



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

国内贴片类专业皮肤护理龙头，产品&渠道多维发力驱动增长

— 敷尔佳（301371.SZ）深度报告

2023 年 9 月 23 日

证券研究报告

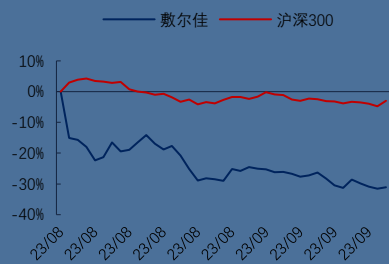
公司研究

深度报告

敷尔佳 (301371.SZ)

投资评级 **增持**

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	48.69
最近一月涨跌幅 (%)	-6.92
总股本 (亿股)	4.00
流通 A 股比例	100.00
总市值 (亿元)	194.80

资料来源：聚源，信达证券研发中心

刘嘉仁 社零&美妆首席分析师

执业编号：S1500522110002

联系电话：15000310173

邮箱：liujiaren@cindasc.com

王越 社零&美妆分析师

执业编号：S1500522110003

联系电话：18701877193

邮箱：wangyue1@cindasc.com

林凌 美妆行业研究助理

联系电话：15859025717

邮箱：linling@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

敷尔佳 (301371.SZ)：国内贴片类专业皮肤护理龙头，产品&渠道多维发力驱动增长

2023 年 9 月 23 日

本期内容提要：

◆敷尔佳在专业皮肤护理领域具备先发优势，是贴片类专业皮肤护理产品头部企业。近几年，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，专业皮肤护理市场规模快速增长。2012 年敷尔佳捕捉到市场趋势，将专业皮肤护理产品调整为主营业务方向，并以医用敷料作为其切入点。基于对透明质酸钠及胶原蛋白的研究，目前公司已形成以二类医疗器械类敷料为主，多种形式的功能性护肤品为辅的立体化产品体系。根据 Frost&Sullivan 数据，2021 年公司医疗器械类敷料贴类产品市占率为 17.5%，市场排名第一；功能性护肤品贴膜类产品市占率 13.5%，市场排名第二。

◆从械字号到妆字号，通过多样化成分打造差异化的新品。公司不断挖掘消费者的潜在需求，2018 年以来相继推出了主打透明质酸钠、胶原蛋白、虾青素、积雪草、烟酰胺等新成分的功能性护肤品。基于前期通过医疗器械类敷料（白膜&黑膜）所积累的品牌影响力和运营经验，旗下部分妆字号产品上市销售后迅速取得市场认可。2019-2022 年公司化妆品类产品收入分别为 4.24/7.05/7.22/9.03 亿元，期间 CAGR 达 28.6%。目前公司在研产品丰富，后续将围绕热门原料持续推出新品，同时也将积极研发胶原蛋白第三类医疗器械产品，以增强产品竞争力，巩固市场地位。

◆从线下到线上，多样化推广方式助力品牌知名度提升。一方面，公司较好地把握医用敷料核心消费人群的消费习惯，自设立起就深耕线下渠道销售，并持续扩充经销商网络；另一方面，公司较好地抓住电商行业快速发展的红利时期，2018 年起积极布局线上销售渠道，2019 年起开启直播带货，是行业内较早与头部主播合作并以直播带货形式推广产品的公司。目前公司已在天猫、小红书、京东、抖音、快手等 9 个平台开设 15 家线上直营店铺，2019-2022 年公司线上渠道销售收入分别为 3.10/4.61/5.98/7.19 亿元，期间 CAGR 达 32.4%。同时公司持续采取多元有效的营销推广策略，邀请明星作为公司产品代言人，并在天猫、抖音、小红书等多个电商、社交及短视频平台同 KOL 合作，以加大品牌推广力度。截至 2023 年 8 月 21 日，敷尔佳微博粉丝数达到 94.6 万人，拥有 1 个粉丝群聊；抖音“敷尔佳官方旗舰店”粉丝数达到 67.7 万人；小红书粉丝数达到 11.2 万人。

◆盈利预测及投资建议：考虑到敷尔佳在专业皮肤护理领域具备先发优势，且后续公司将持续推进功能性护肤品和医用胶原蛋白敷料的研究，并进一步拓宽公司的销售渠道及营销方式，增强公司品牌影响力，我们预计公司于 2023-2025 年有望实现营业收入 19.33/21.88/24.46 亿元，同比增速分别为 9.3%/13.2%/11.8%，毛利率分别为 84.17%/84.30%/84.37%；归母净利润分别为 8.61/9.25/10.09 亿元，同比增速分别为 1.6%/7.5%/9.0%，归母净利率分别为 44.5%/42.3%/41.2%。我们预计 2023-2025 年 EPS 分别为 2.15/2.31/2.52 元，对应 2023 年 9 月 22 日收盘价的 PE 分别为 23/21/19 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

◆风险因素：新品不及预期风险、研发不及预期风险、行业竞争加剧风险、募投项目进展不及预期。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	1,650	1,769	1,933	2,188	2,446
增长率 YoY %	4.1%	7.2%	9.3%	13.2%	11.8%
归属母公司净利润(百万元)	806	847	861	925	1,009
增长率 YoY%	24.4%	5.1%	1.6%	7.5%	9.0%
毛利率%	81.9%	83.1%	84.2%	84.3%	84.4%
净资产收益率 ROE%	41.7%	30.5%	15.1%	13.9%	13.2%
EPS(摊薄)(元)	2.01	2.12	2.15	2.31	2.52
市盈率 P/E(倍)	-	-	22.63	21.06	19.31
市净率 P/B(倍)	-	-	3.41	2.93	2.55

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2023年9月22日收盘价

目录

投资聚焦	6
1、专业皮肤护理市场景气度高，功效护肤品+医用敷料驱动增长	6
1.1、专业皮肤护理市场高景气，医用敷料领跑专业皮肤护理产品	6
1.2、敷尔佳从医疗器械切入，充分享受细分赛道红利	7
1.3、拓展产品矩阵，丰富运营经验为化妆品类产品持续增长奠定基础	9
2、产品+渠道+研发多维发力巩固先发优势	11
2.1、重视产品创新，以满足消费者多元化需求	11
2.2、构建线上线下全渠道营销体系，多样化推广方式助力品牌知名度提升	12
2.3、自主研发&委托研发相结合，在研项目储备较丰富	17
2.4、公司对比：敷尔佳打造大单品、依靠经销壮大，巨子生物深耕研发、内容营销助破圈	19
3、敷尔佳：国内贴片类专业皮肤护理龙头	23
3.1、具备药企基因，战略调整切入皮肤护理产品领域	23
3.2、股权集中，管理团队行业经验丰富	24
3.3、盈利能力较为亮眼，产品结构持续优化	26
3.4、募资助力扩充产能+研发品控升级+营销推广	29
4、盈利预测及投资建议	30
4.1、盈利预测	30
4.2 估值及投资建议	31
风险因素	32

表目录

表 1： 公司械字号产品详情	8
表 2： 国内前五大医用敷料公司产品成分及零售额情况	9
表 3： 公司部分化妆品类功能性护肤品详情	10
表 4： 在研功能性护肤品数量及上市计划	11
表 5： 线下推广主要场景	12
表 6： 线下经销体系分类	13
表 7： 线下经销按交易规模的金额分布及占经销收入的比重（万元、%）	13
表 8： 敷尔佳品牌官方账号在各平台粉丝数一览	16
表 9： 公司技术储备情况	17
表 10： 在研项目储备丰富	18
表 11： 主要在研项目的技术应用情况	19
表 12： 收购北星药业前后模式对比	24
表 13： 2020 年 12 月公司股权激励的人员构成	25
表 14： 敷尔佳管理团队履历	25
表 15： 募集资金用途	30
表 16： 品牌营销推广项目中推广费计划使用情况	30
表 17： 敷尔佳分品类盈利预测（单位：亿元）	31
表 18： 可比公司估值	31

图目录

图 1： 2017-2021 年基础皮肤护理市场 CAGR 为 13.3%	6
图 2： 2017-2021 年专业皮肤护理市场 CAGR 为 36.7%	6
图 3： 2017-2021 年我国医疗器械类敷料&功能性护肤品市场规模 CAGR 分别为 86.0%和 31.8%	7
图 4： 2019 年以来敷尔佳医疗器械产品销售收入总体保持稳定水平	8
图 5： 敷尔佳医疗器械类产品收入拆分（亿元）	9
图 6： 敷尔佳医疗器械类产品收入占比	9
图 7： 2021 年敷尔佳医用敷料市场份额排名第一	9
图 8： 妆字号产品数量结构图（按成分划分）	10
图 9： 妆字号产品数量结构图（按剂型和形态划分）	10
图 10： 公司部分化妆品类功能性护肤品销售额（亿元）	11
图 11： 2019 年以来化妆品类产品销售收入（亿元）	11
图 12： 2019 年以来公司线下经销收入保持稳定水平	14
图 13： 2018 年以来线上渠道收入占比持续提升	14
图 14： 敷尔佳线下经销占比高于大部分同业公司	14
图 15： 敷尔佳销售费用率低于大部分同业公司	14
图 16： 敷尔佳线上渠道销售收入拆分（亿元）	15

图 17: 敷尔佳线上直销收入拆分 (亿元)	15
图 18: 2020-2022 年直播收入呈现快速增长态势	15
图 19: 赞助《妻子的浪漫旅行 4》等综艺节目	16
图 20: 邀请人气小花赵露思作为品牌代言人	16
图 21: 公司销售费用拆分 (亿元)	17
图 22: 公司宣传推广及服务费用拆分 (亿元)	17
图 23: 敷尔佳研发流程设置	17
图 24: 研发投入持续提升 (亿元)	18
图 25: 公司研发投入拆分 (亿元)	18
图 26: 2021 不同成分专业皮肤护理产市场规模及占比	19
图 27: 2021 年专业皮肤护理市场前五大公司	19
图 28: 敷尔佳分品类收入 (亿元)	20
图 29: 巨子生物分品类收入 (亿元)	20
图 30: 敷尔佳、巨子生物经销商数量对比	21
图 31: 敷尔佳、巨子生物经销商单产 (万元)	21
图 32: 敷尔佳、巨子生物经销收入占比	21
图 33: 敷尔佳、巨子生物研发费用率对比	22
图 34: 敷尔佳历史沿革	23
图 35: 医疗器械类产能及产能利用率 (万件)	24
图 36: 化妆品类产能及产能利用率 (万件)	24
图 37: 敷尔佳股权结构 (截至 2023 年 8 月 1 日)	25
图 38: 2020 年至今公司营业收入增速呈现放缓趋势 (亿元)	27
图 39: 公司化妆品类产品收入及其占比持续提升 (亿元)	27
图 40: 2018-2022 年以来公司综合毛利率小幅增长	28
图 41: 研发投入持续提升	28
图 42: 期间费用率呈上升趋势	28
图 43: 2018-2022 年公司归母净利润 CAGR 为 43.45%	29
图 44: 2019 年以来公司归母净利率在 40%-50%间浮动	29

投资聚焦

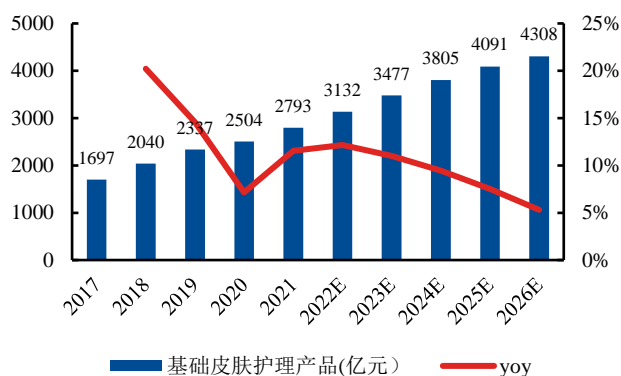
敷尔佳在专业皮肤护理领域具备先发优势，是贴片类专业皮肤护理产品头部企业。近几年，由于皮肤护理消费概念盛行，消费者对高品质功能性专业皮肤护理产品的需求加大，专业皮肤护理市场规模快速增长。2012 年敷尔佳捕捉到市场趋势，将专业皮肤护理产品调整为主营业务方向。公司以医用敷料作为其切入点，基于对透明质酸钠及胶原蛋白的研究，目前已形成以二类医疗器械类敷料为主，多种形式的功能性护肤品为辅的立体化产品体系。通过多年的口碑传播和品牌推广，当前公司已拥有多个年销售额过亿元的单品。根据 Frost&Sullivan 数据，2021 年公司医疗器械类敷料贴类产品市占率为 17.5%，市场排名第一；功能性护肤品贴膜类产品市占率 13.5%，市场排名第二。本篇报告将详细梳理敷尔佳布局专业皮肤护理领域后所取得的成果，重点分析公司在产品矩阵构建、营销推广及销售渠道布局方面的策略，最后结合行业规模预测、公司产品增速预测及市场份额预测等给予业绩测算。

1、专业皮肤护理市场景气度高，功效护肤品+医用敷料驱动增长

1.1、专业皮肤护理市场高景气，医用敷料领跑专业皮肤护理产品

专业皮肤护理市场高景气。皮肤护理产品依照不同定位，可分为基础皮肤护理产品与专业皮肤护理产品：1) 基础护理一般以清洁和保持肌肤水油平衡为主；2) 专业皮肤护理产品主要指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、激光光子治疗后、水光针后等情况的肌肤使用的产品。近年来，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。相比于基础皮肤护理产品，专业皮肤护理产品市场规模虽然较小，但是增长势头强劲。根据 Frost&Sullivan 数据，专业皮肤护理产品市场规模由 2017 年的 108.2 亿元增长至 2021 年的 377.8 亿元，CAGR 为 36.7%，预计在 2026 年将会达到 876.8 亿元。

