

敷尔佳创业板 IPO 获批，格林生物递交招股书

■ 证券研究报告

投资评级:看好(维持)

最近 12 月市场表现



分析师 刘洋

SAC 证书编号: S0160521120001
liuyang01@ctsec.com

分析师 李跃博

SAC 证书编号: S0160521120003
liyib@ctsec.com

相关报告

1. 《快手美妆 GMV+245%，胶原市场迎多项新进展》 2023-02-27
2. 《双十一大盘&美妆表现总结》 2022-11-16
3. 《天猫 10.24 晚 8 点预售开启》 2022-10-25

消费新公司周度跟踪

核心观点

❖ **消费新公司周跟踪:** 1、香料行业龙头格林生物 (A20675.SZ) 创业板递交招股书; 2、国内贴片类专业皮肤护理龙头敷尔佳 (A21407.SZ) 创业板 IPO 获批; 3、皮肤学生物制药公司科笛-B (2487.HK) 将于 6 月 12 日港交所上市; 4、跨境家居品牌致欧科技 (301376.SZ) 创业板上市发行公告。

❖ 格林生物: 全球前五大香料公司供应商之一

全球香料香精市场进入成熟发展阶段, 国际市场龙头垄断, 中国市场产业链一体化程度较低、供给格局相对分散, 集中度仍有提升空间。据共研网, 2021 年全球香精香料市场规模达 291 亿美元, 2016-2021 年 CAGR 为 3.5%, 2017 年全球香料香精行业 CR10 为 77%。近年来, 我国香精香料市场实现需求和供给双增长, 据华经产业研究院, 2022 年市场规模达 560 亿元, 2015-2022 年 CAGR 为 7.46%。

格林生物为香料行业先行者, 外销渠道占比 85%+, 高端大客户壁垒强、客户粘性高。目前格林生物拥有松节油、柏木油和全合成香料三大产品系列, 涵盖 40 个细分品种。2022 年格林生物天然香料/合成香料产品销售占比分别为 54% 和 43%。合成香料系列技术壁垒高, 为高毛利业务, 有望随销售占比提升驱动毛利率进一步向上。格林生物境外销售收入占比显著高于同业, 2022 年向前五大客户销售占比接近 50%。奇华顿、芬美意、德之馨、宝洁等高端客户对香料生产商有严格的认证体系, 格林生物深度绑定下游大客户, 渠道壁垒凸显。

❖ 敷尔佳: 国内贴片类专业皮肤护理龙头

专业皮肤护理行业快速增长, 敷尔佳占据领先地位。敷尔佳定位专业皮肤护理市场, 2021 年中国皮肤护理产品行业规模达 3171 亿元, 其中专业皮肤护理产品规模为 378 亿元, 弗若斯特沙利文预计 2021-2026 年 CAGR 为 18.3%。专业皮肤护理产品中, 贴片类年复合增长率达 36.1%, 快于行业增速。敷尔佳核心大单品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, 占据先发优势。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%。

药品起家转型皮肤护理, 医疗器械和化妆品双轮驱动。敷尔佳深耕透明质酸钠的研究应用, 拓展胶原蛋白、积雪草、虾青素等成分, 打造以医疗器械为主、功能性产品为辅的立体化产品矩阵。目前在售产品包含 5 款医疗器械产品, 46 种化妆品类产品。敷尔佳以线下经销渠道为主, 2022 年占比达 59%, 其中华东市场占比高达 31.6%。敷尔佳营收利润稳定增长, 2022 年敷尔佳收入/归母净利润分别为 17.7/8.5 亿元, 械字号产品毛利率达 86.6%。

❖ **风险提示:** 行业竞争加剧; 经营业绩增速下滑; 新品拓展不及预期

内容目录

| | | |
|-------|---------------------------------|----|
| 1 | 新股动态..... | 4 |
| 2 | 格林生物：全球前五大香料格林生物供应商之一..... | 4 |
| 2.1 | 香料行业：国内需求较快增长，行业集中度仍具备提升空间..... | 4 |
| 2.2 | 基本概况：深耕二十余载，深度合作国际香料龙头..... | 6 |
| 2.2.1 | 产品：广泛用于配置日化香精，合成系列产品占比不断提升..... | 6 |
| 2.2.2 | 渠道：外销渠道占比 85%+，客户粘性高..... | 8 |
| 2.2.3 | 动销：下游需求驱动下持续扩产，产能利用率尚在爬坡..... | 9 |
| 2.3 | 财务分析：营收稳中有增，毛利率同比改善..... | 10 |
| 2.4 | 募资用途..... | 11 |
| 3 | 敷尔佳：国内贴片类专业皮肤护理龙头..... | 11 |
| 3.1 | 专业皮肤护理行业：市场快速增长，敷尔佳占据领先地位..... | 11 |
| 3.1.1 | 中国专业皮肤护理市场超 300 亿，需求驱动高速增长..... | 12 |
| 3.1.2 | 贴片产品市场释放增量，敷尔佳稳居龙头..... | 13 |
| 3.2 | 基本概况：药品起家，成功转型皮肤护理..... | 13 |
| 3.3 | 财务分析：营收利润稳定增长，医疗器械&化妆品双驱动..... | 15 |
| 3.4 | 募资用途..... | 17 |
| 4 | 风险提示..... | 17 |

图表目录

| | |
|--|---|
| 图 1. 2016-2021 年全球香料香精行业 CAGR 为 3.5%..... | 5 |
| 图 2. 2015-2022 年我国香料香精行业 CAGR 为 7.46%..... | 5 |
| 图 3. 格林生物创始人持股 36.11%为公司第一大股东..... | 6 |
| 图 4. 2022 年全合成香料营收占比 43%..... | 8 |
| 图 5. 2022 年直接材料成本占 76%..... | 8 |
| 图 6. 全合成系列产品毛利率最高..... | 8 |
| 图 7. 各产品系列平均单位成本..... | 8 |
| 图 8. 格林生物外销收入占比达 85%以上..... | 9 |
| 图 9. 格林生物外销占比高于行业平均..... | 9 |
| 图 10. 2022 年直接销售占比达 49%..... | 9 |

| | |
|--|-------|
| 图 11. 2022 年前五大客户销售占比接近 50% | 9 |
| 图 12. 格林生物产能持续扩大 | 10 |
| 图 13. 全合成系列产销率持续增长 | 10 |
| 图 14. 格林生物营收稳定增长 | 10 |
| 图 15. 2022 年格林生物归母净利同比修复 | 10 |
| 图 16. 格林生物销售管理费用率趋势下降 | 11 |
| 图 17. 格林生物盈利能力稳步修复 | 11 |
| 图 18. 2017-2026E 中国皮肤护理产品行业市场规模 | 12 |
| 图 19. 2017-2026E 中国专业皮肤护理产品市场规模 | 12 |
| 图 20. 2017-2026E 中国专业皮肤护理细分市场 | 12 |
| 图 21. 2017-2026E 中国专业皮肤护理产品行业市场规模（分非贴片类/贴片类） | 13 |
| 图 22. 2017-2026E 中国贴片类专业皮肤护理产品市场规模 | 13 |
| 图 23. 敷尔佳历史进程 | 14 |
| 图 24. 敷尔佳产品矩阵 | 15 |
| 图 25. 2022 年敷尔佳收入/归母净利润 17.7/8.5 亿元 | 15 |
| 图 26. 毛利率由 2018 年的 78% 增长至 2022 年的 83% | 15 |
| 图 27. 敷尔佳化妆品类产品及医疗器械类产品并重 | 16 |
| 图 28. 化妆品类产品及医疗器械类产品毛利率同步上升 | 16 |
| 图 29. 线下经销为敷尔佳主要渠道 | 16 |
| 图 30. 华东片区在线下收入中占比最高（万元） | 17 |
| 图 31. 线上直销中天猫平台集中度下降 | 17 |
| 表 1. 本周消费 IPO 动态 | 4 |
| 表 2. 全球香料香精市场格局 | 5 |
| 表 3. 格林生物募资用途 | 11 |
| 表 4. 敷尔佳募资用途 | 17 |

