

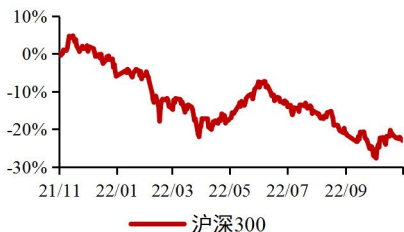
敷尔佳 (X21413.SZ)

专业皮肤护理行业方兴未艾，医疗器械敷料产品增势可观

2022年11月28日

公司研究/新股覆盖研究

公司近一年市场表现



资料来源：最闻

市场数据：

收盘价 (元)：

总股本 (亿股)：

流通股本 (亿股)：

流通市值 (亿元)：

基础数据：2022年6月30日

每股净资产 (元)： 6.36

每股资本公积 (元)：

每股未分配利润 (元)：

资料来源：最闻

分析师：

王冯

执业登记编码：S0760522030003

邮箱：wangfeng@sxzq.com

张晓霖

执业登记编码：S0760521010001

电话：010-83496312

邮箱：zhangxiaolin@sxzq.com

投资要点：

➢ **敷尔佳：首家医用透明质酸钠修复贴生产商。**目前公司形成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，多种形式功能性肤护品为辅的产品体系。公司股权高度集中，实控人持股比93.81%。公司业务规模快速增长、整体财务状况良好。

➢ **皮肤护理行业方兴未艾，医疗器械敷料产品需求旺盛。**专业皮肤护理产品需求增加，2020-2025年国内皮肤护理产品行业有望保持CAGR13.7%增长，预计到2025年国内皮肤护理产品行业市场规模将达到5261亿元。国产医疗器械类敷料产品加速抢占市场，政策监管规范医疗器械类敷料产品合规发展。供给端：国内医疗器械生产商注册进程提速、产品成分多元化发展。需求端：医美高速发展，术后创面修复需求增加。

➢ **核心成分、产品矩阵、营销打法铸就公司核心竞争力。****成分优：**以透明质酸钠为先发核心铺开产品管线，公司拳头产品敷尔佳医用透明质酸钠修复贴于2014年11月完成研发，是国内第一批获准上市的透明质酸钠成分的II类医用敷料贴类产品，具有先发优势，已形成领先市场地位。**矩阵全：**扩充功能性护肤品类打造第二增长曲线，2021年下半年推出专注于脆弱肌肤、温和护肤品牌“卉呼吸”品牌，其产品有美白、淡斑、修护等功效，目前处于品牌培育阶段。**营销佳：**线上线下齐发力，多层次推广提升客户黏性。公司通过线上线下营销策略，基本形成覆盖医疗机构、美容机构、连锁零售药店、化妆品专营店及大型商超等多元终端销售矩阵。

➢ **公司未来增长潜力。**公司技术储备主要体现在生产研发人员储备、产品配方及配比升级、新产品快速投产上市。本次募集用途主要围绕公司主营业务，从提升产能及产品质量、提高研发能力、增强市场推广营销能力、保障正常经营和业务发展规划顺利实施。

盈利预测和投资建议：随着大众消费者对专业皮肤护理产品接受程度提高、专业皮肤护理产品功能性效果增强、产品安全质量和技术含量提高以及国家政策对医疗器械类敷料产品监管趋严，医疗器械类敷料类产品市场份额在2025年有望突破200亿元。敷尔佳作为率先进入医用透明质酸钠修复贴市场领军公司，目前已经形成较为完整品牌矩阵，经营情况稳定、费用管控良好、营销手段多元化叠加研发力量不断增强，产能扩张和新品入市可期。预计公司2022-2024年分别实现营收17.79亿元/19.68亿元/21.97亿元，同比增长7.8%/10.7%/11.6%；分别实现归母净利润9.3亿元/10.5亿元/11.97亿元，同比增长15.4%/12.8%/14%。



风险提示：行业竞争加剧风险；行业监管政策变化风险；经营业绩增速放缓或下滑风险；经销商管理风险。

财务数据与估值：

会计年度	2019A	2020A	2021A
主营收入(百万元)	1,342.5	1,585.0	1,649.7
同比增长(%)	259.44	18.07	4.08
营业利润(百万元)	889.7	913.8	1,071.7
同比增长(%)	242.04	2.71	17.28
净利润(百万元)	661.0	647.8	805.8
同比增长(%)	231.20	-2.00	24.38
每股收益(元)			2.55

资料来源：最闻，山西证券研究所

目录

1. 敷尔佳：首家医用透明质酸钠修复贴生产商.....	7
1.1 公司发展历程：药企起家，精准捕捉市场趋势转营皮肤护理产品.....	7
1.2 股权架构高度集中，高管研发团队药械从业经验丰富.....	8
1.3 股权架构高度集中，高管研发团队药械从业经验丰富.....	9
2. 皮肤护理行业方兴未艾，医疗器械敷料产品需求旺盛.....	15
2.1 专业皮肤护理产品需求持续增加.....	15
2.2 国产医疗器械类敷料产品加速抢占市场.....	18
2.2.1 政策监管趋严规范医疗器械行业健康发展.....	18
2.2.2 供给端：国内医疗器械生产商注册进程提速、产品成分多元化发展.....	19
2.2.3 需求端：医美高速发展，术后创面修复需求增加.....	20
3. 核心成分、产品矩阵、营销打法铸就公司核心竞争力.....	22
3.1 成分优：以透明质酸钠为先发核心铺开产品管线.....	22
3.2 矩阵全：扩充功能性护肤品类打造第二增长曲线.....	24
3.3 营销佳：线上线下齐发力，多层次推广提升客户黏性.....	27
4. 公司未来增长潜力.....	29
4.1 提升技术储备，增厚研发实力.....	29
4.2 募集资金提升生产能力.....	30
5. 投资建议.....	30
6. 风险提示.....	31

图表目录

图 1： 公司发展历程.....	7
图 2： 公司股权结构.....	8

图 3: 公司营业收入情况.....	9
图 4: 公司归母净利润情况.....	9
图 5: 公司主营业务收入构成.....	10
图 6: 公司营收分业务类型占比.....	10
图 7: 医疗器械类产品收入占比情况.....	10
图 8: 化妆品类产品收入占比情况.....	10
图 9: 线上直销渠道营收分布情况.....	11
图 10: 线上直销客户构成及复购情况.....	11
图 11: 线下经销区域分布情况.....	11
图 12: 线上直营销售区域分布情况.....	11
图 13: 主营业务分产品毛利率情况.....	12
图 14: 不同剂型产品毛利率情况.....	12
图 15: 公司毛利率、净利率情况.....	12
图 16: 可比公司毛利率对比.....	12
图 17: 公司期间费用率情况.....	13
图 18: 可比公司销售费用率对比.....	13
图 19: 公司分渠道销售额（单位：亿元）.....	13
图 20: 同行业公司经销、代销渠道占比.....	13
图 21: 公司研发投入.....	14
图 22: 公司专利申请情况.....	14
图 23: 公司现金流情况.....	14
图 24: 公司销售收款、营收转化为现金情况.....	14
图 25: 公司资产负债、ROE 情况.....	15

图 26: 公司短期偿债能力情况.....	15
图 27: 中国皮肤护理产品行业市场规模（零售额）	15
图 28: 按皮肤护理产品定位拆分（单位：亿元）	15
图 29: 按专业皮肤护理产品类别拆分（单位：亿元）	17
图 30: 全球医疗器械类敷料市场情况.....	17
图 31: 按贴片类和非贴片类拆分（单位：亿元）	17
图 32: 按敷料贴类和贴、膜类拆分（单位：亿元）	17
图 33: 医用皮肤修护敷料主要品牌市场格局（销量）	20
图 34: 2021 年我国医用敷料产品注册分布情况.....	20
图 35: 医美项目之后皮肤问题.....	21
图 36: 光电医美项目将能量作用于皮肤深层.....	21
表 1: 公司高管及主要参与研发活动人员相关经验及专业背景.....	8
表 2: 基础护肤品 VS 专业皮肤护理产品.....	16
表 3: 不同类别产品药监局备案差异.....	16
表 4: 中国医用敷料行业相关政策概览.....	18
表 5: 医疗器械注册证划分标准.....	19
表 6: 主要医疗器械类敷料生产企业注册备案产品情况.....	19
表 7: 贴片式医用皮肤修复敷料代表生产商.....	20
表 8: 主要医疗器械类敷料产品适应症及作用效果.....	21
表 9: 医疗器械类敷料产品需求测算.....	21
表 10: 目前已上市部分医用敷料贴类产品概览.....	22
表 11: 公司获得国家药监局备案、批文医疗器械产品概览.....	24



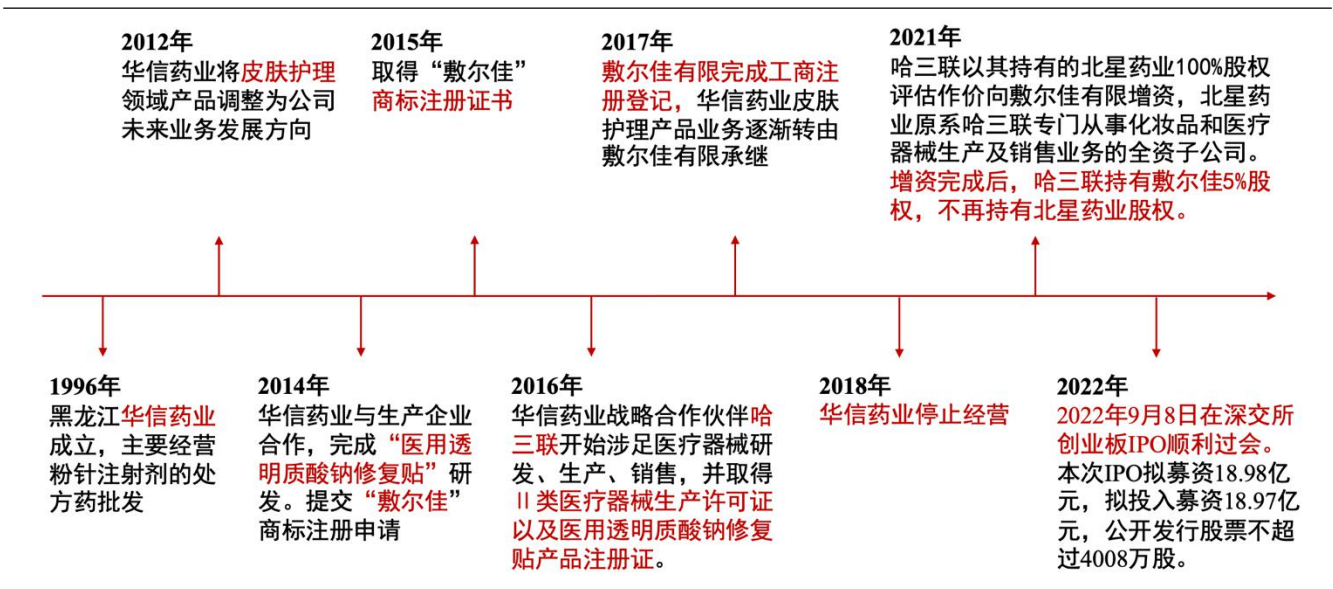
表 12: 公司目前产品数量结构（按业务类型划分）	24
表 13: 公司目前产品数量结构（按产品形态划分）	25
表 14: 公司主要妆字号产品.....	25
表 15: 主要功能性护肤品特性及销售情况.....	26
表 16: 成分与剂型互补产品管线.....	27
表 17: 公司营销类型.....	27
表 18: 公司线上营销主要覆盖场景.....	28
表 19: 公司线下营销主要覆盖场景.....	28
表 20: 公司技术储备情况.....	29
表 21: 公司在研项目储备情况.....	29
表 22: 募资用途.....	30
表 23: 公司盈利预测拆分（单位：亿元）	30

