

# “医美面膜第一股”敷尔佳登陆A股

## ——敷尔佳投资价值分析报告

### 投资要点:

- 1、敷尔佳实现医用透明质酸钠修复贴的首批上市,市场地位领先;同时探索产品类型转化,在医用敷料的基础上扩充了功能性护肤品;公司还不断拓宽产品剂型,从而进一步夯实产品概念,成分与剂型形成互补。
  - 2、敷尔佳采取多渠道布局的销售策略、线上线下相结合的营销思路,逐步形成了覆盖医疗机构、美容机构、连锁零售药店、化妆品专营店及大型商超等多元化终端销售矩阵。
  - 3、随着业务的不断发展,敷尔佳形成了传统媒体、新媒体、移动端、公众号及小程序等多层次推广矩阵,精准营销持续打造品牌影响力。
  - 4、2020年至2022年,敷尔佳分别实现营业收入15.85亿元、16.50亿元及17.69亿元,营收稳步增长;对应实现净利润6.48亿元、8.06亿元和8.47亿元,具备持续经营能力,财务状况良好;综合毛利率分别为76.47%、81.95%与83.07%,保有较高的毛利率水平,稳步提升的毛利率水平也说明公司盈利能力在不断提高。
  - 5、随着居民生活水平的提高、居民对自身健康及肌肤护理的重视程度不断提高,促进了皮肤护理产品行业的快速发展,敷尔佳所处行业市场空间及容量较大。
  - 6、敷尔佳本次募集资金总额22.32亿元,分别投入到生产基地建设项目、研发及质量检测中心建设项目、品牌营销推广项目和补充流动资金,形成生产、研发、宣传多维强化的战略布局。
- 7月20日,“医美面膜第一股”哈尔滨敷尔佳科技股份有限公司(简称:敷尔佳)完成新股申购,即将登陆创业板。公司将成为黑龙江省年内首家A股IPO公司,同时也是年内首家在沪深交易所发行上市的东北企业。敷尔佳发行价55.68元/股,总发行量为4008万股,预计募集资金总额22.32亿元。

2012年,敷尔佳(301371.SZ)创始人张立国捕捉到专业皮肤护理产品的市场需求,将皮肤护理产品领域调整为业务发展方向,通过两年左右的产品研究,2014年11月完成“医用透明质酸钠修复贴”的研发,从而成为较早进入专业皮肤护理产品市场的参与者。

发展至今,敷尔佳在售产品已覆盖医疗器械敷料产品和功能性护肤品,主打敷料和贴、膜类产品,并推出了水、精华及乳液、喷雾、冻干粉等其他形态产品,通过立体化的产品布局打造产品功效矩阵,能够较好满足市场和客户多样化的需求。

### 产品体系全面立体 贴片类专业护肤国内第一

敷尔佳已拥有多个年销售额过亿元的单品,其中敷尔佳医用透明质酸钠修复贴是国内第一批获准上市的透明质酸钠成分的II类医用敷料贴类产品,拓宽了国产生物原料的使用方向,拉动了新型材料的增长,拥有先发优势,形成了领先的市场地位。

紧随其后,敷尔佳于2022年推出II类医用胶原蛋白敷料,搭建透明质酸钠与胶原蛋白双轮驱动的策略,进一步提升公司医用敷料的市场影响力。同时,公司目前在研的III类医用胶原蛋白敷料产品,也将进一步夯实公司的产品力。

敷尔佳目前已拥有50余种专业皮肤护理产品,形成了以适用于轻中度痤疮、促进创面愈合与皮肤修复的II类医疗器械类产品为主,多种形式的功能性护肤品为辅的立体化产品体系。

根据弗若斯特沙利文的分析报告,2021年敷尔佳贴片类产品销售额为贴片类专业皮肤护理产品市场第一,占比15.9%;其中医疗器械敷料贴类产品占比17.5%,市场排名第一;功能性护肤品贴膜类产品占比13.5%,市场排名第二。

在功能性护肤品领域,为契合消费者需求,敷尔佳推出新功效产品“美白面膜”、“清痘面膜”、“熬夜面膜”等,后续每年将有新产品推出,满足消费者“科学护肤”“精准护肤”的需求。

### 多元销售渠道 打造品牌影响力

随着消费全面升级的新时代,无论是品牌提升,还是渠道营销,都已成为企业创新与品牌建设不可或缺的组成部分。多年的积累,敷尔佳一步步构筑起品牌及渠道护城河。

销售模式及渠道上,敷尔佳是国内较早利用经销模式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的企业,拥有先发优势。

线上经销方面,敷尔佳在原有淘宝C店的基础上,拓展唯品会、聚美优品、蘑菇街等多家电商平台,实现了经销商的立体化全面布局。同时,敷尔佳陆续在天猫、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,达到线上销售平台的全覆盖,实现从经销到直销的成功转化。

2020年至2022年,敷尔佳实现直销收入3.96亿元、5.19亿元、5.9亿元;天猫敷尔佳旗舰店在所属品类排名中处于领先地位,2020年至2022年产品复购率分别为33.83%、36.64%、36.81%,消费者认可度也不断提高。

