

医用敷料龙头，功效护肤品再出发

华泰研究

2024年4月11日 | 中国内地

首次覆盖

化妆品

投资评级(首评):

增持

目标价(人民币):

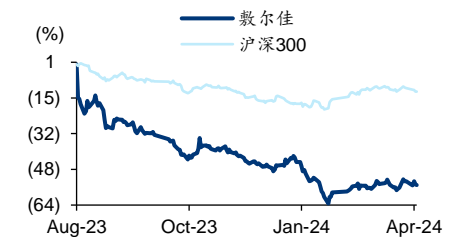
39.78

研究员	孙丹阳
SAC No. S0570519010001	sundanyang@htsc.com
SFC No. BQQ696	+(86) 21 2897 2038
研究员	林寰宇
SAC No. S0570518110001	linhuanyu@htsc.com
SFC No. BQQ796	+(86) 755 8249 2388

基本数据

目标价(人民币)	39.78
收盘价(人民币 截至4月11日)	31.93
市值(人民币百万)	12,775
6个月平均日成交额(人民币百万)	80.37
52周价格范围(人民币)	25.94-70.70
BVPS(人民币)	13.47

股价走势图



资料来源: Wind

医用敷料先行确立龙头地位，功效护肤品助力新增长

公司创始人于2014年率先完成重要产品“医用透明质酸钠修复贴”的研发，2015年推出品牌敷尔佳。敷尔佳已积累较高品牌知名度，功能性护肤品及医疗器械贴片类产品在皮肤护理市场已深入人心。因消费复苏节奏影响，23H1公司增长趋缓。23H2公司发力抖音/快手/淘系达播自播，依托美白/祛痘面膜等新品，拓张线上渠道。上海研发中心落地有助全国战略布局，研发专注产品功能性成分/剂型的创新，重组胶原蛋白注射填充产品已在研。今年御龄紧致次抛精华液/复颜凝时抗皱面膜等新品有望带来新增长点。预计23-25年EPS2.10/2.21/2.43元，可比公司2024PE23倍，考虑公司近年来增速放缓（预测未来三年营收CAGR11.16%，可比公司均值24.22%），给予24年18倍PE，目标价39.78元，首次覆盖给予增持评级。

敷尔佳：皮肤护理产品领域领导者

借助专业药企背景，2016年公司以后皮肤修护为切入点，基于敷尔佳品牌推出医用透明质酸钠修复贴白膜与黑膜两款明星产品，2018年起逐渐向功能性护肤品拓展，至今已形成贴片类为核心、多种剂型产品相配合的丰富矩阵，其中贴片类产品市场地位领先，2021年市场排名第一（弗若斯特沙利文）。公司股权高度集中，创始人持股比例达到84.41%（截至2023.9.30）。

功效护肤行业快速增长，国货份额有望持续提升

经历22年增速下滑后，美妆行业23年有所复苏，但复苏态势前高后低。22年化妆品行业线上渗透率已达42.3%，各平台趋势有分化：23年淘系护肤+彩妆GMV2401.8亿元/yoy-10.4%，增长仍承压；抖音GMV2025.2亿元/yoy40.3%，是线上渠道重要增长引擎。分品类，功效护肤品仍处快速增长阶段，其中，功能性护肤品为主要品类。伴随本土美妆产业链发展，13-22年国货份额从24.2%提升至29.4%（基于欧睿测算），23年消费环境变化、监管加强，日系、外资高端大盘增长放缓，头部国货品牌表现更突出。

科技赋能、品质第一、功效先行

1) 产品端，以两大医用敷料单品白膜+黑膜积累较高品牌知名度（22年营收占比47.74%）。公司不断挖掘消费者的潜在需求，积极扩充胶原蛋白、虾青素、积雪草等新成分的功能性护肤品，并从贴片类向多元品类延伸。2) 渠道端，公司线上/线下收入占比45.13%/54.87%（23H1），线下渠道近年来增长承压，线上内容电商的发展助力增长更快，其中抖音为动力驱动。3) 营销端，早期抓住社交营销红利期，积极布局于新业态/新媒体营销方式。4) 公司已完成产业链垂直整合，后续有望积累更多研发储备，带来增长动力。

风险提示：新品爬坡较慢；销售费用率提升；股权高度集中。

经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(人民币百万)	1,650	1,769	1,947	2,172	2,402
+/-%	4.08	7.25	10.02	11.61	10.55
归属母公司净利润(人民币百万)	805.80	847.29	840.40	885.91	972.47
+/-%	24.38	5.15	(0.81)	5.41	9.77
EPS(人民币, 最新摊薄)	2.01	2.12	2.10	2.21	2.43
ROE(%)	64.72	35.95	19.47	14.07	13.46
PE(倍)	15.85	15.08	15.20	14.42	13.14
PB(倍)	6.61	4.59	2.18	1.90	1.66
EV EBITDA(倍)	11.13	10.07	7.71	6.75	5.50

资料来源: 公司公告、华泰研究预测



正文目录

与市场不同的观点.....	5
皮肤护理产品领域领导者.....	6
前身传统药企，向皮肤护理领域转型.....	6
股权高度集中，股权结构稳定.....	6
管理层稳定，相关从业经验丰富.....	7
化妆品业务快速发展，线上渠道赋能收入提升.....	8
上市以来股价复盘.....	9
功效护肤行业快速增长，国货份额有望持续提升.....	10
抖音渠道为增长主引擎.....	10
功效护肤仍有增长红利.....	11
国货份额有望继续提升.....	12
敷尔佳：科技赋能、品质第一、功效先行.....	14
贴片类贡献主力营收，积极探索多元产品矩阵.....	14
医用敷料：玻尿酸+胶原蛋白双轮驱动.....	15
功能性护肤品：不断挖掘潜在需求.....	16
“卉呼吸”：专注植物科技在护肤领域的应用.....	17
顺势而变，持续营销创新.....	18
线上+线下打造多元化终端消费场景.....	19
线上：内容电商增长相对更快，24 年期待增速回升.....	20
线下：经销表现欠佳，渠道经销贡献新增长点.....	22
产业链垂直整合完毕，在研储备丰富.....	23
盈利预测和估值.....	27
盈利预测.....	27
估值.....	28
风险提示.....	29

图表目录

图表 1：敷尔佳发展历程.....	6
图表 2：敷尔佳股权架构（截至 2023 年 9 月 30 日）.....	7
图表 3：敷尔佳首次公开发行募集资金用途.....	7
图表 4：公司高管经验丰富.....	7
图表 5：公司营业收入.....	8
图表 6：公司归母净利润.....	8
图表 7：公司营业收入按品类划分.....	8
图表 8：公司营业收入按渠道划分.....	8
图表 9：公司利润率情况.....	9

图表 10: 公司主要费用率情况	9
图表 11: 敷尔佳上市以来市值涨跌幅	9
图表 12: 敷尔佳上市以来 PETTM	9
图表 13: 中国美容与个护行业规模情况	10
图表 14: 社零化妆品类规模与增速情况	10
图表 15: 线上线下渠道规模及增速	10
图表 16: 线上渠道渗透率	10
图表 17: 淘系平台护肤+彩妆规模及增速	11
图表 18: 抖音平台彩妆+护肤规模及增速	11
图表 19: 专业护肤产品增长快于基础护肤品	11
图表 20: 功能性护肤品与医疗器械类产品规模对比	12
图表 21: 贴片类产品增速略高于非贴片类产品	12
图表 22: 我国市场各类美妆品牌销售额占比情况	12
图表 23: 国货品牌销售额增加	12
图表 24: 外资高端品牌抖音平台美妆+护肤 GMV 增速情况	13
图表 25: 外资中高端品牌抖音平台美妆+护肤 GMV 增速情况	13
图表 26: 外资大众品牌抖音平台美妆+护肤 GMV 增速情况	13
图表 27: 国货品牌抖音平台美妆+护肤 GMV 增速情况	13
图表 28: 医用敷料、面膜类产品营收及 yoy	14
图表 29: 医用敷料、面膜类产品营收占比	14
图表 30: 除面膜外, 不同剂型功能性化妆品营收	14
图表 31: 除面膜外, 不同剂型功能性化妆品毛利率	14
图表 32: 敷尔佳主要产品 (按剂型与监管分类)	15
图表 33: 医用透明质酸钠修复贴黑膜、白膜营收情况	15
图表 34: 医疗器械类产品品类	15
图表 35: 黑膜白膜在医疗器械类产品营收的占比情况	16
图表 36: 黑膜白膜在总体营收的占比情况	16
图表 37: 敷尔佳各剂型/功能的产品数量统计 (截至 2023-07-26)	16
图表 38: 敷尔佳各功效类别的在研产品数量统计 (截至 2023-07-26)	17
图表 39: 敷尔佳部分主要面膜产品介绍	17
图表 40: 面膜类营收不断增加	17
图表 41: 面膜类毛利率提升	17
图表 42: 品牌推广模式总结	18
图表 43: 宣传推广费占销售费用比重较大	19
图表 44: 宣传推广费逐年增加	19
图表 45: 宣传推广费拆分与增长情况	19
图表 46: 平台推广费占平台推广服务费比重增加	19
图表 47: 近年线上渠道增速放缓, 自 20 年以来线下渠道营收持续减少	20
图表 48: 公司 22 年各细分渠道营收拆分 (亿元)	20
图表 49: 天猫直营店历年收入及增速	21



图表 50: 22 年以来淘系月度销售额及增速	21
图表 51: 天猫平台复购率	21
图表 52: 天猫平台复购人数及客户总人数情况	21
图表 53: 公司抖音历年收入及增速情况	22
图表 54: 23 年起抖音销售额高速增长	22
图表 55: 公司线上经销与代销的 B2C 平台情况	22
图表 56: 自 20 年以来线下经销收入不断下滑, 中大规模经销商收入占比高	23
图表 57: 20-22 年线下经销收入情况	23
图表 58: 20-22 年线下渠道经销模式发展情况	23
图表 59: 研发费用不断增加	24
图表 60: 委托研发的占比增加	24
图表 61: 在研项目总结	25
图表 62: 公司研发过程中涉及的技术储备	25
图表 63: 委托研发具体内容 (截至 23H1)	25
图表 64: 公司分渠道盈利预测	28
图表 65: 公司毛利率及费用率预测	28
图表 66: 可比公司估值表	28
图表 67: 敷尔佳 PE-Bands	29
图表 68: 敷尔佳 PB-Bands	29

与市场不同的观点

市场担忧公司当前产品结构相对单一而后续增长点不够明晰、线下渠道占比相对高而增长可能承压、研发费用率相对低可能难以支撑后续产品创新。我们认为：

- 1) 过往积累的较高的品牌知名度奠定新品发力的用户基础。数尔佳品牌 15 年推出以来已积累较高品牌知名度，功能性护肤品及医疗器械贴片类产品在皮肤护理市场已深入人心，过往成功建立起来的品牌心智、所沉淀的品牌资产奠定数尔佳品牌后续有更多新品可以发力的用户基础；
- 2) 贴片类产品贡献主力营收，公司在不断扩充非贴片类的多样剂型产品储备，后续提升空间大。22 年公司营收约 18 亿元，其中医用敷料营收占比为 48.32%，功效护肤品中面膜类产品营收占比为 44.17%，两者带来的营收之和超公司总营收 90%。产品结构确实相对单一，但这恰恰说明，公司后续在非贴片类产品上有更多的发力空间，公司亦在不断扩充多样剂型的产品储备；同时依托功效拓展（如 22 年新品清痘净肤修护贴、烟酰胺美白淡斑修护面膜等，当年销售额均达 1 亿元以上），贴片类产品也依然有增长潜力。
- 3) 以内容电商为主导的线上渠道依然有增长红利，公司正在上海组建新运营团队，线上增长有进一步提速的可能。公司 23H1 线上渠道/线下渠道业务营收分别为 3.92/4.77 亿元，yoy 分别为 24.19%/-4.94%；具体来看，占比最高的天猫 20 年以来增长持续承压，受益于直播带货等营销推广活动，以抖音、微信小程序等为代表的 content 电商增长强劲。我们认为抖音、快手等平台依然存在较大增长红利，反应能力更迅速的国货有望继续受益，据 2023 年 12 月 7 日投资者关系活动记录表，目前公司在哈尔滨和上海同时布局，其中哈尔滨总部将保留传统电商业务，上海分公司将重新组建抖音、快手等新兴媒体平台的运营团队。
- 4) 公司正在补短板，从轻资产模式转向自主生产、创新研发模式。公司前期阶段主要基于产品用料配方及配比技术推出契合市场需求的新产品。后续公司的研发方向在加强原料端的基础研究、加大内部研发体系布局升级、加深产学研合作等方向。有望为后续的新品储备奠定基础。

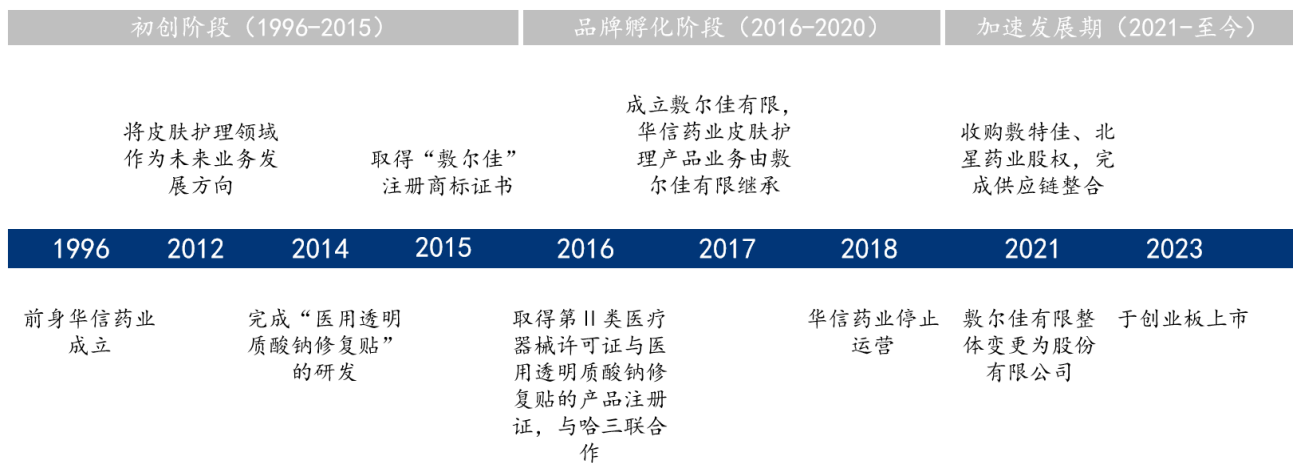
投资逻辑：公司创始人于 2014 年率先完成重要产品“医用透明质酸钠修复贴”的研发，2015 年推出品牌数尔佳。数尔佳已积累较高品牌知名度，功能性护肤品及医疗器械贴片类产品在皮肤护理市场已深入人心。因消费复苏节奏影响，23H1 公司增长趋缓。23H2 公司发力抖音/快手/淘系达播自播，依托美白/祛痘面膜等新品，拓张线上渠道。上海研发中心落地有助全国战略布局，研发专注产品功能性成分/剂型的创新，重组胶原蛋白注射填充产品已在研。今年御龄紧致次抛精华液/复颜凝时抗皱面膜等新品有望带来新增长点。预计 23-25 年 EPS2.10/2.21/2.43 元，可比公司 2024PE23 倍，考虑公司近年来增速放缓（预测未来三年营收 CAGR11.16%，可比公司均值 24.22%），给予 24 年 18 倍 PE，目标价 39.78 元，首次覆盖给予增持评级。

