

贴片类皮肤护理龙头，期待产品渠道齐发力

——敷尔佳（301371.SZ）新股研究报告

投资评级：无

李媛媛 S1340523020001

化妆品&医美分析师

中邮证券研究所

中邮证券

2023年7月20日

- **敷料面膜贴龙头，保持高净利率。**公司最早可追溯至1996年，2012年开始涉足细分行业，创始人上市前持股比例超过93%。22年公司收入、归母净利润分别为17.7亿元/8.5亿元，分别同增7.2%/5.1%，保持高毛利率、高净利率水平。根据弗若斯特沙利文数据，公司21年医用敷料贴以17.5%市占率位列第一，功能性护肤品面膜贴以13.5%市占率位列第二，保持行业领先。
- **营销灵活、持续推新、高复购率。**公司具备如下优势：1）新媒体运营灵活，流量反应灵敏，打造医美面膜概念，小红书、抖音等布局领先；2）严选供应商，产品定价具备性价比，保持稳定推新频率，持续打造大单品，品牌维持35%以上复购率；3）线下渠道广覆盖，加大传统美妆渠道合作，线上多平台布局。
- **行业高景气度，产品推新+渠道发力驱动未来增长。**根据弗若斯特沙利文数据，敷料贴/贴膜类产品17-21年行业复合增速分别为82%/25%，预计21-26年有望维持27%/17%复合增速，龙头厂家率先受益。公司未来有望通过新产品推进及渠道发力维持增长：1）预计2023-2025年推出13款/5款/6款新品，涉及敷料面膜类以及水乳膏霜类多类型产品，覆盖美白抗衰等多效用途，基于公司过去打造单品能力，未来新品值得期待；2）线上抖快私域等新兴渠道发力，22年线上占比仅40.6%，相比于同业具备提升空间；3）线下加大KA、CS、OTC等渠道开拓，贡献新增量。
- **投资建议：**公司拥有良好的面膜品类基础，产品+渠道发力空间大；本次公司发行价为55.68元/股，对应22年扣非前后孰低归母净利润摊薄后市盈率为29.1倍，低于申万美容护理-化妆品-品牌化妆品板块平均市盈率42.9倍（截止2023年7月20日），公司利润体量已跻身一梯队，期待后续表现，建议积极关注。
- **风险提示：**行业竞争格局恶化，渠道扩展及新品销售不及预期，利润率下降等。

目录

- 一 | 公司概况：敷料面膜贴龙头，高净利率
- 二 | 竞争优势：营销灵敏，稳定推新，高复购率
- 三 | 成长看点：行业高景气度，产品+渠道发力
- 四 | 投资建议

—

公司概况：敷料面膜贴龙头，高净利率

- 1.1 基本情况：敷料面膜贴龙头品牌商，股权高度集中
- 1.2 财务分析：20年以来收入业绩增长放缓，维持高净利率
- 1.3 业务分析：化妆品类目快速增长，线上占比稳步提升

1.1 国内领先贴片类专业皮肤护理厂家，以妆字号、械字号敷料面膜贴为主，布局水乳膏霜类功能性化妆品产品

- 国内领先的贴片类专业皮肤护理厂家。公司主要从事专业皮肤护理产品研发生产及销售，旗下主品牌为敷尔佳，产品涵盖基于透明质酸钠、重组Ⅲ型胶原蛋白的医用敷料以及其他妆字号面膜贴、喷雾、水乳膏霜等产品。根据弗若斯特沙利文数据，2021年公司在贴片类专业皮肤护理市场份额第一，占比 15.9 %，其中医疗器械类敷料贴类产品份额为17.5 %（第一）；功能性护肤品贴膜类产品占比 13.5 %（第二）。

图表1：公司旗下产品布局情况

分类	SKU	类型	代表产品	主打成分	适用范围/产品特征
医疗器械	4	敷料	白膜	透明质酸	轻中度痤疮，促进创面愈合及皮肤修复；对痤疮愈后皮肤过敏及激光光子治疗术后早期色素沉着和减轻瘢痕有辅助治疗作用
			黑膜		
			蛋白贴	重组Ⅲ型人源化胶原蛋白	通过在皮肤表面形成保护层，起物理屏障作用，为创面提供愈合的微环境，促进创面愈合；适合于人体小创口、擦伤、切割伤等浅表非慢性创面及周围皮肤的护理
化妆品	1	喷雾	喷雾	透明质酸	同透明质酸敷料
	21	贴、膜类	积雪草面膜、胶原蛋白面膜、虾青素面膜、植萃面膜、透明质酸面膜、控油面膜等	透明质酸、胶原蛋白、积雪草、虾青素等	
	5	喷雾	胶原蛋白水光喷雾/多效喷雾、透明质酸钠修复喷雾、B5急护喷雾、依克多因修护喷雾	透明质酸、胶原蛋白、维生素B5、神经酰胺等	
	14	水乳精华	虾青素修护乳、透明质酸精华、透明质酸钠氨基丁酸精华、积雪草水乳修护霜、花季色泽修复精华、卉呼吸水乳面霜、烟酰胺精华乳、祛痘修护精华液	透明质酸、胶原蛋白、积雪草、虾青素、氨基丁酸等	舒敏修复、痘痘肌修复、补水控油保湿等
	1	冻干粉	肤色修护冻干粉	寡肽-1、寡肽-3等	
	2	洁面	积雪草洁面泡泡、卉呼吸松茸洁面啫喱	积雪草等	
	3	凝胶	海绵骨针祛痘凝露、水杨酸杏仁酸焕肤面膜	水杨酸、果酸等	

1.1 发展历程：药企转战皮肤护理领域，涉足细分赛道约十年

- 公司前身为华信药业，2012年开始涉足皮肤护理领域，至今约十年。公司前身为华信药业，成立于1996年，主要经营粉针注射剂处方药销售，2012年瞄准皮肤护理产品领域作为未来重点发展方向，经过两年研发，华信与生产企业合作完成医用透明质酸钠修复贴产品研发，在2015年成功注册敷尔佳商标。2018年华信停止经营，旗下皮肤护理业务移交给敷尔佳，2021年2月敷尔佳通过换股收购生产企业哈三联旗下负责化妆品及药械产品生产的子公司北星药业，实现产业链一体化。

图表2：公司发展历程



1.1 股权结构：创始人持股比例高，核心成员拥有股权，员工获得激励

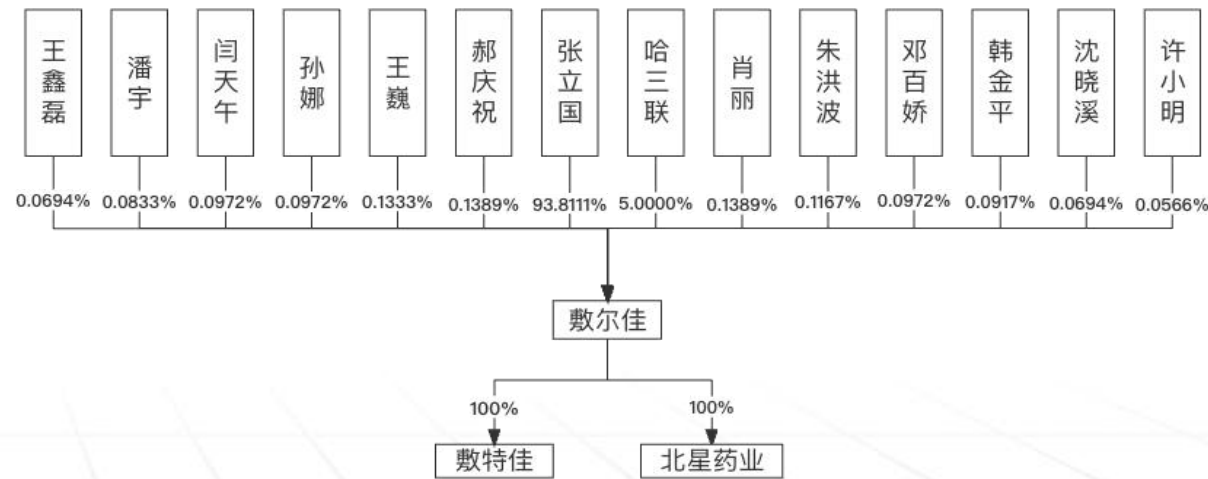
- **创始人持股比例高，核心员工拥有股权。**根据上市前股权结构，公司实际控制人张立国直接持有公司股份93.81%，第二大股东为哈尔滨三联药业股份有限公司，持有公司股份比例为5.00%；此外，公司10余名核心员工通过上市前股权激励持有公司股份，包括高管郝庆祝、孙娜、沈晓溪等。整体而言，公司实际控制人持股比例高，核心员工拥有公司股权，股权结构清晰，激励机制完善。
- **募集资金将主要用于品牌营销推广及生产基地建设。**根据公司此次募集资金情况，拟发行数量为4008万股，占发行后总股本的10.02%，发行价为55.68元/股，对应募集资金为22.32亿元（高于招股意向书披露募集金额18.97亿元）；募集资金将主要用于投资有助于公司提升产能及产品质量管理水平的生产基地建设项目（6.6亿元）、研发及质量检测中心建设项目（0.6亿元）、品牌营销推广项目（8.9亿元）等。

图表3：公司募集资金用途（百万元）

项目名称	项目投资额	本次募集资金
生产基地建设项目	655.5	654.5
研发及质量检测中心建设项目	57.0	56.9
品牌营销推广项目	885.5	885.2
补充流动资金	300.0	300.0
合计	1898.0	1896.6

数据来源：公司公告，中邮证券研究所（来源《招股意向书》披露金额）
请参阅附注免责声明

图表4：公司股权结构图（上市前）



数据来源：公司公告，中邮证券研究所

1.1 高管基本情况：高管团队具备医药相关背景，核心团队稳定

- 高管团队具备医药相关背景，核心团队稳定。公司实际控制人张立国先生、副总郝庆祝先生、总经理助理潘宇女士等核心高管具备医药相关背景。核心高管团队自加入公司以来保持稳定，未出现重大变动。

图表5：公司核心高管团队及从业背景

姓名	出生年份	职位	持股比例	从业履历
张立国	1964	董事长、总经理	93.81%	本科学历，执业药师，高级工程师，曾任黑龙江文策科技有限公司执行董事、哈药集团车间技术主任、黑龙江中药开发有限公司部门经理，1996年5月进入黑龙江文策科技（华信21年更名文策科技），2017年11月进入公司
孙娜	1979	董事、副总经理	0.10%	本科学历，曾任职于黑龙江报业主编、哈尔滨松松文化有限总经理、哈尔滨招商嘉天房地产有限公司副总、黑龙江碧海置业有限公司副总，2020年10月进入公司
郝庆祝	1975	副总经理	0.14%	本科学历，曾任哈尔滨圣泰制药有限公司驻山西办总经理，2004年3月至2016年5月任黑龙江华信药业有限公司销售经理，2018年2月进入公司
肖丽	1977	副总经理	0.14%	本科学历，2000年7月至2002年11月，曾任北大维信生物科技有限公司临床代表；2002年11月至2016年4月，曾任黑龙江省华信药业有限公司销售经理；2016年4月至2018年2月，从事护肤品销售工作；2018年2月至2023年3月，任公司总监；2023年3月至今，任公司副总经理。
王巍	1978	副总经理；子公司北星药业监事	0.13%	本科学历，曾任黑龙江江世药业有限公司、哈药集团技术中心、哈尔滨健迪生物医药科技有限公司技术员。2005年6月至2017年12月，曾任黑龙江省华信药业有限公司综合管理部经理、销售经理。2018年1月至2023年3月，任公司总监；2021年2月至今，任北星药业监事；2023年3月至今，任公司副总经理。
潘宇	1981	助理总经理、公司总经理	0.08%	大专学历，曾任哈尔滨广慈药业研究所研发项目负责人、黑龙江珍宝岛药业股份有限公司实验室主任、哈药集团三精制药有限公司国际贸易注册专员、哈尔滨奥博医疗器械有限公司研发部经理，2016年5月至2018年7月任黑龙江华信药业有限公司生产采购经理，2018年8月进入公司
邓百娇	1983	财务负责人	0.10%	专科学历，中级管理会计师，2007年3月至2017年12月任黑龙江华信药业有限公司出纳、会计、财务经理，2018年1月加入公司
沈晓溪	1984	董事会秘书	0.07%	本科学历，中级会计师，2004年7月至2020年9月历任尔滨三联药业股份有限公司销售综合业务部主管、内审部主管、上市办公室经理、董事长助理，2020年10月加入公司

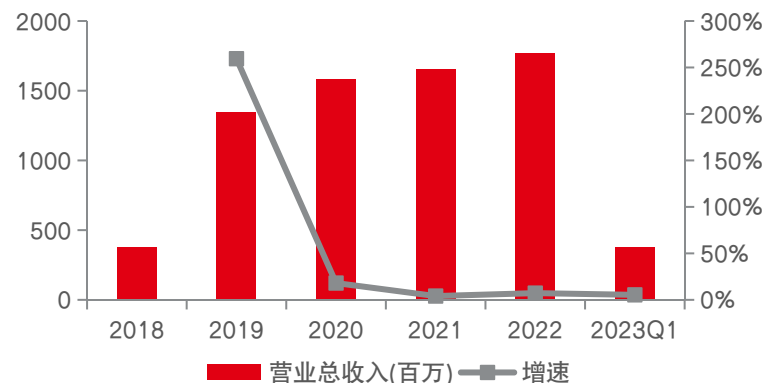
数据来源：公司公告，中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