1 新股动态

表1.本周消费 IPO 动态

| 标的 | 所属行业 | IPO 进展 | 公司简介 | 预计募资规模 | 2022 年 营业收入 | 2022 年 归母净利润 |
|---------------------|--------------|---------------|---|----------|----------------|-----------------|
| 格林生物 (A20675.SZ) | 化工 | 创业板 递交招股书 | 公司专注于生物源香料和全合成香料的研发、生产与销售，形成了松节油、柏木油和全合成香料三个产品系列 | 7.33 亿元 | 6.31 亿元 | 0.68 亿元 |
| 敷尔佳 (A21407.SZ) | 个人用品 | 创业板 IPO 获批 | 公司从事专业皮肤护理产品的研发、生产和销售，在售产品覆盖医疗器械类敷料产品和功能性护肤品，主打敷料和贴、膜类产品 | 18.97 亿元 | 17.69 亿元 | 8.47 亿元 |
| 科笛 B (2487.HK) | 制药、生物科技与生命科学 | 6 月 12 日上市 | 成立于 2019 年，是一家专注于皮肤学的研发型生物制药公司，侧重于广泛皮肤病治疗及护理治疗领域，包括局部脂肪堆积管理药物、毛发疾病及护理、皮肤疾病及护理以及表皮麻醉 | 3.93 亿港元 | 0.12 亿元 | -5.56 亿元 |
| 致欧科技 (301376.SZ) | 零售业 | 公布中签/发行结果 | 拥有 SONGMICS、VASAGLE、FEANDREA 三大自有品牌，历时多年已成功跻身亚马逊欧美市场备受消费者欢迎的家居品牌之列 | 15.84 亿元 | 54.55 亿元 | 2.50 亿元 |

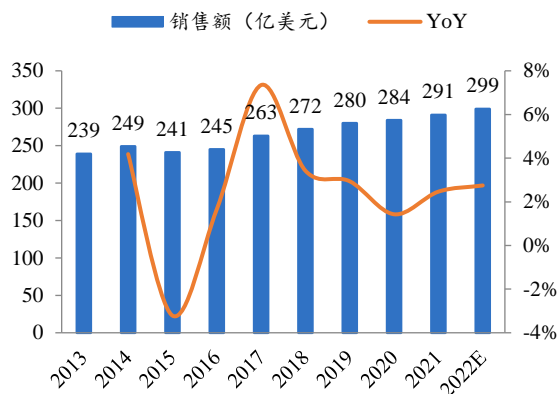
数据来源：Wind，中国证监会，香港交易所，财通证券研究所

2 格林生物：全球前五大香料格林生物供应商之一

2.1 香料行业：国内需求较快增长，行业集中度仍具备提升空间

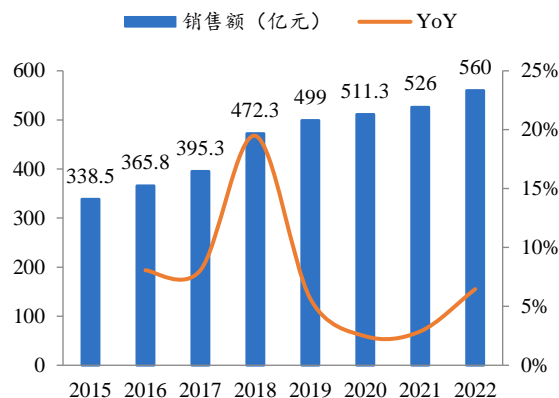
全球香料香精市场进入成熟发展阶段，中国市场需求快速增加。据共研网，2021 年全球香精香料市场规模达 291 亿美元，2016-2021 年 CAGR 为 3.5%。分地区看，据 IHS Markit，包括中国在内的东北亚地区约占香精香料市场总量的 30%，西欧和北美（美国和加拿大）消费量次之，各自占总需求的 20% 左右。香精香料下游主要应用在日化、食品等领域，具有强消费属性。发达经济体国家中产阶级可支配收入增加，以及发展中国家居民对食品及日用品品质提高，将成为全球香料香精市场的驱动力。近年来，伴随我国经济水平提高，以及全球香料香精的产能和研发重心向发展中国家转移，带动我国香精香料市场实现需求和供给双增长，2022 年市场规模达 560 亿元。

图1.2016-2021 年全球香料香精行业 CAGR 为 3.5%



数据来源：共研网，财通证券研究所

图2.2015-2022 年我国香料香精行业 CAGR 为 7.46%



数据来源：华经产业研究院、头豹研究院，财通证券研究所

国际市场龙头垄断，中国市场由于产业链一体化程度较低，企业平均规模较小且供给格局相对分散。全球香精香料市场被前十大厂商占据，2017 年 CR10 为 77%，第一梯队企业包括奇华顿、芬美意、IFF 和德之馨，2017 年营收规模分别达到 51.33/36.68/33.99/26.73 亿美元。海外龙头产品结构完善，覆盖天然香料、合成香料、香精配方等全产业链。与海外龙头相比，国内厂商在营收规模上较小，龙头企业如新和成以合成香料为主，亚香股份、格林生物则在天然香料和合成香料均有布局。

表2.全球香料香精市场格局

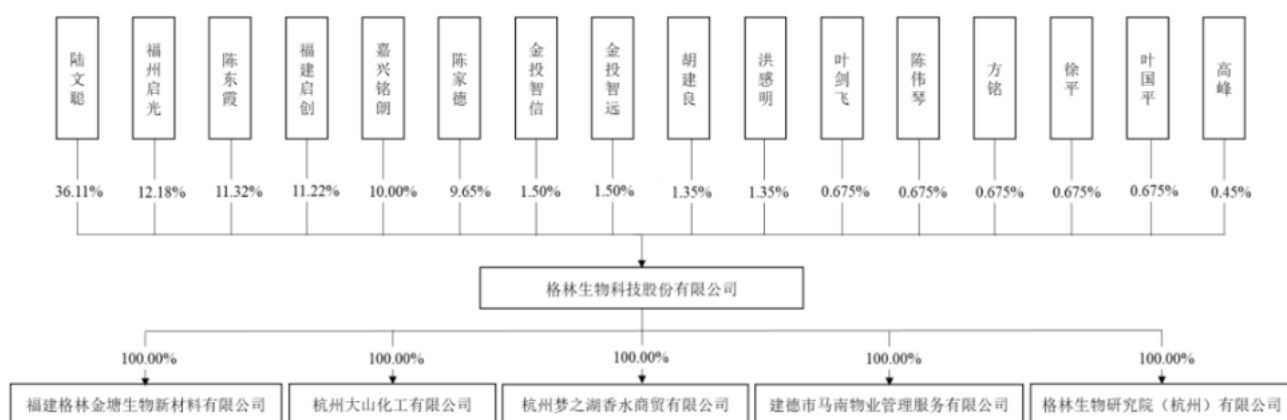
| 国际厂商 | 2017 年收入 (亿美元) | 全球份额 | 国内厂商 | 2022 年收入 (亿元) |
|-----------|-------------------|-------------|-------------|------------------|
| 奇华顿 | 51.33 | 19.5% | 新和成 | 29.67 |
| 芬美意 | 36.68 | 13.9% | 亚香股份 | 7.05 |
| IFF | 33.99 | 12.9% | 格林生物 | 6.31 |
| 德之馨 | 26.73 | 10.2% | 新化股份 | 5.22 |
| 曼氏 | 13.06 | 5.0% | 科思股份 | 2.89 |
| 花臣 | 12.71 | 4.8% | 华业香料 | 2.55 |
| 高砂 | 11.85 | 4.5% | 爱普股份 | 2.17 |
| 森馨 | 6.19 | 2.4% | | |
| 罗伯特 | 5.70 | 2.2% | | |
| 长谷川 | 4.28 | 1.6% | | |
| 全球 | 263 | 100% | | |

