

2023年11月13日

# 敷尔佳 (301371.SZ)

## 公司快报

### 品类、渠道拓展，看好未来表现

**事件：**公司发布2023年三季报。根据公告，23年前三季度公司实现营业收入13.39亿元，同比增长1.86%，实现归母净利润5.36亿元，同比增长-17.33%，实现扣非后归母净利润5.25亿元，同比增长-8.09%；单季度来看，23Q3公司实现营业收入4.71亿元，同比增长-5.47%，实现归母净利润1.83亿元，同比增长-37.26%，实现扣非后归母净利润1.82亿元，同比增长-16.77%。

#### 投资要点

◆ **营收短期下滑，持续推新拓展增量。** Q3为化妆品行业传统淡季，根据国家统计局，Q3我国化妆品类零售额同比增长4.1%，增速环比Q2下降9.6pct，行业增速有所放缓，在此背景下，公司营收亦有所下滑，单季同比-5.47%。根据魔镜数据，Q3敷尔佳销售额为1.7亿元，同比+9.4%，其中伤口敷料1.08亿元，同比+24.5%，面膜0.58亿元，同比-6.8%，面部精华0.013亿元，同比-69.2%，预计Q3公司伤口敷料类产品贡献主要增长。公司在医用敷料贴类产品方面具备先发优势，并在此基础上继续拓展推出了众多主打胶原蛋白、虾青素、积雪草等新成分的功能性护肤品，现已形成以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，截止23H1拥有四十余种专业皮肤护理产品，并且仍在持续拓展，Q3以来先后推出双肽舒缓修护面膜、御龄紧致次抛精华液、摇摇瓶祛痘精华等新品，产品矩阵持续丰富，未来有望逐步贡献增量。渠道方面，公司线上以天猫为基本盘，积极拓展京东、抖音等平台，发展直播带货销售模式为线上引流，同时线下增强与经销商合作黏性、快速拓展实体渠道，构建了线上线下深度协同的全渠道营销体系。双11大促期间，公司亦与超头主播李佳琦展开合作，其直播间推出舒缓修护贴、透明质酸钠次抛修护液等产品，有望助力Q4业绩迎来改善。

◆ **Q3营销投放加码、政府补助减少，导致盈利能力有所下滑。** Q3公司毛利率为81.58%，同比下滑0.40pct；费用端投放增加，单Q3销售/管理/研发/财务费用率分别为28.61%/4.33%/0.97%/-5.51%，同比+7.43pct/+2.23pct/+0.39pct/-3.83pct，销售、管理费用率显著提升，其中销售费用率提升预计源于营销推广费用增加，管理费用率则源于管理人员薪酬、敷尔佳北方美谷房屋及设备折旧费、物业费增长，除此之外，公司研发投入亦有所增加，而财务费用率则受益于货币资金增加、利息收入增长而有所改善。Q3其他收益/营业收入同比下降18.85pct，主要系政府补助减少，最终Q3公司净利率为38.82%，同比下降19.66pct。

◆ **投资建议：**公司坚持医用敷料与功能性护肤品并重发展，产品、渠道优势领先，医用敷料领域将基于透明质酸钠和胶原蛋白实现双轮共驱，功能性护肤品将持续推新，产品矩阵不断丰富，叠加渠道、营销同步发力，未来有望持续实现较好增长。预计2023-2025年公司营业收入分别为19.31/21.33/23.60亿元，同比增长9.1%/10.5%/10.7%，归母净利润8.14/8.95/9.91亿元，同比增长-4.0%/10.1%/10.6%，对应EPS分别为2.03/2.24/2.48元，首次覆盖，给予“增持-B”评级。

◆ **风险提示：**市场需求不及预期，新品表现不及预期，行业竞争加剧等。

基础化工 | 日用化学品III

投资评级

**增持-B(首次)**

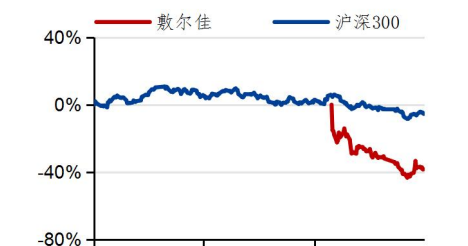
股价(2023-11-10)