1.2 财务分析：20年以来受线下渠道及医用敷料增长乏力影响，收入业绩增速放缓，宣传推广费带动销售费率提升，维持较高净利率

■ 20年以来收入增速放缓，线下渠道以及医用敷料增长乏力。公司2022年收入、归母净利润分别为17.7亿元、8.5亿元，同比增速分别为7.2%、5.1%，20年以来收入业绩增长有所放缓，主要受公司线下渠道及医用敷料增长乏力影响。23Q1公司收入及归母净利润分别为3.7亿元、1.6亿元，分别同比增长 5.4%和下降1.4%，公司预计23H1实现收入为8.1亿元-8.8亿元，同比变动率为-0.9%至+7.7%，归母净利润为3.25亿元-3.65亿元，同比变动率为-9.1%至+2.1%。

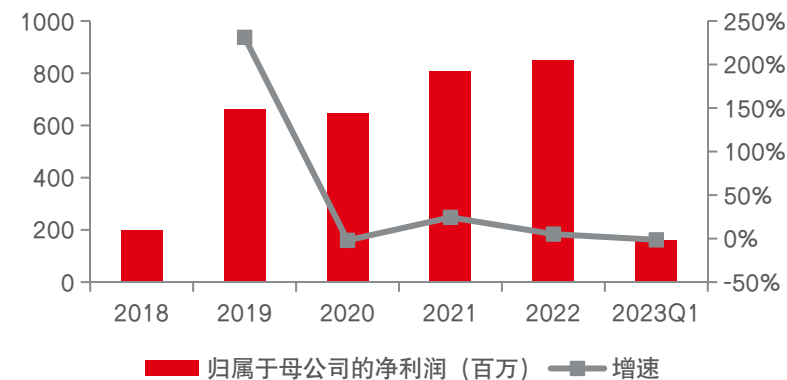
■ 维持较高毛利率及归母净利率。公司2022年毛利率及归母净利率分别为83.1%/47.9%，公司维持较高的盈利水平；伴随销售费用率持续提升，影响净利率，23Q1公司归母净利率下降至42.7%，仍好于同业。

图表6：公司收入及增速



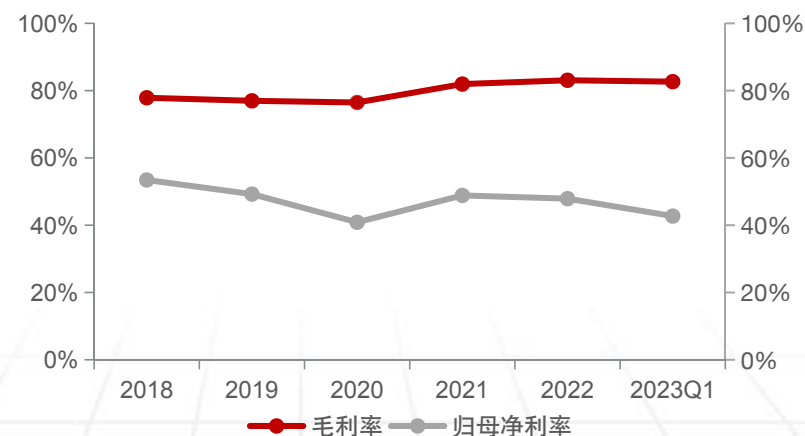
数据来源：公司公告，中邮证券研究所

图表7：公司归母净利润及增速



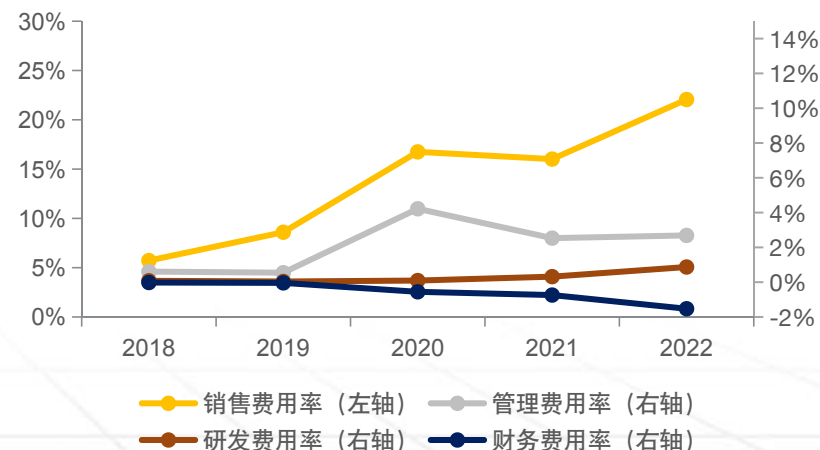
数据来源：公司公告，中邮证券研究所

图表8：公司毛利率及归母净利率情况



数据来源：公司公告，中邮证券研究所

图表9：公司期间费用率情况

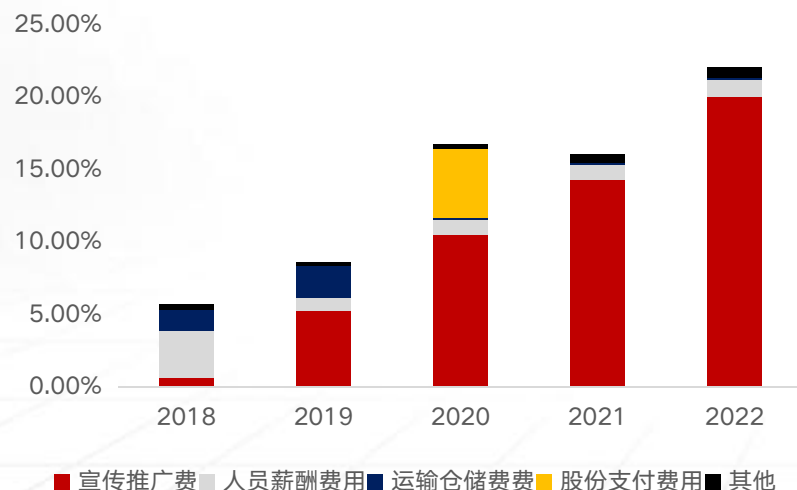


数据来源：公司公告，中邮证券研究所

1.2 财务分析：20年以来受线下渠道及医用敷料增长乏力影响，收入业绩增速有所放缓，宣传推广费带动销售费率提升，维持较高净利率

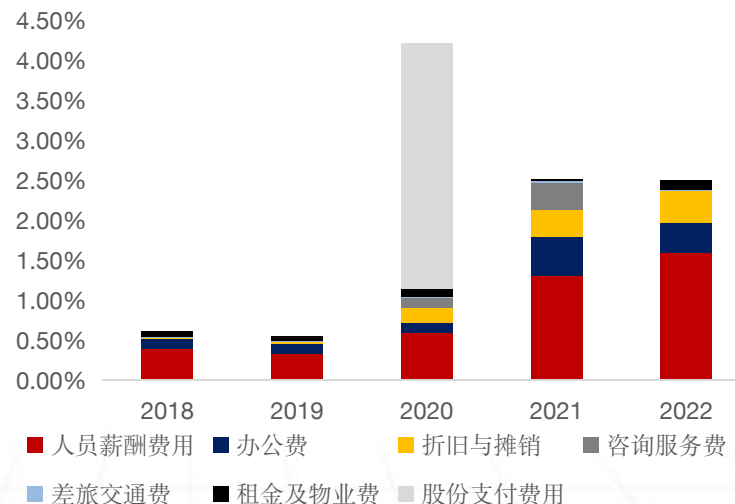
- 宣传推广费用快速增长带动销售费用率提升。近年来由于线上销售渠道快速发展，公司宣传推广费用上涨并带动销售管理费用率提升，股份支付费用阶段性影响盈利水平：1）公司2022年宣传推广费用率为20.0%，持续提升，宣传推广费用主要包括平台推广服务费、形象宣传推广费、新媒体营销费用以及展会费，其中平台推广费用率稳步提升，以天猫平台为例20-22年推广费用率分别为21.7%/29.2%/31.9%；此外，公司新媒体营销费用率占比收入持续提升；2）2020年公司新增股份支付费用1.25亿元，其中销售费用中确认7613万，管理费用中确认4871万，占比收入7.9%，阶段性影响利润率波动。

图表10：2018年-2022年公司销售费率拆分



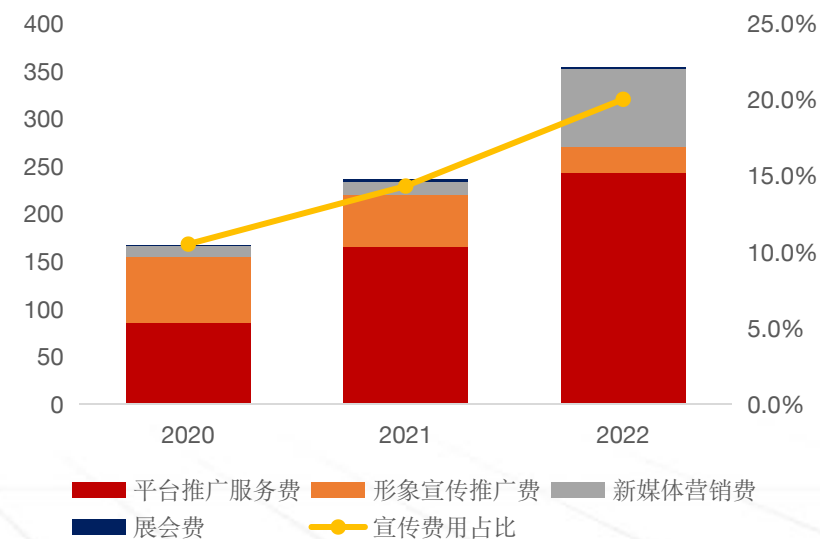
数据来源：公司公告，中邮证券研究所

图表11：2018年-2022年公司管理费率拆分



数据来源：公司公告，中邮证券研究所

图表12：公司宣传推广费用率结构拆分（百万元）

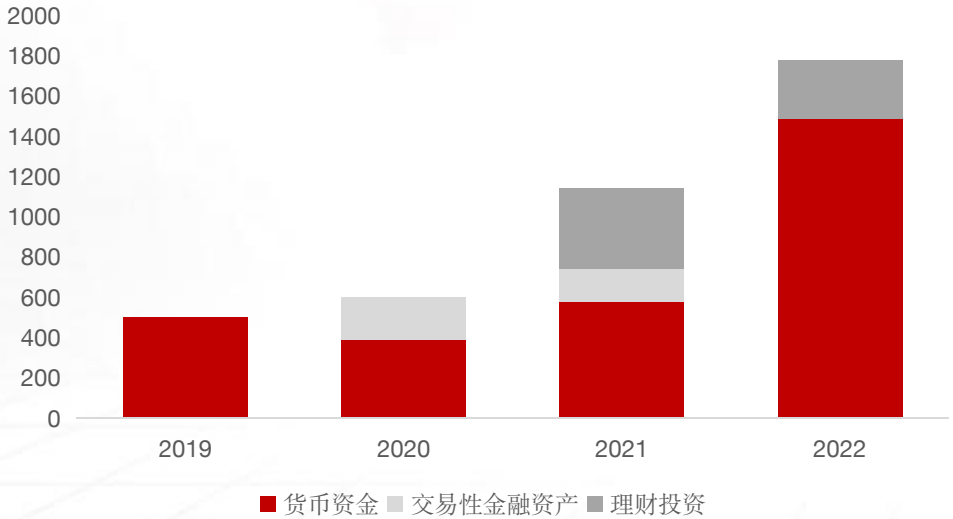


数据来源：公司公告，中邮证券研究所

1.2 财务分析：在手现金较为充裕，现金创造能力佳，受商誉、在建工程等因素影响ROE有所下降

- **账面现金充裕，现金创造能力佳。**截至2022年，公司货币资金+理财投资合计为17.7亿元，在手现金较为充裕。公司2018年-2022年经营性现金流净额/净利润维持在1左右，创造现金能力较强。2021年以来公司存货周转天数提升，主要系收购北星药业完成产业链整合，带来存货相应增加。
- **资产周转率下降影响ROE。**2022年公司ROE为36.0%，近年来ROE有所下降，主要在于：1）21年2月收购北星药业形成5.6亿元商誉；2）生产基地的建设形成的在建工程；3）基于良好的现金创造能力在手现金不断增加。

图表13：2018-2022公司货币资金及经营性现金流净额情况（百万元）



数据来源：wind，公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表14：公司2018-2022年ROE变化及分析

