备 2 套独立空压系统，对于生产企业的生产环境提出严苛要求，提高行业准入门槛。

表 9：械字号产品与妆字号产品生产技术要求的对比

类别	工厂环境	成分
械字号产品	工厂环境要求高，须严格按照国家医疗器械标准生产，工厂必须通过医疗器械体系认证，生产车间必须达到医用级别万级净化车间，且有《医疗器械生产质量管理规范》和《第三方生产环境检测报告》的监督	械字号产品成分和效果上不允许添加任何激素、抗生素、重金属及其他易引起皮肤反应的化学制剂
妆字号产品	妆字号生产需要化妆品厂资质和备案，妆字号生产加工要按照《化妆品卫生监督条例》标准进行生产，没有太高的医药制备条件要求，生产环境要求干净整洁，符合卫生管理条例即可	妆字号产品的药用和治疗效果较低，且妆字号护肤品在允许范围内可以添加：酒精、香精、防腐剂、色素荧光剂等添加剂

资料来源：NMPA、德邦研究所

三类医疗器械另需国务院审批临床试验。2021 年 3 月推出的《医疗器械监督管理条例》指出，具有较高风险三类医疗器械需先由国务院药品监督管理部门审批临床试验，对机构设备、专业人员、医疗器械的风险程度、临床试验实施方案、临床受益与风险对比分析报告等进行综合分析，临床试验采取默认制度，国务院药品监督管理部门自受理申请之日起 60 个工作日内作出决定并通知临床试验申办者，临床试验获批略有提速，但整体注册周期较其他类别医疗器械较长。

图 12：III 类医疗器械临床试验审批流程



资料来源：NMPA、德邦研究所

## 2.4. 需求端：医美术后修复叠加功能性护肤，行业高景气

械字号的用户可分为三类：(1) 痤疮、皮炎等皮肤问题的患者；(2) 轻医美手术后急需皮肤修复的医美人群；(3) 追求功能性护肤的普通消费者。痤疮、皮炎患者大多由皮肤科医生推荐，以医院、药店渠道为主，从敷尔佳产品终端应用渠道来看，医美机构及线上电商为核心，契合行业发展趋势，从消费实力及频率来看，医美人群术后修复及功能性护肤将成为我国医用皮肤修复敷料市场成长的核心推动力量。我们在 2021 年 7 月 14 日外发报告《从贝泰妮到创尔生物，看功能性护肤品行业变迁》中详细分析两大驱动力对功能性护肤品需求的拉动。

### 2.4.1. 驱动一：医美术后创面修复需求增加，助推医用敷料高增

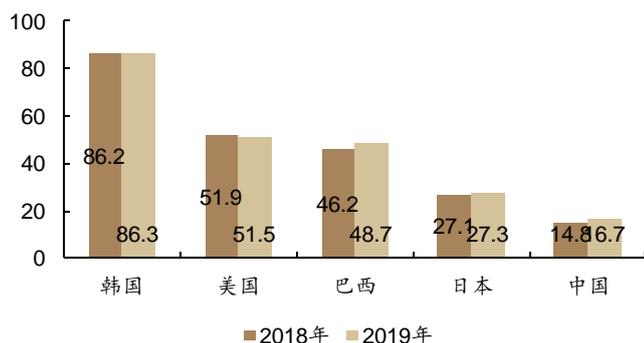
我们在 2021 年 5 月 21 日外发报告《医美行业深度：颜值经济乘风起，医美产业相辉映》中，从内在需求外在供给两个角度分析医美市场在消费升级大背景下具有高增长确定性。需求端：抗衰老需求年轻化+高学历人群熟龄化共促医美大发展；供给端：监管从严+高性价比国产针剂崛起加速本土医美龙头诞生。具体来看：

**1) 需求端：**国内医美市场 2019 年预计 1436 亿元（2015-19 年 CAGR 达 29%；手术类/非手术类为 836 亿元/600 亿元）。①分拆用户画像看，女性占 9 成，年轻化&熟龄化明显。我们认为，医美年轻化主要系 90、95 后对新事物接受度高&花钱意愿强，来自职场及婚恋等多方面压力更大，在医美针剂等功效日益齐全+小红书等 KOL 种草+医美平台加速推广普及下，对抗衰老和皮肤保养等医美需求实现快速普及。医美熟龄化则主要是 70 后等新一代熟龄群体拥有更高教育&经济条件，对抗衰老医美的触达率、接受度和购买力相比 60 后群体均更强，因此对医美的使用和渗透率也在快速增长。②分拆需求类目看，轻医美（非手术类）创伤小、恢复快及价位适中，对入门群体友好，在我国 2015-19 年收入规模实现翻倍增长，占比提至 42%。此外，求美群体消费习惯一旦形成难以完全戒掉，高粘性高复购属性突出。对比海外，国内目前医美渗透率约 3.6%，远低于日本（11.0%）和韩国（20.5%），且轻医美占比 42%同样低于日韩的 60%+占比，重点看好国内轻医美及医美整体产业未来 10 年的大发展。

**2) 供给端：**①分拆终端医院看，国内 2019 年非法经营的医美机构超 8 万家，占比 86%，有证并合规医美仅占 12%；且医美针剂等应用中估测 3 枚就有 2 枚为水货&假货（据经济学人数据），总体需求大于供给的市场背景下“黑医美&水货假货”现象丛生。②分拆竞争格局看，国家不断出台政策监管形为打击实为保护合规药械企业和服务机构，预计合规医美机构占比将从 2019 年的 40%提升至 2025 年的 75%；叠加资本助力，本土医美药剂龙头+正规品牌医院连锁化和市占率有望加速提升。

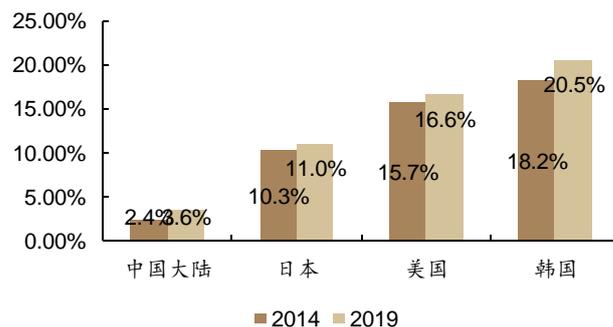
我国医美渗透率较低，未来具有大幅提升空间。相较于医美产业更为成熟的美国、韩国，我国医美市场目前渗透率和人均医美诊疗次数显著偏低。2019 年我国医美项目渗透率为 3.6%，而日本和韩国则高居 11.0%和 20.5%。同年韩国和美国每千人医美诊疗次数达 86.3 次和 51.5 次，而中国仅为 16.7 次。医美市场的繁荣受到经济环境、人口、审美文化乃至社会平等状况多维度因素影响。我们认为，未来中国医美渗透率的提升潜力可观。

图 13：主要医美市场每千人诊疗次数（次/每千人）



资料来源：Fastdata，德邦研究所

图 14：各国医美项目渗透率对比



资料来源：头豹研究院，德勤，德邦研究所

**未来医美项目带动术后修复需求增加，医用敷料相关功能性护肤品将随之增长。**需求端，抗衰老需求呈现年轻化，高学历人群熟龄化共促医美大发展，供给端来看，监管从严加快市场出清，未来医美术后创面修复需求增加，在此需求的驱动下用于屏障受损皮肤护理的医用敷料市场将持续增加。械字号的医疗器械产品具备严格的生产标准，并且注册审批具备稀缺性，尤其是二类及三类医疗器械产品，其产品的成分简单但修复能力强，有效契合医美术后修复需求。未来随着应用场景逐渐扩展至日常护肤场景，“械字号”护肤产品市场仍具上升空间。

#### 2.4.2. 驱动二：渠道高转换叠加产品成分精简，行业受益于成分党崛起

我们认为未来功能性护肤品的发展将持续受到三个因素的贡献（2021年7月14日外发报告《从贝泰妮到创尔生物，看功能性护肤品行业变迁》进行详细图表分析，此处仅呈现核心结论），而医用敷料行业为功能性护肤赛道中的子赛道，未来增长的驱动力略有差别，我们认为广义的功能性护肤品赛道将有三大驱动力：

##### ➤ 广义功能性护肤-驱动一：皮肤问题治疗需求人群庞大

敏感性皮肤指皮肤在生理或病理条件下发生的一种高反应状态，皮肤受到物理、化学、精神等因素刺激时产生灼热、刺痛、瘙痒及紧绷感，最重要的特征是皮肤屏障受损，加剧皮肤早衰。《中国敏感性皮肤诊治专家共识》披露的数据显示，欧洲敏感肌发生率为25.4%-89.9%，澳洲为50%，且女性敏感肌发生率大于男性，美洲女性为22.3%-50.9%，亚洲女性为40%-55.98%，其中我国女性为36%。随着环境、饮食习惯、心理状况诱发敏感肌之外，不合理的护肤、美容院的抗衰老套餐、外用激素为引起敏感肌的重要原因，随着医美市场的蓬勃发展，因过度护肤而诱发的敏感肌发生率将进一步提高。