皮肤护理产品领域领导者

前身传统药企，向皮肤护理领域转型

以传统药企基因转向专注皮肤护理领域，形成Ⅱ类械医用敷料特色产品与多样功效护肤品矩阵。公司于2017年成立，从事皮肤护理产品的研发生产与销售，其产品主要分为医疗器械类与化妆品类。其中，医疗器械类主要为敷料与喷雾，化妆品类则涵盖面膜、水乳精华、冻干粉、凝胶、喷雾等多种形态产品。公司前身为黑龙江省华信药业有限公司，早年华信药业主要经营粉针注射剂的处方药品批发，后关注到皮肤护理领域的发展机会而向此转型，并于2014完成重要特色产品“医用透明质酸钠修复贴”的研发。2015年注册“敷尔佳”商标后，2016年由华信药业战略合作伙伴哈三联负责产品的独家生产，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，敷尔佳有限完成工商注册登记，华信药业将皮肤护理产品业务转移至敷尔佳有限，又于2021年以同一控制下企业合并方式收购敷特佳，后通过换股方式收购哈三联旗下专门负责生产的全资子公司北星药业，完成了供应链整合。

图表1：敷尔佳发展历程



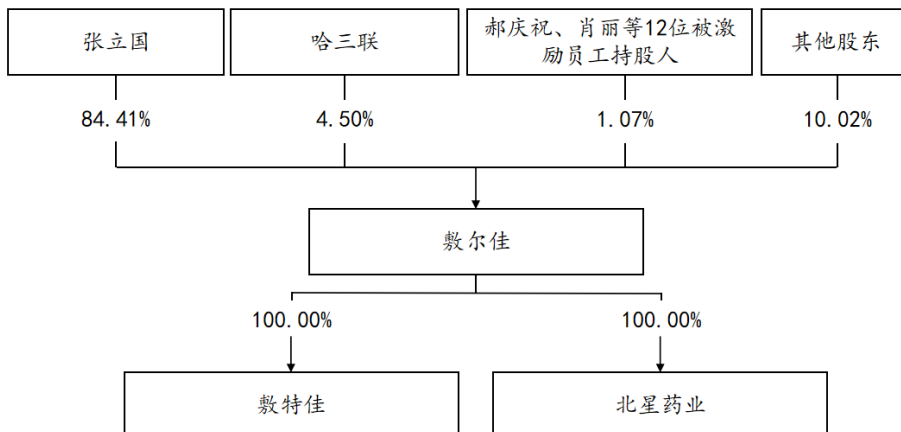
资料来源：敷尔佳招股书，华泰研究

股权高度集中，股权结构稳定

公司股权高度集中，创始人持股比例达到84.41%。截至2023年9月，公司创始人也即实控人张立国先生持股比例达到84.41%。第二大股东为于敷尔佳达成战略合作的哈三联，持股比例为4.5%。2021年2月，为完成供应链的整合，敷尔佳有限通过换股收购北星药业100%的股权。截至评估基准日，北星药业100%股权价值为5.7亿元，增资价格为31.67元/注册资本，增资后持股数量为1800万股。此外，公司曾以股权激励计划激励重要员工，2020年，郝庆祝、肖丽等12名重要员工共同出资1070万元认缴公司新增注册资本428万元，上市后该部分合计持股比例约为1.075%。公司共有两家全资子公司，哈尔滨敷特佳经贸有限公司与哈尔滨北星药业有限公司。

IPO 募集资金主要用于生产基地建设、研发建设、品牌营销推广等。据招股书，公司首次公开发行股票募集得到的资金将主要用于四个方面：1) 生产基地建设；2) 研发及质量检测中心项目建设；3) 品牌营销推广项目；4) 补充流动资金。

图表2：数尔佳股权架构（截至 2023 年 9 月 30 日）



资料来源：数尔佳招股说明书，华泰研究

图表3：数尔佳首次公开发行募集资金用途

项目名称	项目投资额 (万元)	募集资金投入 (万元)	项目用途
生产基地建设项目	65550.89	65450.00	提升产能及产品质量管理水平
研发及质量检测中心建设项目	5698.53	5691.00	提升公司的研发能力，提高产品丰富度和竞争力
品牌营销推广项目	88552.61	88520.00	增强公司的市场推广营销能力，提升客户综合服务能力
补充流动资金	30000.00	30000.00	保障公司正常经营和业务发展规划的顺利实施
合计	189802.03	189661.00	

资料来源：数尔佳招股书，华泰研究

管理层稳定，相关从业经验丰富

管理层于公司的任职时间较长，经验丰富。董事长兼总经理张立国为执业药师、高级工程师，曾任职于哈药集团制药五厂、黑龙江省中药开发有限公司，在药业管理中积累了近 10 年经验，后创立前身华信药业与数尔佳，同时担任子公司数特佳执行董事兼总经理、北星药业执行董事。孙娜、郝庆祝、肖丽、王巍负责管理公司销售类业务，除孙娜外，均在有关领域具备超 20 年从业经验，且在公司的任职时间 10 年以上。邓百娇为公司财务负责人，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)，在公司任职时间近 15 年，经验丰富。

图表4：公司高管经验丰富

姓名	年龄	职位	过往成就
张立国	59岁	董事会、总经理、子公司数特佳执行董事兼总经理、子公司北星药业执行董事	公司创始人，本科学历，执业药师，高级工程师。曾任哈药集团制药五厂生产调度、车间技术主任，黑龙江省中药开发有限公司部门经理，黑龙江省文策科技有限公司执行董事。
孙娜	44岁	董事、副总经理	本科学历，曾任哈尔滨招商嘉天房地产开发有限责任公司副总经理，黑龙江碧海置业有限公司总经理。
郝庆祝	48岁	副总经理	本科学历，曾任华信药业销售经理，公司销售总监，工作经验超 20 年。
肖丽	46岁	副总经理	本科学历，曾任华信药业销售经理，公司总监，工作经验超 20 年。
王巍	45岁	副总经理、子公司北星药业监事	本科学历，曾任华信药业综合管理部经理、销售经理，公司总监，工作经验超 20 年。
潘宇	42岁	助理总经理、子公司北星药业总经理	大专学历，具有药品、医疗器械的研发经历，曾任华信药业生产采购经理，生产技术总监。
邓百娇	40岁	财务负责人	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)。曾任华信药业出纳、会计、财务经理。

资料来源：数尔佳招股书，华泰研究

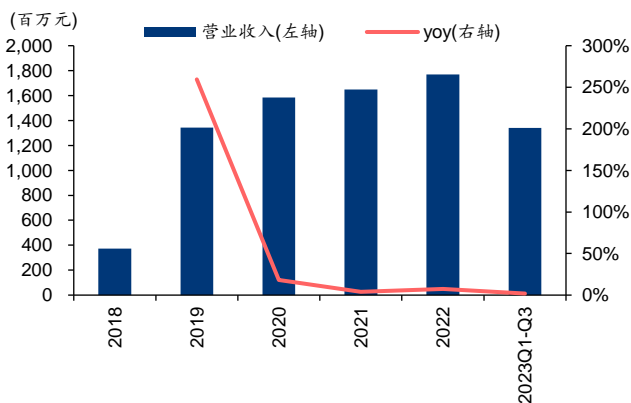
化妆品业务快速发展，线上渠道赋能收入提升

23Q1-Q3 营收增长放缓，利润增长略承压。22 年公司营收为 17.69 亿/yoy7.25%，19 -22 年 CAGR 为 47.53%。23Q1-Q3 营收为 13.39 亿/yoy 1.86%(其中 23Q3 营收为 4.71 亿/yoy -5.47%)，近期营收稳定增加但增速下降。22 年归母净利为 8.47 亿/yoy5.15%，19-22 年 CAGR 为 43.54%。23Q1-Q3 归母净利为 5.36 亿/yoy-17.33%(其中 23Q3 归母净利为 1.83 亿/yoy-37.26%)，近期归母净利增速下降，主要是线上销售占比增加，销售费用增加，压缩营业利润率所致。拆分其营收增长驱动：

按品类：化妆品业务快速发展，带动营收增加。23H1 医疗器械类/化妆品类业务营收分别为 4.68/4.00 亿元，占比分别为 46.1%/53.9%。22 年医疗器械类/化妆品类业务营收分别为 8.66/9.03 亿元，yoy 分别为-6.68%/25.14%，占比分别为 48.9%/51.1%。化妆品业务扩张速度提升，新品类逐步加入布局，且占比加大，医疗器械业务有一定收缩。

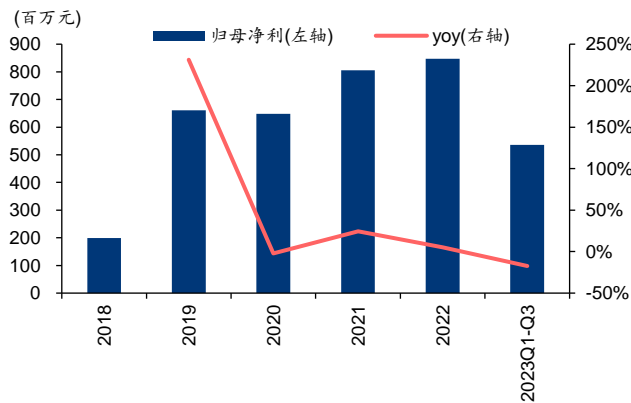
按渠道：较早布局线上渠道，触及客户赋能收入。23H1 线上渠道/线下渠道业务营收分别为 3.92/4.77 亿元，yoy 分别为 24.19%/-4.94%，占比分别为 45.1%/54.9%。22 年线上渠道/线下渠道业务营收分别为 7.19/10.51 亿元，yoy 分别为 20.23%/-0.14%，占比分别为 40.6%/59.4%。公司早年营收主要来自于线下经销，自 2019 年布局线上渠道，捕捉电商平台红利，近年来高速发展，带动营收增长。

图表5：公司营业收入



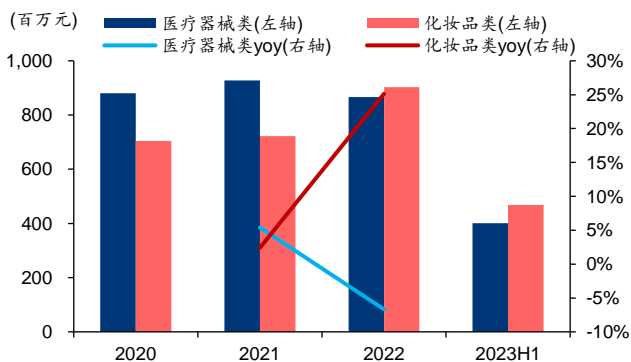
资料来源：公司公告，华泰研究

图表6：公司归母净利润



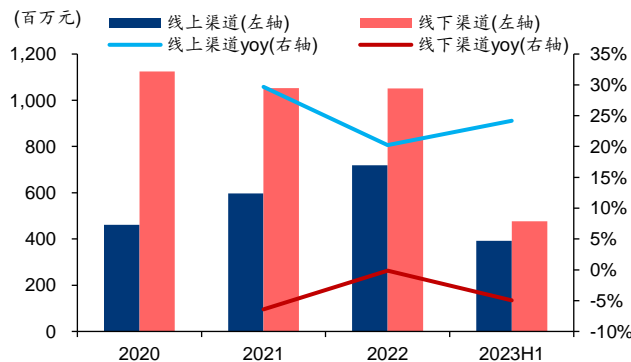
资料来源：公司公告，华泰研究

图表7：公司营业收入按品类划分



资料来源：公司公告，华泰研究

图表8：公司营业收入按渠道划分



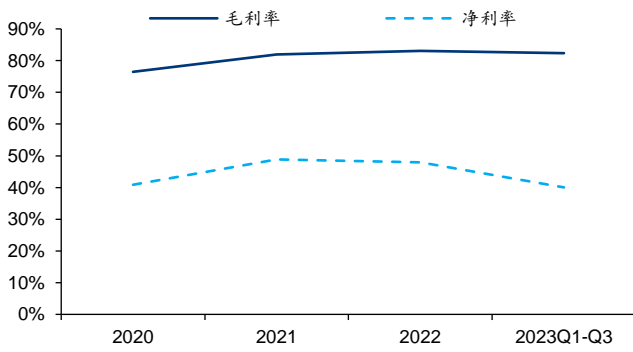
资料来源：公司公告，华泰研究

毛利率稳中有升，净利率回落。23Q1-Q3 公司毛利率/净利率分别为 82.38%/40.03%，较 2022 年利润水平分别变化-0.69/-7.86pct。分别来看：

20-22 年毛利率分别为 76.47%/81.95%/83.07%，2021 年的毛利率大幅提升主要是由于公司完成供应链的整合，收购敷特佳与北星药业，补齐了生产能力，提升了销售效率，这一过程中降低了整体营业成本，提升了毛利率。

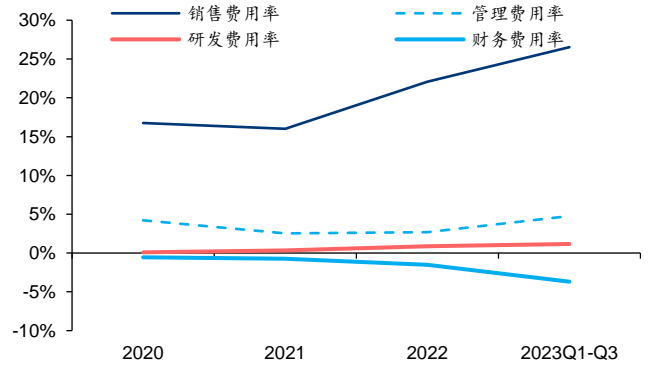
20-22 年净利率分别为 40.87%/48.85%/47.89%，2021 年的净利润增加同样得益于供应链整合，后销售费用率大幅度上升，从 21 年的 16.01%显著提升至 23H1 的 25.40%，压低净利率。在销售中，公司为发展线上渠道，积极进行广告投放、签约 KOL 等营销活动，带动销售费用率的走高。