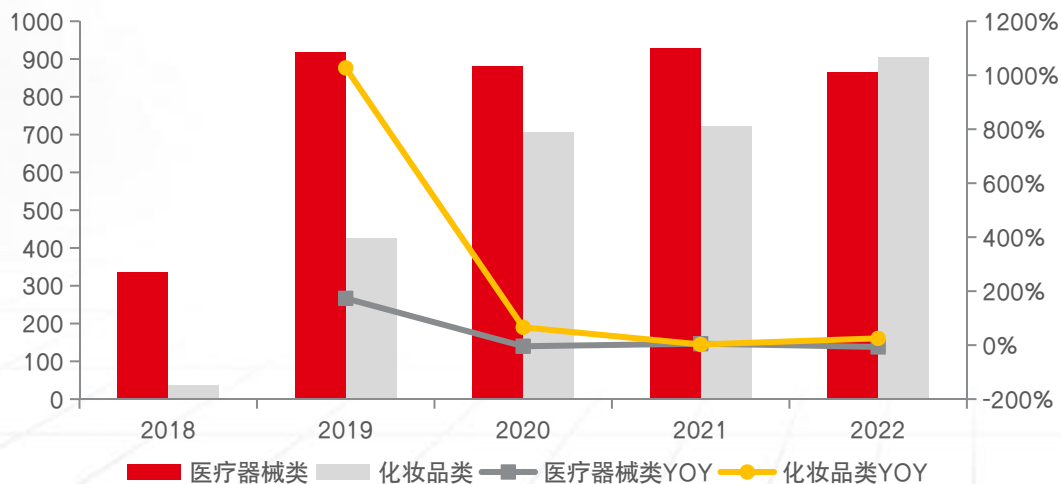
	2019年	2020年	2021年	2022年
净资产收益率（%）	137.23	98.72	64.72	35.95
——销售净利率（%）	49.24	40.87	48.85	47.89
——权益乘数	1.29	1.55	1.27	1.09
——资产周转率（次）	2.15	1.55	1.04	0.69

数据来源：公司公告，中邮证券研究所

1.3 业务分析：化妆品类快速增长，医疗器械类毛利率更高

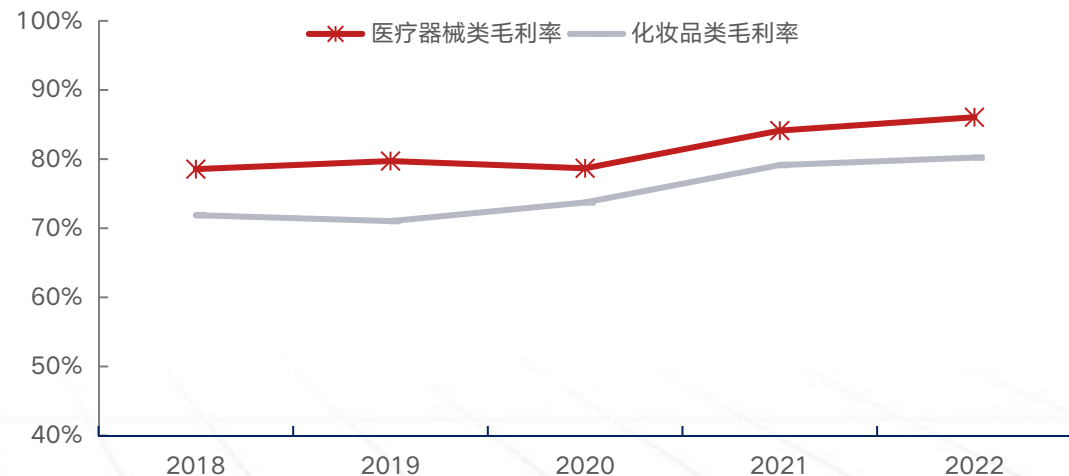
- 化妆品类营收快速增长，医疗器械类保持稳定。从产品类型来看，2022年公司医疗器械类产品收入8.7亿元，同比减少6.7%，占比公司收入48.9%，19年以来收入规模维持相对稳定；2022年公司化妆品类产品收入9.3亿元，同比增加25.1%，占比公司收入51.1%，首次超过医疗器械类产品，19-22年复合增速为28.6%，化妆品类目起步较晚，获得快速增长。从产品形态角度看，22年非敷料面膜类产品收入为1.1亿元，占比6.3%，公司目前仍以敷料面膜贴产品为主。
- 医疗器械类及化妆品类的毛利率均稳步提升，医疗器械类毛利率更高。2022年医疗器械毛利率为86.1%，较18年提升7.5pct，2022年化妆品毛利率为80.2%，较18年提升8.3pct，公司近年来各类目产品毛利率稳步提升主要得益于：1）收购北星药业实现产业链一体化增厚毛利；2）产品销售相对集中享受规模效应。

图表15：公司产品按品类拆分收入拆分及增速（百万元）



数据来源：公司公告，中邮证券研究所

图表16：公司产品按品类拆分毛利率情况

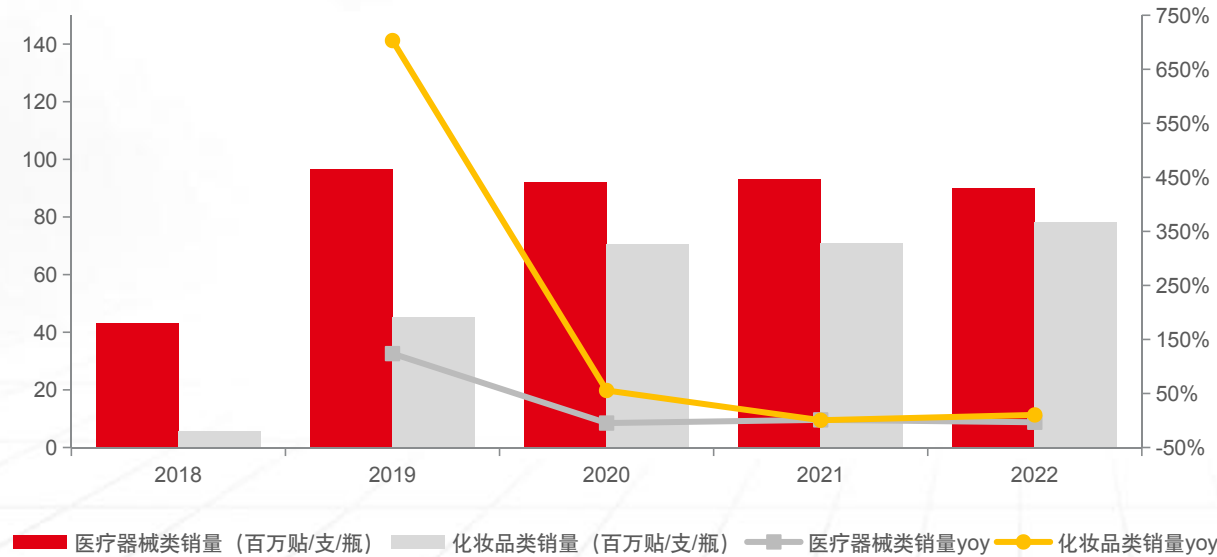


数据来源：公司公告，中邮证券研究所

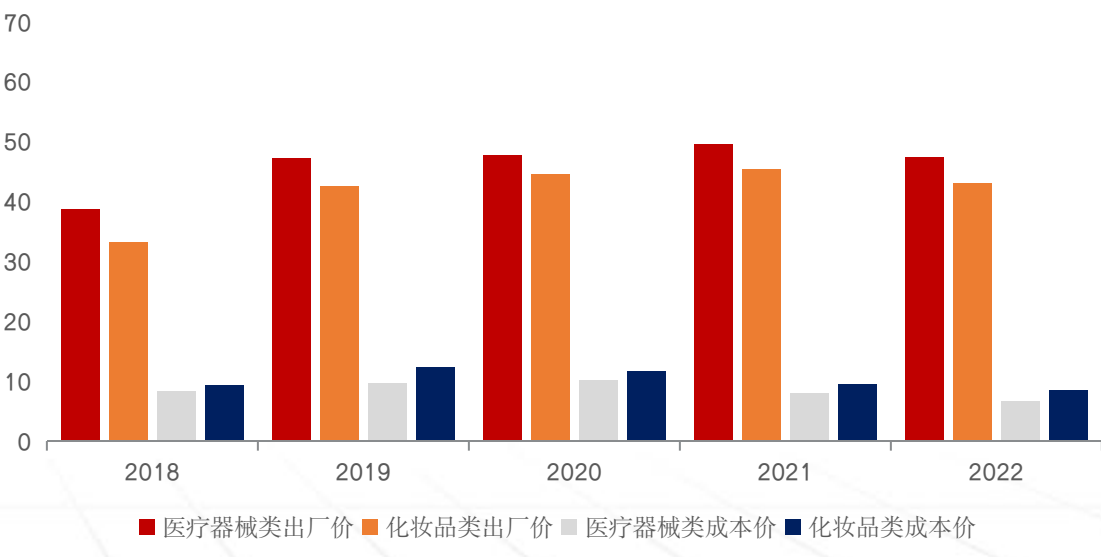
1.3 业务分析：销量驱动为主，出场均价微升，成本价优化

- 销量为收入增长主要驱动力，出厂价小幅提升。销量方面，2022年公司医疗器械类产品销量为0.90亿贴/支/瓶，19年以来增长乏力；2022年化妆品类销量为0.78亿贴/支/瓶，19-22年复合增速为17.5%，为收入增长的主要驱动力。出厂价方面，2022年医疗器械类产品单价为47.4元/盒/支/瓶，18-22年复合增速为5.3%，化妆品类产品单价为43.0元/盒/支/瓶，18-22年复合增速为6.7%，出厂价均获得一定提升，且妆械类产品价差较小，械字号产品助力产品定价。
- 20年以来成本价逐步优化。公司2022年医疗器械类产品/化妆品类产品成本价分别为6.6元/盒/支/瓶、8.5元/盒/支/瓶，19-22年复合增速均为-11.6%，产品成本不断优化。

图表17：2018-2022医疗器械与化妆品销量及增速



图表18：2018-2022年医疗器械与化妆品价格（元/盒瓶支）



数据来源：公司公告，中邮证券研究所

数据来源：公司公告，中邮证券研究所

1.3 业务分析: SKU精简, 过亿单品超7款, 产品销售集中, 前五大单品销售收入占比约71%

- **SKU精简, 产品销售集中度高。**截至2022年, 公司旗下合计45款产品, 其中医疗器械类5款、化妆品类面膜贴21款、水乳精华12款、喷雾5款, 整体SKU精简。根据2022年头部单品销售情况, 医疗器械类白膜销售稳居第一, 22年收入6.2亿元, 占比收入35.2%; 医疗器械黑膜销售居第二, 22年收入2.2亿元, 占比收入12.4%, 在白膜基础上增加净化功能, 表现良好。其他过亿单品分别为积雪草舒缓修护贴、胶原蛋白水光修复贴、烟酰胺美白淡斑修护面膜、虾青素传明酸修复贴、清痘净肤贴, 合计7款。2022年前五大单品收入占比达71%, 过亿单品收入占比合计达83%, 产品销售集中。