图1：2017-2021 年基础皮肤护理市场 CAGR 为 13.3%



资料来源：Frost&Sullivan，敷尔佳招股说明书，信达证券研发中心

图2：2017-2021 年专业皮肤护理市场 CAGR 为 36.7%



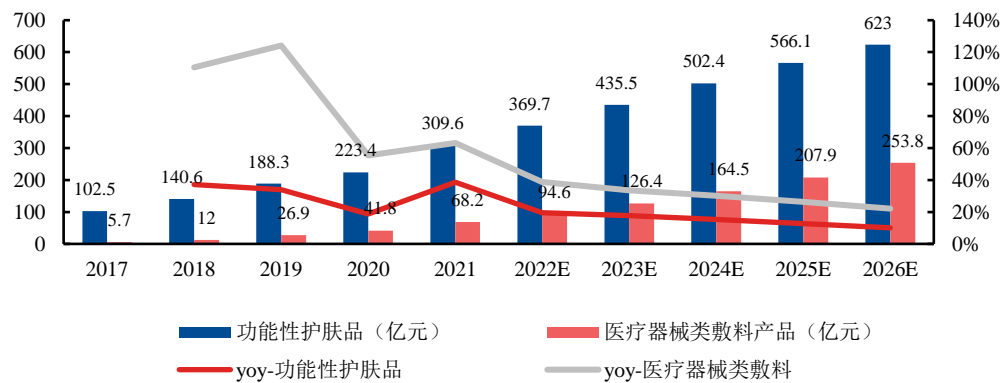
资料来源：Frost&Sullivan，敷尔佳招股说明书，信达证券研发中心

专业皮肤护理产品可进一步分为“械字号”的医用敷料和“妆字号”的功效护肤。1) 医疗器械类敷料指通过物理覆盖屏障作用，用于创面的护理、止血或是吸收创面渗出液，也用于手术过程

中承托器官、组织等，或是以医疗为目的辅助改善皮肤病理性疤痕、辅助预防皮肤病理性疤痕形成的产品。近几年，随着医疗美容行业快速发展，医用敷料应用场景进一步拓展至激光、光子术后浅表创面和浅表非慢性创面护理。2) 功能性护肤品可以进一步分为强功效型护肤品和皮肤学级护肤品，其中强功效性护肤主要针对追求成分功效型消费者，聚焦美白、抗氧、抗糖、抗皱等方面，皮肤学级护肤品聚焦敏感肌人群，主要作用在于舒敏、祛痘、祛斑等。

医疗器械类敷料市场规模增速领跑专业皮肤护理产品。根据 Frost&Sullivan 数据，我国医疗器械类敷料产品市场规模从 2017 年的 5.7 亿元增长至 2021 年的 68.2 亿元，CAGR 为 86.0%，预计在 2026 年将会达到 253.8 亿元；功能性护肤品产品市场规模由 2017 年的 102.5 亿元增长至 2021 年的 309.6 亿元，CAGR 为 31.8%，预计在 2026 年将会达到 623.0 亿元。未来，随着市场教育的持续普及，追求高效功能性护肤的消费者越来越多，这类人群或成为专业皮肤护理市场发展的新生推动力。

图3：2017-2021 年我国医疗器械类敷料&功能性护肤品市场规模 CAGR 分别为 86.0%和 31.8%

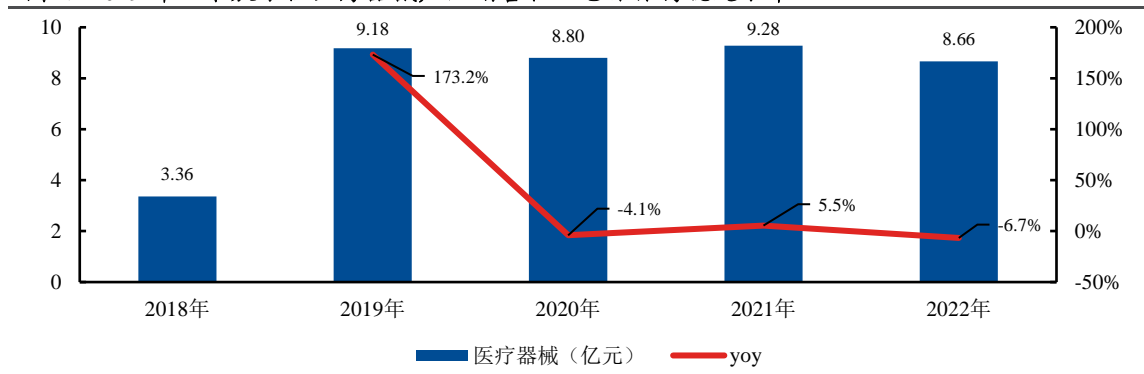


资料来源：Frost&Sullivan，敷尔佳招股说明书，信达证券研发中心

1.2、敷尔佳从医疗器械切入，充分享受细分赛道红利

捕捉市场需求变化趋势，布局医疗器械类敷料产品。2012 年敷尔佳捕捉到未来市场需求的变化趋势，将皮肤护理产品领域调整为业务发展方向，并以医疗器械作为其切入点。2016 年公司推出医用透明质酸钠修复贴（白膜）及医用透明质酸钠修复贴（黑膜），2018 年公司推出透明质酸钠修复液（次抛）及透明质酸钠修复液（喷雾）。公司较好地抓住医疗器械类敷料行业快速发展的红利时期，2019 年以来公司扩充线下经销商，同时采取多元有效的营销策略，即邀请明星作为公司产品代言人，并在天猫、抖音、京东、小红书等多个电商、社交及短视频平台加大了平台推广力度，因此 2019 年公司医疗器械类产品收入规模实现了快速增长。2020 年及 2022 年医疗器械类产品销售收入同比增速存在下滑，主要系疫情影响所致。

图4：2019 年以来数尔佳医疗器械产品销售收入总体保持稳定水平



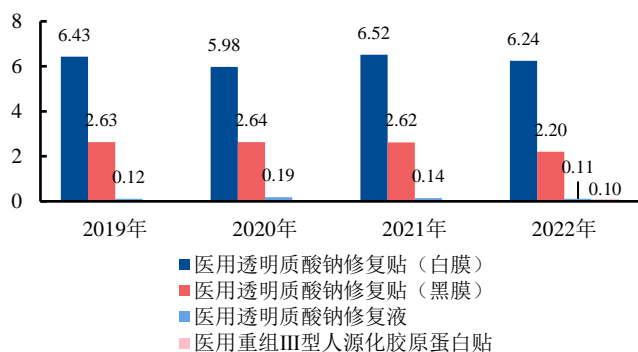
资料来源：同花顺 ifind，信达证券研发中心

表1：公司械字号产品详情

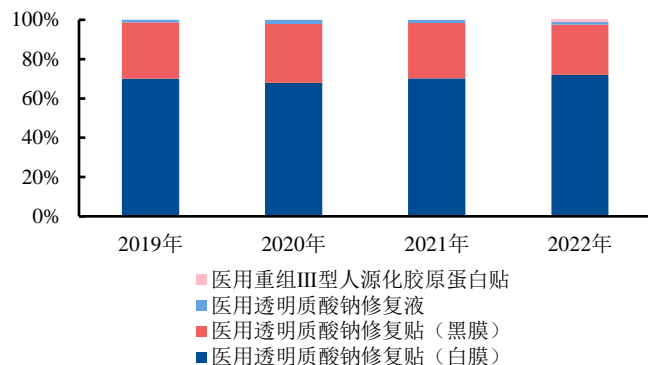
产品名称	产品图示	备案时间	适用范围
医用透明质酸钠修复贴（白膜）		2016 年 4 月 14 日	适用于轻中度痤疮、促进创面愈合与皮肤修复；对痤疮愈后、皮肤过敏与激光光子治疗后早期色素沉着和减轻瘢痕形成有辅助治疗作用。
医用透明质酸钠修复贴（黑膜）		2016 年 4 月 14 日	
医用透明质酸钠修复液（次抛）		2018 年 2 月 12 日	通过在皮肤表面形成保护层，起物理屏障作用，为创面提供愈合的微环境，促进创面愈合；适合于人体小创口、擦伤、切割伤等浅表非慢性创面及周围皮肤的护理。
医用透明质酸钠修复液（喷雾）		2018 年 2 月 12 日	
医用重组Ⅲ型人源化胶原蛋白贴		2022 年 7 月 1 日	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：数尔佳招股说明书，信达证券研发中心

公司目前在售医疗器械类产品共 5 款，主要分为敷料、次抛及喷雾三种类型，其中白膜及黑膜两款产品是公司医疗器械收入提升的核心驱动力。2019-2022 年医用透明质酸钠修复贴(白膜)收入分别为 6.43/5.98/6.52/6.24 亿元，占医疗器械类产品收入的比例分别为 70.02%/67.90%/70.23%/72.07%，医用透明质酸钠修复贴(黑膜)收入分别为 2.63/2.64/2.62/2.20 亿元，占医疗器械类产品收入的比例分别为 28.67%/29.94%/28.21%/25.46%，两者整体占比较高且相对稳定。医用透明质酸钠修复液细分为次抛液及喷雾剂型，2019-2022 年医用透明质酸钠修复液占医疗器械类收入的比重分别为 1.31%/2.17%/1.56%/1.28%，相对较低；2022 年下半年公司推出了医用重组Ⅲ型人源化胶原蛋白贴，目前尚处于市场培育期，其销售额占比较低，仅为 1.18%。

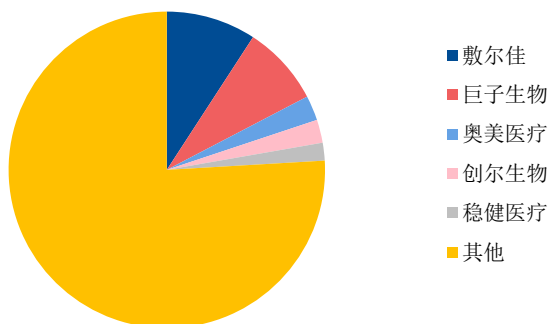
图5：敷尔佳医疗器械类产品收入拆分（亿元）


资料来源：敷尔佳招股说明书，信达证券研发中心

图6：敷尔佳医疗器械类产品收入占比


资料来源：敷尔佳招股说明书，信达证券研发中心

在支柱产品医用透明质酸钠修复贴（白膜）、医用透明质酸钠修复贴（黑膜）带动下，敷尔佳的品牌知名度不断提升。根据 Frost&Sullivan 数据，我国医疗器械类敷料产品市场规模从 2017 年的 5.7 亿元增长至 2021 年的 68.2 亿元，CAGR 为 86.0%。由于敷尔佳于 2012 年捕捉到市场趋势，于 2014 年 11 月完成“医用透明质酸钠修复贴”的研发，于 2016 年推出医用透明质酸钠修复贴（白膜）、医用透明质酸钠修复贴（黑膜），是较早进入专业皮肤护理产品市场的参与者，因此在医用敷料快速发展的市场环境下，公司凭借核心单品白膜、黑膜积累了良好的市场口碑。2019 年以来公司积极把握电商平台发展红利期，在天猫、小红书、京东、抖音、快手等平台开设线上直营店铺，和头部 KOL 合作开展直播带货，同时加大力度推进线下经销渠道，在多元化销售策略的推动下，白膜、黑膜成为公司医疗器械产品收入增长的核心驱动力。在两大核心单品的带动下，2021 年敷尔佳医疗器械类敷料贴类产品市场份额（按零售额计算）排名第一，进一步塑造了公司专业化的品牌形象。

图7：2021 年敷尔佳医用敷料市场份额排名第一


资料来源：Frost&Sullivan，巨子生物招股说明书，信达证券研发中心

表2：国内前五大医用敷料公司产品成分及零售额情况

公司	主要产品的核心成分	零售额（2021 年）
敷尔佳	透明质酸	26 亿
巨子生物	重组胶原蛋白	23 亿
奥美医疗	硅酮	7 亿
创尔生物	动物源性胶原蛋白	7 亿
稳健医疗	硅酮	5 亿

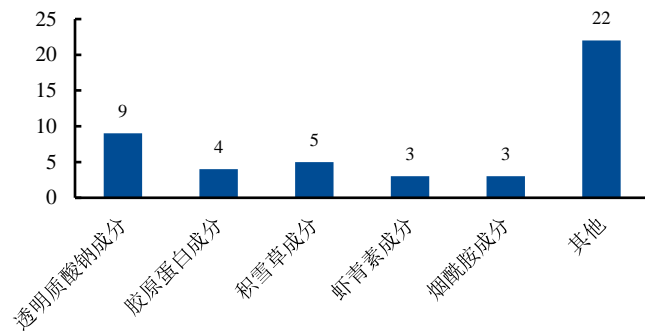
资料来源：Frost&Sullivan，巨子生物招股说明书，信达证券研发中心

1.3、拓展产品矩阵，丰富运营经验为化妆品类产品持续增长奠定基础

持续完善产品矩阵，并通过多样化成分打造差异化的新品。公司通过医用敷料产品在专业皮肤护理领域树立起良好的品牌形象，在此基础上公司不断挖掘消费者的潜在需求，2018 年以来相继推出了主打透明质酸钠、胶原蛋白、虾青素、积雪草、烟酰胺等新成分的功能性护肤品，满足了消费者保湿、舒缓、修护等多种功效需求。目前妆字号产品涵盖贴膜类、喷雾、水乳精

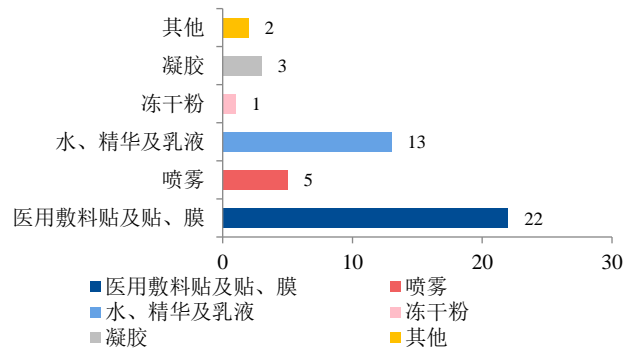
华、冻干粉、洁面以及凝胶类，共 46 款 SKU，其中面膜类妆字号产品拥有 22 款 SKU，水、精华及乳液类妆字号产品拥有 14 款 SKU。

