

➤ **敷尔佳：快速增长的医用敷料龙头企业。**2017年，敷尔佳业务从华信药业内部剥离，主要分医疗器械和化妆品两大类专业皮肤护理产品，其中，2020-2022年，械字号产品贡献公司55.54%、56.25%与48.95%的收入，白膜与黑膜为核心产品，妆字号产品快速增长，2023H1收入占比达53.90%。2018-2022年，收入与归母净利润快速增长，年复合CAGR分别为47.57%与43.45%。

➤ **皮肤护理市场：械字号敷料黄金赛道，行业景气度有望持续上行。**
 ①**市场规模**：专业皮肤护理市场增速高于基础皮肤护理市场，其中医用贴式敷料表现最优。
 ②**增长驱动力**：供需双向推动，医疗器械类贴式敷料市场呈现高景气度。医美术后人群需求高增+医用敷料消费人群渗透率提升+高复购率驱动，需求持续上行；备案要求加大行业进入壁垒，贴式敷料产品有更高产品溢价。高复购率+高盈利水平驱动下，具备研发实力的企业加速布局市场。
 ③**竞争格局**：贴式医用皮肤修复敷料市场呈现高集中度。2019年主要品牌占据贴式敷料7成市场份额，而护肤品行业CR10仅为30.5%。**原料端**，消费者呈现需求多元化，胶原蛋白更符合消费需求下的发展趋势；**产品端**，具备一定研发能力与更强拿证能力为核心产品优势；**渠道端**，把握公立医院+医美渠道+线上渠道的全面式布局至关重要。

➤ **核心竞争力：产品高认可度+渠道布局深化+精准营销，铸造龙头地位。**
 ①**产品优化**：大单品打造品牌力，产品丰富度持续提升。敷尔佳以“白膜+黑膜”作为核心单品，大单品策略塑造专业化品牌形象，持续完善品牌矩阵与丰富功能性原料，多样成分打造差异化的新产品。
 ②**渠道深化**：线下渠道深度布局，线上渠道多平台打通。公司线下主要采用多层级、多维度的经销布局，实现线下渠道的深度布局；经销商管理制度明晰高效，助力线下渠道保持强竞争力；线上渠道，敷尔佳把握线上发展红利，布局天猫平台；积极拓展直播带货销售模式，为直营店持续输送客户；加强线上多平台布局，把握多样化线上渠道增长红利。
 ③**营销推广**：多个维度精准营销，推广布局保持品牌力。公司从传统媒体、新媒体、移动端、公众号到小程序等多层次推广矩阵，实现从广度到精度的品牌推广；精准营销下，高效提升品牌知名度。

➤ **公司看点：产业链一体化布局，多维度强化竞争力，未来增长可期。**
 ①**产业链整合**：一体化布局延伸至前端，巩固研发实力。
 ②**品牌矩阵**：多平台齐发力，持续提升品牌力。
 ③**未来增长**：募集资金助力产+研+宣多维强化。

➤ **投资建议**：预计23-25年公司实现营业收入19.63、21.56、23.58亿元；分别同比+11.0%、+9.8%与+9.4%，实现归母净利润7.94、8.71与9.49亿元，分别同比-6.3%、+9.7%与+9.0%，1月17日收盘价对应PE为18/17/15倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示**：新品拓展不及预期、行业竞争加剧、产品安全风险、募投项目进展不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,769	1,963	2,156	2,358
增长率(%)	7.2	11.0	9.8	9.4
归属母公司股东净利润(百万元)	847	794	871	949
增长率(%)	5.1	-6.3	9.7	9.0
每股收益(元)	2.12	1.98	2.18	2.37
PE	17	18	17	15
PB	5.2	2.6	2.2	1.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2024年1月17日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

36.70元



分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 郑紫舟

执业证书：S0100522080003

邮箱：zhengzizhou@mszq.com

研究助理 褚菁菁

执业证书：S0100123060038

邮箱：zhujingjing@mszq.com

目录

1 敷尔佳：高增速的医用敷料龙头企业	3
1.1 收入结构：深耕线下渠道，聚焦于械字号产品	3
1.2 历史复盘：具备药企基因，迈向专业皮肤护理	7
1.3 股权结构：核心员工持股，高管具专业化背景	9
2 皮肤护理市场：械字号敷料黄金赛道，行业景气度有望持续上行	11
2.1 市场概况：主要可分为基础护理与专业皮肤护理产品	11
2.2 市场规模：供需双振，医用敷料景气度领跑专业护肤	12
2.3 竞争格局：高集中度，产品布局均围绕两大主要成分	18
3 核心竞争力：产品高认可度+渠道布局深化+精准营销，铸造龙头地位	21
3.1 产品优化：大单品打造品牌力，产品丰富度持续提升	21
3.2 渠道深化：线下渠道深度布局，线上渠道多平台打通	24
3.3 营销推广：多个维度精准营销，推广布局保持品牌力	27
4 公司看点：产业链一体化布局，多维度强化竞争力，未来增长可期	29
4.1 产业链整合：一体化布局延伸至前端，巩固研发实力	29
4.2 品牌矩阵：多平台齐发力，持续提升品牌力	30
4.3 未来增长：募集资金助力产+研+宣多维强化	31
5 盈利预测与投资建议	33
5.1 收入拆分与盈利预测	33
5.2 估值分析	34
5.2 投资建议	35
6 风险提示	36
插图目录	38
表格目录	38

1 敷尔佳：高增速的医用敷料龙头企业

出身药企，2017 年开启加速发展之路。敷尔佳前身为黑龙江省华信药业有限公司；2017 年，敷尔佳业务从华信药业内部剥离，以公司形式独立运营；2022 年 9 月 8 日，敷尔佳通过深交所创业板上市委员会审议，开启上市之路；2023 年 7 月 20 日，公司首次公开发行股票并在创业板上市。敷尔佳主要从事专业皮肤护理产品的研发、生产以及销售，目前在售的产品分为医疗器械类和化妆品类两大类，共计 51 个 SKU，主要包括医用敷料贴、面膜、喷雾、精华等。2018-2022 年，收入快速增长，由 3.73 亿元增长至 17.69 亿元，CAGR 达 47.57%；归母净利润由 2.00 亿元增长至 8.47 亿元，2018-2022 年 CAGR 为 43.45%。2023Q1-Q3，公司营业收入为 13.39 亿元，同比+1.86%；归母净利润为 5.36 亿元，同比-17.33%。

表1：公司主要财务数据

单位：亿元	2018	2019	2020	2021	2022	2023Q1-Q3
营业收入	3.73	13.42	15.85	16.50	17.69	13.39
yoy	-	259.44%	18.07%	4.08%	7.25%	1.86%
归母净利润	2.00	6.61	6.48	8.06	8.47	5.36
yoy	-	231.20%	-2.00%	24.38%	5.15%	-17.33%
毛利率 (%)	77.88%	76.97%	76.47%	81.95%	83.07%	82.38%
净利率 (%)	53.44%	49.24%	40.87%	48.85%	47.89%	40.03%

资料来源：wind, iFind, 公司招股说明书, 民生证券研究院

1.1 收入结构：深耕线下渠道，聚焦于械字号产品

械字号产品贡献公司过半收入，妆字号产品快速增长。公司产品按监管体系分类可以分为妆字号产品和械字号产品，其中医疗器械类产品均为第二类产品，即具有中度风险，需要严格控制管理以保证其安全、有效的医疗器械，其形态以贴式敷料和修复液为主，2018 年至 2021 年医疗器械类产品对公司营业收入贡献均过半。此外，公司也在持续加大妆字号产品布局，产品种类多样，包括面膜、水、精华、乳液、凝胶等，营业收入占比由 2018 年的 10.08% 增长至 2022 年的 51.05%，对应收入规模由 0.38 亿元增长至 9.03 亿元，收入首次超过医疗器械类。

表2：公司产品收入按照监管体系划分占比 (亿元)

类别	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1
医疗器械类	3.358	9.18	8.80	9.28	8.66	4.00
Yoy	-	173%	-4%	5%	-7%	-
占比	89.92%	68.38%	55.54%	56.25%	48.95%	46.09%
化妆品类	0.38	4.24	7.05	7.22	9.03	4.68
yoy	-	1027%	66%	2%	25%	-
占比	10.08%	31.62%	44.46%	43.75%	51.05%	53.91%

资料来源：公司招股书, 民生证券研究院

1) 械字号产品中白膜和黑膜为公司核心产品。公司目前在售医疗器械类产品主要分为敷料、次抛及喷雾三种类型，共计三项医疗器械注册备案，产品主打成分

均为透明质酸。2022Q4, 公司推出敷料类新产品医用重组III型人源化胶原蛋白贴, 尚处于市场培育期。公司核心大单品为白膜和黑膜, 2022 年贡献医疗器械类收入分别为 72%和 25%。其中, 白膜多用于日常肌肤护理, 舒缓护肤使用不当、日晒、环境污染等引起的肌肤问题; 黑膜则适用于光电美容仪器和水光针等术后修复。

表3: 械字号产品收入占比细分 (亿元)

	2018		2019		2020		2021		2022	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
医疗器械类产品	3.36	100%	9.18	100%	8.80	100%	9.28	100%	8.66	100%
其中										
医用透明质酸钠修复贴 (白膜)	2.68	79.89%	6.43	70.02%	5.98	67.90%	6.52	70.23%	6.24	72.07%
医用透明质酸钠修复贴 (黑膜)	0.65	19.35%	2.63	28.67%	2.64	29.94%	2.62	28.21%	2.21	25.46%
医用透明质酸钠修复液	0.03	0.76%	0.12	1.31%	0.19	2.17%	0.14	1.56%	0.11	1.28%
医用重组 III 型人源化胶原蛋白贴	-	-	-	-	-	-	-	-	0.10	1.18%

资料来源: 公司招股书, wind, 民生证券研究院

表4: 公司械字号产品

类型	产品全称	产品图示	注册证编号/备案编号	主打成分	适用范围	价格/规格
	医用透明质酸钠修复贴 (白膜)		黑械注准 20162140023	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	148 元/5 片
	医用透明质酸钠修复贴 (黑膜)		黑械注准 20162140023	透明质酸钠	同上	199 元/5 片
敷料	医用透明质酸钠修复液 (次抛)		黑械注准 20182140027	透明质酸钠	同上	169 元/30 支
	医用重组 III 型人源化胶原蛋白贴		黑械注准 20222140048	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	178 元/5 片
喷雾	医用透明质酸钠修复液 (喷雾)		黑械注准 20182140027	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	158 元/60g

资料来源: 公司招股书, 敷尔佳天猫官方旗舰店, 民生证券研究院 (注: 价格统计时间为 2024 年 1 月 15 日)

2) 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。

据公司招股说明书,公司的妆字号产品丰富,功效以及应用场景多样,面膜类、水、精华及乳液类妆字号产品拥有多款 SKU。从成分角度来看,具备多样化功效性,包括积雪草、虾青素、传明酸、水杨酸、水杨酸果酸等;从价格跨度来看,公司妆字号产品价格主要分布在 30-150 元的区间内。

表5: 妆字号产品收入占比细分 (亿元)

分类	2018		2019		2020		2021		2022	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
化妆品	0.38	100%	4.24	100%	7.05	100%	7.22	100%	9.03	100%
其中:										
面膜产品	0.37	98.93%	3.64	85.72%	5.93	84.15%	6.28	86.98%	7.81	86.51%
水、精华及乳液	0.001	0.27%	0.28	6.59%	0.45	6.32%	0.38	5.23%	0.45	4.95%
凝胶	-	-	-	-	0.25	3.82%	0.28	3.82%	0.13	1.42%
冻干粉	0.0017	0.44%	0.22	5.16%	0.27	3.57%	0.15	2.06%	0.11	1.21%
喷雾	-	-	0.04	1.03%	0.09	1.30%	0.11	1.48%	0.22	2.42%
次抛	-	-	-	-	-	-	0.01	0.14%	0.29	3.21%
其他收入	0.0013	0.35%	0.06	1.50%	0.05	0.79%	0.02	0.29%	0.026	0.28%

资料来源: 公司招股书, ifind, 民生证券研究院

表6: 公司妆字号产品

类型	SKU (个)	代表产品	代表产品图片	主打成分	功效	价格/规格
膜(含涂抹式面膜)类	21	敷尔佳积雪草舒缓修护贴		积雪草	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	126 元/5 片
水、精华及乳液	14	敷尔佳虾青素神经酰胺修护乳		虾青素、神经酰胺	适用于普通人群的所有肤质。可补充肌肤水分, 令肌肤水润光泽	68 元/30ml
喷雾	5	敷尔佳 B5 修护喷雾		维生素原 B5	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, 具有补水保湿、舒缓修护特性	66 元/150ml
冻干粉	1	敷尔佳肤质肤色修护冻干粉肤质肤色修护液		水杨酸、精氨酸、水解胶原	适用于皮肤管理项目肌肤的修护、日晒后肌肤的修护、美容护理项目肌肤的修护等	126 元/5ml×3 支; 100mg×3 支
凝胶	3	敷尔佳水解海绵祛痘凝露		烟酰胺、水解海绵	普通人群, 具有控油、祛痘的功效, 缓解痘痘困扰	98 元/10g

资料来源: 公司招股书, 敷尔佳天猫旗舰店, 民生证券研究院; (注: 价格统计时间为 2024 年 1 月 15 日)

