

证券研究报告

公司研究

点评报告

敷尔佳（301371.SZ）

投资评级 增持

上次评级 增持

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）23Q3 点评：持续加码营销推广 导致盈利能力略下滑，建议关注销售费用投放效率

2023年10月24日

- **公司公告：**23Q1-Q3 公司实现营收 13.39 亿元/yoY+1.86%，归母净利 5.36 亿元/yoY-17.33%，扣非归母净利 5.25 亿元/yoY-8.09%；23Q3 实现营收 4.71 亿元/yoY-5.47%，归母净利 1.83 亿元/yoY-37.26%，扣非归母净利 1.82 亿元/yoY-16.77%。
- **持续加码营销推广导致公司盈利能力下降。**从毛利率看，23Q3 公司综合毛利率为 81.58%，环比-1.35pct，或源于毛利率相对更高的医疗器械类敷料销售收入占比下降所致；从费用率看，23Q3 销售/管理/研发/财务费用率分别为 28.61%/4.33%/0.97%/-5.51%，环比分别+1.67/+0.10/-0.16/-2.84pct，其中销售费率增加主要系公司增加宣传推广费投入所致，管理费率增加主要系管理人员薪酬、北方美谷房屋及设备折旧费、物业费增长所致，财务费率较大幅度下降主要系公司货币资金增加、利息收入增长所致；从盈利端看，归母净利率为 38.82%，环比-0.35pct。
- **展望未来，我们认为公司主要看点包括：**1) 公司基于医疗器械类敷料（白膜&黑膜）所积累的品牌影响力和运营经验，近年来推出了主打透明质酸钠、胶原蛋白、虾青素、积雪草、烟酰胺等成分的功能性护肤品，并在线上渠道进行推广，未来妆字号产品收入规模有望继续提升；2) 23Q3 以来相继推出新品双肽舒缓修护面膜、御龄紧致次抛精华液、摇摇瓶祛痘精华，分别针对敏感肌、抗衰老、祛痘等细分赛道，有望拓展更多消费群体；3) 持续加大研发投入，深入产学研合作，后续或将围绕热门原料持续推出新品，并积极研发胶原蛋白三类医疗器械产品，市场竞争力有望进一步增强。
- **建议关注公司后续销售费用的投放效率。**公司在天猫平台的运营相对成熟，当前正积极拓展抖音、京东等平台，并通过明星代言、直播合作、综艺节目赞助等方式赋能品牌推广，以增强公司品牌影响力。由于今年线上渠道竞争激烈、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。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计 23-25 年公司归母净利润分别为 8.61/9.25/10.09 亿元，对应 10 月 23 日收盘价 PE 分别为 19/17/16 倍，维持“增持”评级。
- **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。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	1,650	1,769	1,933	2,188	2,446
增长率 YoY %	4.1%	7.2%	9.3%	13.2%	11.8%
归属母公司净利润(百万元)	806	847	861	925	1,009
增长率 YoY%	24.4%	5.1%	1.6%	7.5%	9.0%
毛利率%	81.9%	83.1%	84.2%	84.3%	84.4%
净资产收益率 ROE%	41.7%	30.5%	15.1%	13.9%	13.2%
EPS(摊薄)(元)	2.01	2.12	2.15	2.31	2.52
市盈率 P/E(倍)	19.91	18.93	18.64	17.34	15.91
市净率 P/B(倍)	8.30	5.77	2.81	2.42	2.10

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2023年10月23日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	1,300	1,703	3,021	3,922	4,921	
货币资金	578	1,483	2,766	3,641	4,616	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	12	7	8	12	14	
预付账款	33	18	37	41	46	
存货	99	126	136	153	170	
其他	579	69	74	75	76	
非流动资产	794	1,323	3,012	3,077	3,138	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	32	34	1,223	1,342	1,404	
无形资产	28	29	29	33	37	
其他	733	1,260	1,761	1,703	1,697	
资产总计	2,094	3,026	6,033	6,999	8,059	
流动负债	160	245	310	352	403	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	40	121	170	200	234	
其他	120	124	140	152	169	
非流动负债	1	1	9	9	9	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	1	1	9	9	9	
负债合计	161	246	319	361	412	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司股东权益	1,933	2,780	5,713	6,639	7,647	
负债和股东权益	2,094	3,026	6,033	6,999	8,059	

重要财务指标					
	单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,650	1,769	1,933	2,188	2,446
同比 (%)	4.1%	7.2%	9.3%	13.2%	11.8%
归属母公司净利润	806	847	861	925	1,009
同比 (%)	24.4%	5.1%	1.6%	7.5%	9.0%
毛利率 (%)	81.9%	83.1%	84.2%	84.3%	84.4%
ROE%	41.7%	30.5%	15.1%	13.9%	13.2%
EPS (摊薄)(元)	2.01	2.12	2.15	2.31	2.52
P/E	19.91	18.93	18.64	17.34	15.91
P/B	8.30	5.77	2.81	2.42	2.10
EV/EBITDA	-0.54	-1.33	10.50	9.54	8.06

利润表					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,650	1,769	1,933	2,188	2,446
营业成本	298	299	306	343	382
营业税金及附加	20	17	19	22	24
销售费用	264	390	466	568	661
管理费用	42	48	50	55	59
研发费用	5	15	19	22	24
财务费用	-12	-27	-30	-30	-30
减值损失合计	0	0	0	0	0
投资净收益	5	6	5	5	5
其他	33	99	45	25	20
营业利润	1,072	1,132	1,152	1,238	1,350
营业外收支	10	3	2	2	2
利润总额	1,082	1,135	1,154	1,240	1,352
所得税	276	288	293	315	343
净利润	806	847	861	925	1,009
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	806	847	861	925	1,009
EBITDA	1,064	1,111	1,265	1,300	1,417
EPS (当年)(元)	2.55	2.35	2.15	2.31	2.52

现金流量表					
	单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	802	899	1,032	1,023	1,123
净利润	806	847	861	925	1,009
折旧摊销	12	13	140	89	95
财务费用	0	0	0	0	0
投资损失			-5	-6	-5
营运资金变动	-3	49	31	16	27
其它	-8	-5	4	-2	-2
投资活动现金流	-216	16	-1,829	-148	-148
资本支出	-159	-398	-848	-153	-153
长期投资	210	0	-1,002	0	0
其他	-267	414	21	5	5
筹资活动现金流	-395	-9	2,079	0	0
吸收投资	0	0	2,072	0	0
借款	0	0	0	0	0
支付利息或股息	-379	0	0	0	0
现金流净增加额	192	905	1,282	875	975

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。

李汶静，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； 增持： 股价相对强于基准 5%~20%； 持有： 股价相对基准波动在±5% 之间； 卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	看涨： 行业指数超越基准； 中性： 行业指数与基准基本持平； 看淡： 行业指数弱于基准。

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。