1. 敷尔佳：首家医用透明质酸钠修复贴生产商

1.1 公司发展历程：药企起家，精准捕捉市场趋势转营皮肤护理产品

公司主要从事专业皮肤护理产品的研发、生产和销售，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，以及水、精华、乳液、喷雾、冻干粉等其他形态产品。基于对透明质酸钠及胶原蛋白的研究，目前公司形成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，多种形式功能性肤护品为辅的产品体系。

图 1：公司发展历程



资料来源：招股说明书，山西证券研究所

1996-2012 年，公司早期主营处方药销售。公司前身黑龙江华信药业成立于 1996 年，主要经营粉针注射剂的处方药批发。

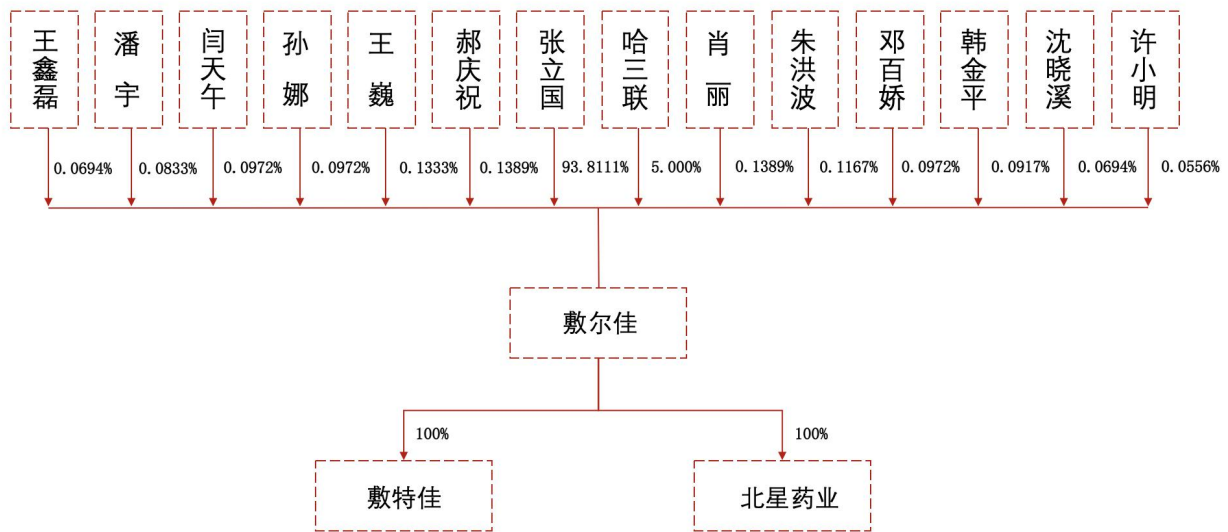
2012-2021 年，剥离药品业务，主营皮肤护理产品。2012 年，公司依据市场趋势将皮肤护理调整为未来业务发展方向，合作企业负责进行产品注册生产，华信药业负责营销销售，于 2014 年完成“医用透明质酸钠修复贴”的研发，并于 2015 年取得“敷尔佳”商标注册证。2016 年，华信药业战略合作伙伴哈三联开始涉足医疗器械研发、生产、销售，并取得 II 类医疗器械生产许可证以及医用透明质酸钠修复贴产品许可证。2017 年，华信药业的皮肤护理产品业务逐渐由敷尔佳承继，华信药业于 2018 年停止营业。

2021 年-至今，完成产业链整合，登陆 A 股。2021 年 1 月，敷尔佳合并敷特佳；2 月，公司换股收购哈三联子公司北星药业 100% 股权。至此敷尔佳通过内化生产和销售体系，实现从产到销的完整产业链。

1.2 股权架构高度集中，高管研发团队药械从业经验丰富

公司股权高度集中，实控人持股比 93.81%。公司最大股东张立国持有公司 93.81% 股份，在公司拥有绝对控股地位。2021 年 1 月，张立国、张梦琪以其持有敷特佳 100% 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；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，二股东哈三联持有公司 5% 股份。

图 2：公司股权结构



资料来源：招股说明书，山西证券研究所

公司现任高级管理人员 6 人，均有丰富药企从业经历、或医药专业背景。董事长张立国拥有超过 30 年中药、西药研发及运营经验，历任哈药五厂生产调度、车间主任；副总经理郝庆祝具有多年医药企业销售经验；助理总经理潘宇多年来在药械研发一线工作。公司从上层决策端、到研发生产端、销售端，均配置经验从业者把控。

表 1：公司高管及主要参与研发活动人员相关经验及专业背景

姓名	公司任职	专业背景	研发经验
张立国	董事长、总经理	中药专业、执业药师、高级工程师	超过 30 年中药、西药研发生产及运营经验，主导研发并推出公司主要在售产品医用透明质酸钠修复贴产品。
孙娜	董事、副总经理	-	历任哈尔滨招商嘉天房地产开发公司副总经理、黑龙江碧海置业公司副总经理、敷尔佳副总经理、董事等职。
郝庆祝	副总经理	-	历任哈尔滨圣泰制药驻山西办总经理、华信药业销售经理、敷尔佳销售总监等职。
邓百娇	财务负责人	中级管理会计师	2007.3-2017.12，历任黑龙江华信药业出纳、会计、财务经理等职。
沈晓溪	董事会秘书	中级会计师	2004.7-2020.9，历任哈三联销售部职员、销售综合业务部主管、内审部主管、上市办公室副总经理、总经理、董事长助理等职。

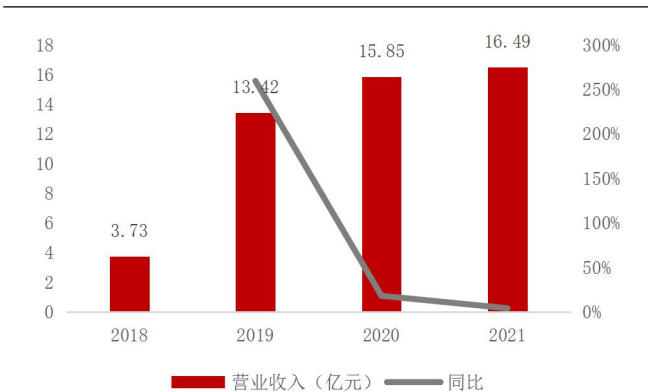
潘宇	助理总经理、子公司北星药业总经理	生物制药专业	超过 15 年中药、西药、医疗器械等产品研发及技术优化经验；创立公司后，总体负责医疗器械、化妆品产品研发、生产工作。
刘艳君	研发部	中药制药专业、执业药师、中级工程师	超过 15 年抗生素、中药、西药等药物研发工作经验，进入公司后，主要负责 II 类、III 类医疗器械产品研发工作。
刘婷婷	研发部	生物制药工程专业、生物物理学硕士、工程师	超过 10 年中药、保健食品、特殊化妆品及化妆品研发经验；进入公司后主要负责食品类、化妆品类产品研发工作，及研发项目的知识产权维护工作。
宋媛媛	研发部	生物技术专业、药学工程师	超过 10 年细胞生物学及病毒学研究经验及 3 年以上化妆品研发经验；进入公司后，主要负责微生态化妆品作用机理及改善皱纹的新型抗皱化妆品研究。
孙雪颖	研发部	生物技术专业、生物学硕士	超过 5 年医疗器械、化妆品、衍生化妆品原料研发相关工作经验；进入公司后，主要负责化妆品类产品开发工作。
宁玮钰	研发部	食品工程专业、食品工程工程师	超过 5 年食品、化妆品研发相关工作经验；进入公司后，主要负责化妆品、美容食品的研发工作。
刘欢	研发部	细胞生物学专业，细胞生物学硕士	超过 7 年细胞生物学研究经验及 4 年以上医疗器械研发经验；进入公司后，主要负责医疗器械及化妆品研发、注册等工作。

资料来源：招股说明书，山西证券研究所

1.3 股权架构高度集中，高管研发团队药械从业经验丰富

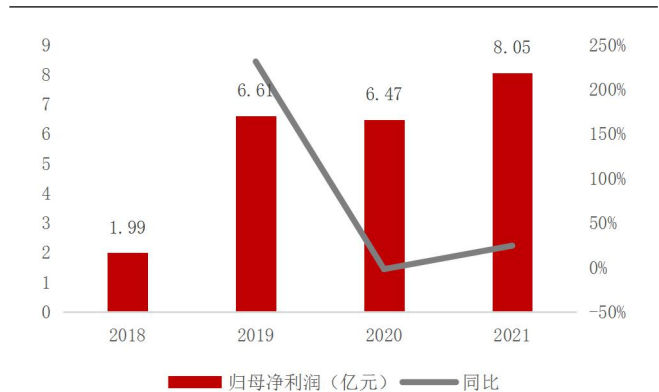
公司业务规模快速增长、整体财务状况良好。公司主营业务收入保持稳定增长，主要系行业保持增长趋势、皮肤护理消费理念持续渗透、电商平台发展以及公司产品管线不断完善。2019-2021 年公司分别实现营收 13.42 亿元、15.85 亿元、16.49 亿元；归母净利润分别为 6.61 亿元、6.47 亿元、8.05 亿元。营收和归母净利润持续增长。

图 3：公司营业收入情况



资料来源：招股说明书，山西证券研究所

图 4：公司归母净利润情况

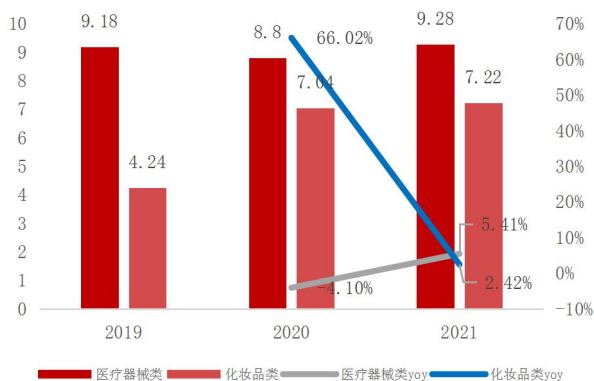


资料来源：招股说明书，山西证券研究所

公司主营业务产品销量保持稳定增长。公司产品主要分为医疗器械类敷料产品以及化妆品类功能性护肤品。医疗器械类产品包含敷料、喷雾，化妆品类包含贴、膜类、喷雾、水精华乳液、冻干粉、凝胶、洁