图8：妆字号产品数量结构图（按成分划分）



资料来源：敷尔佳招股说明书，信达证券研发中心

图9：妆字号产品数量结构图（按剂型和形态划分）



资料来源：敷尔佳招股说明书，信达证券研发中心

得益于白膜、黑膜两大单品所积累的品牌影响力，公司化妆品类收入呈现快速增长趋势。2018 年以来公司推出了多款差异化功能性护肤品，例如：敷尔佳胶原蛋白水光修护贴主打内含微生物发酵来源胶原蛋白成分的功能性护肤品，于 2018 年 12 月上市销售；敷尔佳虾青素传明酸修护贴内含的虾青素成分具备修护肌肤、强化皮肤屏障等功能，于 2019 年下半年上市销售；敷尔佳积雪草舒缓修护贴内含积雪草提取物，具有舒缓修护、补水保湿等特性，于 2019 年末上市销售；敷尔佳烟酰胺美白淡斑修护面膜和敷尔佳清痘净肤修护贴于 2022 年上半年上市销售。基于前期通过医疗器械类敷料所积累的品牌影响力和运营经验，旗下妆字号产品上市后大多能够快速取得市场认可，不过由于化妆品成分具备生命周期（萌芽期、概念普及期、膨胀期、成熟期、衰退期），叠加近几年公司持续推出基于不同成分的新品，因此从趋势上来看，新品在上市 1-2 年后销售额通常有所下滑。总体来看，公司化妆品类收入呈现快速增长趋势，2019-2022 年公司化妆品类产品收入分别为 4.24/7.05/7.22/9.03 亿元，期间 CAGR 达 28.6%。

表3：公司部分化妆品类功能性护肤品详情

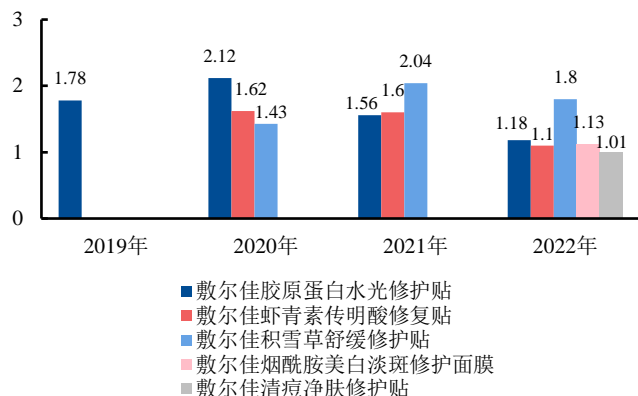
产品名称	主要配方成分	适用类型及主要功效	上市时间
敷尔佳胶原蛋白水光修护贴	内含胶原蛋白	适用于各种类型肌肤，特别是敏感性肌肤、特殊美容护理后肌肤、痘痘肌肤、日晒后肌肤、干燥缺水肌肤的修护和日常护理。可令肌肤水润光泽。	2018 年末
敷尔佳虾青素传明酸修复贴	内含虾青素	适用于普通人群的所有肤质。可修护肌肤、减少肌肤水分流失，令肌肤通透润泽。	2019 年下半年
敷尔佳积雪草舒缓修护贴	内含积雪草提取物	适用于各种类型肌肤，尤其适用于敏感性肌肤。具有舒缓修护、补水保湿、缓解肌肤敏感等特性。	2019 年末
敷尔佳烟酰胺美白淡斑修护面膜	内含 α-熊果苷、烟酰胺等成分	有效淡化色斑、色沉，多角度层层美白；修护滋养肌肤，均匀提亮肤色。	2022 年上半年

敷尔佳清痘净肤 内含 4-萜品醇、白柳树
修护贴 皮提取物、水杨酸等 具有祛痘、补水保湿的特性。

2022 年上半年

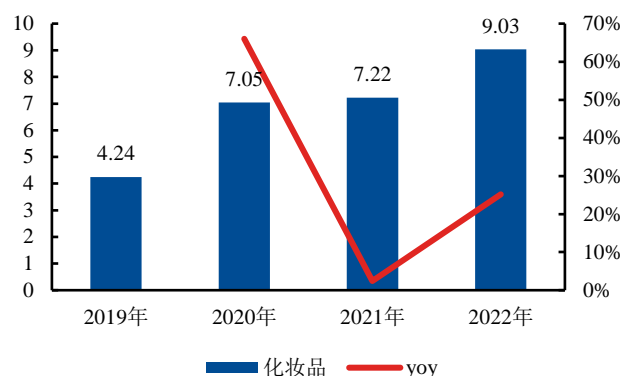
资料来源：敷尔佳招股说明书，信达证券研发中心

图10：公司部分化妆品类功能性护肤品销售额（亿元）



资料来源：敷尔佳招股说明书，信达证券研发中心

图11：2019 年以来化妆品类产品销售收入（亿元）



资料来源：同花顺 ifind，信达证券研发中心

2、产品+渠道+研发多维发力巩固先发优势

2.1、重视产品创新，以满足消费者多元化需求

打造以第二类医疗器械类产品为主，多种功能性护肤品为补充的产品体系。医疗器械方面，公司现已推出医用透明质酸钠敷料与医用胶原蛋白敷料，同时积极研发胶原蛋白第三类医疗器械产品，以增强产品竞争力，巩固市场地位；功能性护肤品方面，公司紧跟市场主旋律，通过多样化成分完善产品矩阵，现已推出以虾青素、传明酸、积雪草、烟酰胺、金盏花提取物、依克多因等为主要原料的产品。目前公司在研功能性护肤品丰富，后续将围绕热门原料持续推出新品，以满足消费者改善肤色、舒缓修护、补水保湿等多元化护肤需求。

表4：在研功能性护肤品数量及上市计划

功效	2023 年	2024 年	2025 年
舒缓修护	3	2	-
美白	-	1	4
祛痘	-	1	-
抗衰	3	1	-
防晒	-	-	2
补水修护	-	-	-
滋养保湿	1	-	-
紧致控油	3	-	-
植物提取	1	-	-

新原料	2	-	-
合计	13	5	6

资料来源：数尔佳招股说明书，信达证券研发中心

2.2、构建线上线下全渠道营销体系，多样化推广方式助力品牌知名度提升

高度重视线下渠道布局。为把握医用敷料核心消费人群的消费习惯，公司自设立起也深耕线下销售渠道，通过不断扩张经销网络，将医用敷料产品从公立医院迅速推广至院外医疗机构、美容机构、连锁零售药店等终端渠道。目前公司线下推广场景主要有6种，分别为大型商超、日化专营店、大型百货商场专柜、美容机构、医疗机构及药店。

表5：线下推广主要场景

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，皮肤护理产品通常为其中一个分区	价格亲民，大众品牌	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，集皮肤护理产品、香水、日化用品等于一体，综合性强	品牌多样，价格亲民	非品牌导向型的随机选购消费者
大型百货商场专柜	主要销售彩妆产品及中高端皮肤护理产品，提供体验式服务、品牌宣传、产品展示等功能	品牌消费者号召力及盈利能力强，价格偏高	强消费能力的品牌导向型消费者
美容机构	主要销售专业性皮肤护理产品，流通渠道窄	产品价值透明度低，常捆绑销售其他业务	产品选购受专业人士意见影响
医疗机构	提供医疗器械类产品	均为医疗器械类产品，安全性更高，治疗作用更强	有特定治疗需求的消费者
药店	开设医疗器械专区	均为医疗器械类产品，安全性更高，治疗作用更强	有特定治疗需求且要求较高产品安全性的消费者

资料来源：数尔佳招股说明书，信达证券研发中心

建立三维经销体系，增强线下销售竞争力。为加强对线下经销商进行分类管理，公司根据不同场景建立三维经销体系：1) 经销商分级制度。公司将经销商细分为甲、乙、丙三类，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。2) 分销联盟系统平台。通过该平台对经销商进行注册、认证管理及销售。分销联盟系统平台系对公司经销商分级管理体系的有效补充，有利于公司下沉销售渠道，深度拓展市场空间。3) 实体渠道经销。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，借助渠道经销商掌握实体销售店铺资源的集中性以及强劲的渠道销售实力，拓展公司产品在药店、商超、便利店等实体店铺的销售，丰富消费者的线下体验。

表6：线下经销体系分类

销售方式	模式介绍
经销商分级制度	面向美容机构、整形机构、连锁零售药店
分销联盟系统平台	利于公司下沉销售渠道，深度拓展市场空间
实体渠道经销	拓展产品在药店、商超、便利店、化妆品专营店等实体店铺的销售

资料来源：敷尔佳招股说明书，信达证券研发中心

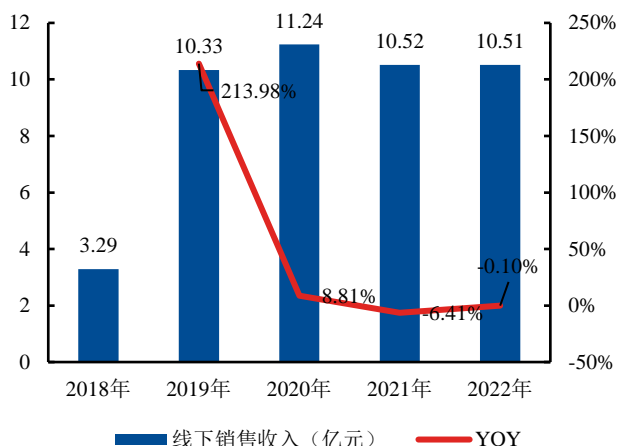
经销商管理制度高效，助力线下经销商保持较强竞争力。针对不同类型的线下经销商，公司采取不同的管理办法：1）经销商分级制度方面：从业务规模、从业资质、经销经历、种草能力等多方面筛选经销商，将通过筛选的经销商主体按以上指标进行排序并划分为甲、乙、丙三级，每级的约定销售业绩不同。公司对经销商主体实行业绩淘汰制度，未在规定时间内完成业绩指标的经销商主体将面临降级或解约风险，由此保证经销商销售竞争实力。2）分销联盟系统平台经销方面：经销商可以通过微信公众号的分销联盟系统平台完成注册、认证管理及销售环节。对该类经销商，公司设置了业绩淘汰制度，未在规定时间内完成业绩指标的经销商将会被取消代理资格。为激发经销商积极性，在协议中约定返利制度，针对部分产品，完成业绩或超额完成业绩将会有一定比例的返利（3%-30%）。在三维经销体系与经销商管理制度的共同作用下，公司线下经销商保持较强竞争力，绝大多数经销商收入规模在百万元以上，2019-2022 年交易规模在 100 万元以上的线下经销商占经销收入的比重分别为 75.83%/82.21%/79.85%/83.41%。

表7：线下经销按交易规模的金额分布及占经销收入的比重（万元、%）

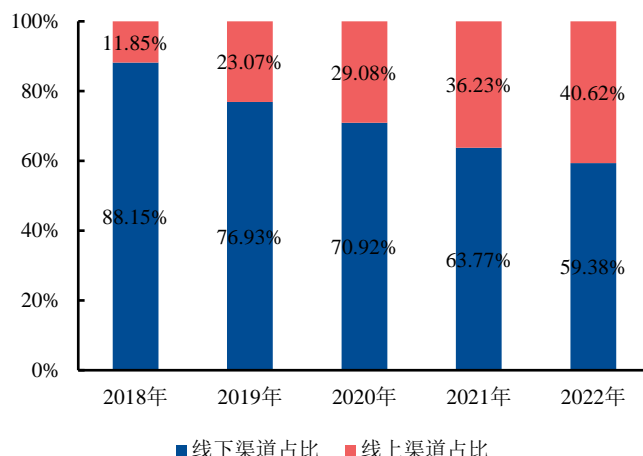
经销商交易 规模	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年	
	交易金额	占比	交易金额	占比	交易金额	占比	交易金额	占比
1-10	420.51	0.38	207.25	0.17	280.76	0.26	158.29	0.14
10-50	6,268.17	5.65	2,546.86	2.14	5,924.30	5.46	5238.62	4.76
50-100	12,377.30	11.16	11,922.12	10.03	12,209.97	11.24	7,682.88	6.98
100 以上	84,132.94	75.83	97,715.89	82.21	86,721.11	79.85	91,858.55	83.41
合计	103,198.92	93.01	112,392.13	94.56	105,136.14	96.81	104,938.34	95.29

资料来源：敷尔佳招股说明书，信达证券研发中心

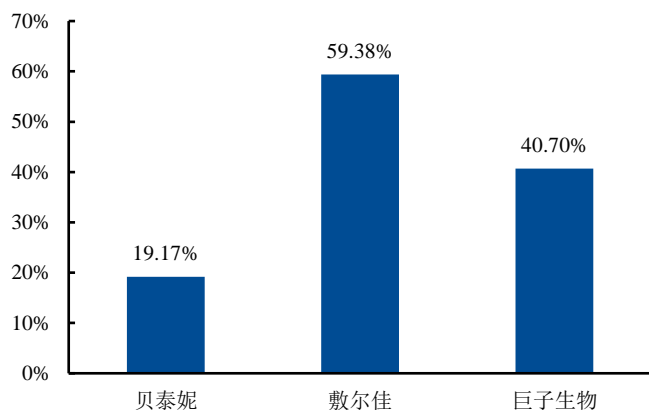
线下经销渠道销售额稳定，线上渠道销售额占比持续提升。2018-2022 年公司线下经销渠道销售额分别为 3.29/10.33/11.24/10.52/10.51 亿元，分别占销售总额的 88.15%/76.93%/70.92%/63.77%/59.38%。2018 年以来公司线下渠道销售额占比呈现下降趋势，我们认为主要源于公司近年来加码电商平台、线上渠道销售收入大幅提升所致。和同业相比，当前敷尔佳线下经销收入占比处于相对较高水平，具体来看，2022 年敷尔佳/贝泰妮/巨子生物线下经销收入占比分别为 59.38%/19.17%/40.70%。经销占比相对较高导致敷尔佳的销售费用率低于大多数同业公司，2022 年敷尔佳/贝泰妮/巨子生物销售费用率分别为 22.06%/40.84%/29.87%。我们认为未来公司或将持续发力线上渠道，并通过更多的曝光来提高线上渠道的销量。对比同业公司来看，公司在销售费用投放方面仍有一定的提升空间。