数据来源：Leffingwell & Associates，格林生物招股说明书，财通证券研究所

2.2 基本概况：深耕二十余载，深度合作国际香料龙头

格林生物为香料行业先行者，拥有松节油、柏木油和全合成香料三大产品系列。格林生物成立于 1999 年，主要从事生物源香料及全合成香料的研发、生产与销售，具体产品主要包括檀香、甲基柏木酮、突厥酮系列等近 40 个细分品种，主要作为配制日化香精的原料，广泛用于家用清洁洗涤、个护用品以及烟草、食品等领域。股权结构集中，创始人为第一大股东。格林生物创始人陆文聪持有 36.11% 股权，同时担任格林生物董事长，为格林生物控股股东和实际控制人。

图3.格林生物创始人持股 36.11%为公司第一大股东



数据来源：格林生物招股说明书，财通证券研究所；注：数据截止 2023/6/2

2.2.1 产品：广泛用于配置日化香精，合成系列产品占比不断提升

格林生物产品同时覆盖天然香料和合成香料领域，主要用于配置日化香精。香精香料产品按来源可以分为植物天然香料、动物天然香料和合成香料，目前格林生物产品主要分为松节油、柏木油和全合成三个系列，有近 40 个明细产品，三大系列中产量相对较高的主要产品及特点情况如下：

表 3. 格林生物旗下主要香料产品

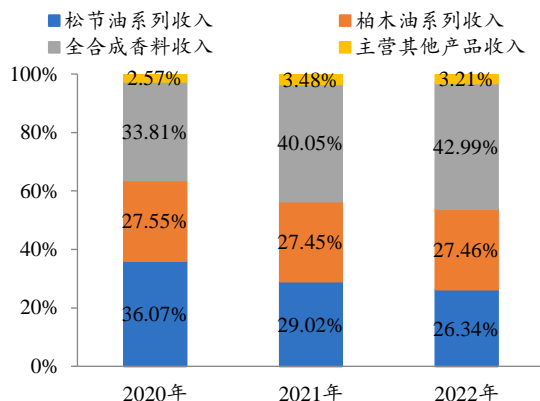
| 系列 | 产品 | 产品特点 | 用途 |
|-------|--------|--|---|
| 松节油系列 | 檀香 208 | 产品性状：无色至淡黄色透明液体 香气：檀香，花香 香气特点：浓郁的檀香木香气，伴有微弱的玫瑰花香 | 主要用于配制日化香精，广泛用于各类日化产品用香精 |
| | 檀香 210 | 产品性状：无色至淡黄色透明液体 香气：檀香香气 香气特点：强烈的酷似檀木的香气 | 主要用于配制日化香精，广泛用于香皂、洗涤护理、家用香精和熏香等 |
| | 多檀醇 | 产品性状：无色至淡黄色透明液体 香气：檀香香气 香气特点：檀香木香气丰富、浓烈，透发性好 | 主要用于配制日化香精，对大多基料均具有很好的亲性和，用于日化香精、香皂、洗涤护理、家用香精和熏香等 |
| | 黑檀醇 | 产品性状：无色至淡黄色透明液体 香气：檀香，麝香香气 香气特点：天然檀香香气浓烈，透发性好，能使木香型香精香气饱满，并有弥散的檀木香 | 作为香料出售，亦作为合成檀香系列香料的重要中间体 |
| | 龙脑烯醛 | 产品性状：无色至淡黄色透明液体 香气：青香，木香 香气特征：强烈的青草香气和松木樟凉气息 | 主要用于配制日化香精，广泛用于各类日化产品用香精 |
| 柏木油系列 | 甲基柏木酮 | 产品性状：无色至浅黄色透明液体 香气：琥珀香气、木香香气 香气特点：具有柏木香气且有类似琥珀香的麝香底韵 | 用于日用香精、洗涤护理、高档香水、高档化妆品等 |
| | 甲基柏木醚 | 产品性状：淡黄色至棕黄色透明液体 香气：龙涎香、木香香气 香气特点：龙涎香气伴有柏木香气，留香效果较好 | 主要用于配制皂用香精及高档香水等 |
| | 乙酸柏木酯 | 产品性状：淡黄色固液混合体 香气：柏木香、岩兰草香 香气特点：柏木香伴有似岩兰草香，香气甜润持久 | 用于配制木香型和东方型等香精，主要用于个人护理及皂用香精中，亦可做定香剂 |
| 全合成系列 | 丁位突厥酮 | 产品性状：无色至淡黄色透明液体 香气：果香，花香 香气特点：具有似黑醋栗香气，玫瑰花香韵，香气富有天然感 | 主要用于高档日化香精配方中，也可用于烟用香精调配 |
| | 菠萝酯 | 产品性状：无色透明液体 香气：菠萝果香 香气特点：具有菠萝香气，香气天然强烈 | 主要用于配制高档香精、香皂、洗涤护理，家居用品香精、美容用品，也可用于食品香精调配 |
| | 香柚腈 | 产品性状：无色至淡黄色液体或白色结晶体 香气：香叶、玫瑰花香 香气特点：具有清新的香叶、玫瑰花香、天竺葵香或柑橘香气，香气稳定饱满，留香持久 | 主要用于配制日用香精、香皂、洗涤护理、家居用品香精、高档香水等，具有良好的稳定性，能够为各种功能型香精配方增加香气的饱满度和留香持久度 |
| | 二庚醇 | 产品性状：无色至淡黄色透明液体 香气：花香，木香 香气特点：熏衣草香、橙香、花香、木香，并有油脂和玫瑰香调，香气新鲜强烈 | 主要用于配制高档日化香精、香水、香皂、洗涤护理、家居用品香精等 |

