

证券研究报告

公司研究

点评报告

敷尔佳 (301371.SZ)

投资评级

上次评级

刘嘉仁 社零&美护首席分析师
执业编号: S1500522110002
联系电话: 15000310173
邮箱: liujiaren@cindasc.com

王越 社零&美护分析师
执业编号: S1500522110003
联系电话: 18701877193
邮箱: wangyue1@cindasc.com

林凌 美护行业研究助理
联系电话: 15859025717
邮箱: linling@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

敷尔佳 (301371.SZ) 23H1 点评: 23H1 营收同比增长 6.33%, 关注线上渠道的销售费用投放效率

2023年8月31日

- **公司公告:** 23H1 公司实现营收 8.69 亿元/yoy+6.33%, 归母净利 3.54 亿元/yoy-1.09%, 扣非归母净利 3.42 亿元/yoy-2.71%; 23Q2 实现营收 4.96 亿元/yoy+7.06%, 归母净利 1.94 亿元/yoy-0.82%, 扣非归母净利 1.93 亿元/yoy-0.69%。
- **线上直销收入占比提升, 妆字号收入占比小幅增长。**分渠道看, 线上渠道收入 3.92 亿元/+24.2%, 占比提升至 45.13%/+6.49pct, 其中线上直销收入 3.30 亿元/+28.6%, 占比提升至 38.02%/+6.58pct, 线上代销&经销收入 0.62 亿元/+5.1%, 占比下降至 7.11%/-0.08pct; 线下渠道收入 4.77 亿元/-4.9%, 占比下降至 54.87%/-6.49pct。当前公司已在天猫、小红书、京东、抖音、微信等平台设立直营店铺并持续加码营销推广。分品类看, 医疗器械类产品收入 4.00 亿元, 占比为 46.1%/较 22 年末下降 2.8pct, 化妆品类产品收入 4.68 亿元, 占比 53.91%/较 22 年末上涨 2.8pct。公司基于前期通过医疗器械类敷料(白膜&黑膜)所积累的品牌影响力和运营经验, 近年来相继推出了主打透明质酸钠、胶原蛋白、虾青素、积雪草、烟酰胺等新成分的功能性护肤品, 并在线上渠道进行推广, 我们认为未来公司妆字号产品收入占比或有望进一步提升。
- **加码营销推广, 盈利能力略有下降。**23H1 公司综合毛利率 82.81%/较 22 年末-0.26pct; 从费用率看, 23H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 25.40%/5.00%/1.27%/-2.71%, 较 22 年末分别+3.34/+2.31/+0.40/-1.18pct, 销售费用率大幅增长主要系公司加码线上营销推广所致, 管理费用率增长主要系数尔佳北方美谷折旧费及物业费增长所致, 财务费用率下降主要系利息收入增长。从盈利端看, 23H1 归母净利率 40.69%/较 22 年末-7.2pct, 其中 23Q2 归母净利率 42.29%。
- **建议关注公司后续销售费用的投放效率。**展望未来, 公司将持续推进功能性护肤品和医用胶原蛋白敷料的研发, 扩充基于不同成分、主打不同功效的产品, 以完善产品矩阵; 同时也将进一步拓宽销售渠道及营销方式, 并通过明星代言、直播合作、综艺节目赞助、电商平台推广等方式赋能品牌推广, 以增强公司品牌影响力。由于线上渠道竞争激烈、流量成本高涨, 我们建议关注公司后续销售费用的投放效率。
- **盈利预测:** 根据 Wind 一致预期, 预计 23-25 年公司归母净利润分别为 8.67/9.31/10.18 亿元, 对应 8 月 30 日收盘价 PE 分别为 24/23/21 倍。
- **风险提示:** 新品不及预期风险、研发不及预期风险、行业竞争加剧风险、募投项目进展不及预期。

研究团队简介

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

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

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

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

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

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

分析师声明

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

免责声明

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

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

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

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

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

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

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

评级说明

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

风险提示

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

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。