图表9：公司利润率情况



资料来源：数尔佳招股书，华泰研究

图表10：公司主要费用率情况

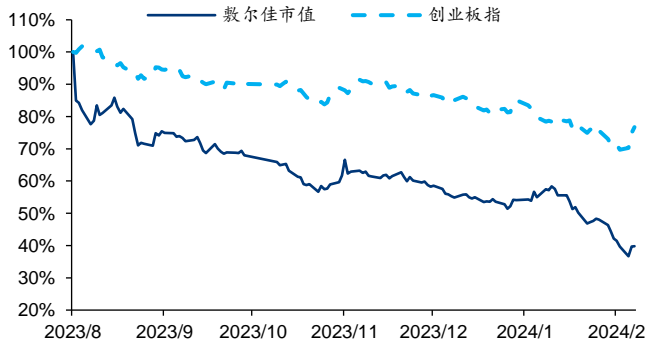


资料来源：数尔佳招股书，华泰研究

上市以来股价复盘

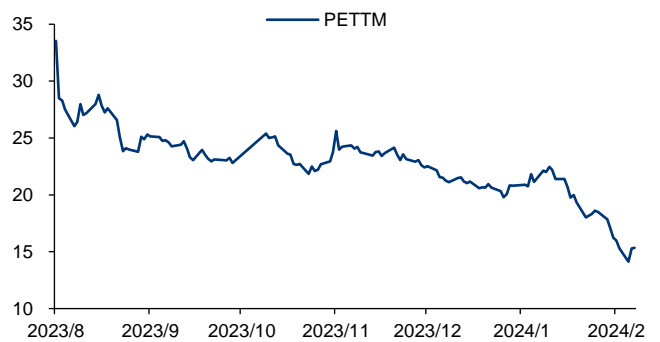
公司于 2023 年 8 月 1 日上市深交所创业板，发行价 55.68 元/股，上市首日收盘价为 70.70 元，上市首日达到最高市值 282.87 亿元。后受到创业板自身系统性风险偏好下降，创业板资金流出，叠加公司 23 年上半年增速放缓，盈利水平下降(23H1 营收 8.69 亿元/yoy6.33%，归母净利 3.54 亿元/yoy-1.09%)，公司股价承压。

图表11：数尔佳上市以来市值涨跌幅



资料来源：Wind，华泰研究

图表12：数尔佳上市以来 PETTM

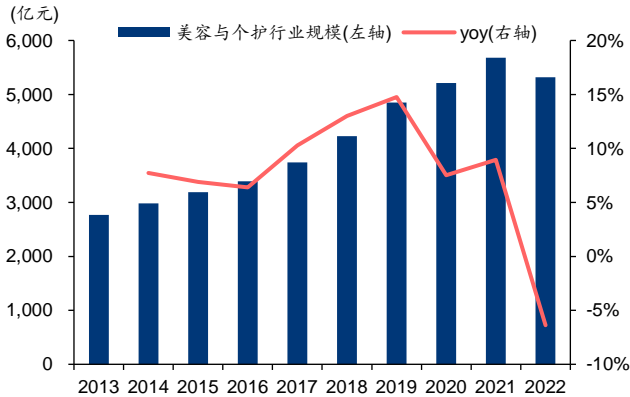


资料来源：Wind，华泰研究

功效护肤行业快速增长，国货份额有望持续提升 抖音渠道为增长主引擎

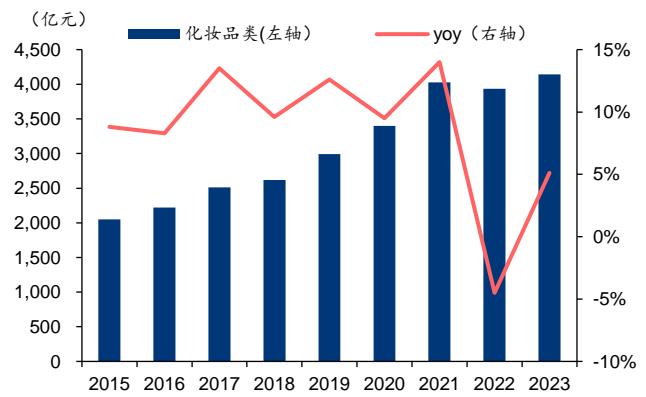
近 10 年来，2022 年美妆行业规模增速首次出现下滑，2023 年波折复苏、增速前高后低。2022 年我国美容与个护市场规模为 5318.13 亿元/yoy -6.38%，为 14 年以来的首次负增长（欧睿）。另据国家统计局，2022 年限额以上化妆品销售规模为 3936 亿元/yoy-4.5%，同步下滑。23 年 1 月-4 月，化妆品社零 yoy 持续向上，5 月开始回落，8 月反弹后，继续回落，至 12 月增速开始有明显的回升。总体来看，23 年限额以上化妆品销售规模为 4142 亿元/yoy5.1%，较 22 年有一定回暖。

图表13：中国美容与个护行业规模情况



资料来源：欧睿咨询，华泰研究

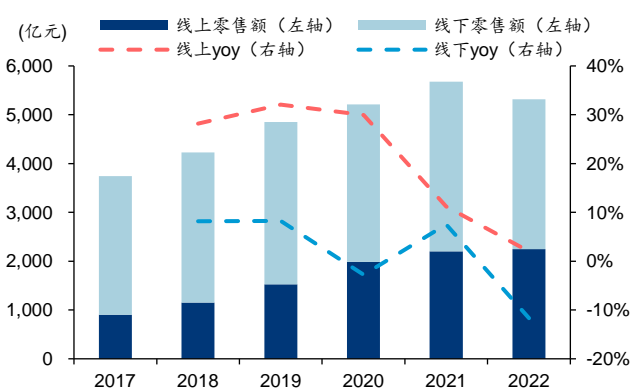
图表14：社零化妆品类规模与增速情况



资料来源：国家统计局，华泰研究

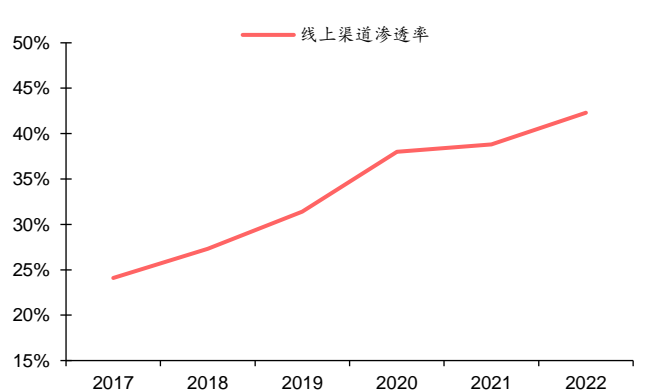
2022 年线上渗透率已达到 42.3%，近年来线下渠道增长承压。据欧睿，2017-2022 年线下渠道销售规模由 2838.9 亿元增长至 3070.2 亿元，CAGR1.58%，近年来增速缓慢，其中 2022 年 yoy-11.68%，明显承压；2017-2022 年线上渠道销售规模由 900.8 亿元增长至 2247.9 亿元，CAGR 为 20.07%，增长快速，其中 2022 年 yoy1.99%，受疫情影响也有所承压，但相对坚韧。渗透率方面，线上渠道渗透率由 2017 年的 24.1%增长到 2022 年的 42.3%，渠道端销售重心逐渐向线上转移，预期未来线上渠道渗透率可能进一步提高。

图表15：线上线下渠道规模及增速



资料来源：欧睿咨询，华泰研究

图表16：线上渠道渗透率

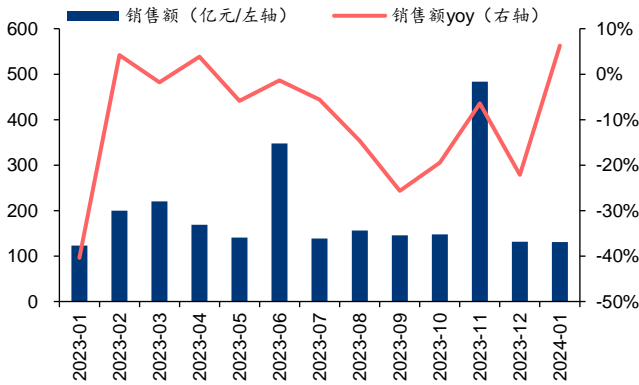


资料来源：欧睿咨询，华泰研究

淘系：线上权重最大的平台，增长仍承压。2023 年，淘系平台护肤+彩妆品类产品 GMV 总额达 2401.8 亿元，yoy 为-10.39%。分月来看，2 月增长小幅回暖后 (yoy4.2%)，增速呈整体下降的趋势，9 月达 yoy-25.7%后反弹，11 月 yoy-6.5%后，12 月回到 yoy-22.2% 增速水平。24 年 1 月恢复正向增长，单月 GMV 为 130.55 亿元/yoy6.3%，主要是 23 年 1 月基数较小所致。

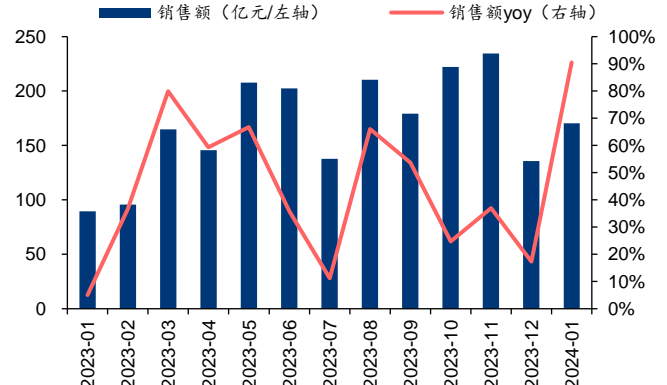
抖音：快速增长，23年GMV已达到淘系的84.32%。2023年，抖音平台护肤+彩妆品类产品GMV总额达2025.2亿元，yoy为40.27%。分月来看，1月增长承压（yoy5.0%）后到3月逐步增长至yoy79.9%，4-7月增速逐步下降至yoy11.2%，8月反弹回yoy66.0%后呈下降趋势至12月（yoy17.4%）。24年1月开年yoy达90.5%。

图表17：淘系平台护肤+彩妆规模及增速



资料来源：魔镜数据，华泰研究

图表18：抖音平台彩妆+护肤规模及增速

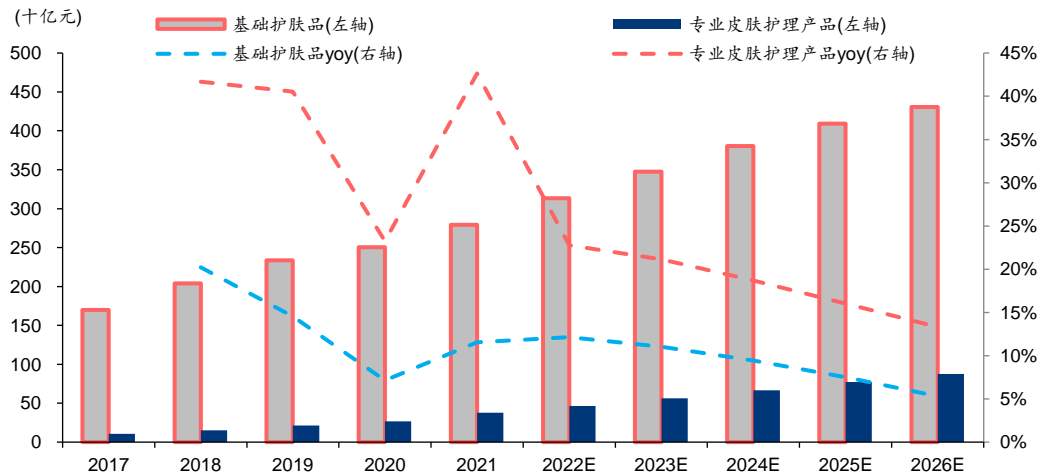


资料来源：魔镜数据，华泰研究

功效护肤仍有增长红利

护肤理念升级，功效护肤仍处快速增长阶段。皮肤护理产品可分为基础护肤品与专业皮肤护理产品（即用于功效护肤领域）。专业皮肤护理产品指针对皮肤状态不稳定，如皮肤屏障受损、持续发痘、脱皮过敏等症状的皮肤使用的产品，也常用于激光光子治疗、水光针等术后的皮肤修复。据弗若斯特沙利文分析，2017-2021年我国专业皮肤护肤品市场规模由108亿元增长至378亿元，CAGR36.7%，预计2026年达877亿元，2022-2026年CAGR约为18.3%。

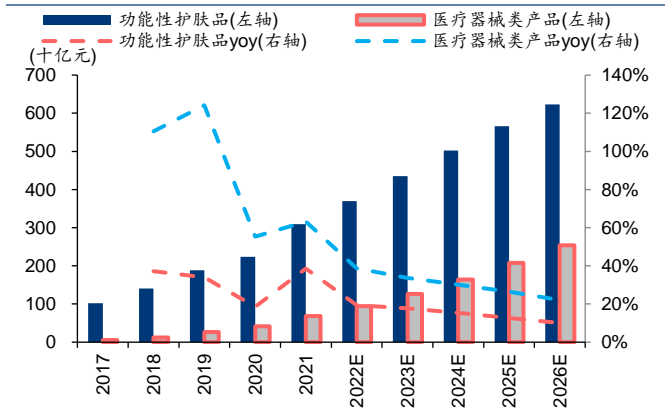
图表19：专业护肤产品增长快于基础护肤品



资料来源：弗若斯特沙利文，数尔佳招股书，华泰研究

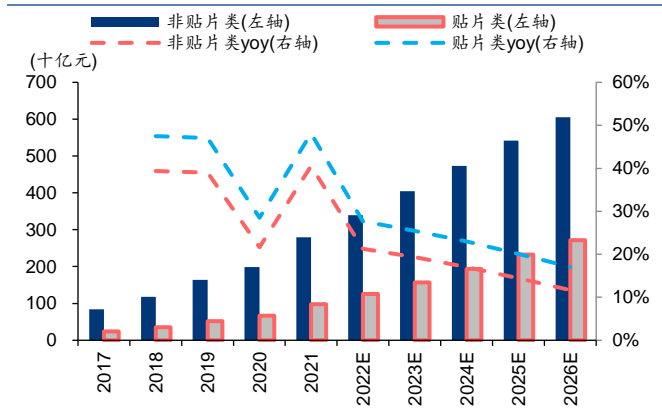
专业皮肤护理市场中，功能性护肤品为主要品类，医疗器械类增速更显著。按注册类别与监管分类，专业皮肤护理产品可分为医疗器械类敷料产品与化妆品类功能性护肤品，应用于不同场景。2017-2021年，我国医疗器械类产品市场规模由57亿元增长至682亿元（CAGR86.3%），2021年在专业皮肤护理产品市场的规模占比为18.05%，预计2026年规模达2538亿元，增速较快，但预计2026年在专业皮肤护理市场中占比仅为28.95%。功效性护肤品市场规模则由2017年的1025亿元增长至2021年的3096亿元（CAGR31.8%），2021年规模占比81.95%，预计2026年规模达6230亿元，市场需求较高，持续稳定发展。