图表19: 公司2022年单品收入过亿元的产品情况

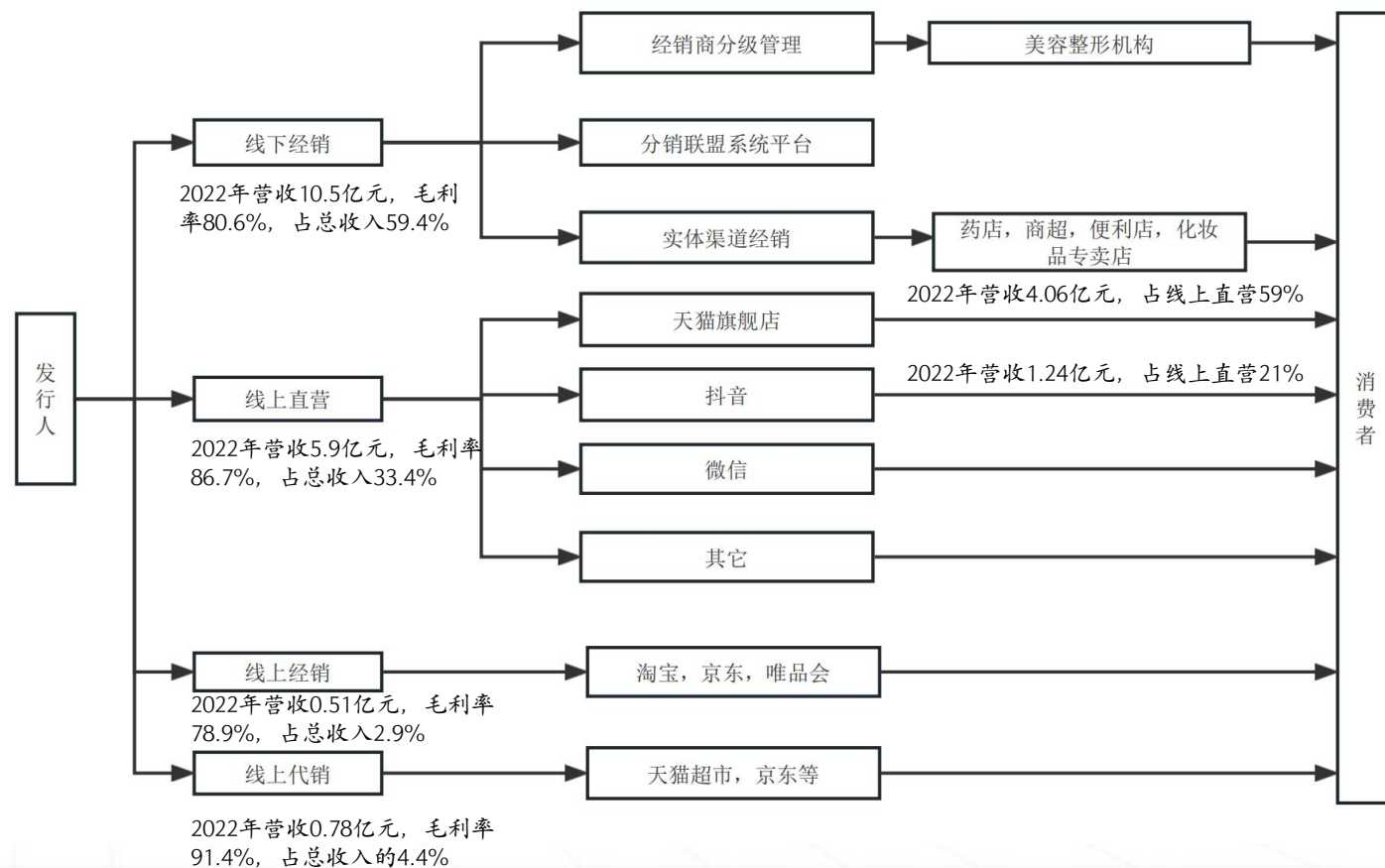
产品名称	推出时间	类别	成分	产品定位	定价	财务数据
白膜	16年4月	二类医疗器械	透明质酸钠	适用于轻中度痤疮、促进创面愈合与皮肤修复; 对痤疮愈后、皮肤过敏与激光光子治疗术后早期色素沉着和减轻瘢痕形成有辅助治疗作用	23.6元/26g/片	2022年收入6.2亿元, 占比35.3%, 20-22年复合增速2.2%
黑膜	16年4月	二类医疗器械	透明质酸钠		31.8元/30g/片	2022年收入2.2亿元, 占比12.4%, 20-22年复合增速-8.6%
积雪草舒缓修护贴	19年9月	化妆品级	野生积雪草提取物	尤其适用于敏感性肌肤。具有舒缓修复、补水保湿、缓解肌肤敏感等特性	23.6元/26g/片	2022年收入1.8亿元, 占比10.2%, 20-22年复合增速12.2%
胶原蛋白水光修复贴	18年9月	化妆品级	重组胶原蛋白、透明质酸、神经酰胺	特别适用敏感性肌肤、特殊美容护理后肌肤、痘痘肌肤、日晒后肌肤、干燥缺水肌肤的修复和日常护理	23.6元/26g/片	2022年收入1.2亿元, 占比6.7%, 20-22年复合增速-25.4%
烟酰胺美白淡斑修护面膜	22年3月	化妆品级	烟酰胺、α-熊果苷	有效淡化色斑色沉、补水保湿、均匀提亮肤色	23.6元/26g/片	2022年收入1.1亿元, 占比6.4%
虾青素传明酸修复贴	19年4月	化妆品级	虾青素	具有修护色泽、改善肤色、光感亮洁等特性	23.6元/26g/片	2022年收入1.1亿元, 占比6.2%, 20-22年复合增速-17.6%
清痘净肤修护贴	22年3月	化妆品级	水杨酸、白柳皮提取物	具有有效祛痘、补水保湿等特性	28.4元/26g/片	2022年收入1.0亿元, 占比5.7%

数据来源: 公司公告, 中邮证券研究所

1.3 业务分析：线下经销渠道仍占据主导地位，线上自营快速发展，保持高毛利率

- **线下经销模式：**1) 分级管理经销商模式，根据经销商能力将其分为甲、乙、丙三类，主要面向美容机构、整形机构等终端渠道，经营主体为企业或自然人；2) 分销联盟系统平台经销商，采用官方微信公众号中分销联盟平台管理，助力于产品的下沉、深度扩展市场，主要经营主体为自然人，仅可经销公司部分产品，且设立随机配额制度，避免与分级经销商之间产生压价、窜货、抢客等竞争；3) 实体渠道经销商，主要面向药店、商超、便利店、CS店等终端渠道销售，增强产品线下体验，提升产品展示服务空间。
- **线上直销模式：**天猫（18年6月开店，下同）、小红书（18年8月）、考拉海购（20年4月）、京东（20年5月）、微信小程序（20年5月）、微店（20年6月）、抖音（20年8月）、快手（21年4月）、拼多多（21年6月）九大B2C平台设立直营店铺，面向C端进行销售。
- **线上经销模式及代销模式：**主要针对淘宝、唯品会、天猫超市等平台，采用经销或代销模式。

图表20：公司渠道布局情况



数据来源：公司公告，中邮证券研究所

1.3 业务分析：线下经销渠道仍占据主导地位，线上自营快速发展，保持高毛利率

图表21：公司不同渠道2018-2022收入、毛利率变化（百万元）

	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	18-22年复合增速
线下渠道（经销）	329.2	1032.8	1124.1	1152.0	1050.6	273%
占比收入	88.2%	76.9%	70.9%	63.8%	59.4%	—
毛利率	77.6%	74.7%	74.4%	79.3%	80.6%	—
线上渠道	44.3	309.7	460.9	460.9	597.7	254%
占比收入	11.9%	23.1%	29.1%	36.2%	40.6%	—
毛利率	80.1%	84.4%	81.7%	86.7%	86.7%	—
—线上直销	14.1	232.9	395.7	518.7	590.1	257%
占比收入	3.8%	17.4%	25.0%	31.4%	33.4%	—
毛利率	90.3%	86.8%	82.8%	86.9%	86.7%	—
天猫-敦尔佳旗舰店			378.3	479.3	406.2	
京东-敦尔佳官方旗舰店			2.1	20.4	12.1	
微信小程序-敦尔佳官方旗舰店			0.6	1.1	27.8	
抖音-敦尔佳官方旗舰店			0.0	9.2	124.4	
拼多多-敦尔佳官方旗舰店			2.7	2.7	11.7	
快手-敦尔佳官方旗舰店			0.2	0.2	3.0	
—线上经销	30.1	76.7	64.5	34.0	50.7	83%
占比收入	8.1%	5.7%	4.1%	2.1%	2.9%	—
毛利率	75.4%	77.2%	74.5%	78.0%	78.9%	—
—线上代销			0.7	45.0	77.7	139%
占比收入			0.0%	2.7%	4.4%	—
毛利率			84.7%	90.5%	91.4%	—

- 线上收入快速增长，线下仍占主导。1）22年公司线下经销渠道收入10.5亿元，占比收入59.4%，是公司收入占比最高渠道，19-22年复合增速为0.6%；2）22年公司线上直营渠道收入5.9亿元，占比收入33.3%，19-22年复合增速达36.3%，获得快速增长，天猫、抖音为主要增长引擎；3）22年线上代销渠道收入0.78亿元，占比收入4.39%；4）22年线上经销渠道收入0.51亿元，占比收入2.87%。
- 线上毛利率较高，近年来稳步提升。公司2022年线下经销渠道、线上直营渠道、线上经销渠道、线上代销渠道毛利率分别为80.6%/86.7%/78.9%/91.4%，较18年分别提升3.0pct/3.6pct/3.5pct/—，各渠道毛利率均获得提升，线上代销及自营渠道毛利率保持领先。

1.3 业务分析：产品高加倍率，经销商拥有丰厚利润空间，经销价格体系稳定

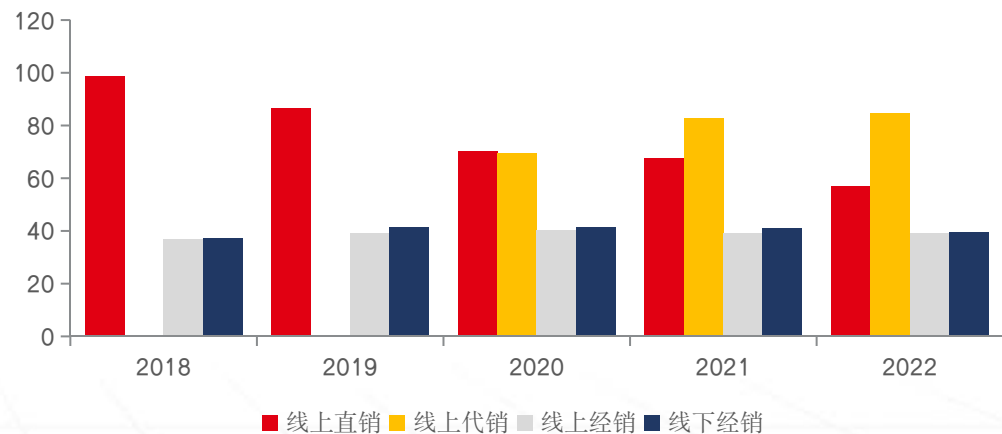
- **产品高加倍率。**以公司2022年价格体系为例，公司医疗器械及化妆品产品的平均成本价为7.6元/盒/瓶/支，线下/线上经销渠道平均出厂价为39.4元/38.2元（盒支瓶），而经销商价格是成本价格5倍左右。公司线上直营渠道平均价格为59.0元/盒/瓶/支，考虑到线上线下产品结构差异，例如白膜、黑膜零售日常价格超过20元/贴，公司经销商仍留有丰厚利润空间。
- **经销体系价格稳定，直营渠道均价有所下降。**从2018年以来价格体系看，公司线上线下经销商价格体系基本保持一致，近年来相对稳定，彰显公司对渠道的良好掌控能力。线上直营价格持续下降主要系：1）线上大型促销活动影响终端价格；2）为快速拉新，公司直营店推出非标准规格盒装产品拖累均价，如天猫旗舰店2片装白膜月销持续领先，该产品日常定价39.8元/2片。

图表22：以2022年为例公司渠道价格链条拆分



数据来源：公司公告，天猫旗舰店，中邮证券研究所（终端价格参考2023年6月28日天猫旗舰店价格）

图表23：2018-2022不同渠道产品出厂价格（元/盒/瓶/支）

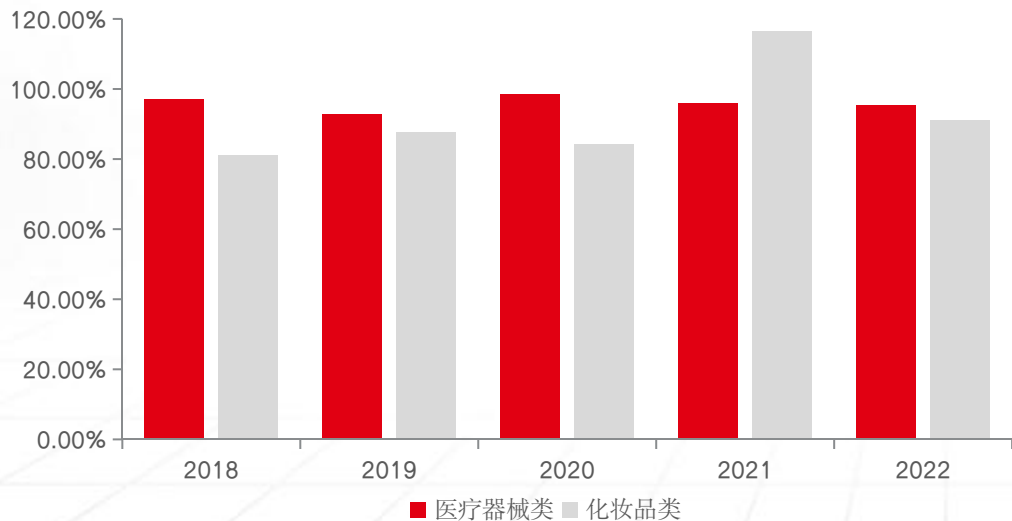


数据来源：公司公告，中邮证券研究所

1.3 业务分析：收购北星药业及筹资自建生产基地助力产业链整合

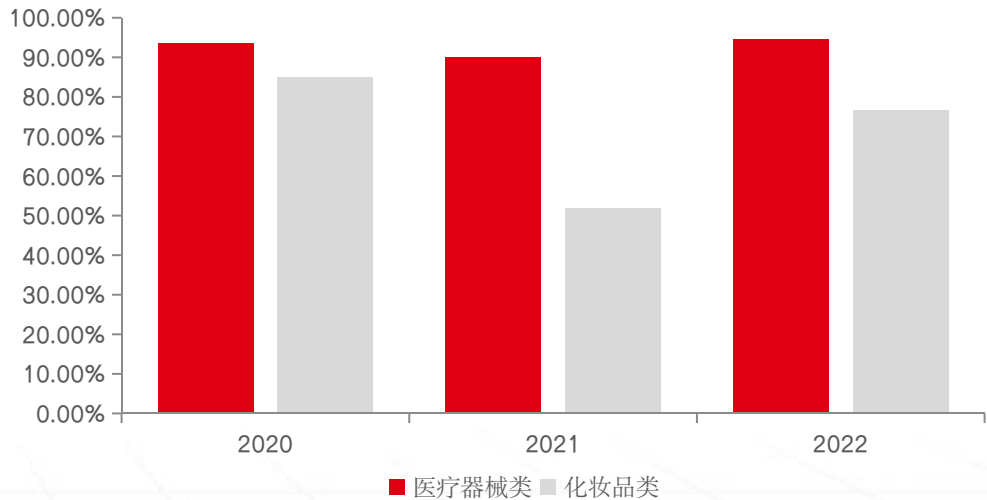
- **早期产品以外采购成品为主，换股收购后转为自产。**公司产品早期以外购成品为主，哈三联旗下子公司北星药业为主要供应商，2021年2月公司实现换股收购后实现自产；公司购销率较高，合理预测需求，以销定产控制存货，2019年-2022年医疗器械及化妆品平均产销率分别为超过90%。
- **募集资金自建产能。**考虑到北星药业生产活动场地及仓储为外部租赁，公司拟通过募集资金投入敷尔佳北方美谷自有生产基地建设，截至22年12月31日，项目主体已建设完成，预计23H1投入使用。截至22年年底，公司医疗器械类及化妆品类的产能分别为9960万/11200万贴支瓶，伴随项目推进，公司将扩大专业皮肤护理产品生产能力。