渠道角度，销售渠道以线下为主，线上为辅模式。从收入组成看，公司线下销售收入占比过半，但线上销售收入占比持续提升。其中，2022年，公司线下渠道销售产品收入为10.5亿元，占总营收的59.38%，同比+4.39 pct；线上渠道销售产品收入为7.19亿元，占总营收的40.62%，而2023H1，线上渠道收入占比提升至45.13%，线下渠道仍为收入主体，贡献54.87%的公司收入。

表7：公司销售渠道拆分（亿元）

销售渠道	2018		2019		2020		2021		2022		2023H1	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
线上渠道	0.44	11.85%	3.10	23.07%	4.61	29.08%	5.98	36.23%	7.19	40.62%	3.92	45.13%
线下渠道	3.29	88.15%	10.33	76.93%	11.24	70.92%	10.52	63.77%	10.51	59.38%	4.77	54.87%

资料来源：公司招股书，民生证券研究院

其中：

线上销售以直销模式为主。2022年线上直销的收入占比达到33.36%，其线上直营模式主要通过大型B2C平台开设直营店铺，目前共有9家线上直营平台，包括天猫、小红书、考拉海购、京东、微信小程序、微店、抖音、快手、拼多多。

表8：公司线上直销布局（亿元）

	2018	2019	2020	2021	2022
线上直销收入	0.14	2.33	3.96	5.19	5.90
yoy	-	1547.75%	69.88%	31.07%	13.68%
占比	3.79%	17.35%	24.97%	31.44%	33.36%
其中：	-	-	-	-	-
天猫	0.085	2.10	3.78	4.79	4.06
小红书	0.056	0.23	0.14	0.043	0.0143
京东	-	-	0.021	0.212	0.145
微信	-	-	0.0061	0.01125	0.278
考拉海购	-	-	0.0061	0.005112	0.00156
抖音	-	-	0.00038	0.0921	1.25

资料来源：公司招股书，民生证券研究院

线上经销模式收入占比呈现下行。公司线上经销模式收入由2018年的8.06%下降至2022年的2.87%，经销模式主要通过线上经销商，公司与符合认证要求、具备相关营业资质的线上经销商签署经销协议，由经销商在淘宝、京东、唯品会三个线上平台销售敷尔佳产品。

表9：公司线上经销（亿元）

	2018	2019	2020	2021	2022
线上经销收入	0.30	0.77	0.64	0.34	0.51
yoy	-	154.77%	-15.98%	-47.21%	50.00%
占比	8.06%	5.71%	4.07%	2.06%	2.87%

资料来源：公司招股书，民生证券研究院

2020年起，公司开启线上代销模式。2020-2022年公司线上代销模式收入占比由0.04%提升至4.39%，主要通过与阿里健康大药房、天猫超市、京东等大型B2C平台签署购销协议，B2C平台进行网络代销获得分成佣金。

表10：公司线上代销（亿元）

	2018	2019	2020	2021	2022
线上代销收入	-	-	0.01	0.45	0.78
yoy	-	-	-	440%	73%
占比	-	-	0.04%	2.73%	4.39%

资料来源：公司招股书，民生证券研究院

线下渠道，公司通过经销模式进行布局。公司在线下经销模式分为三类：**①经销商分级制度**，细分为甲、乙、丙三类，各层经销商所销售产品的类型、价格进行差异化区分，从而实现了对经销商的精细化分层管理；**②开拓联盟经销模式**，终端销售市场进一步下沉，快速拓展 CS 和 KA 渠道，实现了经销商的专业化管理；**③加大与实体渠道经销商合作**，拓展了美妆护肤实体销售店铺资源和专业销售实力。**三种模式下，公司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。**

表11：公司线下经销（亿元）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1
线下经销收入	3.29	10.33	11.24	10.52	10.51	4.77
yoy	-	213.70%	8.84%	-6.42%	-0.09%	-4.94%
占比	88.15%	76.93%	70.92%	63.77%	59.38%	54.87%

资料来源：公司招股书，公司公告民生证券研究院

1.2 历史复盘：具备药企基因，迈向专业皮肤护理

2012 年，正式涉足皮肤护理市场，逐步迈向产业链一体化布局。敷尔佳前身为华信药业，创立于 1996 年。公司于 2012 年敏锐的发掘了当时新兴的市场需求，并快速完成业务发展方向转换，正式进军皮肤护理市场。

敷尔佳公司发展可分为以下四个阶段：

1996-2011 年，前身华信药业，主要经营粉针注射剂处方药批发。经营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。

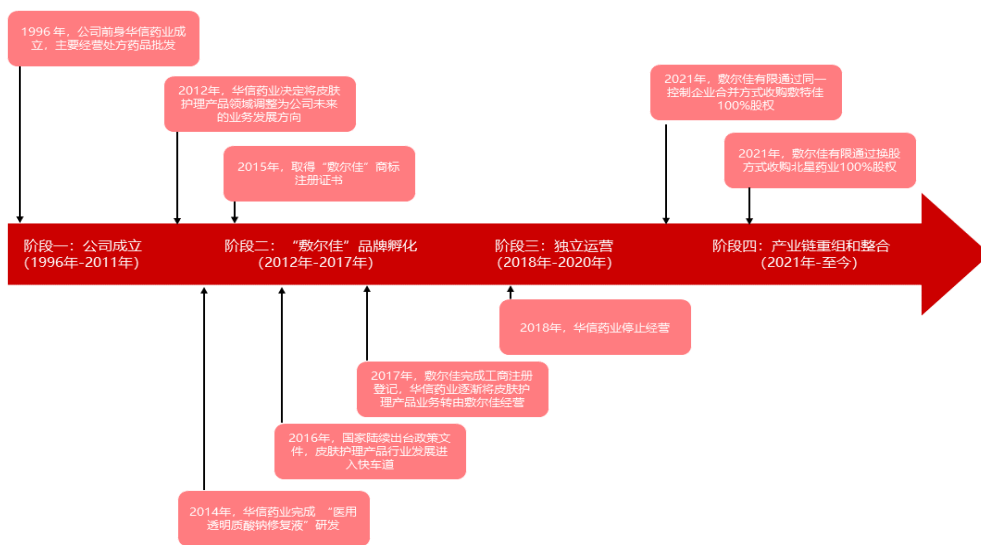
2012-2017 年，瞄准皮肤护理市场，成功完成医用透明质酸修复贴的研发并注册“敷尔佳”。2012 年，华信药业敏锐的捕捉到消费者需求并将皮肤护理产品调整为未来业务发展方向，两年内完成“医用透明质酸钠修复贴”的研发，并于 2015 年取得“敷尔佳”商标注册证书；2016 年华信药业与哈三联合作，聚焦于产品的独家销售、推广及品牌运营维护等。

2018-2020 年：华信停止经营，敷尔佳接手。自 2017 年底，敷尔佳品牌产品销售业绩突出，华信医药管理看好其未来的发展潜力，决定成立独立的公司专营皮肤护理产品业务；公司于 2017 年年底完成敷尔佳有限公司的注册，并将皮肤护理产品业务转由敷尔佳有限继承；2018 年 5 月，华信药业停止经营，此后开始了

敷尔佳的独立运营之路。

2021-至今：敷尔佳产业链一体化布局皮肤护理产品。2021 年至今，敷尔佳完成对敷特佳以及北星药业两家公司的 100%换股收购。2023 年 8 月 1 日，敷尔佳 (301371.SZ) 在深交所创业板挂牌上市。完成产品线、产业链的整合，开启了产业链一体化布局皮肤护理市场之路。

图1：公司发展历程复盘



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

2019-2022 年，公司营收与归母净利润的复合增长率分别为 9.65%与 8.62%。2019-2022 年，公司分别实现营业收入 13.42、15.85、16.50 与 17.69 亿元，复合增长率为 9.65%。2019-2022 年公司归母净利润分别为 6.61、6.48、8.06 与 8.47 亿元，复合增长率为 8.62%。2020 年公司利润增速放缓主要系械字号产品的使用场景经营活动受到一定程度影响，消费者减少采买该产品所致；2021 年至今公司营收主要受宏观经济波动影响，消费复苏的节奏仍较慢，行业整体表现相对较弱，公司收入增速亦有所放缓。2023Q1-Q3，公司实现营业收入 13.39 亿元，同比+1.86%；归母净利润为 5.36 亿元，同比-17.33%。

毛利率在 2021 年自主生产主营业务后有望继续提升。2021-2022 年，公司毛利率基本稳定在 82%-83%。自 2021 年 2 月起，公司主营业务产品由向外部采购产成品模式转为由公司自行生产，享有生产环节利润，毛利率提高至 81.95%，呈现上升的趋势。2022 年，随着生产规模的持续增长，规模成本优势进一步体现；此外，直销及代销模式的销售毛利率较高，随着其销售收入占比的提升，整体毛利率水平有望继续提升。2023Q1-Q3，公司毛利率为 82.38%，同比-0.40 pct，主要系公司新增较多产品，新品上市初期尚未形成规模效应，综合毛利率略有降低。

费用率方面：2018 -2022 年，公司的期间费用率整体随经营规模呈现逐年扩大态势。其中，销售费率由 2018 年的 5.72%提高至 2022 年的 22.06%，主要由

公司业务拓展能力加强,并实行多元化营销政策等两方面促成。同时,公司于2020年实施股权激励计划,并将部分销售人员纳入激励范围,相应确认股份支付费用,当期销售费用率为16.75%。2023Q1-Q3,销售费率增至26.53%,主要与线上销售占比增长带动相关销售费用增加有关。

表12: 公司收入、归母净利润、盈利能力及费率情况 (亿元)

公司收入及归母净利润情况						
	2018	2019	2020	2021	2022	2023Q1-Q3
营业总收入	3.73	13.42	15.85	16.50	17.69	13.39
yoy	-	259.44%	18.07%	4.08%	7.25%	1.86%
归母净利润	1.99	6.61	6.48	8.06	8.47	5.36
yoy	-	231.20%	-2.00%	24.38%	5.15%	-17.33%
盈利能力及费率情况						
	2018	2019	2020	2021	2022	2023Q1-Q3
毛利率	77.88%	76.97%	76.47%	81.95%	83.07%	82.38%
净利率	53.44%	49.24%	40.87%	48.85%	47.89%	40.03%
销售费用率	5.72%	8.60%	16.75%	16.01%	22.06%	26.53%
管理费用率	0.61%	0.55%	4.22%	2.53%	2.69%	4.77%
研发费用率	0.08%	0.04%	0.09%	0.32%	0.09%	1.17%
财务费用率	-0.02%	-0.04%	-0.55%	-0.74%	-1.53%	-3.69%

资料来源: 公司招股书, wind, 民生证券研究院

1.3 股权结构: 核心员工持股, 高管具专业化背景

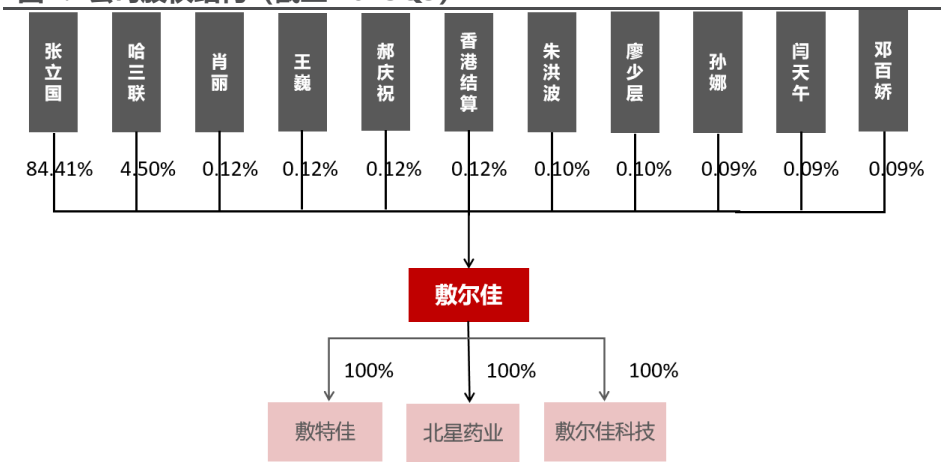
股权集中, 核心员工持有股份, 具备较强激励性。公司股权相对集中, 截至2023Q3, 公司控股股东及实际控制人张立国直接持有84.41%的股份。同时, 公司七位高级管理人员均持有公司股份, 核心管理人员持股绑定员工与公司利益, 进一步高效刺激员工积极性。

表13: 高管持股情况 (截至2023Q3)

股东名称	在公司任职	持股数量 (万股)	持股比例 (%)
张立国	董事长; 总经理	33,772	84.41%
孙娜	董事; 副总经理	35	0.09%
郝庆祝	副总经理	50	0.12%
肖丽	副总经理	50	0.12%
王巍	副总经理; 子公司北星药业监事	48	0.12%
潘宇	助理总经理; 子公司北星药业总经理	30	0.07%
邓百娇	财务负责人	35	0.09%
沈晓溪	董事会秘书	25	0.06%

资料来源: 公司招股书, iFinD, 民生证券研究院

图2：公司股权结构（截至 2023Q3）



资料来源：公司招股书，iFinD，民生证券研究院

高管团队大多具备医药相关背景：实控人张立国具有执业药师，高级工程师，具备超过 30 年中药、西药的研发生产及运营经验；主导研发并推出公司主要的在售产品医用透明质酸钠修复贴产品；潘宇为生物制药专业，有超过 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，化妆品产品的研发、生产等工作。**管理层的专业化背景为公司专业化发展奠定基础。**