随着消费者触媒日益多元化以及获客渠道集中度下降的趋势,敷尔佳自2019年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,并相继拓展小红书、抖音平台等新渠道的直播推广。

与此同时,敷尔佳在天猫、抖音、京东、小红书等平台建立了自有直播间,通过建立直播团队使品牌直播间成为品牌形象及产品宣传的窗口,从而实现产品销量的提升。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,报告期内敷尔佳形成直播销售收入7985.63万元、1.28亿元及2.11亿元,呈现快速增长态势。

线下渠道上,敷尔佳高度重视线下渠道布局。2022年敷尔佳线下收入10.5亿元,占比达到59.38%,超过贝泰妮的19.41%、巨子生物的43.4%。

### 多层次推广矩阵 精准营销赋能品牌力

营销方式上,敷尔佳通过传统媒体、新媒体、移动端、公众号及小程序等多层次推广矩阵,叠加线上及线下的双向配合,实现了从广度到精度的品牌推广。

线上方面,敷尔佳在早期阶段抓住高性价比的社交营销红利期,奠定了良好的口碑基础,同时紧跟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,树立专业的品牌形象、拓宽用户群体。另一方面,敷尔佳还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,在达成营销链条的长线铺设的同时,推出适销对路的营销推广方案,实现销售收入的快速增长。

随着移动互联网的流量红利期已现拐点,获客成本不断攀升,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。

线下方面,敷尔佳通过参加各地的美容博览会寻求与经销商及客户的合作,并进行电梯媒体投放,快速便捷触达终端消费群体,从而进一步拓展品牌影响力及知名度。

### 产业链一体化布局 拓新扩产提高竞争力

新产品布局方面,敷尔佳坚持医用敷料与功能性护肤品并重均衡发展,医用敷料领域搭建透明质酸钠与胶原蛋白双轮驱动的策略,契合消费者需求,推出新功效产品。

一方面,敷尔佳在医用敷料产品领域树立起良好的品牌形象,在此基础上不断挖掘消费者的潜在需求,相继推出了契合需求的多种功能性护肤品,如主打胶原蛋白、虾青素、积雪草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。

另一方面,敷尔佳不断拓宽产品剂型,从而进一步夯实产品概念,成分与剂型形成互补。在医用透明质酸钠修复贴的基础上推出医用透明质酸钠修复液(次抛和喷雾剂型),是国内第一批获准上市的透明质酸钠成分、次抛型和喷雾型的II类医用敷料产品。同时,公司在敷尔佳胶原蛋白水光修护贴基础上推出内含胶原蛋白的喷雾剂型,在敷尔佳虾青素传明酸修护贴基础上推出内含虾青素的乳液、精华液,在敷尔佳积雪草舒缓修护贴基础上推出内含积雪草的乳液、水、霜、洁面泡泡。

据了解,敷尔佳目前已立项的在研功能性护肤品共计24个,其中2023年预计上市13个,2024年、2025年将分别上市5个、6个,在研的III类医用胶原蛋白敷料产品也将进一步夯实公司的产品力。同时,敷尔佳与中国科学院昆明植物研究所、哈尔滨工业大学(深圳)等合作研究,加强新原料和新技术的储备。

敷尔佳持续加大研发投入,推动企业长线发展。通过独家合作原料、专利配方、基础研究等路径,敷尔佳进一步加强原料端的基础研究,形成差异化竞争优势。敷尔佳一方面加大内部研发体系布局升级,大力引进研发人才,另一方面协同合作,搭建产学研链条将研究成果进行商业化转化落地。报告期内,敷尔佳研发投入分别为147.97万元、524.29万元及



1542.61万元,占营业收入的比例分别为0.09%、0.32%及0.87%。

### 盈利能力强劲 化妆品业务占比持续提升

敷尔佳近年营业收入及净利润保持稳定增长态势,收入主要来自于医疗器械、化妆品业务营收占比持续提升,具有强劲的盈利水平。2020年至2022年,敷尔佳营业收入分别为15.85亿元、16.5亿元和17.69亿元。

在医用敷料市场快速发展的环境下,敷尔佳医疗器械类产品销售快速增长,并已达到较大市场规模,2020年至2022年该类收入分别为8.8亿元、9.28亿元及8.66亿元。

与此同时,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,敷尔佳为响应市场需求,不断推出化妆品类护肤品,化妆品类收入占比不断增加。2022年化妆品收入占比增至51.05%,随着Z世代消费理念逐渐成为市场主流,敷尔佳产品迅速扩张及迭代升级,化妆品业务未来增长潜力可观。

值得注意的是,敷尔佳充分利用互联网思维,通过电商平台推广、影视剧综艺节目广告植入、明星代言宣传以及互联网社交平台推广等营销方式,实现与互联网电子商务的深度融合,全面带动公司整体销售收入的增长。报告期内,敷尔佳线上渠道销售收入分别为4.61亿元、5.98亿元和7.19亿元,占整体销售收入的比例分别为29.08%、36.23%和40.62%。