数据来源：格林生物招股说明书，财通证券研究所

全合成香料营收占比逐渐提高，直接材料为主要成本来源，占比超 75%。松节油和柏木油系列产品为传统香料产品，市场竞争较为充分。近年来，格林生物充分发挥技术含量和附加值较高的突厥酮产品竞争优势，全合成系列产品在突厥酮产品拉动下占比持续提升，有望带动整体毛利率持续增长。2021 年松节油系列产品毛利率大幅下降，主要是主要原材料蒎烯采购均价较上年上涨 50.68%，主要辅料醋酐采购均价较上年上涨 99.89%，在各香料供应商以成本等因素为基础向国际大型客户竞争性报价的情况下，国外竞争对手硫酸盐松节油原材料价格未出现大幅上涨情况，使其报价可保持相对平稳状态，因而，格林生物为保持产品具备一定的市场价格竞争力和维持客户一定规模的采购量，2021 年格林生物产品销售均价

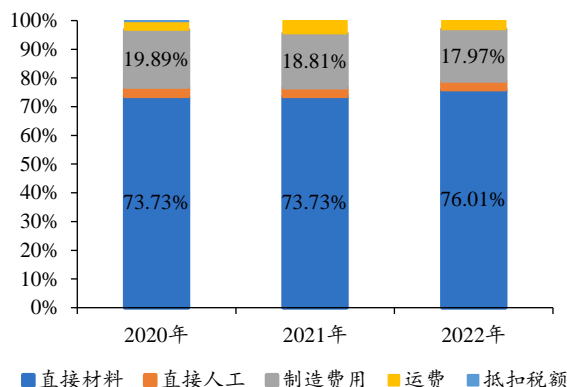
上涨幅度相对较小，原材料价格上涨成本并未有效传导，主要产品檀香 208 和檀香 210 等产品（2021 年收入占比 67.35%）毛利率降到 10% 以下。2022 年由于产能升级改造和生产人员扩充，相应成本有所增长，同时产品报价有所提升，毛利率水平较上年有所上升。

图4.2022 年全合成香料营收占比 43%



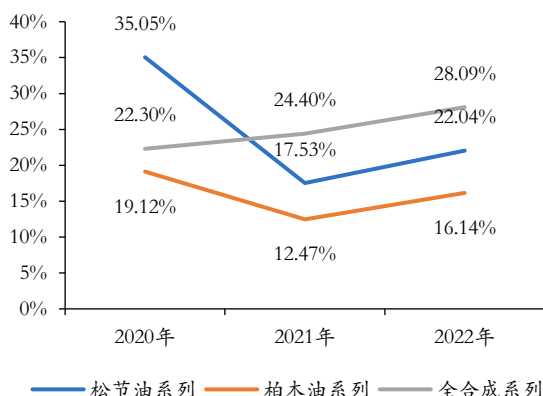
数据来源：格林生物招股说明书，财通证券研究所

图5.2022 年直接材料成本占 76%



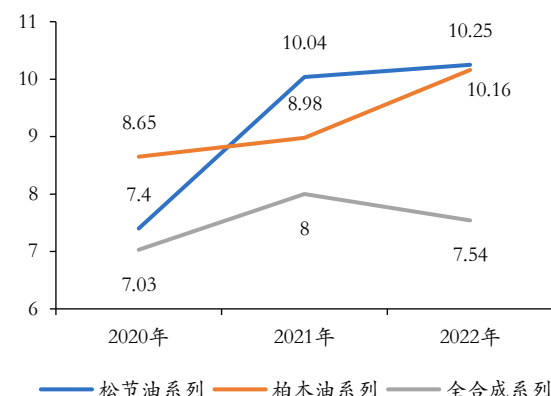
数据来源：格林生物招股说明书，财通证券研究所

图6.全合成系列产品毛利率最高



数据来源：格林生物招股说明书，财通证券研究所

图7.各产品系列平均单位成本



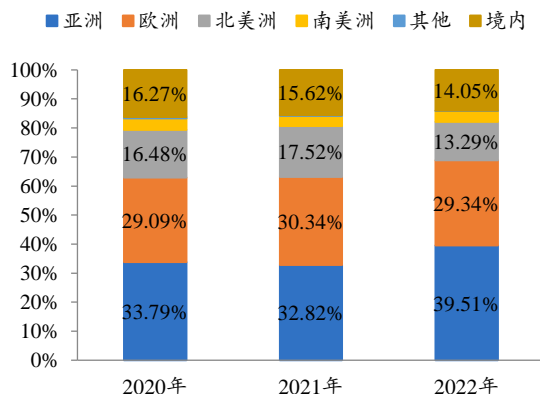
数据来源：格林生物招股说明书，财通证券研究所

2.2.2 渠道：外销渠道占比 85%+，客户粘性高

格林生物是宝洁及全球前五大香料格林生物供应商之一，2022 年境外销售收入占比达 86%。格林生物外销市场区域主要为欧洲、北美洲等地区，2020-2022 年格林生物主营业务中外销收入占比分别为 83.73%、84.38%和 85.95%，高于同业水平。格林生物以向终端型客户销售为主，向终端型客户销售收入占主营业务收入的比例分别为 68.38%、68.75%和 65.10%。格林生物与奇华顿（Givaudan）、芬美意（Firmenich）、国际香精香料（IFF）、德之馨（Symrise）、宝洁（P&G）等国际

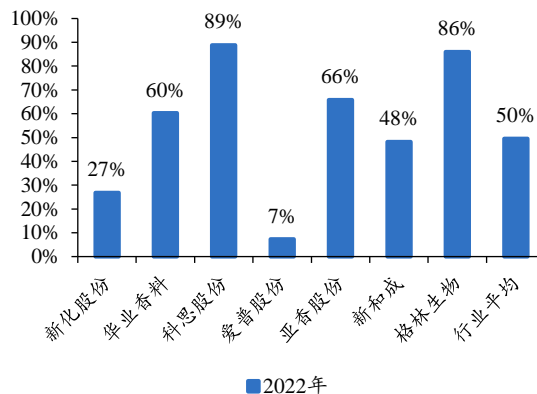
知名大型客户建立了长期稳定的合作关系，2022 年格林生物向前五大客户销售收入占比为 43.98%。

