

商贸零售

证券研究报告

2022年10月25日

敷尔佳：乘医美敷料之东风，产品渠道并行成就行业龙头

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

刘章明

分析师

SAC 执业证书编号：S1110516060001

liuzhangming@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《商贸零售-行业点评:教育信息化迎利好,专项贴息贷款加速高职信息化建设》 2022-10-20
- 2 《商贸零售-行业点评:2022年9月印度培育钻石进出口数据跟踪》 2022-10-17
- 3 《商贸零售-行业点评:李佳琦回归振奋人心,有望提供行业动力&公司增量,为双十一&四季度提供利好》 2022-10-14

基本情况:覆盖专业皮肤护理产品全产业链,贴片式专业皮肤护理产品 2020 年市占第一

公司从事专业皮肤护理产品的研发、生产和销售,在售产品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,多种形式的功能型护肤品为辅。据弗若斯特沙利文统计,2020 年公司贴片类产品销售额为贴片类专业皮肤护理产品市场第一,其中医疗器械类敷料产品市场占比排第一,功能性护肤品贴膜类产品市场占比第二。

行业:颜值经济背景下专业护肤需求驱动,专业皮肤护理市场潜力可观

根据定位不同,可以将皮肤护理产品分为专业皮肤护理产品和基础护肤品。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。人均可支配收入持续上升&大众审美浪潮推动“颜值经济”发展,人们对皮肤管理的需求增加。一方面,消费者对于医疗器械类敷料产品的需求不断上升,2013 年以来医美市场持续维持 20%+ 的增速;另一方面,功能性护肤品对于多发的皮肤屏障受损、持续发痘、脱皮、过敏、泛红等皮肤不稳定问题提供了良好的解决方案,取得了稳定的增长。

2016-2020 年专业皮肤护理产品 CAGR 为 30.3%,当前其占整体护肤市场比例不超过 10%。弗若斯特沙利文预计 2020-2025 年 CAGR 将达到 23.7%,增长势头强劲。

核心:产品&渠道构建完善,提前布局抢占先发优势

- 1) **逐步构建产品矩阵,医疗器械切入,按消费者需求逐步拓宽:**2012 年公司捕捉到市场变化趋势和庞大的消费需求,根据市场变化情况决定将皮肤护理产品领域调整为未来的业务发展方向,从医疗器械切入,2016 年推出白膜、黑膜,抓住市场利好形势采取了多元有效的营销策略推动其规模快速上升,成为公司支柱产品。随后,逐步拓宽化妆品矩阵满足消费者需求,产品涵盖面膜、喷雾、水、精华、乳液、冻干粉等多种剂型。
- 2) **多渠道同步驱动+多样化品牌推广,渠道营销齐头并进助力业绩增长:**公司线上线下同步推进,线上渠道主要分为直销、经销和代销,覆盖天猫、小红书、京东等大型平台;线下主要面向美容机构、连锁零售药店等终端渠道,多方面严格遴选经销商,形成自主可控的私域流量,同时在官方微信公众号中建立了分销联盟系统平台进行管理,有利于销售渠道下沉、深度拓展市场空间。高度关注品牌推广,线上宣传推广覆盖多种场景和多种方式;另外,通过影视剧和综艺节目广告植入、明星代言进行品牌宣传,加大产品知名度与影响力。
- 3) **多方面创新抢占先机,占领消费者心智巩固先发优势:**研发方面单点突破,多点开花,继续拓展研发的医用胶原蛋白敷料为胶原蛋白 III 类医疗器械产品,进一步扩充公司产品线,另有多项在研项目储备,实现技术推进可持续发展,完善立体化、多层次研发体系。产品方面以医用透明质酸钠修复贴为中心,进一步推出含胶原蛋白、虾青素、积雪草等成分的功能性护肤品,打造多个过亿单品。渠道方面新业态下不断创新业务模式,迎合新零售模式下消费者消费习惯的变化以及电商平台的迅猛发展,大力推进线上渠道销售布局,基于线下渠道沉淀的市场口碑,形成了直销、经销、代销相结合的线上销售渠道,搭建线上线下全渠道营销体系。

风险提示:行业竞争加剧风险、行业监管政策变化风险、品牌集中风险、经营业绩增速放缓甚至下滑的风险、经销商管理风险、主要股东可能从事相同或相似业务的风险

内容目录

1. 敷尔佳：贴片式专业皮肤护理产品 2020 年市占第一	5
1.1. 发展历程：战略调整快速切入皮肤医学美容市场	5
1.2. 股权结构：股权集中，增资企业业务关联性强	5
1.3. 产品品类丰富广覆盖客户需求，渠道线上线下齐发力	6
1.3.1. 产品：医疗器械类市排第一，化妆品类增速强劲	6
1.3.2. 渠道：线上全面覆盖三大渠道，线下终端销售矩阵布局多元化	7
2. 行业：颜值经济背景下专业护肤需求驱动，专业皮肤护理市场潜力可观	7
2.1. 行业概览：皮肤护理市场细分多竞争空间大，敷尔佳、贝泰妮等企业脱颖而出	7
2.2. 行业规模：“颜值经济”驱动行业增长迅速，专业护肤品 CAGR 超 20%	8
2.3. 行业驱动力：专业皮肤护理市场广阔，功能性护肤品和医疗器械类敷料产品共同驱动行业增长	10
2.3.1. 功能性护肤品增长稳定，国产品牌市占水平不断提高	11
2.3.2. 医用敷料行业发展迅速，市场规模有望持续扩容	12
3. 产品&渠道构建完善，提前布局抢占先发优势	13
3.1. 逐步构建产品矩阵，医疗器械切入，按消费者需求逐步拓宽	13
3.1.1. 从医疗器械切入，功效多样、形态多元	13
3.1.2. 医疗器械：抓住行业增长快速建立品牌认知，白膜为支柱产品	14
3.1.3. 化妆品：深耕专业皮肤护理，丰富运营经验为快速增长趋势夯实基础	15
3.2. 多渠道同步驱动+多样化品牌推广，渠道营销齐头并进助力业绩增长	16
3.2.1. 线上、线下各渠道多维同步进行，销售方式多维利于业绩实现	16
3.2.2. 品牌推广方式多样化，快速抢占消费者心智	17
3.3. 多方面创新抢占先机，占领消费者心智巩固先发优势	18
3.3.1. 研发情况：单点突破，多点开花，完善立体化、多层次研发体系	19
3.3.2. 产品不断创新，持续满足消费者多元化市场需求	20
3.3.3. 新业态下不断创新业务模式，搭建线上线下全渠道营销体系	20
4. 财务情况：盈利能力强劲，产品结构持续优化	21
4.1. 营收情况：营收增速稳健，化妆品业务占比持续提升	21
4.2. 毛利率：始终保持 76%+高位稳定，医疗器械类产品更具盈利能力	22
4.3. 费用率：公司业务扩张力度强劲，期间费用率降本成效显著	22
4.4. 盈利能力：归母净利增速放缓，2022H1 归母净利率高达 43.7%	23
4.5. 货币资金与现金流：货币资金充裕，经营现金流发展良好	23
4.6. 可比公司财务情况比较	24
5. 风险提示	25

图表目录

图 1：公司发展历程	5
图 2：公司股权结构（截至 2022 年 9 月 1 日）	6
图 3：2018-2021 年敷尔佳分品类营收及其增速	6

图 4: 2018-2021 年敷尔佳分品类营收占比	6
图 5: 2018-2021 年敷尔佳分渠道营收 (百万元)	7
图 6: 2018-2021 年敷尔佳分渠道营收占比	7
图 7: 2016-2025E 中国护肤品行业市场规模	8
图 8: 2016-2025E 中国基础护肤品市场规模	8
图 9: 2016-2025E 中国专业护肤品市场规模	8
图 10: 2016-2025E 中国功能性护肤品市场规模 (亿元)	9
图 11: 2016-2025E 中国医疗器械类敷料市场规模 (亿元)	9
图 12: 2016-2025E 中国贴片类专业护理产品市场规模	10
图 13: 2016-2025E 中国非贴片类专业护理产品市场规模	10
图 14: 2016-2025E 中国敷料贴类护肤品市场规模 (亿元)	10
图 15: 2016-2025E 中国贴、膜类护肤品市场规模 (亿元)	10
图 16: 2016-2025E 中国功能性护肤品市场规模	11
图 17: 2021 年全球主要国家皮肤学级护肤品渗透率情况 (%)	11
图 18: 2015-2021 年中国 CR3/5/10 功能性护肤品牌市占率 (%)	11
图 19: 2015-2021 年国产与海外化妆品品牌市占率 (%)	11
图 20: 2016-2025E 中国医疗器械类敷料产品市场规模 (亿元)	12
图 21: 2017-2019 年我国贴片式医用皮肤修复敷料消费数量 (万片)	12
图 22: 2019 年中国贴片式皮肤修复敷料市场份额 (按销售额)	13
图 23: 医疗器械类敷料产品及化妆品类功能性护肤首次注册 (备案) 时间	13
图 24: 公司产品数量结构图 (按品类划分) (种) (截止 2022H1)	13
图 25: 公司产品数量结构图 (按剂型和形态划分) (种) (截止 2022H1)	13
图 26: 公司医疗器械类主要产品概况	14
图 27: 2018-2021 三种医疗器械类产品营业收入 (百万元)	15
图 28: 2018-2021 三种医疗器械类产品收入占比	15
图 29: 2018-2021 化妆品类产品的营业收入 (百万元)	15
图 30: 2018-2021 化妆品类产品的收入占比	15
图 31: 2018-2021 公司线上、线下渠道收入比较	17
图 32: 2018-2021 公司线上渠道收入拆分	17
图 33: 公司产品广告植入、明星代言情况	18
图 34: 敷尔佳研发机构设置情况	19
图 35: 敷尔佳研发流程设置情况	19
图 36: 2020 年以来敷尔佳备案并上市的部分新品	20
图 37: 2018-2021 年敷尔佳天猫直营店复购率情况	21
图 38: 2018-2021 年敷尔佳天猫直营店新客销售情况	21
图 39: 2018-2022H1 公司营业收入及同比增长	21
图 40: 2018-2021 公司业务营收占比	21
图 41: 公司 2018-2022H1 毛利及毛利率	22
图 42: 公司 2018-2021 业务毛利率拆分	22
图 43: 公司 2018-2021 期间费用率	23
图 44: 公司 2018-2021 销售费用明细	23

图 45: 公司 2018-2022H1 归母净利润及增速	23
图 46: 公司 2018-2022H1 归母净利率	23
图 47: 2018-2021 公司现金及其等价物资产	24
图 48: 2018-2022H1 公司现金流	24
图 49: 可比公司毛利率情况比较	24
图 50: 可比公司销售费用率比较	25
图 51: 可比公司管理费用率比较	25
图 52: 可比公司研发费用率比较	25
表 1: 公司部分线上渠道情况	16
表 2: 公司合作经销商	16
表 3: 公司线上推广模式	17
表 4: 公司线下推广模式	18
表 5: 公司在研项目具体情况 (截止 2022 年 9 月 1 日)	19