净利润方面,2020年至2022年,敷尔佳对应实现净利润6.48亿元、8.06亿元和8.47亿元,具备持续经营,财务状况良好;综合毛利率分别为76.47%、81.95%与83.07%,保有较高的毛利率水平,而稳步提升的毛利率水平也说明公司盈利能力也在不断提高。

货币资金与现金流方面,敷尔佳现金储备充足,经营活动现金流良好,为业务发展提供充足的现金支持。敷尔佳现金资产处于一个稳定上升的态势,2022年现金及其他等价物资产增至14.83亿元,现金储备充足。公司的经营活动现金流整体呈现增长趋势。2021年及2022年敷尔佳经营活动产生的现金流量净额相

较2020年显著增加,主要由于公司营收规模快速扩大,现金流量净流入同步增加所致。

### 专业护肤市场广阔 国产品牌市占水平不断提高

国内专业皮肤护理行业呈现增速快、渗透率低、进口品牌替代的特点。根据弗若斯特沙利文的分析报告,中国专业皮肤护理产品的市场规模由2017年的108.2亿元增长至2021年的377.7亿元,年均复合增长率为36.7%。预计到2026年,专业皮肤护理产品的市场规模将达到876.9亿元。

按产品形式,专业皮肤护理产品通常分为贴片类和非贴片类两大类,其中贴片类专业皮肤护理产品市场规模增长速度快于整体皮肤护理产品市场,市场发展潜力大。根据弗若斯特沙利文数据,2021年市场规模为98.2亿元,预计2026年达到271.8亿元。敷尔佳建立了完整的生产、研发及销售的体系,凭借多年的经验和市场积累,建立了一定的品牌影响力和客户资源,已逐步成为国内专业皮肤护理产品领域的领先企业。

中国人均年度护肤品消费支出从2017年的129.8元增长至2021年的224.5元,相比之下,韩国、日本、美国的人均年度护肤品消费支出更高,分别为2670.4元、2279.3元、2081.4元,中国专业皮肤护理产品仍有较大的渗透空间。

虽然目前进口品牌仍然占据国内护肤市场主要地位,随着国货的崛起,国产品牌市场竞争力不断增强。目前,国内皮肤护理产品行业参与者众多,但大部分企业仍然具有规模小、品种单一、质量参差不齐的特点。随着创新水平和经营模式的提高,已迅速成长起一批诸如敷尔佳等竞争力较强的企业。

### 募集资金助力 产+研+宣多维强化

敷尔佳本次发行股票数量4008万股,发行价格为55.68元/股,募集资金总额为22.32亿元,拟分别投入到生产基地建设项目、研发及质量检测中心建设项目、品牌营销推广项目和补充流动资金,形成生产、研发、宣传多维强化的

战略布局。

生产基地建设项目拟对现有专业皮肤护理产品生产制造工艺和产品性能进行升级优化,在充分汲取前期积累生产技术和生产经验的基础上,整合产品优势,将升级的制造工艺和生产技术整合应用到产品端,改进生产工艺和产品用料配方及配比技术,主动对现有产品系列进行性能升级和品类更新,满足各类下游客户群体对产品的高标准差异化需求;此外,该项目还拟配置国际配置水平的自动化生产线生产专业皮肤护理产品系列,生产车间配备智能生产控制系统,可大幅提升产能,提升产能利用率,增强公司高端专业皮肤护理产品生产的能力。同时,依靠科学的生产工序和纯熟的生产工艺,可大幅提升生产效率,扩大产能并增强公司产品的市场供给能力,满足下游市场日益增长的需求。

研发及质量检测中心建设项目拟购置一批先进的研发设备和检测设备,组建优秀的研发团队。一方面可以在现有产品基础上,研发出更多市场所需的新产品,进一步丰富公司的产品结构;另一方面,通过优秀的运营模式和不断提升的研发能力,可为公司开拓新市场,提高市场地位提供支撑,最终扩大市场占有率。

品牌营销推广项目则计划进一步在天猫、小红书、京东等B2C平台设立网络店铺进行线上营销推广与销售;此外,为解决电商平台仅有图文展示、互动性不高等缺陷,敷尔佳拟增加与头部网红的合作频次,并孵化本土网红辅助,进行直播带货,从而进一步调动消费者的购买积极性,并形成购买群体效益。通过上述策略,以期丰富营销推广方式,有效地拓宽盈利渠道,进而提高盈利水平。

敷尔佳作为我国贴片类专业皮肤护理产品龙头,随公司研发投入加大、新品持续推出,预计公司仍将保持品牌渠道等先发优势,收入利润持续获得稳步增长。

敷尔佳在专业皮肤护理市场份额领先;综合考虑业务与产品类型等方面,选取贝泰妮、创尔生物、华熙生物、珀莱雅、巨子生物为敷尔佳的可比上市公司;从上述可比公司来看,2022年平均销售毛利率为76.81%;相较而言,敷尔佳毛利率高于行业可比公司平均。

(CIS)