图12：2019 年以来公司线下经销收入保持稳定水平


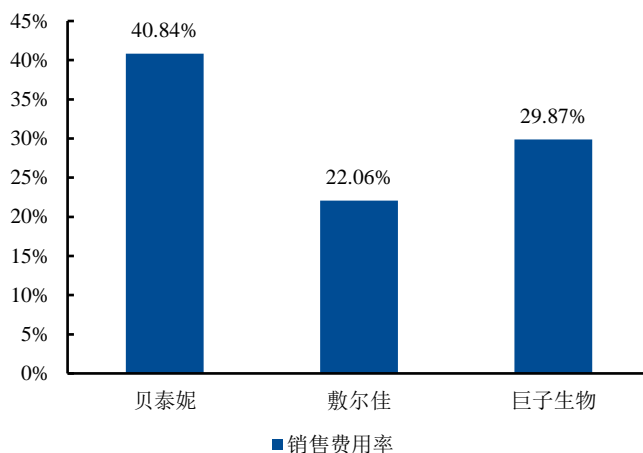
资料来源：数尔佳招股说明书，信达证券研发中心

图13：2018 年以来线上渠道收入占比持续提升


资料来源：数尔佳招股说明书，信达证券研发中心

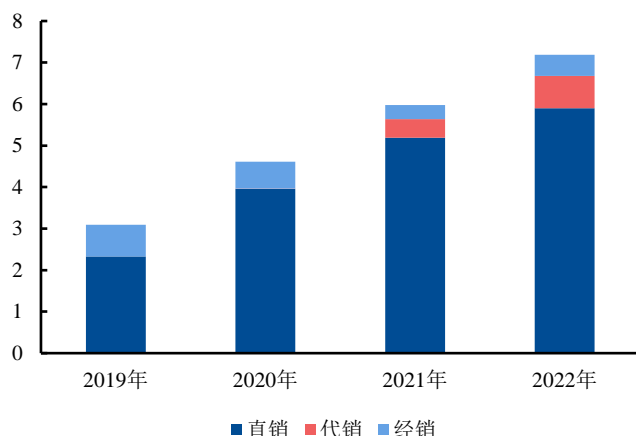
图14：数尔佳线下经销占比高于大部分同业公司


资料来源：同花顺 ifind，信达证券研发中心
注：以上数据为各公司 2022 年数据

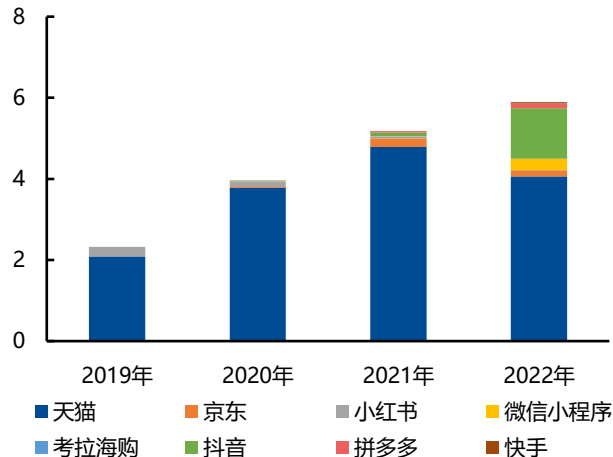
图15：数尔佳销售费用率低于大部分同业公司


资料来源：同花顺 ifind，信达证券研发中心
注：以上数据为各公司 2022 年数据

把握线上发展红利，布局各大电商平台。2018 年起公司积极布局线上销售渠道，把握公域流量，2019-2022 年公司线上渠道销售收入分别为 3.10/4.61/5.98/7.19 亿元，期间 CAGR 达 32.4%。目前线上渠道的销售模式可以分为直销、代销和经销。1) 直销：公司已在天猫、小红书、京东、抖音、快手等 9 个平台开设 15 家线上直营店铺，其中天猫线上直营渠道的优势相对凸显，2020-2022 年天猫平台直营店铺销售金额分别为 3.78/4.79/4.06 亿元，占线上销售额的比例分别为 82.0%/80.1%/56.5%；2) 经销：线上经销商分销，主要依靠淘宝和唯品会两个平台；3) 代销：线上 B2C 平台销售，目前公司已与阿里健康大药房、天猫超市、京东等 B2C 平台签署协议。随着公司在电商渠道布局逐步完善，我们认为微信小程序和抖音销售表现有望渐入佳境，成为除天猫外的新主力平台。

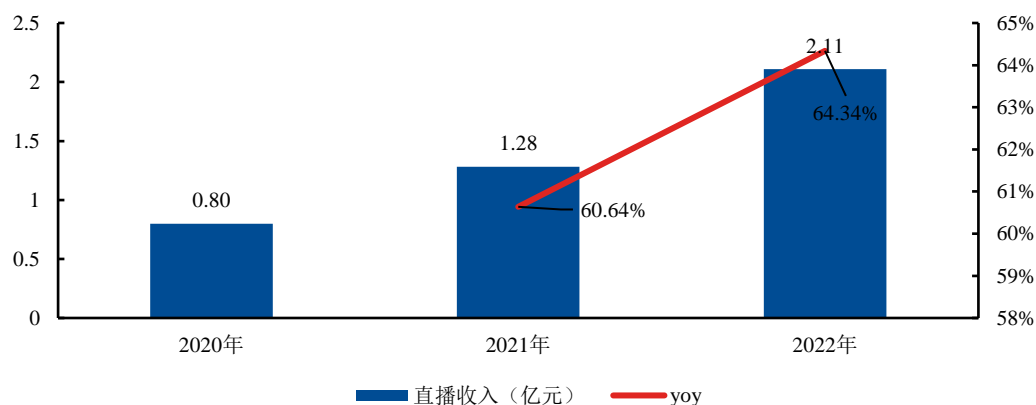
图16：敷尔佳线上渠道销售收入拆分（亿元）


资料来源：敷尔佳招股说明书，信达证券研发中心

图17：敷尔佳线上直销收入拆分（亿元）


资料来源：敷尔佳招股说明书，信达证券研发中心

拓展直播带货销售方式，为直营店引流。公司的直播带货开始于2019年的天猫平台，是行业内较早与头部主播合作并以直播带货形式推广产品的公司，2019年5月敷尔佳白膜首次进入李佳琦直播间，当晚卖出25万片，品牌声量迅速打响。同年，公司在天猫、抖音、京东、小红书等平台陆续建立了自有直播间，以此作为品牌形象及产品宣传的窗口。2020-2022年直播销售收入分别为0.80/1.28/2.11亿元，呈现快速增长态势。线上直播有效提高了敷尔佳的品牌知名度和曝光率，以天猫平台为例，2020年以来直播新客户对天猫平台销售额贡献度保持在18%-20%，复购率从2020年的33.83%提升至2022年的36.81%，成交转化率则从2020年的4.59%提升至2022年的10.27%。

图18：2020-2022年直播收入呈现快速增长态势


资料来源：敷尔佳招股说明书，信达证券研发中心

高度重视营销推广，多样化宣传推广方式助力品牌知名度提升。公司宣传推广可以分为线上电商平台推广、新媒体营销、品牌宣传及线下推广，主要包括：1）在天猫、淘宝、京东等传统电商平台投放广告或购买品牌推广服务；2）与KOL合作，在抖音、微博、小红书等新媒体线上平台以线上直播、短视频、图文等形式输出专业护肤知识，同时进行品牌宣传推广；3）聘请个人形象与品牌定位契合的明星代言人，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；4) 通过赞助综艺节目、影视剧植入等方式让观众留下对产品及品牌形象，继而达到营销目的；5) 积极参加各地的美容博览会，寻求与更优质的经销商及客户合作。在多元化营销推广方式的带动下，公司品牌知名度不断提升，截至 2023 年 8 月 21 日，敷尔佳在微博、抖音、小红书等主流自媒体平台粉丝数已超 10 万人，其中微博粉丝数达到 94.6 万人，拥有 1 个粉丝群聊；抖音“敷尔佳官方旗舰店”粉丝数达到 67.7 万人；小红书粉丝数达到 11.2 万人。与竞争对手相比，敷尔佳在小红书、微博等自媒体平台的表現相对较好。

图19：赞助《妻子的浪漫旅行 4》等综艺节目



资料来源：微信公众号“芒果青春营销研究院”，信达证券研发中心

图20：邀请人气小花赵露思作为品牌代言人



资料来源：微信公众号“首席品牌观察”，信达证券研发中心

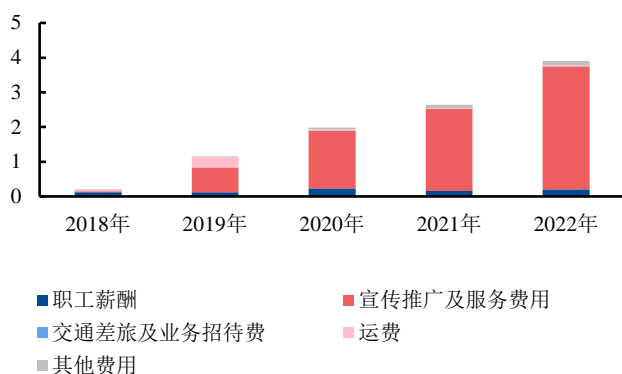
表8：敷尔佳品牌官方账号在各平台粉丝数一览

品牌	平台	用户名	粉丝数（万人）
敷尔佳	小红书	敷尔佳	11.2
	微博	敷尔佳	94.6
	抖音	敷尔佳官方旗舰店	67.7
		敷尔佳医疗器械旗舰店	1.2
可复美	小红书	可复美	6.1
	微博	可复美官方微博	11.9
	抖音	可复美官方旗舰店	106.9
贝泰妮	微博	薇诺娜客服中心	0.06
		薇诺娜官方旗舰店	311.8
		薇诺娜宝贝母婴旗舰店	31.9
	抖音	上海贝泰妮生物科技有限公司	1.1
创福康	小红书	创福康	2.1
	微博	创福康	2.9
	抖音	创福康官方旗舰店	7.8
		创福康医疗器械旗舰店	1.7

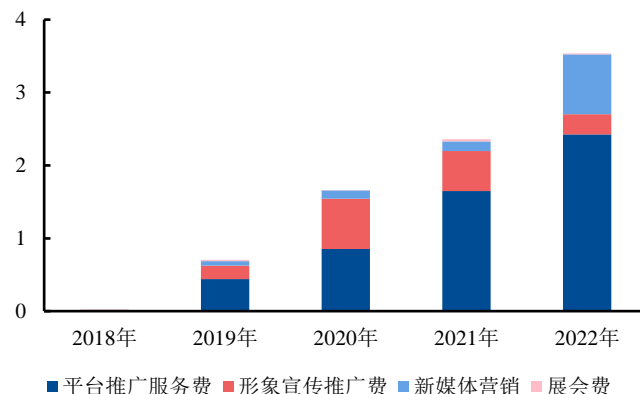
资料来源：各大自媒体平台品牌官方号，信达证券研发中心，注：以上数据截至 2023 年 8 月 21 日

创新营销方式，加码宣传力度，销售费用持续增长。公司的销售费用可以进一步拆分为职工薪酬、宣传推广及服务费用、交通差旅及业务招待费、运费以及其他费用。2019-2022 年公司持续加码营销推广，宣传推广及服务费用分别为 0.70/1.66/2.36/3.54 亿元，占销售费用的比重分别为 60.93%/87.80%/89.26%/90.63%。公司宣传推广及服务费用大幅增长主要系公司近年持续加码线上平台营销推广所致，2019-2022 年平台推广服务费分别为 0.44/0.85/1.65/2.42 亿元。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 16

图21：公司销售费用拆分（亿元）


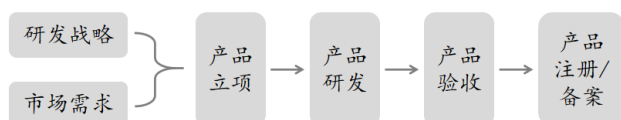
资料来源：数尔佳招股说明书，信达证券研发中心

图22：公司宣传推广及服务费用拆分（亿元）


资料来源：数尔佳招股说明书，信达证券研发中心

2.3、自主研发&委托研发相结合，在研项目储备较丰富

研发机制相对完善，技术储备奠定研发基础。公司研发流程明确，主要基于电商销售刻画的消费者行为画像，挖掘市场需求，不断增进新原料及新技术的研究。其研发中心可以分为医疗器械研发、化妆品研发、保健食品/食品研发及项目管理，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。当前公司正积极布局重组胶原蛋白相关技术。

图23：数尔佳研发流程设置


资料来源：数尔佳招股说明书，信达证券研发中心

表9：公司技术储备情况

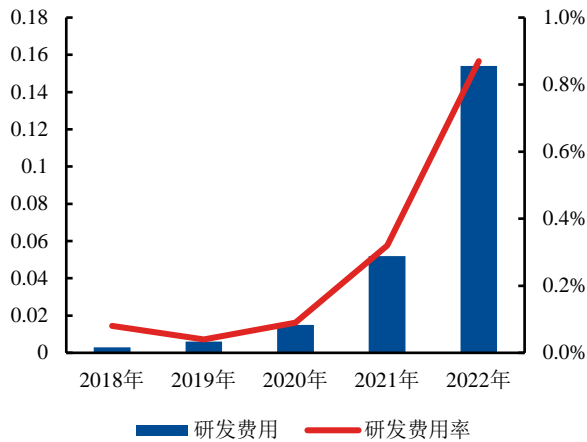
技术名称	具体内容
重组胶原蛋白交联技术	以 BDDE（丁二醇缩水甘油醚）为交联剂进行胶原蛋白的交联反应研究，并对交联产物进行理化性质研究、生物学安全性评价、细胞实验，动物实验验证其安全性、有效性
重组胶原蛋白填充剂技术	重组胶原蛋白填充剂批量生产工艺研究，包装可行性、包材相容性研究、产品稳定性及有效期研究
植物活性成分提取技术	通过工艺优化植物富含活性成分的部位，控制总体活性成分含量或将 1-2 中活性成分设为指标并限定其在有效部位的含量

资料来源：数尔佳招股说明书，信达证券研发中心

持续扩大研发投入。2019-2022 年公司研发费用率分别为 0.04%/0.09%/0.32%/0.87%。公司研发费用可以进一步分为自主研发开支、委托研发开支、检测及检验开支。自主研发方面，公司聚焦于产品配方及配比的研发，完成了两个特殊化妆品类产品及多个普通化妆品的研发；委托研发方面，公司与江南大学、四川大学、江苏江山聚源生物技术有限公司等进行合作；检测及检验方面，为满足《化妆品功效宣称评价规范》要求，公司自 2021 年起对需要进行化妆品功效宣称验证的在售产品进行检测及补充检测。此外，根据 IPO 募投项目，公司拟投入 5,691 万元