图表24：2018-2022年公司不同产品类型产（购）销率情况



数据来源：公司公告，中邮证券研究所

图表25：2020-2022年公司不同产品类型产品产能利用率



数据来源：公司公告，中邮证券研究所

二

竞争优势：营销灵敏，稳定推新，高复购率

2.1 产品优势：稳定推新、高性价比、高复购率

2.2 营销优势：新媒体营销敏锐，小红书、微博布局领先

2.3 渠道优势：百万级经销商占比持续提升，线上新平台反应灵活

2.1 产品优势：严选供应链，具备性价比的定价方式为爆款打造奠定基础，保持稳定推新频率，实现高复购率

- 严选供应链，与华熙生物、扬州中福等原料商合作。公司医用敷料产品均通过北星药业实现自产，化妆品类产品部分委托天津尚美等知名化妆品代工企业生产，实行严格的供应链管理制度；在原材料把控上，扬州中福生物以及华熙生物为主要透明质酸钠原料供应商，面膜布供应商包括高端面膜无纺布厂商上海即索实业。
- 医疗器械产品定价中端突出性价比，为爆款打造奠定基础。二类医用敷料在产品功能上差异化不显著，主要用于轻中度痤疮创面愈合、光子激光等辅助治疗，公司医疗器械类产品保持中端定价，在一梯队品牌中具备性价比，有助于早期快速打开市场，同时为渠道留有较高利润空间。

图表26：2021及2022年公司核心原材料采购情况

供应商名称	采购内容	供应商简介
天津尚美化妆品有限公司	成品	有24年化妆品行业代加工经验，是一家具有多项自主知识产权及发明专利的专业化妆品生产型企业。
扬州中福生物技术有限公司	透明质酸钠等	成立于2006年，主要从事纤维素醚、透明质酸、胶原蛋白的研发、生产和销售。知名原料供应商和代加工机构。
吉林百利克朗思包装有限公司	铝箔袋等	成立于2009年4月，致力于医药、食品等领域包装印刷，是东北地区实力强、规模大的包装印刷企业。
上海即索实业有限公司	面膜布	成立于2006年，从事高端面膜无纺布研发和生产，与国内外知名化妆品品牌建立长期稳定合作。
华熙生物科技股份有限公司	透明质酸钠等	成立于2000年，全球最大的透明质酸研发、生产及销售企业，透明质酸产业化水平居世界首位。

数据来源：公司公告，中邮证券研究所

图表27：行业医疗器械敷料产品对比情况

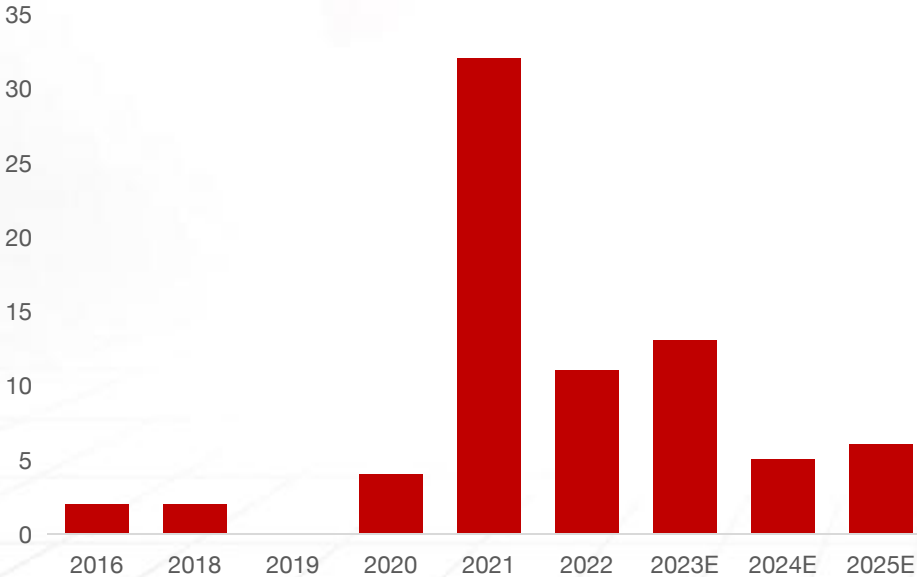
类型	产品名称	主要成分	单位价格	定价方式
医疗器械类	敷尔佳二类白膜	透明质酸钠	23.6元/片	118元/5片
	敷尔佳二类黑膜	透明质酸钠	31.8元/片	159元/5片
	敷尔佳重组三型人源化胶原蛋白贴	重组人源胶原蛋白	26.8元/片	134元/5片
	创福康三类蓝膜	胶原蛋白液	39元/片	198元/5片
	创福康二类蓝膜	活性胶原	35.6元/片	178元/5片
	可复美二类胶原冷敷贴	重组胶原蛋白	39元/片	198元/5片
	伯纳赫二类胶原敷料	重组人源胶原蛋白	66元/片	198元/3片
	可孚二类医用冷敷修复贴	透明质酸钠	13元/片	65元/5片
化妆品类	荣晟二类医用冷敷贴	透明质酸钠	15.6元/片	78元/5片
	敷尔佳复颜凝时抗皱面膜	丁二醇，乙酰壳糖胺	33.6元/片	168元/5片
	可丽金类人胶原蛋白健肤保湿面膜	丁二醇，甘油聚醚-26	29.6元/片	148元/5片
	创尔美胶原多效修护面膜	1，2己二醇，胶原	25.6元/片	128元/5片

数据来源：公司公告，中邮证券研究所（价格来自2023年6月26日天猫官方旗舰店）

2.1 产品优势：严选供应链，具备性价比的定价方式为爆款打造奠定基础，保持稳定推新频率，实现高复购率

- 针对市场热点保持稳定的推新频率。20年以来公司加大推新力度，2020年-2022年新品数量分别为4款、32款、11款，涉及医疗器械、面膜及其他类型化妆品。成分方面，除透明质酸外还布局重组胶原蛋白、水杨酸、烟酰胺、依克多因等热门护肤成分，紧抓消费者热点。
- 打造烟酰胺美白面膜、清痘面膜新品，医用敷料产品取得新突破。21年以来表现较好的新品主要有烟酰胺美白面膜、清痘净肤面膜，推出首年收入过亿元；22Q4推出医用重组3型人源化胶原蛋白贴仍处于孵化中，有望享受重组胶原蛋白行业红利；此外积雪草套系、玻尿酸次抛、绿泥膜等产品22年收入超过2000万，产品逐步多元化。

图表28：2016-2023E新品推进情况



数据来源：公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表29：2021年—2022年以来表现较佳新品

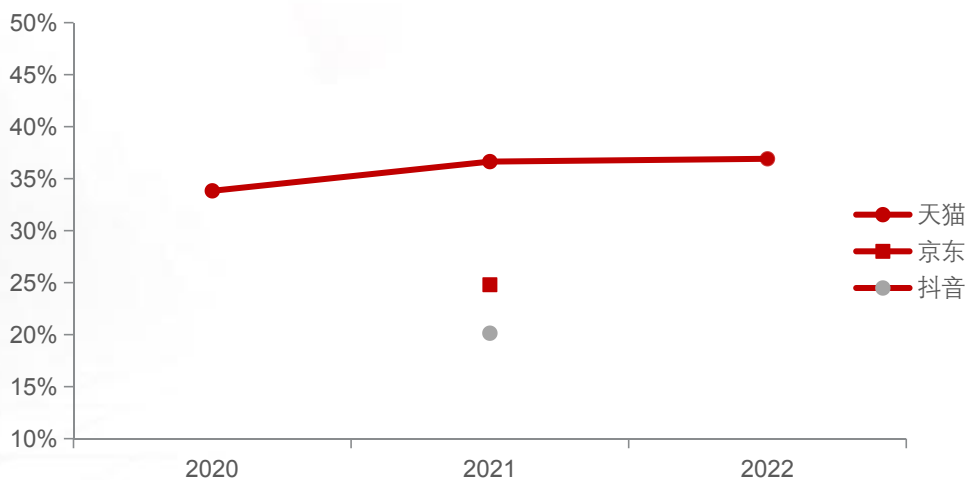
产品	上市时间	财务表现
医用重组3型人源化胶原蛋白贴	22Q4	22年收入1020万元
烟酰胺美白淡斑修护面膜	22年	22年收入1.13亿元
清痘净肤修护贴	22年	2022 年实现销售收入 1.01 亿元
润泽水感绿泥膜	21年	21-22年收入分别为166万/2445万元
依克多因熬夜修护贴	22年	2022年实现收入0.12亿元
次抛修护液	21年	2021-2022年实现收入0.1/0.2亿元
合计		上述产品22年合计实现收入2.8亿元，占比总收入为15.8%

数据来源：公司公告，中邮证券研究所

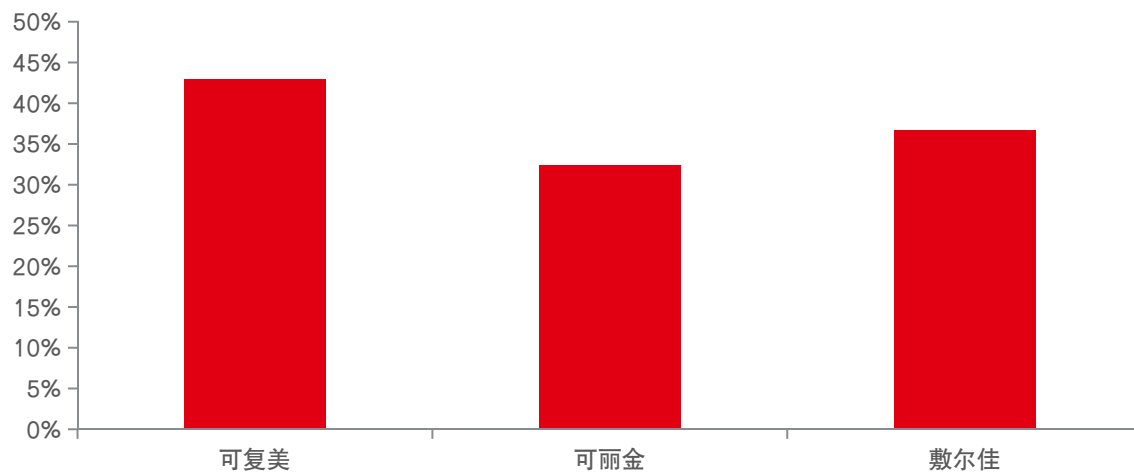
2.1 产品优势：严选供应链，具备性价比的定价方式为爆款打造奠定基础，保持稳定推新频率，实现高复购率

- 复购率稳步提升，处于同业较高水平。公司在天猫平台设有敷尔佳旗舰店，复购率不断提升，2022年复购率为36.9%，相比2020年提升3.1pct，消费者的品牌忠诚度持续提升；21年京东、抖音平台复购率分别为24.8%/20.1%，低于天猫，我们认为不同平台之间复购率存在差异系京东、抖音平台的开店时间较短，复购率仍处于爬坡阶段。与同业相比，21年可复美、可丽金天猫旗舰店复购率分别为42.9%、32.4%，敷尔佳复购率处于中等偏上水平，保持较高复购水平，彰显消费者认可度。