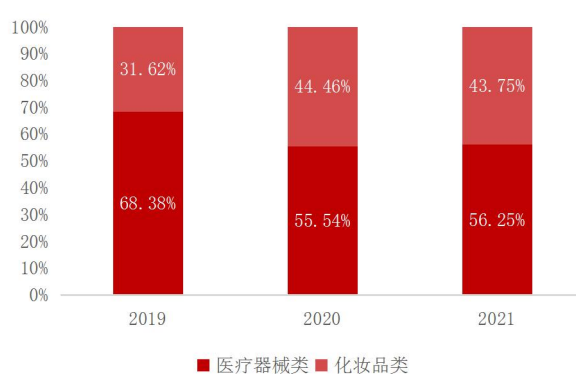
面。医疗器械类产品销量高于化妆品产品，销量相差规模不断降低，主要系公司持续推出多元化妆品品牌带动其销量攀升。

图 5：公司主营业务收入构成



资料来源：招股说明书，山西证券研究所

图 6：公司营收分业务类型占比

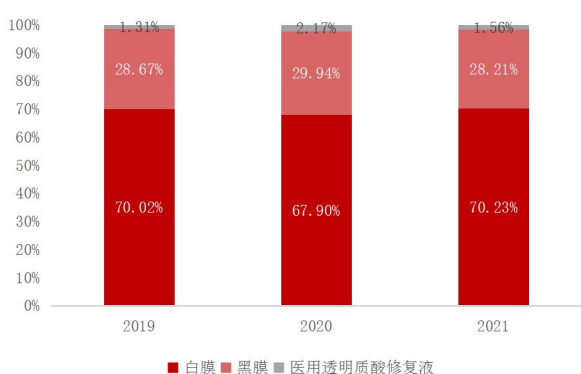


资料来源：招股说明书，山西证券研究所

医疗器械类产品近三年分别实现营收 9.18 亿元、8.8 亿元、9.28 亿元。2020 年医疗器械类产品营收略有下滑，主要系疫情影响下游使用场景等经营活动，致产品采购有所减少；2021 年医疗器械类产品收入继续稳定增长。其中医用透明质酸钠修复贴（白膜）占医疗器械类产品营收占比分别为 70.02%、67.9%、70.23%，黑膜占比分别为 28.67%、29.94%、28.21%。两款透明质酸钠修复贴拳头产品上市时间较早、市场认可度高、整体销量稳定。

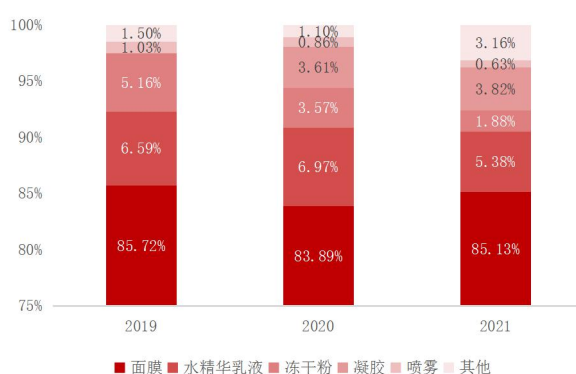
化妆品类产品近三年分别实现营收 4.24 亿元、7.04 亿元、7.21 亿元，呈快速增长趋势。主要系公司陆续上新多款差异化功能性护肤品，同时注重营销渠道建设，采用网络直播、明星推广等活动通过电商平台、赞助综艺节目等提高营销转化率，带动化妆品类收入快速增长。

图 7：医疗器械类产品收入占比情况



资料来源：招股说明书，山西证券研究所

图 8：化妆品类产品收入占比情况

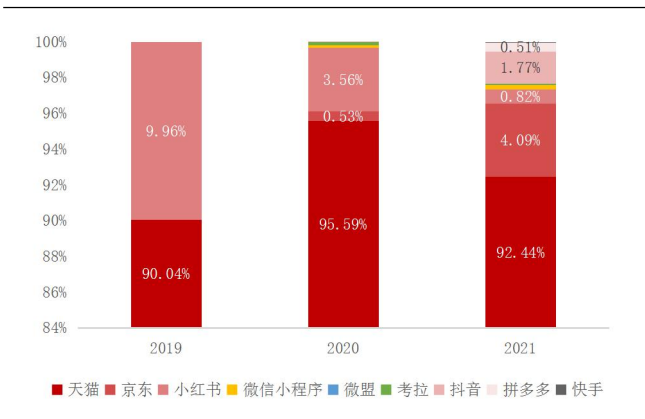


资料来源：招股说明书，山西证券研究所

公司线上直销收入主要通过天猫平台获得。天猫平台运营时间最久、具有丰厚流量基础和较为成熟营销手段。小红书平台敷尔佳旗舰店收入占比持续减少，主要系公司逐渐集中线上平台营销推广，减少小红书流量、红人推广占比。除天猫和小红书平台，其余线上平台入驻经营时间较短、直销比重较低。

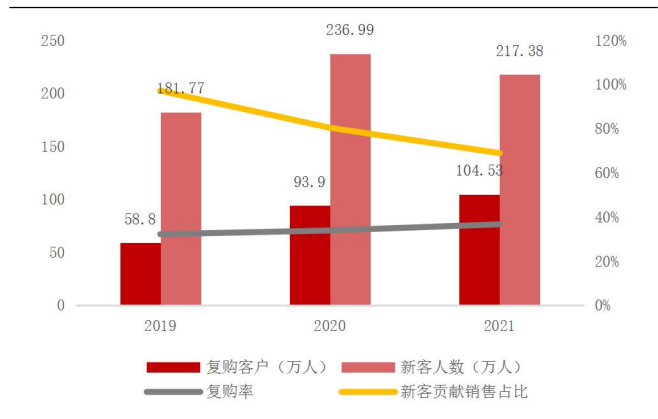
从线上直销购买人群画像来看，新客户快速增加同时，老客户贡献金额占比仍然维持上升趋势，公司产品表现出较强黏性以及市场竞争力。同时新客户销量持续增加，系公司产品管线持续丰富叠加多元化营销活动推动。

图 9：线上直销渠道营收分布情况



资料来源：招股说明书，山西证券研究所

图 10：线上直销客户构成及复购情况

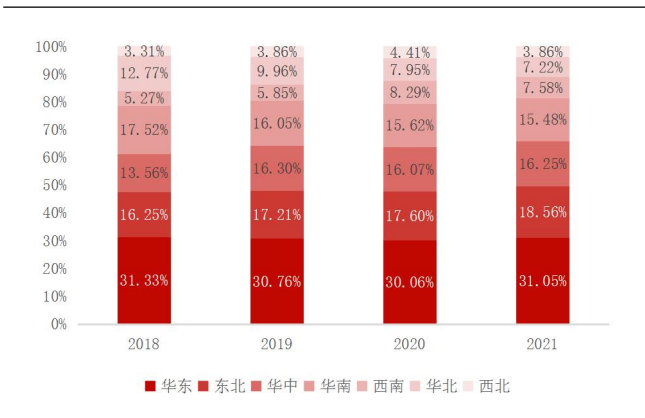


资料来源：招股说明书，山西证券研究所

注：复购客户为购买 2 次及以上客户；新客为预留手机号码从未购买过公司产品的客户

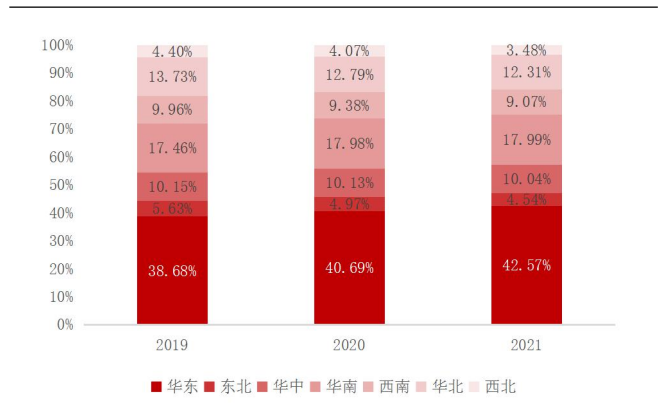
从线下收入来看，华东、东北线下收入占比高且销售稳定，为公司主要线下销售区域。其中华东区域经济相对发达、美容护理市场消费能力较强；东北区域为公司主要经营所在地，销售及交通便利。线上收入基本集中在华东、华南地区，华东地区营收占比近三年持续增长至 40% 以上，华南区域占比接近 18%。

图 11：线下经销区域分布情况



资料来源：招股说明书，山西证券研究所

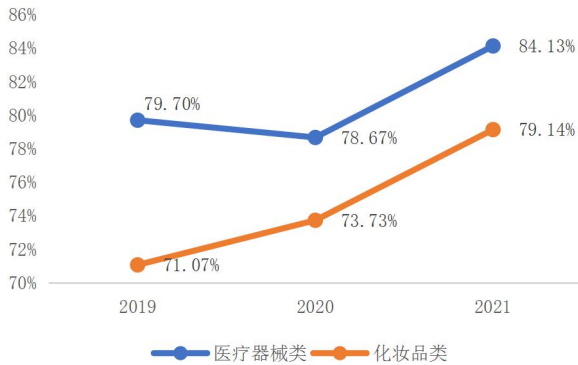
图 12：线上直营销区域分布情况



资料来源：招股说明书，山西证券研究所

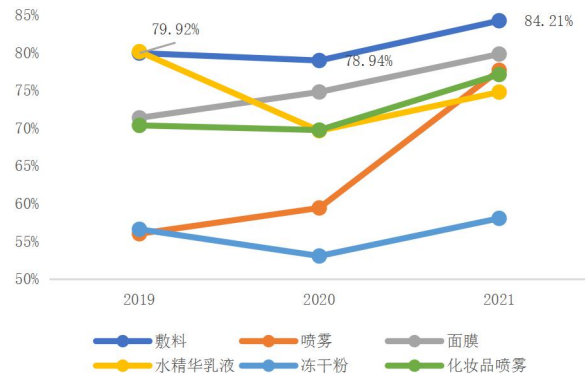
公司医疗器械类和化妆品产品近三年均保持 70% 以上毛利率。医疗器械类产品中，敷料类作为公司核心产品保持较高毛利率，依靠高质量标准、强功效维持较高单价。喷雾类产品毛利率较低，主要系其生产涉及铝罐喷雾瓶成本相对较高所致。化妆品类产品中冻干粉产品毛利率相对较低，主要系公司通过降价对其促销，2021 年冻干粉类产品毛利率出现回升。