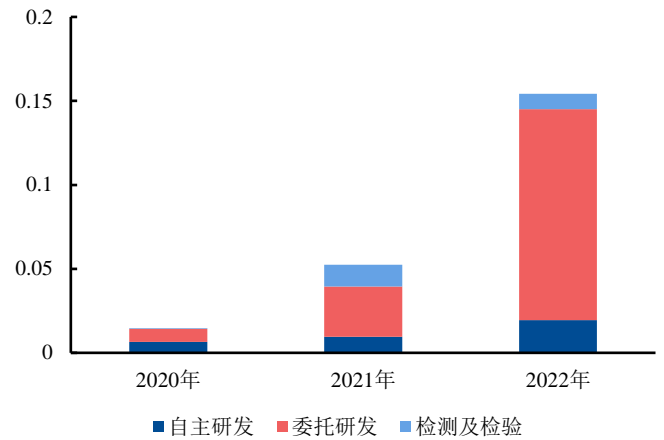
用于研发及质量检测中心建设项目。

图24：研发投入持续提升（亿元）



资料来源：数尔佳招股说明书，信达证券研发中心

图25：公司研发投入拆分（亿元）



资料来源：数尔佳招股说明书，信达证券研发中心

根据消费者需求及市场需求确定研发项目，以推动公司的可持续发展。研发方面，公司以市场为导向，开展多个在研项目储备，并且已取得阶段性成果，待相关手续完成，获准注册后可以陆续投放市场。

表10：在研项目储备丰富

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。
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：数尔佳招股说明书，信达证券研发中心

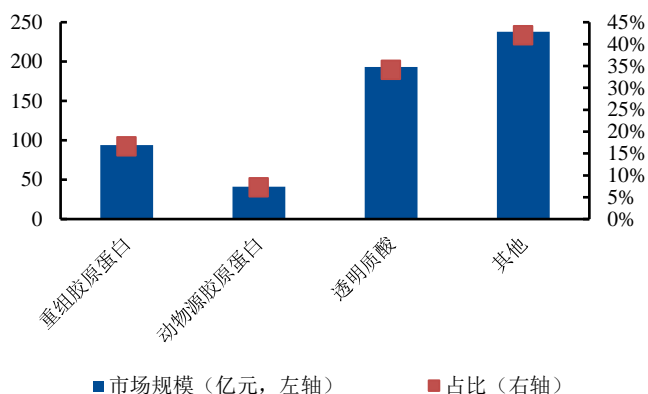
表11：主要在研项目的技术应用情况

项目名称	研发内容与目标	核心技术应用情况
III 类医疗器械开发	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。	产品以重组III型人源化胶原蛋白为主要原料，科学配比，严格控制生产过程，使产品质量满足医用敷料的要求。
防晒产品开发	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。	采用生物发酵技术来源的多种原料与植物提取物相结合，开发出具有防晒功效同时清爽不油腻的防晒产品。
美容饮品开发	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。	将生物发酵技术产物应用于普通食品，同时搭配其他原料，开发出具备改善皮肤的产品。
修护面膜类产品开发	主要针对经常熬夜人群、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。	采用一组具有保湿功效的沙漠植物提取物为主要原料或以益生菌及益生素为主要原料，搭配具有修护功效的中药提取物。
修护水乳类产品开发	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	将植物提取物与中药提取物、微生物发酵产物相结合，研发出一款具有舒缓修护、润泽滋养的专业皮肤护理产品。

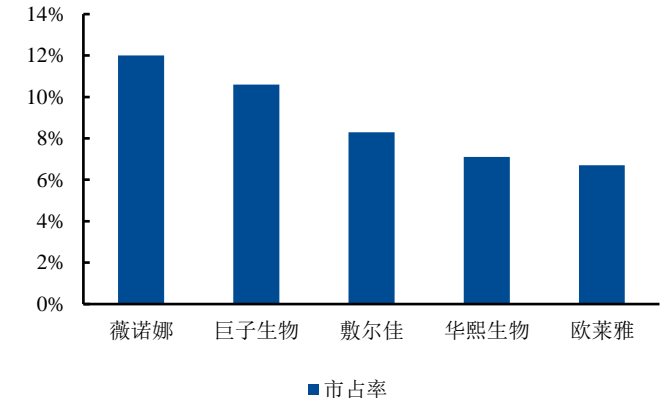
资料来源：敷尔佳招股说明书，信达证券研发中心

2.4、公司对比：敷尔佳打造大单品、依靠经销壮大，巨子生物深耕研发、内容营销助破圈

专业皮肤护理产品行业竞争格局较为集中，头部公司包括巨子生物、敷尔佳等。从成分角度看，专业皮肤护理产品主要成分包含重组胶原蛋白、动物源胶原蛋白、透明质酸和其他成分，2021年各成分市场规模占比分别为16.6%、7.2%、34.1%和42.0%。从竞争格局看，2021年专业皮肤护理市场CR5为44.7%，格局较为集中，其中主打重组胶原蛋白成分、并围绕医用敷料和功能性护肤品进行多品牌布局的巨子生物市场市占率达10.6%，排名市场第二；围绕玻尿酸打造核心单品、持续拓展功能性护肤品产品矩阵的敷尔佳市占率达8.3%，位列市场第三。

图26：2021 不同成分专业皮肤护理产市场规模及占比


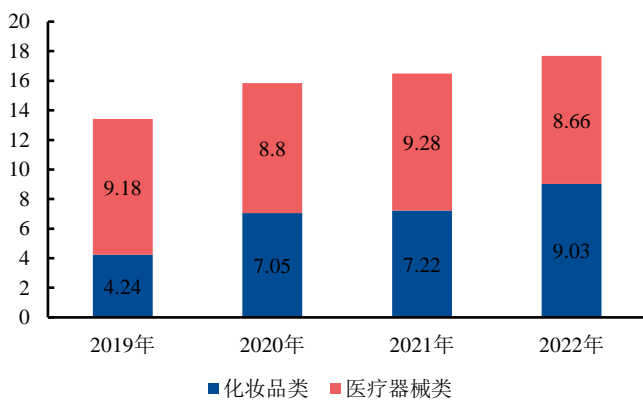
资料来源：巨子生物招股说明书，信达证券研发中心

图27：2021 年专业皮肤护理市场前五大公司


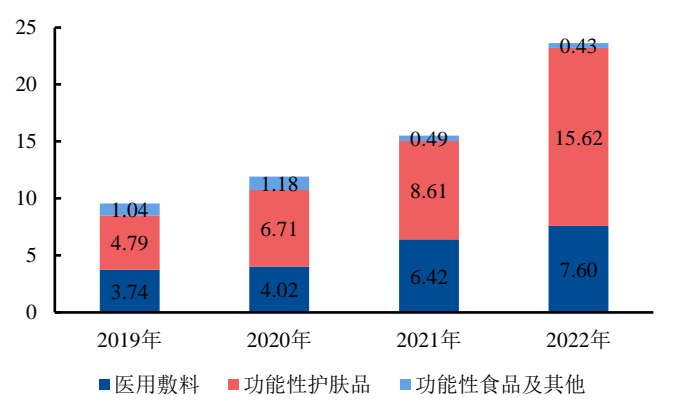
资料来源：巨子生物招股说明书，信达证券研发中心

从产品及营销角度来看：

- ✓ **敷尔佳围绕玻尿酸打造核心单品，是医用敷料市场教育的先行者。**敷尔佳主打透明质酸钠成分，于2016年推出医用透明质酸钠修复贴（白膜）及医用透明质酸钠修复贴（黑膜），是透明质酸钠医用敷料的先行者和市场教育者。品牌发展之初，公司实行大单品策略，并通过微商等私域流量进行破圈传播。同时公司也不断挖掘消费者的潜在需求，于2018年以来相继推出了主打透明质酸钠、胶原蛋白、虾青素、积雪草、烟酰胺等新成分的功能性护肤品，并通过赞助综艺、聘请代言人、与KOL合作等方式扩大品牌知名度。近几年旗下妆字号产品占比快速增长，截至2022年末，医疗器械类产品、功能性护肤品收入占总营收比重分别为48.94%、51.05%。
- ✓ **巨子生物围绕重组胶原蛋白推出医用敷料、功能性护肤品、功能性食品及其他，并搭建多品牌矩阵。**巨子生物主打重组胶原蛋白成分，于2009年推出可丽金品牌，于2011年公司推出可复美品牌，其中可复美的医用敷料占比较大，产品的目标人群是接受专业或医学皮肤护理后的消费者，可丽金更聚焦于功效性护肤品，主打抗衰老、皮肤保养和皮肤修护功效。早期可复美主要借助医疗机构和医生背书打开线下渠道并提升知名度，可丽金主要通过创客村云商线上平台打开销路。近年来公司加码线上推广，邀请明星、美妆博主等向消费者科普重组胶原蛋白功效，并宣传专业护肤知识。成功的内容营销助力可复美、可丽金品牌破圈，并带动其医用敷料、功效性护肤品放量，2022年公司旗下医用敷料、功效性护肤品收入占比分别达到32.2%和66.0%。

图28：敷尔佳分品类收入（亿元）


资料来源：敷尔佳招股说明书，信达证券研发中心

图29：巨子生物分品类收入（亿元）


资料来源：巨子生物招股说明书，信达证券研发中心

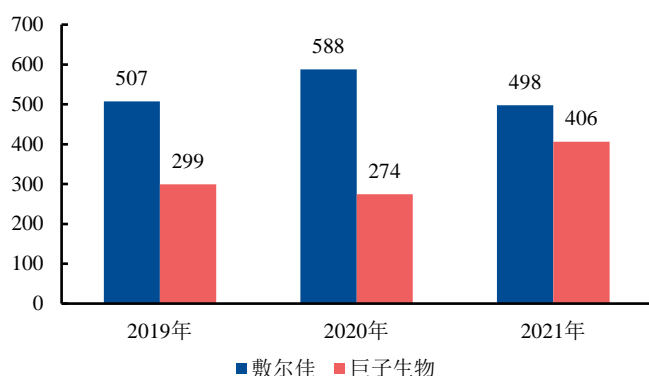
从渠道角度来看：

- ✓ **敷尔佳依靠私域流量和强大的经销网络实现扩张。**公司的产品推广最早是在微商渠道进行的，因此对于私域流量的把控是敷尔佳发展壮大的关键因素之一。之后随着经销网络不断扩张，公司进一步打通营销与销售渠道，将医用敷料产品从公立医院迅速推广至院外医疗机构、美容机构、连锁零售药店等终端渠道。2019-2021年公司中大规模经销商数量分别为507、588、498家，远多于巨子生物的经销商数量。近几年，公司一方面推进渠道改革，实行经销商分级管理和分销联盟模式，强化加盟商管理，以帮助终端销售市场进一步下沉；另一方面积极布局线上销售渠道，在天猫、小红书、京东、抖音、快手等9个平台开设15家线上直营店铺，并通过在自媒体平台与KOL合作、在电商平台投放广告、直播

带货等方式为直营店引流。

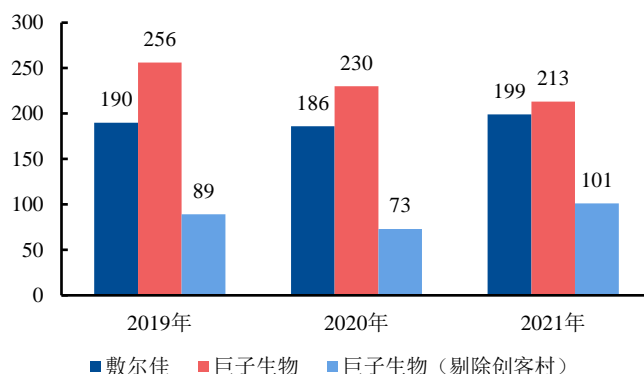
- ✓ **巨子生物实行“医疗机构+大众消费者”双轨销售策略。**公司最初以经销为主，主要通过经销商销往各大医疗机构，因此早期受众多为接受医疗或医美项目后需要皮肤修复的消费者。2019-2021 年公司经销商数量分别为 299、374、406 家。随着公司逐步被知名医院和医学专业人士认可，以及功效型护肤品的陆续推出，其销售网络也逐渐扩大至大众市场。截至 2022 年末，公司已覆盖 1000 多家公立医院、约 1700 家私立医院和诊所以及约 300 个连锁药房品牌，并铺入屈臣氏、调色师等 CS、商场渠道 2000 家门店；线上渠道方面，公司在天猫、京东、抖音、小红书、拼多多等平台开设 DTC 店铺，同时向京东及唯品会等电商平台的自营部门进行销售。