**佩戴口罩带来多种皮肤问题，女性发生比例近七成。**疫情爆发以来，佩戴口罩成为大众习惯，口罩会摩擦皮肤、皮肤不透气以及佩戴区域升温，带来屏障受损、微生物滋生、泛红、瘙痒等皮肤问题，根据《后疫情时代理性护肤白皮书》数据显示，佩戴口罩后有64%的人出现皮肤问题，其中女性发生率达69%，后疫情时代佩戴口罩催化多种皮肤问题。

##### ➤ 广义功能性护肤-驱动二：渠道教育促进成分党兴起，消费者追求产品功效性

**电商平台是信息主要获取平台，KOL及KOC加强消费者教育。**克劳锐数据显示，电商平台搜索为消费者信息获取主要平台，经历大众媒体、移动互联网时代后，当前买入直播、社交电商时代，衍生出垂直领域的KOL及KOC，其对消费者进行成分和品牌教育，新品牌依托线上内容营销打造品牌路径，品牌、KOL及消费者组成的黄金三角构成了成分党的生态。社群经济逐渐兴起，KOC入场参

与到产品营销环节，通过形成小的圈层，与消费者产生更强的互动以及更深的文化交流，提高消费者的粘性。

**护肤进阶之路带来对护肤品及彩妆需求增加。**消费者对护肤步骤处于不断进阶、学习过程中，当前已经有 42% 的消费者护肤通过爽肤水→肌底液→精华→眼霜→乳液/面霜→面膜六个步骤完成，护肤步骤逐渐进阶带来对面膜、精华、眼霜的关注增加，同时彩妆及护肤品行业 2019 年规模分别为 552 亿、2444 亿，对应 2010-2019 年 CAGR 为 15.8%、10.4%，占行业比重为 12%/+5pct、51%/+2pct。精细护肤及彩妆产品将带动化妆品行业维持高增长。

**护肤需求升级的进一步演化为对产品功效性的追求，疫情爆发催化需求。**(1) 消费者角度来看，随着成分党的兴起，消费者对产品的成分与功效性越发的注重，成为其购买护肤品时的首要考虑因素，疫情影响下让消费者对产品的安全性追求提升。(2) 公司角度来看，广告宣传对消费者的影响力在减弱，消费者追求产品具体功效，提升了公司配方师及相关皮肤科医生的地位，护肤品品牌从渠道驱动转变为产品驱动，消费者的认知转变催化功效性护肤品的发展。

➤ **广义功能性护肤-驱动三：消费群体年轻化、高频化妆且购买力高，保障客单增长**

**护肤市场消费群更显年轻化，成分党崛起也提升购买力。**在年轻消费者当中，更注重成分的考量，个推大数据 2020 年 2 月发布《“护肤品成分党”人群洞察》，通过对 2019 年成分测评类 APP 的 500 万人群进行分析，发现成分党中 18-24 岁群体逾 50%，年轻消费者拥有更多获取、接收信息的渠道，对护肤成分的认识度较高，34 岁以上的女性中成分党占比不足 10%，功效性市场由年轻消费者为主导的特征愈发明显。背后有更强的购买力为支撑，与全量人群相比，成分党消费能力强劲，高消费者水平占比高达 52.00%，品牌不再是高消费水平群体购物的唯一选择标准，消费者更关注产品的成分配方和实际功效。

**敏感肌群体画像：高频化妆且支付能力强的都市女性。**根据艾瑞咨询数据统计，敏感人群中以轻度型为主，肌肤表现多为瘙痒、刺痛、泛红、红肿、发炎等，从所属城市来看，轻度敏感人群多承受较大都市生活压力，生活习惯等外部因素造成皮肤问题。敏感肌肤群体化妆普遍高频，大部分群体坚持工作日每天化妆，消费能力角度来看，轻度敏感人群月均花费位于 100-299 元区间中，其他群体花费金额则处于 500-999 元区间，重度敏感人群花费在 2000 元以上的比例高达 14.3%，肌肤状态的好坏影响人群的购买力，同时敏感肌群体会坚持使用相关修复产品，超五成的敏感肌客户会因产品的效力而复购，40% 消费者为品牌而进行复购，敏感肌群体对产品的粘性大且专一性强。

**功能性护肤品未来将由三大因素驱动未来行业高增长，我们认为在此基础上，医用敷料行业从渠道和产品两维度看，其驱动力略有差别，医用敷料行业的景气度将远超普通功效性护肤品（非医疗器械）行业：**

➤ **渠道端：美容院/医院/药房→公域的传播链顺畅：**海外功能性护肤品牌布局电商略滞后且盈利考核要求退出药房渠道，以线上渠道为主；国内领先的功能性护肤品牌薇诺娜、玉泽从医院起家，且有多位皮肤科医生及三甲医院背书，从线下往线上引流，同时塑造品牌专业度；较马齿苋、青刺果、积雪草等成分而言，医用敷料产品的核心成分为玻尿酸和胶原蛋白，产品间差异度较低且无专家背书，在把握美容院、医院、药房等线下渠道的基础上，更需要获得 C 端认知度。考虑到产品注册证存在稀缺性，市场存在明显的红利期助力高速增长，敷尔佳深耕医美机构企业，创尔生物旗下获得三类注册证的医用敷料在三甲医院及多药房均具有较高的认可度，二者均于 2018 年前后布局电商渠道，起步虽较晚，但从美容院/医院/药房等线下渠道到公域线上渠道的传播链条较为顺畅，未来将从公域向私域流量转换。

➤ **产品端：医用敷料安全性高，更符合敏感肌需求：功效型妆字号品牌主**

打配方及成分，械字号品牌更聚焦。皮肤学级护肤品赛道中代表性企业包括国产的薇诺娜、玉泽、海外的薇姿、雅漾等品牌，较普通护肤品而言，该类护肤品主打成分精简和聚焦。功效型妆字号产品较普通产品更强调配方精简，但就械字号而言，以创福康的明星产品二类及三类胶原贴敷料为例，其成分仅为胶原蛋白原液及少量防腐剂，敷尔佳的产品医用透明质酸钠修复贴仅包含五种成分，械字号的成分更为聚焦，更符合敏感肌群体使用护肤品时要求成分精简、有效的需求。随着敏感肌群体数量增长以及消费者对成分精简和安全产品的需求，医用敷料将对传统的功能性护肤品进行替代，未来将迎来高速增长。

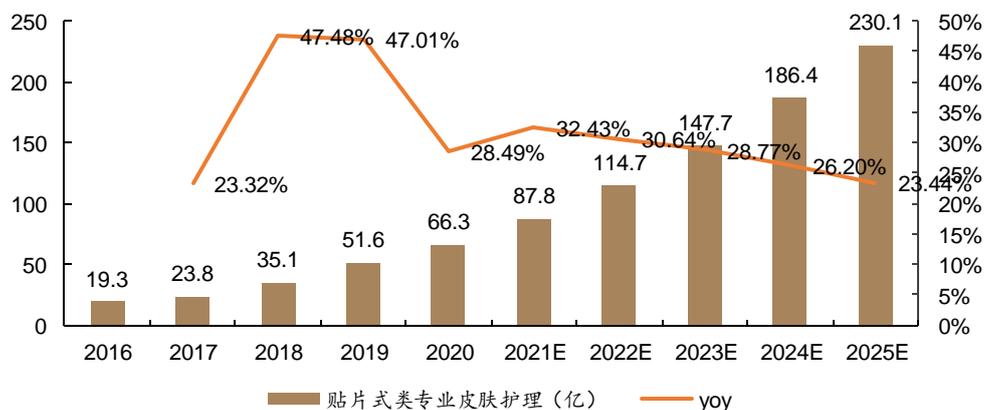
## 2.5. 两维度测算市场空间，未来五年 CAGR 将达 28%

**维度一：医美术后需求叠加敏感肌护肤需求，从下而上测算市场规模。(1)**

**医美术后修复需求：**相较于医美产业更为成熟的美国、韩国，我国医美市场目前渗透率和人均医美诊疗次数显著偏低，经济环境、人口、审美文化乃至社会平等状况多维度促进医美市场繁荣，预计中期每千人医美诊疗次数将提升至 35 次，结合中国总人口及医用敷料 30 元/片单价及术后 2 盒一疗程（共 10 片），测算医美术后修复带动医用敷料规模近 150 亿。**(2) 功效性护肤：**《从贝泰妮到创尔生物，看功能性护肤品行业变迁》报告中测算 2024 年皮肤学级护肤品市场规模将达到 430 亿，我们以 15% 的面膜消费量测算，考虑医用敷料在生产及运输等环节更严苛，对应单片面膜价格更高，且其成分更加精简、安全等特点可契合目标人群需求，将存在一定的替代需求，预计 2025 年规模达 80 亿。医美术后需求叠加敏感肌护肤需求，从下而上测算 2025 年市场规模将达到 230 亿。

**维度二：专业咨询报告测算数据。**我们参考弗若斯特沙利文分析数据，贴片式专业皮肤护理行业起步较晚，行业 2016 年市场规模仅 19.3 亿，以 36.1% 的复合增速增长至 2020 年的 66.3 亿，功能性护肤品行业高速发展背景下，行业受益于医美术后修复及敏感肌护肤需求，预计将以 28.3% 复合增速增长至 2025 年的 230.1 亿。