表14：高级管理人员及核心员工简历情况

姓名	在公司任职	主要简历
张立国	董事长；总经理	1989年5月至1992年12月，历任哈药集团制药五厂生产调度、车间技术主任；1992年12月至1996年5月，任黑龙江省中医药开发有限公司部门经理；2017年11月至今任敷尔佳董事长总经理
孙娜	董事；副总经理	2017年11月至2018年12月，曾任哈尔滨招商嘉天房地产开发有限责任公司副总经理；2019年3月至2020年10月，曾任黑龙江碧海置业有限公司副总经理 2020年10月至今任公司副总经理 2021年3月至今任公司董事
郝庆祝	副总经理	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月至今任公司副总理
潘宇	助理总经理；子公司北星药业总经理	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	2007年3月至2017年12月，任黑龙江省华信药业出纳、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	2004年7月至2020年9月，历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
刘艳君	核心人员、研发工程师	2006年6月至2009年10月，曾任哈高科白天鹅药业集团有限公司研发负责人；2009年10月至2015年10月，曾任齐齐哈尔康盈国药堂医药连锁公司审方药师，2015年10月至2018年7月，曾任黑龙江童医生儿童生物制药有限公司食品化妆品医疗器械消毒品部门研发负责人；2018年7月至今，历任公司研发员、研发工程师
刘婷婷	核心人员、研发经理	2010年11月至2012年6月，曾任哈尔滨乐泰药业有限公司产品研发部产品研发员；2012年6月至2019年1月，曾任北京世纪中康医药科技有限公司研发部副经理、注册部主管；2019年2月至2020年5月，曾任知植堂生物科技有限公司研发经理；2020年5月至今，历任公司研发员、研发经理
肖丽	副总经理	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	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

资料来源：公司招股书，民生证券研究院

2 皮肤护理市场：械字号敷料黄金赛道，行业景气度有望持续上行

2.1 市场概况：主要可分为基础护理与专业皮肤护理产品

皮肤护理产品指用于面部、手部或者身体，起到保湿锁水、延缓皮肤衰老、促使皮肤健康润泽、修复受损肌肤等作用的日用化妆品。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基础护理产品**：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、激光光子治疗术后、水光针术后等情况的肌肤使用的产品。

专业皮肤市场根据产品形态及监管体系拥有两种划分类型：**①根据产品形态可分为敷料贴及贴片产品、非敷料贴片类产品**，前者为面膜贴及面部敷料形式，后者包含水乳膏霜精华等产品形态；**②根据监管类别可分为妆字号/特字号功能性护肤品及医疗器械类敷料产品**，后者有不同严格程度的 GMP 生产标准，产品成分更聚焦，批准门槛更高；前者对生产线、成分以及审批门槛要求更低。

表15：专业皮肤护理产品细分

划分依据	类型	特点	生产管理标准
按产品形态划分	贴片类	通过片状膜布等材料将精华液/成分液敷贴于皮肤上的产品	-
	非贴片类	由精华、次抛原液、水、喷雾、乳液等将精华液/成分液直接涂抹在皮肤上的产品组成	-
按监管类别划分	功能性护肤品	仅可在健康完整的皮肤表面上使用	生产环境宜达到 30 万级洁净度，并不作硬性要求；安全性和有效性评价通过微生物检验、毒理学安全性实验、人体功效评价试验等进行
	医疗器械类敷料	可直接使用于创口的创面敷料	生产环境要求无菌环境，卫生标准不低于 30 万级洁净度级别；安全性和有效性评价通过严格临床评价进行；作为医疗器械在省、市药监局甚至国家药监局进行注册或备案

资料来源：敷尔佳招股书，医械资讯，民生证券研究院

功能性护肤进一步细分为两大类，**强功效型护肤品、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。

表16：功能性护肤品划分

类别	批准字号	宣传特征	功效
强功效型护肤品	妆字号/特字号	禁止宣传医疗作用、禁称药妆，宣传时通常强调产品成分和功效	美白、抗氧、抗糖等
皮肤学级护肤品	妆字号	禁止宣传医疗作用、禁称药妆，通常用皮肤科医生推荐等作为背书	舒敏、祛痘、祛斑等

资料来源：华经产业研究，民生证券研究院

医疗器械类敷料可以与创面直接或间接接触，具有清洁覆盖创面、吸收体内渗出液、为创面提供愈合环境、支撑器官或组织等医疗作用。医用敷料主要分为**外科敷料**（分为可吸收和不可吸收敷料）、**接触性创面敷料**（分为急性创面敷料和慢性创面敷料）、**包扎固定敷料、造口疤痕护理用品等**。根据《医疗器械监督管理条例》规定，医疗器械类敷料产品根据风险程度由低到高，依次按第一类、第二类、第三类医疗器械分类管理，**作皮肤护理用途的主要为第二类、第三类敷料**。目前针对三类人群使用，一类是术后需要对受损皮肤进行修复的医美消费人群；一类是存在皮肤屏障受损、皮炎痤疮等皮肤问题的患者，医用敷料起辅助修复、冷敷舒缓的作用；此外，追求功效性护肤的消费者也会选择医用敷料。

表17：医疗器械类敷料产品用途情况

类别	定义	功效	核心消费人群
一类	预期用于人体体表浅表性创面且为非无菌的医用敷料	用于浅表性创面的急救及临时性包扎，对创面敷料或肢体提供束缚力，用于排泄物收集及造口周围皮肤护理	
二类	预期用于人体体表浅表性创面且为无菌的医用敷料，或预期用于烧伤创面的医用敷料	用于轻中度炎症痤疮及浅性疤痕治疗，为皮肤提供湿润、安全的环境，避免损伤状态的皮肤接触外界污染，降低术后感染风险，帮助皮肤修复	需要在医美手术之后对受损皮肤进行修复和舒缓的患者；存在皮肤屏障受损、急性皮炎等皮肤问题的患者；追求护肤功效的普通消费者
三类	预期用于人体体内或体表真皮层受损的创面、或作为皮肤临时替代物功能、可被人体全部或部分吸收的医用敷料	用于缓解皮肤过敏及一定深度表面积的激光、光子术后创面修复与皮肤过敏问题	

资料来源：NMPA，瑞旭技术，民生证券研究院

2.2 市场规模：供需双振，医用敷料景气度领跑专业护肤

专业皮肤护理市场增速高于基础皮肤护理市场，市场占比稳步提升。根据弗若斯特沙利文预测，基础皮肤护理产品市场规模由2017年的1697亿元增长至2021年的2793亿元，复合年增长率为13.27%；专业皮肤护理产品市场规模由2017年的108亿元增长至2021年的378亿元，复合增速为36.78%，**专业皮肤护理市场规模增长表现突出。**

表18: 2017年至2021年中国皮肤护理市场情况

单位: 亿元	2017	2018	2019	2020	2021
基础皮肤护理市场	1697	2010	2337	2504	2793
yoy	14.82%	18.44%	16.27%	7.15%	11.54%
占比	94.02%	91.66%	91.58%	90.43%	88.08%
专业皮肤护理市场	108	153	215	265	378
yoy	17.39%	41.67%	40.52%	23.26%	42.64%
占比	5.98%	6.98%	8.42%	9.57%	11.92%
皮肤护理市场总规模	1805	2193	2552	2769	3171
yoy	14.97%	21.50%	16.37%	8.50%	14.52%

资料来源: 弗若斯特沙利文, 民生证券研究院

按产品功能性划分, 在专业皮肤护理市场中, 医疗器械类敷料市场增速表现优于功能性护肤品市场。功能性护肤市场从 2017 年的 102.5 亿元增长至 2021 年的 309.6 亿元, CAGR 为 31.83%; 医疗器械类敷料市场规模从 2017 年的 5.7 亿元增长至 2021 年的 68.2 亿元, CAGR 为 85.98%。

表19: 2017-2021年中国专业皮肤护理市场规模 (按医疗器械类敷料产品和功能性护肤品拆分)

单位: 亿元	2017	2018	2019	2020	2021
功能性护肤品	102.5	140.6	188.3	223.4	309.6
yoy	-	37.17%	33.93%	18.64%	38.59%
占比	94.91%	91.90%	87.58%	84.30%	81.95%
医疗器械类敷料	5.7	12.0	26.8	41.8	68.2
yoy	-	110.53%	123.33%	55.97%	63.16%
占比	5.28%	7.84%	12.47%	15.77%	18.05%

资料来源: 弗若斯特沙利文, 民生证券研究院

按产品形态划分, 专业皮肤护理市场中的贴式市场规模表现优于非贴式表现。贴式护肤类市场规模从 2017 年的 23.8 亿元增长至 2021 年的 98.2 亿元, CAGR 为 42.52%; 非贴式市场规模从 2017 年的 84.4 亿元增长至 2021 年的 279.5 亿元, CAGR 为 34.90%。

表20: 2017年至2021年中国专业皮肤护理市场规模 (按贴片类和非贴片类拆分)

单位: 亿元	2017	2018	2019	2020	2021
贴式	23.8	35.1	51.6	66.3	98.2
yoy	23.32%	47.48%	47.01%	28.49%	48.11%
占比	22.00%	22.99%	23.99%	25.00%	26.00%
非贴式	84.4	117.6	163.5	198.9	279.5
yoy	16.09%	39.34%	39.03%	21.65%	40.52%
占比	78.00%	77.01%	76.01%	75.00%	74.00%

资料来源: 弗若斯特沙利文, 民生证券研究院

贴式专业皮肤护理市场还可分为敷料贴以及贴、膜类, 其中敷料贴表现优异。敷料贴类主要为医疗器械类敷料贴, 其市场规模从 2017 年的 4.8 亿元增长至 2021 年的 46.2 亿元, CAGR 为 76.14%; 贴、膜类主要为妆字号的产品, 其市场规模从 2017 年的 19.0 亿元增长至 2021 年的 52.1 亿元, CAGR 为 28.68%。

表21：贴式专业皮肤护理市场规模

单位：亿元	2017	2018	2019	2020	2021
敷料贴类	4.8	10.5	23.2	33.1	46.2
yoy	152.63%	118.75%	120.95%	42.67%	39.58%
占比	20.17%	29.91%	44.96%	50.00%	47.00%
贴、膜类	19.0	24.6	28.4	33.1	52.1
yoy	9.20%	29.47%	15.45%	16.55%	57.40%
占比	79.83%	70.09%	55.04%	50.00%	53.00%

资料来源：弗若斯特沙利文，民生证券研究院

供需双向推动下，医疗器械类贴式敷料市场呈现高景气度：

- **医美术后需求+功能性护肤加速医用敷料消费人群渗透+高复购率助推，需求持续上行。**

贴式医用敷料大多主打修复类功能，用户大致可分为三类：一类为具有痤疮、皮炎等皮肤问题的患者，一类为接受轻医美手术后，急需皮肤修复的医美人群，一类为追求功能性护肤的消费者。据标点医药，2019年三类人群潜在的贴式医用敷料需求量达到 11.065 亿片，实际需求量为 3.37 亿片，渗透率仅 30%，尚存在较大可提升空间。

表22：2019 年我国潜在的贴式医用敷料需求量

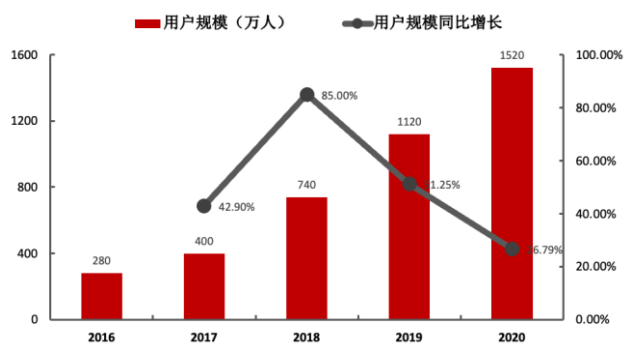
	人数 (万次)	每次疗程消耗量 (片)	数量 (亿片)
痤疮患者	8700	10	8.7
面部皮炎患者	600	10	0.6
轻医美消费者	465	10	0.47
功能性护肤品消费者	-	-	1.3
总潜在需求 (亿片)	-	-	11.065

资料来源：标点医药，民生证券研究院

1) 轻医美用户规模上行，贴式敷料用户渗透率持续提升。据艾媒咨询数据，2016 年至 2020 年间轻医美用户规模不断增长，2020 年用户规模达 1520 万，2016-2020 年用户规模 CAGR 达到 52.6%，2023 年，我国轻医美市场用户规模预计达 2354 万人，较 2020 年增长 55%。消费者在光电/注射类项目过后，通常需要早晚敷医用面膜进行修复，轻医美用户的规模快速增长较大程度拉动了贴式敷料需求人群。

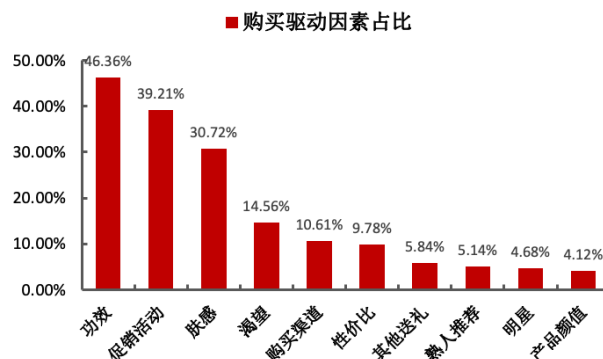
2) 贴式敷料具备一定功效性，追求功效性护肤消费者部分转化为贴式敷料消费者，推动消费人群渗透率进一步提升。”“Z 世代”消费群体护肤注重功效与肤感体验，其中“Z 世代”购买护肤因素中功效性重要性占据 46.36%，推动在消费者功效性需求增长，据弗若斯特沙利文，2017-2021 年，国内功能性护肤品市场规模由 102.5 亿元增长至 309.6 亿元，CAGR 达 31.83%，体现在人均消费金额、消费频次以及消费人数的增长。而功效性消费人群又存在部分转化为贴式敷料消费人群，因此贴式敷料消费人群渗透率进一步上行。