图 13：主营业务分产品毛利率情况



资料来源：招股说明书，山西证券研究所

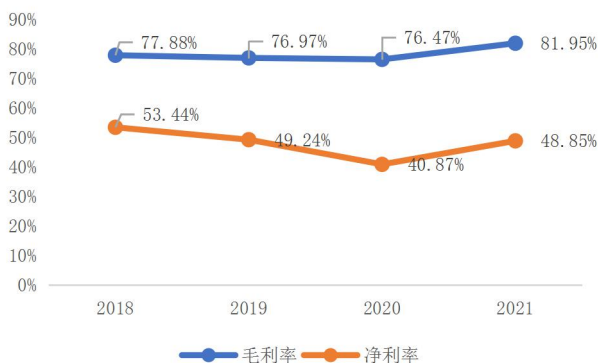
图 14：不同剂型产品毛利率情况



资料来源：招股说明书，山西证券研究所

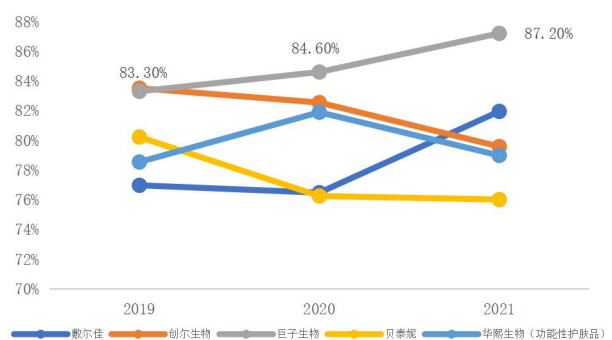
自主生产模式带动公司综合毛利率持续攀升。2019-2020 年，公司综合毛利率与同业可比公司基本持平，2021 年公司毛利率水平基本高于同业可比公司、略低于巨子生物。2019-2020 年公司毛利率略低于创尔生物和华熙生物（功能性护肤品业务条线），主要系创尔生物及华熙生物产品所需原料胶原蛋白、透明质酸钠基本由其自行生产，具有原材料成本优势；2021 年 3 月起，公司采取自主生产模式获得主营业务产品，生产环节利润提高抬升毛利率。

图 15：公司毛利率、净利率情况



资料来源：各公司财报、招股书，山西证券研究所

图 16：可比公司毛利率对比

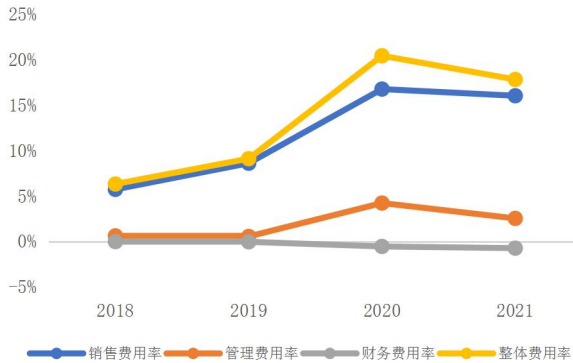


资料来源：招股说明书，山西证券研究所

2019-2021 年公司期间费用占营收比分别为 9.14%、20.51%、18.12%，期间费用随公司经营规模扩大逐渐增长。其中销售费用率随公司业务拓展力度加大、多元化营销策略推广显著提升。2020 年管理费用率

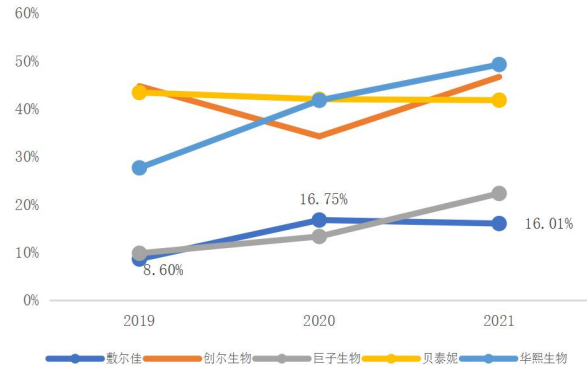
增长较快，主要系 2020 年公司实施股权激励计划、确认股份支付费用增加管理费用所致。

图 17：公司期间费用率情况



资料来源：招股说明书，山西证券研究所

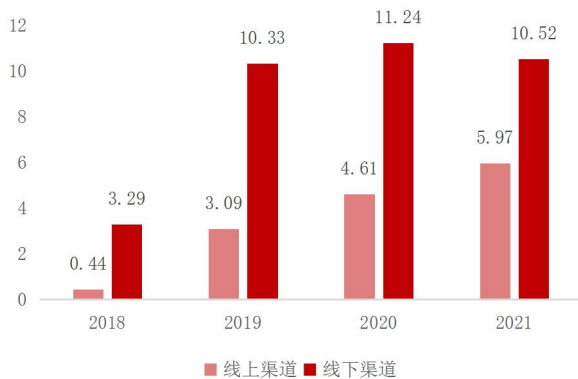
图 18：可比公司销售费用率对比



资料来源：招股说明书，山西证券研究所

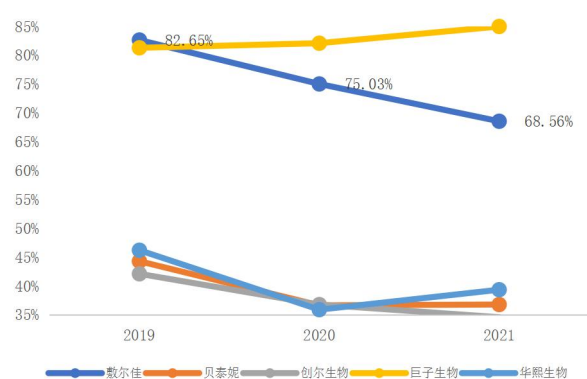
公司销售费用率显著低于同业可比公司，主要系公司销售渠道以线下经销为主，占比 65%以上，同业可比公司经销渠道占比基本在 30%-50%。相比于直销需要在各大电商平台及媒体渠道投入较多广告宣传、推广以增加公司品牌及产品曝光度，经销模式市场推广费用主要由线下经销商承担，公司仅承担线下展会宣传、技术支持、官方品牌背书等职能，获客成本较小。

图 19：公司分渠道销售额（单位：亿元）



资料来源：招股说明书，山西证券研究所

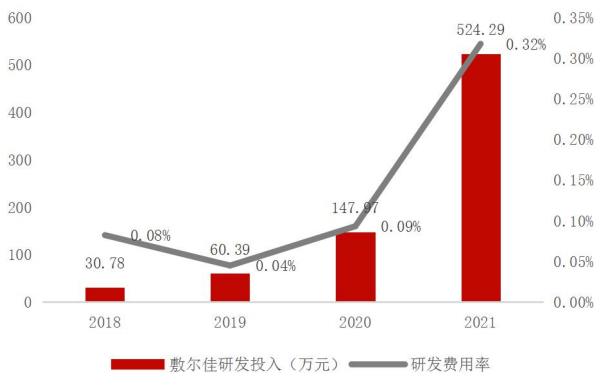
图 20：同行业公司经销、代销渠道占比



资料来源：招股说明书，山西证券研究所

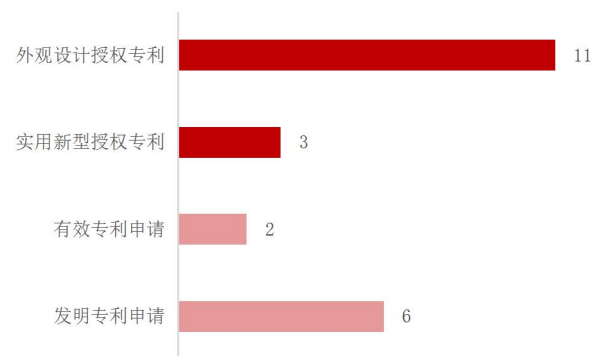
公司根据医用敷料及化妆品行业发展趋势和市场需求变化，结合自主研发创新及外部科研院所资源，采取内外协同的研发模式。近三年公司研发费用分别为 60.39 万元、147.97 万元、524.29 万元，研发费用率分别为 0.04%、0.09%、0.32%。公司研发费用率较同行业公司比相对较低，主要系目前销售多款新产品均基于原材料成品进行配方、配比，对研发设备和研发人员团队要求相对较低，支付小额委托外部研究开发费用等研发新产品。公司在研第三类医疗器械医用重组III型人源化胶原蛋白敷料仍处于前期研究阶段，尚未进入临床阶段，相关研发支出较小。

图 21：公司研发投入



资料来源：招股说明书，山西证券研究所

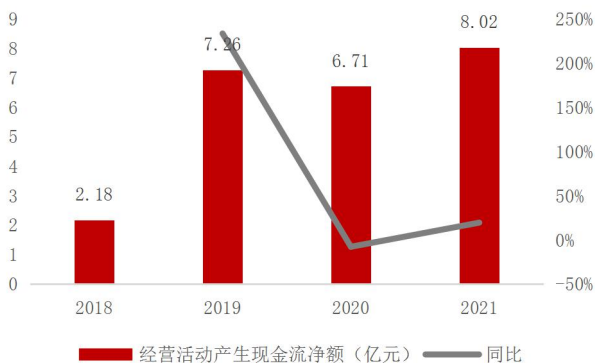
图 22：公司专利申请情况



资料来源：招股说明书，山西证券研究所

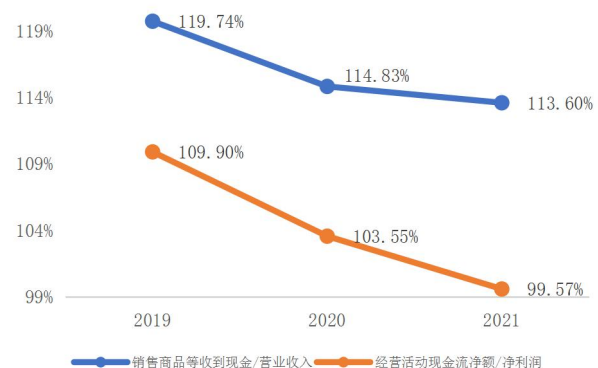
公司现金流情况较为稳定。公司经营活动产生现金流净额呈增长趋势，营业收入转化为现金能力良好，经营活动产生现金流净额高于净利润。销售收款情况稳定，销售商品等受到现金占营收比例、经营活动现金流净额占净利润比例稳定。公司商品销售等收入/营业收入超过 100%系公司线下销售采用先款后货的结算方式。