1. 敷尔佳：贴片式专业皮肤护理产品 2020 年市占第一

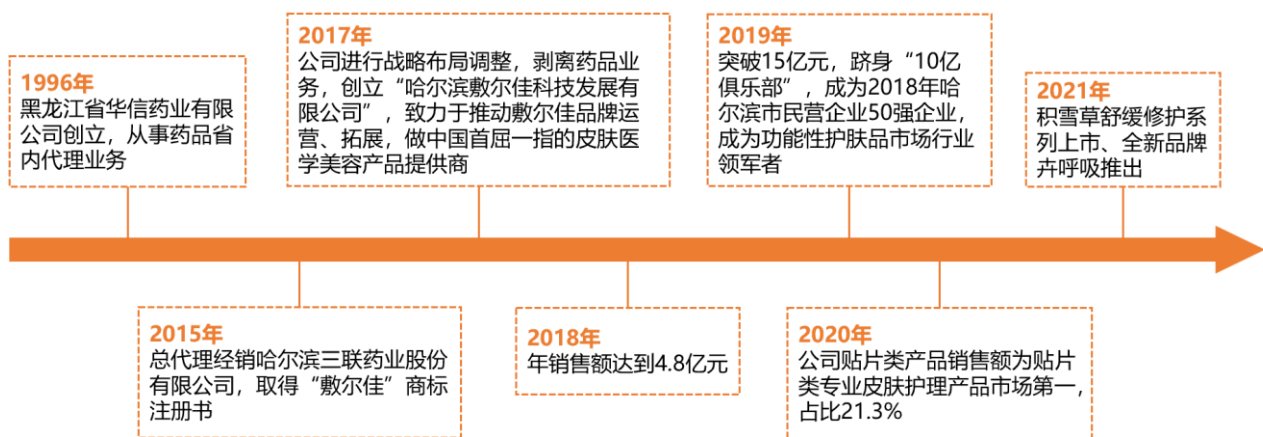
敷尔佳是一家从事专业皮肤护理产品的研发、生产和销售的公司，在售产品以适用于轻中度痤疮、促进创面愈合与皮肤修复的Ⅱ类医疗器械类产品为主，多种形式的功能性护肤品为辅。公司通过多渠道布局的销售策略、线上线下相结合的营销思路，形成多元化终端销售矩阵。根据弗若斯特沙利文的资料，2020 年公司贴片类产品销售额为贴片类专业皮肤护理产品市场第一，其中医疗器械类敷料产品市场占比排第一，功能性护肤品贴膜类产品市场占比第二。

1.1. 发展历程：战略调整快速切入皮肤医学美容市场

敷尔佳以肌肤问题解决类产品作为主要切入点，打造了“敷尔佳”品牌Ⅱ类医疗器械类敷料产品。该产品利用透明质酸钠活性成分，促进皮肤屏障自我修复，实现对肌肤的护理。随着品牌影响力的持续沉淀，“敷尔佳”品牌在消费者群体中已经具备了一定的知名度，并积累了一批忠实用户群体。公司凭借着在电商平台优异的表现，逐步提升了行业内同类产品销量领先的地位。根据弗若斯特沙利文的分析报告，2020 年，公司贴片类产品销售额为贴片类专业皮肤护理产品市场第一，占比 21.3%。

从药品销售到主营皮肤护理产品，战略快速调整切入医学美容市场。黑龙江省华信药业有限公司设立于 1996 年 5 月 13 日，主要从事药品销售，包括哈三联生产的注射用长春西汀、注射用利福霉素钠、注射用氯诺昔康、注射用甲磺酸加贝酯等产品。2012 年，随着美容整形行业的快速发展，华信药业决定将皮肤护理产品领域调整为公司未来的业务发展方向。历时 2 年，华信药业于 2014 年 11 月完成“医用透明质酸钠修复贴”的研发，由生产企业进行产品注册并负责生产，华信药业负责产品的营销、推广和销售。同时，华信药业于 2014 年提交了“敷尔佳”商标注册申请，并于 2015 年取得“敷尔佳”商标注册证书。2016 年华信药业的战略合作伙伴哈三联开始涉足医疗器械研发、生产和销售，2017 年敷尔佳有限完成工商注册登记，华信药业逐渐将皮肤护理产品业务转由敷尔佳有限承继。

图 1：公司发展历程



资料来源：招股说明书，医美部落公众号，医与美前沿公众号，敷尔佳公众号，凤凰网，敷尔佳官网，广东省美容美发化妆品行业协会公众号，天风证券研究所

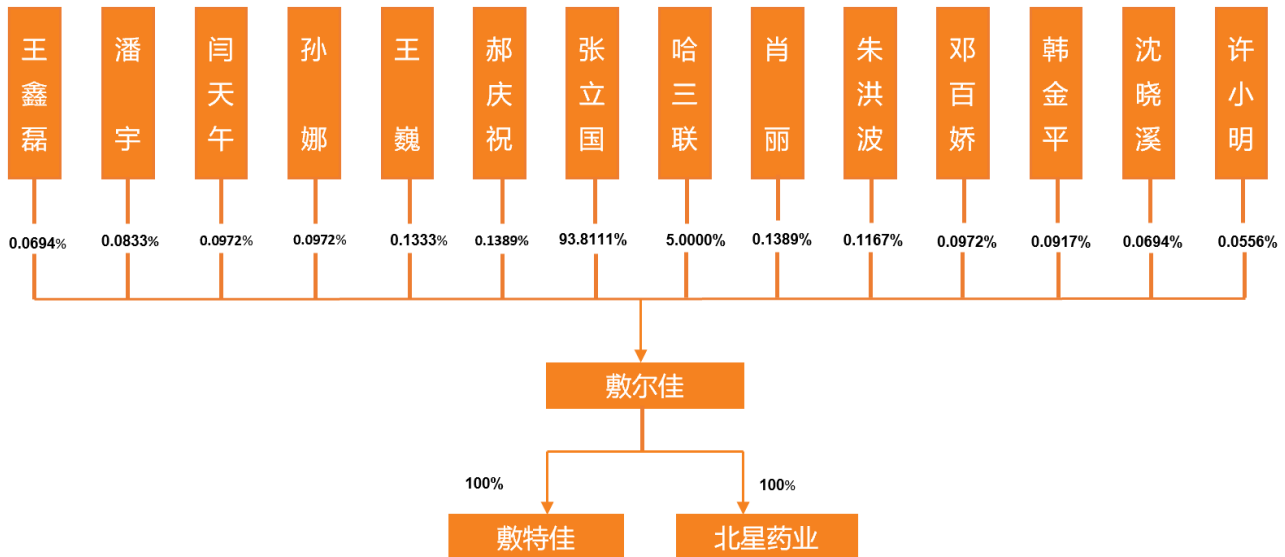
1.2. 股权结构：股权集中，增资企业业务关联性强

公司第一大股东为董事长张立国，股权较为集中。公司自设立至今，其控股股东及实际控制人未发生变化，创始人兼董事长张立国先生合计持有公司 93.811% 的股权。2021 年 2 月，哈三联以其持有的北星药业 100% 股权评估作价向敷尔佳有限增资，即敷尔佳有限通过换股方式收购北星药业 100% 股权。

北星药业原系哈三联专门从事化妆品和医疗器械生产及销售业务的全资子公司。哈三联原

与敷尔佳有限开展业务合作，其中哈三联负责产品的独家生产，敷尔佳有限负责产品的独家销售、推广及品牌运营维护等，二者为同一产业链上的上下游关系，具有高度相关性。敷尔佳有限通过换股收购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，进而确立了公司研发、生产和销售各环节良性契合的优势，增强企业的综合竞争力。业务重组后，哈三联持有公司 5.00% 的股权，对实际控制人控制权未产生不利影响。其余股东共计拥有股权 1.189%，公司的股权较为集中。

图 2：公司股权结构（截至 2022 年 9 月 1 日）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

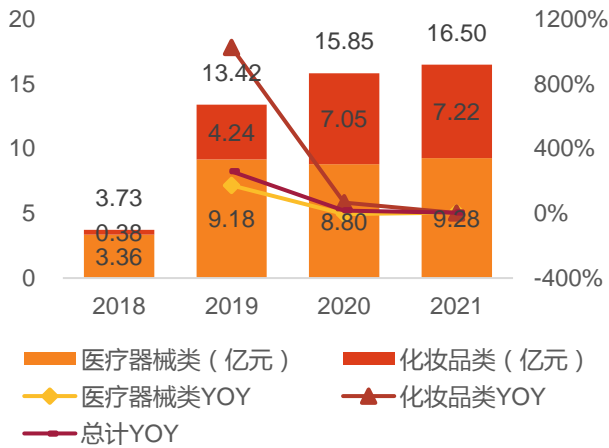
1.3. 产品品类丰富广覆盖客户需求，渠道线上线下齐发力

1.3.1. 产品：医疗器械类市排第一，化妆品类增速强劲

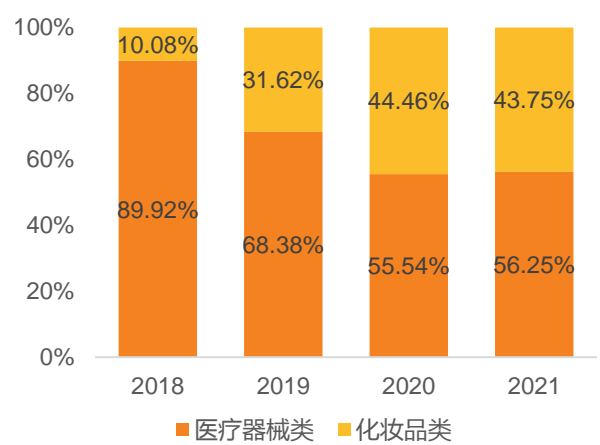
公司经过多年发展，已拥有四十余种专业皮肤护理产品，其产品数量丰富、剂型和形态多元，功效丰富全面，能够较好满足市场和客户多样化的需求。公司在售产品覆盖医疗器械类敷料产品和功能性护肤品，主打敷料和贴、膜类产品，并推出了水、精华及乳液、喷雾、冻干粉等多形态产品。基于对透明质酸钠及胶原蛋白的研究，公司形成了以适用于轻中度痤疮、促进创面愈合与皮肤修复的 II 类医疗器械类产品为主，多种形式的功能性护肤品为辅的立体化产品体系。2019/2020/2021 年公司主营业务收入分别 13.42/15.85/16.50 亿元，其中，医疗器械类敷料产品的销售收入占比连续 3 年均超 50%，具有市场先发优势。化妆品类在 2020 年公司收入占比上升至 44.46%，据弗若斯特沙利文统计，公司于市场排名第二。

图 3：2018-2021 年敷尔佳分品类营收及其增速

图 4：2018-2021 年敷尔佳分品类营收占比



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

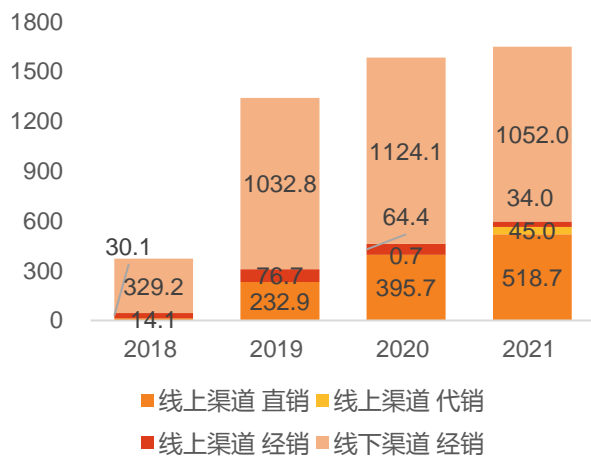


资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

1.3.2. 渠道: 线上全面覆盖三大渠道, 线下终端销售矩阵布局多元化

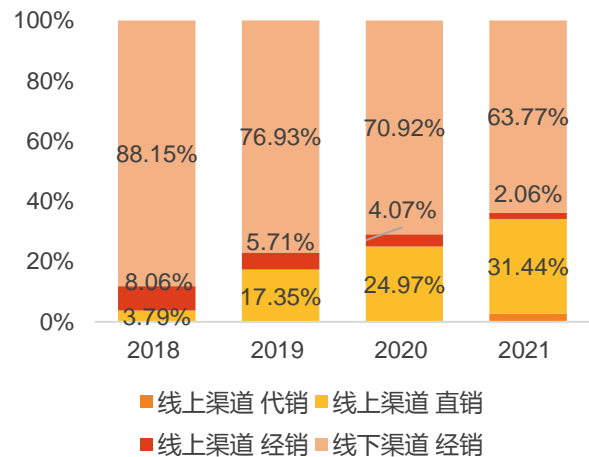
公司通过多渠道布局的销售策略、线上线下相结合的营销思路, 逐步形成了覆盖医疗机构、美容机构、连锁零售药店、化妆品专营店及大型商超等多元化终端销售矩阵。通过多年的口碑传播和品牌推广, 公司多个单品年销售额过亿。2019/2020/2021 年公司线上渠道销售收入分别 3.1/4.6/6.0 亿元, 分别占整体销售收入的 23.07%/29.08%/36.23%, 全面带动公司整体销售收入的增长。