图表20: 功能性护肤品与医疗器械类产品规模对比



资料来源: 弗若斯特沙利文, 数尔佳招股书, 华泰研究

图表21: 贴片类产品增速略高于非贴片类产品



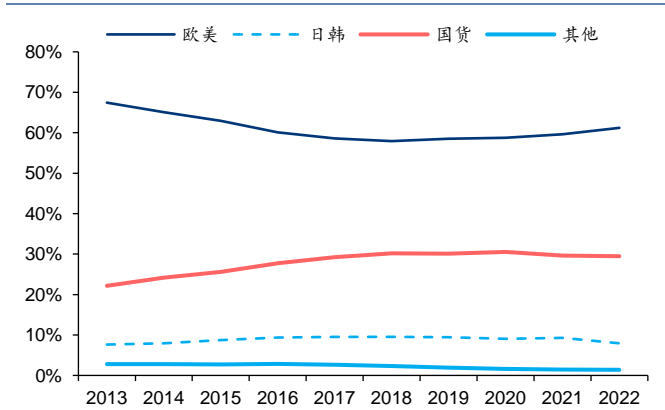
资料来源: 弗若斯特沙利文, 数尔佳招股书, 华泰研究

按产品形态分类, 贴片类产品增长率较快, 同时医美行业的发展或助力贴片类产品增长。据弗若斯特沙利文分析, 2017-2021年, 贴片类产品市场规模由 238 亿增长至 982 亿, CAGR34.9%, 较非贴片类产品增速约快 7.6pct, 预计 2026 年市场规模达 2718 亿, 2022-2026 的预期 CAGR 为 22.6%, 轻微放缓医美行业的发展带来的皮肤类手术需求提高或增加贴片类产品的应用场景, 且医美消费人群消费力较强、频率固定, 能为产品提供稳定、高客单价的销售场景。

国货份额有望继续提升

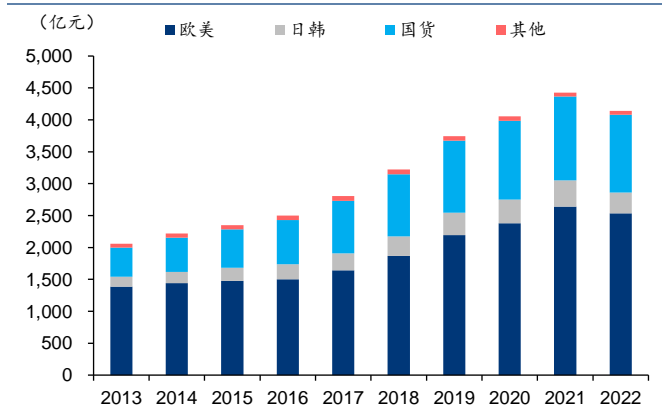
2013 年以来伴随本土美妆产业链实力提升, 国货份额有明显提升。据欧睿数据, 按美容与个护类别计, 22 年我国欧美/日韩/国货份额分别为 61.2%/8.0%/29.4%, 其中, 欧美品牌从 2013 年的 65.1% 下降至 61.2%, 日韩品牌占比相对稳定, 10 年来并未超过 10%, 而本土国货品牌从 24.2% 提升至 29.4%。本土美妆产业链的提升使得国货挤占了部分欧美品牌在我国的市场, 国货影响力提升, 消费者越来越信任、支持国货品牌。

图表22: 我国市场各类美妆品牌销售额占比情况



资料来源: 欧睿数据, 华泰研究

图表23: 国货品牌销售额增加

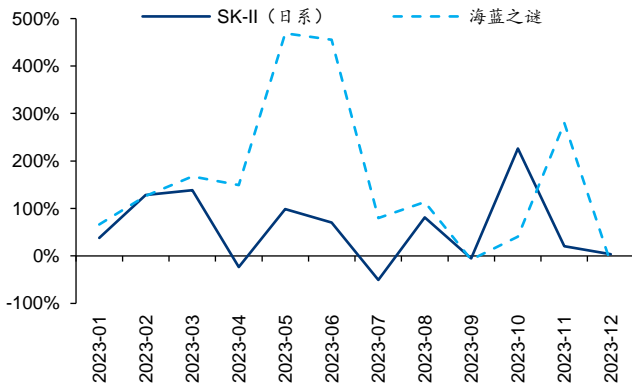


资料来源: 欧睿数据, 华泰研究

23 年消费环境变化、事件性影响, 外资高端品牌、日系品牌表现欠佳。监管方面, 2021 年实施《化妆品监督管理条例》, 提高了海外美妆品牌进入中国市场的门槛; 消费竞争方面, 本土美妆产业链的发展, 大量本土平价/高质量品牌获得市场认可, 本土品牌更加优秀的营销基因也使其在新兴渠道表现更为亮眼, 外资品牌发展受阻。

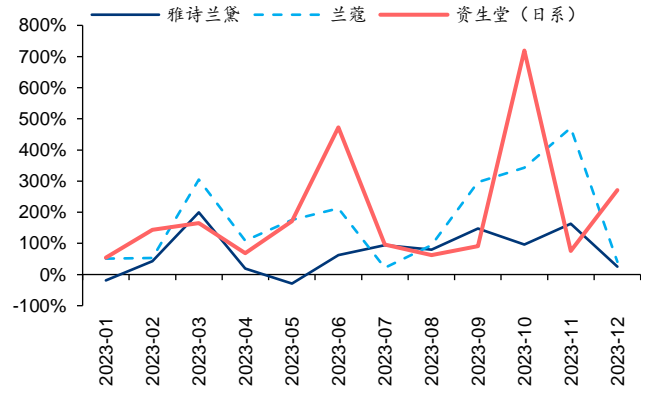
具体来看, 以抖音平台为例, 23 年外资高端、中高端品牌进入抖音渠道时间较短, 叠加抖音平台的快速发展, GMV 增速表现尚可, 但仍不及国产品牌增速。同时, 国产品牌在抖音平台的销售渠道铺设相对成熟, 增长表现相对稳健。而外资大众品牌, 受平价本土品牌竞争加剧的影响较大, 增速相对缓慢。

图表24: 外资高端品牌抖音平台美妆+护肤 GMV 增速情况



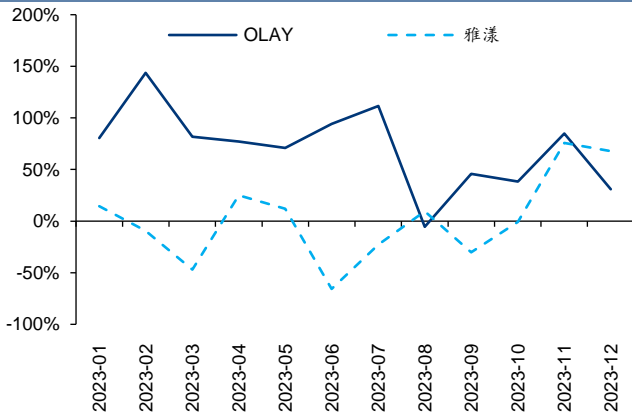
资料来源: 魔镜数据, 华泰研究

图表25: 外资中高端品牌抖音平台美妆+护肤 GMV 增速情况



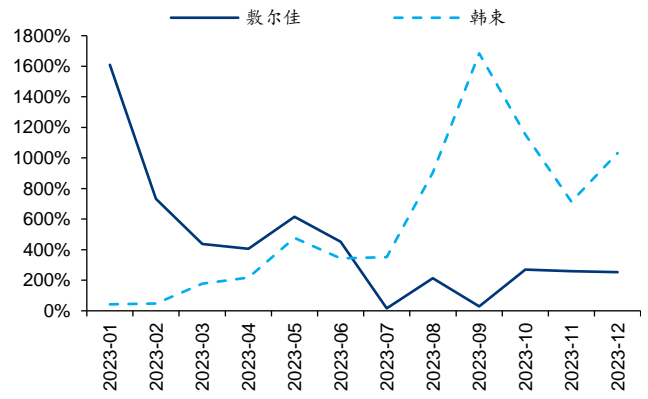
资料来源: 魔镜数据, 华泰研究

图表26: 外资大众品牌抖音平台美妆+护肤 GMV 增速情况



资料来源: 魔镜数据, 华泰研究

图表27: 国货品牌抖音平台美妆+护肤 GMV 增速情况



资料来源: 魔镜数据, 华泰研究

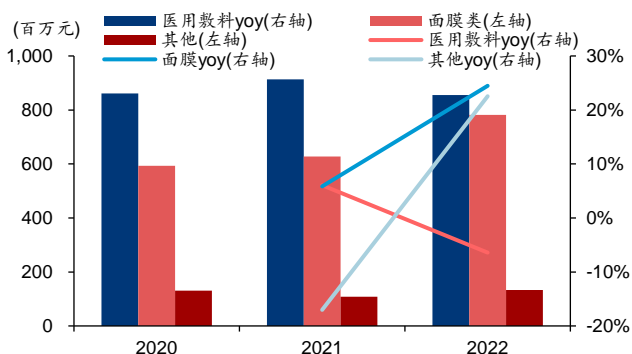
数尔佳：科技赋能、品质第一、功效先行

贴片类贡献主力营收，积极探索多元产品矩阵

医用敷料产品为基础，功能性护肤品业务不断拓展。借助专业药企背景，2016年，公司以术后皮肤修护为切入点，推出医用透明质酸钠修复贴白膜与黑膜两款产品，“数尔佳”品牌正式进入市场。后注意到市场对功能性护肤品需求的兴起，自2018年，逐渐向功能性护肤品市场拓展。基于公司对透明质酸钠的研究优势，以及敷料市场的成功经验，公司先行推出膜、贴片面膜产品作为主打产品，后陆续推出水、精华、乳液、冻干粉、凝胶、喷雾等品类，补全产品矩阵。公司已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类医疗器械为主，多种形式的功能性护肤品为辅的立体化产品体系。

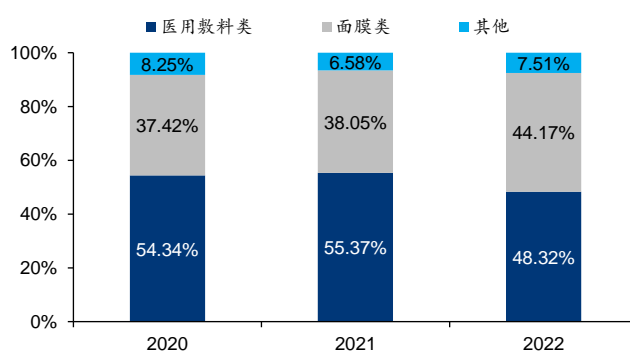
贴片类（敷料+面膜）产品市场地位领先，贡献主力收入。据弗若斯特沙利文，2021年，公司医疗器械贴片敷料产品市场销售额占比17.5%，市场排名第一；贴片类皮肤护理产品占比15.9%，市场排名第一；贴膜类功能性护肤品占比13.5%，市场排名第二。其中，医用敷料市场整体规模较小，集中度较低，竞争格局较为分散，目前公司凭借价格优势占据龙头先发优势。后续随研发提高，获证能力进一步加强，公司地位有望进一步稳固。22年，医用敷料营收占比为48.32%，功效护肤品中面膜类产品营收占比为44.17%，两者带来的营收之和超公司总营收90%。医用敷料类产品近年来营收占比下降，增长承压；面膜类功能性护肤品增速相对较快，占比有明显提升。

图表28：医用敷料、面膜类产品营收及yoy



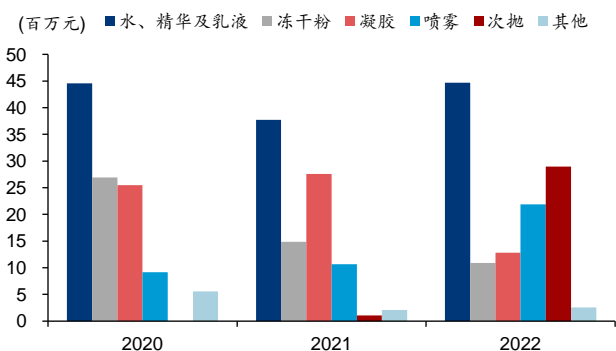
资料来源：数尔佳招股书，华泰研究

图表29：医用敷料、面膜类产品营收占比



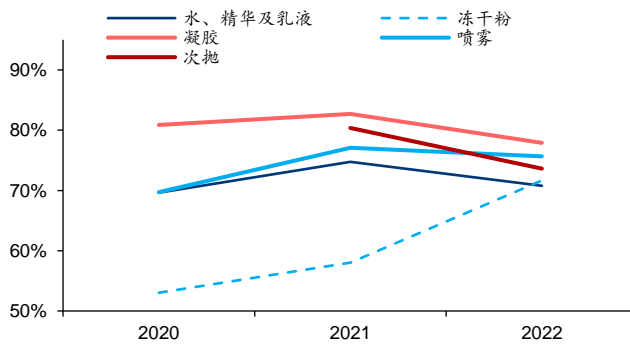
资料来源：数尔佳招股书，华泰研究

图表30：除面膜外，不同剂型功能性化妆品营收



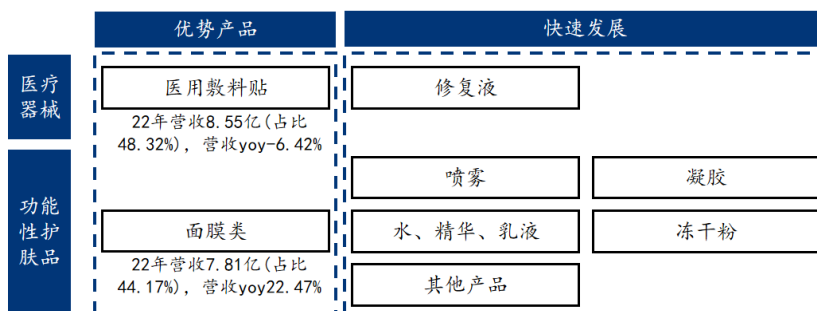
资料来源：数尔佳招股书，华泰研究

图表31：除面膜外，不同剂型功能性化妆品毛利率



资料来源：数尔佳招股书，华泰研究

图表32：敷尔佳主要产品（按剂型与监管分类）



资料来源：公司招股书，华泰研究

医用敷料：玻尿酸+胶原蛋白双轮驱动

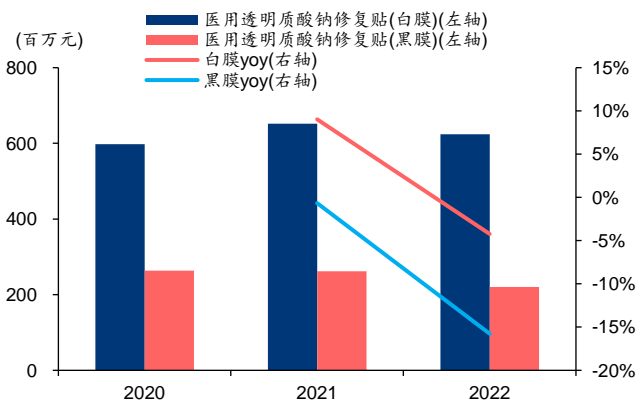
以肌肤问题解决类产品为切入点，敷料类产品积累较高品牌知名度，形成领先市场地位。2012年，公司创始人张立国捕捉到专业皮肤护理产品的市场消费需求，将皮肤护理产品领域调整为业务发展方向，通过两年左右的产品研究，于2014年11月完成“医用透明质酸钠修复贴”的研发，较早进入专业皮肤护理产品市场。