图3：我国轻医美用户规模及增长率



资料来源：艾媒咨询，民生证券研究院

图4：“Z世代”护肤购买驱动因素 TOP10 (2020年)

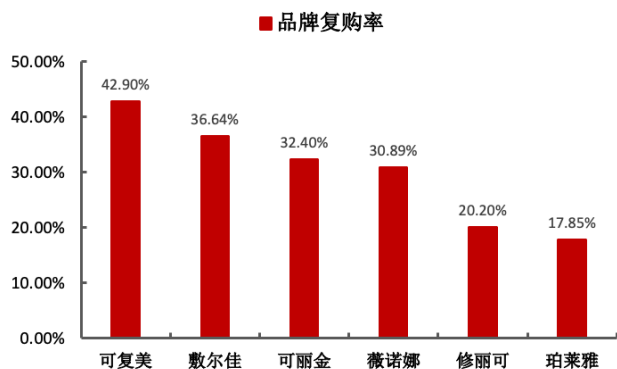


资料来源：德勤，民生证券研究院

贴式敷料类产品具备较强的消费者购买粘性，高复购率拉动需求端持续上行。

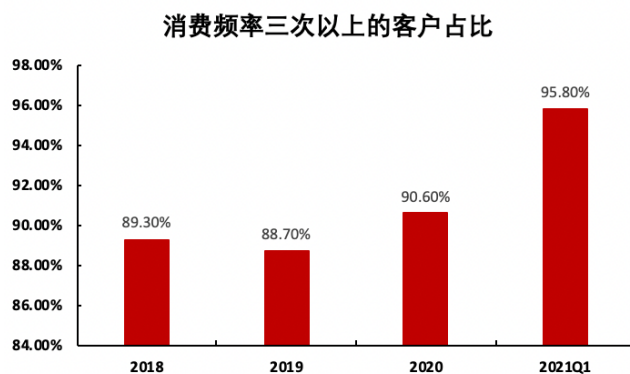
对贴式敷料类消费者而言，更换护肤产品的成本较高，对应呈现较高用户粘性，代表性品牌复购率多为行业平均复购率的2倍以上，以敷尔佳为例，2020年，敷尔佳消费频率在3次及以上的顾客占比为90.6%；2021Q1，敷尔佳消费频率在3次及以上的顾客占比高达95.8%。

图5：2021年各品牌复购率对比



资料来源：智研咨询，民生证券研究院

图6：2018-2021 Q1 敷尔佳消费频率在3次及以上的顾客占比



资料来源：敷尔佳招股说明书，民生证券研究院

供给端，严格备案要求加大行业进入壁垒，贴式敷料产品有更高产品溢价。

贴式医用敷料具有较为严格的政策要求，备案时长远超过妆字号产品。医用敷料主要用于皮肤组织、创面损伤修复，需要按照医疗器械注册管理办法执行，存在由一类至三类的备案种类，风险程度由低到高，企业申请拿证的难度也由低至高，其中一类医疗器械首次注册平均周期在1-3个月、二类医疗器械首次注册的平均周期为1-2.5年、三类医疗器械首次注册的平均周期为1.5-3年，周期均长于妆字号产品（约半个月）。此外，2021年底，国家药监局明确要求医用冷敷贴需按照二类及三类进行备案，进一步加大了贴式敷料的监管力度，也增强了行业进入壁垒。

表23：中国不同类别药监局备案差异

	械字号	妆字号	特字号
品类	医疗器械	非特殊用途化妆品	特殊用途化妆品
审批部门	地区、省级、国家食品药品监督管理局/部门	国家食品药品监督管理局	国家食品药品监督管理局
功能效果	用于医疗手术、损伤、慢性湿疹和过敏性的皮肤修护需求	清洁、美化、修饰等	染发、烫发、防晒、美白等
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：NMPA，民生证券研究院

表24：三种类别械字号备案要求对比

类型	风险程度	管理程度	申请方法
第一类	低度风险	备案管理	向所在地设区市级食品药品监督管理部门备案
第二类	中度风险	注册管理	由省、自治区、直辖市药品监督管理部门审查
第三类	高度风险	注册管理	由国家食品药品监督管理局审查

资料来源：NMPA，民生证券研究院

在更严格的监管以及更繁琐的流程之下，贴式敷料相较普通妆字号面膜产品有更高溢价。从各产品价格对比看，普通妆字号面膜定价在 8-30 元/片，而贴式敷料价位在 14-40 元/片。对应呈现在毛利率方面，CBNData 数据显示贴式敷料的平均毛利率在 77%至 83%之间，高出普通妆字号面膜约 30%。

表25：不同种类面膜与贴式敷料对比（单价：元/片）

产品	普通妆字号面膜				
	瓊尔博士益生菌精研深层修护面膜	谷雨光果甘草雪肌精华面膜	Paparecipe 春雨蜂蜜面膜	蒂佳婷水动力活力水润面膜	欧莱雅复颜面膜
图片					
成分	益生菌	光果甘草根提取物	蜂蜜和蜂胶提取物	透明质酸钠及海藻提取物	透明质酸钠
类型	国产普通化妆品	国产普通化妆品	进口普通化妆品	进口普通化妆品	进口普通化妆品
单价	约 12 元/片	约 23 元/片	约 12 元/片	约 29 元/片	约 27 元/片
产品	贴式敷料				
	敷尔佳医用透明质酸钠修复贴	可孚医用透明质酸钠修复贴	可复美类人胶原蛋白敷料	创福康胶原贴敷料	绽妍皮肤修复敷料
图片					
成分	透明质酸钠	透明质酸钠	重组类人胶原蛋白	牛胶原	重组人源胶原蛋白
类型	二类医疗器械注册	二类医疗器械注册	二类医疗器械注册	三类医疗器械注册	二类医疗器械注册
玻尿酸类贴式敷料			胶原蛋白类贴式敷料		
单价	约 25 元/片	约 10 元/片	约 40 元/片	约 32 元/片	约 33 元/片

资料来源：各品牌天猫官方旗舰店，民生证券研究院（注：价格统计时间为 2024 年 1 月 15 日）

高复购率+高盈利水平，驱动具备一定研发实力的企业加速布局市场。企查查数据显示，目前全国范围内共有 2.5 万余家医用敷料相关企业，我国市场上的医用敷料以二类管理的医疗器械为主，此外据创尔生物招股说明书，截至 2020 年 6 月 30 日，我国医用皮肤敷料的批文合计超过 400 个。

表26：截至 2020 年 6 月 30 日，我国医用皮肤修复敷料批文情况

标准	管理类别	批文数量 (个)
	合计	102
为创面敷料，且适用关键字中包含过敏/痤疮/光子/激光/等关键字	第三类	3
	第二类	45
	第一类	54
产品名为医用冷敷贴且明确为面部整体使用	合计	365
	第一类	365
合计		467

资料来源：标点医药，创尔生物招股书，民生证券研究院

未来轻医美市场消费者需求和功能性护肤需求将成为行业增长的核心驱动力。基于贴式敷料的潜在消费群体分类情况，我们认为未来痤疮患者及面部皮炎患者疗程次数稳步增长，而轻医美需求高增下对应术后修护需求将呈现较快增长，同时功能性护肤需求也将成为行业增速的拉动力。

市场空间规模测算之一：据我们测算，预计 2025 年贴式面膜销量有望超过 10 亿片，2019-2025 年 CAGR 达到 22%。

假设条件如下：

1) 据产业研究院数据，2016-2021 年我国皮肤科用药的销售额 CAGR 为 11%，考虑存在一定的涨价，谨慎给予 2016-2021 年其销量的 CAGR 为 7%-8%。国内面部皮炎及痤疮均属于皮肤类疾病，基于皮肤科用药销量增速，假设我国面部皮炎及痤疮患者疗程数 2019-2025 年 CAGR 为 8%；

2) 基于爱美客招股书，2019-2025 年国内轻医美疗程次数以 23% 复合增长，假设轻医美消费者疗程次数 2019-2025 年 CAGR 为 23%；

3) 基于巨子生物招股书，2019-2025 年功效性护肤品的市场规模 CAGR 为 32.6%，考虑产品价格增长每年在 5%-7%，假设功能性护肤消费者疗程次数 2019-2025 年 CAGR 为 24%；

4) 基于 2019 年实际贴式敷料销量/总潜在需求量为 30.48%，参考过往渗透率提升速度，假设 2019-2025 年渗透率以 3-4pct 提升，截至 2025 年渗透率有望提升至 53%。

表27: 预计 2025 年贴式敷料销量超过 10 亿片

潜在目标群体	2019 年潜在目标群体 疗程次数 (万次)	2019 年贴式面膜数量 (亿片)	2019-2025 年 CAGR	2025 年贴式面膜数量 (亿片)
痤疮患者	8700	8.7	8%	13.81
面部皮炎患者	600	0.6	8%	0.95
轻医美消费者	465	0.47	23%	1.60
功能性护肤品消费者	-	1.3	24%	4.73
总潜在需求 (亿片)	-	11.065	10.53%	20.18
渗透率	-	30.48%	每年增长 3-4pct	53%
实际销量 (亿片)	-	3.373	22.09%	11.17

资料来源: 标的医药, 爱美客招股书, 巨子生物招股书, 民生证券研究院预测; (注: 每次疗程使用 10 片)

市场空间规模测算之二: 在消费人群渗透率提升、消费频次增长、均价上行驱动下, 据弗若斯特沙利文数据, 医疗器械类贴式敷料的市场规模有望从 2019 年的 23.2 亿元增长至 2025 年的 144 亿元, CAGR 达到 35.6%。

表28: 医用贴式敷料 2018 至 2026 年市场规模 (亿元)

时间	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
市场规模	10.5	23.2	33.1	52.1	70.2	91.3	116	144	172.6
同比增速	118.75%	120.95%	42.67%	57.40%	34.74%	30.06%	27.05%	24.14%	19.86%

资料来源: 弗若斯特沙利文, 民生证券研究院

2.3 竞争格局: 高集中度, 产品布局均围绕两大主要成分

贴片式医用皮肤修复敷料市场呈现高集中度。在械字号备案的严格监管政策提高了行业进入门槛, 同时较强的用户粘性使品牌头部效应加剧下, 2019 年, 敷尔佳、创福康、可复美、荣晟等品牌共同占据贴式敷料市场近 7 成份额, 其集中度远高于护肤品行业集中度 (2019 年护肤品行业品牌集中度 CR10 仅 30.5%)。

表29: 2019 年我国贴片式医用皮肤修复敷料市场主要品牌市场份额情况 (按销售额计算)

排名	公司	主要产品的核心成分	市场份额
1	敷尔佳	透明质酸	37%
2	创福康	动物源胶原蛋白	8%
3	可复美	人源重组胶原蛋白	8%
4	荣晟	透明质酸	5%
5	芙清/芙芙	抗菌肽	4%
6	绽妍	透明质酸	4%
7	可孚	透明质酸	2%
8	其他		32%

资料来源: 标点医药, 民生证券研究院

表30: 2019 年我国贴片式医用皮肤修复敷料市场主要品牌市场占有率情况 (按销售量计算)

排名	公司	主要产品的核心成分	市场份额
1	敷尔佳	透明质酸	28%
2	荣晟	透明质酸	7%
3	创福康	动物源胶原蛋白	5%
4	可孚	透明质酸	4%
5	可复美	人源重组胶原蛋白	4%
6	芙清/芙芙	抗菌肽	3%
7	绽妍	透明质酸	3%
8	其他		45%

资料来源: 标点医药, 民生证券研究院

表31: 国内护肤品牌集中度低于贴式敷料品牌集中度 (按销售额计)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
CR5	20.6%	20.4%	20.6%	20.6%	20.0%	18.8%	17.9%	18.0%	19.7%	21.5%
CR10	26.2%	27.2%	28.7%	30.3%	28.7%	28.1%	28.3%	29.0%	30.5%	31.9%

资料来源: 欧睿数据, 民生证券研究院

从产品原料维度看，敷料市场的分布主要分为透明质酸类敷料企业和胶原蛋白类敷料企业。透明质酸类敷料企业主要为敷尔佳、可孚、荣晟等品牌、胶原蛋白类敷料企业则为创福康、可复美等品牌，但创福康主打动物源胶原蛋白、而可复美主打重组胶原蛋白。但从产品管理类别看，当前产品以二类证居多。

表32：2022年敷料市场头部品牌产品的数量及备案类型

品牌	管理类别	数量	产品名称	主要组成成分
敷尔佳	二类	2	医用透明质酸钠修复贴	透明质酸钠
			医用重组 III 型人源化胶原蛋白贴	胶原蛋白
可复美	二类	2	类人胶原蛋白修复敷料	胶原蛋白
			类人胶原蛋白敷料	胶原蛋白
创福康	二类	2	胶原贴敷料	胶原蛋白
	三类	1	藻酸盐敷料	藻酸盐
			胶原贴敷料	胶原蛋白
可孚	二类	1	医用透明质酸钠修复贴	透明质酸钠
芙清/芙芙	二类	4	医用促愈功能性敷料	透明质酸钠
			医用退热贴	透明质酸钠
			医用修护功能性敷料	透明质酸钠
			医用透明质酸钠修复贴	透明质酸钠
荣晟	二类	2	医用冷敷贴	透明质酸钠
			生物膜创面敷料	透明质酸钠
绽妍	二类	1	皮肤修复敷料	透明质酸钠

