

# 敷尔佳 (301371)

## 线上直销占比提升，加码研发夯实长期竞争力

行业：美容护理/化妆品  
 投资评级：增持（维持）  
 当前价格：33.31元  
 目标价格：41.23元

### 事件：

公司发布2023年年报与2024年1季报：2023年营收19.34亿元（同比+9.3%），归母净利润7.49亿元（同比-11.6%），扣非归母净利润7.28亿元（同比-5.1%）；2024Q1营收4.09亿元（同比+9.7%），归母净利润1.52亿元（同比-4.8%），扣非归母净利润1.42亿元（同比-5.3%）。

### 收入增长稳健，线上直销占比增加

公司营业收入增长主要驱动力来自于线上直销收入持续增长，净利润下降主要源于线上销售占比增长带动相关销售费用增加、公司北方美谷基地启用折旧与摊销增加以及持续加大研发投入。2023年综合毛利率82.2%（同比-0.84pct），销售费率27.5%（同比+5.48pct），管理费率4.67%（同比+1.98pct），归母净利率38.76%（同比-9.13pct）。2024Q1综合毛利率81.4%（同比-1.23pct），销售费率32.6%（同比+9.26pct），管理费率5.36%（同比-0.67pct），归母净利率37.09%（同比-5.62pct）。

### 械品稳健、妆品发力，渠道广度与深度并进

1) 产品端：敷尔佳医用透明质酸钠修复贴已形成了领先的市场地位，公司于2022年推出II类医用胶原蛋白敷料，搭建透明质酸钠与胶原蛋白双轮驱动的策略；随着护肤品牌竞争以及护肤教育的加深，消费者更加注重产品的成分、功效及安全性，公司陆续推出“美白面膜”、“清痘面膜”、“熬夜面膜”、“抗皱面膜”等。2) 渠道端：公司采用线上线下渠道协调发展，线上渠道稳定天猫现有优势，拓展新平台实现突破；同时公司积极拓展直播带货销售模式，为直营店铺输送客户；此外公司线下实体渠道经销模式快速发展，成为线下收入的新增长点。

### 盈利预测、估值与评级

考虑到公司电商转型驱动线上较高增速，销售费率边际有一定上行，预计公司2024-2026年收入分别为21.93/24.71/27.48亿元，对应增速分别为13.4%/12.7%/11.2%；归母净利润分别为8.25/9.18/10.19亿元，对应增速分别为10.1%/11.3%/11.0%；EPS分别为2.06/2.29/2.55元/股。依据可比公司估值，给予公司2024年20倍PE，对应目标价41.23元人民币，维持“增持”评级。

风险提示：市场竞争加剧；新品推广不及预期；线下复苏不及预期；流量成本大幅上升

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	400.08/40.08
流通A股市值(百万元)	1,335.06
每股净资产(元)	14.38
资产负债率(%)	4.46
一年内最高/最低(元)	80.04/25.21

### 股价相对走势



### 作者

分析师：邓文慧  
 执业证书编号：S0590522060001  
 邮箱：dengwh@glsc.com.cn  
 分析师：李英  
 执业证书编号：S0590522110002  
 邮箱：liy@glsc.com.cn

### 相关报告

1、《敷尔佳 (301371)：2023H1 业绩符合预期，线上直销占比增加》2023.08.24

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1769	1934	2193	2471	2748
增长率(%)	7.25%	9.29%	13.40%	12.71%	11.21%
EBITDA(百万元)	1119	970	1172	1286	1407
归母净利润(百万元)	847	749	825	918	1019
增长率(%)	5.15%	-11.56%	10.07%	11.28%	11.01%
EPS(元/股)	2.12	1.87	2.06	2.29	2.55
市盈率(P/E)	15.7	17.8	16.2	14.5	13.1
市净率(P/B)	4.8	2.4	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	10.6	11.4	7.0	5.6	4.3