图 15：贴片式专业皮肤护理市场规模未来五年将保持 28.3% CAGR



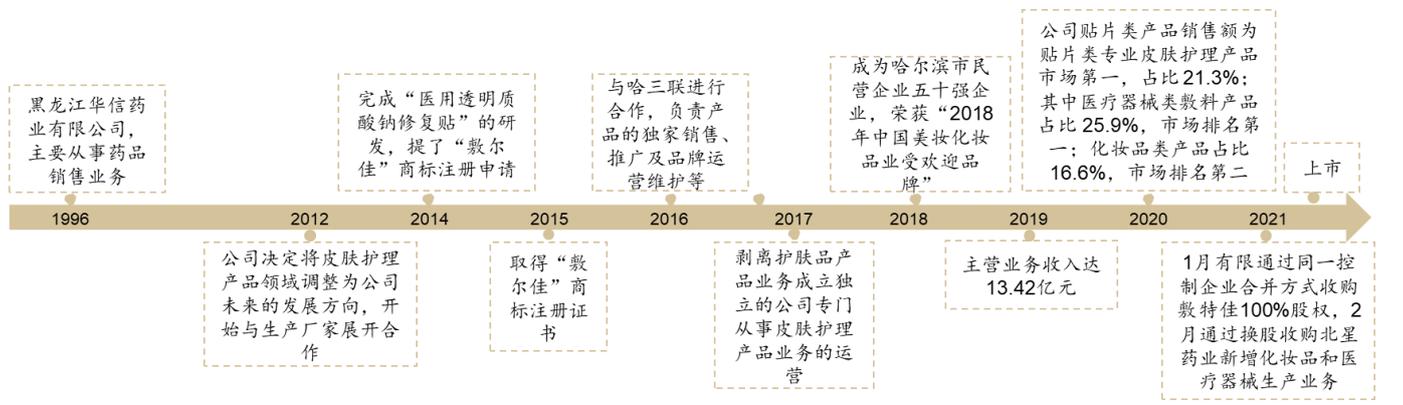
资料来源：弗若斯特沙利文分析、德邦研究所

### 3. 敷尔佳：高速增长，成为医用敷料领域龙头企业

#### 3.1. 发展历程：制药公司起家，2017年后加速发展

从制药公司起家，2017年后加速度发展。(1) 第一阶段(2017年之前，华信药业内部孵化敷尔佳项目)：2012年华信药业将皮肤护理调整为公司战略发展方向，两年完成“医用透明质酸钠修复贴”的研发，2015年取得“敷尔佳”商标注册证书；2016年9月，华信药业与哈三联进行合作，负责产品的独家销售、推广及品牌运营维护等。(2) 第二阶段(2017年之后，敷尔佳独立运营)：2017年华信药业从内部剥离敷尔佳业务并成立公司专门运营，把握行业红利迅速发展，2021年收购敷特佳、北星药业，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，确立公司研发、生产和销售多环节优势，增强综合竞争力。

图 16：敷尔佳发展历程：制药公司起家，2017年后加速发展

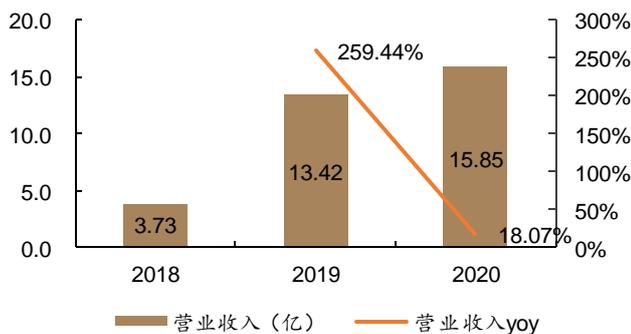


资料来源：敷尔佳招股说明书、公司官网、德邦研究所

#### 3.2. 盈利规模高速增长，盈利能力维持高位

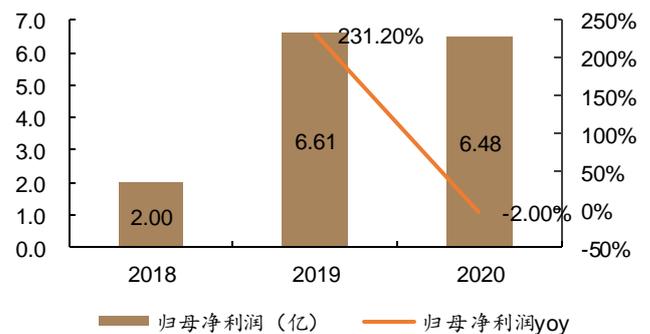
营收、归母净利润规模高增长。2018/2019/2020年营收分别为3.73/13.42/15.85亿元，2019年营收同比增长259.44%，2020年放缓至18.07%。2018/2019/2020年公司归母净利润分别为2.00/6.61/6.48亿元，2019年归母净利润同比增长231.20%。近年护肤品医疗器械行业迅速增长，功能性护肤品和医疗器械类敷料产品的市场规模由2016年的89.7亿元和2.3亿元增长至2020年的223.4亿元和41.8亿元，年均复合增长率为25.6%和105.7%，公司顺应市场发展趋势，迎合消费者对皮肤护理产品的需求，不断更新迭代产品，把握电子商务平台带来的机遇，成就了公司整体的业绩增长。

图 17：2019年公司营收实现高增长



资料来源：敷尔佳招股说明书、德邦研究所

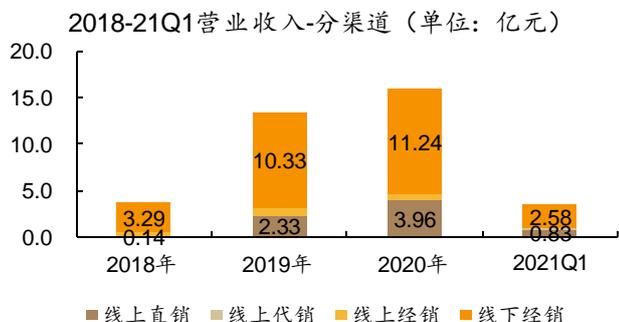
图 18：2019年公司归母净利润实现高增长



资料来源：敷尔佳招股说明书、德邦研究所

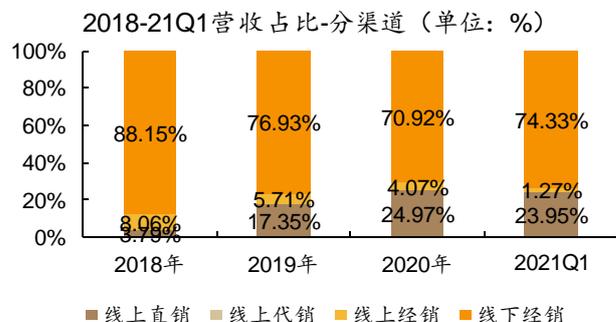
**按渠道分，线下经销为主要收入渠道。**公司多年发展建立了完善的经销管理制度和遴选模式，充分利用经销商的分销能力夯实销售渠道分布；建立了分销联盟系统平台进一步下沉销售渠道；逐步与实体渠道经销商合作，进一步拓展了美妆护肤实体销售店铺资源和专业销售实力，2018-2020年线下经销渠道贡献占比超70%。随着公司电子商务零售业态日益丰富和成熟，公司近三年线上销售占比逐渐增高，其中直销占比逐渐增加，由2018年3.79%增长至2020年24.97%，未来仍将持续提升。

图 19：敷尔佳以线下经销渠道为核心



资料来源：敷尔佳招股说明书、德邦研究所

图 20：敷尔佳线上渠道占比逐年提升



资料来源：敷尔佳招股说明书、德邦研究所

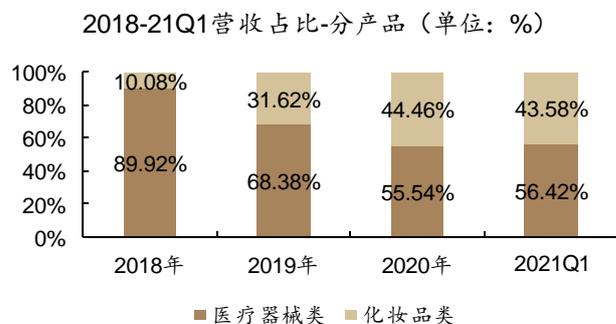
**按品类分，化妆品类占比逐渐提升。**消费者对功效性护肤及成分追求提升，公司推出多种化妆品满足市场需求，化妆品销售占比由2018年10.08%上升至2020年的44.46%，医疗器械类的敷料产品仍贡献核心收入。随着皮肤护理产品行业与市场的不断革新，以及消费者对高品质功能性专业皮肤护理产品的需求不断加大，公司对产品进行了扩充和迭代，充分迎合市场需求和Z世代消费者理念，整体销售收入提升，化妆品类收入占比不断扩大。