图30：敷尔佳、巨子生物经销商数量对比



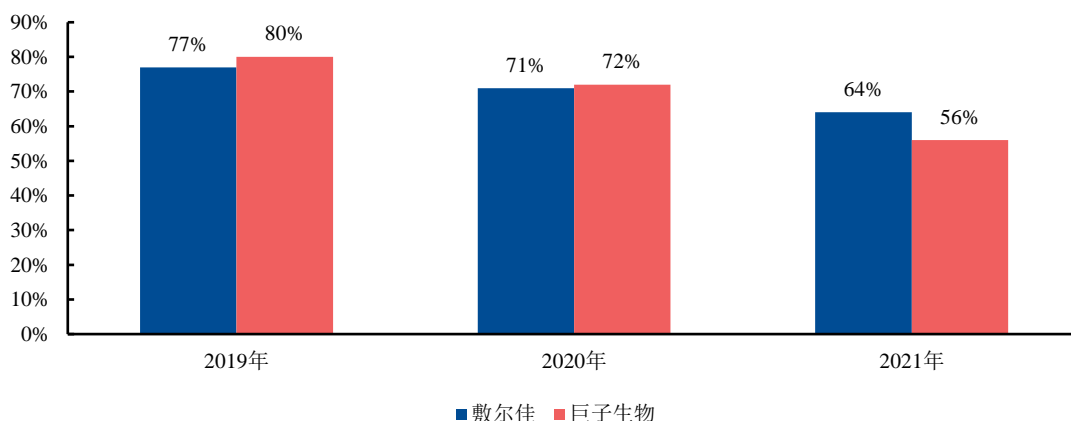
资料来源：敷尔佳、巨子生物招股说明书，信达证券研发中心

图31：敷尔佳、巨子生物经销商单产（万元）



资料来源：敷尔佳、巨子生物招股说明书，信达证券研发中心

图32：敷尔佳、巨子生物经销收入占比



资料来源：同花顺 ifind，敷尔佳、巨子生物招股说明书，信达证券研发中心

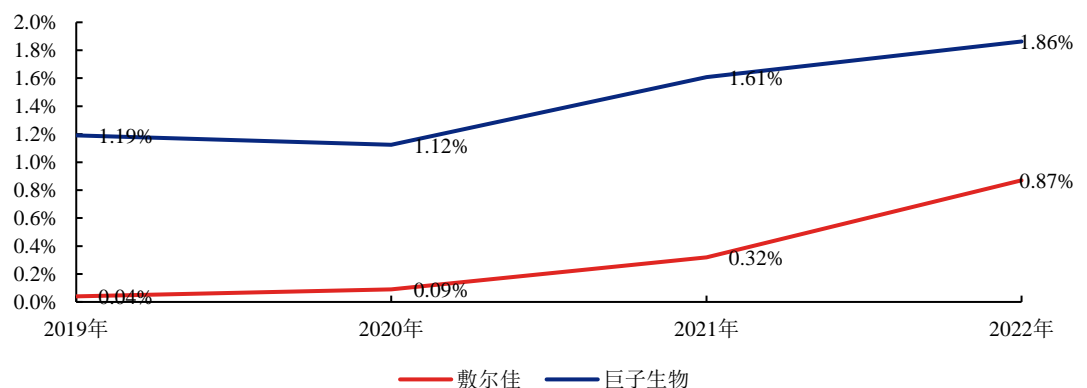
从研发角度来看：

- ✓ **敷尔佳研发实力相对薄弱，主要通过产学研合作弥补技术短板。**敷尔佳以销售起家，最初产品的研发、生产都不在公司体系内，因此研发技术人员配比和研发费用率相对较低。2021 年敷尔佳通过换股收购哈三联全资子公司北星药业，新增化妆品和医疗器械生产业务，完

善产业链一体化布局。2019-2022 年公司研发费用分别为 60.39/147.97/524.29/1,542.61 万元，研发费用率分别为 0.04%/0.09%/0.32%/0.87%。由于前期在研发上投入较小，因此目前较同业而言，敷尔佳在研发环节相对薄弱。为弥补技术短板，公司不断加深与科研院所的产学研合作，以加强新原料、新技术的研究，如：公司与中国科学院昆明植物研究所合作研发植物提取物原料，与江南大学、聚源生物合作研发重组胶原蛋白。

- ✓ **巨子生物高度重视研发创新，重组胶原蛋白技术行业领先。**巨子生物首席科学家范代娣于 2000 年成功开发专有的重组胶原蛋白技术，该技术在 2013 年、2016 年分别获得中国国家技术发明奖和中国专利金奖。2019-2022 年巨子生物研发投入分别为 1,140/1,338/2,495/4,404 万元，分别占同期总收入的 1.2%/1.1%/1.6%/1.9%。公司与西北大学长期密切合作，在强大研发实力及持续研发投入的支持下，截至 2022 年 10 月，公司已拥有 79 项专利及专利申请，并构建了重组胶原蛋白分子库，分子库中包含了重组 I 型、II 型及 III 型人胶原蛋白，以及 25 种功能强化型重组胶原蛋白和 5 种重组胶原蛋白功效片段，同时公司还基于全长重组胶原蛋白及功能强化型重组胶原蛋白开发了四种主要重组胶原蛋白，即重组 I 型人胶原蛋白、重组 III 型人胶原蛋白、重组类人胶原蛋白和小分子重组胶原蛋白肽。除胶原蛋白产品外，公司基于专有的合成生物学技术平台开发出稀有人参皂苷生产技术，技术水平在行业领先，生产效率较高。

图33：敷尔佳、巨子生物研发费用率对比



资料来源：敷尔佳、巨子生物招股说明书，信达证券研发中心

敷尔佳、巨子生物作为专业皮肤护理领域头部公司，在细分子行业均具备较强的竞争优势。近几年随着轻医美、敏感肌等下游需求增长，医疗器械类敷料、功能性护肤品市场规模进一步扩容。敷尔佳、巨子生物具备敏锐市场洞察力，在过去 3-5 年的时间里，旗下品牌分别通过透明质酸类产品、重组胶原蛋白类产品抢占用户心智，抓住医疗器械敷料、功能性护肤品行业快速发展的市场机遇。当前敷尔佳、巨子生物均已形成以医疗器械类敷料与功能性护肤品并重发展的模式。其中敷尔佳在研功能性护肤品丰富，后续将围绕热门原料持续推出新品，并通过加码营销、加深与科研院所的产学研合作等方式不断提升市场竞争力；巨子生物将持续完善专业皮肤护理领域产品矩阵，并有望通过布局重组胶原蛋白三类医疗器械打开成长天花板。

3、敷尔佳：国内贴片类专业皮肤护理龙头

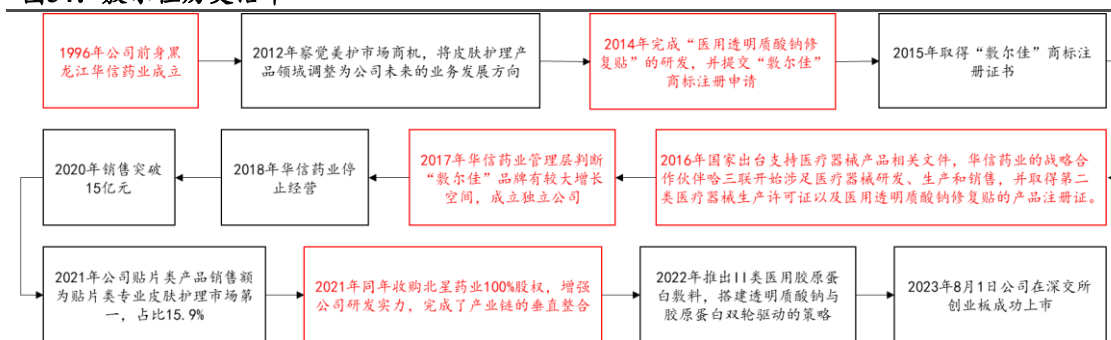
3.1、具备药企基因，战略调整切入皮肤护理产品领域

敷尔佳定位于专业皮肤护理产品的研发、生产和销售。公司基于对透明质酸钠及胶原蛋白的研究，目前已形成以二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。通过多年的口碑传播和品牌推广，当前公司已拥有多个年销售额过亿元的单品。根据Frost&Sullivan数据，2021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，市场占有率为15.9%；其中医疗器械类敷料贴片类产品市占率为17.5%，市场排名第一；功能性护肤品贴膜类产品市占率13.5%，市场排名第二。

复盘公司发展历程，我们认为大致可以分为以下几个阶段：

- **早期主要从事药品销售业务（1996-2011年）：**敷尔佳前身黑龙江省华信药业成立于1996年，主要经营粉针注射剂的处方药品批发，经营的药品主要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。
- **瞄准皮肤护理市场，完成医用透明质酸修复贴的研发并注册“敷尔佳”（2012-2020年）：**华信药业于2012年将皮肤护理产品领域调整为公司未来的业务发展方向，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9月华信药业与哈三联合作，哈三联负责产品的生产，华信药业负责产品家销售、推广及品牌运营维护等。2017年华信药业将皮肤护理产品业务转由“敷尔佳”承继，随后2018年华信药业停止经营。
- **收购敷特佳及北星药业，产业链一体化布局皮肤护理产品（2021年至今）：**敷特佳成立于2019年4月，主要负责从哈三联采购商品后销售给敷尔佳，由于其经营活动与敷尔佳业务存在重叠，2021年1月敷尔佳通过同一控制企业合并方式全资收购敷特佳，以优化公司治理；北星药业则是哈三联专门从事化妆品和医疗器械生产及销售的全资子公司，敷尔佳成立之初就与哈三联进行合作，2021年2月通过换股方式收购哈三联子公司北星药业100%股权，完成了产业链的垂直整合。

图34：敷尔佳历史沿革



资料来源：敷尔佳招股说明书，信达证券研发中心

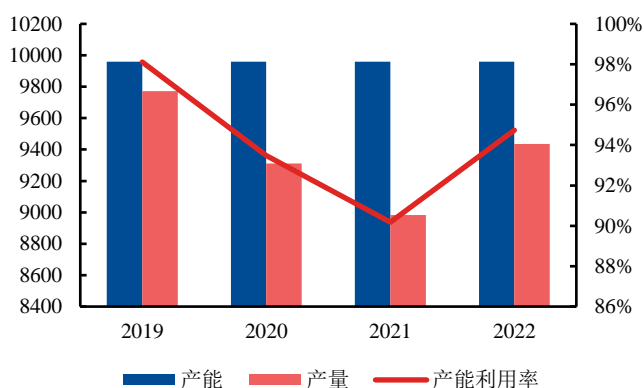
完成产业链垂直整合强化公司竞争力，当前公司产能利用率处于高位。2021 年敷尔佳通过换股方式收购北星药业 100%股权，开启产业链一体化布局之路。一方面，收购北星药业后，敷尔佳拥有自主生产的能力，2022 年公司医疗器械类和化妆品类产能利用率分别达到 95%和 77%。另一方面，得益于产业链的垂直整合，公司规模效应逐渐显现，2018-2022 年公司的综合毛利率分别为 77.9%/77.0%/76.5%/81.9%/83.1%。

表12：收购北星药业前后模式对比

模式	收购前	收购后
采购模式	外部采购产成品获得主营业务产品	直接采购生产用原材料，主要包括内容物和包材，其中内容物主要包括活性物、保湿剂、面膜布、乳化剂、油脂等，包材主要包括面膜袋、包装盒、软管、精油瓶等
生产模式	外部采购产成品获得主营业务产品	自主生产模式下，公司依靠自有生产设备、技术和工人组织生产。公司自主研发产品配方、设计产品包装，并按照产品开发要求及生产工艺要求完成产品的制造和包装，产品生产完成并经检验合格后对外销售。委托生产模式下，公司向受托加工厂商提供生产产品所需配方，受托加工厂商按照公司要求生产产品后交付公司验收

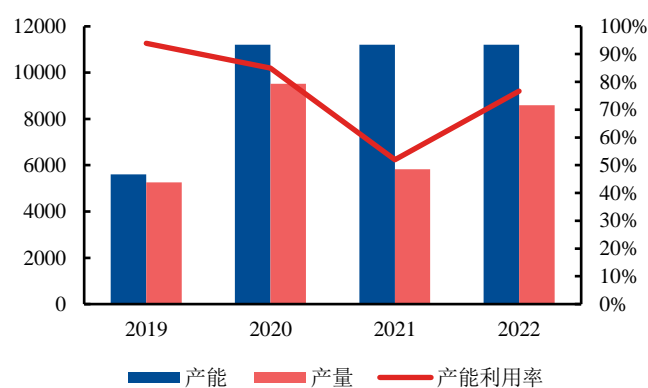
资料来源：敷尔佳招股说明书，信达证券研发中心

图35：医疗器械类产能及产能利用率（万件）



资料来源：敷尔佳招股说明书，信达证券研发中心

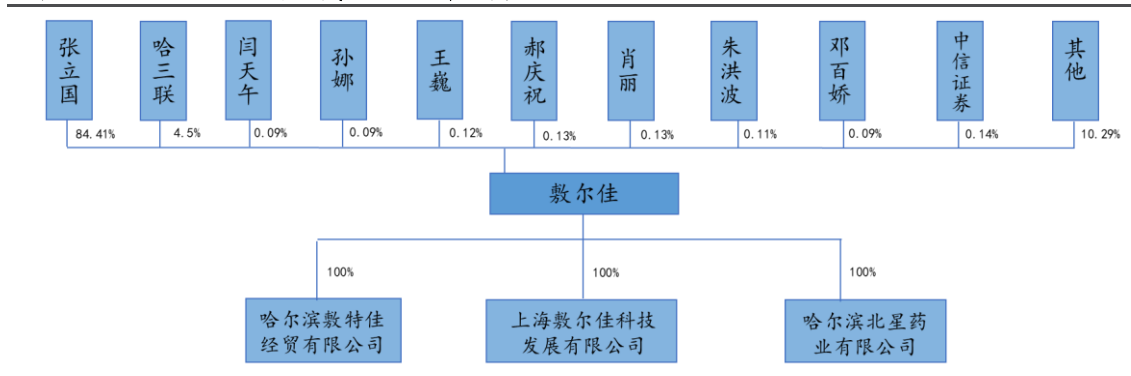
图36：化妆品类产能及产能利用率（万件）



资料来源：敷尔佳招股说明书，信达证券研发中心

3.2、股权集中，管理团队行业经验丰富

股权结构高度集中，有利于公司决策和发展战略高效制定。敷尔佳自 2017 年成立以来共经历 4 轮增资，注册资本从 500 万元增长至 3.6 亿元。截至 2023 年 8 月 1 日，公司实控人张立国持股 84.41%；二股东哈三联持股 4.5%，为 2021 年 2 月以北星药业 100%股权换购所得；其余自然人股东均为公司高管，所持股份为 2020 年 12 月通过公司的股权激励计划获得，该股权激励计划确定的入股价格为 2.50 元/注册资本，12 名激励对象合计出资 1,070 万元认缴敷尔佳新增注册资本 428 万元。

图37：敷尔佳股权结构（截至 2023 年 8 月 1 日）


资料来源：敷尔佳招股说明书，信达证券研发中心

表13：2020 年 12 月公司股权激励的人员构成

股东名称	职级	出资额（万元）	变更后股权结构（2020.12.30）
郝庆祝	副总经理	50	0.2030%
肖 丽	总监	50	0.2030%
王 巍	总监	48	0.1950%
朱洪波	监事会主席；总监	42	0.1706%
孙 娜	董事；副总经理	35	0.1421%
邓百娇	财务负责人	35	0.1421%
闫天午	总监	35	0.1421%
韩金平	总监	33	0.1340%
潘 宇	助理总经理；子公司北星药业总经理	30	0.1218%
沈晓溪	董事会秘书	25	0.1015%
王鑫磊	副总监	25	0.1015%
许小明	副总监	20	0.0812%