图 5: 2018-2021 年敷尔佳分渠道营收 (百万元)



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

图 6: 2018-2021 年敷尔佳分渠道营收占比



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

2. 行业: 颜值经济背景下专业护肤需求驱动, 专业皮肤护理市场潜力可观

2.1. 行业概览: 皮肤护理市场细分多竞争空间大, 敷尔佳、贝泰妮等企业脱颖而出

皮肤护理产品是指用于脸部或者身体, 用以护理皮肤, 保持皮肤的肌理和光泽, 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。

根据定位不同, 可以将皮肤护理产品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，其主要作用在于护理皮肤，保持皮肤的肌理和光泽；专业护肤品主要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、激光光子治疗术后、水光针术后等情况的肌肤使用的产品。

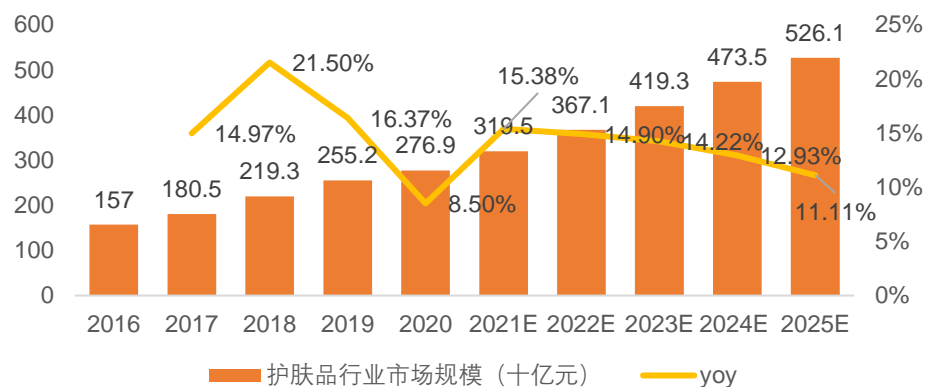
根据注册类别和监管分类，专业皮肤护理产品可以分成医疗器械类敷料产品和化妆品类功能性护肤品，其中，医疗器械类敷料产品系可直接使用于创口的创面敷料，功能性护肤品仅可在健康完整的皮肤表面上使用。

目前，国内皮肤护理产品行业参与者众多，但大部分企业仍然具有规模小、品种单一、质量参差不齐的特点。随着创新水平和经营模式的提高，也迅速成长起一批诸如敷尔佳、贝泰妮、创尔生物、巨子生物、华熙生物等竞争力较强的企业。

2.2. 行业规模：“颜值经济”驱动行业增长迅速，专业护肤品 CAGR 超 20%

护肤品市场增速高，行业潜力大。2016 年至 2020 年，中国皮肤护理产品行业市场规模由 1,570 亿元增长至 2,769 亿元，年复合增长率为 15.3%。2020 年至 2025 年，弗若斯特沙利文预计中国皮肤护理产品行业将保持 13.7% 的年复合增长率增长，弗若斯特沙利文预计到 2025 年中国皮肤护理产品行业的市场规模将达 5,261 亿元，行业长期高速增长，市场潜力可观。

图 7：2016-2025E 中国护肤品行业市场规模

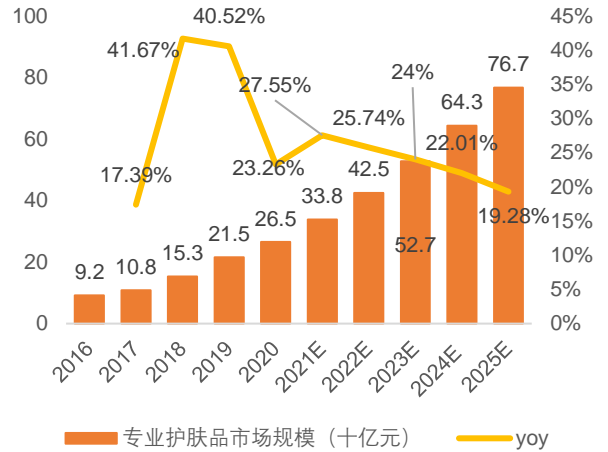
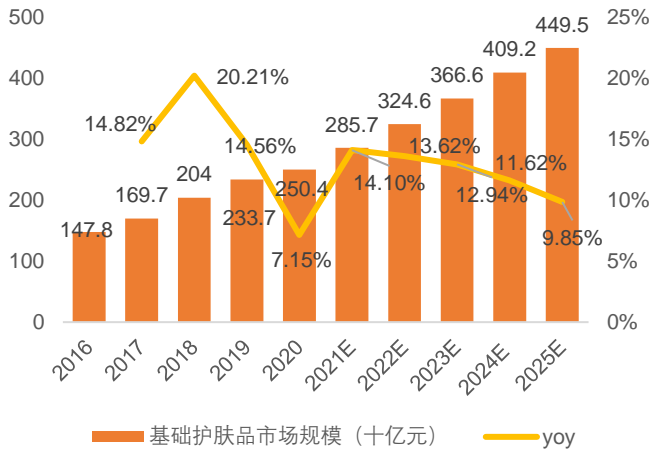


资料来源：招股说明书，弗若斯特沙利文，天风证券研究所

专业护肤品占比较低，但增长速度快。2020 年，专业护肤品市场规模在整体护肤市场中占比不超过 10%，但是在 2016-2020 年期间实现了 30.3% 的复合增长率，弗若斯特沙利文预计 2020-2025 年，专业护肤品的复合增长率也将达到 23.7%，2025 年市场规模约为 767 亿元，相比于基础护肤品届时预期的 4495 亿元的市场规模，虽然体量较小，但是增长势头强劲。

图 8：2016-2025E 中国基础护肤品市场规模

图 9：2016-2025E 中国专业护肤品市场规模



资料来源：招股说明书，弗若斯特沙利文，天风证券研究所

资料来源：招股说明书，弗若斯特沙利文，天风证券研究所

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。根据弗若斯特沙利文数据，中国功能性护肤品产品市场规模由 2016 年的 89.7 亿元增长至 2020 年的 223.4 亿元，年均复合增长率为 25.6%，弗若斯特沙利文预计在 2025 年将会达到 565.5 亿元，2020 至 2025 年年均复合增长率达到 20.4%。而中国医疗器械类敷料市场规模由 2016 年的 2.3 亿元快速增长至 2020 年的 41.8 亿元，年均复合增长率高达 105.7%，远高于同期的专业性护肤品规模复合增长率，弗若斯特沙利文预计在 2025 年将会达到 201.4 亿元，2020 至 2025 年年均复合增长率将达到 37%。

图 10：2016-2025E 中国功能性护肤品市场规模（亿元）

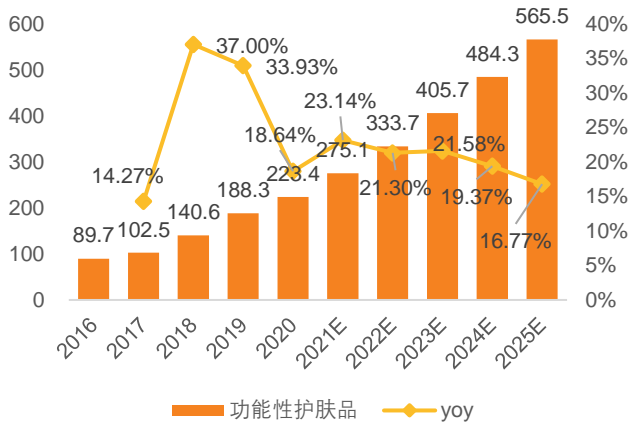
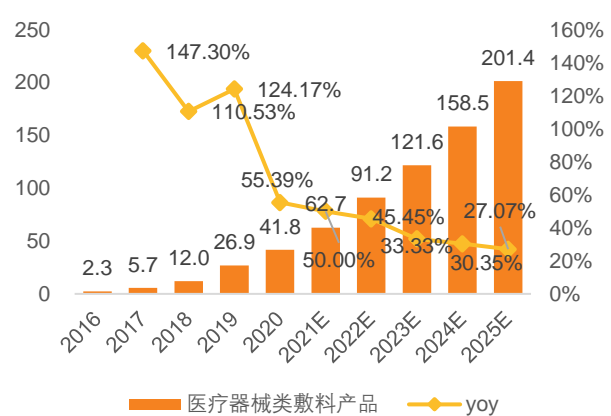


图 11：2016-2025E 中国医疗器械类敷料市场规模（亿元）



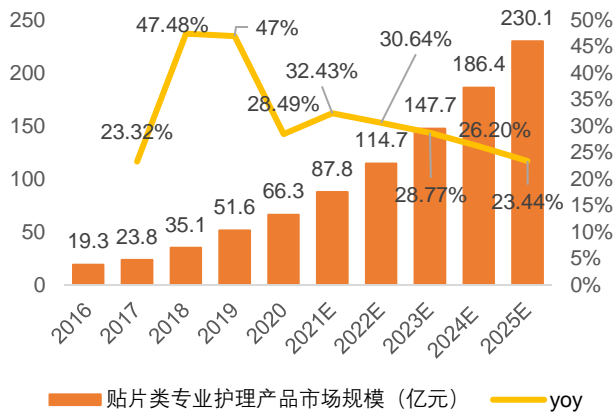
资料来源：招股说明书，弗若斯特沙利文，天风证券研究所

资料来源：招股说明书，弗若斯特沙利文，天风证券研究所

按产品形式，专业皮肤护理产品通常分为贴片类和非贴片类两大类，贴片类专业皮肤护理产品主要是通过片状膜布等材料将精华液/成分液敷贴于皮肤上的产品；非贴片类专业皮肤护理产品由精华、次抛原液、水、喷雾、乳液等将精华液/成分液直接涂抹在皮肤上的产品组成。

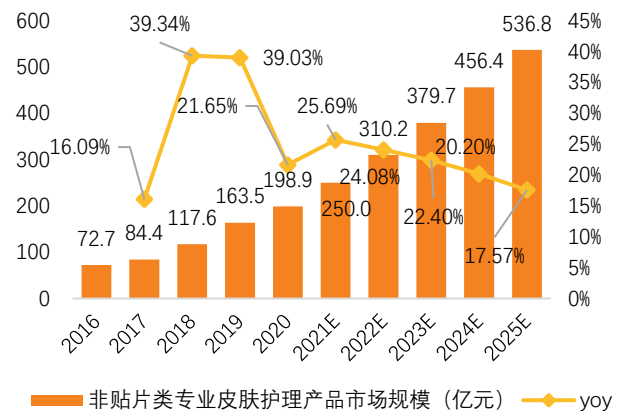
专业皮肤护理市场中，贴片类总量小增速快。贴片类专业皮肤护理产品市场规模增长速度快于整体皮肤护理产品市场，市场发展潜力大。中国贴片类专业皮肤护理产品市场规模由 2016 年的 19.3 亿元增长至 2020 年的 66.3 亿元，年均复合增长率为 36.1%，快于同期的整体皮肤护理产品行业。在未来，随着居民保养意识和专业皮肤护理产品的规范化进程，国内贴片类专业皮肤护理市场规模有望进一步增大，弗若斯特沙利文预计在 2025 年，将会发展到 230.1 亿元，2020-2025 年年均复合增长率达到 28.3%。