图表30：敷尔佳2020-2022主流购物平台复购率情况



图表31：同行业2021天猫旗舰店复购率比较



数据来源：公司公告，中邮证券研究所

数据来源：公司公告，中邮证券研究所

2.2 营销优势：较早涉足微博小红书等内容平台，明星网红达人放大声量，打造“医美面膜”概念

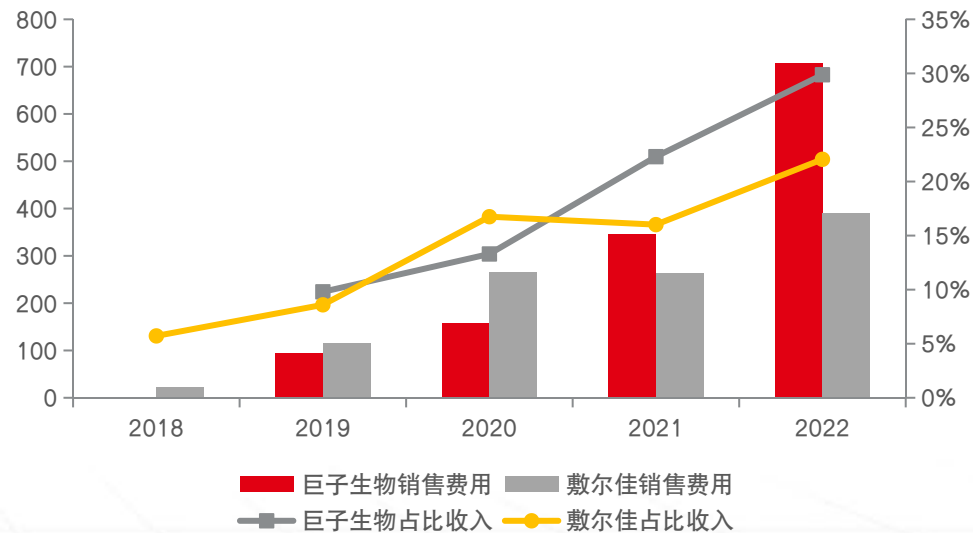
- 2019 年以来敷尔佳借助明星达人不断放大品牌声量，营销投入不断提升。敷尔佳充分利用明星达人造势：1) 2019 年、2020 年先后邀请带货达人李佳琦、薇娅推荐敷尔佳面膜。李佳琦仅用一晚售出 25 万张面膜，创造良好战绩；2) 2019 年、2020 年先后聘请袁姗姗、邓伦成为品牌代言人，袁姗姗开启“万物皆可贴”营销活动，邀请超过 300 位微博达人共同种草，为品牌带来 3 亿阅读量及 6.2 万社交讨论，影响覆盖 3000 万用户。2019 年-2022 年公司累计投入销售费用 10.35 亿元，相比于巨子生物，未来营销投入有望继续加大力度。

图表32：公司2019年以来借助明星及网红达人放大重点营销事件



数据来源：公司官微，中邮证券研究所

图表33：销售费用及同业比较（百万）



数据来源：公司公告，中邮证券研究所

2.2 营销优势：较早涉足微博小红书等内容平台，明星网红达人放大声量，打造“医美面膜”概念

- 率先抓住小红书、微博等平台红利打造医美面膜概念。根据上海感营咨询，2017年敷尔佳确定“医用敷料”产品定位后开始涉足小红书，寻找达人口碑推荐率先享受平台红利；从同业比较看，公司在小红书、微博平台粉丝积累量领先，抖音仅次于可复美，展现出良好的内容营销能力。
- 布局私域提升用户留存。2020年以来敷尔佳根据市场形势变化及时开展私域流量精细化运营，通过在微信平台投放广告、短视频平台获取新用户关注品牌公众号，建立企业微信群进行会员维护，并通过公众号、小程序定期或不定期推出营销活动实现销售转化，从而形成了加粉、留存、转化的私域闭环，有效实现了公域流量和私域流量的结合。2022年公司私域渠道收入占比达4.7%。

图表34：市场头部医疗器械敷料贴及贴片式产品厂家新媒体布局对比

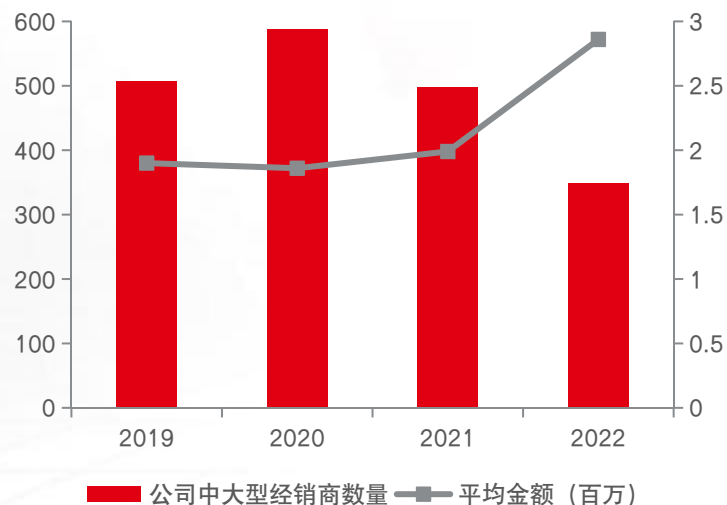
		微博	小红书	抖音
创尔美	注册时间	2013/8	2018/8	2020/8
	粉丝数量（万）	9.9	1.1	3.2
	笔记数量	1922	44	481
创福康	注册时间	2015/4	2019/8	2020/10
	粉丝数量（万）	2.8	2.0	7.1
	笔记数量	1165	214	403
可复美	注册时间	2016/12	2019/1	2020/11
	粉丝数量（万）	11.8	5.8	93.8
	笔记数量	1357	309	373
可丽金	注册时间	2017/12	2019/2	2020/9
	粉丝数量（万）	19.5	2.5	39.4
	笔记数量	2935	322	407
敷尔佳	注册时间	2017/2	2019/8	2021/4
	粉丝数量（万）	94.7	11.2	60.7
	笔记数量	838	66	169

数据来源：各APP，中邮证券研究所（数据日期为2023年6月）

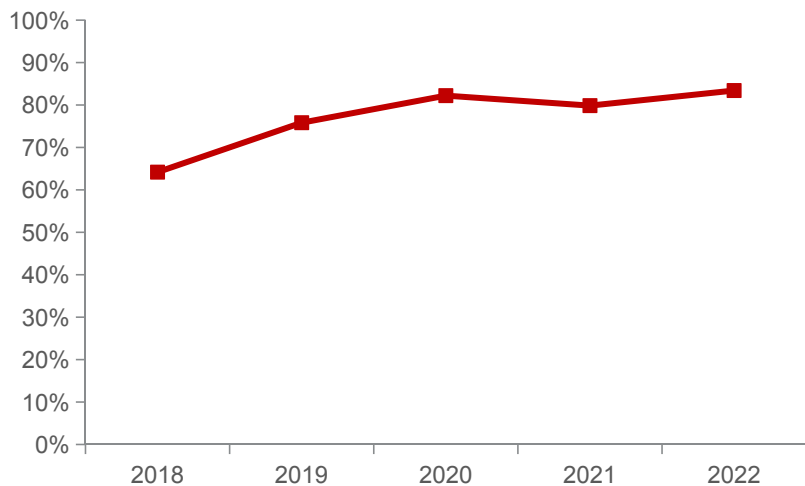
2.3 渠道优势：线下经销体系稳健，百万级别经销商占比稳步提升，线上新兴平台如抖音、私域快速增长，直播电商贡献不断提升

- 线下经销商实力不断增强，中大型经销商收入占比高。公司线下渠道百万以上提货额经销商实力不断增强，2022年提货额超过百万的线下经销商收入占线下渠道总收入比重超过95%，较18年提升31pct，规模以上经销商实力不断增强；2022年，公司中大型经销商数量/平均提货额分别为348个/286万元，近年来伴随渠道不断调整优化，平均提货额提升。2020年以来新增经销商当年交易额与退出经销商上年交易额存在一定缺口，未来伴随线下经销体系调整与优化，有望实现动态平衡。

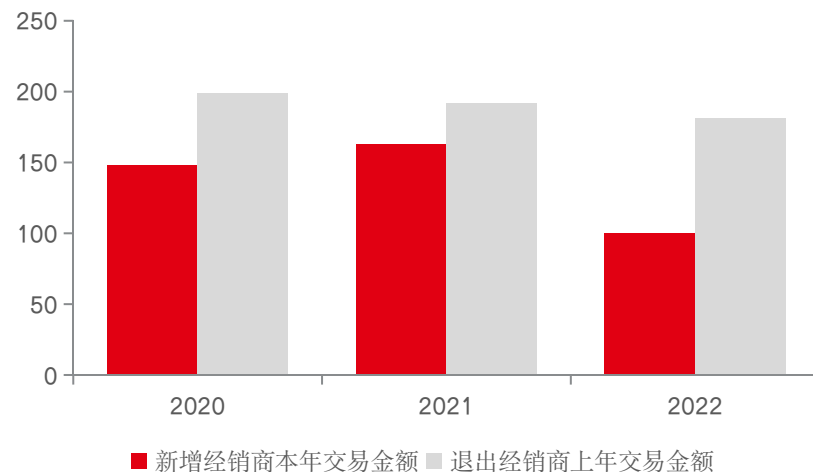
图表35：公司中大型经销商数量及单个提货额



图表36：百万以上线下经销商经销总额收入占比线下渠道



图表37：20-22年新增及退出经销商经销总额情况(百万)



数据来源：公司公告，中邮证券研究所

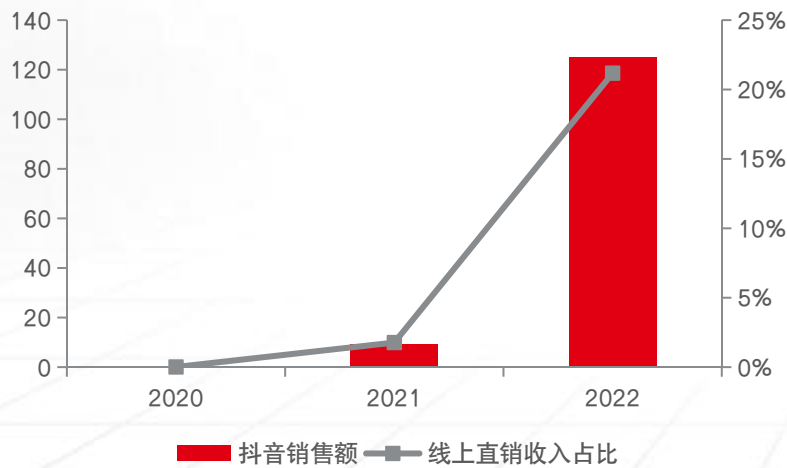
数据来源：公司公告，中邮证券研究所

数据来源：公司公告，中邮证券研究所

2.3 渠道优势：线下经销体系稳健发展，百万级经销商占比稳步提升；线上抖音、私域新渠道快速增长，电商直播带货贡献不断提升

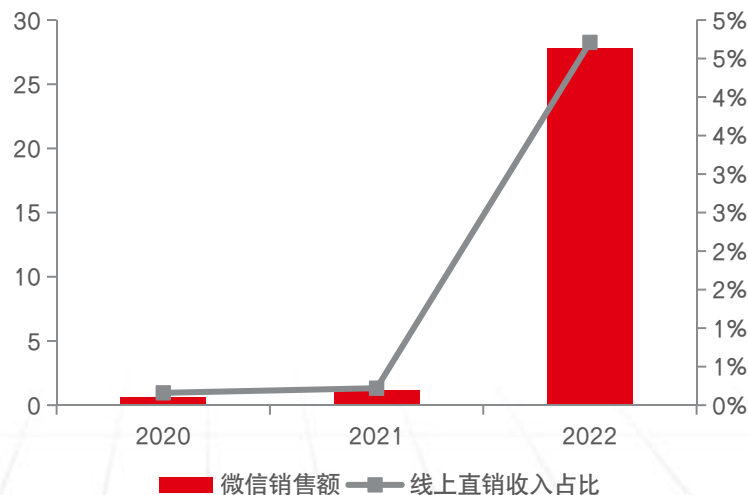
- 线上布局较晚，抖音、私域等新渠道快速发展。敷尔佳2018年开始涉足线上渠道，先后布局天猫、小红书、京东、微信、抖音等9大平台，尽管敷尔佳涉足线上时间较晚（巨子生物、创尔生物均2014年开始布局线上），在抖音、微信等新兴渠道快速增长，2022年抖音/微信收入分别占比线上收入的21.2%/4.7%，新兴平台开始发力。
- 直播电商快速发展，表现出灵活的渠道反应能力。公司于2019年开始在天猫平台上进行直播推广活动，是较早与头部主播合作的参与者，并将合作推广至小红书、抖音等其他平台；与此同时，在天猫、抖音、京东、小红书等平台建立自播间，搭建自播团队，实现品效合一。2022年公司直播电商收入为2.1亿元，占总收入的11.9%，占线上收入的35%，直播电商发展良好。

图表38：20年-22年抖音收入及线上收入占比(百万)