资料来源：敷尔佳招股说明书，信达证券研发中心

管理团队行业经验丰富。公司实控人张立国具备超过 30 年中药、西药的研发生产及运营经验，曾任黑龙江省干部疗养院药剂师、哈药集团制药五厂生产调度及车间技术主任、黑龙江省中医药开发有限公司部门经理，1996 年起担任黑龙江华信药业有限公司执行董事，2017 年至今担任敷尔佳董事长、总经理，2019 年至今任敷特佳执行董事兼总经理。

表14：敷尔佳管理团队履历

姓名	职务	履历
张立国	董事长、总经理	1964 年出生，本科学历，执业药师，高级工程师。1986-1989 年任黑龙江省干部疗养院药剂师；1989-1992 年历任哈药集团制药五厂生产调度、车间技术主任；1992-1996 年任黑龙江省中医药开发有限公司部门经理；1996 年至今任黑龙江华信药业执行董事；2017 年至今任敷尔佳董事长、总经理；2019 年至今任敷特佳执行董事兼总经理；2021 年至今任北星药业执行董事。

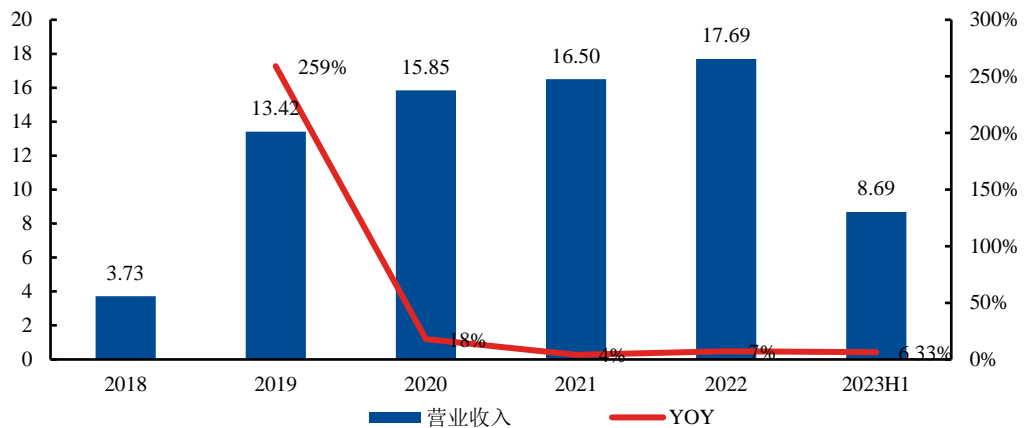
孙娜	董事；副总经理	1979 年出生，本科学历，2001-2014 年历任黑龙江日报报业集团生活报记者、编辑、主任、主编；2014-2016 年曾任哈尔滨松松文化发展有限公司总经理；2016 年曾任哈尔滨招商嘉天房地产开发有限公司总经理助理；2016-2017 年曾任黑龙江省娜妃文化传媒有限公司监事；2017-2018 年曾任哈尔滨招商嘉天房地产开发有限公司副总经理；2019-2020 年曾任黑龙江碧海置业有限公司副总经理；2020 年至今任公司副总经理；2021 年至今任公司董事。
郝庆祝	副总经理	1975 年出生，本科学历。2000 年 7 月至 2004 年 1 月曾任哈尔滨圣泰制药有限公司驻山西办总经理；2004 年 3 月至 2016 年 5 月曾任黑龙江省华信药业有限公司销售经理；2016 年 5 月至 2018 年 2 月从事护肤品销售工作；2018 年 2 月至 2020 年 10 月任公司销售总监；2020 年 10 月至今任公司副总经理。
肖丽	副总经理	1977 年出生，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	副总经理；子公司北星药业监事	1978 年出生，本科学历。2001 年 8 月至 2005 年 5 月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	助理总经理；子公司北星药业总经理	1981 年出生，大专学历。2003 年 7 月至 2009 年 5 月曾任哈尔滨广慈药业研究所研发项目负责人；2009 年 5 月至 2011 年 4 月曾任黑龙江珍宝岛药业股份有限公司实验室主任；2011 年 5 月至 2014 年 12 月曾任哈药集团三精制药有限公司国际贸易注册专员；2015 年 1 月至 2016 年 5 月曾任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 月曾任黑龙江省华信药业有限公司生产采购经理；2018 年 8 月至今历任公司生产技术总监、助理总经理；2021 年 3 月至今任北星药业总经理。
邓百娇	财务负责人	1983 年出生，专科学历，中级管理会计师，澳洲公共注册会计师（MIPA），注册金融分析师（CFAI），国际会计师（AAIA）。2007 年 3 月至 2017 年 12 月历任黑龙江省华信药业有限公司出纳、会计、财务经理；2018 年 1 月至今任公司财务负责人。
沈晓溪	董事会秘书	1984 年出生，本科学历，中级会计师，具备上海证券交易所和深圳证券交易所董事会秘书资格，深圳证券交易所上市公司独立董事任职资格。2004 年 7 月至 2020 年 9 月任哈尔滨三联药业股份有限公司销售部职员、销售综合业务部主管、内审部主管、上市办公室副经理、上市办公室经理、董事长助理（兼投资证券运营中心总监、证券事务代表及全资子公司哈尔滨裕实投资有限公司总经理）；2020 年 10 月至今任公司董事会秘书。

资料来源：敷尔佳招股说明书，信达证券研发中心

3.3、盈利能力较为亮眼，产品结构持续优化

2020 年以来公司营业收入增速略有放缓。2018-2022 年公司营收分别为 3.73/13.42/15.85/16.50/17.69 亿元，期间 CAGR 为 47.6%，2023 年上半年营收 8.69 亿元。2019 年营收同比增长 259.4%，高增长主要源于：1) 公司于 2018 年开始布局线上渠道，2019 年线上渠道开始放量；2) 公司加码营销推广，邀请明星作为品牌代言人，并在自媒体平台与 KOL 合作；3) 持续扩大线下经销网络，2019 年公司拥有中大规模经销商 507 家，数量同比增长 178.57%；4) 推出新品敷尔佳胶原蛋白水光修护贴、敷尔佳虾青素传明酸修护贴等，进一步驱动销售收入增长。2020 年以来受疫情反复、行业竞争加剧等因素影响，公司营业收入增速呈现放缓趋势。

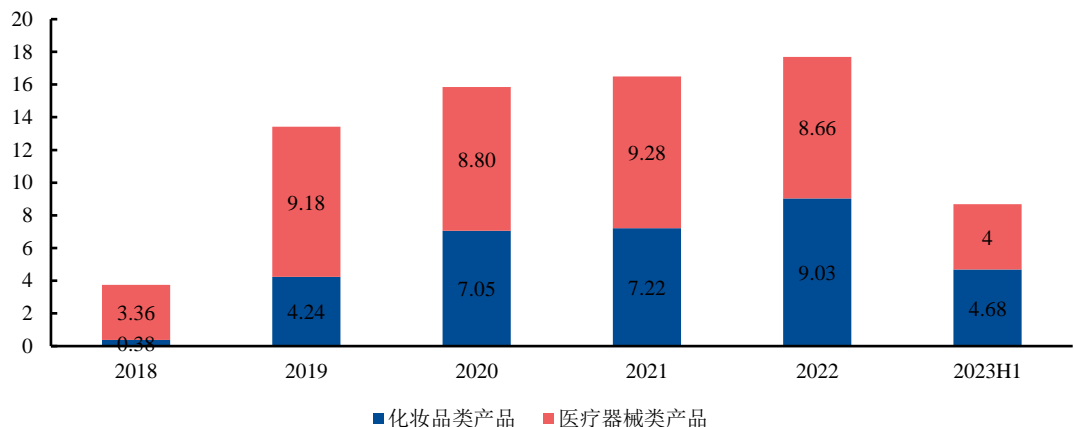
图38：2020 年至今公司营业收入增速呈现放缓趋势（亿元）



资料来源：数尔佳招股说明书，同花顺 ifind，信达证券研发中心

化妆品类产品收入及其占比持续提升。分产品类型来看，2018-2022 年化妆品类产品收入分别为 0.38/4.24/7.05/7.22/9.03 亿元，期间 CAGR 为 120.78%，2023 年上半年化妆品类产品收入 4.68 亿元；2018-2022 年医疗器械类产品收入分别为 3.36/9.18/8.80/9.28/8.66 亿元，期间 CAGR 为 26.74%，2023 年上半年医疗器械类产品收入为 4 亿元。我们认为公司化妆品类产品收入及其占比持续提升主要源于：1) 公司积极完善产品线，相继推出主打透明质酸钠、胶原蛋白、虾青素、积雪草、烟酰胺等新成分的功能性护肤品，满足了消费者保湿、舒缓、修护等多种功效需求；2) 公司组建电商销售团队，把握电商平台发展机遇，多渠道进行产品销售；3) 基于白膜、黑膜两大单品在消费者端累积的品牌影响力，化妆品新品推出后较快获得消费者认可。

图39：公司化妆品类产品收入及其占比持续提升（亿元）

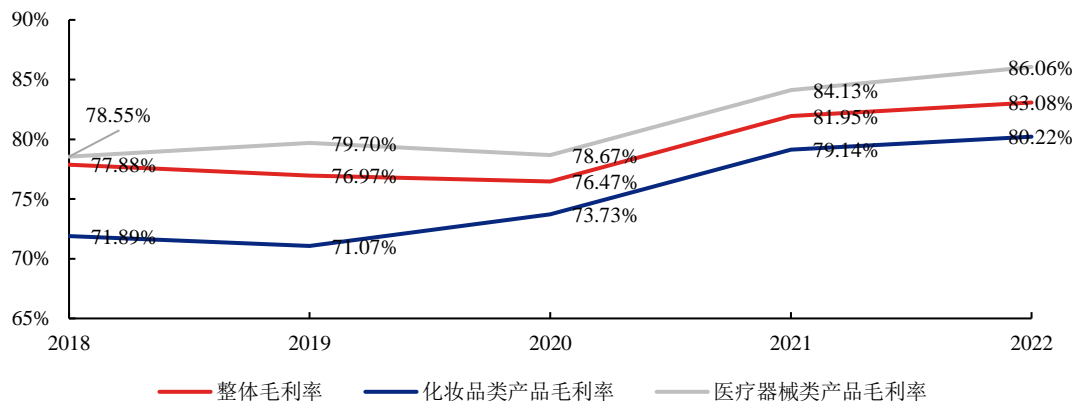


资料来源：数尔佳招股说明书，同花顺 ifind，信达证券研发中心

2018 年以来公司综合毛利率小幅增长。2018-2022 年公司综合毛利率分别为 77.88%/76.97%/76.47%/81.95%/83.08%。分产品类型来看，2018-2022 年化妆品类产品毛利率分别为 71.89%/71.07%/73.73%/79.14%/80.22%，医疗器械类产品毛利率分别为 78.55%/79.70%/78.67%/84.13%/86.06%。尽管 2019 年以来毛利率水平相对较高的医疗器械类数

料销售收入占比有所下滑，但公司综合毛利率仍呈现小幅增长趋势，我们认为其原因主要为公司收购北星药业完成产业链垂直整合，目前公司的大部分产品为自研自产自销，小部分产品向供应商采购且议价能力不断增强，总体来看公司成本略有下降。

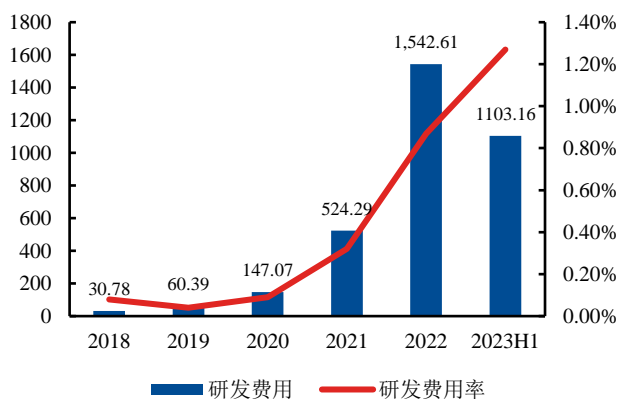
图40：2018-2022 年以来公司综合毛利率小幅增长



资料来源：数尔佳招股说明书，同花顺 ifind，信达证券研发中心

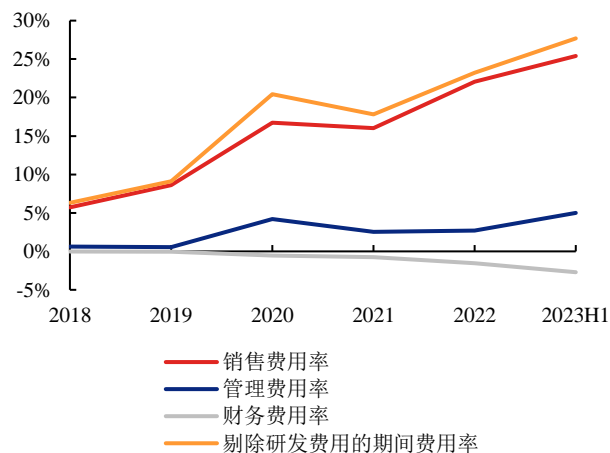
2018-2022 年以及 23H1 公司期间费用率分别为 6.39%/9.15%/20.51%/18.12%/24.09%/28.96%，整体呈增长趋势。具体来看，销售费用提升是公司整体费用率增长的主要原因，2018-2022 年以及 23H1 公司销售费用率分别为 5.72%/8.60%/16.75%/16.01%/22.06%/25.40%，销售费用率增长主要源于公司通过明星代言、冠名综艺、影视剧广告植入及新媒体推广等方式加大广告宣传投入，并积极参加全国各地展会进行品牌宣传；此外，2020 年公司实施股权激励计划，并将部分销售业务高管纳入激励范围，使得销售费用率进一步提升。2019 年以来公司研发投入持续上升，2019-2022 年以及 23H1 研发费用分别为 60.39/147.97/524.29/1,542.61/1103.16 万元，主要源于公司收购北星药业后，大部分产品由外部采购转为自研自产。