图 12：2016-2025E 中国贴片类专业护理产品市场规模



资料来源：招股说明书，弗若斯特沙利文，天风证券研究所

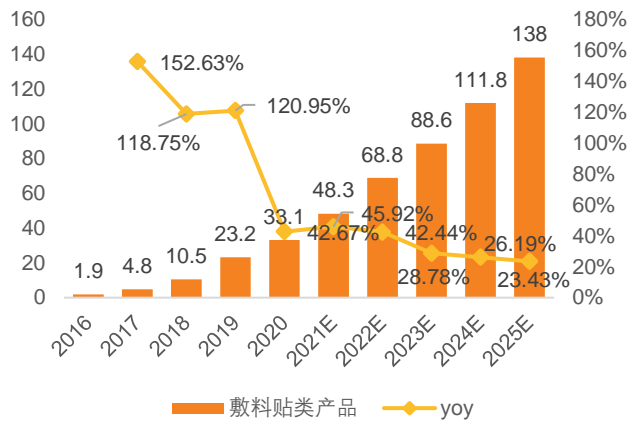
图 13：2016-2025E 中国非贴片类专业护理产品市场规模



资料来源：招股说明书，弗若斯特沙利文，天风证券研究所

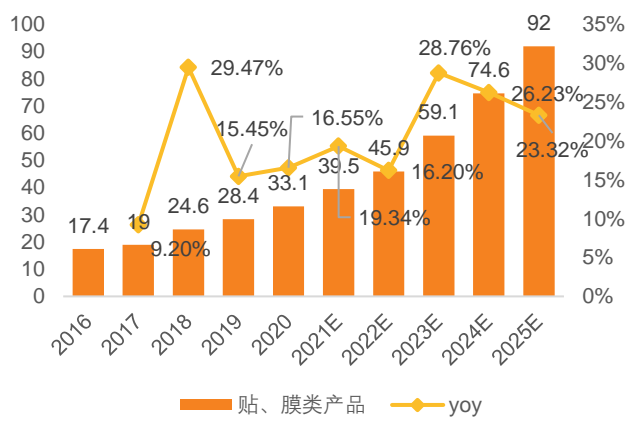
敷料贴类产品后来居上，增幅强劲，有望成为贴片类专业护肤品市场的主体。贴片类专业皮肤护理产品按不同监管体系可以分为敷料贴类和贴、膜类（功能性护肤品）两种。敷料贴类产品在中国起步较晚，2016 年市场规模仅 1.9 亿元，其后以 103.5% 的年均增长率在 2020 年增加至 33.1 亿元；贴、膜类功能性护肤品由 2016 年的 17.4 亿元增长至 2020 年的 33.1 亿元，年均复合增长率为 17.5%。弗若斯特沙利文预计到 2025 年，敷料贴类和贴、膜类（功能性护肤品）市场规模将达到 138.0 亿元和 92.0 亿元。

图 14：2016-2025E 中国敷料贴类护肤品市场规模 (亿元)



资料来源：招股说明书，弗若斯特沙利文，天风证券研究所

图 15：2016-2025E 中国贴、膜类护肤品市场规模 (亿元)



资料来源：招股说明书，弗若斯特沙利文，天风证券研究所

2.3. 行业驱动力：专业皮肤护理市场广阔，功能性护肤品和医疗器械类敷料产品共同驱动行业增长

“颜值经济”、医美风潮使得人们对于专业性护肤品的需求增加，促进市场繁荣。

1) 大众审美浪潮下“颜值经济”的推动，加上人均可支配收入的上升，使得人们对皮肤管理的需求不断增加。2021 年上半年，全国人均可支配收入 17642 元，扣除价格因素实际增长 12.0%，城镇居民人均可支配收入 24125 元，扣除价格因素实际增长 10.7%；在“颜值经济”火热的背景下，公众可支配收入的增加，使得居民有能力通过购买护肤品满足个人在外貌养护方面的需求，而功能性护肤品对于长期在工作压力大、气候不稳定环境下生

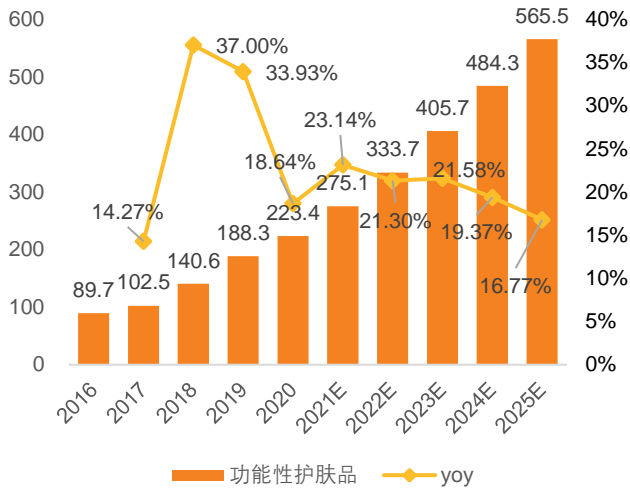
活的城市人群中多发的皮肤屏障受损、持续发痘、脱皮、过敏、泛红等皮肤不稳定问题提供了良好的解决方案，取得了稳定的增长。

2) 医美市场发展迅速，医美消费者对于医疗器械类敷料产品的需求不断上升。2013 年以来，我国医美市场发展迅速，持续维持在 20%以上的增速水平，艾瑞咨询预计 2022 年其市场规模可达 3094 亿元；与此同时，2020 年皮肤美容和面部整形仍然是医美用户最主要的两个消费项目，推动针对创面的敷料产品需求。

2.3.1. 功能性护肤品增长稳定，国产品牌市占水平不断提高

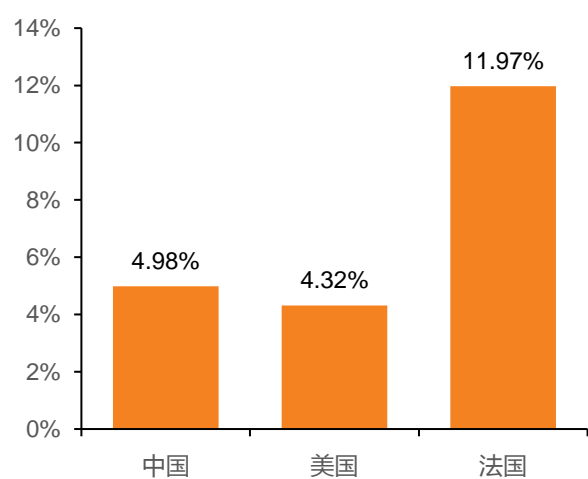
功能性护肤品年均复合增长率达 25.6%，未来市场规模前景良好。根据弗若斯特沙利文数据，功能性护肤品的市场规模由 2016 年的 89.7 亿元增长至 2020 年的 223.4 亿元，未来增速虽然有所放缓，但是弗若斯特沙利文预计到 2025 年，仍能实现 20.4%的复合增长率，达到 565.5 亿元；且国内功能性护肤品市场渗透率相比欧美国家仍有增长空间，未来市场仍有进一步扩容的可能。

图 16：2016-2025E 中国功能性护肤品市场规模



资料来源：招股说明书，弗若斯特沙利文，天风证券研究所

图 17：2021 年全球主要国家皮肤学级护肤品渗透率情况 (%)

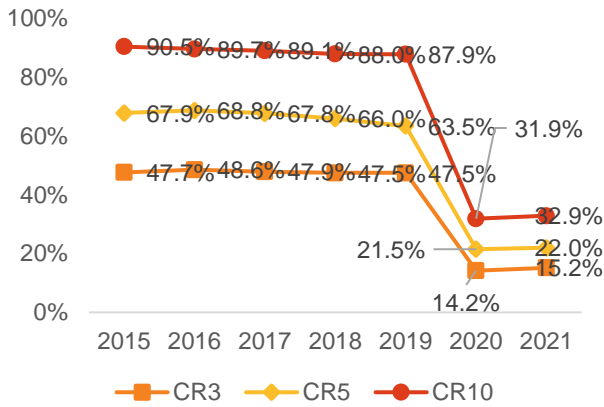


资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

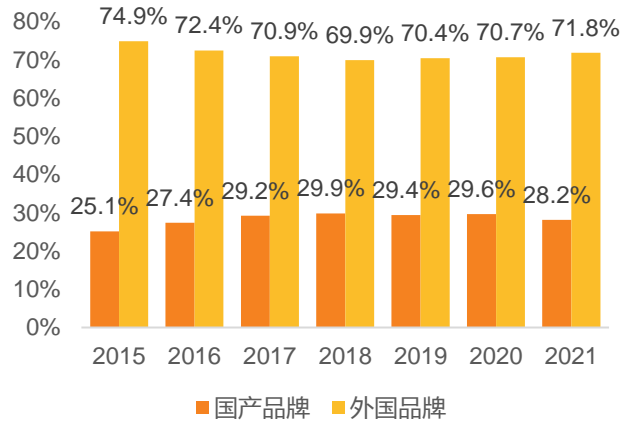
国产化妆品品牌市场占有率水平逐步上升，市场集中度稳定。2015 年以来，国产化妆品品牌的市场份额不断提高，市占率从 2015 年的 25.1%提高至 2021 年的 28.2%；与此同时，功能性护肤品牌在国内的 CR3/CR5/CR10 市占率分别维持在 10%/20%/30%+的水平，市场前景不断向好。

图 18：2015-2021 年中国 CR3/5/10 功能性护肤品牌市占率 (%)

图 19：2015-2021 年国产与海外化妆品品牌市占率 (%)



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

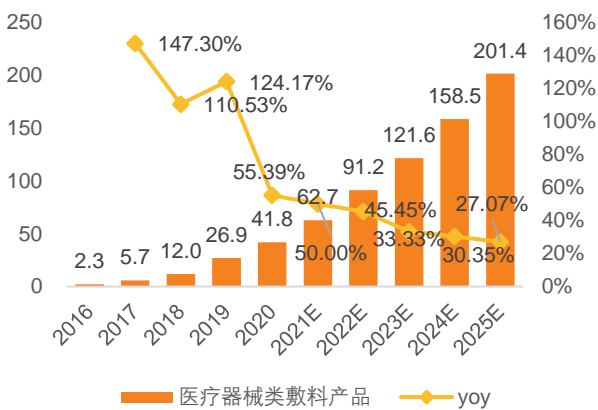


资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

2.3.2. 医用敷料行业发展迅速，市场规模有望持续扩容

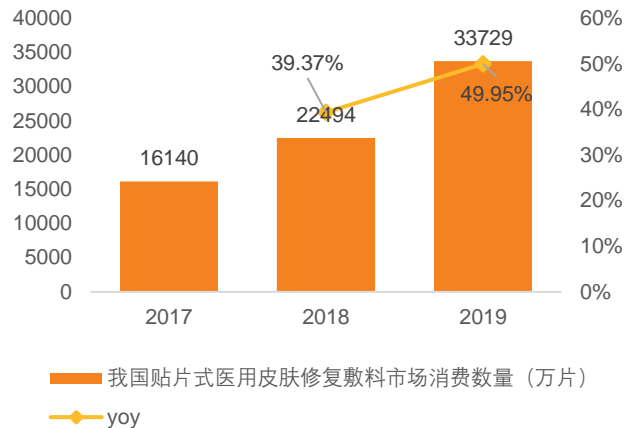
医疗器械类敷料产品销量增速快，市场潜力可观。2016-2020年期间，医疗器械类敷料产品市场规模实现从2.3亿元到41.8亿元的增长，复合增长率达105.7%，弗若斯特沙利文预计到2025年，其市场规模将达到201.4亿元；同时，随着医美概念的逐渐普及，“医美面膜”在护肤品用户群体当中的接受程度逐渐提高，贴片式医用皮肤修护敷料市场高速增长，2019年达到近3.4亿片的销量，市场容量仍有希望进一步扩充。