图 21：医疗器械类产品为销售主要产品



资料来源：敷尔佳招股说明书、德邦研究所

图 22：从小众走向大众市场，化妆品类产品占比逐年提升

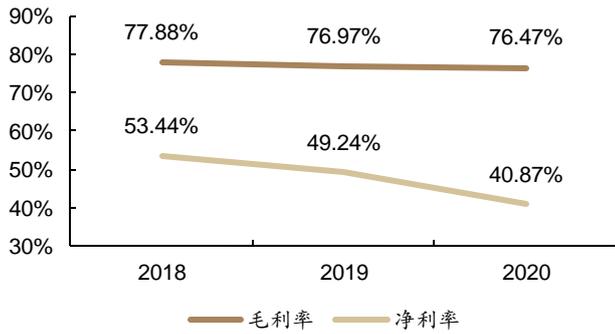


资料来源：敷尔佳招股说明书、德邦研究所

**毛利率保持较高稳定水平，期间费用逐年提升。**近三年公司的毛利率均在76%以上且保持稳定，与同行可比公司基本持平。公司期间费用逐年提升，2020年合计达到20.51%，其中销售费用率随公司业务拓展力度加强及多元化营销策略推广显著提升。2020年度公司期间费用率较高，主因实施股权激励计划，剔除股份支付费用后，当期期间费用率为12.63%。

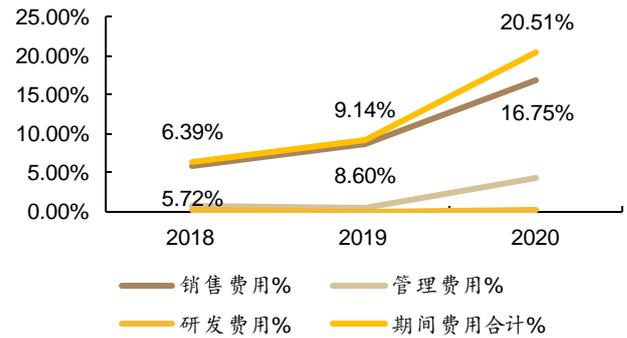
**公司销售费用率显著低于行业平均水平。**2018/2019/2020公司销售费用率分别为5.72%/8.60%/16.75%，远低于可比公司平均40%左右的销售费率。近年来公司的营销手段不断丰富和成熟，营销渠道包括网络直播、明星代言、KOL种草以及影视剧综艺节目等，积极开展了多样的网络营销活动，形成了较好的营销推广效果，2018-2020年度销售费用率增长较快。

图 23：公司毛利率维持较高水平



资料来源：敷尔佳招股说明书、德邦研究所

图 24：营销费用投放逐年增加，2020 年期间费用率仅 20.5%

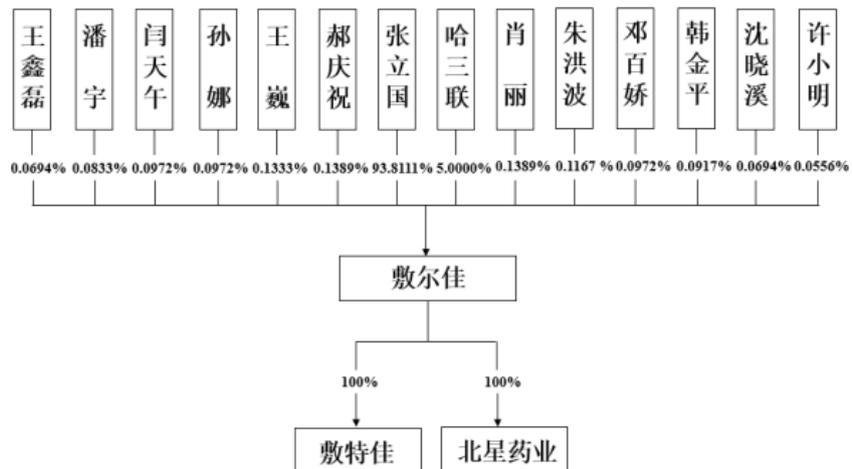


资料来源：敷尔佳招股说明书、德邦研究所

### 3.3. 股权结构高度集中

**股权结构高度集中。**公司最大股东张立国，持有公司 93.81% 的股份，哈三联持有公司 5% 股份。2021 年 1 月，张立国、张梦琪以其持有敷特佳 100.00% 股权认缴哈尔滨敷尔佳有限新增注册资本，即敷尔佳有限通过同一控制企业合并方式收购敷特佳 100% 股权。2021 年 2 月，敷尔佳有限通过换股方式收购北星药业 100% 股权，业务重组后，哈三联持有公司 5.00% 的股权。

图 25：公司股权结构



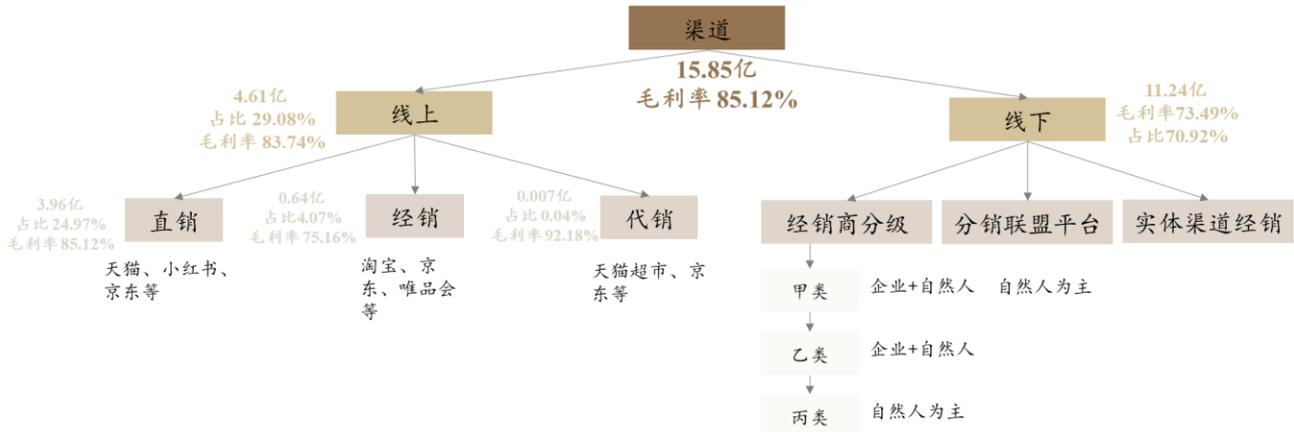
资料来源：敷尔佳招股说明书、德邦研究所  
注：持股比例时间截止至 2021 年 9 月 7 日

## 4. 敷尔佳为何能成为医用敷料领域龙头？

### 4.1. 渠道端：线上、线下双轮驱动，逐步形成全链路销售体系

**线上+线下双轮驱动，打造多维度、全链路渠道销售。**敷尔佳从线下开始发展，建立经销商分级管理体制，并开拓药店、商超、便利店、化妆品专营店等实体店铺的销售，2020年线下渠道实现收入达11.24亿，占比高达70.92%。线上渠道则以天猫为代表的直销收入为主，占比由2018年的3.79%提升至2020年的24.97%，21Q1占比可达23.95%，随着618及双11等大促活动的推进，预计线上销售收入贡献将持续提升，预计未来敷尔佳以线下为基础，并向线上拓展。

图 26：线上+线下双轮驱动，打造多维度、全链路渠道销售



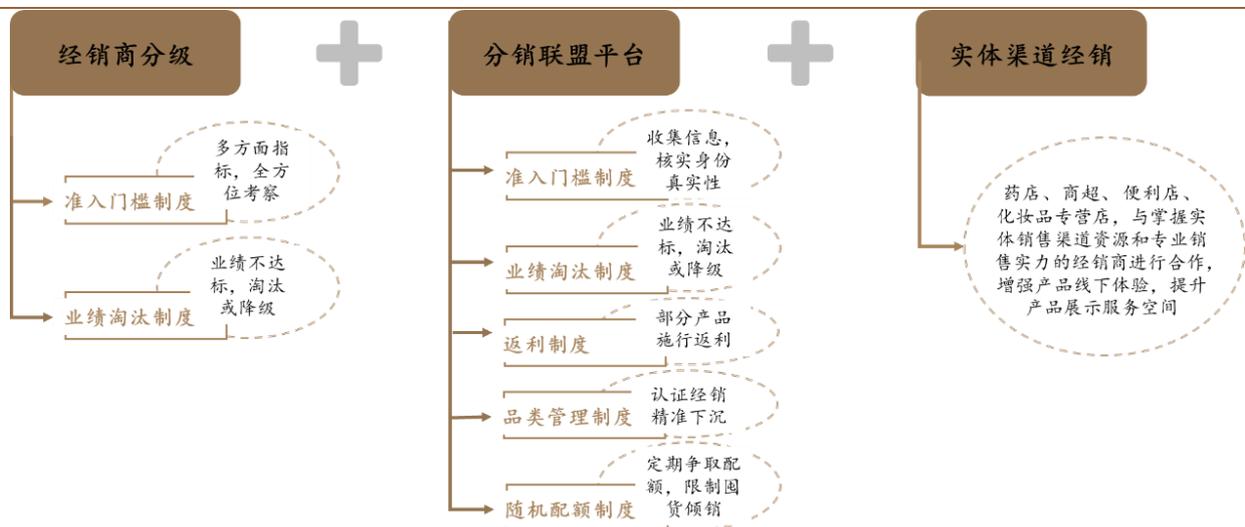
资料来源：敷尔佳招股说明书、德邦研究所

注：图中收入、收入占比及毛利率均为2020年数据

#### 4.1.1. 线下渠道：多层级、差异化管理，优胜劣汰机制下未来强者恒强

**线下经销渠道实行多层级、差异化管理。**1) **经销商分级管理**：从业务规模、从业资质、经销能力、种草能力等多维度筛选，判断是否符合经销商资质，设立甲、乙、丙三类经销商资质，同时根据内设差异化的考核目标，若KPI未达成则会降级或取消经销资格，内部竞争趋于激烈，有效保障了销售竞争力。2) **分销联盟系统平台**：通过自然人在微信平台中注册为经销商，对经销商形成有效补充，有利于下沉市场的开拓，业绩淘汰及返利制度奖罚分明保证销售竞争力。3) **实体渠道经销**：在药店、商超、便利店、化妆品专营店等领域进行销售，加强线下体验、展示等方面合作并扩大品牌声量曝光度，推动私域流量的形成。