资料来源：公司官网，京东，淘宝，民生证券研究院

原料端：消费者呈现需求多样化，而非单一聚焦补水，胶原蛋白更符合消费需求下的发展趋势。对于痤疮、皮炎等皮肤问题的患者对于祛痘美白的需求日益增长；轻医美流行后，术后人群急需具有保湿、修复效果的皮肤护理产品；追求功效性护肤的消费者则愈发注重各类活性成分在解决肌肤问题上的高效性。相比于玻尿酸相对单一的补水功效，胶原蛋白具有修复保湿、美白抗衰、润滑肌肤等多重功效，其中重组胶原蛋白的功效性表现突出，而其自身的低致敏性和更易量产能力，有望满足消费者日益增长的皮肤护理和修护需求。

表33：玻尿酸与胶原蛋白类敷料产品的功效对比

	主要功效
玻尿酸	补水保湿，提升肌肤内锁住水分的能力
胶原蛋白	修复受损细胞，补充养分，刺激自体胶原再生，维持皮肤弹性与光滑，具有抗衰老作用；具有保湿效果；抑制黑色素产生，美白提亮

资料来源：创尔生物招股书，华熙生物招股书，民生证券研究院

产品端：具备一定研发能力的企业，具备更强的拿证能力将成为其核心产品端优势。当前市场监管严格，在 2021 年 12 月 31 日颁布的《第一类医疗器械产品目录》修订说明里删除了液体敷料、膏状敷料有关内容；将非无菌提供、通过在创面表面形成保护层，起物理屏障作用，用于小创口、擦伤、切割伤等浅表性创面及周围皮肤的护理的液体、膏状敷料移出新《一类目录》。其对第一类器械的标准进行了更加严格的规定要求，对产品品类，产品成分，产品命名等给出了详细的规范。2023 年 8 月 4 日，中检院发布关于征求《医用敷料类产品分类界定指导原则（征

求意见稿)》的通知,对医用敷料范围、管理属性界定以及医疗器械的管理类别界定等作了详细规定。**这些举措加大了行业的进入壁垒,而对具备一定研发实力和较强的拿证能力的企业而言,他们拥有一定的先发布局优势享有行业向上的红利。**

表34: 医疗器械相关监管细则

具体细则	
关于 2021 年 12 月 31 日颁布的《第一类医疗器械产品目录》修订说明	
(一)	对 2014 版一类目录、2017 版目录及既往发布的相关医疗器械分类界定文件中第一类医疗器械产品信息进行梳理整合。
(二)	梳理汇总 2018-2020 年共五批医疗器械产品分类界定结果汇总中的第一类医疗器械产品分类界定信息,对于经核实确有产品备案的信息,原则上予以保留,规范产品描述、预期用途和产品名称;对于经核实无相关产品备案的信息,未纳入新《一类目录》
(三)	新《一类目录》中产品描述和预期用途包括第一类医疗器械产品核心判定要素,同时尽量覆盖目前的第一类医疗器械产品信息和品名举例。品名举例原则上符合《医疗器械通用名称命名指导原则》
(四)	新《一类目录》中各子目录均附有说明,明确了子目录修订内容及产品备案的注意事项
(五)	编制了《部分第一类医疗器械产品禁止添加成分名录》作为附录,规定新《一类目录》中“09-02-03 物理降温设备”“09-03-08 光治疗设备”附件“14-10-02 创可贴”“20-03-11 穴位压力刺激器具”中的产品不能含有中药、化学药物、生物制品、消毒和抗菌成分、天然植物及其提取物等发挥药理学、免疫学、代谢作用的成分或者可被人体吸收的成分,包括但不限于附录表格中所列成分,进一步规范相关产品备案
(六)	限定了物理降温产品范围。对 2017 版目录中“09-02-03 物理降温设备”第三个条目的产品描述、预期用途和品名举例均进行了规范和修改,除在成分方面予以限定之外,在预期用途方面限定其为“用于发热患者的局部降温。仅用于体表完整皮肤”,在品名举例方面删除了“医用冷敷贴、医用冷敷头带、医用冷敷眼罩、冷敷凝胶”。并明确要求该类产品信息备案时,应当直接使用目录中的“品名举例”名称,产品描述应当详细列明产品具体组成成分,预期用途不应当超出目录规定的预期用途,进一步规范此类产品备案,净化市场环境
(七)	删除了液体敷料、膏状敷料有关内容。将 2017 版目录“14-10-08 液体、膏状敷料”中第三个条目删除,即非无菌提供、通过在创面表面形成保护层,起物理屏障作用,用于小创口、擦伤、切割伤等浅表性创面及周围皮肤的护理的液体、膏状敷料未纳入新《一类目录》
关于 2023 年 8 月 4 日发布关于征求《医用敷料类产品分类界定指导原则(征求意见稿)》	
(一)	医用敷料类产品(除《医疗器械分类目录》14-10-02 中按照第一类医疗器械管理的创可贴外)的管理类别应当不低于第二类。
(二)	符合以下任何一项,按照第三类医疗器械管理。1.所含成分可被人体全部或部分吸收的医用敷料。2.具有防粘连功能的医用敷料。例如,由起隔离作用的网状材料或由织物浸渍油性物质(如凡士林、石蜡)制成的,用于创面组织之间、创面与其他敷料之间的隔离敷料,例如用于烧伤、烫伤、需要引流的渗液型伤口、皮肤移植的供皮区和植皮区的隔离敷料。3.产品用于体表慢性创面或是用于体内创面护理的医用敷料。
(三)	按照第二类医疗器械管理。1.产品在创面表面形成保护层,起物理屏障作用或是吸收创面渗出液或向创面排出水分,为创面愈合提供微环境。所含成分不可被人体吸收。预期用途为用于非慢性创面(如浅表性创面、手术后缝合创面、机械创伤、小创口、擦伤、切割伤创面、穿刺器械的穿刺部位、I 度或浅 II 度的烧烫伤创面、婴儿肚脐口创口、激光/光子/果酸换肤/微整形术后创面)的覆盖、护理或止血的医用敷料。2.产品通常为含聚二甲基硅氧烷的凝胶、液体或敷贴,用于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医用疤痕敷料。
(四)	按照第一类医疗器械管理。《医疗器械分类目录》14-10-02 中按照第一类医疗器械管理的创可贴(通常由涂胶基材、吸收性敷垫、防粘连层和可剥离的保护层组成的片状或成卷状创可贴。其中吸收性敷垫一般采用可吸收渗出液的材料制成。所含成分不具有药理学作用。所含成分不可被人体吸收。非无菌提供,一次性使用。用于非慢性创面的小创口、擦伤、切割伤等浅表性创面的急救及临时性包扎)。且产品不包含凝胶型、水胶体型、液体型、膏状型、颗粒型等剂型。

资料来源:国家药品监督管理局,民生证券研究院

渠道端:把握公立医院+医美渠道+线上渠道的全面式布局至关重要。根据我们对贴式敷料的销量测算可知,痤疮患者/面部皮炎患者需求虽呈稳健增长,但此类消费者的消费量对于整体贴式敷料的销量贡献较大,同时其购买渠道多为公立医院,因此企业对于公立医院渠道布局的把控成为一大核心竞争因素;同时,因为轻医美消费者对销量增长拉动作用较大,对于医美渠道的布局一定程度上也影响品牌产品的销量增长。根据功效性护肤消费者的销量贡献不可小觑,而其购买习惯多为线上购买,因此品牌的更长期增长需要把控线上渠道布局。

3 核心竞争力：产品高认可度+渠道布局深化+精准营销，铸造龙头地位

3.1 产品优化：大单品打造品牌力，产品丰富度持续提升

敷尔佳旗下以“白膜+黑膜”为核心单品，大单品策略塑造专业化品牌形象。敷尔佳核心产品“白膜+黑膜”，其中，敷尔佳白膜的关键成分为98%的玻尿酸，具有消肿镇静、修补痊愈等作用。敷尔佳黑膜，结合医疗器材膜材日本国进口备长炭材料与医疗器材原材料华熙福瑞达药业级透明质酸钠原材料科学研究配制的发明专利，达到修补补水保湿排浊美白皮肤四效一体，合理调整肌肤免疫能力，创建皮肤稳定平衡。2020-2022年，医用透明质酸钠修复贴（白膜）占医疗器械类产品收入占比分别为67.90%、70.23%与72.07%，医用透明质酸钠修复贴（黑膜）的占比分别为29.94%、28.21%及25.46%。两大单品推动公司医疗器械类业务市场地位持续提升，2020年其在医疗器械贴类敷料产品中市场份额占比为25.9%，市场排名第一，进一步塑造了公司产业专业化的品牌形象。

表35：敷尔佳黑/白膜详情

产品全称	规格型号	注册证编号	备案时间	适用范围	2023年天猫终端价格	2022年度金额	2022年度占比
医用透明质酸钠修复贴（白膜）	MHA -W-T	黑械注册 20162140023	2021-04-29 (初始注册时 间：2016-04-14)	适用于轻中度痤疮、促进创面愈合与皮肤修复；对痊愈后、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元/5片	6.24亿元	72.07%
医用透明质酸钠修复贴（黑膜）	MHA -B-T	黑械注册 20162140023	2021-04-29 (初始注册时 间：2016-04-14)	适用于轻中度痤疮、促进创面愈合与皮肤修复；对痊愈后、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。	199元/5片	2.20亿元	25.46%

资料来源：敷尔佳招股书，敷尔佳天猫官方旗舰店，民生证券研究院（注：价格统计时间为2024年1月15日）

敷尔佳持续完善品牌矩阵与丰富功效性原料，多样成分打造差异化的新产品。目前敷尔佳医用敷料产品主打透明质酸成分，合计共推出51种剂型产品；创福康及创尔美以动物源胶原蛋白为核心成分，主打舒缓修复、维稳祛痘、补水保湿功效；可复美及可丽金以重组类人源胶原蛋白为核心成分，主打舒缓修复、净痘清颜、赋能紧致、提亮肤色。但随着消费者对皮肤护理意识的不断提升以及国内护肤品牌的崛起，消费者已不满足于保湿、舒缓、修护等基础功效，美白、抗衰、舒缓抗敏等功效备受追捧。敷尔佳推出以虾青素、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，产品矩阵不断丰富。

表36: 2022 年头部厂家产品数量结构以及原材料 (单位: 个)

品牌	医用敷料贴及贴、膜	喷雾	水、精华及乳液	冻干粉	凝胶	其他	合计	天猫旗舰店 SKU 总数
敷尔佳	25 玻尿酸, 胶原蛋白, 积雪草, 虾青素	6	14 水盐酸, 维生素 B5, 传明酸, 烟酰胺	1	3	2	51	106
创福康	5 胶原蛋白	-	--	-	1	-	6	40
创尔美	3 胶原蛋白	-	9 胶原蛋白	-	-	2	14	46
可复美	13 玻尿酸, 胶原蛋白, 积雪草, 虾青素	1	5 传明酸, 肌肽, 烟酰胺, 玻色因, 竹炭	-	2	2	23	90
可丽金	3 胶原蛋白	4	7 烟酰胺, 玻色因, 竹炭	-	-	1	15	100

资料来源: 敷尔佳招股书, 各天猫旗舰店, 各公司官网, 民生证券研究院

基于大单品奠定的品牌力推动, 多样化产品矩阵呈现持续放量。敷尔佳面膜(含涂抹式面膜)、凝胶等剂型产品均呈现快速增长: 得益于黑/白膜两大单品在消费者端累积的品牌影响力, 使得公司品牌营销得以实现更高转化率, 驱动旗下其他产品得到消费者认可并实现快速放量。

表37: 公司分产品收入及占比情况 (单位: 百万元)