图 20：2016-2025E 中国医疗器械类敷料产品市场规模（亿元）



资料来源：招股说明书，弗若斯特沙利文，天风证券研究所

图 21：2017-2019 年我国贴片式医用皮肤修复敷料消费数量（万片）

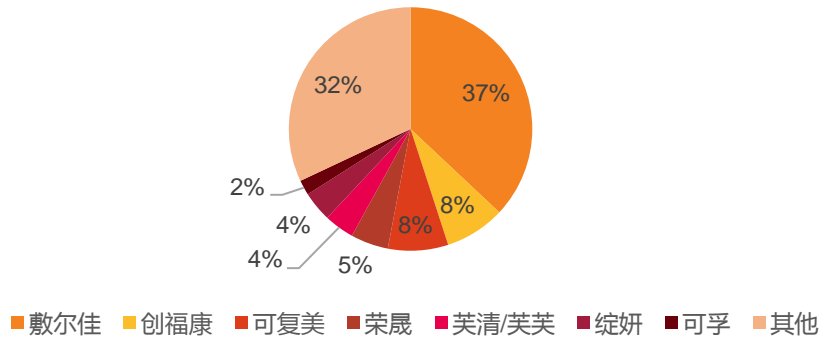


资料来源：创尔生物招股书，天风证券研究所

皮肤护理行业参与企业多，但是规模大、竞争力强的企业数量相对较少。随着护肤品制造工业的革新以及消费者对于护肤品在功效和安全性方面提出的更高要求，皮肤护理行业尤其是专业皮肤护理市场在品牌推广、产品生产、技术开发、销售渠道建设及日常运营等方面均需要较高的资本支撑。目前，敷尔佳、巨子生物、安德普泰、创尔生物、贝泰妮占据了我国贴片类医疗器械类敷料产品的主要市场份额；贝泰妮、敷尔佳、华熙生物、巨子生物、创尔生物占据了我国贴片类功能性护肤品的主要市场份额。

敷尔佳在专业护肤领域多个细分市场中均有行业领先的市场占有率。根据弗若斯特沙利文的分析报告，2020年，公司贴片类产品销售额为贴片类专业皮肤护理产品市场第一，占比21.3%；其中医疗器械类敷料产品占比25.9%，市场排名第一；功能性护肤品贴膜类产品占比16.6%，市场排名第二；2019年在贴片式皮肤修复敷料市场中，敷尔佳市场占比37%，远超排名第二的创福康。

图 22：2019 年中国贴片式皮肤修复敷料市场份额（按销售额）



资料来源：标点医药，创尔生物招股书，天风证券研究所

3. 产品&渠道构建完善，提前布局抢占先发优势

3.1. 逐步构建产品矩阵，医疗器械切入，按消费者需求逐步拓宽

3.1.1. 从医疗器械切入，功效多样、形态多元

自 2012 年起，美容整形行业整体呈现良好发展趋势，美容整形逐渐被越来越广泛的消费群体认可和接受，带动了美容整形消费者对于美容整形术后修复产品的市场需求。2012 年，公司捕捉到市场变化趋势和庞大的消费需求，根据市场变化情况决定将皮肤护理产品领域调整为未来的业务发展方向。

图 23：医疗器械类敷料产品及化妆品类功能性护肤首次注册（备案）时间

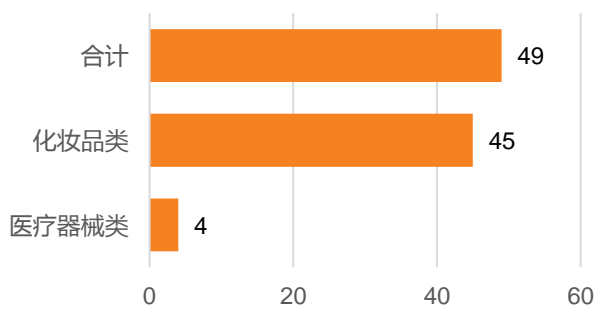


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

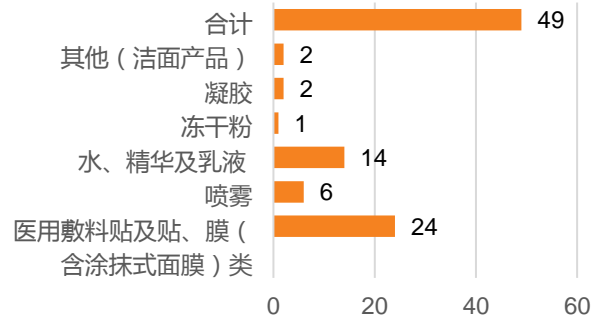
从医疗器械切入，化妆品逐步满足需求。经过多年发展，公司已拥有四十余种专业皮肤护理产品，其产品数量丰富、剂型和形态多元，功效丰富全面，能够较好满足市场和客户多样化的需求。

图 24：公司产品数量结构图（按品类划分）（种）（截止 2022H1）

图 25：公司产品数量结构图（按剂型和形态划分）（种）（截止 2022H1）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.1.2. 医疗器械：抓住行业增长快速建立品牌认知，白膜为支柱产品

2019/2020/2021 年公司医疗器械类产品收入分别为 9.18/8.80/9.28 亿元。2019 年，行业处于快速上升期，公司抓住市场利好形势采取了多元有效的营销策略，推动了医疗器械类产品收入规模的快速上升。2020 年，医疗器械类产品收入略有下滑，主要系该类产品的下游使用场景如美容机构、医疗机构等经营活动因新冠肺炎疫情受到一定程度影响，减少采买该产品所致。2021 年，医疗器械类产品收入稳定增长。

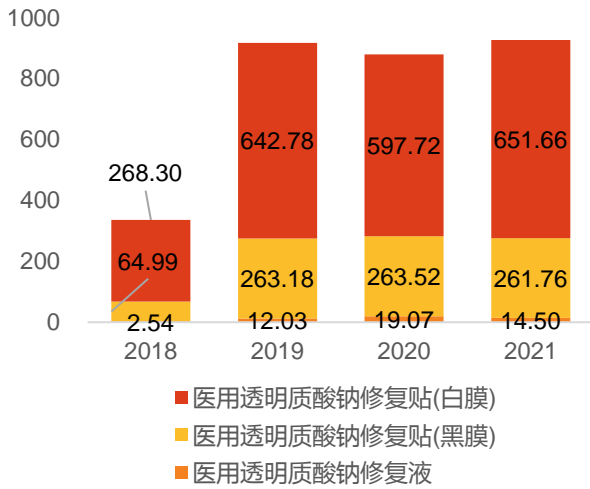
图 26：公司医疗器械类主要产品概况

序号	产品全称	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	黑械注准 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	黑械注准 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	黑械注准 20182140027	2021-04-29 (初始 注册时间: 2018- 02-12)	
喷雾	医用透明质酸钠修复液(喷雾)		MHA-P-60	黑械注准 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形成有辅助治疗作用。

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

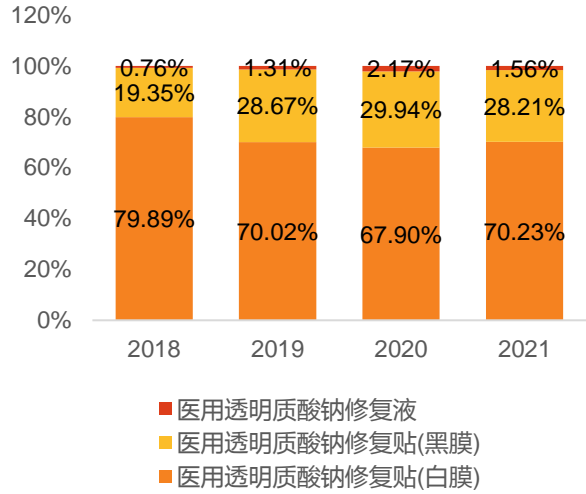
具体来看，2019-2021 年，医用透明质酸钠修复贴(白膜)占医疗器械类产品收入的占比分别为 70.02%、67.90%及 70.23%。医用透明质酸钠修复贴(黑膜)的占比分别为 28.67%、29.94%、28.21%，两者整体占比稳定。两款医疗器械类敷料产品上市销售时间较早，市场认可度较高，在多年的市场销售中树立了良好的品牌形象，积累了良好的市场口碑。医用透明质酸钠修复贴(黑膜)和医用透明质酸钠修复贴(白膜)均适用于轻中度痤疮、促进创面愈合与皮肤修复，及辅助治疗痤疮愈后、皮肤过敏与激光光子治疗术后早期色素沉着和减轻瘢痕症状。医用透明质酸钠修复液细分为次抛液及喷雾剂型。2019-2021 年该产品占医疗器械类收入的比重分别为 1.31%、2.17%及 1.56%，占比较低。

图 27：2018-2021 三种医疗器械类产品营业收入（百万元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 28：2018-2021 三种医疗器械类产品收入占比

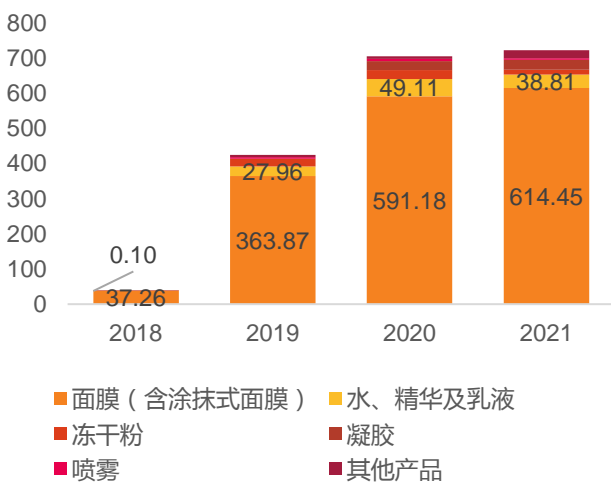


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.1.3. 化妆品：深耕专业皮肤护理，丰富运营经验为快速增长趋势夯实基础

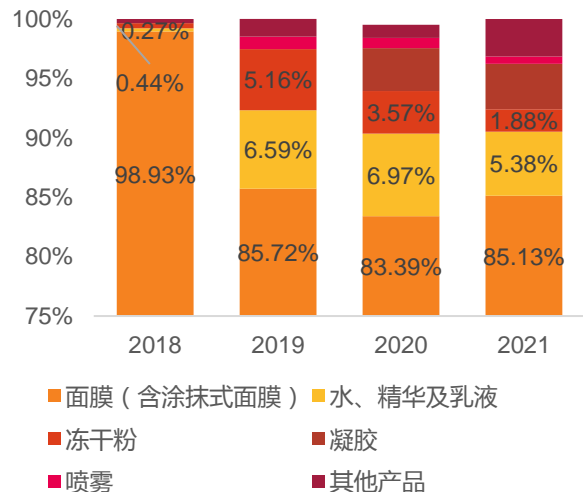
2019/2020/2021 年公司化妆品类产品收入分别为 4.24/7.05/7.22 亿元，呈快速增长趋势。得益于在医疗器械类敷料产品领域积累的多年综合运营经验，以及对专业皮肤护理产品市场的深刻理解，公司在此上市销售了多款差异化功能性护肤品。公司开展网络直播营销、明星推广、种草推广等营销活动，并赞助《花花万物 2&3》《妻子的浪漫旅行 4》等综艺节目，使得营销转化效率较高，产品质量和效果较好得到消费者认可，促进了化妆品类产品收入快速增长。

图 29：2018-2021 化妆品类产品的营业收入（百万元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 30：2018-2021 化妆品类产品的收入占比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2019-2021 年公司主要面膜(含涂抹式面膜)化妆品收入占各期化妆品收入的比重分别为 85.72%、83.89%及 85.13%，占比较高，系公司化妆品类产品的核心剂型。其中，敷尔佳胶原蛋白水光修护贴、敷尔佳虾青素透明酸修护贴、敷尔佳积雪草舒缓修护贴、敷尔佳透明质酸钠修护贴(白膜)、敷尔佳透明质酸钠修护贴(黑膜)合计占公司各期化妆品类收入的比重

分别为 80.53%、79.65%及 76.75%。

除面膜外，为进一步提升公司在专业皮肤护理产品市场的核心竞争力，公司还打造了种类较丰富的水、精华及乳液产品，主要产品为敷尔佳透明质酸钠水光精华液、敷尔佳虾青素传明酸精华液、敷尔佳色泽修护精纯液及敷尔佳虾青素神经酰胺修护乳等。2019-2021 年前述产品合计收入分别为 2,796.26 万元、4,910.97 万元及 3,880.89 万元，占化妆品收入的比重分别为 6.59%、6.97%及 5.38%，收入权重较低，但与面膜(含涂抹式面膜)化妆品业务形成较好互补。