图8.格林生物外销收入占比达 85%以上



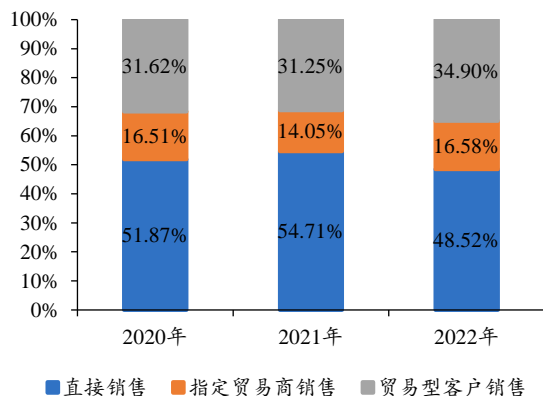
数据来源：格林生物招股说明书，财通证券研究所

图9.格林生物外销占比高于行业平均



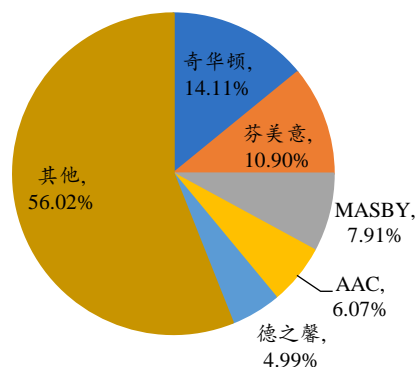
数据来源：格林生物招股说明书，财通证券研究所

图10.2022 年直接销售占比达 49%



数据来源：格林生物招股说明书，财通证券研究所

图11.2022 年前五大客户销售占比接近 50%

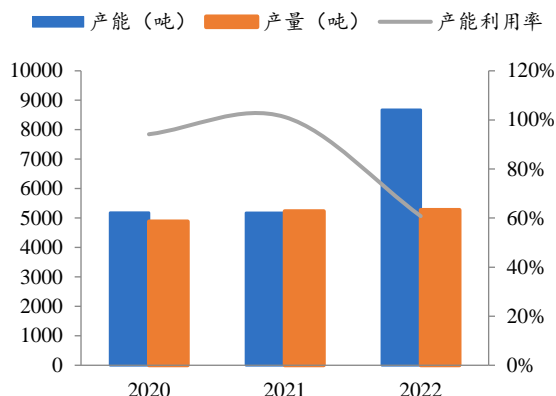


数据来源：格林生物招股说明书，财通证券研究所

2.2.3 动销：下游需求驱动下持续扩产，产能利用率尚在爬坡

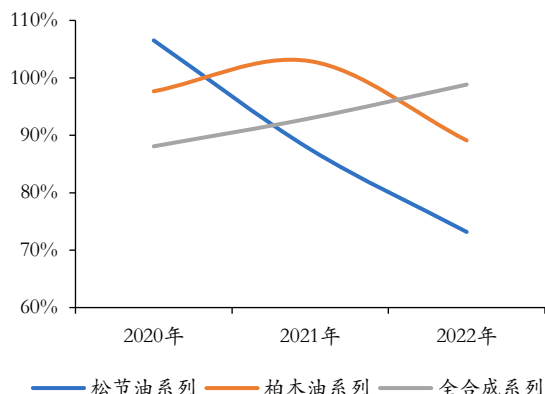
受益于下游市场需求增长，格林生物产量呈现逐年增长态势。2022 年格林生物产能大幅增加，主要是格林生物“年产 3500 吨高级香料项目”新增精馏产能于 2022 年 6 月底验收。由于格林生物产能利用有爬坡过程，导致 2022 年产能利用率整体偏低，如果将该项目产能按半年可生产时间折算为 1,750.00 吨，格林生物 2022 年产能利用率为 76.15%。全合成系列产品技术壁垒较高，竞争优势较为充分，产销率持续增长。

图12.格林生物产能持续扩大



数据来源：格林生物招股说明书，财通证券研究所

图13.全合成系列产销率持续增长

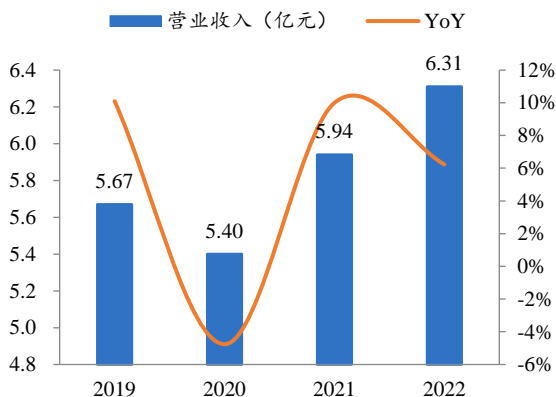


数据来源：格林生物招股说明书，财通证券研究所

2.3 财务分析：营收稳中有增，毛利率同比改善

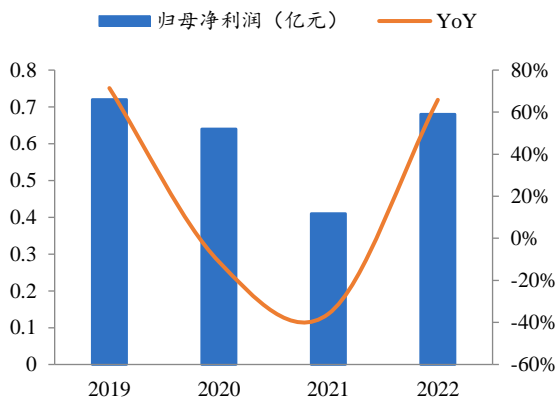
格林生物营收主要受到下游消费需求影响，2020-2022 年 CAGR 为 8.1%，平稳增长。格林生物传统产品如檀香系列产品、甲基柏木酮和甲基柏木醚等产品销售收入相对稳定，同时格林生物持续拓展与大型客户合作的深度、并开拓新客户，突厥酮系列产品，以及香柚腈等合成香料产品销售收入快速增长带动整体营收规模持续增加，2020-2022 年格林生物分别实现营业收入 5.40/5.94/6.31 亿元。2021 年归母净利润同比下滑主要是因为原材料采购价格影响，2022 年稳步回升。

图14.格林生物营收稳定增长



数据来源：格林生物招股说明书，财通证券研究所

图15.2022 年格林生物归母净利润同比修复

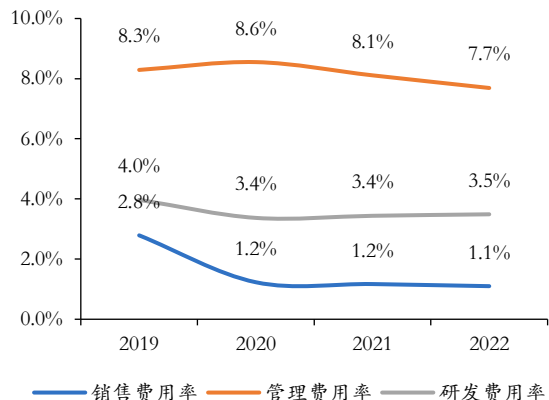


数据来源：格林生物招股说明书，财通证券研究所

受上游原材料成本波动影响，格林生物盈利水平短期震荡后稳步抬升。2021 年格林生物毛利率下滑主要是受国际国内市场环境影响，格林生物主要产品松节油和柏木油原材料采购价格 2021 年呈上涨状态和高位运行，导致单位成本上升所致。2022 年格林生物松节油系列中的主要产品，如檀香、甲基柏木酮和甲基柏木醚等产品在新一轮报价下毛利率有所回升。同时，格林生物持续投入对新产品和新技术的研发，研发费用率呈现逐年提升态势，2020-2022 年研发费用率分别为

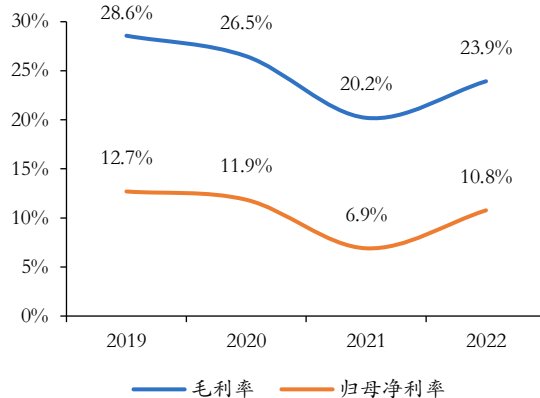
3.4%/3.4%/3.5%。得益于产能持续扩大及规模效应，格林生物销售费用和管理费用不断精简，带动格林生物归母净利率向上提升。