产品类型	剂型	产品	2022年			2021年			2020年	
			收入	占比	增速	收入	占比	增速	收入	占比
化妆品类	面膜 (含涂抹式面膜)	敷尔佳胶原蛋白水光修护贴	118.13	13.1%	-0.2%	156.15	21.6%	-0.3%	212.48	30.2%
		敷尔佳虾青素透明酸修护贴	109.69	12.2%	-0.3%	160.45	22.2%	0.0%	161.99	23.0%
		敷尔佳积雪草舒缓修护贴	180.12	19.9%	-0.1%	204.11	28.3%	0.4%	143.01	20.3%
		敷尔佳透明质酸钠修护膜 (白膜)	44.10	4.9%	0.2%	35.30	4.9%	1.4%	14.54	2.1%
		敷尔佳透明质酸钠修护膜 (黑膜)	15.30	1.7%	0.1%	14.16	2.0%	1.4%	5.90	0.8%
		敷尔佳透明质酸钠修护贴 (白膜)	28.67	3.2%	0.1%	27.19	3.8%	-0.2%	34.09	4.8%
		敷尔佳透明质酸钠修护贴 (黑膜)	3.60	0.4%	-0.4%	6.06	0.8%	-0.4%	9.73	1.4%
		敷尔佳胶原蛋白多效修护贴	11.54	1.3%	0.0%	11.03	1.5%	0.2%	9.45	1.3%
		敷尔佳润泽水感绿泥膜	24.45	2.7%	13.7%	1.66	0.2%	-	-	-
		敷尔佳植萃醒肤修护贴	8.07	0.9%	0.1%	7.26	1.0%	2.9%	1.86	0.3%
		小计	781.36	86.5%	0.2%	627.75	87.0%	0.1%	593.04	84.2%
	水、精华及乳液	敷尔佳透明质酸钠水光精华液	1.56	0.2%	-0.7%	5.62	0.8%	-0.2%	7.21	1.0%
		敷尔佳虾青素透明酸精华液	4.66	0.5%	-0.5%	8.63	1.2%	-0.5%	18.50	2.6%
		敷尔佳虾青素神经酰胺修护乳	2.58	0.3%	0.2%	2.06	0.3%	-0.9%	18.85	2.7%
		小计	44.67	5.0%	0.2%	37.75	5.2%	-0.2%	44.56	6.3%
	冻干粉	敷尔佳肤质肤色修护冻干粉+肤质肤色修护液	-	-	-	13.57	1.9%	-0.5%	25.17	3.6%
		敷尔佳花季提升紧致舒纹冻干粉+提升紧致舒纹修护液	0.00	0.0%	-1.0%	1.30	0.2%	-0.3%	1.74	0.3%
		小计	10.89	1.2%	-0.3%	14.87	2.1%	-0.4%	26.91	3.8%
	凝胶	敷尔佳海绵骨针祛痘凝露	7.06	0.8%	-0.1%	7.86	1.1%	-0.1%	8.69	1.2%
		敷尔佳水杨酸果酸焕肤面膜	5.74	0.6%	-0.7%	19.73	2.7%	0.2%	16.77	2.4%
		小计	12.80	1.4%	-0.5%	27.59	3.8%	0.1%	25.46	3.6%
	喷雾	敷尔佳胶原蛋白水光修护喷雾	1.92	0.2%	-0.6%	4.57	0.6%	-0.2%	6.07	0.9%
		敷尔佳胶原蛋白多效修护喷雾	0.01	0.0%	-1.0%	2.89	0.4%	1.8%	1.02	0.1%
		敷尔佳透明质酸钠修护喷雾	1.34	0.2%	0.1%	1.20	0.2%	0.8%	0.68	0.1%
		敷尔佳 B5 急护喷雾	18.63	2.1%	8.3%	1.99	0.3%	0.4%	1.40	0.2%
		小计	21.90	2.4%	1.1%	10.65	1.5%	0.2%	9.16	1.3%
	次抛	敷尔佳透明质酸钠次抛修护液	28.99	3.2%	26.9%	1.04	0.1%	-	-	-
其他产品		2.56	0.3%	0.2%	2.10	0.3%	-0.6%	5.57	0.8%	
	合计	903.17	100.0%	0.3%	721.73	100.0%	0.0%	704.70	100.0%	
医疗器械类	敷料	医用透明质酸钠修复贴 (白膜)	624.11	72.1%	0.0%	651.66	70.2%	0.1%	597.72	67.9%
		医用透明质酸钠修复贴 (黑膜)	220.49	25.5%	-0.2%	261.76	28.2%	0.0%	263.52	29.9%
		医用重组III型人源化胶原蛋白贴	10.20	1.2%	-	-	-	-	-	-
		小计	854.80	98.7%	-0.1%	913.42	98.4%	0.1%	861.24	97.8%
	喷雾	医用透明质酸钠修复液	11.12	1.3%	-0.2%	14.50	1.6%	-0.2%	19.07	2.2%
	合计	865.93	100.0%	-0.1%	927.92	100.0%	0.1%	880.31	100.0%	

资料来源: 敷尔佳招股书, 民生证券研究院

3.2 渠道深化：线下渠道深度布局，线上渠道多平台打通

公司深谙医用敷料消费者特性，高度重视线下渠道布局。医用敷料类产品的核心消费者多在线下院线渠道购买（主要是皮炎等皮肤问题消费者）或线下医美机构术后消费（轻医美用户），公司深谙核心消费人群的消费渠道习惯，高度重视线下渠道布局，2021年线下收入占比达到63.78%，超过贝泰妮的17.60%、巨子生物的58.53%以及创尔生物的34.57%，2022年线下收入占比达到59.38%，超过贝泰妮的19.35%、巨子生物的43.40%。

表38：各大公司线下收入情况（单元：亿元）

公司	2023H1		2022 年度		2021 年度		2020 年度		2019 年度	
	金额	收入占比	金额	收入占比	金额	收入占比	金额	收入占比	金额	收入占比
敷尔佳	4.77	54.87%	10.51	59.38%	10.52	63.78%	11.24	70.93%	10.33	76.94%
贝泰妮	6.15	26.08%	9.70	19.35%	7.08	17.60%	4.49	17.02%	4.51	23.19%
巨子生物	5.6	34.80%	10.26	43.40%	9.08	58.53%	8.83	74.23%	7.99	83.45%
创尔生物	-	-	-	-	0.82	34.57%	1.11	36.75%	-	-

资料来源：敷尔佳招股书，贝泰妮年报，巨子生物招股书，创尔生物财报，民生证券研究院

线下主要采用多层次、多维度经销布局，实现线下渠道的深度布局。公司根据不同场景对线下经销商分为三类进行管理：①**分级管理经销商**，采用分级管理模式，根据经销商能力将经销商分为甲、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**，采用官方微信公众账号中分销联盟平台管理，主要助力于公司产品的下沉、深度扩展市场，经销商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**，开设直营店、加盟店，入驻各大商业综合体，同时与药店、商超、便利店等终端达成供货合作关系。在增加公司利润的同时，扩大公司产品销售覆盖面和宣传面，从而增大销售规模，提高销售收入。

表39：线下渠道布局情况

销售渠道	销售模式	模式介绍
线下渠道	分级管理经销商	美容机构、整形机构等
线下渠道	分销联盟系统平台经销商	规模较小，但具有私域流量资源的下沉市场
线下渠道	实体渠道经销商	药店、商超、便利店、CS店等

资料来源：敷尔佳招股书，民生证券研究院

经销商管理制度明晰高效，助力线下渠道保持强竞争力。

1) **分级管理经销**，公司从业务规模、从业资质、分销能力、种草能力、沟通能力等多方面严格审核，从而确定其是否符合公司的战略以及是否可以成为公司的经销商。当确认符合标准的机构之后，便会将不同资质及的机构细分为甲、乙、丙三个等级，以便于后期差异化管理。通过甲、乙、丙三层经销商所销售产品的类型和价格进行差异化区分，公司从而实现对经销商的精细化分层管理，更好发挥经销商的优势，形成多层次、错位协同发展的优势。为保证经销商销售竞争力，公司

实行末尾淘汰制，对于三次考核分数垫底（四个季度）的区域经销商实行处罚机制（降低提成、奖金），如果在出发时间内还处于持续垫底的状态，公司有权终止合作协议更换经销商。

表40：经销商分级

序号	经销商	经营主体	主营产品
1	甲类	企业+自然人	敷尔佳
2	乙类	企业+自然人	敷尔佳
3	丙类	自然人为主	敷尔佳

资料来源：敷尔佳招股书，民生证券研究院

2) 分销联盟系统平台经销商：①经销商通过微信公众号的分销联盟系统平台便可完成注册、认证管理及销售全部环节。该平台主要面向以自然人为主的丙类经销商，规模较小但具有私域流量资源，通过对其制定严格的业绩淘汰制度，以保证经销商的销售竞争力。②在联盟经销模式下，公司推出该渠道的特色产品，如敷尔佳虾青素传明酸修护贴、敷尔佳水杨酸果酸焕肤面膜等，此类产品不在分级经销渠道销售，从而有效避免了价格竞争。③公司在经销协议中明确约定了针对分销联盟系统平台的经销商奖励条款，根据业绩完成程度之高低，公司对完成指标、超额指标的经销商进行**返利奖励**（3%-30%），对未完成指标的经销商，采用取消经销资格等惩罚措施，奖惩与业绩高度绑定，管理制度直接有效。

表41：涉及返利制度产品

产品名称	产品简称	终端价格	单位价格
敷尔佳花季色泽修护精纯液	小白瓶	201.29 元 (\$27.99) (5ml*5 支)	8 元/ml
敷尔佳花季肤质肤色修护冻干粉+肤质肤色修护液	小绿瓶	98.00 元 (肤质肤色修护冻干粉：100mg×3 支；肤质肤色修护液：5ml×3 支)	0.33 元/ml
敷尔佳花季提升紧致舒纹冻干粉+提升紧致舒纹修护液	小红瓶	-	-
敷尔佳水杨酸果酸焕肤面膜	蛋壳膜	148.00 元 (100g×1 支)	1.48 元/ml
敷尔佳虾青素传明酸修护贴	灯泡膜	39.80 元 (26g×2 片)	0.77 元/g
敷尔佳润颜滋养面膜	元气面膜	39.80 元 (5g×2 个)	3.98 元/g
敷尔佳植萃醒肤修护贴	植萃面膜	148.00 元 (25g×10 片)	0.59 元/g
敷尔佳清痘净肤修护贴	清痘面膜	142.00 元 (25g×5 片)	1.136 元/g

资料来源：敷尔佳招股书，天猫旗舰店，京东，亚米、价格对应日期为 2024 年 1 月 16 日，民生证券研究院

严格管理下，公司经销商实力强劲，大多经销商收入体量超过百万元。在公司的严格管理下，部分经销商因业绩考核不达标被淘汰，2019-2020 年线下经销收入占比为 93.01%/94.56%，但公司在加大力度和新经销商合作，当前已形成稳定收入贡献。从经销商收入规模及结构看，公司的强管理机制造就了经销商的实力，收入规模体量大多在百万元以上，2019-2022 年交易金额在 100 万元以上的线下经销商对经销渠道贡献的收入比重为：75.83%/82.21%/79.85%/83.41%。

表42: 经销商按照规模的金额 (万元) 及收入占比 (%)

经销商类型	经销商交易规模 (万元)	2022 年		2021 年		2020 年		2019 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
线下经销	1-10	158.29	0.14%	280.76	0.26%	207.25	0.17%	420.51	0.38%
	10-50	5238.62	4.76%	5,924.30	5.46%	2,546.86	2.14%	6,268.17	5.65%
	50-100	7682.88	6.98%	12,209.97	11.24%	11,922.12	10.03%	12,377.30	11.16%
	100 以上	91858.55	83.41%	86,721.11	79.85%	97,715.89	82.21%	84,132.94	75.83%
	合计	104938.34	95.29%	105136.14	96.81%	112392.13	94.56%	103198.92	93.01%

资料来源: 敷尔佳招股书, 民生证券研究院

线上方面, 敷尔佳把握线上发展红利, 布局天猫平台。化妆品行业线上销售额占比持续提升, 由 2012 年的 10% 提升至 2021 年的 38.7%。为适应消费人群和电商新消费场景等发展趋势, 公司于 2018 年开始在天猫平台设立官方自营旗舰, 2019 年至 2021 年天猫平台直营店铺销售金额占线上销售金额比例为 67.73%、82.07%、80.22%。

表43: 近十年医美敷料行业收入占比拆分

收入占比	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
线上占比	9.90%	12.80%	15.50%	18.30%	20.90%	23.50%	26.80%	31.00%	37.60%	38.70%
线下占比	90.10%	87.20%	84.50%	81.70%	79.10%	76.50%	73.20%	69.00%	62.40%	61.30%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

资料来源: 欧睿数据, 民生证券研究院

敷尔佳在天猫平台中的所属品类处于领先地位。从复购率来看, 天猫平台复购率不断提升, 2019-2022 年数据为: 32.17%、33.83%、36.64%、36.81%, 复购客户总量从 2019 年 58.80 万人增长至 2022 年 103.35 万人, 充分体现消费者对产品的高度认可。

表44: 2021 年各公司天猫平台复购率

行业	名称	复购率
医疗敷料	敷尔佳	36.6%
	可复美	42.9%
	可丽金	32.4%
	创尔生物 - 新客	24.6%
	创尔生物 - 老客	54.7%
护肤品面膜	上海家化 - 玉泽	30.9%
	华熙生物 - 夸迪	30.2%
	欧莱雅 - 欧莱雅	30.5%
	雅诗兰黛 - 海蓝之谜	32.1%

资料来源: 敷尔佳招股书, 巨子生物招股书, 民生证券研究院 注: 创尔生物为 2019 年数据

积极拓展直播带货销售模式, 为直营店铺输送客户。2019 年公司开始在天猫平台进行直播推广, 是行业内较早与头部直播博主合作以直播带货形式进行产品推广的参与者, 品牌直播增强了与消费者的互动性, 提高了产品体验性和曝光度, 成为了公司产品形象及产品宣传的窗口。2020 年以来, 直播新客户对天猫平台新

客数量及销售贡献度为 15%-20%。直播带货模式作为公司线上销售的主要推广模式之一，可显著增加公司新客户比例，且新客转化效果显著，随着直播带货模式的发展成熟，其将成为公司线上店铺客群的重要销售通道。

表45：直播带货模式新客数&贡献度

项目	2022 年	2021 年	2020 年	2019 年
直播间客户数量 (万人)	26.92	46.22	40.56	7.55
其中：新客户数 (万人)	-	40.35	39.90	7.55
直播新客户对天猫平台新客数量贡献度	-	18.56%	16.84%	4.15%
直播新客户对天猫平台销售额贡献度	-	18.09%	20.05%	4.68%

资料来源：敷尔佳招股书，民生证券研究院

此外，公司加强线上多平台布局，把握多样化线上渠道增长红利。在原有天猫旗舰店的基础上，公司陆续在天猫、小红书、考拉海购、京东、抖音、快手、拼多多等 B2C 平台设立官方自营旗舰店，实现线上销售平台的全覆盖。未来公司将继续以天猫为基础，借助京东平台寻求线上第二增长渠道，同时深入小红书、微博等兴趣社交平台与达人合作，多方面打造个性化内容化方案来吸引新客户，借助平台自营模式的流量优势，形成线上直销与代销的互补融合。