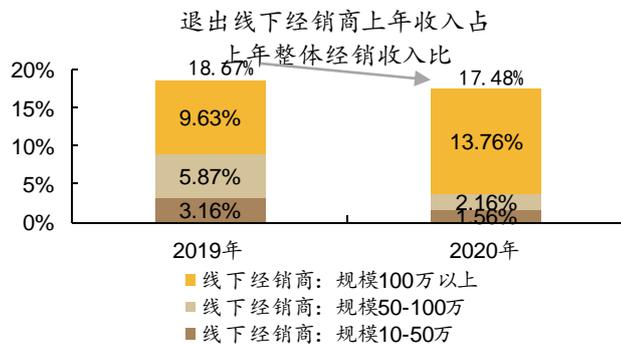
图 27：线下经销渠道实行多层级、差异化管理



资料来源：敷尔佳招股说明书、德邦研究所

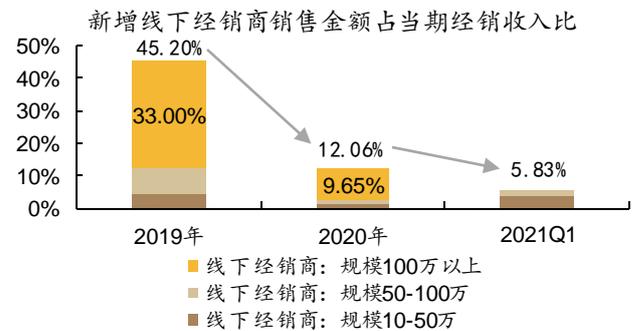
“优胜劣汰”机制明显，新增经销商贡献可观增量。在公司资质审核及业绩目标审核的双重管理驱动下，内部“优胜劣汰”趋势明显，2019及2020年均有多家经销商因业绩不达标而被优化，该部分线下经销商的上期收入占上期整体经销收入比重为18.67%和17.48%，占比偏高且较为稳定。敷尔佳2017年正式成立，2018年迎功效性护肤崛起+国潮兴起红利而迅速发展，2019年随着品牌影响力和产品认知度的不断增强，公司加大与新经销商的合作，2019年新增线下经销商收入占当期经销收入比重为45.20%，2020年收入占比降至12.06%，合作的经销商已较为稳定。

图 28：被优化的线下经销商收入贡献较高且稳定



资料来源：敷尔佳招股说明书、德邦研究所

图 29：新增线下经销商营收贡献边际下降，渠道合作趋于稳定



资料来源：敷尔佳招股说明书、德邦研究所

前五大经销商特征不一，公司全方位全面布局。黑龙江伽禾依自2020年开始成为公司第一大经销渠道，销售渠道多且涵盖全系列产品；借助重庆兰森开拓连锁药房渠道；小红书实现线上销售，前五大经销商2020年收入贡献达6.20%，渠道特征不一，敷尔佳全方位渠道布局。

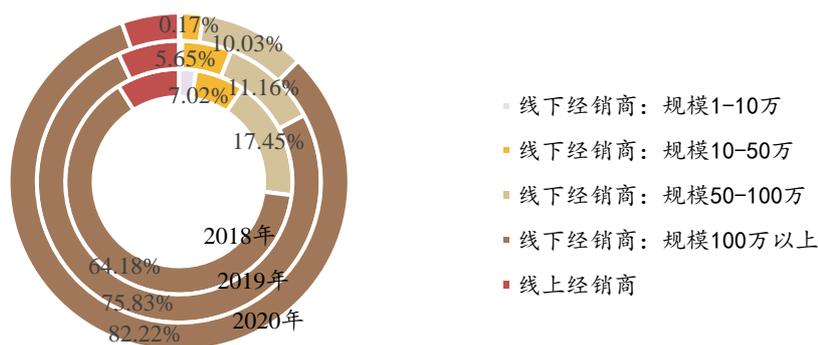
表 10：2020年五大经销商介绍及收入贡献情况

合作时间	截止合作时间	渠道介绍	2020年销售收入（万元）	2020年收入贡献（%）	
黑龙江伽禾依	2019-6	仍合作	销售渠道较多，包括敷尔佳全系列产品	3599	2.27%
重庆阿蒙蒙	2019-11	2020-5	曾获京东自营销售业务，公司自主开设京东官方直营店，故2020年5月终止合作	1863	1.18%
重庆兰森	2019-10	仍合作	开发多家连锁药店，主要销售械字号产品，销售覆盖面广	1656	1.04%
无锡和诚鑫	2019-5	仍合作	2020年8月成为江苏省独家实体渠道经销商，经销全系列产品	1531	0.97%
小红书	2019-1	仍合作	分销能力较强，具备较多元的实体销售渠道	1179	0.74%

资料来源：敷尔佳招股说明书、德邦研究所

经销商不断培育壮大，渠道规模趋于集中。2018-2020年销售规模在100万元以上的经销商收入贡献占经销收入的比重为64.18%、75.83%和82.22%，呈逐渐上升趋势；较易规模低于50万元的经销商收入贡献明显走低。而留存下的经销商则收获公司的不断培育得以发展壮大，不断沉淀和加深，经销商交易规模逐步增大和集中。产品终端销售以医美机构为核心，且地理位置较为分散而影响终端产品触达半径，行业内多项监管政策出台实现黑医美机构的出清，预计经销商体量将与医美机构龙头化趋势一致，单经销商规模将逐步扩大。

图 30：单经销商不断壮大，渠道规模趋于集中



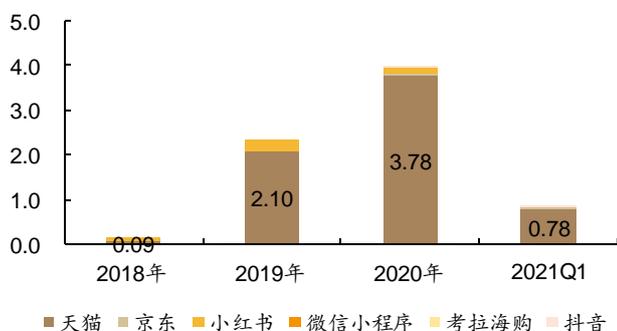
资料来源：敷尔佳招股说明书、德邦研究所

展望未来，我们认为线下渠道将呈现两大发展趋势：(1) 总量上，线下渠道易存在窜货、窜价等现象，敷尔佳从线下渠道向线上渠道拓展，相比于传统国货品牌贝泰妮、珀莱雅等率先入局线上渠道，敷尔佳线上布局时点较晚，而随着公司的品牌力及产品力逐渐形成，近几年功效性护肤行业迅速发展，2021年线上渠道高速发展，未来或将以电商渠道为发展核心，主动（公司内部主动调整）及被动（线上电商高增长）影响下，敷尔佳线下渠道占比将逐渐下降；(2) 结构上，敷尔佳内部优胜劣汰趋势明显，2019及2020年经销商的淘汰比例较高，将不断淘汰小型、业绩较差的经销商，新进入者有限，内部格局较为稳固，敷尔佳终端产品以医美机构为主，行业内多项监管政策出台，有效实现黑医美机构的出清及向龙头医美机构集中，考虑敷尔佳产品定价不低、医美机构采购实力强及消费者购买意愿高，预计经销商体量将与医美机构龙头化趋势一致，不断培育壮大存量经销商体系，集中渠道规模和渠道优势。

#### 4.1.2. 线上渠道：医用敷料红利叠加电商先发优势，线上贡献将持续提升

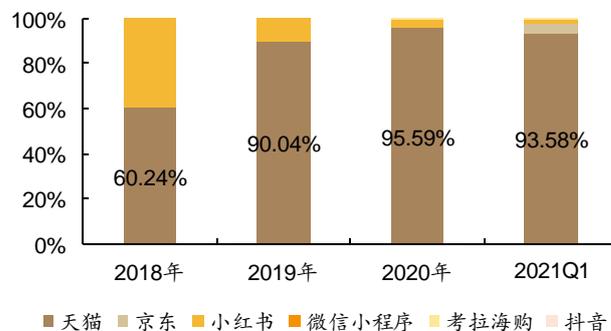
线上渠道贡献度提升，渠道成熟的天猫为核心渠道。线上渠道收入占比由2018年的11.85%提升至2020年的29.08%，随着天猫、抖音等渠道旗舰店的开设，助力线上渠道运营。其中，天猫渠道为线上直营的核心，运营时间较久，具备广阔的流量基础、丰富的网络销售手段和成熟的电商运营环境，渠道战略调整带来小红书占比逐渐降低。21Q1线上直营收入达25.67%，618、年中大促及双11等活动将进一步提升线上直营占比，行业医用敷料红利叠加线上先发优势，未来品牌传播度有望进一步扩大，通过C端营销持续提升线上占比。