43.47元

#### 交易数据

总市值(百万元)	17,391.48
流通市值(百万元)	1,635.87
总股本(百万股)	400.08
流通股本(百万股)	37.63
12个月价格区间	69.00/40.90

#### 一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.74	-16.5	-16.6
绝对收益	-5.87	-24.16	-21.93

分析师

吴东炬

 SAC执业证书编号：S0910523070002  
 wudongju@huajinsec.cn

报告联系人

王颖

wangying5@huajinsec.cn

#### 相关报告

敷尔佳：敷尔佳-新股专题覆盖报告(敷尔佳)  
 -2023年第148期-总第345期 2023.7.12



## 财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,650	1,769	1,931	2,133	2,360
YoY(%)	4.1	7.2	9.1	10.5	10.7
净利润(百万元)	806	847	814	895	991
YoY(%)	24.4	5.1	-4.0	10.1	10.6
毛利率(%)	81.9	83.1	83.2	83.6	83.9
EPS(摊薄/元)	2.01	2.12	2.03	2.24	2.48
ROE(%)	41.7	30.5	22.6	19.9	18.1
P/E(倍)	21.6	20.5	21.4	19.4	17.6
P/B(倍)	9.0	6.3	4.8	3.9	3.2
净利率(%)	48.8	47.9	42.1	42.0	42.0

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 一、盈利预测

分业务来看：

- (1) 医疗器械类：公司在医疗器械类敷料贴类产品领域具备先发优势、市场份额领先，坚持搭建透明质酸钠与胶原蛋白双轮驱动策略，有望持续推出新品拉动收入增长，预计 2023-2025 年医疗器械类业务收入增速分别为 3%、4%、5%，毛利率分别为 86.3%、86.9%、87.3%。
- (2) 化妆品类：公司将持续针对消费者需求推出新功效产品，产品矩阵持续丰富，有望逐步贡献增量，预计 2023-2025 年化妆品类业务收入增速分别为 15%、16%、15%，毛利率分别为 80.6%、81.1%、81.6%。

表 1：公司业绩拆分及盈利预测（百万元）

		2021	2022	2023E	2024E	2025E
医疗器械类	收入（百万元）	927.92	865.93	891.90	927.58	973.96
	yoy%	5.41%	-6.68%	3.0%	4.0%	5.0%
	毛利率%	84.13%	86.06%	86.3%	86.9%	87.3%
	占比	56.25%	48.94%	46.19%	43.49%	41.27%
化妆品类	收入（百万元）	721.73	903.17	1038.65	1204.83	1385.56
	yoy%	2.42%	25.14%	15%	16%	15%
	毛利率%	79.14%	80.22%	80.6%	81.1%	81.6%
	占比	43.75%	51.05%	53.79%	56.49%	58.71%
其他业务	收入（百万元）	0.04	0.12	0.24	0.43	0.69
	yoy%		227.9%	100%	80%	60%
	毛利率%	4.8%	5.0%	5%	5%	5%
营业收入	收入（百万元）	1,649.69	1,769.22	1930.79	2132.84	2360.20
	yoy%	4.08%	7.25%	9.1%	10.5%	10.7%
	毛利率%	81.95%	83.07%	83.22%	83.61%	83.93%

资料来源：wind，华金证券研究所

## 二、可比公司估值

公司主要从事专业皮肤护理产品的研发、生产和销售。为便于对比分析，我们选取业务内容相似的上市公司华熙生物（建立了从原料到医疗终端产品、功能性护肤品及功能性食品的全产业链业务体系，旗下含润百颜等护肤品牌）、贝泰妮（以“薇诺娜”品牌为核心，专注于应用纯天然的植物活性成分提供温和、专业的皮肤护理产品）、珀莱雅（主要从事化妆品类产品的研发、生产和销售，已覆盖大众精致护肤、彩妆、高功效护肤等美妆领域）作为可比公司，进行估值对比。公司在专业皮肤护理领域占据领先地位，医用敷料和功能性化妆品并重发展，产品矩阵持续丰富，叠加营销、渠道同步发力，未来有望持续实现较好增长。