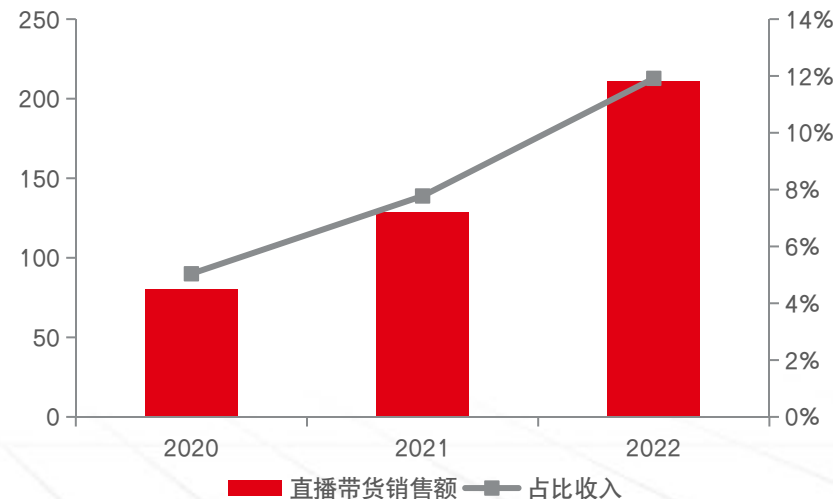
数据来源：公司公告，中邮证券研究所

图表39：20年-22年微信平台收入及占比(百万)



数据来源：公司公告，中邮证券研究所

图表40：公司直播电商收入及占比（百万）



数据来源：公司公告，中邮证券研究所

三

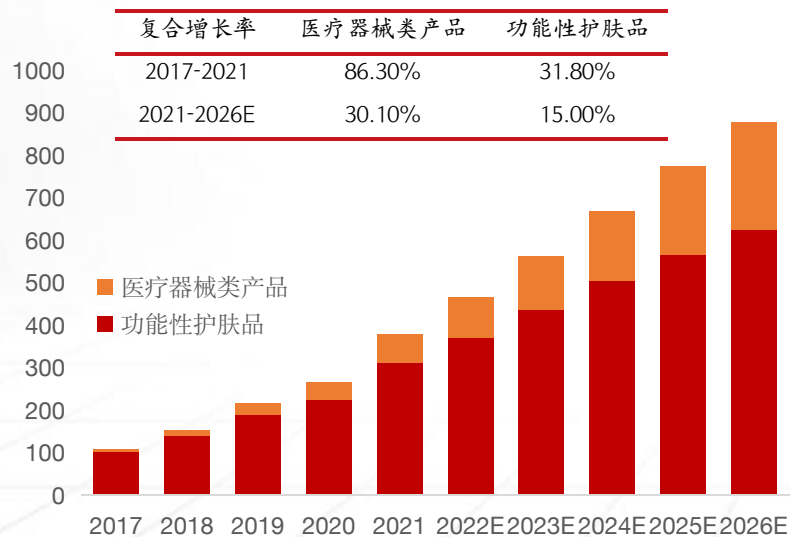
成长看点：行业高景气度，产品+渠道双发力

- 3.1 贴片类市场高景气度，龙头品牌享受增长红利
- 3.2 布局胶原蛋白新敷料，扩展妆字号产品带来增量
- 3.3 线上渗透空间大，线下渠道商转型卓有成效

3.1 21年专业皮肤护理市场规模达378亿元，17-21年复合增速达37%，医疗器械类以及贴片类市场呈现更高景气度

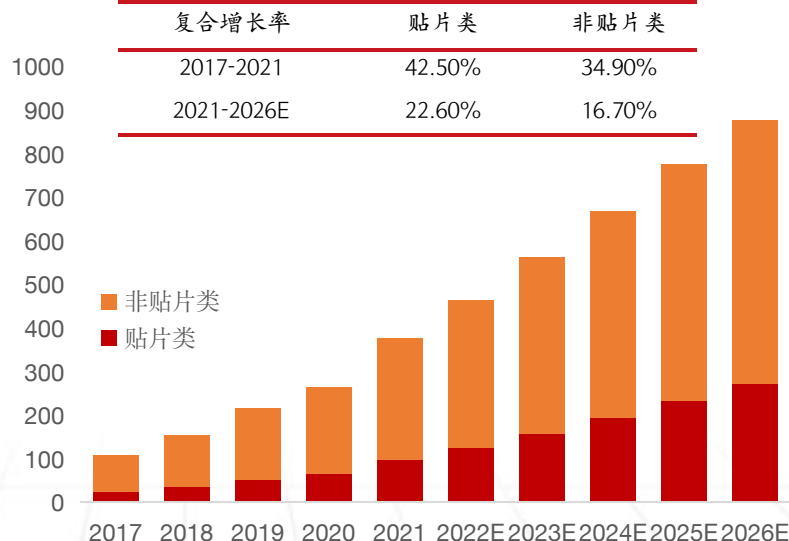
- **专业皮肤护理市场维持高景气度。**根据弗若斯特沙利文数据，专业皮肤护理市场2021年市场规模为378亿元，17-21年复合增速为37%，保持高景气度。按照监管类型划分，21年医疗器械类/功能性护肤品市场规模分别为68亿元/310亿元，17-21年复合增速分别为86%/32%；按照产品类型划分，21年贴片及非贴片类市场规模分别为98亿元/280亿元，17-21年复合增速分别为43%/35%，医疗器械及贴片类呈现更高景气度。贴片类市场中，21年敷料类及贴膜类市场规模分别为46亿元/52亿元，17-21年复合增速分别为82%/25%，敷料贴类快速增长。

图表41：中国医疗器械类敷料产品和功能性护肤品市场规模（亿元）



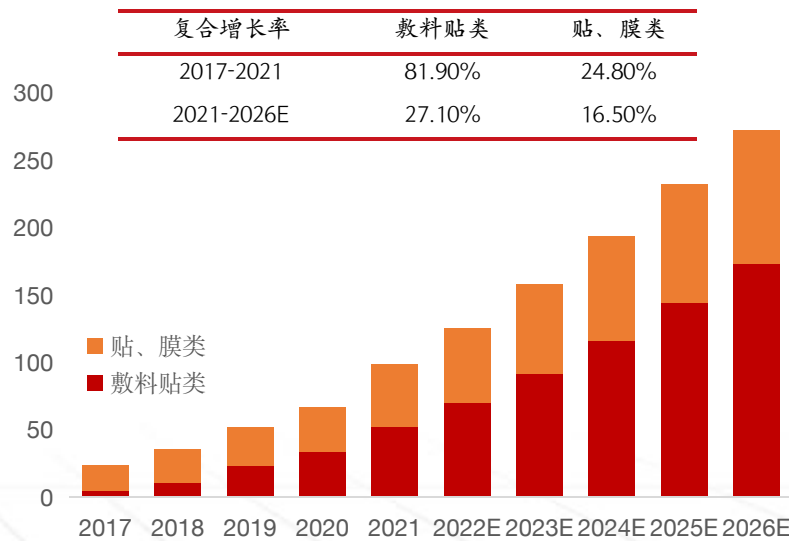
数据来源：弗若斯特沙利文，中邮证券研究所

图表42：中国贴片类和非贴片类专业皮肤护理市场规模（亿元）



数据来源：弗若斯特沙利文，中邮证券研究所

图表43：中国贴片类市场拆分及规模（亿元）



数据来源：弗若斯特沙利文，中邮证券研究所

3.1 敷尔佳21年在贴片类专业皮肤护理市场位列第一，享受行业红利

- 贴片类市场主要玩家包括敷尔佳、巨子生物、创尔生物、可孚医疗等厂商，敷尔佳、巨子生物份额领先。根据弗若斯特沙利文的分析报告，2021 年，公司为贴片类专业皮肤护理产品市场第一，市占率为 15.9 %，其中医疗器械类敷料贴类市占率为 17.5 %，市场排名第一；功能性护肤品贴膜类产品市占率为13.5 %，市场排名第二。敷尔佳在细分市场已有较深品牌认知及用户沉淀，有望享受行业增长红利。

图表44：同业公司比较

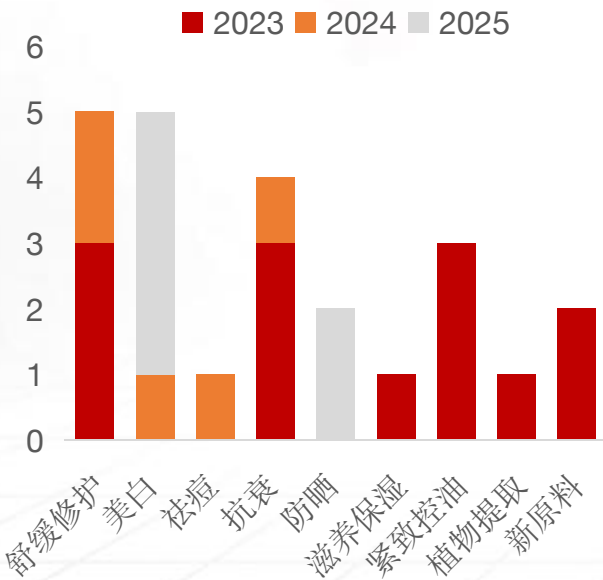
厂家	地点	旗下品牌	品牌成立时间	品类
敷尔佳	黑龙江	敷尔佳	2016年（医疗器械产品推出） 2018年（妆字号产品推出）	2022年医疗器械类收入8.66亿元，占比收入48.94%，同比下降6.68%；化妆品类收入9.03亿元，占比收入51.05%，同比增长25.14%
巨子生物	陕西	可复美 可丽金	2011年（品牌注册） 2006年（品牌注册）	2022年医疗器械收入为7.6亿元，占比32.1%，同比+18.4%；化妆品类收入为15.6亿元，占比66.1%，同比+81.4%
创尔生物	广东	创福康 创尔美	2004年（首款2类胶原敷料推出） 2005年（品牌注册）	2022年胶原类产品营收2.35亿元，同比增长7.97%
锦波生物	山西	伯纳赫 肌频	2018年（商标注册） 2018年	2022年重组胶原蛋白产品营收3.34亿元，占比收入85.6%，抗HPV生物蛋白产品营收0.47亿元，占比收入23.88%

数据来源：各公司公告，中邮证券研究所

3.2 深耕医用敷料赛道，不断扩展妆字号面膜、水乳霜精华等

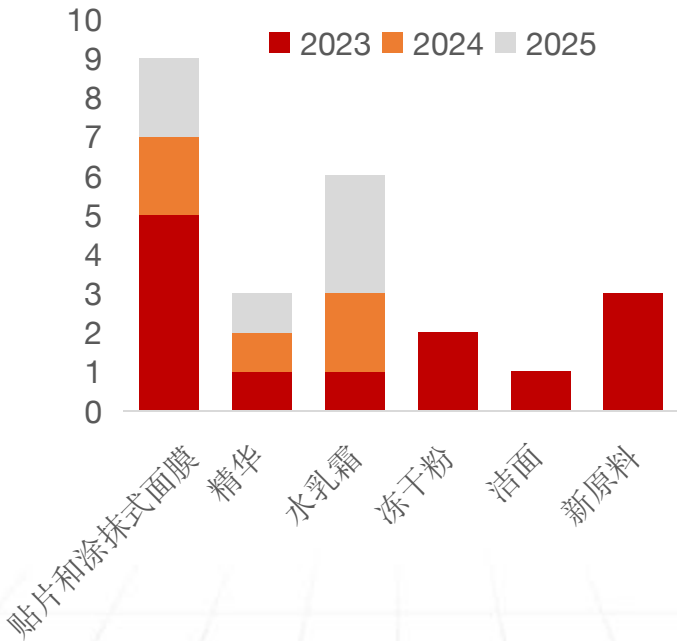
- 公司计划2023-2025年分别开发13款、5款、6款产品。共涉及9款贴片类产品、3款精华类产品、6款水乳霜产品、3款新原料等，涵盖舒缓修复、美白、祛痘、抗衰、防晒、控油紧致等功效。目前公司在研项目包括三类重组三型胶原蛋白医疗器械开发、防晒剂产品开发、修复类面膜、水乳霜产品开发以及美容饮品开发。未来伴随新品的上市，可有效补充产品线，为长期稳健发展提供新势能。

图表45：公司计划上市产品线（功效划分）



数据来源：公司公告，中邮证券研究所

图表46：公司计划上市产品线（剂型划分）



数据来源：公司公告，中邮证券研究所

图表47：公司在研项目储备情况

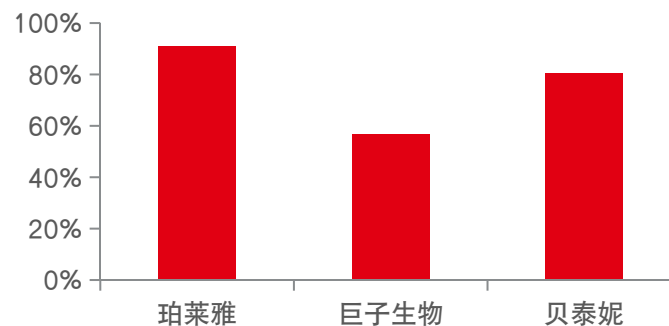
项目名称	所处阶段	预算(万元)	项目主要成员	内容与目标
III类医疗器械开发	工艺研发	633.81	刘艳君、潘宇、刘婷婷、刘欢	研究重组III型人源化胶原蛋白材料对皮肤创面的修复效果，结合无菌制剂技术，开发一款III类医疗器械产品。
防晒产品开发	工艺研发	60.50	刘艳君、刘婷婷	针对日常通勤人群及长时间户外活动人群的防晒需求，开发一款肤感清爽不油腻，成分温和的防晒产品。
美容饮品开发	配方及工艺研发	24.90	刘婷婷、宁玮钰、刘艳君、刘欢	结合市场对免疫健康产品需求的不断提高，搭配其他可食用原料，开发具有改善皮肤状态等功能的产品。
修护面膜类产品开发	设计开发及工艺研发	127.20	宋媛媛、刘艳君、刘婷婷、宁玮钰、刘欢	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	宋媛媛、刘艳君、刘欢	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。