明星单品医用透明质酸钠修护贴白膜与黑膜贡献重要营收。公司目前主要的两款医用辅料产品医用透明质酸钠修复贴对于轻中度痤疮、促进创面愈合与皮肤修复，并对色素沉着、瘢痕有辅助治疗作用。2022年，两款明星单品医用透明质酸钠修护贴白膜与黑膜贡献医疗器械类营收占比为97.45%，贡献整体营收占比47.74%。

白膜：适用于轻中度痤疮促进创面愈合与皮肤修护，主打补水修复效果。主要成分为透明质酸钠，膜布材质温和，适用于各种肤质人群，天猫超市售价约为60-70元/盒。22年营收6.24亿元，占医疗器械类营收72.07%，2020-2022年白膜在医疗器械类产品中营收占比增加，但由于医疗器械类产品整体需求收缩，白膜营收同样承压，22年yoy-4.23%，在总体营收中的占比下降。

黑膜：同样适用于创面愈合与皮肤护理，为白膜的升级版。与白膜的主要区别在于膜材使用备长炭材质，同时医用原料配比有一定改善，使得黑膜在修护补水的功能外，还有皮肤清洁、美白的功效，产品定价较白膜高20-30元/盒。22年营收达2.20亿元，占医疗器械类营收25.46%，2020-2022年黑膜在医疗器械类产品中的营收占比下滑，同时叠加医疗器械类产品的需求下降，22年营收yoy为-15.77%，营业收入持续下降。

图表33：医用透明质酸钠修复贴黑膜、白膜营收情况



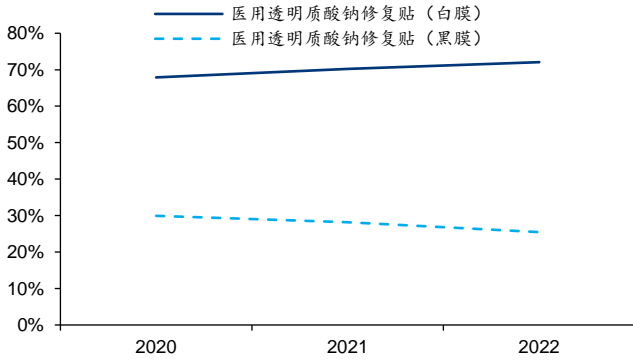
资料来源：公司官网，华泰研究

图表34：医疗器械类产品品类

产品名称	初始注册时间	适用范围
医用透明质酸钠修复贴(白膜)	2016/4/14	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
医用透明质酸钠修复贴(黑膜)	2016/4/14	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
医用透明质酸钠修复液(次抛)	2018/2/12	通过其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
医用重组III型人源化胶原蛋白贴	2022/7/11	通过其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

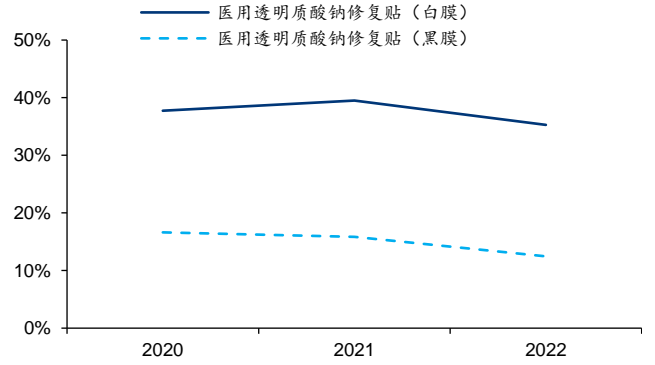
资料来源：Wind，华泰研究

图表35：黑膜白膜在医疗器械类产品营收的占比情况



资料来源：敷尔佳招股书，华泰研究

图表36：黑膜白膜在总体营收的占比情况



资料来源：敷尔佳招股书，华泰研究

进军胶原蛋白，补全敷料领域的产品功能成分类别，丰富使用场景。2022年四季度公司推出的医用重组III型人源化胶原蛋白贴专注创面愈合领域，进一步丰富医用敷料产品的功能成分。2022年胶原蛋白类敷料产品的营收为1020万元，占医疗器械类营收的1.18%。

功能性护肤品：不断挖掘潜在需求

公司不断挖掘消费者的潜在需求，积极扩充功能性护肤品。

功效方面：探索胶原蛋白、虾青素、积雪草等新成分的功能性护肤品。满足消费者保湿、舒缓、修护等多种功效需求。公司不断夯实产品用料配方及配比技术，探索成分配方、功效原料等方面的创新，打造差异化的新产品。公司精选烟酰胺、金盏花提取物、依克多因成分打造了“美白面膜”、“清痘面膜”、“熬夜面膜”作为功效补充，此外公司仍在积极探索乳酸菌、益生菌、奇亚籽等多种不同成分的新功效，并以为之为基础继续不断推出满足市场需求的新产品。

剂型方面：从贴片类产品向多元种类延伸，形成立体化产品布局。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），是国内第一批批准上市的主打透明质酸钠成分、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、洁面泡泡等。与面膜类产品类似，新剂型产品同样追求功效成分的多样，同时通过用料配方、配比技术等方面的创新打造新产品的差异化功能。

图表37：敷尔佳各剂型/功能的产品数量统计（截至2023-07-26）

	透明质酸钠成分	胶原蛋白成分	积雪草成分	虾青素成分	烟酰胺成分	其他
医用敷料贴及贴、膜 (含涂抹式面膜)	8	3	1	1	1	11
喷雾	2	2				2
水、精华及乳液	3		3	2	1	5
冻干粉						1
凝胶						3
其他			1			1

资料来源：敷尔佳招股书，华泰研究

图表38：敷尔佳各功效类别的在研产品数量统计（截至 2023-07-26）

功效	2023	2024	2025	总计
舒缓修护	3	2		5
美白		1	4	5
祛痘		1		1
抗衰	3	1		4
防晒			2	2
补水修护				0
滋润保湿	1			1
紧致控油	3			3
植物提取	1			1
新原料	2			2
总计	13	5	6	24

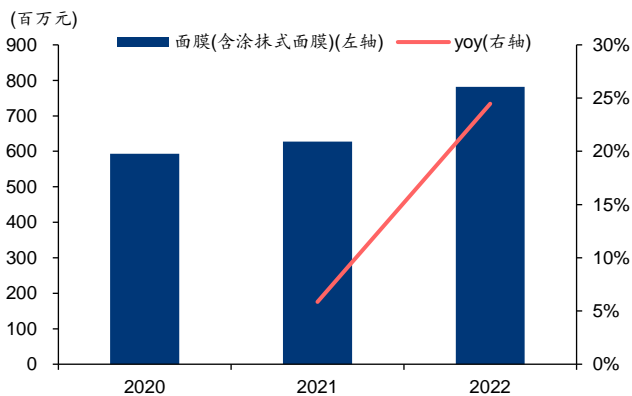
资料来源：敷尔佳招股书，华泰研究

图表39：敷尔佳部分主要面膜产品介绍

产品名称	主要配方成分	适用类型及主要功效	产品上市时间	报告期内销售情况
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	2020 年-2022 年实现销售收入 2.12 亿元、1.56 亿元、1.18 亿元
敷尔佳虾青素传明酸修护贴	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	2020 年-2022 年实现销售收入 1.62 亿元、1.60 亿元、1.10 亿元
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	2020 年-2022 年实现销售收入 1.43 亿元、2.04 亿元、1.80 亿元
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	2022 年实现销售收入 1.13 亿元
敷尔佳清痘净肤修护贴	内含 4-萜品醇、白柳树皮提取物、水杨酸等	具有祛痘、补水保湿的特性	2022 年上半年	2022 年实现销售收入 1.01 亿元

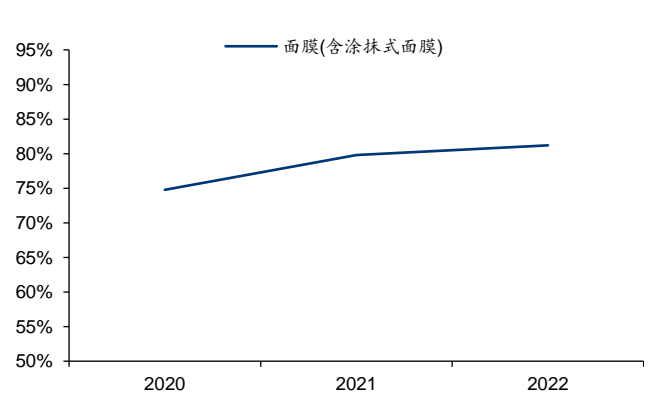
资料来源：敷尔佳招股书，华泰研究

图表40：面膜类营收不断增加



资料来源：敷尔佳招股书，华泰研究

图表41：面膜类毛利率提升



资料来源：敷尔佳招股书，华泰研究

“卉呼吸”：专注植物科技在护肤领域的应用

孵化“卉呼吸”品牌，分散品牌集中风险。2021 年下半年，公司推出“卉呼吸”品牌，目前仍处于孵化阶段，具备一定市场潜力。“卉呼吸”定位于专研东方植物科技与美学的品牌，深耕植物提取物领域，将植物成分作为功能性成分引入护肤品领域，以植物成分的差异性功效和持续发展特点助力产品的升级。目前品牌产品剂型涵盖面膜、面霜、水、乳、洁面等，价格定价集中在 100 元以下/件。当前各剂型产品主打功效成分主要为松茸提取物，主打产品之一卉呼吸松茸舒缓润面膜内含松茸提取物、海藻糖及马齿苋提取物，新颖的成分具备营销效应，2022 年销售额为 121.92 万元，yoy283.28%，目前占比较小，但增速较快，后续成长将有望带动公司收入的快速增加。

顺势而变，持续营销创新

早期抓住高性价比的社交营销红利期，奠定良好的口碑基础。与具备公信力的 KOL 进行深度合作，通过短视频、线上直播等形式传递行业知识与公司理念，同时捕捉市场热点，聘请个人形象与品牌定位高度契合的明星代言人作为与消费者沟通的焦点人物，在产品销售推广的同时宣传品牌的形象。利用社交营销的信息传播效率较高的优势，公司以线上线下双向配合的营销链条，树立了良好的品牌口碑，同时提升了产品的销售收入。

直播合作、综艺节目赞助、电商平台推广等多种新业态、新媒体的营销方式赋能品牌推广。公司充分利用新媒体时代的多元化趋势，于线上布局多个平台，充分利用互联网触及消费者。一方面，公司通过赞助综艺、影视的方式在传统电视媒体进行宣传，另一方面，公司通过与直播达人合作、于电商平台投放广告或购买品牌推广服务等方式，拓宽客户群体，梳理品牌形象，达到营销目的。2024 年 2 月 24 日，敷尔佳正式官宣演员任素汐为品牌大使。通过与实力演员合作，敷尔佳希望传递“专业、健康、自信、真实”的护肤理念，并于 3 月 7 日推出温情励志片《小姨》，演绎当代女性由内而外、自信而有力量的美。

文化宣讲、美博会等提升品牌格调，获得消费者品牌认同感。公司积极参加上海、广州等多地美博会，宣传品牌产品，传播品牌理念，并获得多项奖项，如 2022 年于中国化妆品大会获 2022 年度影响力品牌奖，2021 年于中国美容博览会获 2021 中国好品牌奖，不断提高消费者的品牌认同感，提升品牌影响力。

图表 42: 品牌推广模式总结

渠道	主要场景	运营模式	营销项目
线上推广模式	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	不在天猫/淘宝/京东等电商平台投放广告或购买品牌推广服务，如利用淘宝直通车/钻展/超级推荐等广告平台投放，让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
	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、电视剧或综艺节目当中，通过场景的再现，让观众留歌手》《国风大典》《时间的朋友》《知识进化论》等综艺，覆盖传统电视媒体下对产品 & 品牌印象，继而达到营销的目的	体与新媒体
	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寻求明星为公司代言以提高知名度和销售推广效果，并拍摄宣传视频、图片，激粉丝购买产品	发布宣传文案
	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	分为商业广告与达人合作两部分，通过微博/抖音/小红书等平台进行商业广告投放，与达人 KOL 进行定期直播、发布产品推荐食品等活动
线下推广模式	参展美博会	参与线下展会提高曝光，同时寻求合作	参加上海、广州及成都等多地的美博会，宣传公司产品及品牌
	电梯媒体投放	提高曝光，触达终端消费群体	于社区电梯传统平面媒体、智能屏投放产品广告
	新产品宣传	请 KOL 背书，投放线下广告，提高知名度	与线上产品宣传相呼应，通过线下媒体渠道对公司产品进行宣传
	经销商拜访	与经销商沟通以了解市场需求情况，跟进产品销售	实地探访主要经销商销售及库存情况，了解各地市场销售情况