图 23：公司现金流情况



资料来源：招股说明书，山西证券研究所

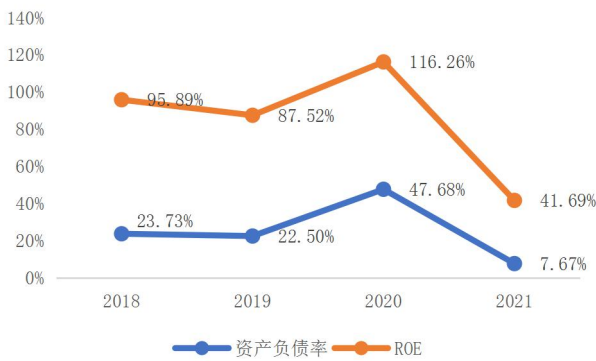
图 24：公司销售收款、营收转化为现金情况



资料来源：招股说明书，山西证券研究所

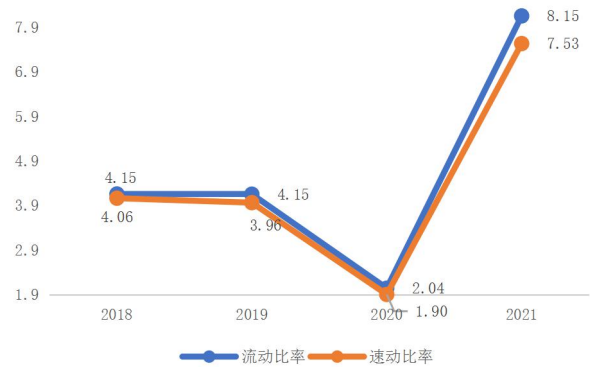
从偿债能力来看，公司财务风险较小，偿债能力较强。2020 年末公司资产负债率显著上升，主要系当期公司存在较大额应付股利；2021 年公司资产负债率回落至 7.67%，主要系换股收购北星药业致资产总额提升、2020 年应付股利支付完毕负债总额减小。公司负债规模较小且以短期经营性负债为主，长期偿债能力较强。公司流动资产主要由货币资金、交易型金融资产、其他流动资产组成。2021 年流动比率和速动比率分别为 8.15 倍、7.53 倍，短期偿债能力较强。总体来看，资产流动性较强、资产结构较为合理。

图 25：公司资产负债、ROE 情况



资料来源：招股说明书，山西证券研究所

图 26：公司短期偿债能力情况



资料来源：招股说明书，山西证券研究所

2. 皮肤护理行业方兴未艾，医疗器械敷料产品需求旺盛

2.1 专业皮肤护理产品需求持续增加

皮肤护理行业有望维持双位数增长。随着居民对自身健康及肌肤护理重视程度不断提高、皮肤护理产品种类增多，国内居民个人护理支出投入持续增加，促进皮肤护理产品行业快速发展。2016-2020 年国内皮肤护理产品行业市场规模由 1570 亿元增长至 2769 亿元，CAGR15.3%；据沙利文测算，2020-2025 年国内皮肤护理产品行业预计将保持 CAGR13.7%增长，到 2025 年国内皮肤护理产品行业市场规模将达到 5261 亿元。

图 27：中国皮肤护理产品行业市场规模（零售额）



资料来源：Frost&Sullivan、招股说明书，山西证券研究所

图 28：按皮肤护理产品定位拆分（单位：亿元）



资料来源：Frost&Sullivan、招股说明书，山西证券研究所

皮肤护理产品用于脸部或者身体，用于护理皮肤、保持皮肤机理和光泽，起到保湿、补水、清洁、延缓皮肤衰老、防止或者修复皮肤损伤等作用。皮肤护理产品根据概念和定位不同，可以分成基础护肤品和

专业皮肤护理产品。基础护肤品市场规模由 2016 年 1478 亿元增长至 2020 年 2504 亿元，CAGR14.1%；预计到 2025 年市场规模将达到 4495 亿元。专业皮肤护理产品市场规模由 2016 年 92 亿元增长至 2020 年 265 亿元，CAGR30.3%；预计到 2025 年市场规模将达到 767 亿元。

表 2：基础护肤品 VS 专业皮肤护理产品

	基础护肤品	专业皮肤护理产品
所属类别	化妆品	医疗器械类敷料、化妆品类功能性护肤品
作用范围	脸部、身体	创口或健康完整的皮肤表面
主要功效	保持皮肤的机理和光泽	针对皮肤不稳定，如屏障受损、持续发痘、脱皮、过敏、泛红、激光光子治疗后、水光针后等情况使用
相关产品	洁面、化妆水、乳液、精华、眼霜、面霜等不具有特殊功效产品一般护肤品	如可复美类人胶原蛋白贴、敷尔佳透明质酸钠修复贴等

资料来源：中国医学科学院皮肤病医院，山西证券研究所

根据注册类别和监管分类，专业皮肤护理产品可以分为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。近年来，护肤和皮肤修复概念开始盛行，相应产品凭借适应性广、安全性高、功效性强等优势受到消费者关注。各大皮肤护理品牌相继推出专业皮肤护理产品，如雅诗兰黛“线雕”精华、欧莱雅复颜玻尿酸水光安瓶精华、敷尔佳医用透明质酸钠修复贴等。未来在品牌教育和消费需求双向推动下，专业皮肤护理产品市场有望持续增长。

表 3：不同类别产品药监局备案差异

品类	楔字号 医疗器械	妆字号 非特殊用途化妆品	特字号 特殊用途化妆品
审批部门	地区、省级、国家药品监督管理局注册或备案，获得医疗器械生产许可证号以及产品备案号	经药品监管部门备案后获得许可证标号	经国家药品监督管理局注册后获得批准文号
功能效果	用于医疗手术、损伤、慢性湿疹和过敏性皮肤修护需求	清洁、美化、修饰等	染发、烫发、防晒、美白等（不具有治疗、杀菌抑菌等功效）
针对人群	特殊人群	健康人群	特殊及健康人群
主要产品	医用敷料	精华、乳液、面霜等	染发/烫发剂、防晒霜、美白产品等

资料来源：国家药监局，山西证券研究所

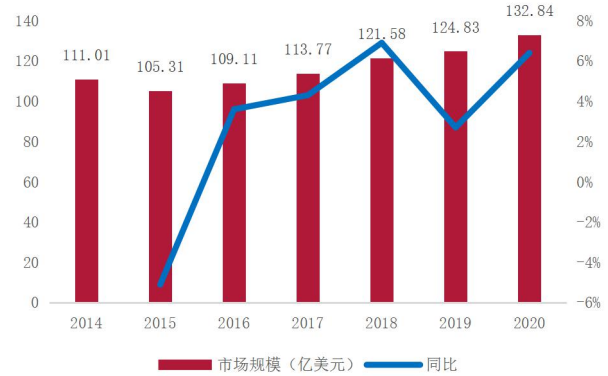
功能性护肤品和医疗器械类敷料产品市场规模由 2016 年 89.7 亿元和 2.3 亿元增长至 2020 年 223.4 亿元和 41.8 亿元，CAGR25.6%和 105.7%。预计到 2025 年，功能性护肤品和医疗器械类敷料产品市场规模将达到 565.5 亿元和 201.4 亿元。随着全球皮肤护理需求不断增长，推动医疗器械类敷料行业市场规模持续增长，2020 年全球医疗器械类敷料市场规模达 132.84 亿美元，预计 2022 年市场规模有望达到 140 亿美元。

图 29：按专业皮肤护理产品类别拆分（单位：亿元）



资料来源：Frost&Sullivan、招股说明书，山西证券研究所

图 30：全球医疗器械类敷料市场情况



资料来源：华经产业研究院，山西证券研究所

通常专业皮肤护理产品按形式分为贴片类和非贴片类。贴片类专业皮肤护理产品主要通过片状膜布等材料将精华液/成分液敷贴于皮肤上；非贴片类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。贴片类和非贴片类专业皮肤护理产品市场规模由 2016 年 19.3 亿元和 72.7 亿元增长至 2020 年 66.3 亿元和 198.9 亿元，CAGR36.1%和 28.6%。预计到 2025 年，贴片类和非贴片类专业皮肤护理产品市场规模将达到 230.1 亿元和 536.8 亿元。

贴片类专业皮肤护理产品市场规模增速快于整体皮肤护理市场，市场发展潜力较大。贴片类专业皮肤护理产品通常贴合脸部形状包裹全脸、膜布浸润在精华液中，清洁、保湿、祛斑、美白、抗皱、修护、舒缓、祛痘等作用效果更加突出。未来随着行业规范程度提升、消费者保养意识增强、消费群体不断扩大、医疗美容需求增多等带动贴片类专业皮肤护理产业稳步增长。

图 31：按贴片类和非贴片类拆分（单位：亿元）



资料来源：招股说明书，山西证券研究所

图 32：按敷料贴类和贴、膜类拆分（单位：亿元）



资料来源：招股说明书，山西证券研究所

贴片类专业皮肤护理产品按照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。敷料贴类在国内起步较晚，2016年市场规模近1.9亿元，之后以CAGR103.5%在2020年增加至33.1亿元。贴、膜类功能性护肤品由2016年17.4亿元增长至2020年33.1亿元，CAGR17.5%。预计到2025年，敷料贴类和贴、膜类市场规模将达到138亿元和92亿元。

2.2 国产医疗器械类敷料产品加速抢占市场

2.2.1 政策监管趋严规范医疗器械行业健康发展

政策监管规范医疗器械类敷料产品合规发展。2020年之前，由于监管力度不足、行业鱼龙混杂，部分企业利用消费者信息差和消费偏向审批更严格的医疗器械产品，以“楔字号面膜”名义对化妆品进行宣传推广。2020年1月，国家药监局发布《化妆品科普：警惕面膜消费陷阱》，明确指出不存在“楔字号面膜”概念，医疗器械产品不能以“面膜”作为其名称，“妆字号面膜”不能宣称其为医学护肤品，商家将医疗器械宣称为化妆品属于违法行为。相关政策出台规范行业发展，为包括医疗器械类敷料行业在内的医用器械行业发展提供保障。

表 4：中国医用敷料行业相关政策概览

日期	发布部门	政策名称	主要内容
2020	国务院	《医疗器械监督管理条例》	将医疗器械创新纳入发展重点，对创新医疗器械予以优先审评审批，支持创新医疗器械临床推广和使用，推动医疗器械产业高质量发展。促进医疗器械新技术推广和应用，在科技立项、融资、信贷、招标采购、医疗保险等方面予以支持。
2021.10	国家市场监督管理总局	《医疗器械注册与备案管理办法》	医疗器械注册、备案应当遵守法律、法规、规章、强制性标准，遵循医疗器械安全和性能基本原则，参照相关技术指导原则，证明注册、备案的医疗器械安全、有效、质量可控，保证全过程信息真实、准确、完整和可追溯
2022.3	国家食品药品监督管理总局	《医疗器械经营监督管理办法》	对医用敷料经营许可和备案管理、经营质量管理进行规范
2022.3	国家市场监督管理总局	《医疗器械生产监督管理办法》	确定从事医疗器械生产活动应当具备的生产条件和生产质量管理规范
2022.8	国家药品监督管理局、国家卫健委	《医疗器械临床试验质量管理规范》	为加强对医疗器械临床试验的管理，维护受试者权益和安全，保证医疗器械临床试验过程规范，结果真实、准确、完整和可追溯

资料来源：各部委官网，山西证券研究所

我国政府部门对医用修复敷料供给端强监管，有利于市场出清。部分中小企业或不合格产品及原料将退出市场，有利于研发实力强、产品治疗佳的品牌健康发展。

2.2.2 供给端：国内医疗器械生产商注册进程提速、产品成分多元化发展

从审批流程来看，医疗器械注册周期长于其他类型产品。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、三类注册证审批在 2 年以上，同时二、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、临床试验实际开展情况及周期决定完整审批时间长短。