表46：入驻其他线上平台时间

品牌/渠道	抖音	京东	小红书
敷尔佳	2020-8	2020-5	2018-8
卉呼吸	2021-8	2021-10	2021-10
创福康	2020-10	2018-8	2020-1
创尔美	2020-8	2015-3	2018-10
可复美	2020-11	2018-7	2019-3
可丽金	2020-9	2018-10	2019-2

资料来源：敷尔佳招股书，京东，小红书，民生证券研究院

3.3 营销推广：多个维度精准营销，推广布局保持品牌力

公司从传统媒体、新媒体、移动端、公众号到小程序等多层次推广矩阵，实现从广度到精度的品牌推广。公司根据市场形势的变化持续进行销售推广模式的创新，早期阶段抓住高性价比的社交营销红利期，奠定良好的口碑基础。①**公司重视对消费者的教育**，通过与具有公信力的 KOL 进行深度合作，以线上直播、短视频等形式密集输出专业护肤知识，传递正确的护肤理念，提高消费者的皮肤护理意识。②**公司运营团队具有敏锐的市场热点捕捉能力**，通过聘请个人形象与品牌定位高度契合的明星代言人，培养与消费者沟通的焦点人物，实现品牌宣传与产品销售相结合的双向互动。③**线上方面**，公司充分利用新媒体时代的营销渠道多元化趋势，通过赞助综艺节目、与直播达人合作，在传统电视媒体与抖音、微博、小红书等新媒体线上平台进行交互宣传推广，树立专业品牌形象、拓宽用户群体。④**线下方面**，公司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；并进行电梯媒体投放，快速便捷触达终端消费群体，从而提升品牌影响力及知名度。

表47：公司营销布局简况

推广模式	主要场景	运营模式	特征	人群画像
线上推广	传统电商平台	在信息展示、信息传播、信息分享等方面具有优势，打通了不同定位品牌在不同区域的渠道限制	广泛覆盖不同产品品牌、类型及价位	对新媒体传播、线上营销等概念接受度高，有品牌、效果及价格全方位需求
线上推广	影视剧与综艺节目	将产品或者品牌及其代表性的视觉符号甚至服务内容策略性融入电影、电视剧或综艺节目中，让观众留下对产品 & 品牌印象达到营销目的	受众数量庞大，隐蔽性强	对影视剧及综艺节目有较高观看频率
线上推广	明星代言	利用消费者追捧明星产品的心理，在增加产品曝光度的同时刺激粉丝购买产品	根据其所具有的说服力对消费者产生相应的影响	主要为明星的粉丝
线上推广	互联网社交平台	随社交软件的兴起，以朋友圈为基础的C2C 皮肤护理产品销售模式逐渐兴起	产品质量参差不齐，品牌概念较差	通常为价格敏感或易受营销驱使类型
线下推广	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	皮肤护理产品价格通常较低，多为大众化品牌	皮肤护理产品购买意向不充分，通常不是专为选购皮肤护理产品
线下推广	日化专营店	CS 渠道，专门从事皮肤护理产品销售的零售商，汇集皮肤护理产品、香水、日化用品多种品类	通常包含多种皮肤护理产品品牌，价格一般较低	非品牌导向型消费者，多为随机选购
线下推广	大型百货商场专柜	彩妆产品和中高端皮肤护理产品品牌核心销售渠道，提供体验式服务及品牌宣传、产品展示等	品牌有强大的消费者号召力和盈利能力，价格通常较高	品牌导向型消费者，消费能力一般较强
线下推广	美容机构	在美容院进行销售的皮肤护理产品多为专业型产品，流通渠道较窄	产品价值透明度不高，常捆绑其他业务销售	该场景下选购产品多受专业人士意见影响
线下推广	医疗机构	在公立及私立医疗机构中提供医疗器械类产品	均为医疗器械类产品，相较一般皮肤护理产品安全性及治疗作用更强	通常是有特定治疗需求的用户
线下推广	药店	在药店开设医疗器械专区，仅医疗器械类产品有资质进入该专区	均为医疗器械类产品，相较一般皮肤护理产品安全性及治疗作用更强	通常是有特定治疗需求或对产品安全性要求较高的用户

资料来源：敷尔佳招股书，民生证券研究院

精准营销下，高效提升品牌知名度。公司宣传推广费主要分为线上电商平台推广、新媒体营销、品牌宣传及线下推广。为加强品牌建设，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、实现与同行业上下游合作方的及时交流。敷尔佳销售费率远低于可比公司，最高仅为可比均值的 50%。2019-2022 年，公司销售费用分别为 1.15、2.65、2.64 与 3.90 亿元，占比为 8.6%、16.75%、16.01%、22.06%。相比于直销需要在不同电商平台及媒体渠道投入较多的广告宣传费用，以增加公司品牌及产品曝光度。公司在经销模式下市场推广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、官方品牌背书支持和管理培训协助等，获客成本小。

表48：各公司销售费用率情况

名称	2022 年	2021 年	2020 年	2019 年
贝泰妮	40.84%	41.79%	41.99%	43.39%
创尔生物	45.41%	46.65%	34.22%	44.72%
华熙生物	47.95%	49.24%	41.75%	27.65%
珀莱雅	43.63%	42.98%	39.90%	39.16%
可比公司均值	44.46%	45.16%	39.47%	38.73%
敷尔佳	22.06%	16.01%	16.75%	8.60%

资料来源：敷尔佳招股书，民生证券研究院

4 公司看点：产业链一体化布局，多维度强化竞争力，未来增长可期

4.1 产业链整合：一体化布局延伸至前端，巩固研发实力

敷尔佳完成产业链的垂直整合，通过自产模式把控产品质量、夯实研发基础。

2021年2月，公司换股收购哈三联的化妆品和医疗器械生产业务，由外购模式转向自产。不仅在把控产品质量、夯实研发实力方面有明显的进步，同时实现规模化效果。2019-2022年，敷尔佳的综合毛利率分别为76.97%、76.47%、81.95%、83.07%，2021年综合毛利率提升明显，得益于产业链的垂直整合后公司开启自主生产模式，实现研产销一体化，规模效应逐渐凸显。

表49：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成品后交付公司验收。

资料来源：敷尔佳招股书，民生证券研究院

通过独家合作原料、专利配方、基础研究等路径，向上寻求突破，丰富技术储备，以满足消费者的多样化需求。2021年公司进行研发及质量检测中心建设项目，同步推进技术研发和质量检测，研究专业皮肤护理产品，以提高研发能力、产品丰富度、技术储备和竞争力；公司大力引进研发人才，研发人员数量由2019年的3人、2020年的4人、2021年的6人增长至2022年的8人；敷尔佳加深与科研院所的合作，搭建研学产业链条。此外在技术储备方面，公司布局重组胶原蛋白相关技术，包括有重组胶原蛋白交联技术、重组胶原蛋白填充剂生产技术等，为持续上行的胶原蛋白产品消费需求做储备。

表50：协同合作研究方向

合作方	研究方向
中国科学院昆明植物研究所	研发植物提取物原料以加强皮肤舒缓、修复、抗衰老、美白等功效
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
哈尔滨工业大学（深圳） 深圳杉海创新技术有限公司	超分子技术在皮肤渗透方面的研究

资料来源：敷尔佳招股书，民生证券研究院

表51：主要技术储备

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 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：敷尔佳招股书，民生证券研究院

4.2 品牌矩阵：多平台齐发力，持续提升品牌力

敷尔佳通过多层次、多维度、多元化的宣传推广矩阵，升级品牌影响力。除线下美博会等宣传模式，近年公司开始重点布局线上销售、平台推广及新媒体营销。公司于 2021 年开展品牌营销推广项目。通过品牌营销推广，例如 KOL 种草分享、明星代言、综艺电视剧曝光、头部网红直播讲解等多种营销形式进行宣传，形成多层次、多维度、多元化触达矩阵，以提高品牌渗透力和关注度以及公司知名度与竞争力。

表52：创新宣传推广模式

模式	具体措施
电商平台推广	利用淘宝直通车、钻展、超级推荐、一站式智投、京东快车、京东海投等平台投放广告，消费者通过关键词搜索、创意广告或者通过点击网站广告导入公司线上店铺。
明星代言	聘请契合公司品牌定位、广受“Z 世代”欢迎的明星艺人开展代言合作，实现品牌宣传与产品销售双向互动。
综艺赞助	赞助《花花万物 2&3》《妻子的浪漫旅行 4》《谁是宝藏歌手》《牛气满满的哥哥》等广受 Z 世代追捧的综艺节目，在传统电视媒体与抖音、微博、小红书等新媒体线上平台进行交互宣传推广。
种草推广	与社交网络平台中达人（包括博主、网红等）合作定期开展深度评测分享、视频直播、发布产品推荐视频等活动，提高消费者的皮肤护理意识，积累广泛口碑和粉丝。
直播推广	开展淘宝、抖音等平台直播，帮助消费者提升消费体验，更好了解产品，为公司的产品更好打开销路。
电梯新媒体推广	利用电梯新媒体加码线下推广力度，快速触达终端消费群体。

资料来源：敷尔佳招股书，民生证券研究院

在品牌力提升下，多渠道齐发力，线上布局拉动更长远发展。线下渠道布局较早渗透较为充分，轻医美人群规模上行带动公司线下销售收入；而公司对比同行业其他品牌例如可复美、可孚、薇诺娜等天猫平台布局，公司上线时间较晚，与同行业公司贝泰妮相比，线上各平台销售额均有一定差距。当下敷料市场呈现快速增长，加之敷尔佳品牌力提升，线上布局持续加码，未来发展潜力大，未来有望实现快速增长。

表53：敷尔佳与同行业个别品牌天猫平台上线时间

品牌	所属公司	天猫上线时间
敷尔佳	哈尔滨敷尔佳	2018年
可复美	巨子生物	2015年
可孚	可孚医疗	2014年
薇诺娜	贝泰妮	2011年
创福康	创尔生物	2018年
润百颜	华熙生物	2017年

资料来源：敷尔佳招股书，天猫，民生证券研究院

表54：敷尔佳、贝泰妮线上各平台销售额对比（单位：百万元）

平台	2019		2020		2021		2022		2023	
	敷尔佳	贝泰妮	敷尔佳	贝泰妮	敷尔佳	贝泰妮	敷尔佳	贝泰妮	敷尔佳	贝泰妮
天猫	317	1300	575	1744	804	2588	709	2899	681	2494
京东	43	127	74	275	96	333	124	450	140	555
抖音	-	-	-	-	4	112	204	623	414	771

资料来源：久谦中台，民生证券研究院（注：贝泰妮销售额为薇诺娜、薇诺娜宝贝和瑛科缙之和）

4.3 未来增长：募集资金助力产+研+宣多维强化

敷尔佳 2022 年 IPO 募集资金主要运用在生产基地建设项目、研发及质量检测中心建设项目和品牌营销推广项目，形成生产、研发、宣传多维强化的战略布局。

1) **产能扩张**：生产基地建设项目投资 65550.89 万元，主要用于提升产能及产品质量管理水平；

2) **研发升级**：研发及质量检测中心建设项目投资 5698.53 万元，主要用于提升公司的研发能力、提高产品丰富度和竞争力；

3) **营销加码**：品牌营销推广项目投资 88552.61 万元，主要用于增强公司的市场推广营销能力，提升客户综合服务能力。

表55：募集资金投资项目

名称	投资额（万元）	项目内容	投资目的	项目进度
生产基地建设项目	65550.89	新增专业皮肤护理产品生产线，实现敷尔佳医用透明质酸钠修复贴（白膜）、敷尔佳医用透明质酸钠修复贴（黑膜）、敷尔佳透明质酸钠修护膜、敷尔佳胶原蛋白水光修护贴、敷尔佳虾青素透明酸修护贴等产品扩产	提升公司专业产品功效，保证公司产品先进性；提升高端专业皮肤护理产品产量，满足消费者市场需求；抢占高端专业皮肤护理产品市场份额，加快国产替代进程	已基本完工，于 2023 年 6 月中旬投入生产
研发及质量检测中心建设项目	5698.53	建设研发及质量检测中心	增强公司自主创新能力，实现公司可持续发展战略；满足客户多元化要求，扩大市场占有率；培育核心人才，构建公司技术支撑体系	目前已有多项在研产品取得一定研究进展
品牌营销推广项目	88552.61	平台推广和品牌营销方式推广，新建办公用房及其他建筑	丰富公司营销推广方式，拓宽盈利渠道；宣传公司专业皮肤护理产品特点突显产品优势	已于天猫、京东、抖音等平台设立网络店铺
补充流动资金	30000.00	补充流动资金	保障公司正常经营和业务发展规划顺利实施	-

资料来源：敷尔佳招股书，民生证券研究院

表56：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	9500.00
直播佣金	网红直播合作坑位费及佣金	15000.00
天猫费用	站内成交手续费、拉新费用、官方工具手续费	16500.00
物流费用	物流运输费	10000.00
小计		51000.00
品牌营销		
KOL 推广	与网红博主等合作费	11500.00
明星代言	明星为公司产品代言费	5750.00
平台信息流	平台信息引流费	3450.00
其他投入	其他如影视综艺等广告植入费	2300.00
小计		23000.00
合计		74000.00

资料来源：敷尔佳招股书，民生证券研究院

5 盈利预测与投资建议

5.1 收入拆分与盈利预测

公司主要产品分为医疗器械类与化妆品类两大类，其中，医疗器械类分为医用透明质酸钠修复贴（白膜）、医用透明质酸钠修复贴（黑膜）、医用透明质酸钠修复液及医用重组 III 型人源化胶原蛋白贴；化妆品类分为面膜（含涂抹式面膜），水、精华及乳液、冻干粉、凝胶、喷雾、次抛及其他产品。