图 31：2018-21Q1 线上直销各渠道实现销售收入（单位：亿元）



资料来源：敷尔佳招股说明书、德邦研究所

图 32：2019-21Q1 天猫渠道贡献高达 90%



资料来源：敷尔佳招股说明书、德邦研究所

抢先多点布局线上渠道，各平台宣传收效明显。敷尔佳在天猫、抖音、小红书和微博等知名电商平台进行了广泛布局，并且率先入驻京东平台。公司直接在天猫、淘宝、京东等电商平台投放广告或购买品牌推广服务，利用淘宝直通车、钻

展、超级推荐、一站式智投、京东快车、京东海投等广告平台投放，让消费者轻松通过关键词搜索、创意广告或者通过点击网站广告的方式即可导入公司线上店铺，同时在微博、抖音、小红书及微信等互联网社交平台进行商业广告的投放，与潜在客群互动，积累产品知名度与品牌口碑。公司目前在淘宝平台上已拥有一定体量的客群，在抖音平台开店一年，每天15小时在线直播，引起了广大消费者的关注，累计粉丝达60.4万，远高于创尔美、可丽金等行业其他品牌，在微博上也拥有较高的热度，微博官方账号粉丝数达34.2万，讨论度、话题度高，在综合页面上可看到大量试用推荐贴，通过多点布局，积极营销，公司线上渠道已吸引了大量消费者。

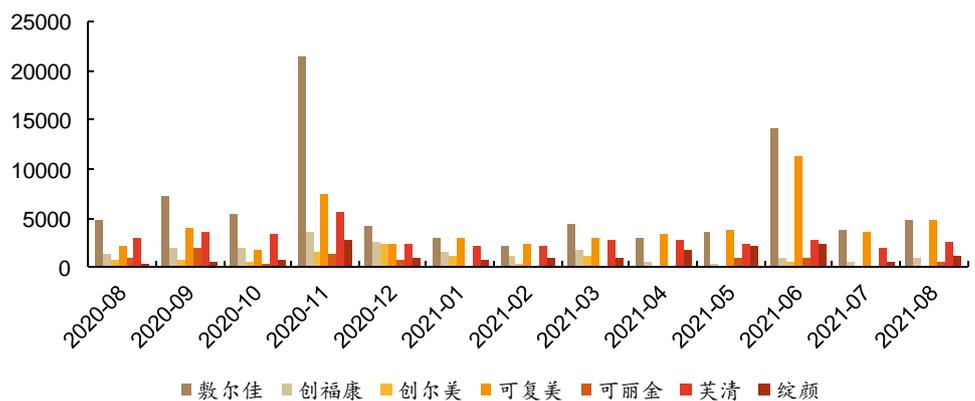
表 11：敷尔佳入驻各大电商平台，热度远超竞争对手

	天猫旗舰店		京东旗舰店		平台起始活动时间	抖音旗舰店 粉丝量(万)	小红书		微博 粉丝数(万)
	开业时间	粉丝量(万)	开店时间	粉丝量(万)			话题笔记数	粉丝量(万)	
敷尔佳	2018.7.2	212.2	2020.5.26	3.8	2021.3.10	60.4	8万+	11.3	34.2
创福康	2018.11.29	77.5	未开设	-	2020.10.21	0.1	1万+	1.2	2.6
创尔美	2014.12.01	109.7	未开设	-	2020.8.23	14.6	9900+	0.9	9.8
可复美	2017.1.17	117.3	未开设	-	2020.11.4	3.5	4万+	3.3	10.5
可丽金	2014.4.30	33.5	未开设	-	2020.9.16	23.3	3万+	1.2	19
芙清	2019.2.14	381.0	未开设	-	2021.4.15	5.5	5万+	1.4	9.5
绽妍	2017.1.11	66.0	未开设	-	2020.3.29	0.7	2万+	0.6	31.6

资料来源：淘数据、京东 app、抖音 app、小红书 app、微博 app、德邦研究所  
注：统计时间截止至 2021 年 9 月 10 日，部分平台粉丝数量计算多账户累计数值

天猫旗舰店迅速圈粉，淘宝销售额遥遥领先。敷尔佳于 2018 年 7 月 2 日入驻天猫平台，截止至 2021 年 9 月 10 日已经积累粉丝 212.2 万，远超同行业其他品牌粉丝数量。过去一年，敷尔佳天猫旗舰店的月度销售额一直处于行业领先，去年 11 月销售额高达 2.14 亿元，11 月 1 日单日销售额高达 1.12 亿元。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，对于公司来说，传统电商的平台红利仍然存在，未来或将进一步利用该优势吸引更广泛的客户群体。

图 33：敷尔佳淘宝渠道的销售额领先（单位：万元）



资料来源：淘数据、德邦研究所

展望未来，我们认为线上渠道有以下两种发展趋势：(1) 线上高增长，占比提升。公司近年来开始入驻各类线上电商平台，拓展线上销售渠道，2018 年至今线上收入占比持续增长。公司所处医用敷料领域正处于快速增长阶段，行业红利仍明显存在，目前对消费者的教育达到一定水平，预计未来可实现 C 端快速放量。化妆品行业营销方式正处于快速迭代的阶段，天猫、小红书、抖音、微博等新兴媒体流量呈现爆发式增长，因此对线下客流会造成挤压，未来线上渠道收入占比会持续提升。(2) 天猫流量红利仍在，抖音渠道流量增长引人注目。虽然天猫体量最大，渗透率高，客户对于其行业大促活动已经熟知，但由于敷尔佳主打医用敷料

产品，广大消费者对此领域的产品从理解认知到最终形成购买还需要一定的时间，因此行业带来的平台红利仍然存在，天猫旗舰店收入未来可能成为线上渠道收入最为重要的部分。小红书外链取消影响了产品在该渠道的收入，但抖音等新兴平台的崛起也有望给产品圈粉引流，助力线上销售。

#### 4.2. 产品端：深耕两大单品打造极致产品力，多元布局产品矩阵日趋丰富

**医疗器械为主导，化妆品产品矩阵逐渐丰富。**以白膜及黑膜医用透明质酸钠修复贴为代表的医疗器械销售收入逐渐下降，2018-2020年分别为89.24%、67.49%、54.34%，2020年疫情影响美容机构、医疗机构对医用敷料的使用。追求高安全性及功效性强的护肤理念盛行，Z世代消费成为主流，微博、小红书、抖音等平台对消费者进行充分的护肤教育，敷尔佳响应市场和消费者需求，在医用敷料的基础上推出多款皮肤护理产品，积雪草舒缓修护贴、虾青素传明酸修护贴、胶原蛋白水光修护贴等产品成为热门，与广州暨源、广东科玮等外部机构采购合作，完成对产品线的丰富和补充，实现面膜、水、精华、乳液、冻干粉、凝胶等全品类覆盖，多元布局支撑营收增长。

图 34：医疗器械为主导，化妆品产品矩阵逐渐丰富

Voelga® 敷尔佳 15.85亿 毛利率76.47%	医疗器械 8.80亿 毛利率81.93%	面膜(含涂抹式面膜) 5.85亿 毛利率69.53%	产品	功效	销售收入(亿)/收入占比(%)		
					2018年	2019年	2020年
			白膜-医用修复贴	术后修复、祛痘淡印	2.68/71.84%	6.43/47.88%	5.98/37.71%
			黑膜-医用修复贴	术后修复、创面愈合	0.65/17.40%	2.63/19.60%	2.64/16.63%
			透明质酸钠修复液	术后修复、改善痤疮	0.03/0.68%	0.12/0.90%	0.19/1.20%
			胶原蛋白水光修护贴	补充胶原、晒后修复	0.01/0.20%	1.78/13.29%	2.12/13.41%
			虾青素传明酸修护贴	修护色泽、提亮肤色	0.00/0.00%	0.88/6.58%	1.62/10.22%
			积雪草舒缓修护贴	舒缓敏感、补水保湿	0.00/0.00%	0.05/0.39%	1.43/9.02%
			白膜/黑膜-修复贴	补水舒缓/净化黑头	0.36/9.61%	0.70/5.20%	0.44/2.76%
			其他产品		0.01/0.17%	0.21/1.58%	0.24/1.51%
			水、精华及乳液	虾青素传明酸精华液		0.15/1.15%	0.18/1.17%
				虾青素神经酰胺修护乳		0.04/0.29%	0.19/1.19%
				其他产品	0.00/0.03%	0.09/0.64%	0.12/0.74%
			冻干粉	冻干粉+修护液	0.00/0.04%	0.22/1.63%	0.25/1.59%
			凝胶	水杨酸果酸焕肤面膜			0.17/1.06%
				海绵骨针祛痘凝露			0.09/0.55%
			喷雾	胶原蛋白多效修护喷雾		0.04/0.32%	0.06/0.38%
			其他产品		0.00/0.04%	0.07/0.54%	0.14/0.86%