目前对医疗器械产品进行分机构管辖管理，按照风险等级由低到高对应不同等级的行政等级监管。

表 5：医疗器械注册证划分标准

医疗器械类别	风险程度	管理措施	品名举例
第一类	低度风险	实行常规管理可以保证起安全、有效的医疗器械	医用冷敷贴、医用降温贴、医用冰袋等
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	创面敷贴、伤口敷贴、无菌粘贴敷料等
第三类	较高风险	需要采取特别措施严格控制管理以保证起安全、有效的医疗器械	无菌液体敷料、无菌喷剂敷料、胶原贴敷料等

资料来源：国家药监局，山西证券研究所

二类、三类医疗器械注册要求高，存在市场稀缺性。截至 2021 年，我国医用敷料产品备案、注册数为 8892 件，其中国产 8642 件，进口产品 250 件，占比分别为 97.18%、2.81%。从管理类别来看，I 类产品数为 6437 件，占比高达 72.4%，II 类 2165 件，III 类 290 件，占比分布为 24.3%、3.3%。

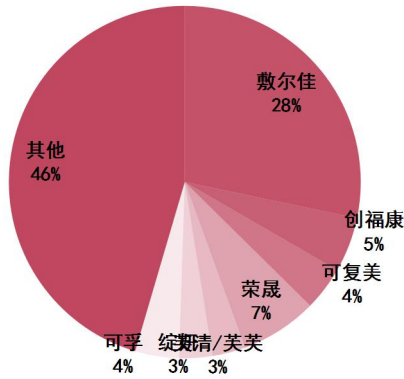
表 6：主要医疗器械类敷料生产企业注册备案产品情况

公司	产品类别	备案数量
敷尔佳	第二类	2
巨子生物	第二类	5
佰傲再生	第二类	2
创尔生物	第二类	2
	第三类	1
蓝鼎陆和	第二类	8
蓝浦浩业	第二类	5
锦波生物	第二类	5
惠普生物	第二类	5

资料来源：国家药监局，山西证券研究所

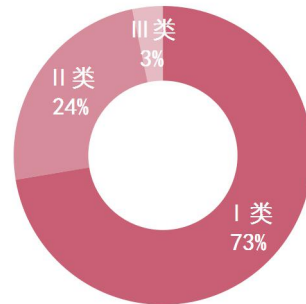
在市场竞争方面，我国专业皮肤护理产品行业发展迅速，国货相继崛起。早期市场被少数国际大牌占据主要份额，如资生堂、欧莱雅、雅诗兰黛等。随着国货快速发展陆续抢夺市场份额。在贴片类医疗器械敷料产品中，敷尔佳、巨子生物、安德普泰、创尔生物、贝泰妮占据主要份额，前 7 大均为国内品牌，合计市占率约 68%（按销售额）；在贴片类功能性护肤品中，贝泰妮、敷尔佳、华熙生物、巨子生物、创尔生物占据主要份额。

图 33：医用皮肤修护敷料主要品牌市场格局（销量）



资料来源：皮肤护理行业展望，山西证券研究所

图 34：2021 年我国医用敷料产品注册分布情况



资料来源：华经产业研究院，山西证券研究所

目前我国贴片式医用皮肤修复敷料行业内多家公司加速入场，代表品牌包括敷尔佳、创福康、可孚、可复美等。国产医疗器械类敷料产品样式快速增加、销售渠道多元化发展、消费场景兼具医用家用特性，逐渐占据国内医疗器械类敷料赛道主要份额。

表 7：贴片式医用皮肤修复敷料代表生产商

品牌	敷尔佳	创福康	可孚	可复美
品牌背景	委托哈三联药业进行生产	传统医用皮肤修复敷料品牌，是目前铜业公司中唯一拥有 III 类医疗器械注册证企业	旗下产品均为委托加工生产，委托方可孚医疗为国内知名家用医疗产品生产企业	传统医用皮肤修复敷料品牌
公司特点	最早生产医用透明质酸钠修复贴	早期医用皮肤修复敷料生产者之一	公司产品受众范围较大	全球唯一一类人胶原蛋白生产厂家
代表产品	医用透明质酸钠修复贴	胶原贴敷料	医用透明质酸钠修复贴	类人胶原蛋白敷料
主要成分	透明质酸钠	胶原蛋白	透明质酸钠	类人胶原蛋白
管理类别	第二类	第二类、第三类	第二类	第二类
销售渠道特点	以线下经销为主，逐渐增加线上销售	医院渠道和线上销售并重	以线上销售为主	医院渠道和线上销售并重

资料来源：各公司官网、招股说明书，山西证券研究所

2.2.3 需求端：医美高速发展，术后创面修复需求增加

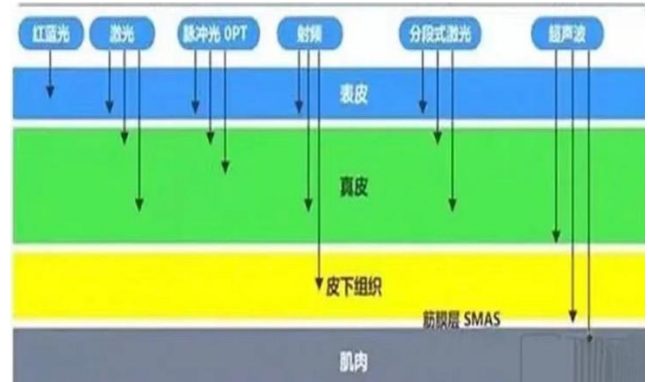
抗衰老需求年轻化和高学历人群熟龄化等因素共同促进医美行业高速增长。医美术后创口修复遵循“湿性愈合理论”，即皮肤伤口在湿润低氧环境下，胶原纤维和上皮细胞能快速生成，同时刺激细胞因子分泌，减少污染、加速伤口愈合。普通面膜中添加的其他成分可能会皮肤造成刺激，成分简单的医疗器械类敷料产品发挥镇静舒缓的作用，医疗器械类敷料需求场景逐步扩展。非手术类医美如激光手术、果酸换肤、热玛吉、水光针、微针等众多项目需在术后使用医疗器械类敷料进行修复。

图 35：医美项目之后皮肤问题



资料来源：新氧，山西证券研究所

图 36：光电医美项目将能量作用于皮肤深层



资料来源：美呗，山西证券研究所

表 8：主要医疗器械类敷料产品适应症及作用效果

	医用透明质酸钠修复贴	类人胶原蛋白敷料	胶原贴敷料
主要组成成分	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、非织造布	类人胶原蛋白原液（含少量医用防腐剂）、无纺布	胶原蛋白原液（胶原蛋白、纯化水、防腐剂）、非织造布
适用范围	用于轻中度痤疮、促进创面愈合与皮肤修复	提供激光治疗术后创面愈合环境	适用于皮肤过敏、激光、光子术后创面修复辅助治疗（激光光子术后创面深度不超过真皮层，单个光斑扫描面积不大于 20mm*20mm）
预期用途	对痤疮愈后、皮肤过敏与激光光子治疗术后早起色的沉着和减轻瘢痕形成有辅助治疗作用	抑制和缓解皮肤炎症（寻常性痤疮、皮炎、敏感性肌肤等），促进创面愈合，减轻炎症后色素沉着与瘢痕形成的风险	重点改善轻中度炎症较轻痤疮、痤疮愈后早期色素沉着、痤疮愈后早期表浅性疤痕的部位。

资料来源：东方医疗器械网，山西证券研究所

皮肤问题治疗需求人群庞大，敏感性肌肤修复诉求增加。随着环境、饮食习惯、心理状况等因素改变诱发肌肤敏感，不合理的治疗、美容院频繁过度抗衰老套餐、外用激素、疫情蔓延以来长时间佩戴口罩等同样引发敏感肌问题。总体来看，国内皮肤问题治疗需求人群扩大，功能性护肤理念逐渐被更多消费者认可，利用医用皮肤修复敷料等产品进行修护需求持续增加。

表 9：医疗器械类敷料产品需求测算

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
总人口（亿人）	14	14	14	14	14	14	14
18-45 岁适龄人数（亿人占比约 27%）	3.78	3.78	3.78	3.78	3.78	3.78	3.78
其中：医美用户渗透率	3.80%	4.00%	4.80%	5.50%	6.80%	7.50%	8.50%

医美用户人数（万人）	1436.40	1512.00	1814.40	2079.00	2570.40	2835.00	3213.00
其中：轻医美用户渗透率	42%	44%	45%	46%	48%	50%	52%
轻医美用户人数（万人）	603.29	665.28	816.48	956.34	1233.79	1417.50	1670.76
每年进行轻医美项目次数	3	4	6	8	10	11	12
轻医美项目总需求（万次）	1809.86	2661.12	4898.88	7650.72	12337.92	15592.50	20049.12
每次轻医美项目后需要医用敷料（贴）	7	7	7	7	7	7	7
所需医用敷料（亿贴）	1.27	1.86	3.43	5.36	8.64	10.91	14.03
YOY		47.03%	84.09%	56.17%	61.26%	26.38%	28.58%

资料来源：Frost&Sullivan、国家统计局，山西证券研究所

3. 核心成分、产品矩阵、营销打法铸就公司核心竞争力

3.1 成分优：以透明质酸钠为先发核心铺开产品管线

公司拳头产品敷尔佳医用透明质酸钠修复贴于2014年11月完成研发，是国内第一批获准上市的透明质酸钠成分的II类医用敷料贴类产品，具有先发优势，已形成领先市场地位。

医用透明质酸钠修复贴适用于修复轻中度痤疮、促进创面愈合，以及辅助治疗痤疮愈后、皮肤过敏与激光光子治疗后早期色素沉着和减轻瘢痕症状。在医用敷料市场快速发展带动下，公司医疗器械类产品销售增长明显，2019-2021年分别实现营收9.17亿元、8.8亿元、9.27亿元，其中2020年在医疗器械贴类敷料产品中市场份额占比25.9%，市场排名第一占据先发优势。

表 10：目前已上市部分医用敷料贴类产品概览

所属公司	品牌	产品	产品图示	获批时间	管理类别	主要成分	适应症	价格
敷尔佳	敷尔佳	医用透明质酸钠修复贴		2016.2	第二类	透明质酸钠	激光术后促进创面愈合。减轻敏感、皮肤修复	¥199/5片
巨子生物	可复美	类人胶原蛋白敷料		2018.8	第二类	类人胶原蛋白	激光治疗术后创面愈合、抑制和缓解皮肤炎症（痤疮、皮炎、敏感性肌肤等）	¥356/10片
		重组胶原蛋白生物修复敷料		2019.2	第二类	重组胶原蛋白	皮肤过敏、激光、光子治疗术后、痤疮受损创面的愈合	¥255/15支