为丰富产品种类，打造更多元的产品形态，公司还打造了冻干粉类产品以更好协同其余剂型产品的销售，主要产品为敷尔佳肤质肤色修护冻干粉+肤质肤色修护液。2019-2021 年其收入分别为 2,190.01 万元、2,516.56 万元及 1,356.99 万元，占化妆品收入的比重分别为 5.16%、3.57%及 1.88%。

公司的凝胶类化妆品主要为敷尔佳海绵骨针祛痘凝露和敷尔佳水杨酸果酸焕肤面膜，还包括喷雾和敷尔佳胶原蛋白水光修护喷雾等产品，其总体占比较低。

3.2. 多渠道同步驱动+多样化品牌推广，渠道营销齐头并进助力业绩增长

3.2.1. 线上、线下各渠道多维同步进行，销售方式多维利于业绩实现

公司线上渠道主要分为直销、经销和代销三种模式。直销为公司线上直营店销售，主要为公司于天猫、小红书、京东等大型 B2C 网络销售平台自主设立运营的网络店铺，公司通过该类网络店铺进行线上推广与销售并获得直销收入。经销为线上经销商分销，经销商根据规定在淘宝、京东和唯品会等电子商务平台上自主开设运营网络店铺，并向 C 端客户主要销售“敷尔佳”系列产品。代销为线上 B2C 平台销售，公司与阿里健康大药房、天猫超市、京东等大型 B2C 平台签署购销协议，前述大型 B2C 平台进行网络代销获得分成佣金。

表 1：公司部分线上渠道情况

线上直销			线上分销	
直销平台	店铺名称	开店时间	B2C 平台	B2C 具体平台
天猫	敷尔佳官方旗舰店	2018 年 6 月	淘宝	淘宝网
小红书	敷尔佳官方旗舰店	2018 年 8 月	京东	京东网店
考拉海购	敷尔佳	2020 年 4 月	唯品会	唯品会网店
京东	敷尔佳官方旗舰店	2020 年 5 月		线上代销
微信小程序	敷尔佳官方旗舰店	2020 年 5 月	B2C 平台	B2C 具体平台
微信	敷尔佳官方旗舰店	2020 年 6 月	天猫	天猫超市
抖音	敷尔佳官方旗舰店	2020 年 8 月	天猫	阿里健康大药房
快手	敷尔佳旗舰店	2021 年 4 月	京东	敷尔佳京东自营专区
拼多多	敷尔佳官方旗舰店	2021 年 6 月	京东	敷尔佳美妆京东自营旗舰店

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司在线下与渠道经销商绑定融合，形成自主可控的私域流量。首先，公司通过多方面严格遴选经销商，与掌握实体销售渠道资源和专业销售实力的经销商进行合作，并细分为甲、乙、丙三类管理。分级管理的经销商主要面向美容机构、连锁零售药店等终端渠道。并且，公司在官方微信公众账号中建立了分销联盟系统平台，对经销商进行管理，该平台有利于公司销售渠道下沉、深度拓展市场空间。此外，公司通过药店、化妆品专营店等实体渠道经销，增强产品线下体验，提升产品展示及服务空间。

表 2：公司合作经销商

经销商	经营主体	主营产品
甲类	企业+自然人	敷尔佳
乙类	企业+自然人	敷尔佳

丙类

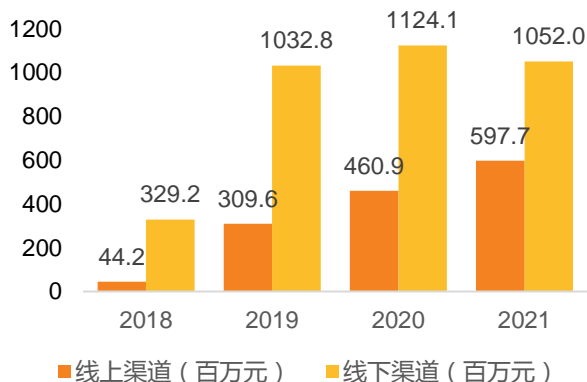
自然人为主

敷尔佳

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

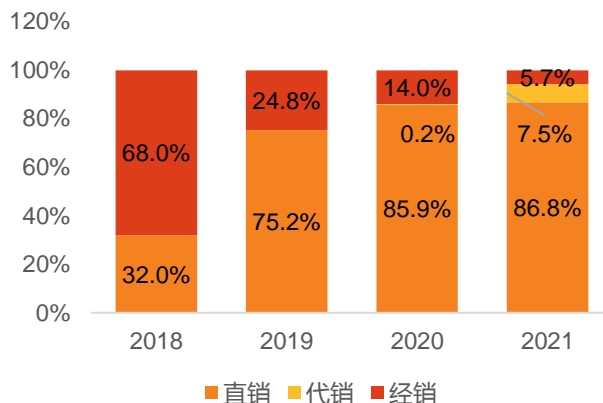
公司产品销售主要以线下渠道为主，线上渠道近年来占比有所提升，线上渠道销售主要以直销为主。2019-2021年，线上、线下渠道公司产品销售均呈现持续增长态势，2021年公司实现线上渠道销售收入6.0亿元，线下渠道销售收入为10.5亿元，近年来，线上渠道销售营收占比不断提升，从2019年的23.07%增至2021年的36.23%。线上渠道销售主要可细分为直销、代销与经销，目前直销占比最大，21年占线上销售收入比重高达86.8%。

图 31：2018-2021 公司线上、线下渠道收入比较



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 32：2018-2021 公司线上渠道收入拆分



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.2.2. 品牌推广方式多样化，快速抢占消费者心智

公司高度关注品牌推广，线上宣传推广目前有4种方式，覆盖场景多样。其中，电商平台推广为公司直接在天猫、淘宝、京东等电商平台投放广告或购买品牌推广服务，如利用淘宝直通车、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，让消费者通过关键词搜索、创意广告或者通过点击网站广告导入公司线上店铺。互联网社交平台推广主要分为商业广告和达人合作。

表 3：公司线上推广模式

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	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：招股说明书，天风证券研究所

公司通过影视剧和综艺节目广告植入、明星代言进行品牌宣传，加大产品知名度与影响力。

公司目前已植入的影视剧主要包括金鹰剧场剧目，以及《妻子的浪漫旅行 4》、《花花万物 2&3》、《谁是宝藏歌手》等综艺节目。通过签约明星为公司产品代言，以获取更高的知名度及销售推广效果。其中，赵露思作为公司卉呼吸面膜的代言人进行代言，并通过产品宣传片、平面广告、产品种草视频的拍摄进行宣传推广。

图 33：公司产品广告植入、明星代言情况



资料来源：公司官网，微博，天风证券研究所

公司线下推广模式更为丰富，主要涉及六大场景，满足不同层次客户的多样性需求。公司线下通过大型商超、日化专营店、美容机构、药店等场景可满足品牌导向型、非品牌导向型、特定治疗需求客户等提供相应产品，满足其护肤需求。同时公司线下也会通过美博会参展与对经销商日常拜访等方式与公司经销商及线下渠道保持联系并进行新产品推广，从而拓展获客渠道、增强与经销商的联系，下沉销售渠道，拓展产品在线下销售的市场空间。

表 4：公司线下推广模式

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，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：招股说明书，天风证券研究所

3.3. 多方面创新抢占先机，占领消费者心智巩固先发优势

抢占先机，确立自身在消费者心智中的地位。公司以肌肤问题解决类产品作为主要切入点，

打造出利用透明质酸钠活性成分，促进皮肤屏障自我修复的“敷尔佳品牌”Ⅱ类医疗器械类敷料产品，确立了在专业皮肤护理市场中的相对优势，同时随着公司在研发、产品创新和模式创新等方面的不断推进，品牌影响力得到积淀，积累了忠实的客户群体；随着在电商平台扎实优异的表现，逐渐取得并确立了行业内的领先地位。2020年，公司在贴片类专业皮肤护理市场中实现了21.3%的占比，据弗若斯特沙利文统计，位居第一。

3.3.1. 研发情况：单点突破，多点开花，完善立体化、多层次研发体系

核心技术确立核心优势，不断拓展新技术，巩固行业地位。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。在此基础上，公司继续拓展研发的医用胶原蛋白敷料为胶原蛋白Ⅲ类医疗器械产品，将进一步扩充公司产品线。公司产品普遍采用非动物源材料作为原材料，有效避免了动物源可能存在的病毒隐患及致敏性，具有较好的生物相容性。

多个在研项目储备，实现技术推进可持续发展。在研发方面，公司灵活掌握市场需求，以市场为导向，连续开展多个在研项目储备，并且业已取得阶段性成果，待相关手续完成，获准注册后可以陆续投放市场，作为公司现有产品的有效补充，通过研发推进公司在长期的可持续发展。

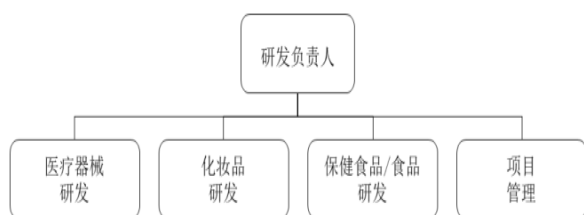
表 5：公司在研项目具体情况（截止 2022 年 9 月 1 日）

项目名称	所处阶段	预算（万元）	内容与目标
Ⅲ类医疗器械开发	工艺研发	633.81	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。
敷尔佳防晒产品研发	工艺研发	60.50	针对日常通勤人群及长时间户外活动人群对的防晒需求，开发一款肤感清爽不油腻，成分温和的防晒产品。
美容饮品开发	配方及工艺研发	24.90	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	127.20	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	44.50	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：招股说明书，天风证券研究所

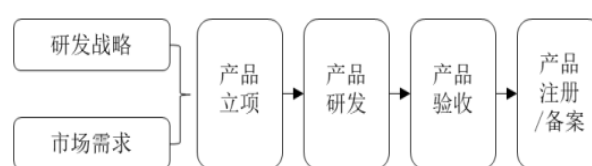
公司研发机构完善，研发流程设置健全。公司设有研发中心，分为医疗器械研发、化妆品研发、保健食品/食品研发及项目管理等，拥有独立的研发器材、实验场所。研发部门负责进行各产品线新产品的研发和生产平台的优化；与此同时，公司充分结合自身战略和市场需求，严格遵照立项、研发、验收、注册/备案的流程开展产品研发，利于研发过程的高效、规范。

图 34：敷尔佳研发机构设置情况



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 35：敷尔佳研发流程设置情况



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司分别计划投入 65550.89 万元和 5698.53 万元开展生产基地建设项目和研发及质量检测中心建设项目。生产基地建设项目有助于公司提升产能及产品质量管理水平，提升公司

专业产品功效，保证公司产品先进性；研发及质量检测中心建设项目有助于公司自主研发能力的提高，满足客户多元化需求。

3.3.2. 产品不断创新，持续满足消费者多元化市场需求

打造出以 II 类医疗器械类产品为主，多种功能性产品为补充的立体化产品体系。研发出的医用透明质酸钠修复贴在修复轻中度痤疮、促进创面愈合，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方面具有良好效果；同时公司以此为中心，进一步推出含胶原蛋白、虾青素、积雪草等成分的功能性护肤品，有助于使肌肤水润光泽、改善肤色、舒缓修护、补水保湿等，成为年销售额过亿元的单品。

图 36：2020 年以来敷尔佳备案并上市的部分新品

产品名称	备案日期	备案编号	主打功效
敷尔佳肤质肤色修护冻干粉+肤质肤色修护液	2021.04.30	黑G妆网备字 2021000584	协同增效、护肌修色 清肌净颜、匀净亮泽
敷尔佳胶原蛋白水光修护贴	2021.03.31	黑G妆网备字 2021000358	祛痘淡印、保湿补水、均匀肤色
敷尔佳胶原蛋白多效修护贴	2021.03.29	黑G妆网备字 2021000351	抗衰去皱、祛痘淡印、补水保湿 镇定舒缓、均匀肤色
敷尔佳胶原蛋白水光修护喷雾	2021.01.05	黑G妆网备字 2021000015	补水保湿、晒后修复
敷尔佳透明质酸钠氨基丁酸精华液	2021.01.05	黑G妆网备字 2021000022	密集补水，柔嫩肌肤，层层养护
敷尔佳虾青素神经酰胺修护乳	2020.12.28	黑G妆网备字 2020001150	淡化色沉、修护肌肤、 密集补水、焕活提亮
敷尔佳积雪草舒缓修护水	2020.12.28	黑G妆网备字 2020001166	镇静舒缓、补水保湿 深度修护肌肤敏感
敷尔佳润泽水亮绿泥膜	2020.12.28	黑G妆网备字 2020001158	清洁肌肤、补水保湿、 调节肌肤酸碱平衡
敷尔佳净爽控油黑泥膜	2020.12.28	黑G妆网备字 2020001160	净肤控油、净化毛孔