图16.格林生物销售管理费用率趋势下降



数据来源：格林生物招股说明书，财通证券研究所

图17.格林生物盈利能力稳步修复



数据来源：格林生物招股说明书，财通证券研究所

2.4 募资金用途

格林生物本次拟公开发行不超过 1,889 万股，募集资金 7.3 亿元，用于建设年产 6800 吨高级香料项目、智能工厂建设项目和补充流动资金项目。通过项目扩产和数字化技术引进，解决产能瓶颈，适应连续化生产需求，提升智能化水平，降低生产运营成本，提高生产效率。

表3.格林生物募资金用途

| 序号 | 项目名称 | 实施主体 | 建设期 | 总投资额 (万元) | 拟使用募集资金 (万元) |
|----|-----------------|------|-------|--------------|-----------------|
| 1 | 年产 6800 吨高级香料项目 | 金塘生物 | 24 个月 | 57545 | 21700 |
| 2 | 智能工厂建设项目 | 格林生物 | 18 个月 | 5200 | 5200 |
| 3 | 补充流动资金项目 | 格林生物 | - | 10600 | 10600 |
| 合计 | | | | 73345 | 37500 |

数据来源：格林生物招股说明书，财通证券研究所

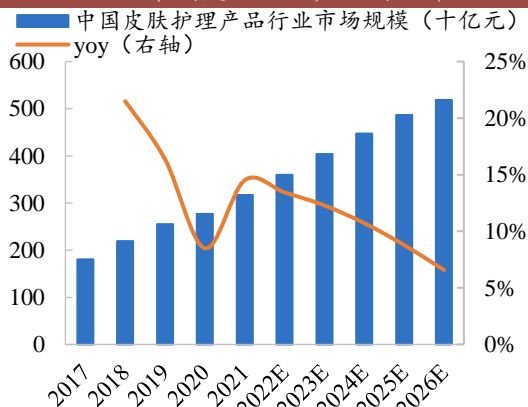
3 敷尔佳：国内贴片类专业皮肤护理龙头

3.1 专业皮肤护理行业：市场快速增长，敷尔佳占据领先地位

3.1.1 中国专业皮肤护理市场超 300 亿，需求驱动高速增长

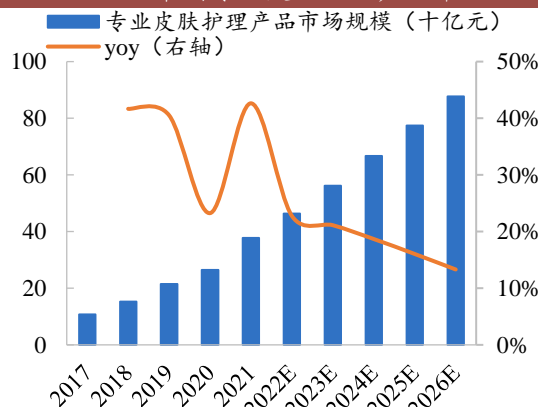
敷尔佳定位专业皮肤护理市场。专业皮肤护理产品主要指针对皮肤状态不稳定，如皮肤屏障受损、持续发痘、脱皮、过敏、泛红、激光光子治疗后、水光针后等情况的肌肤使用的产品。据弗若斯特沙利文，中国皮肤护理产品行业市场规模由 2017 年的 1805 亿元增长至 2021 年的 3171 亿元，CAGR (17-21)=15.1%；弗若斯特沙利文预计 2026E 增长至 5185 亿元，CAGR (21-26E)=10.3%。其中，专业皮肤护理产品的市场规模由 2017 年的 108 亿元增长至 2021 年的 378 亿元，CAGR (17-21)=36.7%；弗若斯特沙利文预计 2026E 增长至 877 亿元，CAGR (21-26E)=18.3%。医疗器械类产品因其安全性和有效性，近年来受到特定需求的消费者追捧，据弗若斯特沙利文，预计 2023 年市场规模达到 126.4 亿元。

图18.2017-2026E 中国皮肤护理产品行业市场规模



数据来源：弗若斯特沙利文，财通证券研究所

图19.2017-2026E 中国专业皮肤护理产品市场规模



数据来源：弗若斯特沙利文，财通证券研究所

图20.2017-2026E 中国专业皮肤护理细分市场

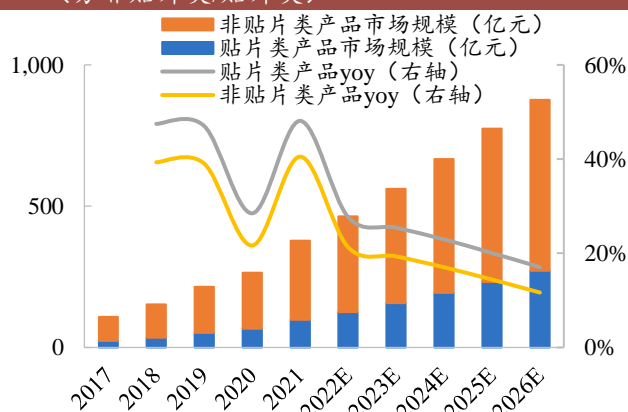


数据来源：弗若斯特沙利文，财通证券研究所

3.1.2 贴片产品市场释放增量，敷尔佳稳居龙头

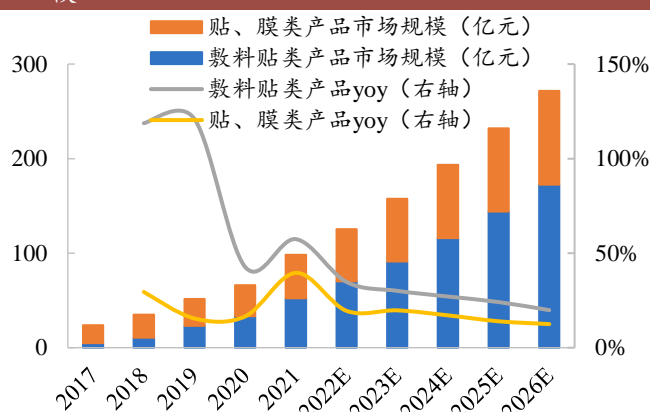
专业皮肤护理产品中，贴片类年复合增长率达 36.1%，快于同期的整体皮肤护理产品行业。贴片类主要是通过片状膜布等材料将精华液/成分液敷贴于皮肤上的产品，在医疗器械类敷料中称作“敷料贴类”及非敷料贴类；在功能性护肤品中称作“贴、膜类”及其他类别。据弗若斯特沙利文，贴片类和非贴片类专业皮肤护理产品的市场规模由 2017 年的 23.9/84.4 亿元增长至 2021 年的 98.2/279.5 亿元，CAGR（17-21）为 42.5%/34.9%。弗若斯特沙利文预计到 2026 年，贴片类和非贴片类专业皮肤护理产品的市场规模将达到 271.8/605.0 亿元。敷料贴类产品在中国起步较晚，2017 年市场规模仅 4.8 亿元，其后以 81.9% 的年均增长率在 2021 年增加至 52.1 亿元；贴、膜类功能性护肤品由 2017 年的 19.0 亿元增长至 2021 年的 46.2 亿元，CAGR（17-21）为 24.8%。据弗若斯特沙利文，预计 2026 年敷料贴类和贴、膜类（功能性护肤品）市场规模将达到 172.6 亿元和 99.2 亿元。