创尔生物	创福康	胶原贴敷料		2017.6	第三类	三螺旋活性胶原	皮肤过敏、激光、光子术后创面修复辅助治疗	¥144/5片
锦波生物	金波	抗HPV生物蛋白敷料		2018.7	第二类	酸酐化牛β-乳球蛋白、卡波姆	阻断生殖道高危型HPV感染，用于降低HPV病毒载量，预防宫颈病变发生	¥185/3g
	伯纳赫	胶原蛋白功能敷料		2018.7	第二类	重组人源胶原蛋白	用于物理治疗术后皮肤损伤修复，增加皮肤含水量	¥198/3片
安德普泰 (蓝鼎陆和、蓝浦浩业)	芙清	医用促愈功能性敷料		2019.9	第二类	透明质酸、抗菌十三肽	抑菌、保湿、修复皮肤屏障、促进创面愈合	¥198/5片
	芙芙	医用修护功能性敷料		2020.4	第二类	壳聚糖	在皮肤表面形成保护层，起物理屏障作用，为皮肤屏障受损、非慢性创面提供护理	¥158/5片
惠普生物	昕美丽	皮肤修复敷料		2018.4	第二类	重组人源胶原蛋白	抑制和缓解皮炎、敏感性肌肤、痤疮、激光治疗术后引起的皮肤炎症反应	¥278/5片
	昕雅莎	医用修复敷料		2018.7	第二类	透明质酸钠、神经酰胺	浅表非感染性创面护理，以及轻度日晒伤、敏感性皮肤、激素依赖性皮炎等屏障受损皮肤的保护与护理	¥174/6片
	悦丝汀	皮肤修护液体敷料		2018.7	第二类	海藻糖、黄原胶	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。	¥219/9支
佰傲再生	绽妍	皮肤修护敷料		2018.4	第二类	透明质酸溶液	面部激光、光子嫩肤、微晶磨削、果酸活肤术等术后皮肤创伤	¥124/7片

资料来源：国家药监局、天猫旗舰店，山西证券研究所

传承精简成分：透明质酸钠。公司基于对透明质酸钠的研究，目前逐渐形成以适用于轻中度痤疮、促进创面愈合与皮肤修护的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。作为公司旗下明星大单品，医用透明质酸钠修复贴（白膜）利用透明质酸钠活性成分修复屏障，实现对肌肤

护理，对于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的辅助治疗有明显效果。

在白膜基础上，敷尔佳黑膜延续透明质酸钠优势成分。黑膜的创新之处在于以“黑”吸黑的备长炭膜布，分布在膜布内部的无数个直径为 2-3 微米的细孔具有极佳物理吸附能力，可以吸附皮肤脏污、多余油脂与老废角质，清洁肌底以便更好吸收透明质酸钠成分。

表 11：公司获得国家药监局备案、批文医疗器械产品概览

产品全称	产品图示	注册证编号/备案编号	最近备案时间	适用范围	价格
医用透明质酸钠修复贴（白膜）		黑械注准 20162140023	2021-04-29(初始注册时间 2016-4-14)	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	¥148/5 片
医用透明质酸钠修复贴（黑膜）		黑械注准 20162140023	2021-04-29(初始注册时间 2016-04-14)		¥199/5 片
医用透明质酸钠修复液（次抛）		黑械注准 20182140027	2021-04-29(初始注册时间 2018-02-12)		¥169/30 支
医用透明质酸钠修复液（喷雾）		黑械注准 20182140027	2021-04-29(初始注册时间: 2018-02-12)		¥148/150ml

资料来源：招股说明书、天猫旗舰店，山西证券研究所

3.2 矩阵全：扩充功能性护肤品类打造第二增长曲线

公司产品体系以医疗器械为主、功能性肤护品为辅。公司实现的销售收入主要来自于旗下“敷尔佳”品牌及子品牌“敷尔佳 1 美”、“敷尔佳花季”。2021 年下半年推出专注于脆弱肌肤、温和护肤品牌“卉呼吸”品牌，其产品有美白、淡斑、修护等功效，尚处于品牌培育阶段。

表 12：公司目前产品数量结构（按业务类型划分）

类别	产品数量（种）
医疗器械类	4

化妆品类	45
合计	49

资料来源：招股说明书，山西证券研究所

目前公司产品结构丰富，功能性护肤品迅速扩充。发展至今，公司共有 40 余种专业皮肤护理产品，包含医用敷料贴、喷雾、凝胶等 6 个大类。产品数量丰富、功效全面、形态多元，能较好满足市场和消费者多样化需求。

表 13：公司目前产品数量结构（按产品形态划分）

类别	产品数量（种）
医用敷料贴及贴、膜（含涂抹式面膜）类	24
喷雾	6
水、精华及乳液	14
冻干粉	1
凝胶	2
其他（洁面产品）	2
合计	49

资料来源：招股说明书，山西证券研究所

公司功能性护肤品产品管线逐渐完善。产品种类覆盖水、精华及乳液、喷雾、冻干粉等多剂型，产品特性涵盖敏感肌、特殊肌肤、适用于普通人群所有肤质，产品功效具有保湿、舒缓、修复、祛痘、美白等多重作用力。价格基本在 100-150 元左右，为大众消费者所能接受区间。

表 14：公司主要妆字号产品

产品全称	产品图示	产品主要成分	产品规格	备案时间	产品特性	价格
敷尔佳积雪草舒缓修护贴		积雪草提取物、透明质酸钠、海藻糖、甘草酸二钾	26g	2022-03-23（初始备案时间 2019-09-04）	适用于各种类型肌肤，尤其适用于敏感性肌肤。具有舒缓修护、补水保湿、缓解肌肤敏感等特性	¥148/5 片
敷尔佳胶原蛋白水光修护贴		胶原蛋白	26g	2021-09-14（初始备案时间 2018-09-14）	适用于普通人群的所有肤质。核心成分为微生物发酵来源的胶原蛋白，具有良好的皮肤亲和性，添加聚谷氨酸钠和透明质酸钠等成分，在皮肤表面形成保护层，修护肌肤的同时增强肌肤水分	¥148/5 片

敷尔佳 B5 修护喷雾		泛醇、水解透明质酸钠	150ml	2021-12-16 (初始备案时间: 2018-10-19)	适用于普通人群的所有肤质, 尤其适用于敏感性肌肤。采用维生素原 B5 为核心成分, 具有补水保湿、舒缓修护等特性	¥148/150ml
敷尔佳积雪草舒缓修护水		积雪草、角鲨烷	10ml/100ml/120ml/150ml/200ml/300ml	2022-01-26 (初始备案时间: 2020-12-28)	具有舒缓修护、补水保湿等特性, 有助于改善皮肤刺激等状态。适用于普通人群所有肤质	¥230/120ml
敷尔佳肤质肤色修护冻干粉+修护液		寡肽-1、寡肽-3	5mlx3 支; 100mg x 3 支	2021-12-10 (初始备案时间: 2018-09-25)	针对性修复肌肤, 冻干粉固态特性保持有效成分稳定	¥134/盒

资料来源: 招股说明书、天猫旗舰店, 山西证券研究所

公司在医用敷料产品基础上持续挖掘消费者潜在需求, 相继推出契合多种需求成分的功能性护肤品。随着消费者对皮肤护理意识不断提升和国货品牌崛起, 消费者已经不再满足于保湿、舒缓、修护等基础功效, 美白、抗衰、舒缓抗敏等升级功效备受追捧。公司在差异化方面持续升级产品用料和配比技术, 如主打保湿滋润的胶原蛋白产品, 主打抗氧化的虾青素产品、主打抑制黑色素形成的传明酸产品、主打消炎的积雪草等新成分功能性护肤品, 主打舒缓抗敏的依克多因“清痘面膜”“熬夜面膜”等。仍在探索乳酸菌、益生菌、奇亚籽等不同成分新功效, 新品有望陆续推向市场。满足消费者保湿、舒缓、修护等护肤需求同时, 增厚公司功能性护肤品业务条线业绩。

表 15: 主要功能性护肤品特性及销售情况

产品名称	主要配方成分	主要成分作用	适用类型和主要功效	上市时间	期内销售情况
敷尔佳胶原蛋白水光修护贴	内含胶原蛋白	滋润补水	适用于各种类型肌肤, 特别是敏感性肌肤、特殊美容护理后肌肤、痘痘肌肤、干燥缺水肌肤的修护和日常护理	2018 年末	2019-2021 年实现营收 1.78 亿元、2.12 亿元、1.56 亿元
敷尔佳虾青素传明酸修护贴	内含虾青素	抗氧化	适用于普通人群的所有肤质, 可修护肌肤、减少肌肤水分流失	2019 年下半年	2021-2021 年实现营收 1.62 亿元、1.6 亿元
敷尔佳积雪草舒缓修护贴	内含积雪草提取物	辅助消炎	适用于各种类型肌肤, 尤其适用于敏感性肌肤, 具有舒缓修护、补水保湿、缓解肌肤敏感等特性	2019 年末	2020-2021 年实现营收 1.43 亿元、2.04 亿元

资料来源: 招股说明书, 山西证券研究所

同时公司不断丰富产品剂型, 形成成分与剂型互补的产品矩阵。如在医用透明质酸钠修复贴的基础上推出医用透明质酸钠修复液(次抛和喷雾剂型), 打造国内第一批获得国家药监局上市批文的主打透明质酸钠成分、次抛型和喷雾型的 II 类医用敷料产品; 在敷尔佳胶原蛋白水光修护贴基础上推出内含胶原蛋白的

喷雾剂型，在敷尔佳虾青素传明酸修护贴基础上推出内含虾青素的乳液、精华液等；在敷尔佳积雪草舒缓修复贴基础上推出内含积雪草成分的乳液、水、霜、洁面泡泡等产品。全面布局产品品类、丰富主要成分呈现样式同时，加深消费者对产品力的认可，进一步提升品牌黏性。

表 16：成分与剂型互补产品管线

类别	透明质酸成分	胶原蛋白成分	积雪草成分	虾青素成分	烟酰胺成分	其他
医用敷料贴及贴、膜 (含涂抹式面膜)	8	2	1	1	1	11
喷雾	2	2	-	-	-	2
水、精华、乳液	3	-	3	2	1	5
冻干粉	-	-	-	-	-	1
凝胶	-	-	-	-	-	2
其他	-	-	1	-	-	1

资料来源：招股说明书，山西证券研究所

3.3 营销佳：线上线下齐发力，多层次推广提升客户黏性

公司通过线上线下营销策略，基本形成覆盖医疗机构、美容机构、连锁零售药店、化妆品专营店及大型商超等多元终端销售矩阵。其中线上渠道直销为公司线上直营店销售、经销为线上经销商分销、代销为线上 B2C 平台销售。目前公司拥有多个年销售额过亿单品，其中透明质酸钠修护贴白膜、黑膜两款明星产品 2021 年合计实现营收 9 亿元。线下渠道中，公司采用经销模式对产品进行销售。通过在大型商超、日化专营店、大型百货商场专柜、美容机构、医疗机构、药店等进行主要推广活动。

表 17：公司营销类型

销售模式	销售类型	销售模式	主要销售平台
线上直销	线上直营店销售	主要通过大型 B2C 平台开设直营店铺形式进行产品线上推广与销售	天猫、小红书、考拉海购、京东、抖音、快手、拼多多、微信小程序等
线上经销	线上经销商分销	公司通过与线上经销商签订产品购销协议，线上经销商通过 B2C 平台等开设自营店铺自主进行产品销售	淘宝、京东、唯品会等
线上代销	线上 B2C 平台销售	公司通过与大型 B2C 平台签订商品购销协议，双方根据平台实际销售产品及其他约定方式进行结算	天猫超市、天猫阿里健康大药房、京东（自营专区）等