图41：研发投入持续提升



资料来源：数尔佳招股说明书，同花顺 ifind，信达证券研发中心

图42：期间费用率呈上升趋势

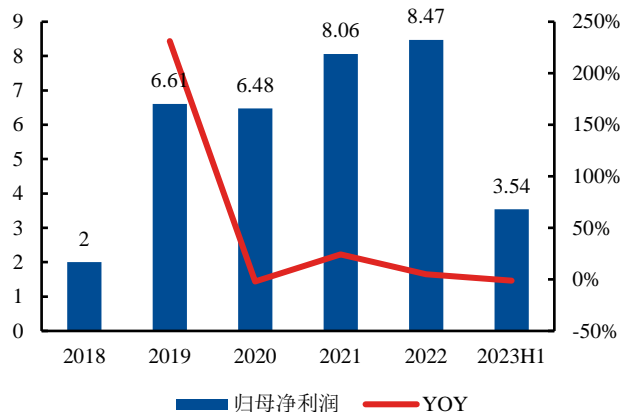


资料来源：同花顺 ifind，信达证券研发中心

归母净利润整体呈增长趋势，归母净利率在 40%-50% 区间浮动。2018-2022 年公司归母净利

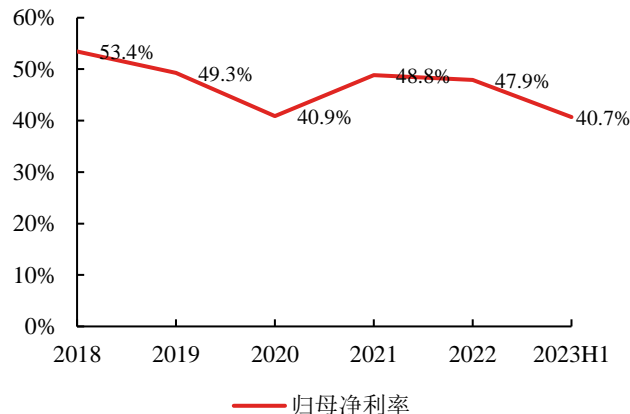
润分别为 2.00/6.61/6.48/8.06/8.47 亿元，CAGR 为 43.45%，2023 年上半年公司归母净利润为 3.54 亿元。其中，2020 年公司归母净利润较 2019 年略有下滑，我们认为主要源于：1) 械字号产品的使用场景经营活动因新冠肺炎疫情受到一定程度影响；2) 疫情管控对物流存在阶段性影响，进而导致电商渠道的销售情况受影响。2022 年公司归母净利润增速放缓，我们认为主要系公司加大营销推广投入和研发费用投入所致。2018-2022 年以及 23H1 公司归母净利率分别为 53.44%/49.25%/40.88%/48.85%/47.88%/40.74%，2021-2022 年归母净利率小幅下滑，我们认为主要源于公司加码线上渠道，平台推广服务费及新媒体营销等宣传推广费用大幅增加所致。

图43：2018-2022 年公司归母净利润 CAGR 为 43.45%



资料来源：数尔佳招股说明书，同花顺 ifind，信达证券研发中心

图44：2019 年以来公司归母净利率在 40%-50% 间浮动



资料来源：数尔佳招股说明书，同花顺 ifind，信达证券研发中心

3.4、募资助力扩充产能+研发品控升级+营销推广

IPO 募集资金拟投入到生产基地建设项目、研发及质量检测中心建设项目、品牌营销推广项目、补充流动资金。2023 年 8 月 1 日数尔佳首次公开发行股票并在创业板上市，公司 IPO 前总股本为 36,000 万股，首次公开发行的股票数量为 4,008 万股，约占发行后公司总股本的 10.02%，每股发行价格为 55.68 元。首次公开发行股票募集资金总额 22.32 亿元，扣除发行费用（不含增值税）后，募集资金净额为 20.72 亿元。募集资金中：

- 1) 约 35% 的资金将投入到生产基地建设项目（数尔佳·北方美谷自有生产基地），以在前期积累生产技术和生产经验的基础上，提升产品技术含量和生产制造水平，解决产能瓶颈。数尔佳·北方美谷产业基地已于 2023 年 5 月在哈尔滨新区竣工投用，北星药业医疗器械、化妆品的生产业务已转至北方美谷生产基地进行。
- 2) 约 3% 的资金将投入到研发及质量检测中心建设项目，即全面升级研发体系，推进功能性护肤品和医用胶原蛋白敷料的研发。
- 3) 约 47% 的资金将投入到品牌营销推广项目，即采用数字化、多元化的营销方式，增强公司品牌影响力。本次募资用途中品牌营销推广占比较大，当前我国皮肤护理产品营销模式日渐多元，本次募资或将进一步拓宽公司的销售渠道及营销方式，增强公司品牌影响力，进

而提高销量。

表15：募集资金用途

项目名称	项目总投资（万元）	募集资金投入额（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	189,802.03	189,661.00

资料来源：数尔佳招股说明书，信达证券研发中心

表16：品牌营销推广项目中推广费计划使用情况

推广方式	主要内容	投入金额（万元）
平台推广	营销工具 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	9,500
	直播佣金 网红直播合作坑位费及佣金	15,000
	天猫费用 站内成交手续费、拉新费用、官方工具手续费	16,500
	物流费用 运输物流费	10,000
品牌营销	KOL 推广 与网红博主等合作费	11,500
	明星代言 明星为公司产品代言费	5,750
	平台信息流 平台信息引流费	3,450
	其他投入 其他如影视综艺等广告植入费	2,300

资料来源：数尔佳招股说明书，信达证券研发中心

4、盈利预测及投资建议

4.1、盈利预测

公司在贴片类专业皮肤护理领域处于行业领先水平。基于行业发展趋势及公司产品竞争力，我们对化妆品类产品、医疗器械类产品进行假设：

➤ **化妆品类产品：**公司的功能性护肤品贴膜市占率排名第二，近几年公司相继推出富含透明质酸钠、胶原蛋白、虾青素、积雪草、烟酰胺等新成分的功能性护肤品，以完善产品线。我们预计 2023-2025 年化妆品领域销售收入分别为 10.54/12.69/14.84 亿元，同比增速分别为 16.71%/20.42%/16.91%。

➤ **医疗器械类产品：**未来公司的二类医疗器械敷料仍有一定竞争力，白膜、黑膜两大核心单品持续支撑营业收入，新品也贡献部分增量；我们预计 2023-2025 年二类医疗器械类销售

收入分别为 8.79/9.19/9.62 亿元，同比增速分别为 1.53%/4.52%/4.65%。

综上，我们预计公司于 2023-2025 年有望实现营业收入 19.33/21.88/24.46 亿元，同比增速分别为 9.3%/13.2%/11.8%，毛利率分别为 84.17%/84.30%/84.37%；归母净利润分别为 8.61/9.25/10.09 亿元，同比增速分别为 1.6%/7.5%/9.0%，归母净利率分别为 44.5%/42.3%/41.2%。

表17：敷尔佳分品类盈利预测（单位：亿元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	16.50	17.69	19.33	21.88	24.46
——YOY	4.08%	7.25%	9.3%	13.2%	11.8%
——毛利率	81.95%	83.07%	84.17%	84.30%	84.37%
归母净利润	8.06	8.47	8.61	9.25	10.09
——YOY	24.40%	5.10%	1.6%	7.5%	9.0%
——归母净利率	48.80%	47.90%	44.5%	42.3%	41.2%
其中：					
化妆品	7.22	9.03	10.54	12.69	14.84
——YOY	2.42%	25.14%	16.71%	20.42%	16.91%
——毛利率	79.13%	80.22%	82.18%	82.60%	82.80%
医疗器械	9.28	8.66	8.79	9.19	9.62
——YOY	5.41%	-6.68%	1.53%	4.52%	4.65%
——毛利率	84.14%	86.07%	86.54%	86.65%	86.79%

资料来源：敷尔佳招股说明书，信达证券研发中心预测

4.2 估值及投资建议

根据敷尔佳公告，从所处行业、品牌影响力等角度出发，选取华熙生物、创尔生物、贝泰妮、珀莱雅作为可比公司，当前可比公司 23 年 PE 平均值为 35.97 倍。

表18：可比公司估值

股票代码	股票名称	EPS(摊薄)(元)			PE(2023 年 9 月 22 日收盘价计算)			总市值(亿元)	股价(元)
		2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E		
688363.SH	华熙生物	2.02	2.25	2.83	67.03	39.91	31.80	433.46	89.99
831187.NQ	创尔生物	0.41	-	-	15.53	-	-	7.14	8.40
300957.SZ	贝泰妮	2.48	3.10	3.93	60.14	30.75	24.27	403.69	95.30
603605.SH	珀莱雅	2.88	2.79	3.51	58.09	37.25	29.59	412.18	103.87
可比公司 PE 平均值					50.20	35.97	28.55		
301371.SZ	敷尔佳	2.12	2.15	2.31	-	22.63	21.06	194.80	48.69

资料来源：Wind，同花顺 ifind，信达证券研发中心，注：华熙生物、创尔生物、贝泰妮、珀莱雅的 EPS、PE 为 Wind 一致预期，敷尔佳的 EPS、PE 为信达证券研发中心预测，收盘价截至 2023 年 9 月 22 日

我们预计 2023-2025 年 EPS 分别为 2.15/2.31/2.52 元，对应 2023 年 9 月 22 日收盘价的 PE 分别为 23/21/19 倍。考虑到敷尔佳在专业皮肤护理领域具备先发优势，且后续公司将持续推进功

能性护肤品和医用胶原蛋白敷料的研发，并进一步拓宽公司的销售渠道及营销方式，增强公司品牌影响力，首次覆盖给予“增持”评级，建议关注。

风险因素

- **新品不及预期风险：**公司新品推广会受到品牌、产品、营销、渠道等多方面影响，若新品推广不及预期，可能会对公司的业绩造成负面影响。
- **研发不及预期风险：**研发及获得监管批准耗时长，在研产品商业化存在不确定性，可能发生较大的沉没成本。
- **行业竞争加剧风险：**专业皮肤护理赛道景气度处于上行阶段，若现有竞争对手和市场新进入者开发出新产品，可能会对公司的业绩造成负面影响。
- **募投项目进展不及预期：**若公司募投项目进展情况不及预期，将影响公司技术研发与产品管线布局。

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,300	1,703	3,965	4,833	5,802	营业总收入	1,650	1,769	1,933	2,188	2,446
货币资金	578	1,483	3,709	4,552	5,497	营业成本	298	299	306	343	382
应收票据	0	0	0	0	0	营业税金及附加	20	17	19	22	24
应收账款	12	7	8	12	14	销售费用	264	390	466	568	661
预付账款	33	18	37	41	46	管理费用	42	48	50	55	59
存货	99	126	136	153	170	研发费用	5	15	19	22	24
其他	579	69	74	75	76	财务费用	-12	-27	-30	-30	-30
非流动资产	794	1,323	2,068	2,166	2,257	减值损失合计	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	5	6	5	5	5
固定资产(合计)	32	34	711	817	913	其他	33	99	45	25	20
无形资产	28	29	29	33	37	营业利润	1,072	1,132	1,152	1,238	1,350
其他	733	1,260	1,328	1,317	1,308	营业外收支	10	3	2	2	2
资产总计	2,094	3,026	6,033	6,999	8,059	利润总额	1,082	1,135	1,154	1,240	1,352
流动负债	160	245	310	352	403	所得税	276	288	293	315	343
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	806	847	861	925	1,009
应付票据	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
应付账款	40	121	170	200	234	归属母公司净利润	806	847	861	925	1,009
其他	120	124	140	152	169	EBITDA	1,064	1,111	1,211	1,267	1,387
非流动负债	1	1	9	9	9	EPS(当年)(元)	2.55	2.35	2.15	2.31	2.52
长期借款	0	0	0	0	0	现金流量表					
其他	1	1	9	9	9	单位:百万元					
负债合计	161	246	320	361	412	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	0	0	0	0	0	经营活动现金流	802	899	975	990	1,093
归属母公司股东权益	1,933	2,780	5,713	6,638	7,647	净利润	806	847	861	925	1,009
负债和股东权益	2,094	3,026	6,033	6,999	8,059	折旧摊销	12	13	87	57	65
重要财务指标						财务费用	0	0	0	0	0
单位:百万元						投资损失		-5	-6	-5	-5
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	营运资金变动	-3	49	31	16	27
营业总收入	1,650	1,769	1,933	2,188	2,446	其它	-8	-5	1	-2	-2
同比(%)	4.1%	7.2%	9.3%	13.2%	11.8%	投资活动现金流	-216	16	-828	-148	-148
归属母公司净利润	806	847	861	925	1,009	资本支出	-159	-398	-848	-153	-153
同比(%)	24.4%	5.1%	1.6%	7.5%	9.0%	长期投资	210	0	-1	0	0
毛利率(%)	81.9%	83.1%	84.2%	84.3%	84.4%	其他	-267	414	21	5	5
ROE%	41.7%	30.5%	15.1%	13.9%	13.2%	筹资活动现金流	-395	-9	2,079	0	0
EPS(摊薄)(元)	2.01	2.12	2.15	2.31	2.52	吸收投资	0	0	2,072	0	0
P/E	-	-	22.63	21.06	19.31	借款	0	0	0	0	0
P/B	-	-	3.41	2.93	2.55	支付利息或股息	-379	0	0	0	0
EV/EBITDA	-0.54	-1.33	13.02	11.78	10.08	现金流净增加额	192	905	2,226	842	945



研究团队简介

刘嘉仁，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。

王越，美护&社服高级分析师。上海交通大学金融学硕士，南京大学经济学学士，2018年7月研究生毕业后加入兴业证券社会服务小组，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美、社会服务行业。

周子莘，美护分析师。南京大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士，曾任兴业证券社会服务行业美护分析师，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

涂佳妮，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022年11月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

李汶静，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

林凌，厦门大学经济学院金融硕士，2023年2月加入信达证券研究所。主要覆盖化妆品、医美板块。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。