资料来源：国家药品监督管理局，天风证券研究所

3.3.3. 新业态下不断创新业务模式，搭建线上线下全渠道营销体系

公司主要通过线上及线下两种渠道进行产品销售，销售模式主要分直销、经销和代销三种。公司当前的销售格局仍是以线下渠道经销商销售为主，为迎合新零售模式下消费者消费习惯的变化以及电商平台的迅猛发展，公司大力推进线上渠道销售布局，基于线下渠道沉淀的市场口碑，形成了直销、经销、代销相结合的线上销售渠道，随着线上销售渠道的推进，其销售占比正在逐渐上升。

作为较早进入专业性护肤品领域内的先发企业，敷尔佳的销售格局建设相对完善，主要有以下特点：

- 1) 线下销售渠道基本盘扎实，通过线下辐射线上，线上销售渠道增长较快。公司建立了完善的分级管理机制，深入触达医疗机构、美容机构等终端渠道，通过专业渠道经销商的合作拓展了化妆品专营店、大型商超等实体销售渠道，通过分销联盟系统平台进一步下沉销售渠道、深度拓展市场空间，构筑了较为稳固的线下销售渠道；同时充分利用互联网的高效性，通过主流电商平台汇集用户流量，选择天猫等线上流量较为集中的品牌展开推广和营销，推动线上渠道营收快速增加，2021 年同比增长 29.68%，逐步搭建全渠道销售格局。
- 2) 优化经销商管理体制，提高经销渠道销售效率。随着公司对经销商的不断培育，经销

商得以持续发展壮大，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，2019至2021年，交易规模为100万元以上的线下经销商占各期经销收入的比分别为75.83%、82.21%及79.85%，呈上升趋势；同时，公司在拓展线上销售渠道的同时，为避免线上流量碰撞，同时部分线上经销商销售能力有限，公司决定优化线上经销商渠道，相应终止了部分线上经销商的合作。

图 37：2018-2021 年敷尔佳天猫直营店复购率情况

指标名称	2021年度	2020年度	2019年度	2018年度
复购客户数量 (万人)	104.53	93.90	58.80	0.66
客户总数量 (万人)	285.28	277.59	182.76	3.70
复购率	36.64%	33.83%	32.17%	17.89%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 38：2018-2021 年敷尔佳天猫直营店新客销售情况

指标名称	2021年度	2020年度	2019年度	2018年度
新客户数 (万人)	217.38	236.99	181.77	3.70
新客户贡献金额占比	68.84%	80.31%	97.04%	100.00%
交易次数 (万次)	395.64	385.80	305.96	4.65
购买频次 (次/年)	1.82	1.63	1.68	1.26
平均交易金额 (元)	173.47	148.05	130.98	286.56

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

营销团队持续发力，不断提高品牌知名度，进一步扩大用户黏性和新客规模。公司从知名度及专业性两方面提高消费者对公司品牌的认可度。通过紧跟时代发展的潮流，充分利用新媒体时代营销渠道多元化的特性，积极开展网络直播营销、明星推广、种草推广等合作以增加产品知名度；通过小红书、抖音等垂直领域的内容平台，对消费者提供专业化的产品教育，形成内容沉淀，实现从广度到精度的聚焦。

4. 财务情况：盈利能力强劲，产品结构持续优化

4.1. 营收情况：营收增速稳健，化妆品业务占比持续提升

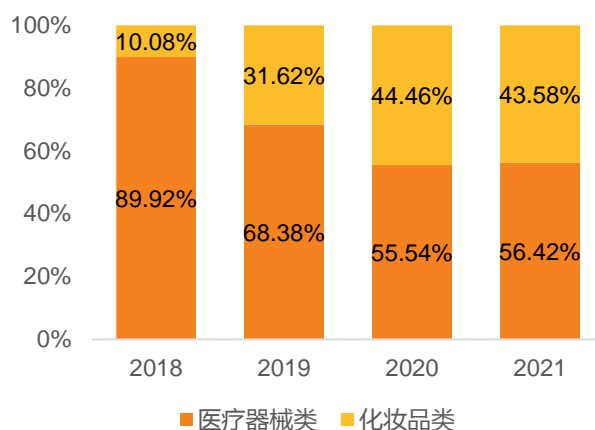
公司近3年营收保持稳定增长，收入主要来自于医疗器械，化妆品业务营收占比持续提升。2019/2020/2021/2022H1 营业收入分别 13.42/15.85/16.50/8.17 亿元，2021 年增速达 4.1%，2022H1 增速达 2.9%。主营业务收入中，医疗器械类产品收入占比呈下降趋势，从 2019 年的 68.38% 降至 2021 年的 56.25%，主要由于皮肤护理消费概念盛行，消费者对高品质功能性专业皮肤护理产品的需求加大，公司为响应市场需求，不断推出化妆品类护肤品，化妆品类产品收入和占比不断增加。2021 年化妆品收入占比增至 43.75%，随着 Z 世代消费理念逐渐成为市场主流，公司产品迅速扩张及迭代升级，化妆品业务未来增长潜力可观。

图 39：2018-2022H1 公司营业收入及同比增长

图 40：2018-2021 公司业务营收占比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

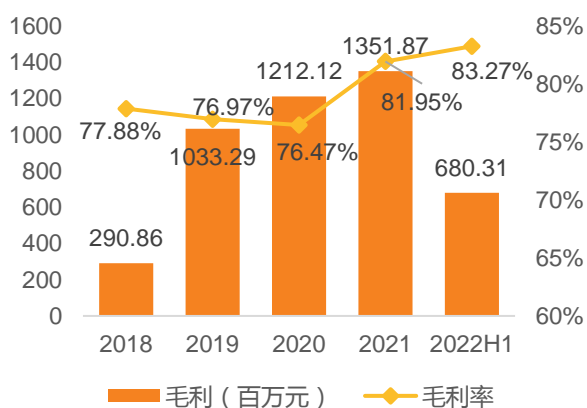


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

4.2. 毛利率：始终保持 76%+ 高位稳定，医疗器械类产品更具盈利能力

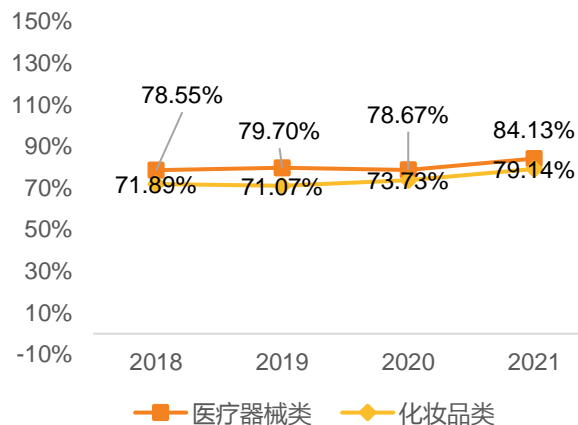
公司毛利率稳定在 76% 以上，毛利率基本维稳，医疗器械毛利率略高于化妆品毛利率。2019-2022H1 毛利率分别为 76.97%/76.47%/81.95%/83.27%，医疗器械类和化妆品类产品均保持着较高毛利率。其中，核心医疗器械类产品敷料类产品毛利率较高，具有质量标准高、功效较好等优势，单价长期维持在较高水平；喷雾剂型的产品毛利率较低，主要为生产成本相对较高所致。冻干粉产品毛利率较低，主要系公司通过降价以促进该产品销售，2021 年该产品毛利率已出现回升。

图 41：公司 2018-2022H1 毛利及毛利率



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 42：公司 2018-2021 业务毛利率拆分



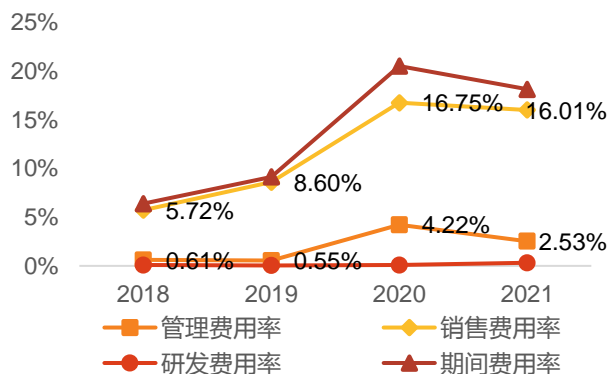
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

4.3. 费用率：公司业务扩张力度强劲，期间费用率降本成效显著

2020 年期间费用随公司经营规模扩大及多元化营销策略推广显著提升，2021 年期间费用率整体下降 2.39pct。2020 年公司期间费用率较高，主要为当期实施股权激励计划，确认股份支付费用所致，剔除股份支付费用后，期间费用率为 12.63%。分各项费用率看，2020 年销售费用率为 16.8%，同比上升 8.2pct，主要由于公司通过品牌代言、广告投放等方式开展宣传活动，同时布局线上直营及 B2C 渠道，宣传推广费用增长较快。2021 年公司期间费用率为 18.12%，剔除 2020 年股份支付费用影响，各项费用率均有一定程度上升，主要为：1) 管理费用率上升，公司 2020 年下半年新引入高级管理人员及 2021 年 2 月换股

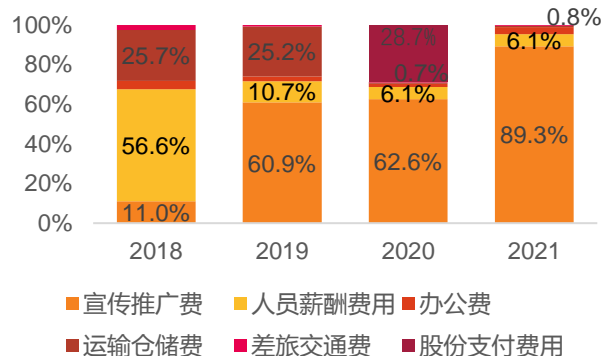
收购北星药业导致新增管理人员；2) 销售费用率上升，公司通过签约明星进行品牌代言、加大广告投放力度等方式开展宣传活动，同时逐步布局线上直营及 B2C 渠道，宣传推广费用增长较快。