资料来源：敷尔佳招股书，华泰研究

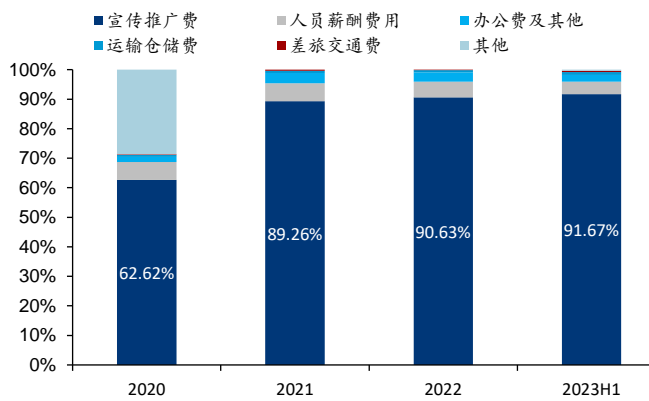
从销售费用构成来看，公司平台宣传推广费增长较快，新媒体营销费用亦显著提升。销售费用的主要组成部分即为宣传推广费，2020-2022 与 2023H1 的占比分别为 62.62%/89.26%/90.63%/91.67%，占销售费用比例过半。2020-2022 年的宣传推广费分别为 1.66/2.36/3.54 亿元，宣传推广费率分别为 10.49%/14.29%/19.99%，2023H1 年的宣传推广费为 2.02 亿元，宣传推广费用率为 23.29%。逐年增加的销售费用率主要是由于公司加大广告投放力度、签约明星进行品牌代言的同时，逐步布局线上直营与 B2C 渠道，完成渠道端的转型，带动了宣传推广费用的增长。

对宣传推广费的增长做进一步拆分，主要由平台推广服务费与新媒体营销两个营销渠道带动。具体来看：

平台推广服务费：分为平台服务费及佣金与平台推广费两部分，其中平台推广费占比逐年上升，2020-2022 年的占比分别为 32.69%/44.27%/52.25%。互联网社交购物媒体平台的多元化使得公司的获客渠道集中度减弱，因此为提升公司产品竞争力、加强品牌效应，维持多渠道的曝光，平台推广费提升明显。不仅在头部电商平台维持曝光度，如增加天猫直通车、钻展、品销宝等平台推广工具的投入，同时在新兴电商平台如考拉海购、抖音、微信小程序等建设直营店铺拓宽获客渠道。

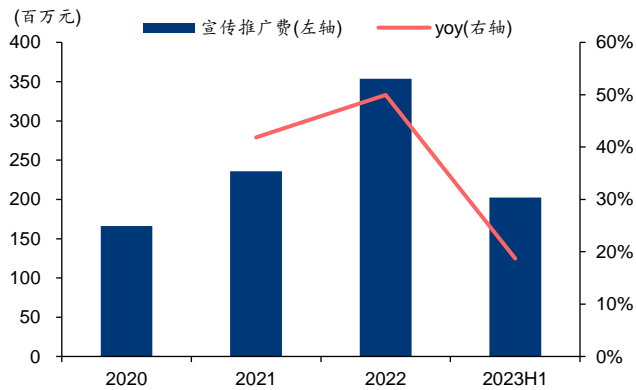
新媒体营销费：2022 年新媒体营销费用达 0.82 亿元，yoy 为 531%，增长速度较快。新媒体营销在高效触达客户群体、推广精准度方面都优于传统平台推广方式，通过 KOL 的影响力、营销内容设计与丰富的营销方式，拉近距离，提高品牌知名度，以吸纳更多客户。公司基于自身产品，与多家新配体营销服务商展开合作，重点布局抖音、小红书、微博等平台的营销，以增加获客。

图表43：宣传推广费占销售费用比重较大



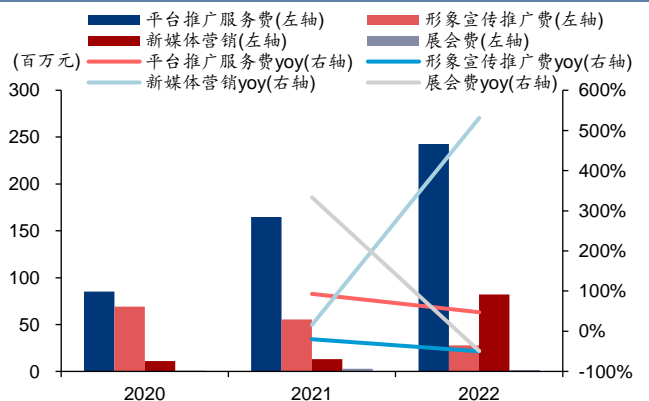
资料来源：公司公告，华泰研究

图表44：宣传推广费逐年增加



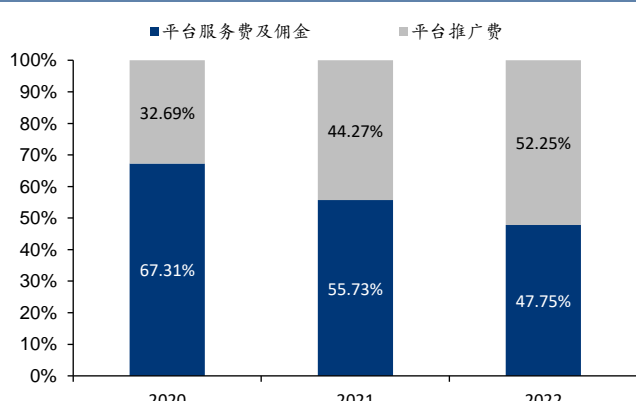
资料来源：公司公告，华泰研究

图表45：宣传推广费拆分与增长情况



资料来源：公司公告，华泰研究

图表46：平台推广费占平台推广服务费比重增加



资料来源：公司公告，华泰研究

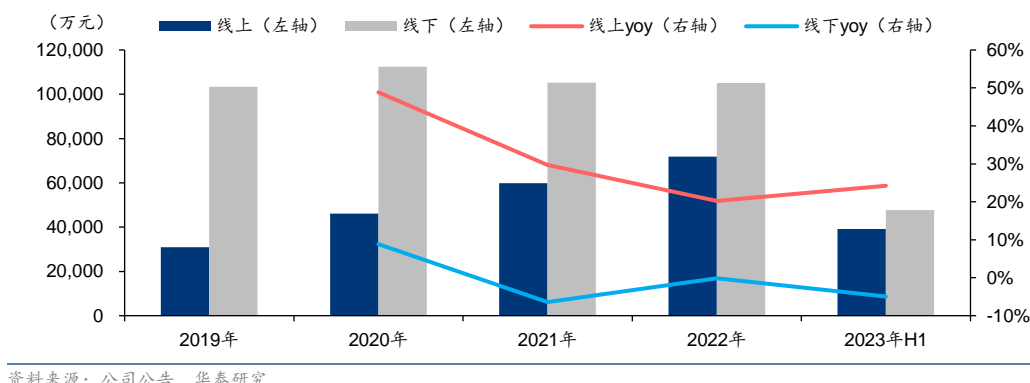
线上+线下打造多元化终端消费场景

打造多元化终端消费场景。公司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；并且采用线上和线下相结合的方式，线下挖掘、线上放量，直销、经销、代销全渠道覆盖，打造了多元化终端消费场景。

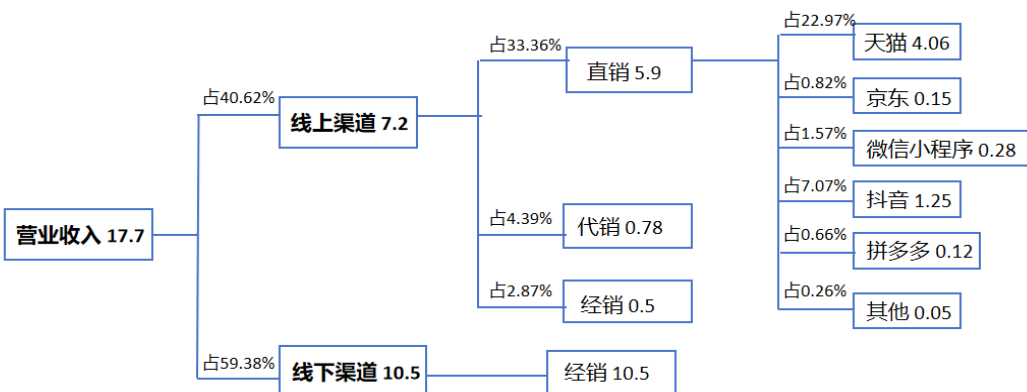
线上渠道：分为直销、经销和代销三种模式，直销为公司线上直营店销售，经销为线上经销商分销，代销为线上 B2C 平台销售。

线下渠道：主要为经销模式，分为经销商分级管理、分销联盟系统平台和实体渠道经销。

图表47：近年线上渠道增速放缓，自20年以来线下渠道营收持续减少



图表48：公司22年各细分渠道营收拆分 (亿元)

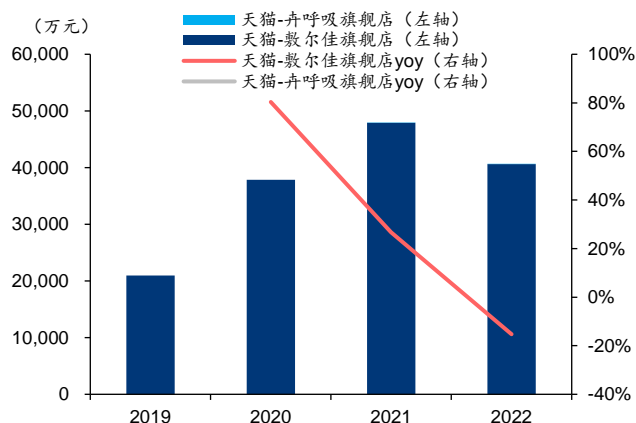


线上：内容电商增长相对更快，24年期待增速回升

线上：20-22年增长放缓，内容电商引领23年增长提速。线上渠道分直销、代销、经销三种销售模式，自20年以来直销收入占线上收入比重超80%，贡献主要收入。直销平台包括天猫、抖音、京东、微信等，其中天猫营收最高，占线上营收比重68.88%。22年线上营收7.19亿元/yoy20.23%，23H1营收3.92亿元/yoy24.19%，营收边际提速。具体来看，占比最高的天猫20年以来增长持续承压，受益于直播带货等营销推广活动，以抖音、微信小程序等为代表的 content 电商增长强劲。据2023年12月7日投资者关系活动记录表，目前公司在哈尔滨和上海同时布局，其中哈尔滨总部将保留传统电商业务，上海分公司将重新组建抖音、快手等新兴媒体平台的运营团队。

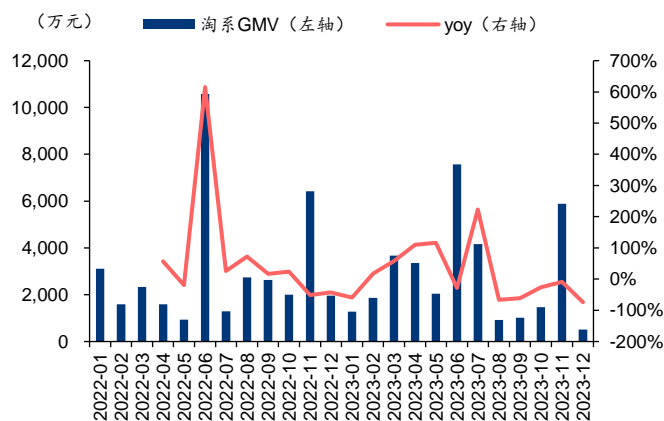
天猫：20年以来增长承压。品牌在天猫平台主要通过“数尔佳旗舰店”以及“卉呼吸旗舰店”进行销售。据公司招股书，20-22年公司天猫直营渠道营收分别为3.78亿元/4.79亿元/4.06亿元，yoy80.35%/26.75%/-15.23%，增速逐年下滑，营收增长承压。另据魔镜，23年淘系数尔佳品牌GMV为3.37亿元/yoy-9.32%，较22年GMV3.72亿元有所下滑。23Q1-Q4yoy分别为-3.15%/-1.15%/-8.58%/-24.30%，降幅自Q2逐季扩大。

图表49：天猫直营店历年收入及增速



资料来源：公司招股书，华泰研究

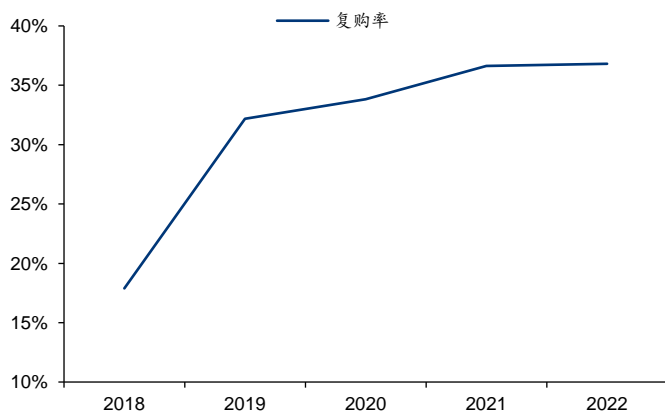
图表50：22年以来淘系月度销售额及增速



资料来源：魔镜数据，华泰研究

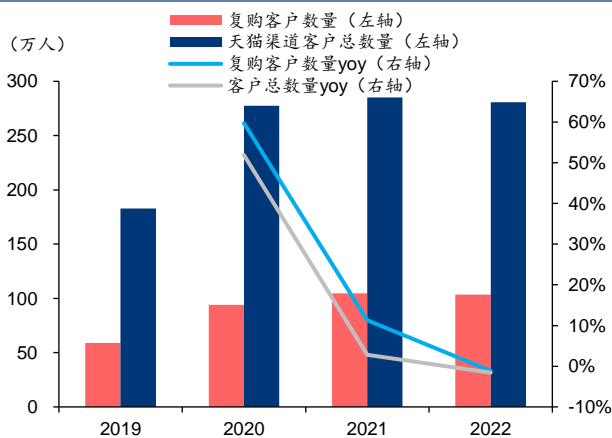
天猫平台复购率较高。20-22年，敷尔佳品牌在天猫旗舰店客户总数量在270-280万左右，相对稳定。复购率呈上升趋势，从20年的33.83%提升至22年的36.81%，其中20-21年提升明显，21-22年复购率提升趋势放缓。