图21.2017-2026E 中国专业皮肤护理产品行业市场规模（分非贴片类/贴片类）



数据来源：弗若斯特沙利文，财通证券研究所

图22.2017-2026E 中国贴片类专业皮肤护理产品市场规模



数据来源：弗若斯特沙利文，财通证券研究所

敷尔佳在市场中占据领先地位。敷尔佳大单品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，多年来探索产品类型转化，在医用敷料的基础上扩充了功能性护肤品，拥有先发优势。据弗若斯特沙利文，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%；其中医疗器械类敷料贴类产品占比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。

3.2 基本概况：药品起家，成功转型皮肤护理

敷尔佳从事专业皮肤护理产品的研发、生产和销售，具有广泛市场认知度和品牌影响力。敷尔佳以“专业修复、贴心呵护”为经营理念，紧跟消费者需求变化，采

用精准营销的策略，借助国货崛起的消费新动力及广泛布局的专业渠道，逐步沉淀品牌和产品力。据弗若斯特沙利文，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。

药品销售为发源，2012年战略转型皮肤护理。敷尔佳前身为黑龙江省华信药业，成立于1996年，以粉针注射剂的处方药品批发经营为主。2012年敷尔佳调整业务方向，战略转型皮肤护理，与生产厂家开展合作。2014年合作完成“医用透明质酸钠修复贴”的研发，提交“敷尔佳”商标注册，并于2015年取得商标注册证。

合作医疗器械厂家哈三联，独家销售辅料产品。哈三联拥有医疗器械研发、生产和销售的经验。2016年9月起，敷尔佳前身华信药业与哈三联合作，由哈三联负责产品独家生产，华信药业负责产品的独家销售、推广及品牌运营维护等。2017年，敷尔佳承继华信药业皮肤护理产品业务。

投资合并，实现产销产业链整合。2021年1月，敷尔佳合并敷特佳；2021年2月，换股收购哈三联子敷尔佳北星药业100%股权（北星药业为敷尔佳独家化妆品和医疗器械生产商），实现整合完整的产销生产链条。2022年6月，敷尔佳获证监会批复同意IPO。

图23.敷尔佳历史进程



数据来源：敷尔佳招股说明书，敷尔佳官网，财通证券研究所

医疗器械为主、功能性化妆品为辅，构建立体化产品矩阵。适应“医美术后护理+敏感肌护理”的需求，敷尔佳深耕透明质酸钠的研究应用，拓展胶原蛋白、积雪草、虾青素等成分，打造以医疗器械为主、功能性产品为辅的立体化产品矩阵。敷尔佳的主营业务产品均由医疗器械类敷料产品（医疗器械类）和功能性护肤品（化妆品类）两种类别组成。医疗器械类产品包括医用透明质酸钠修复贴、医用透明质酸钠修复液、修复型喷雾等；化妆品类产品包括贴膜、水乳精华、冻干粉、凝胶、喷雾等剂型，覆盖修护、舒缓、保湿等多种功效。迄今，在售产品包含5款医疗器械产品，46种化妆品类产品。

图24.敷尔佳产品矩阵

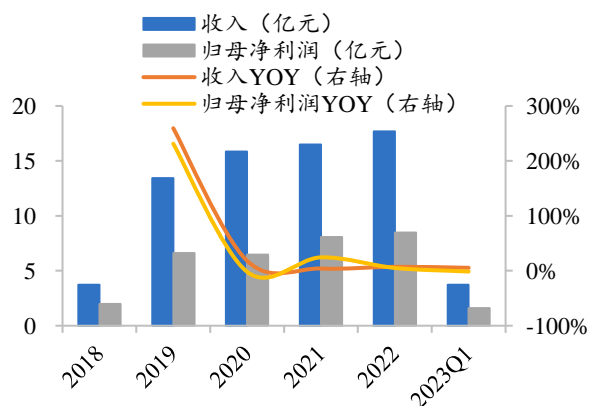


数据来源：敷尔佳招股说明书，敷尔佳官网，财通证券研究所

3.3 财务分析：营收利润稳定增长，医疗器械&化妆品双驱动

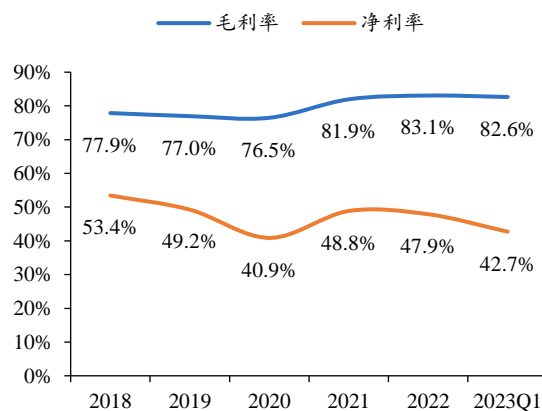
2022 年敷尔佳收入/归母净利润 17.7/8.5 亿元。随着行业需求扩大，敷尔佳扩容并在 2019 年实现业绩增长达 259%。2020 年敷尔佳营收 15.85 亿元，同比+18.07%；净利润达 6.48 亿元，同比-2%；2020 年，通过线上放量实现在疫情下收入稳健增长。2021 年敷尔佳营收 16.5 亿元，同比+4.08%，疫情持续影响下，敷尔佳部分区域终端渠道无法正常营业，销售增速同比下降；实现净利润 8.06 亿元，同比+24.4%，收购北星药业补足化妆品和医疗器械生产业务，完整化研产销链条使得盈利能力提升。2022 年敷尔佳实现收入 17.7 亿元，同比增长 7.25%，实现归母净利润 8.5 亿元，同比增长 5.15%。毛利率由 2018 年的 78%增长至 2022 年的 83%，净利率有所下滑，2022 年为 48%。