表 2: 可比公司估值

公司代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	TTM	2023E	2024E	2025E
688363	华熙生物	373.11	9.71	8.87	11.04	13.16	46.18	42.08	33.80	28.36
300957	贝泰妮	328.46	10.51	12.98	16.43	20.57	29.51	25.31	19.99	15.97
603605	珀莱雅	428.17	8.17	11.20	14.14	17.49	40.09	38.24	30.29	24.48
	平均	-	9.47	11.01	13.87	17.07	38.59	35.21	28.03	22.94
301371	敷尔佳	173.91	8.47	8.14	8.95	9.91	23.67	21.38	19.42	17.56

资料来源: wind, 华金证券研究所 (可比公司数据来自wind 一致预期, 截止日期 2023 年 11 月 10 日)

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1300	1703	2475	3435	4342	<b>营业收入</b>	1650	1769	1931	2133	2360
现金	578	1483	2239	3187	4074	营业成本	298	299	324	350	379
应收票据及应收账款	12	7	13	10	16	营业税金及附加	20	17	21	23	26
预付账款	33	18	38	24	44	营业费用	264	390	463	533	614
存货	99	126	117	145	139	管理费用	42	48	87	92	104
其他流动资产	579	69	68	69	68	研发费用	5	15	19	30	35
<b>非流动资产</b>	794	1323	1338	1358	1379	财务费用	-12	-27	-43	-64	-92
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	2	0	0	4	2
固定资产	32	34	146	234	306	公允价值变动收益	2	0	1	1	1
无形资产	28	29	34	40	47	投资净收益	5	6	7	7	6
其他非流动资产	733	1260	1159	1084	1026	<b>营业利润</b>	1072	1132	1102	1215	1333
<b>资产总计</b>	2094	3026	3813	4792	5720	营业外收入	10	3	4	4	5
<b>流动负债</b>	160	245	179	262	200	营业外支出	0	0	0	1	0
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	1082	1135	1105	1219	1338
应付票据及应付账款	40	121	53	134	69	所得税	276	288	292	324	347
其他流动负债	120	124	126	128	131	<b>税后利润</b>	806	847	814	895	991
<b>非流动负债</b>	1	1	1	1	1	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	806	847	814	895	991
其他非流动负债	1	1	1	1	1	<b>EBITDA</b>	1077	1104	1055	1148	1244
<b>负债合计</b>	161	246	179	263	200	<b>主要财务比率</b>					
少数股东权益	0	0	0	0	0	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
股本	360	360	400	400	400	<b>成长能力</b>					
资本公积	748	748	748	748	748	营业收入(%)	4.1	7.2	9.1	10.5	10.7
留存收益	825	1672	2486	3381	4372	营业利润(%)	17.3	5.6	-2.6	10.3	9.7
归属母公司股东权益	1933	2780	3634	4529	5520	归属于母公司净利润(%)	24.4	5.1	-4.0	10.1	10.6
<b>负债和股东权益</b>	2094	3026	3813	4792	5720	<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	81.9	83.1	83.2	83.6	83.9
						净利率(%)	48.8	47.9	42.1	42.0	42.0
						ROE(%)	41.7	30.5	22.6	19.9	18.1
						ROIC(%)	40.9	29.3	21.5	18.6	16.6
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	7.7	8.1	4.7	5.5	3.5
						流动比率	8.2	7.0	13.9	13.1	21.7
						速动比率	4.7	6.1	12.6	12.2	20.5
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	1.0	0.7	0.6	0.5	0.4
						应收账款周转率	263.7	184.7	184.7	184.7	184.7
						应付账款周转率	10.9	3.7	3.7	3.7	3.7
						<b>估值比率</b>					
						P/E	21.6	20.5	21.4	19.4	17.6
						P/B	9.0	6.3	4.8	3.9	3.2
						EV/EBITDA	15.5	14.4	14.4	12.4	10.7

资料来源: 聚源、华金证券研究所

## 公司评级体系

### 收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

吴东炬声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)