图表51：天猫平台复购率



资料来源：公司招股书，华泰研究

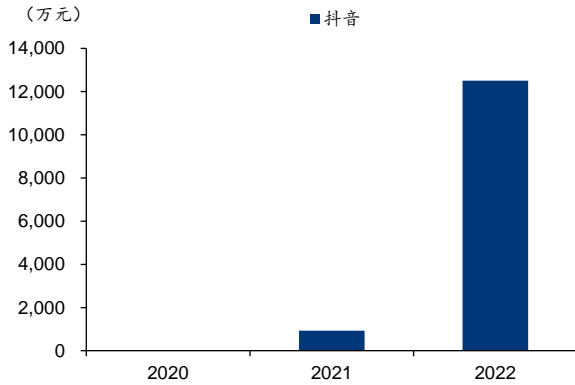
图表52：天猫平台复购人数及客户总人数情况



资料来源：公司招股书，华泰研究

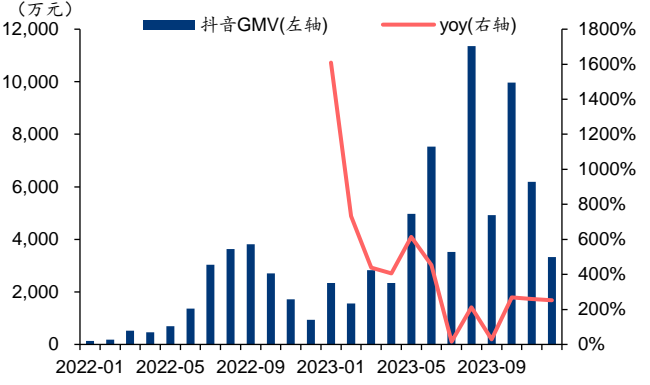
抖音：22年以来增长迅速。品牌在抖音平台主要通过“敷尔佳官方旗舰店”、“敷尔佳医疗器械旗舰店”以及“卉呼吸旗舰店”进行销售。公司自20年开始布局抖音，设立“敷尔佳官方旗舰店”。21年公司抖音收入仅920.74万元，22年提升至12500.19万元。另据魔镜数据，23年敷尔佳品牌抖音渠道GMV6.08亿元/yoy216.57%，延续快速增长态势。23年抖音敷尔佳官方旗舰店销量最高单品为“敷尔佳清痘净肤修护贴”，占抖音23年总GMV比重47.07%。

图表53：公司抖音历年收入及增速情况



资料来源：公司招股书，华泰研究

图表54：23年起抖音销售额高速增长



资料来源：魔镜数据，华泰研究

微信小程序、拼多多、快手：22年营收增速迅猛。微信小程序“敷尔佳官方旗舰店”收入贡献不突出，但增速较快，22年营收为2776.85万元，占直销收入比重4.71%，同比增长2380.88%。拼多多22年营收1173.45万元，yoy340.17%。快手22年营收304.43万元，yoy1201.54%，营收增速高但占比小，仅占直销收入比重0.52%，贡献不突出。

京东、小红书、微盟、考拉海购：22年营收减少。据公司招股书，京东/小红书/微盟/考拉海购22年营收分别为1452.35万元/142.64万元/0.12万元/15.61万元，yoy分别为-31.54%/-66.48%/-76.92%/-69.46%，较21年都有不同程度的下降。

线上经销、代销：23年增长趋缓。公司21/22/23H1线上经销与代销的营收总和分别为0.79亿元/1.28亿元/0.62亿元，yoy21.21%/62.64%/5.08%，营收边际减缓。经销方面，19年公司选择优质经销商拓展合作，之后公司经销商管理体系不断优化，22年经销商已较为稳定，退出经销商的上期收入占上期经销收入比重仅为0.45%。代销方面，公司于2020年开始与大型B2C平台开展代销合作，以更好促进线上销售的整体增长，形成线上直销与代销的互补融合。

图表55：公司线上经销与代销的B2C平台情况

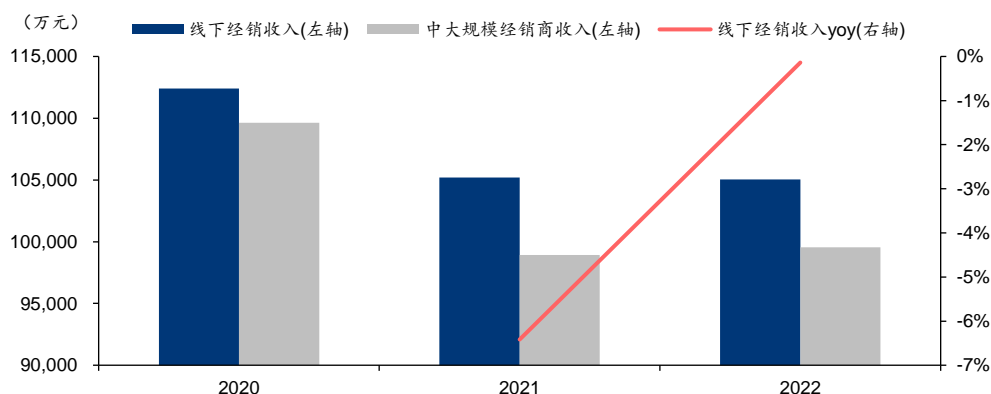
B2C平台	B2C具体平台	主营产品
线上经销		敷尔佳
淘宝	淘宝网	敷尔佳
唯品会	唯品会网店	敷尔佳
线上代销		敷尔佳
天猫	天猫超市	敷尔佳
	阿里健康大药房	敷尔佳
京东	敷尔佳京东自营旗舰店	敷尔佳
	敷尔佳美妆京东自营官方旗舰店	敷尔佳

资料来源：公司招股说明书，华泰研究

线下：经销表现欠佳，渠道经销贡献新增长点

据公司年报，2019年起，公司拓展了渠道经销模式，与经销能力强、资金实力强、资质完善并具有丰富实体渠道资源的专业经销商进行合作，拓展CS和KA渠道，如屈臣氏、KK馆等。据23年12月7日投资者关系活动记录表，公司未来将继续推进在医疗机构、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销售渠道，完善营销网络。

线下经销：增长承压。21/22/23H1公司线下经销收入分别为10.52亿元/10.51亿元/4.77亿元，yoy-6.42%/-0.14%/-4.94%，营收逐年小幅缩减，增长承压。经销商收入以年交易金额在50万元以上的中大规模经销商收入为主，22年占线下经销营收比重94.75%。量价拆分来看，21年线下经销平均价格41.24元，22年平均价格39.39元/yoy-4.49%，价格下降以降价促销，销量2667.21万件/yoy4.56%，较21年小幅回升。

图表56：自20年以来线下经销收入不断下滑，中大规模经销商收入占比高


资料来源：公司招股说明书，华泰研究

图表57：20-22年线下经销收入情况

指标名称	2022年	2021年	2020年
线下经销收入 (万元)	105054.51	105200.27	112413.84
线下经销数量 (万盒、万支、万瓶)	2667.21	2550.93	2710.07
线下经销收入订单数量 (单)	47840	40211	40643
线下经销价格 (元)	39.39	41.24	41.48
中大规模经销商收入 (万元)	99541.43	98931.08	109638.01
中大规模经销商数量 (个)	348	498	588
中大规模经销商户均交易额 (万元)	286.04	198.66	186.46

资料来源：公司招股说明书，华泰研究

渠道经销模式：快速发展，有望继续成为线下新增长点。自20年以来，公司线下渠道经销收入快速增长，渠道经销商数量明显增加。20-22年营收分别为0.79亿元/1.59亿元/2.76亿元，CAGR86.64%，22年渠道经销商数量达到33个。22年渠道经销收入占线下收入比重26.26%，yoy+11.19pct。据公司年报，截至22年末，各渠道经销商覆盖商超及化妆品专营店约2.5万家、连锁药房约2.1万家。

图表58：20-22年线下渠道经销模式发展情况

指标名称	2022年	2021年	2020年
渠道经销商收入 (万元)	27586.66	15856.71	7919.24
占线下收入比重	26.26%	15.07%	7.04%
渠道经销商数量 (个)	33	20	7
渠道经销商订单数量 (单)	6446	2976	843
终端覆盖门店数量 (万家)	4.6	5.0	2.4
渠道经销采购数量 (万盒、万支、万瓶)	233.68	387.48	197.38

资料来源：公司招股说明书，华泰研究

产业链垂直整合完毕，在研储备丰富

生产模式由轻资产转型自主生产，转变研发方向、加码创新。公司前期阶段主要基于产品用料配方及配比技术推出契合市场需求的新产品，随着公司的不断积累，公司逐步转变研发方向，通过产学研合作加码新原料、新技术的研究，形成了研发模式的创新成长；生产模式也由原来的轻资产运营模式转为自主生产模式，完成了产业链的垂直整合，从而确定了公司研发、生产、销售良性契合的优势。

公司后续的研发方向将主要在：

加强原料端的基础研究。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，形成差异化竞争优势。

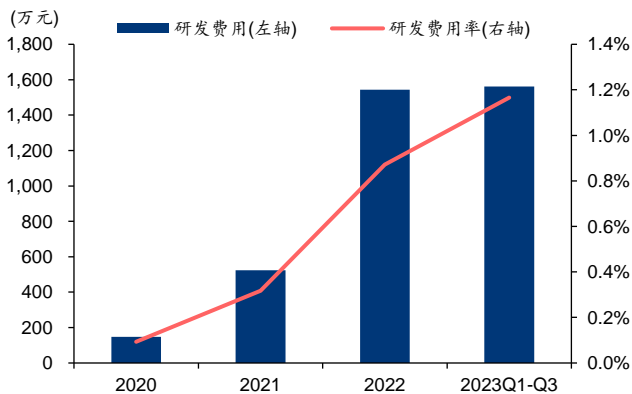
加大内部研发体系布局升级。截至 2023 年 6 月 30 日，公司研发人员共计 22 人，相较于 2022 年 12 月 31 日的 8 人，增长 175%，研发团队扩张速度较快。核心技术人员潘宇、刘艳君、刘婷婷均拥有超 10 年的研发经验，覆盖领域含中药、西药、抗生素、医疗器械、保健食品、特殊化妆品与化妆品等，范围广泛。其中，潘宇为公司股权激励计划中，出资认缴公司股份的 12 位重要员工之一。数尔佳秉承“科技赋能、品质第一、功效先行”的产品理念，加大内部研发体系的布局升级，大力引进研发人才，持续加大研发力度，以不断提升公司的核心竞争力。

加深产学研合作。公司从消费者需求出发，加深与科研院所的产学研合作，加强新原料和新技术的研究，搭建产学研链条将研究成果进行商业化转化落地。新配方新产品的研发方面，公司与江南大学、四川大学、江苏江山聚源等主体合作，布局新产品。原料研发方面，公司与中国科学院昆明植物研究所合作，对植物提取物的舒缓、修复、抗衰老等功效性原料进行研发，并与深圳杉海创新技术有限公司建立联合实验室，利用杉海创新对超分子技术的应用，对公司所需应用方向（如美白、抗氧化、保湿等）的超分子材料进行研究。

在研项目以功能性成分与剂型的创新为主要方向，为后续新品开发提供源动力。截至 2023 年 6 月 30 日，公司在研项目主要有 6 项，其中医疗器械类 2 项，化妆品类 3 项，美容食品 1 项。医疗器械类产品专注功能成分的创新，研究对重组 III 型人源化胶原蛋白、海藻糖等优质创面修复材料的运用与相应配比；化妆品类则继续丰富产品剂型种类与功效，进一步扩充面膜、水乳类产品品类的同时，开发防晒功效产品；美容食品则是顺应当前的市场需求，辅助搭配其余产品，丰富品牌的覆盖场景。

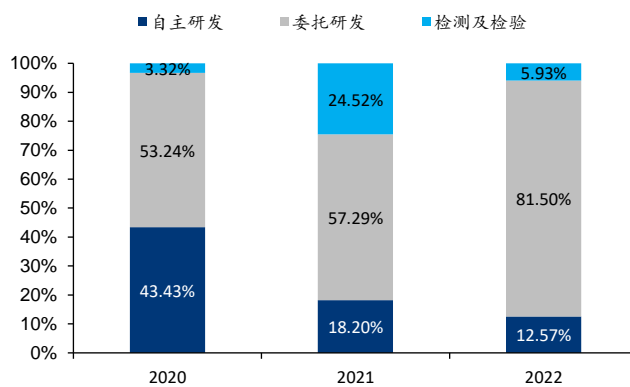
注射填充剂亦有储备。公司与江苏江山聚源生物技术有限公司有合作重组胶原蛋白的注射填充剂，与上海聚源智创生物研究有限公司合作重组人源纤连蛋白及重组人源弹性蛋白的设计、构建表达、性能测试及发酵提取工艺开发。目前仍在研发过程中，公司期待其未来将成为公司的潜力大单品，为公司带来新的营收增长。

图表 59: 研发费用不断增加



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表 60: 委托研发的占比增加



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表61：在研项目总结

项目名称	所处阶段	预算	内容与目标	核心技术应用情况
III类医疗器械工艺研发	械开发	633.81 万元	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
II类医疗器械工艺研发	工艺研发		海藻糖对生物体良好的非特异性保护作用使其在创面的修复中有独特的优势；聚谷氨酸是食用菌天然状态下合成的一种大分子物质，具有独特的三维结构，成膜及持水保湿性能优异，对创面护理有更好的效果。分别以海藻糖和聚谷氨酸为主要原料开发两款 II 类医疗器械	
防晒产品开发	工艺研发	60.50 万元	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，开发一款肤感清爽不油腻，成分温和的防晒产品	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	配方及工艺研发	24.90 万元	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，开发具有改善皮肤状态等功能的产品	开发出具备改善皮肤的产品
修护面膜类产	设计开发及工艺研发	127.20 万元	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	以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	工艺研发	44.50 万元	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：公司公告，华泰研究

图表62：公司研发过程中涉及的技术储备

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：数尔佳招股书，华泰研究

图表63：委托研发具体内容（截至 23H1）

协议名称	受托方	主要委托内容
化妆品技术服务	江南大学	由江南大学对数尔佳指定的产品原始配方及预期功效进行产品升级
技术委托开发合同	四川大学（乙方）、江苏江山聚源生物技术有限公司（丙方）	基于重组胶原蛋白的注射填充剂项目的研究开发
委托研究开发技术合同	中国科学院昆明植物研究所	植物提取物的舒缓、修复功效、抗衰老、美白等功效研发
技术开发合同	上海聚源智创生物研究有限公司	重组人源纤连蛋白及重组人源弹性蛋白的设计、构建表达、性能测试及发酵提取工艺开发
战略合作协议	哈尔滨工业大学（乙方）、深圳杉海创新技术有限公司（丙方）	数尔佳和深圳杉海创新技术有限公司与哈尔滨工业大学（深圳）智能新材料诺奖科学家实验室携手创建“联合研发实验室”，三者合作开发独家定制功效原料项目，同时进行材料稳定性测试实验
合作开发协议	深圳杉海创新技术有限公司	11 个超分子材料及相关材料形成的产品
合作开发协议	深圳杉海创新技术有限公司	3 种新原料的开发
合作开发协议	东北林业大学	东北药用植物多组学数据库开发
技术开发（委托）协议	东北林业大学	细菌纤维素基液体敷料及再生膜制备等技术
技术开发（委托）协议	东北林业大学	细叶杜香精油新原料开发
战略合作协议	东北林业大学	“产学研基地”搭建，特色植物活性产品、原料和新材料战略合作
战略合作协议	华南理工大学	产学研合作，新技术、新产品、新项目等科技成果战略合作
委托研究开发技术合同	中国科学院昆明植物研究所	牡丹和芍药化妆品原料的技术开发
战略合作协议	深圳市维琪科技股份有限公司	新原料、制剂、配方、市场宣传推广、技术交流的框架性合作
技术开发（委托）合同	中国科学院化学研究所	胶原蛋白纳米颗粒的制备及性能表征研究等委托技术开发
战略合作协议	芜湖英特菲尔生物制品产业研究院有限公司（乙方）、合成生三方合作共建“功效性蛋白护肤品联合实验室”，开展功效性蛋白化妆品和医疗器械领域的相关研究	