资料来源：敷尔佳招股说明书、淘宝、德邦研究所

**敷尔佳多维度、全方位打造产品矩阵，领先于行业竞争对手。**医用敷料行业在2018年前后兴起，行业内起步较晚，与传统护肤品品牌相比，医用敷料品牌的矩阵及品牌力并不占优。而就细分领域来看，敷尔佳、创尔生物、巨子生物等品牌深耕医用敷料领域，产品高定价、高毛利吸引薇诺娜、广药白云山、仁和等品牌入局，敷尔佳在细分品类上实现全覆盖，除面膜外，精华产品亦可圈可点，产品布局实现行业内明显领先。

图 35：敷尔佳产品矩阵齐全，领先于其他品牌

	修复贴-械字号	面膜-妆字号	喷雾	凝露/凝胶	精华	水/乳/霜	冻干粉	洁面	隔离霜/防晒霜
敷尔佳	2	8	4	1	3	2	3		
创福康	5			1					
创尔美		3			3	6		2	
可复美	3	10	1	2	1	4		2	
可丽金		3	4		4	3		1	1
芙清	6				2	4		4	
妮妍	6	2	3		4	4		2	1

资料来源：各公司官网、淘宝、德邦研究所

注：通过官网人工统计，或与实际产品数有一定误差

**白膜+黑膜打造核心大单品，有效提升品牌知名度。**白膜及黑膜均具有相同的功效，适用于轻中度痤疮、促进创面愈合与皮肤修复，及辅助治疗痤疮愈后、皮肤过敏与激光光子治疗术后早期色素沉着和减轻瘢痕症状。黑膜作为白膜 2.0 升级版，膜布材质具有吸附作用、剪裁工艺贴合脸部结构，客单价略高且产品占比逐渐提升，产品结构改变贡献医疗器械毛利率逐年提升（2018-2020 年为 78.55%、79.72%、81.93%）。对于护肤品整体行业而言，天猫等传统电商红利逐渐消退且成分党崛起，护肤品行业从渠道驱动转变为产品驱动，背后是研发能力、生产能力的验证，对大单品的追求，行业主流公司的打法趋同：贝泰妮以敏感肌为切入点，特护霜系列为前期主打产品；珀莱雅通过双抗精华、红宝石精华等产品打造大单品；上海家化提出“精简”和“聚焦”两大战略，聚焦 top20 产品。敷尔佳两款产品均获得二类医疗器械注册证，高门槛带来产品稀缺性，且 2018-2020 年累计收入贡献均在 50% 以上，构成极致大单品，以大单品为出发点，实现了公司 2018-2020CAGR 高达 106%，产品保障品牌知名度提升。

图 36：敷尔佳核心产品：医用玻尿酸修复贴（白膜）



资料来源：敷尔佳淘宝官方旗舰店、德邦研究所

图 37：敷尔佳核心产品：医用玻尿酸修复贴（黑膜）



资料来源：敷尔佳淘宝官方旗舰店、德邦研究所

**械字号产品成分更聚焦，凸显核心成分。**皮肤学级护肤品赛道中代表性企业包括国产的薇诺娜、玉泽、海外的薇姿、雅漾等品牌，较普通护肤品而言，该类护肤品主打成分精简和聚焦，但就薇诺娜而言，其定位于敏感肌护理，热门产品“舒敏保湿特护霜”中成分包含青刺果、马齿苋、透明质酸钠等，玉泽产品中的成分包括霍霍巴籽油、向日葵籽油、油橄榄果油等，薇姿主打火山温泉水。功效型妆字号产品较普通产品更强调配方精简，但就械字号而言，以创福康的明星产品二类及三类胶原贴敷料为例，其成分仅为胶原蛋白原液及少量防腐剂，敷尔佳的产品医用透明质酸钠修复贴仅包含五种成分，械字号的成分更为聚焦。

表 12：薇诺娜、敷尔佳、创福康热门产品核心成分

品牌	产品	成分
薇诺娜	舒敏保湿特护霜	青刺果、马齿苋提取物、透明质酸钠、牛油果树果脂、β-葡聚糖等
	舒敏保湿修护精华液	青刺果、马齿苋提取物、透明质酸钠、角鲨烷、β-葡聚糖、聚谷氨酸钠、水解小核菌胶、丁二醇等
敷尔佳	医用透明质酸钠修复贴	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
创福康	胶原蛋白贴医用敷料（三类）	胶原蛋白原液、少量防腐剂、非织造布
	胶原贴敷料（二类）	胶原蛋白原液、少量防腐剂、非织造布

资料来源：科妆网、德邦研究所

**敷尔佳多重成分协同发展，有效解决多重肌肤问题。**我们在第一章节中对比医用敷料的核心成分，行业内以玻尿酸和胶原蛋白为主导，就成分的功效而言，在有创口情况下：动物胶原蛋白（补水、营养、修复，三螺旋空间结构所致）>基因工程胶原蛋白（补水、营养）>玻尿酸（补水、保湿）；而在无创口情况下仅就日常护肤使用场景中，各成分功效无明显差别。我们发现医用敷料企业多以一种成分为主，创尔生物（旗下创福康、创尔美）以动物源胶原蛋白为主导，巨子生物（旗下可复美、可丽金）核心为动物源胶原蛋白，而敷尔佳以玻尿酸为主导，并以积雪草、虾青素、传明酸、胶原蛋白等热门成分进行补充，有效弥补玻尿酸单一成分的不足，同时面向敏感修护、祛痘淡印、补水保湿、紧实肌肤、修护色泽、术后修复等更广泛的肌肤需求。

表 13：敷尔佳产品矩阵齐全，领先于其他品牌

成分	玻尿酸	胶原蛋白	积雪草	虾青素	水盐酸	维生素B5	传明酸	肌肽	烟酰胺	玻色因	竹炭	十三肽
功效	补水保湿	营养、修复	修护敏感	提亮肤色	清洁控油	敏感肌修复	代谢色素	紧致抗老	美白亮肤	抗老	深层清洁	抑菌抗痘
敷尔佳	√	√	√	√	√	√						
创福康		√										
创尔美		√										
可复美	√	√	√				√	√	√	√	√	
可丽金		√							√	√	√	
芙清	√											
绽妍	√					√						√

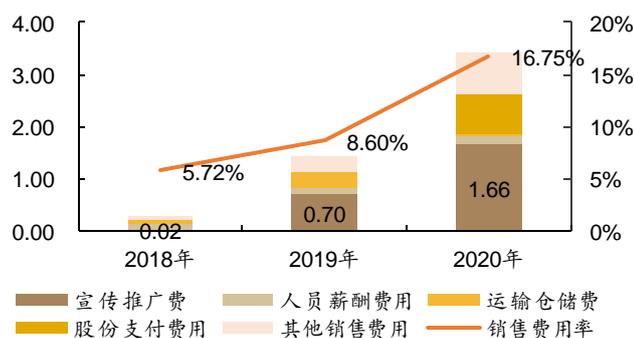
资料来源：各公司官网、德邦研究所

**募投项目有效弥补研发不足。**市场的一大担心在于研发端，2020年敷尔佳研发费用率为0.09%，低于行业可比公司（贝泰妮、创尔生物、华熙生物、珀莱雅等四家公司均值）的3.94%，截止至21Q1公司研发人员仅两名。主因上市的多款新产品均为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，通过与北京舒曼德及江南大学等外部机构合作，支付小额的委托外部研究开发费用、测试材料费、检测费、设备调试费等费用从而形成新产品，敷尔佳内部未进行大量研发设备投入和研发团队开展研发。公司投入633.81万进行重组III型人源化胶原蛋白研究，拟开发一款III类医疗器械产品，另拟累计投入257.1万元对防晒、修护面膜、美容饮品等领域进行研发，拟通过IPO募投资金，投入6.56亿于生产基地建设项目以提升产能，0.57亿于研发及质量检测中心建设项目，通过研发设备和检测设备的采购及组建研发团队，有效弥补研发能力。

### 4.3. 营销端：多渠道营销投入，打造医用敷料领先者

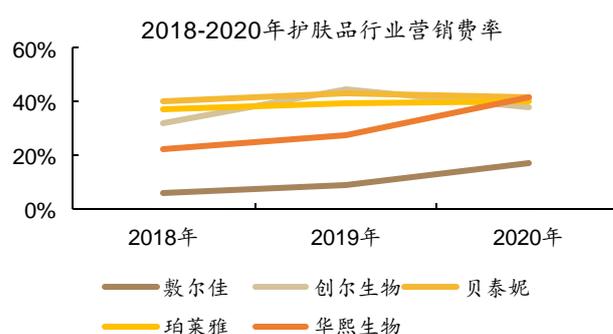
**敷尔佳逐年提升营销投放费用，远低于行业平均。**公司加大宣传推广费并在2020年确认7613万元的股权激励费用，营销费用随收入规模的扩张而扩张，营销费率由2018年的5.72%提升至2020年的16.75%。行业内可比公司（创尔生物、贝泰妮、珀莱雅、华熙生物）2020年营销费率位于37%-42%区间内，创尔营收规模偏低但实际营销投放并不高，敷尔佳营销投放力度远低于行业平均。