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2024年04月25日收盘价

**财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1483	3317	4198	5236	6370	营业收入	1769	1934	2193	2471	2748
应收账款+票据	7	18	15	17	19	营业成本	299	344	398	454	505
预付账款	18	15	28	31	35	营业税金及附加	17	34	39	44	49
存货	126	123	147	168	187	营业费用	390	532	603	685	769
其他	69	6	46	51	57	管理费用	63	123	136	148	159
<b>流动资产合计</b>	<b>1703</b>	<b>3480</b>	<b>4434</b>	<b>5504</b>	<b>6668</b>	财务费用	-27	-75	-56	-71	-87
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0	0
固定资产	35	672	567	461	356	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	553	0	0	0	0	投资净收益	6	13	13	13	13
无形资产	29	28	23	19	14	其他	99	13	22	12	12
其他非流动资产	706	1709	1705	1700	1700	<b>营业利润</b>	<b>1132</b>	<b>1001</b>	<b>1108</b>	<b>1237</b>	<b>1378</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>1323</b>	<b>2409</b>	<b>2295</b>	<b>2181</b>	<b>2071</b>	营业外净收益	3	4	6	6	6
<b>资产总计</b>	<b>3026</b>	<b>5889</b>	<b>6729</b>	<b>7685</b>	<b>8739</b>	<b>利润总额</b>	<b>1135</b>	<b>1004</b>	<b>1113</b>	<b>1243</b>	<b>1383</b>
短期借款	0	0	0	0	0	所得税	288	255	289	325	365
应付账款+票据	121	130	122	139	154	<b>净利润</b>	<b>847</b>	<b>749</b>	<b>825</b>	<b>918</b>	<b>1019</b>
其他	124	137	163	185	206	少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>245</b>	<b>268</b>	<b>284</b>	<b>324</b>	<b>361</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>847</b>	<b>749</b>	<b>825</b>	<b>918</b>	<b>1019</b>
长期带息负债	0	7	5	4	2	<b>财务比率</b>					
长期应付款	0	0	0	0	0		<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
其他	1	14	14	14	14	<b>成长能力</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>1</b>	<b>20</b>	<b>19</b>	<b>17</b>	<b>16</b>	营业收入	7.25%	9.29%	13.40%	12.71%	11.21%
<b>负债合计</b>	<b>246</b>	<b>288</b>	<b>303</b>	<b>341</b>	<b>376</b>	EBIT	3.59%	-16.13%	13.77%	10.83%	10.63%
少数股东权益	0	0	0	0	0	EBITDA	3.45%	-13.32%	20.79%	9.78%	9.35%
股本	360	400	400	400	400	归属于母公司净利润	5.15%	-11.56%	10.07%	11.28%	11.01%
资本公积	748	2780	2780	2780	2780	<b>获利能力</b>					
留存收益	1672	2421	3246	4164	5183	毛利率	83.07%	82.23%	81.83%	81.63%	81.61%
<b>股东权益合计</b>	<b>2780</b>	<b>5601</b>	<b>6426</b>	<b>7344</b>	<b>8363</b>	净利率	47.89%	38.76%	37.62%	37.14%	37.07%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3026</b>	<b>5889</b>	<b>6729</b>	<b>7685</b>	<b>8739</b>	ROE	30.48%	13.38%	12.83%	12.50%	12.18%
<b>现金流量表</b>						ROIC	61.02%	50.74%	57.29%	64.87%	77.05%
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	<b>偿债能力</b>					
净利润	847	749	825	918	1019	资产负债率	8.12%	4.89%	4.50%	4.44%	4.31%
折旧摊销	11	41	114	114	110	流动比率	7.0	13.0	15.6	17.0	18.5
财务费用	-27	-75	-56	-71	-87	速动比率	6.1	12.5	14.8	16.2	17.7
存货减少(增加为“-”)	-27	2	-24	-21	-19	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	49	43	-57	8	6	应收账款周转率	237.2	106.9	145.2	145.2	145.2
其它	43	64	22	16	14	存货周转率	2.4	2.8	2.7	2.7	2.7
<b>经营活动现金流</b>	<b>897</b>	<b>825</b>	<b>824</b>	<b>964</b>	<b>1044</b>	总资产周转率	0.6	0.3	0.3	0.3	0.3
资本支出	-398	-107	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	0	-950	0	0	0	每股收益	2.1	1.9	2.1	2.3	2.5
其他	414	-10	3	5	5	每股经营现金流	2.2	2.1	2.1	2.4	2.6
<b>投资活动现金流</b>	<b>16</b>	<b>-1067</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	每股净资产	6.9	14.0	16.1	18.4	20.9
债权融资	0	7	-2	-2	-1	<b>估值比率</b>					
股权融资	0	40	0	0	0	市盈率	15.7	17.8	16.2	14.5	13.1
其他	-9	2028	56	71	87	市净率	4.8	2.4	2.1	1.8	1.6
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-9</b>	<b>2075</b>	<b>55</b>	<b>69</b>	<b>85</b>	EV/EBITDA	10.6	11.4	7.0	5.6	4.3
<b>现金净增加额</b>	<b>903</b>	<b>1833</b>	<b>881</b>	<b>1038</b>	<b>1134</b>	EV/EBIT	10.7	11.9	7.8	6.2	4.7

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 04 月 25 日收盘价

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券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。

国联证券的销售人员、交易人员以及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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及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一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

**无锡：**江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

**上海：**上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