资料来源：公司公告，华泰研究



北方美谷基地增强公司自主研发与生产能力。考虑到北星药业的生产活动场所与产品仓储场所均为外部租赁，已无法满足日益增长的市场需求，公司建立敷尔佳北方美谷自由生产基地，并于2023年6月竣工投产。该基地总面积超10万平方米，涵盖研发质检中心、医疗器械车间、化妆品车间、全自动立体库房等建筑，其投用增强了公司自主研发能力的同时，也能提高公司产品的市场供应能力，为销售增长奠定基础。

上海研发中心助力公司全国战略布局。2023年10月30日，公司发布《关于设立上海分公司的公告》，表明公司将在上海设立分公司并建立上海研发中心，以夯实自主科研能力，优化战略布局。据公告，上海分公司主要经营范围为技术服务、技术开发等技术类工作，形成哈尔滨与上海的两点布局。哈尔滨将保留原有的研发团队，上海则会招聘高科技人才，持续于科研院等外部研发机构合作，共同助力公司整体科研实力的提高。

盈利预测和估值

盈利预测

收入方面，我们预计 23-25 年营收 19.47/21.72/24.02 亿元，yoy10.03%/11.61%/10.55%，核心假设如下：

公司产品销售分为线上线下两个渠道，其中线上渠道包括直销、代销与经销，线下渠道仅有经销。

线上直销：天猫平台是公司重要线上直销平台，近年来成交转化率、日均订单数、复购率均不断提升，数据指标良好，近期承压，有望恢复稳定增长。在天猫平台的基础上，公司积极拓展抖音、京东、快手、拼多多、小红书等平台的直营店铺，发展较晚但态势良好，占比不断提升。公司将据市场情况动态调整各平台的销售策略，以追求健康与可持续性的方式发展，预期线上渠道能够稳定扩张。此外，23 年下半年，公司增加各个平台与自播、达播的合作，带动电商业务发展。23H1 线上直销营收 yoy 为 28.56%，考虑到 22 年上半年受疫情影响较大基数较小，预计 23-25 年线上直销营收 yoy24.76%/27.94%/22.39%。

线上代销、线上经销：线上经销与代销作为线上直销的良性补充渠道，能够深化拓展线上销售，从而实现线上流量的多平台覆盖。目前公司也在进一步拓展该渠道业务，但由于其占比较小，发展较晚，目前增长较快，但仅作为线上直销平台的场景补充的定位。23H1，线上经销代销的合计营收 yoy 为 5.08%，我们预计 23-25 年线上代销的营收 yoy10.0%/8.0%/5.0%，线上经销的营收 yoy5.0%/5.0%/ 5.0%。

线下经销：目前公司线下经销已达较大销售规模，经销商较为集中，数量稳定，且合作粘性不断提升，经销价格同样保持稳定，使得线下经销收入具有可持续性。此外，公司积极拓展渠道经销，2021-2022 年渠道经销商的数量分别为 20/33 家，渠道经销收入占线下收入的比重分别为 15.07%/26.26%。渠道经销商覆盖终端实体渠道范围较大，且仍在继续保持一定增长。23H1，公司线下经销渠道有所收缩，营收 yoy 为 -4.94%，我们预计 23-25 年线下经销营收 yoy2.0%/1.0%/1.0%。

毛利率方面：公司在线上渠道进行产品销售的毛利率要高于线下渠道，线上渠道的营收占比逐年增加。对于线上渠道，一方面，未来行业线上渠道的利润率将因竞争加剧而有一定承压，另一方面高毛利品类医疗器械类产品营收占比呈下降趋势，预期 23-25 年线上直销毛利率为 86.50%/86.30%/86.10%，线上代销为 91.0%/91.0%/91.0%，线上经销为 78.0%/78.0%/78.0%；线下渠道，线下经销规模基本固定，渠道经销目前占比较小，预期 23-25 年毛利率基本稳定于 80.0%/80.0%/80.0%。23H1，公司整体毛利率为 82.81%。综合考虑，我们预计 23-25 年毛利率分别为 82.89%/83.15%/83.32%。

费用率方面：1) 公司目前仍处于品牌建设阶段，为推广产品而进行的营销投入仍在不断提高，同时线上渠道比重逐年增大，将带动销售费用率进一步提升，此外，新品牌的孵化同样需要大量营销助推。我们预计销售费用率将随公司发展逐步提升，23-25 年分别为 25.0%/30.0%/30.0%；2) 公司目前正进行内部研发团队的扩张，且积极发展委托研发，以提升公司的科研实力以及品牌自身的核心竞争力。我们预计研发费用率同样将逐年提升，23-25 年分别为 1.5%/2.5%/3.0%；3) 考虑到公司 2023 年将建设上海分公司、上海研发中心，经营管理团队扩大，薪酬成本与其他费用也将增加，我们预计管理费用率将有一定提高，23-25 年分别为 4.0%/4.5%/5.0%。

图表64：公司分渠道盈利预测

单位：亿元（除特别指明外）	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
总收入	16.50	17.69	19.47	21.72	24.02
线上渠道					
直销	5.19	5.90	7.36	9.42	11.53
代销	0.45	0.78	0.86	0.92	0.97
经销	0.34	0.51	0.53	0.56	0.59
线下渠道					
经销	10.52	10.51	10.72	10.82	10.93
总收入增速	4.08%	7.25%	10.03%	11.61%	10.55%
线上渠道					
直销	31.07%	13.77%	24.76%	27.94%	22.39%
代销	6205.12%	72.89%	10.00%	8.00%	5.00%
经销	-47.21%	49.09%	5.00%	5.0%	5.00%
线下渠道					
经销	-6.42%	-0.14%	2.00%	1.00%	1.00%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表65：公司毛利率及费用率预测

毛利率及费用率预测(%)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
总毛利率	81.95	83.08	82.89	83.15	83.32
线上直销	86.89	86.74	86.50	86.30	86.10
线上代销	90.53	91.36	91.00	91.00	91.00
线上经销	78.04	78.89	78.00	78.00	78.00
线下经销	79.27	80.61	80.00	80.00	80.00
销售费用率	16.01	22.06	25.00	30.00	30.00
研发费用率	0.32	0.87	1.50	2.50	3.00
管理费用率	2.53	2.69	4.00	4.50	5.00

资料来源：公司公告，华泰研究预测

估值

珀莱雅/华熙生物/贝泰妮/巨子生物均为皮肤护理产品的重要企业，产品功能、剂型、成分与公司重合程度较高，业务模式与公司存在一定的可比性。可比公司24年Wind一致盈利预测PE23倍，考虑到公司近年来增速放缓（预测未来三年营收CAGR11.16%，可比公司均值24.22%），给予折价，给予公司2024PE18倍。23-25年预测EPS为2.10/2.21/2.43元，对应目标价39.78元人民币，首次覆盖给予增持评级。

图表66：可比公司估值表

证券代码	证券简称	总市值(亿元)	未来三年营收CAGR	市盈率 PE(TTM)	2023 PE	2024 PE	2025 PE
603605 CH	珀莱雅	390.09	25.87%	36.52	34.71	27.52	22.51
688363 CH	华熙生物	264.44	11.83%	32.73	32.50	26.50	21.79
300957 CH	贝泰妮	244.67	24.66%	21.98	19.10	15.21	12.32
2367 HK	巨子生物	382.74	34.52%	26.54	28.53	22.02	17.48
	平均值	320.49	24.22%	29.44	28.71	22.81	18.53
301371 CH	敷尔佳	128.23	11.16%	15.08	15.20	14.42	13.14

注：交易数据截止2024年4月10日；

资料来源：Wind，华泰研究

风险提示

新品爬坡较慢。公司目前收入主要以来敷尔佳品牌，且医疗器械、贴片类功能性护肤品的营收占比较大，产品矩阵相对集中。敷尔佳系列新产品与新品牌卉呼吸的孵化能够完善公司的产品矩阵，分散目前的集中风险，但若新品推出不及预期，将影响公司后续的增长情况。

销售费用率大幅提升。护肤品行业的渠道端重心逐步向线上转移，当前线上渠道平台众多，获客渠道集中度降低，因此为提高品牌竞争力，维持多渠道曝光，增加触达用户规模、提高触达用户精准度，预期公司销售费用将会提升。若销售费用率大幅增加，可能影响公司的利润水平与经营业绩。

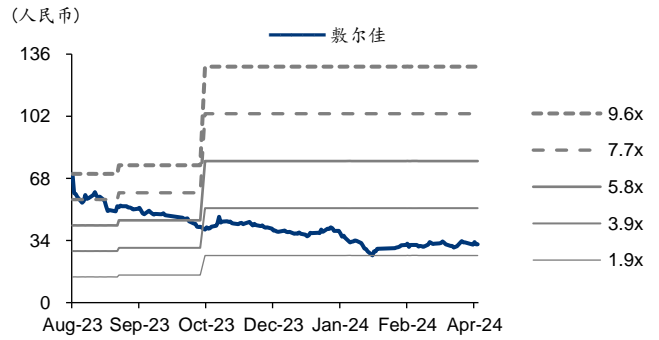
股权高度集中。截至 23Q3，公司股权高度集中，创始人持股比例达到了 84.41%，而第二大股东则为哈三联，持股比例 4.5%。高度集中的股权可能会使得公司面临决策风险、公司治理风险等，影响公司的经营。

图表67：敷尔佳 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表68：敷尔佳 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,300	1,703	4,647	5,546	6,394
现金	578.12	1,483	4,403	5,292	6,115
应收账款	11.70	7.46	13.62	9.90	16.10
其他应收账款	0.79	1.72	1.04	2.04	1.36
预付账款	33.06	18.27	38.20	24.83	44.85
存货	98.56	125.52	123.74	150.21	149.48
其他流动资产	577.89	67.07	67.07	67.07	67.07
非流动资产	793.55	1,323	1,391	1,461	1,527
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产投资	32.24	34.02	600.88	667.96	720.70
无形资产	28.18	28.53	33.58	39.73	47.20
其他非流动资产	733.13	1,260	757.02	752.97	759.26
资产总计	2,094	3,026	6,038	7,006	7,921
流动负债	159.52	244.78	185.11	267.27	209.51
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	39.91	120.56	57.94	138.24	76.37
其他流动负债	119.61	124.22	127.17	129.03	133.13
非流动负债	1.19	0.81	0.81	0.81	0.81
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	1.19	0.81	0.81	0.81	0.81
负债合计	160.71	245.59	185.92	268.08	210.32
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	360.00	360.00	400.08	400.08	400.08
资本公积	748.17	748.17	2,940	2,940	2,940
留存公积	824.80	1,672	2,512	3,398	4,371
归属母公司股东权益	1,933	2,780	5,852	6,738	7,711
负债和股东权益	2,094	3,026	6,038	7,006	7,921

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金	802.30	898.67	690.83	864.23	780.93
净利润	805.80	847.29	840.40	885.91	972.47
折旧摊销	12.12	13.03	28.99	59.10	69.31
财务费用	(12.21)	(27.01)	(88.25)	(145.39)	(171.07)
投资损失	(5.03)	(6.47)	(6.80)	(6.10)	(6.45)
营运资金变动	(3.23)	49.41	(77.91)	74.41	(79.77)
其他经营现金	4.84	22.41	(5.61)	(3.70)	(3.55)
投资活动现金	(215.59)	15.99	(90.02)	(121.11)	(128.62)
资本支出	(159.07)	(398.24)	(97.64)	(127.88)	(135.24)
长期投资	210.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(266.52)	414.23	7.62	6.77	6.63
筹资活动现金	(395.05)	(9.46)	2,319	145.39	171.07
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	113.72	0.00	40.08	0.00	0.00
资本公积增加	608.27	0.00	2,192	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,117)	(9.46)	87.34	145.39	171.07
现金净增加额	191.65	905.21	2,920	888.51	823.38

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,650	1,769	1,947	2,172	2,402
营业成本	297.82	299.46	333.11	366.11	400.50
营业税金及附加	19.63	17.30	21.17	23.57	25.22
营业费用	264.19	390.20	486.63	651.73	720.47
管理费用	41.76	47.55	77.86	97.76	120.08
财务费用	(12.21)	(27.01)	(88.25)	(145.39)	(171.07)
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	2.08	0.00	1.11	1.06	0.72
投资净收益	5.03	6.47	6.80	6.10	6.45
营业利润	1,072	1,132	1,141	1,189	1,309
营业外收入	10.37	3.49	4.68	6.18	4.78
营业外支出	0.11	0.00	0.56	0.22	0.26
利润总额	1,082	1,135	1,145	1,195	1,313
所得税	276.14	287.82	304.96	308.60	340.59
净利润	805.80	847.29	840.40	885.91	972.47
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	805.80	847.29	840.40	885.91	972.47
EBITDA	1,082	1,121	1,086	1,108	1,211
EPS (人民币, 基本)	2.55	2.35	2.10	2.21	2.43

主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	4.08	7.25	10.02	11.61	10.55
营业利润	17.28	5.59	0.85	4.15	10.10
归属母公司净利润	24.38	5.15	(0.81)	5.41	9.77
获利能力 (%)					
毛利率	81.95	83.07	82.89	83.15	83.32
净利率	48.85	47.89	43.17	40.78	40.49
ROE	64.72	35.95	19.47	14.07	13.46
ROIC	67.65	64.53	54.12	54.39	53.54
偿债能力					
资产负债率 (%)	7.68	8.12	3.08	3.83	2.66
净负债比率 (%)	(29.59)	(53.32)	(75.24)	(78.53)	(79.31)
流动比率	8.15	6.96	25.10	20.75	30.52
速动比率	4.71	6.10	23.86	19.84	29.27
营运能力					
总资产周转率	1.04	0.69	0.43	0.33	0.32
应收账款周转率	263.74	184.67	184.67	184.67	184.67
应付账款周转率	10.92	3.73	3.73	3.73	3.73
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	2.01	2.12	2.10	2.21	2.43
每股经营现金流(最新摊薄)	2.01	2.25	1.73	2.16	1.95
每股净资产(最新摊薄)	4.83	6.95	14.63	16.84	19.27
估值比率					
PE (倍)	15.85	15.08	15.20	14.42	13.14
PB (倍)	6.61	4.59	2.18	1.90	1.66
EV EBITDA (倍)	11.13	10.07	7.71	6.75	5.50

免责声明

分析师声明

本人, 孙丹阳、林寰宇, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 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波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师孙丹阳、林寰宇本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国国价证券指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司