资料来源：招股说明书，山西证券研究所

公司线上销售基本形成以线上直销为主、线上经销为辅、线上代销作为补充的销售模式。线上推广形式包括电商平台推广、影视剧等广告植入、明星代言宣传、互联网社交平台推广。公司于 2018 年下半年开始在天猫平台设立官方自营旗舰店，并陆续在小红书、考拉海购、京东、抖音、快手、拼多多等 B2C 平台开展直销模式，实现线上销售平台全覆盖，提升线上销售竞争力。目前天猫敷尔佳旗舰店在所属品类中排

名处于领先地位，2018-2021年产品复购率分别为17.89%、32.17%、33.83%、36.64%，消费者认可度在不断提升。近三年公司线上直销收入仍以客单价0-500元为主，其占线上直销收入比重分别为94.14%、93.96%、92.24%，客单价呈现逐步上升趋势。

表 18：公司线上营销主要覆盖场景

主要场景	公司范例	运营模式	营销特征	目标消费者画像
传统电商平台	天猫、京东、唯品会等	在信息展示、信息传播、信息分享方面具有优势，大同不同定位产品在不同区域的渠道限制	广泛覆盖不同产品品牌、类型、定价	对线上营销接受程度高，有品牌、效果、价格等全方位需求
影视剧与综艺节目	《妻子的浪漫旅行4》《花花万物2&3》等	将产品或品牌及其代表内容融入荧幕中，通过场景再现让观众对产品或品牌留下印象	受众数量庞大、隐蔽性强	对影视剧及综艺节目有较高观看率、是荧幕演员粉丝
明星代言	袁姗姗、赵露思等	利用消费者追捧明星产品的心里，增加产品曝光度同时刺激粉丝购买	根据明星所具有的号召力和说服力对消费者产生购物需求	主要为明星粉丝
互联网社交平台	小红书、抖音、微信小程序等	通过社交软件，构建C2C皮肤护理产品销售模式	产品质量参差不齐、受众群体广泛、品牌概念推广效果稍弱	通常为价格敏感型、易受营销趋势消费者

资料来源：招股说明书，山西证券研究所

线下推广涉及渠道较多。医用敷料产品具备医疗器械和日常消费双重属性，公司发挥两种特性，在医用敷料贴的医用市场之外激发家用需求，利用经销商资源和终端渠道优势，将医用敷料产品从公立医院销售推广到院外医疗机构、美容机构、连锁零售药店等终端渠道。开拓医用敷料新的销售目标市场的同时，拓宽医用敷料触客范围。

表 19：公司线下营销主要覆盖场景

主要场景	公司范例	运营模式	营销特征	目标消费者画像
大型商超	山姆、盒马等	KA 渠道，营业面积、客流量大，皮肤护理产品通常有单独分区	皮肤护理产品价格通常较低，以大众化品牌品类为主	对皮肤护理意向不充分，没有特定产品倾向
日化专营店	屈臣氏等	CS 渠道，专门从事皮肤护理产品销售零售商，有专门皮肤护理、日化用品展示柜台，专业性较强	通常包含多种皮肤护理产品，价格相对较低	非品牌导向型消费者为主，随即选购或受导购、促销活动影响较大
大型百货商场专柜	大悦城、银泰等	有专门彩妆产品和中高端皮肤护理品牌展示区，提供专门产品展示、专业讲解、品牌宣传等服务	品牌有较为广泛消费者基础和盈利能力，价格相对较高	品牌导向型消费者，消费能力相对较高
美容机构	美容院、医美机构等	在美容院、医美机构进行消费的皮肤护理产品多为专业型产品，流通渠道相对较窄	产品价值透明度不高，通常作为其他服务配套产品捆绑销售	通常受专业人士意见影响购买
医疗机构	公立/私立医院皮肤科、美容整容科等	在公立及私立医疗机构中提供医疗器械类产品，对创面愈合进行治疗	作为医疗器械类产品进行销售，相较一般皮	通常为消费者有特定需求进行治疗

		疗	肤类产品安全性较高	
药店	国大药房等	在药店医疗器械专区,需要资质进行销售	作为医疗器械类产品进行销售,相较一般皮肤类产品安全性较高	通常为消费者有特性需求、对产品安全性要求较高

资料来源：招股说明书，山西证券研究所

4. 公司未来增长潜力

4.1 提升技术储备，增厚研发实力

公司技术储备主要体现在生产研发人员储备、产品配方及配比升级、新产品快速投产上市。目前公司皮肤护理产品通过委托外部科研院所（中科院昆明植物研究所）、高校（江南大学、哈尔滨工业大学、四川大学等）以及生物科技公司等建立联合实验室，将相继完成重组胶原蛋白交联技术、交联产物的理化性质研究、生物学安全评价等技术积累。

表 20：公司技术储备情况

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

资料来源：招股说明书，山西证券研究所

公司将继续加强原料端研究，通过独家合作原料、专利配方等形成差异化优势。从消费者需求出发，目前公司在研产品包括舒缓、修复、抗衰老、美白等功效，与校企合作开展重组人源纤连蛋白及重组人源弹性蛋白的工艺开发，以及超分子技术在皮肤渗透方面研究。

表 21：公司在研项目储备情况

项目名称	所处阶段	预算(万元)	内容
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
敷尔佳防晒产品开发	工艺研发	60.50	针对日常通勤人群及长时间户外活动人群的防晒需求,开发一款肤感清爽不油腻、成分温和的常晒产品
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舒缓修护产品
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

资料来源：招股说明书，山西证券研究所

4.2 募集资金提升生产能力

本次募集用途主要围绕公司主营业务，从提升产能及产品质量、提高研发能力、增强市场推广营销能力、保障正常经营和业务发展规划顺利实施。

公司目前医疗器械类产品和化妆品类产品产能分别为 9960 万贴/万瓶/万支、11200 万贴/万瓶/万支。随着市场需求继续释放，公司产能瓶颈显现，现有生产能力对公司销售情况将产生直接影响。同时随着新品上市，公司现有生产线将会承担更大压力。目前公司正在投资建设生产基地，主体结构已经完工，计划于 2023 年投产。通过产能扩建来增强公司产品的市场供给能力，为销售增长奠定产能基础。

表 22：募资用途

项目名称	项目投资额（单位：万元）	资金投入（单位：万元）
生产基地建设项目	65,550.89	65,450.00
研发及质量检测中心建设项目	5,698.53	5,691.00
品牌营销推广项目	88,552.61	88,520.00
补充流动资金	30,000.00	30,000.00
合计	189802.03	189,661.00

资料来源：招股说明书，山西证券研究所

5. 投资建议

随着大众消费者对专业皮肤护理产品接受程度提高、专业皮肤护理产品功能性效果增强、产品安全质量和技术含量提高以及国家政策对医疗器械类敷料产品监管趋严，行业规模持续扩张。我们根据表 9 医疗器械敷料类产品需求预测，至 2025 年行业需求有望突破 14 亿贴，参照中档敷料贴价位在 15 元左右，医疗器械类敷料类产品市场份额有望突破 200 亿元。敷尔佳作为率先进入医用透明质酸钠修复贴市场领军公司，目前已经形成较为完整品牌矩阵，经营情况稳定、费用管控良好、营销手段多元化叠加研发力量不断增强，产能扩张和新品入市可期，公司医疗器械类产品有望保持年均 10%复合增长率至 2025 年营收突破 24 亿元，继续领跑医疗器械类敷料产品市场。

表 23：公司盈利预测拆分（单位：亿元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
医疗器械类	9.18	8.8	9.28	10.13	11.17	12.31	13.49
YOY		-4.14%	5.45%	9.20%	10.19%	10.27%	9.55%

其中：医用透明质酸钠修复贴（白膜）	6.42	5.97	6.51	7.29	8.17	9.06	9.97
YOY		-7.01%	9.05%	12.00%	12.00%	11.00%	10.00%
医用透明质酸钠修复贴（黑膜）	2.63	2.63	2.61	2.69	2.82	3.05	3.29
YOY		0.00%	-0.76%	3.00%	5.00%	8.00%	8.00%
医用透明质酸钠喷雾	0.12	0.19	0.14	0.15	0.18	0.20	0.23
YOY		58.33%	-26.32%	10.00%	15.00%	13.00%	13.00%
化妆品类	4.24	7.04	7.22	7.66	8.52	9.66	11.02
YOY		66.04%	2.56%	6.03%	11.33%	13.36%	14.06%
其中：面膜（含涂抹式面膜）	3.63	5.91	6.14	6.45	6.96	7.66	8.42
YOY		62.81%	3.89%	5.00%	8.00%	10.00%	10.00%
水、精华、乳液	0.27	0.49	0.38	0.51	0.74	1.04	1.46
YOY		81.48%	-22.45%	35.00%	45.00%	40.00%	40.00%
冻干粉	0.21	0.25	0.13	0.16	0.20	0.26	0.34
YOY		19.05%	-48.00%	25.00%	25.00%	30.00%	30.00%
凝胶	-	0.16	0.19	0.23	0.26	0.30	0.35
YOY			18.75%	20.00%	15.00%	15.00%	15.00%
喷雾	0.04	0.06	0.04	0.05	0.07	0.08	0.10
YOY		50.00%	-33.33%	30.00%	25.00%	25.00%	25.00%
其他	0.06	0.07	0.22	0.253	0.29	0.31	0.35
YOY		16.67%	214.29%	15.00%	13.00%	10.00%	10.00%
总计	13.42	15.84	16.50	17.79	19.69	21.97	24.51
YOY		18.03%	4.17%	7.81%	10.68%	11.61%	11.54%

资料来源：招股说明书，山西证券研究所

6. 风险提示

行业竞争加剧风险：近年来皮肤护理行业国内外品牌竞争激烈、营销手段多元化、品牌概念和定位快速迭代，在消费者需求、广告营销和产品适应症方面存在较为激烈竞争；

行业监管政策变化风险：公司营收主要来自于医疗器械类敷料产品和功能性护肤品销售。国务院及有关部门对医疗器械和化妆品公司生产经营各个环节制定更为严格规范，提高行业整体准入门槛。未来国家可能继续出台相关举措，对生产经营、执业许可、质量标准等方面提出更高要求；

经营业绩增速放缓或下滑风险：行业竞争加剧不断涌现新竞争对手抢占市场份额，产品研发速度、产品差异度和性能无法满足市场需求，或技术创新水平及品牌营销能力下滑，以及扩建产能不达预期，存在经营业绩增速放缓或下滑风险；

经销商管理风险：随着公司对线下经销商优化管理，拟对部分具有渠道优势、客户资源优势的客户授予信用期，应收账款规模预计增长，应收账款周转率存在下降风险。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一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,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴
世纪金融广场 3 号楼 802 室

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业
园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话: 010-83496336