图 43：公司 2018-2021 期间费用率



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 44：公司 2018-2021 销售费用明细

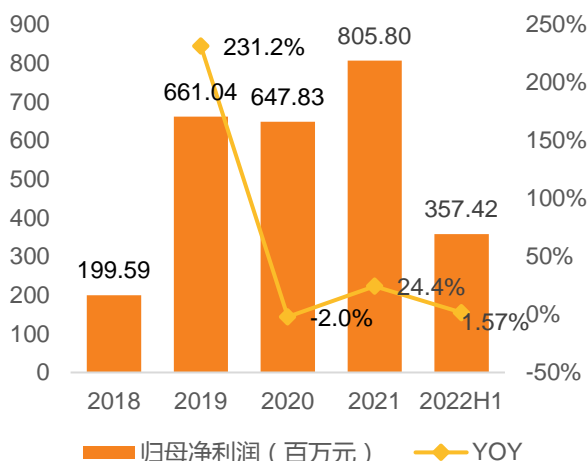


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

4.4. 盈利能力：归母净利增速放缓，2022H1 归母净利率高达 43.7%

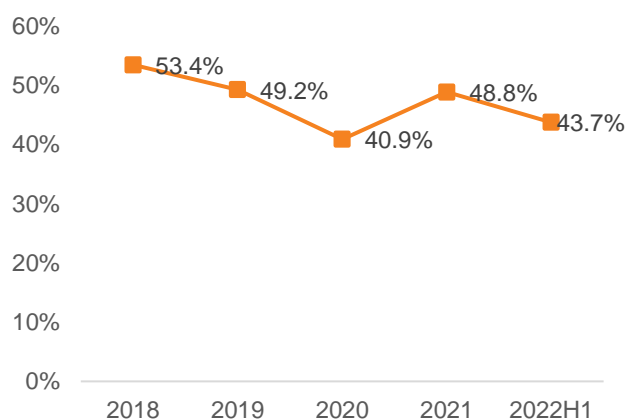
2019、2020 年公司归母净利润显著高于 2018 年，目前增速有所放缓。公司归母净利润从 2018 年约 2 亿元增至 2021 年约 8.1 亿元，2021 年同比增加 24.4%，2022H1 同比增加 1.57%。归母净利率从 2018 年至 2020 年呈逐年递减趋势，主要为营业收入的增速超过归母净利润的增速所致，2022H1 归母净利率为 43.7%，同比下降 0.6pct，主要原因为公司重点布局线上销售，平台推广服务费及新媒体营销等宣传推广费用增加，同时研发投入持续增加。

图 45：公司 2018-2022H1 归母净利润及增速



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 46：公司 2018-2022H1 归母净利率



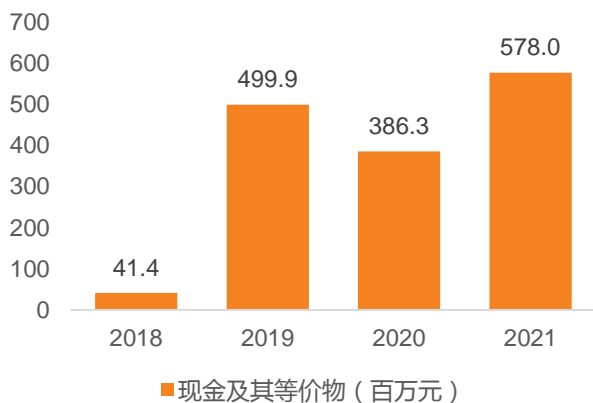
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

4.5. 货币资金与现金流：货币资金充裕，经营现金流发展良好

公司现金储备充足，经营活动现金流良好。公司的现金资产处于一个稳定上升的态势，2021 年现金及其他等价物资产增至 5.8 亿元，现金储备充足。公司的经营活动现金流整体呈现增长趋势，2022H1 公司经营活动产生的现金流量净额同比增长 4.8%，2019 年、2020 年及

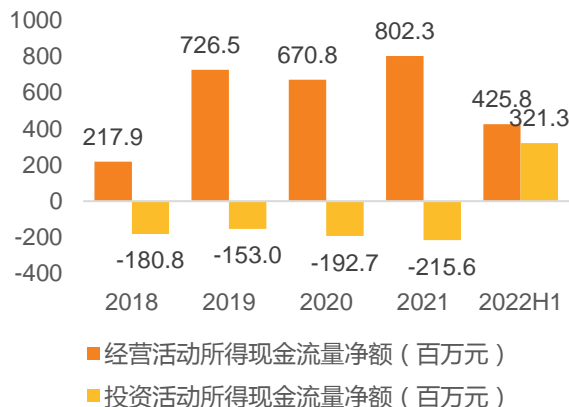
2021 年公司经营活动产生的现金流量净额相较 2018 年显著增加，主要由于公司营收规模快速扩大，现金流量净流入同步增加所致。我们认为公司目前现金充裕，为业务发展提供充足的现金支持。

图 47：2018-2021 年公司现金及其等价物资产



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 48：2018-2022H1 年公司现金流

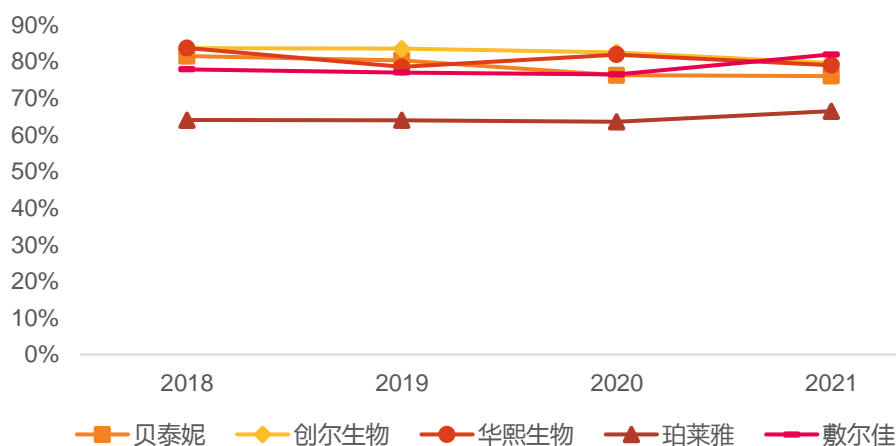


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

4.6. 可比公司财务情况比较

2019 及 2020 年公司综合毛利率与同行业可比公司基本持平，2021 年公司毛利率高于同行业可比公司。2019 年公司毛利率整体略低于贝泰妮，主要为贝泰妮以自主加工生产为主，自主生产模式下毛利率略高；同时，贝泰妮以直销收入为主，直销模式的毛利率较高。2019 及 2020 年公司毛利率略低于创尔生物和华熙生物，主要原因为创尔生物及华熙生物以自主加工生产为主，且其产品所需原料胶原蛋白、透明质酸钠基本由其自行生产，具有原材料成本优势。公司毛利率高于珀莱雅，主要为产品结构差异，公司除功能性专业护肤品外，还有毛利率较高的医疗器械敷料产品。2021 年随着公司主要采取自主生产模式获得主营业务产品，毛利率有所提升，超过贝泰妮、创尔生物及华熙生物。

图 49：可比公司毛利率情况比较

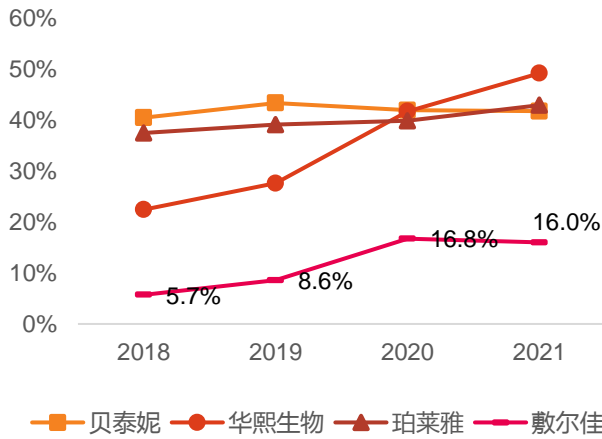


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2018-2021 年公司销售费用率、管理费用率呈高增长态势，但显著低于同行业可比公司。主要原因为公司间销售模式有所差异，公司以经销为主（65%以上），而可比公司经销占比仅占 30%-50%，经销模式下销售单价较低，但不产生销售费用，而直销模式下销售单价较

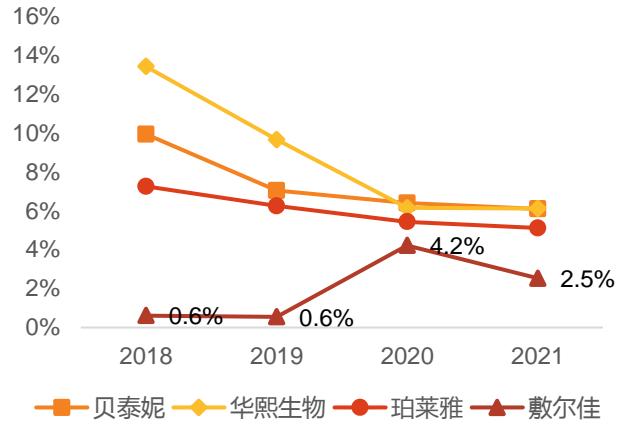
高但存在一定的销售费用。公司管理费用率低于同行业可比公司均值，主要为公司采取轻资产模式运营，经营管理团队较精简；且同期营业收入随线下经销渠道完善及线上渠道拓展快速增长，因此管理费用率较低。

图 50：可比公司销售费用率比较



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

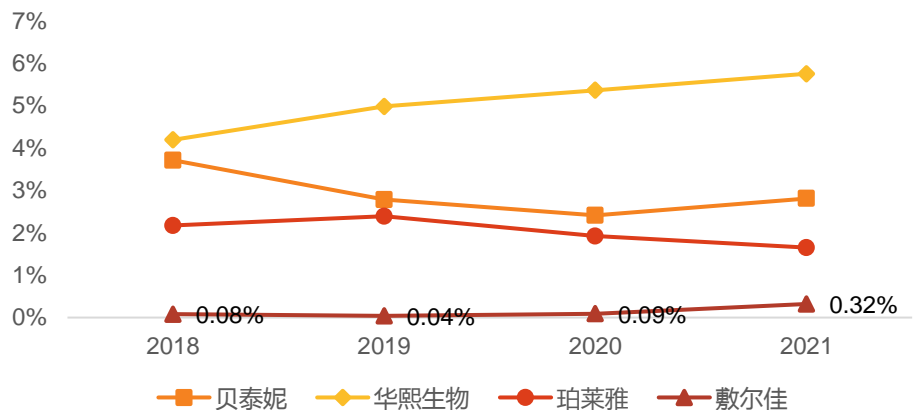
图 51：可比公司管理费用率比较



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司研发费用率较低，未来随着在研项目、募投项目的推进，研发费用有望增长。公司研发费用率显著低于行业可比公司，主要原因为公司研发活动多为非特殊化妆品研发、已有产品升级及性能检测等日常研发活动，研发支出较小；同行业可比公司研发活动涉及原料的研发、提取、工艺开发及临床研究类研发项目等，研发费用较高。随着公司的Ⅲ类医疗器械在研项目的推进以及募投项目的投入，未来研发费用将有所增长。

图 52：可比公司研发费用率比较



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

5. 风险提示

1、行业竞争加剧风险

近年来，我国皮肤护理产品行业已经成为一个国内外品牌竞争激烈、营销手段多元化、品牌概念和定位丰富的行业，在消费者需求、广告营销和产品适应市场需求等多维度都存在

着较为激烈的竞争。若未来公司不能进一步提升多渠道布局及多元化营销投入，不能较为准确的掌握消费者需求并推出契合市场需求的产品，公司市场竞争力可能下降，对公司的行业地位产生不利影响。

2、行业监管政策变化的风险

如果未来公司所处行业的监管法规和监管政策发生变化，公司为了满足合规要求可能需要调整经营方向，或者花费更大成本和代价维系当前业务方向，将对公司的持续盈利能力造成不利影响。

3、品牌集中的风险

2018-2022H1，公司实现的销售收入均来自于旗下“敷尔佳”品牌及子品牌“敷尔佳 1 美”、“敷尔佳花季”产品的销售。未来，若存在不法厂商生产或销售假冒公司产品，严重侵犯消费者合法权益；或经销商利用公司产品从事非法销售活动，对品牌运营可能造成重大不利影响，从而导致公司销售收入下滑，对公司经营业绩产生不利影响。

4、经营业绩增速放缓甚至下滑的风险

持续加剧和不断变化的市场竞争格局可能导致市场上出现恶性竞争的情形，对公司整体营销能力、产品研发能力和获客能力均提出了更高要求。

5、经销商管理风险

如果经销商在未来经营活动中未能按照合同约定进行销售、宣传，做出有损公司品牌形象的行为，或发生不符合公司合规经营管理体系或相关法律法规的行为，可能对公司市场推广和产品销售产生不利影响，进而对经营业绩造成不利影响。

6、主要股东可能从事相同或相似业务的风险

哈三联现不存在第二类医疗器械和化妆品生产业务。未来哈三联若从事相同或相似业务，将与公司构成业务竞争关系，可能对公司经营产生不利影响。

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/或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/或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

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com