核心假设如下：

①**医疗器械类产品**：医用透明质酸钠修复贴（白膜）与医用透明质酸钠修复贴（黑膜）为医疗器械类产品的主要收入来源，2022 年白膜与黑膜占医疗器械类产品收入的比例分别为 72.07%与 25.46%，作为公司核心单品，受益于我国医疗器械类产品市场规模的较快增速以及公司作为合规产品市场份额的提升，我们预计 23-25 年白膜与黑膜的收入保持稳定增速；2021-2022 年，医用透明质酸钠修复液的收入同比下滑，预计 23-25 年收入同比降幅收窄；22Q4，公司推出敷料类新产品医用重组 III 型人源化胶原蛋白贴，处在市场培育期，预计 23-25 年收入增速较快拉动医疗器械类收入上行，因此预计 23-25 年医疗器械类实现收入 9.21、9.87 与 10.55 亿元，分别同比+6.32%、+7.22%与+6.91%，随着医用敷料类产品毛利率上行及收入占比提升，拉动毛利率提升，预计 23-25 年医疗器械类毛利率分别为 85.16%、85.26%与 85.36%。

②**化妆品类**：公司的化妆品类产品主要的收入贡献来自面膜（含涂抹式面膜），2020-2022 年占化妆品类产品收入比重超 80%，产品收入增长态势良好，一方面，化妆品类贴、膜类产品终端需求较为旺盛，持续拉动化妆品类贴、膜类产品的市场规模上行；另一方面，公司加强对于化妆品类面膜的营销与宣传推广，多样化产品满足多元化需求，公司化妆品类产品的收入有望保持稳步增长，因此我们预计 23-25 年公司化妆品类产品实现收入 10.43、11.69、13.02 亿元，分别同比+15.45%、+12.08%与+11.43%，毛利率稳步上行，分别为 80.55%、80.80%与 81.11%。

表57：收入拆分与盈利预测

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1649.65	1769.10	1963.36	2155.83	2357.60
yoy	4.08%	7.24%	10.98%	9.80%	9.36%
毛利率	81.95%	83.07%	82.72%	82.85%	83.00%
医疗器械类	927.92	865.93	920.69	987.16	1055.34
yoy	5.41%	-6.68%	6.32%	7.22%	6.91%
毛利率	84.13%	86.06%	85.16%	85.26%	85.36%
化妆品类	721.73	903.17	1042.68	1168.67	1302.26
yoy	2.42%	25.14%	15.45%	12.08%	11.43%
毛利率	79.14%	80.22%	80.55%	80.80%	81.11%

资料来源：公司招股书，民生证券研究院预测

综上所述，我们预计 2023-2025 年公司实现营业总收入 19.63、21.56 与 23.58 亿元，分别同比+10.98%、+9.80%与+9.36%；公司的毛利率分别为 82.72%、82.85%与 83.00%。

期间费用率假设：

①**销售费用率**：2022 年公司的销售费用率为 22.1%，预计随着公司在宣传推广中的投入增加，预计销售费用率有一定上行。预计 2023-2025 年公司的销售费用率分别为 26.5%、26.6%与 26.8%。

②**管理费用率**：23Q1-Q3 公司管理费率为 4.77%，预计 23 年管理费率先同比上行，但随着公司管理不断优化，加强成本管控，管理费率先有望逐步摊薄，预计 2023-2025 年公司的管理费用率为 4.7%、4.5%、4.4%。

③**研发费用率**：公司的研发费用率维持在稳定水平，我们预计 2023-2025 年研发费用率分别为 1.1%、1.1%、1.0%。

④**财务费用率**：我们预计 2023-2025 年财务费用率为-2.7%、-2.6%、-2.5%。

表58：各项费用率预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	16.0%	22.1%	26.5%	26.6%	26.8%
管理费用率	2.5%	2.7%	4.7%	4.5%	4.4%
研发费用率	0.3%	0.9%	1.1%	1.1%	1.0%
财务费用率	-0.7%	-1.5%	-2.7%	-2.6%	-2.5%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

5.2 估值分析

我们选取同行业的业务布局较为相似，产品矩阵丰富、线上电商收入贡献较大的贝泰妮、华熙生物、珀莱雅、巨子生物作为可比公司进行分析，24 年可比公司 PE 均值为 20 倍，而敷尔佳 24 年 PE 为 17 倍，低于可比公司均值，公司具备产品的高认可度，渠道布局深化，并通过精准营销提升品牌力，铸造龙头地位，估值仍有提升空间。

表59：可比公司 PE 估值

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	EPS				PE (倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
300957.SZ	贝泰妮	66.57	2.48	3.06	3.95	5.03	27	22	17	13
688363.SH	华熙生物	65.65	2.02	2.63	3.38	4.15	33	25	19	16
603605.SH	珀莱雅	93.19	2.88	2.75	3.48	4.33	32	34	27	22
2367.HK	巨子生物	33.80	1.07	1.41	1.80	2.28	32	24	19	15
可比公司均值							31	26	20	16
301371.SZ	敷尔佳	36.31	2.12	1.98	2.18	2.37	17	18	17	15

资料来源：iFinD，民生证券研究院预测，可比公司 EPS 采用 wind 一致预期（其中，巨子生物单位为港元，收盘价为 2024 年 1 月 17 日）。

5.2 投资建议

我们预计公司 2023-2025 年分别实现 EPS 1.98、2.18、2.37 元，1 月 17 日收盘价对应 PE 为 18/17/15 倍，考虑公司在产品力较为突出，有望享有医疗器械行业的快速增长，化妆品业务提供新增量，渠道布局较为深入，并通过营销推广持续提升品牌影响力，**首次覆盖，给予“推荐”评级。**

6 风险提示

1) 新品拓展不及预期。各企业的增长均通过不断推出新品的方式拓展自身业务版图,若新品研发受阻,新品推出速度放缓,将对各公司的业务增长有一定影响。

2) 行业竞争加剧。当所处行业竞争加剧下,若出现较激烈价格战或其他恶性竞争,对行业的良性稳步发展有一定影响。

3) 产品安全风险。国家对医美行业发展予以高度关注,产品可能存在安全风险,若产品安全出现问题,对公司收入利润端均有影响。

4) 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。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,769	1,963	2,156	2,358
营业成本	299	339	370	401
营业税金及附加	17	20	22	24
销售费用	390	520	573	632
管理费用	48	91	96	103
研发费用	15	21	23	25
EBIT	1,098	1,002	1,102	1,204
财务费用	-27	-53	-56	-59
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	6	6	6	6
营业利润	1,132	1,061	1,164	1,269
营业外收支	3	3	3	3
利润总额	1,135	1,064	1,167	1,272
所得税	288	270	296	322
净利润	847	794	871	949
归属于母公司净利润	847	794	871	949
EBITDA	1,111	1,025	1,151	1,285

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,483	3,242	3,987	4,718
应收账款及票据	7	8	9	10
预付款项	18	20	21	22
存货	126	145	160	175
其他流动资产	69	58	8	8
流动资产合计	1,703	3,474	4,186	4,933
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	34	233	468	747
无形资产	29	29	30	31
非流动资产合计	1,323	2,450	2,626	2,846
资产合计	3,026	5,923	6,812	7,778
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	121	130	137	143
其他流动负债	124	137	148	158
流动负债合计	245	267	284	301
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	1	10	11	12
非流动负债合计	1	10	11	12
负债合计	246	277	295	312
股本	360	400	400	400
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2,780	5,646	6,517	7,466
负债和股东权益合计	3,026	5,923	6,812	7,778

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	7.25	10.97	9.80	9.36
EBIT 增长率	4.35	-8.76	10.02	9.24
净利润增长率	5.15	-6.30	9.72	8.97
盈利能力 (%)				
毛利率	83.07	82.72	82.85	83.00
净利润率	47.89	40.44	40.41	40.26
总资产收益率 ROA	28.00	13.40	12.79	12.20
净资产收益率 ROE	30.48	14.06	13.37	12.71
偿债能力				
流动比率	6.96	12.99	14.72	16.41
速动比率	6.10	12.16	14.06	15.74
现金比率	6.06	12.12	14.02	15.70
资产负债率 (%)	8.12	4.68	4.33	4.01
经营效率				
应收账款周转天数	1.54	1.53	1.52	1.50
存货周转天数	152.99	156.00	158.00	159.00
总资产周转率	0.69	0.44	0.34	0.32
每股指标 (元)				
每股收益	2.12	1.98	2.18	2.37
每股净资产	6.95	14.11	16.29	18.66
每股经营现金流	2.25	2.07	2.28	2.55
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	17	18	17	15
PB	5.2	2.6	2.2	1.9
EV/EBITDA	10.33	11.19	9.97	8.93
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	847	794	871	949
折旧和摊销	13	23	49	81
营运资金变动	49	12	1	1
经营活动现金流	899	827	911	1,022
资本开支	-398	-162	-222	-297
投资	0	-1,003	0	0
投资活动现金流	16	-1,147	-166	-291
股权募资	0	2,072	0	0
债务募资	0	-1	0	0
筹资活动现金流	-9	2,079	0	0
现金净流量	905	1,759	745	731

插图目录

图 1: 公司发展历程复盘.....	8
图 2: 公司股权结构 (截至 2023Q3)	10
图 3: 我国轻医美用户规模及增长率.....	15
图 4: “Z 世代”护肤购买驱动因素 TOP10 (2020 年)	15
图 5: 2021 年各品牌复购率对比.....	15
图 6: 2018-2021 Q1 敷尔佳消费频率在 3 次及以上的顾客占比.....	15

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司主要财务数据.....	3
表 2: 公司产品收入按照监管体系划分占比 (亿元)	3
表 3: 械字号产品收入占比细分 (亿元)	4
表 4: 公司械字号产品.....	4
表 5: 妆字号产品收入占比细分 (亿元)	5
表 6: 公司妆字号产品.....	5
表 7: 公司销售渠道拆分 (亿元)	6
表 8: 公司线上直销布局 (亿元)	6
表 9: 公司线上经销 (亿元)	6
表 10: 公司线上代销 (亿元)	7
表 11: 公司线下经销 (亿元)	7
表 12: 公司收入、归母净利润、盈利能力及费率情况 (亿元)	9
表 13: 高管持股情况 (截至 2023Q3)	9
表 14: 高级管理人员及核心员工简历情况.....	10
表 15: 专业皮肤护理产品细分.....	11
表 16: 功能性护肤品划分.....	12
表 17: 医疗器械类敷料产品用途情况.....	12
表 18: 2017 年至 2021 年中国皮肤护理市场情况.....	13
表 19: 2017-2021 年中国专业皮肤护理市场规模 (按医疗器械类敷料产品和功能性护肤品拆分)	13
表 20: 2017 年至 2021 年中国专业皮肤护理市场规模 (按贴片类和非贴片类拆分)	13
表 21: 贴式专业皮肤护理市场规模	14
表 22: 2019 年我国潜在的贴式医用敷料需求量.....	14
表 23: 中国不同类别药监局备案差异.....	16
表 24: 三种类别械字号备案要求对比.....	16
表 25: 不同种类面膜与贴式敷料对比 (单价: 元/片)	16
表 26: 截至 2020 年 6 月 30 日, 我国医用皮肤修复敷料批文情况.....	17
表 27: 预计 2025 年贴式敷料销量超过 10 亿片	18
表 28: 医用贴式敷料 2018 至 2026 年市场规模 (亿元)	18
表 29: 2019 年我国贴片式医用皮肤修复敷料市场主要品牌市场份额情况 (按销售额计算)	18
表 30: 2019 年我国贴片式医用皮肤修复敷料市场主要品牌市场占有率情况 (按销售量计算)	18
表 31: 国内护肤品牌集中度低于贴式敷料品牌集中度 (按销售额计)	18
表 32: 2022 年敷料市场头部品牌产品的数量及备案类型	19
表 33: 玻尿酸与胶原蛋白类敷料产品的功效对比	19
表 34: 医疗器械相关监管细则.....	20
表 35: 敷尔佳黑/白膜详情	21
表 36: 2022 年头部厂家产品数量结构以及原材料 (单位: 个)	22
表 37: 公司分产品收入及占比情况 (单位: 百万元)	23
表 38: 各大公司线下收入情况 (单元: 亿元)	24
表 39: 线下渠道布局情况.....	24
表 40: 经销商分级.....	25

表 41: 涉及返利制度产品	25
表 42: 经销商按照规模的金额 (万元) 及收入占比 (%)	26
表 43: 近十年医美敷料行业收入占比拆分	26
表 44: 2021 年各公司天猫平台复购率	26
表 45: 直播带货模式新客数&贡献度	27
表 46: 入驻其他线上平台时间	27
表 47: 公司营销布局简况	28
表 48: 各公司销售费用率情况	28
表 49: 收购北星药业前后模式对比	29
表 50: 协同合作研究方向	29
表 51: 主要技术储备	30
表 52: 创新宣传推广模式	30
表 53: 敷尔佳与同行业个别品牌天猫平台上线时间	31
表 54: 敷尔佳、贝泰妮线上各平台销售额对比 (单位: 百万元)	31
表 55: 募集资金投资项目	31
表 56: 品牌营销推广项目中推广费计划使用情况	32
表 57: 收入拆分与盈利预测	33
表 58: 各项费用率预测	34
表 59: 可比公司 PE 估值	34
公司财务报表数据预测汇总	37

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 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。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026