图25.2022 年敷尔佳收入/归母净利润 17.7/8.5 亿元



数据来源：敷尔佳招股说明书，财通证券研究所

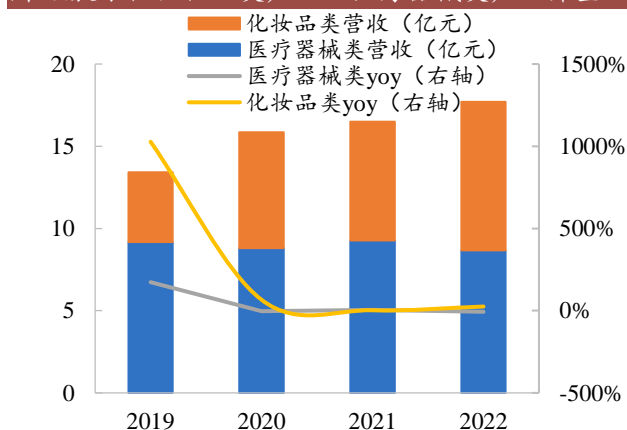
图26.毛利率由 2018 年的 78%增长至 2022 年的 83%



数据来源：敷尔佳招股说明书，财通证券研究所

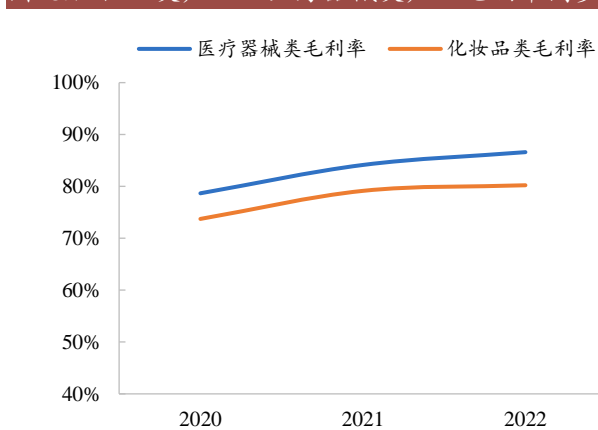
医用器械类敷料与功能性化妆品并重，械字号产品毛利率达 86.6%。械字号单品白膜（医用透明质酸钠修复贴）为敷尔佳的口碑产品，占有较高的贴片式敷料市场。受市场需求拓展医用化妆品产品线，积雪草、虾青素、传明酸面膜等功能性护肤单品具有不错的销售表现，化妆品收入占比稳定提升。2022 年医疗器械类产品营收 8.66 亿元，同比下降 6.7%；化妆品类产品营收 9.03 亿元，同比增长 25.14%，医用敷料终端销售价格较高，毛利率高达 86.6%，化妆品类毛利率达 80.2%，均显著呈现上升趋势。

图27.敷尔佳化妆品类产品及医疗器械类产品并重



数据来源：敷尔佳招股说明书，财通证券研究所

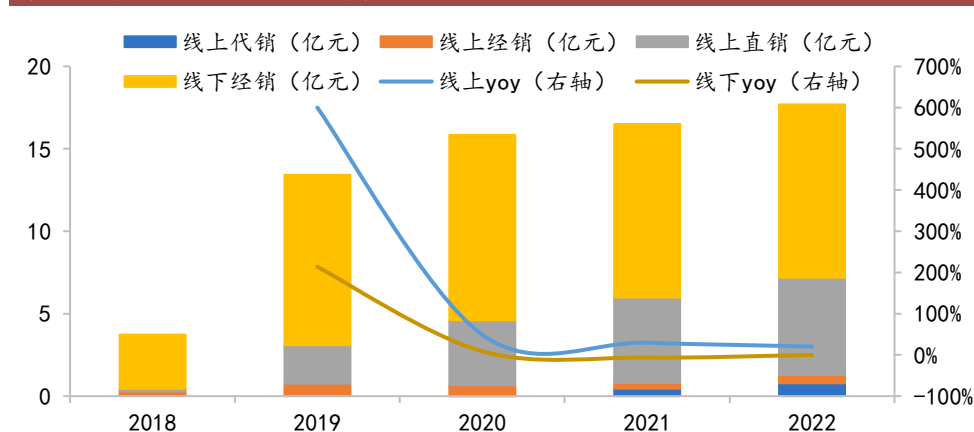
图28.化妆品类产品及医疗器械类产品毛利率同步上升



数据来源：敷尔佳招股说明书，财通证券研究所

线下渠道销售为主，线上营收占比稳定上涨。敷尔佳早期主要通过线下经销渠道销售，通过经销商布局营销网络及经销渠道，同时入驻大型商超、日化专营店、专柜、医疗医美机构等。2022 年线上/线下收入同比增速分别为 20.22%/-0.14%，其中线下经销渠道营收达 10.5 亿元，占比 59%，疫情影响部分终端渠道销售。以线下渠道积累的口碑为基础，敷尔佳布局传统电商、影视综艺、社交平台推广，开展积极且全面的线上销售渠道拓展，2022 年线上直营/线上代销/线上经销分别实现收入 5.9/0.8/0.5 亿元。

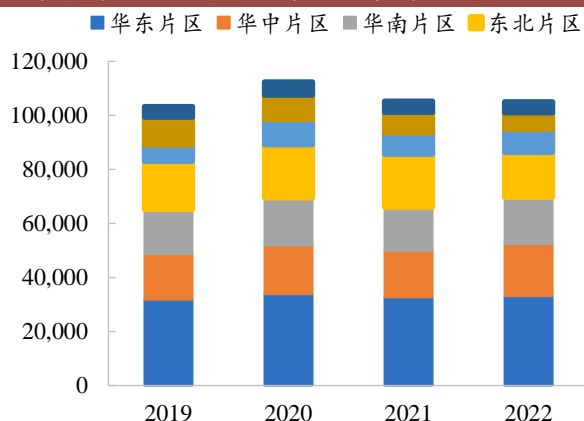
图29.线下经销为敷尔佳主要渠道



数据来源：敷尔佳招股说明书，财通证券研究所

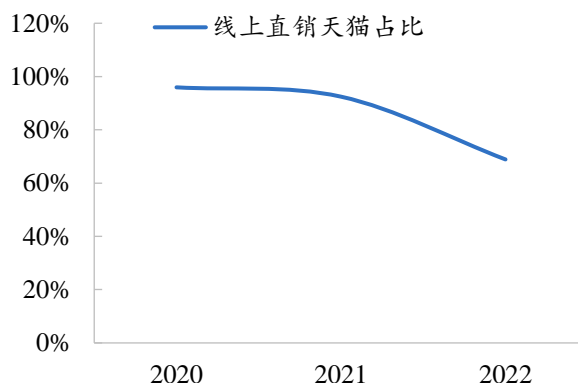
线下经销中华东占比较高，线上天猫占比下降。在线下销售渠道中，消费基础较好的华东地区收入占比较高，2022 年收入为 3.3 亿元，占线下经销比例为 31.6%；线上销售以天猫为主导，2020-2021 年营收占比超 90%，天猫平台赋能了线上直营收入的快速增长，随京东、抖音、快手等渠道的拓展，敷尔佳线上直销中天猫平台集中度下降，2022 年占比降至 68.9%。

图30.华东片区在线下收入中占比最高（万元）



数据来源：敷尔佳招股说明书，财通证券研究所

图31.线上直销中天猫平台集中度下降



数据来源：敷尔佳招股说明书，财通证券研究所

3.4 募资用途

敷尔佳计划募集资金 18.98 亿元，其中 35%用于生产基地建设、3%用于研发及质量检测中心建设、47%用于品牌营销推广、剩余 16%用于补充流动资金。

表4.敷尔佳募资用途

| 序号 | 项目名称 | 项目投资额 (万元) | 本次募集资金投入 |
|----|---------------|---------------|----------|
| 1 | 生产基地建设项目 | 65,551 | 65,450 |
| 2 | 研发及质量检测中心建设项目 | 5,699 | 5,691 |
| 3 | 品牌营销推广项目 | 88,553 | 88,520 |
| 4 | 补充流动资金 | 30,000 | 30,000 |
| 合计 | | 189,802 | 189,661 |

数据来源：敷尔佳招股说明书，财通证券研究所

4 风险提示

行业竞争加剧：近年来皮肤护理行业国内品牌竞争激烈、营销手段多元化，品牌概念和定位速度迭代，公司面临较为激烈的市场竞争环境

经营业绩增速下滑：如果公司产品研发和更新迭代速度无法满足市场需求，或扩建产能不及预期等可能会导致经营业绩增速下滑的风险

新品拓展不及预期：企业通过不断扩充新品以寻找新增量，如果新品研发受阻或者新品销售不及预期，可能影响公司业绩增长

信息披露**● 分析师承诺**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。