数据来源：公司公告，中邮证券研究所

3.3 良好拉新能力+新兴渠道发力带动线上快速发展，可持续性较强，线下渠道经销商转型颇有成效，多网点覆盖带来新增量

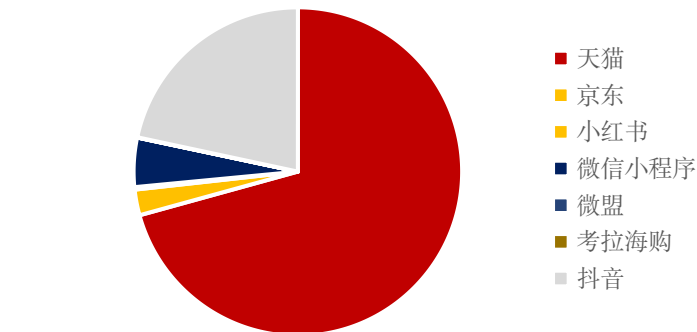
- 线上占比具备提升空间，天猫新客获取能力强+抖音等新渠道发力，线上有望快速增长。根据天猫旗舰店新客情况，2020/2021/22H1公司新客户数量分别为234万/217万/92万，公司保持稳定的新客获取，凭借良好的产品力维持35%以上的复购率，拉动天猫渠道增长。而抖音、快手、微信等渠道起步较晚，目前尚处于发力期，有望带来新增量。根据公司募集资金用途，公司计划投入4.1亿元平台推广费用以及1.0亿元物流费用，彰显大力发展线上渠道的决心。相比于同业，2022年巨子生物、贝泰妮、珀莱雅线上收入占比分别为57%、80%、91%，目前公司的线上渗透率仍处于低位，未来线上渠道业务量增长空间大。

图表48：公司线上收入占比与行业比较



数据来源：公司公告，中邮证券研究所

图表49：公司直营渠道线上收入结构



数据来源：公司公告，中邮证券研究所

图表50：公司天猫平台新客户获取能力体现

指标名称	2022年1-6月	2021年	2020年
新客户数（万人）	92.34	217.38	236.99
新客户贡献金额占总销售金额比例	0.5619	0.6884	0.8031
购买频次（次/年）	138.71	395.64	385.80
平均交易金额（元）	149.92	173.47	148.05

数据来源：公司公告，中邮证券研究所

图表51：公司募集资金用途中推广费用情况

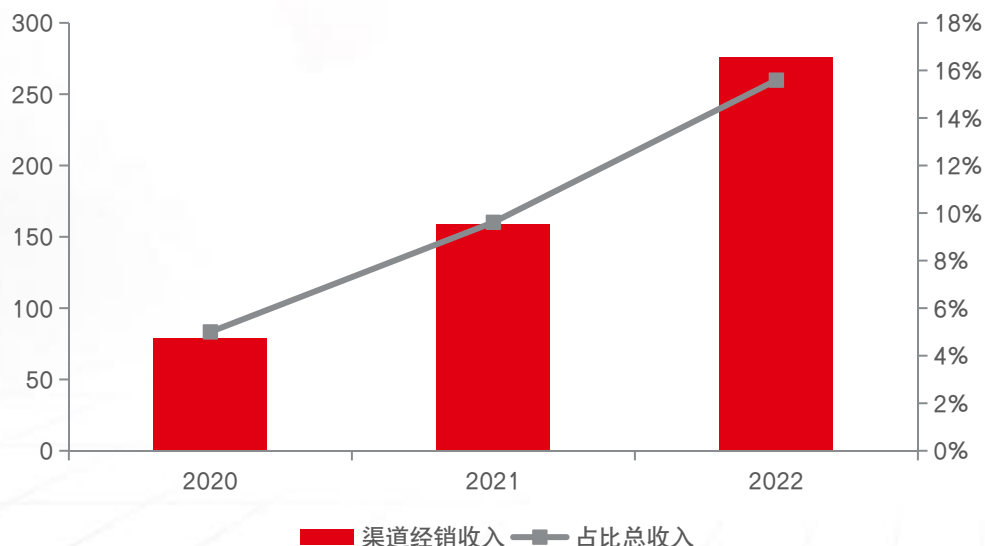
推广方式	费用明细	投入金额（万元）
平台推广费	站内推广投放包括直通车、钻展、品销宝、一站式智投、超级推荐等费用	9500
	网红直播合作坑位费及佣金	15000
	天猫站内成交手续费、拉新费用、官方工具手续费	16500
品牌营销	合计	41000
	KOL推广、明星代言、平台信息流、影视植入等	23000
物流费用	运输费	10000

数据来源：公司公告，中邮证券研究所

3.3 渠道视角：良好拉新能力+新兴渠道发力带动线上快速发展，可 持续性强；线下渠道经销商转型颇有成效，多网点覆盖带来新增量

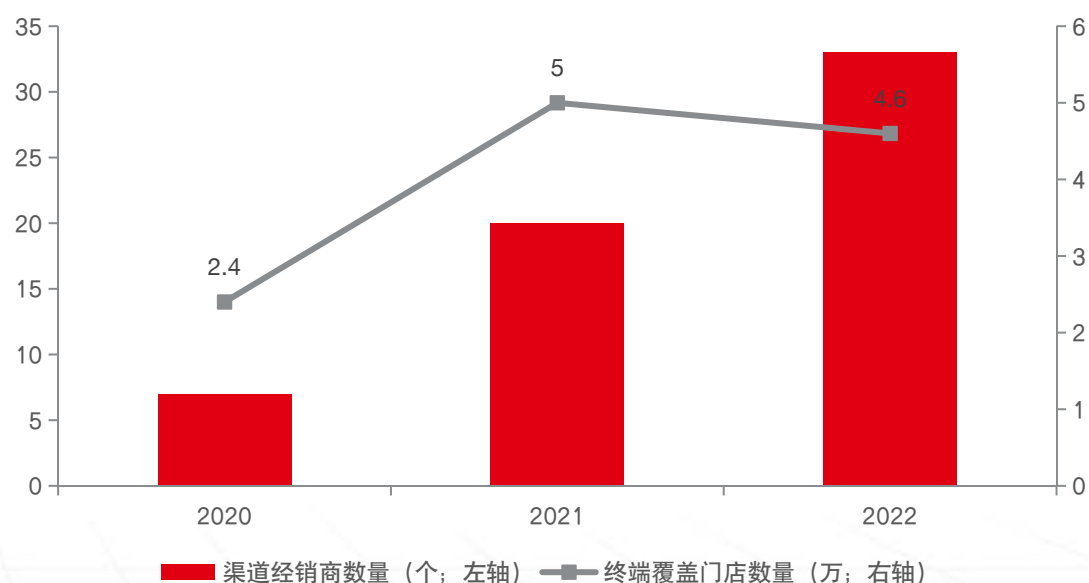
- 渠道经销模式转型颇见成效，多网点覆盖带来快速发展。公司2019 年拓展了渠道经销模式，与经销能力强、资金实力强、资质完善并具有丰富实体渠道资源的专业经销商进行合作，主要拓展 CS 、 KA 、 OTC渠道；相比于早期线下渠道模式，当前全新线下渠道经销模式可增强消费者的产品线下体验，提升产品形象。截至 2022 年末，公司扩展33个渠道经销商，覆盖商超及化妆品专营店约 2.5 万家、连锁药房约 2.1 万家，三年内线下渠道经销商体系获得快速发展。2022年公司渠道经销商实现收入2.8亿元，占比收入达15.6%，20-22年复合增速为87%，未来线下渠道经销商体系有望持续稳健发展。

图表52：公司渠道经销商收入及占比（百万）



数据来源：公司公告，中邮证券研究所

图表53：2020-2022渠道经销商数量及终端门店覆盖



数据来源：公司公告，中邮证券研究所

3.4 加强对外合作，加大研发实力，为长期发展夯实基础

- 加强对外合作，加大研发投入，为长期发展夯实基础。2022年公司研发人员仅8人，研发投入为1542万元，占比收入0.9%。目前公司研发投入不足，未来将加强自主研发能力与委托研发力度，持续夯实研发实力。公司已与江南大学、四川大学、聚源生物、中科院昆明植物研究所、聚源智创、东北林业大学、杉海创新合作，委托进行化妆品原料、配方等开发，未来将致力于重组胶原蛋白研、美白抗衰修复等成分的研发，现有产品升级等，公司研发实力有望增强。

图表54：公司委托研发项目及进展情况

序号	项目名称	受托方	主要委托内容	交易金额	研究成果及分配及权利义务划分	委托期限
1	化妆品技术服务	江南大学	由江南大学对敷尔佳指定的产品原始配方及预期功效进行产品升级	敷尔佳向江南大学支付150万元	研究结果及相关的专利所有权归属于敷尔佳；研发出的产品成果、收益亦均归属于敷尔佳	2021年4月18日至2024年4月18日
2	技术委托开发合同	四川大学（乙方）、江山聚源生物技术有限公司（丙方）	基于重组胶原蛋白的注射填充剂项目的研究开发	敷尔佳向乙方支付100万元，向丙方支付550万元	研究结果及相关的专利所有权归属于敷尔佳；研发出的产品成果、收益亦均归属于敷尔佳	2021年9月30日至履行完毕
3	委托研究开发技术合同	中国科学院昆明植物研究所	植物提取物的舒缓、修复功效、抗衰老、美白等功效研发	敷尔佳向中国科学院昆明植物研究所支付400万元	研究结果及相关的专利所有权归属于敷尔佳；研发出的产品成果、收益亦均归属于敷尔佳	2021年10月21日至2022年10月27日
4	技术开发合同	上海聚源智创生物研究有限公司	重组人源纤连蛋白及重组人源弹性蛋白的设计、构建表达、性能测试及发酵提取工艺开发	敷尔佳向上海聚源智创生物研究有限公司支付520万元	研究结果及相关的专利所有权归属于敷尔佳；研发出的产品成果、收益亦均归属于敷尔佳	2022年3月1日至2023年4月30日
5	战略合作协议	杉海创新	独家定制功效原料项目开发及材料稳定性测试	敷尔佳向杉海创新按照研发项目具体情况支付研发费用	研究结果及相关的专利所有权归属于敷尔佳；研发出的产品成果、收益亦均归属于敷尔佳	2022年4月18日起至2025年4月17日
6	合作开发协议	杉海创新	10个超分子材料及相关材料形成的产品	敷尔佳向杉海创新支付10个研发项目的费用共计487万元	研究结果及相关的专利所有权归属于敷尔佳；研发出的产品成果、收益亦均归属于敷尔佳	2022年6月30日起至2023年3月1日
7	技术开发（委托）协议	东北林业大学	细菌纤维素基液体敷料及再生膜制备等技术	敷尔佳向东北林业大学支付2个研发项目的费用共计110万元	研究相关的专利所有权归属于双方；研发相关的产品成果、收益亦均归属于敷尔佳	2023年2月1日起至2024年7月31日
8	合作开发协议	杉海创新	3种新原料的开发	敷尔佳向杉海创新支付3个研发项目的费用共计251万元	研究相关的专利所有权归属于双方；研发相关的产品成果、收益亦均归属于敷尔佳	2023年2月15日起至2024年8月31日

数据来源：公司公告，中邮证券研究所

四

投资建议

- **投资建议：**公司拥有良好的面膜品类基础，行业维持较高景气度，产品+渠道发力空间大。本次公司发行价为55.68元/股，对应22年扣非前后孰低归母净利润摊薄后市盈率为29.1倍，低于申万美容护理-化妆品-品牌化妆品板块平均市盈率42.9倍以及同业可比公司平均值41.4倍（日期为2023年7月20日），公司利润体量已跻身一梯队，成长路径清晰，建议积极关注。
- **风险提示：**行业竞争格局恶化，渠道扩展及新品销售不及预期，利润率下降等。

图表55：同业可比公司PE情况（截止2023年7月20日）

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	市值 (亿元)	22年归母净利润 (百万元)	对应动态市盈率
300957.SZ	贝泰妮	89.96	381	1051	36.3
688363.SH	华熙生物	90.18	434	971	44.7
603605.SH	珀莱雅	111.3	442	817	54.1
2367.HK	巨子生物	33.3	331	1002	30.4
平均值					41.4

数据来源：wind，中邮证券研究所（巨子生物收盘价、市值为港币）

感谢您的信任与支持！

THANK YOU

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048



中 邮 证 券

CHINA POST SECURITIES