图 38：敷尔佳营销费用持续投入、逐年增长（单位：亿元、%）



资料来源：敷尔佳招股说明书、德邦研究所

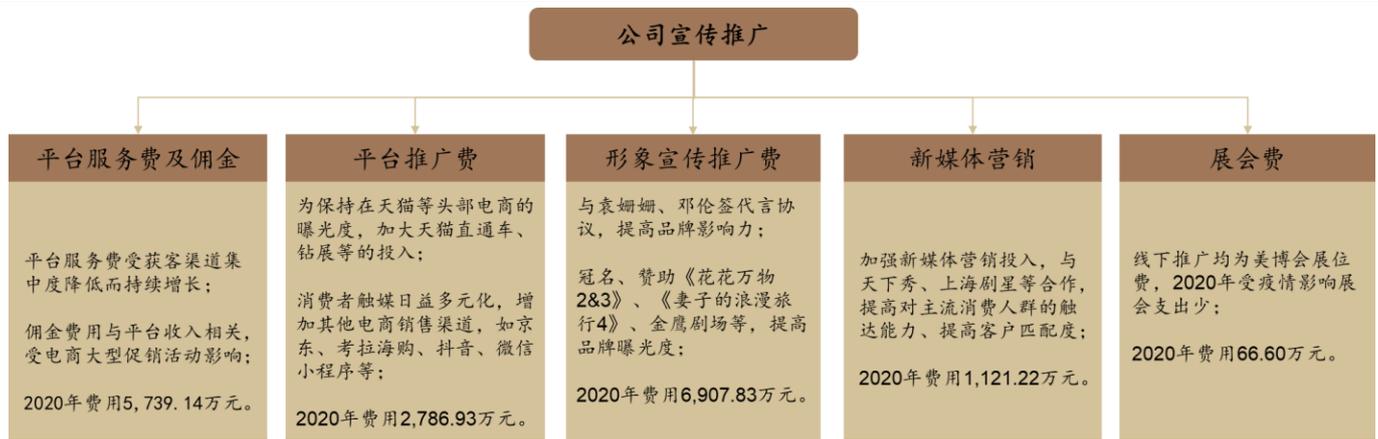
图 39：敷尔佳营销费用率远低于行业竞争对手



资料来源：敷尔佳招股说明书、德邦研究所

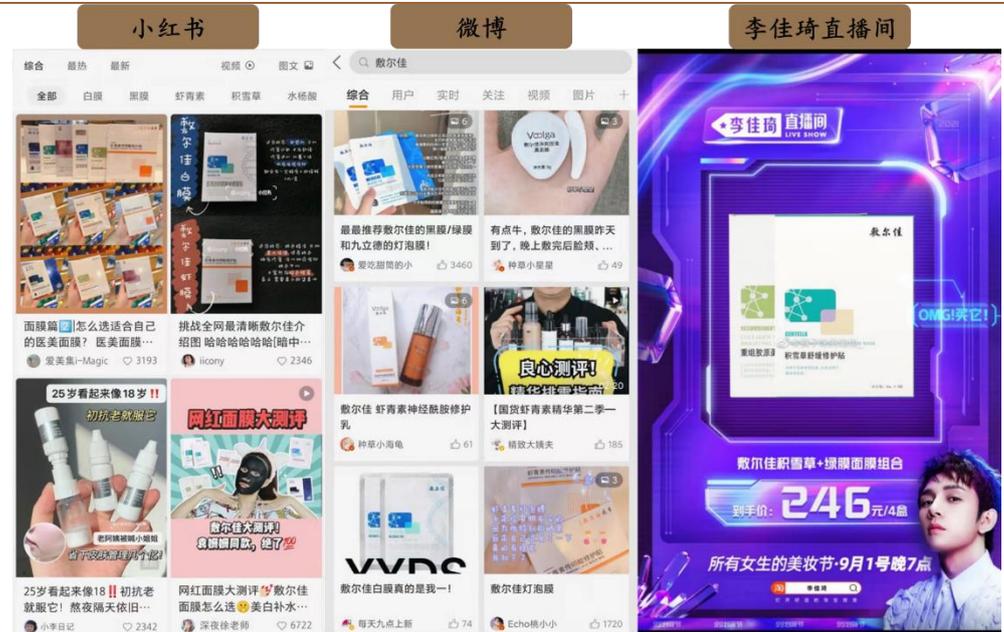
**五大宣传推广渠道，提高品牌曝光度。**公司在天猫平台持续投入，加大天猫直通车、钻展、品销宝等平台推广工具的投入，平台推广服务费中天猫占比较高，京东旗舰店调整为直营并加大推广费用支出，增加考拉海购、抖音、微信小程序等直营店铺以拓宽获客渠道。袁姗姗、邓伦进行代言，赞助《花花万物 2&3》、《妻子的浪漫旅行 4》、《谁是宝藏歌手》等综艺节目提升品牌曝光度；与天下秀、上海剧星等 MCN 公司合作，借助 KOL 影响力，通过短视频、搜索引擎、社交媒体推广、种草等方式进行内容营销，提升品牌知名度，打造医用敷料领域专业化的品牌形象。敷尔佳在小红书、微博等种草平台中排名靠前，获得多位 KOL 推荐，且多次上李佳琦直播间售卖，在消费者中的接受度较高。

图 40：五大宣传推广渠道，提高品牌曝光度



资料来源：敷尔佳招股说明书、德邦研究所

图 41：敷尔佳在主流种草平台宣传情况



资料来源：小红书、微博、德邦研究所

未来医用敷料赛道红利仍将持续，敷尔佳作为行业教育者具有一定的先发优势，二类医疗器械注册证获批略有难度，但随着传统化妆品企业及部分药企入局者，赛道逐渐拥挤，未来通过持续营销投入以维持品牌形象为必经之战。敷尔佳在医用敷料领域领先，通过 IPO 募投资金 8.86 亿进行品牌营销推广，加大与天猫、京东等电商平台合作，采用 KOL 推广、明星代言提高品牌形象，充足的营销费用将保证品牌渗透率维持较高水平。

## 5. 投资建议

功能性护肤品行业高速发展背景下，贴片式专业皮肤护理行业（核心为医用敷料）受益于医美术后修复及敏感肌护肤需求，预计将以 28.3%复合增速增长至 2025 年的 230.1 亿，在护肤品行业中展现较高的景气度。敷尔佳凭借渠道、产品、营销多维度发力成为医用敷料领域龙头企业，**(1) 渠道端**：线下经销渠道占据主导，经销商分级管理、分销联盟系统平台、实体渠道经销多维度保障线下渠道管理，内部考核机制下将不断培育壮大存量经销商体系，集中渠道规模和发挥渠道优势；线上渠道抢先多点布局，各平台宣传收效明显，未来将借助天猫、抖音等渠道实现 C 端快速放量；**(2) 产品端**：敷尔佳多维度、全方位打造产品矩阵，领先于行业竞争对手，打造白膜+黑膜两大核心单品，有效提升品牌知名度，多重成分协同发展，有效解决多重肌肤问题，通过募投资金将弥补研发实力；**(3) 营销端**：通过明星代言、综艺赞助、新营销渠道及展会等多重方式进行推广，提高品牌曝光度，行业内多家传统企业布局带来赛道日趋拥挤，未来将弥补营销费用，保证品牌渗透率维持较高水平。预计敷尔佳将通过本次 IPO 计划，弥补研发、营销短板，丰富渠道布局及产品线，伴随医用敷料红利，未来有望实现快速发展，建议重点关注。

## 6. 风险提示

### (1) 行业景气度下降风险

借助化妆品行业红利公司快速发展，若经济下滑、投资者需求下降，将对整体经营环境带来不利影响。

### (2) 行业竞争加剧风险

化妆品竞争越发激烈，尤其是线上渠道，多个化妆品品牌积极推进敏感肌护理细分领域的相关产品，行业竞争格局趋于恶化。

### (3) 产品审批失败风险

化妆品新规出台后，对功效性护肤品的审批提出新的要求，械字号产品审批要求较高，若企业无法适当调整策略，将会影响经营情况。

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

郑澄怀，德邦证券研究所商贸零售&社会服务首席分析师，伦敦政治经济学院金融学，杜伦大学计算机学双硕士，曾任安信证券商社团队高级分析师。2020年新财富商社第六名&最具潜力奖核心成员，第二届新浪金麒麟新锐分析师第一名核心成员。2021年加入德邦证券研究所。擅长消费产业趋势分析及公司和行业的深度基本面研究，核心覆盖：免税、医美、化妆品、植发、月子中心、酒店、人力资源、餐饮、茶饮、旅游、零售等多个板块。

易丁依，德邦证券研究所商贸零售&社会服务助理研究员，上海财经大学金融硕士，擅长基本面研究、行业趋势分析及大数据研究，2021年加入德邦证券研究所商社团队，核心覆盖医美、化妆品、胶原蛋白、植发等领域。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。