

➤ **事件概述。**公司于 4 月 26 日发布 2023 年年报及 2024 年一季报。2023 年，实现营业收入 19.34 亿元，同比+9.29%；实现归母净利润 7.49 亿元，同比-11.56%；实现扣非归母净利润 7.28 亿元，同比-5.06%。24Q1，实现营业收入 4.09 亿元，同比+9.65%；实现归母净利润 1.52 亿元，同比-4.77%；实现扣非归母净利润 1.42 亿元，同比-5.34%。

➤ **24Q1 营收延续增长态势，主要系化妆品与线上渠道增长带动。**2023 年，公司实现营收 19.34 亿元，同比+9.29%。1) **分产品看**，化妆品类实现营收 10.83 亿元，同比+19.92%，占收入比重为 56.02%，同比+4.97 pct；医疗器械类实现营收 8.50 亿元，同比-1.79%，占收入的比例为 43.98%。2) **分渠道看**，2023 年，线上渠道实现营收 9.24 亿元，同比+28.53%，占收入的 47.76%，同比+7.15 pct。其中，直销实现营收 7.90 亿元，同比+33.94%，代销、经销实现营业收入 1.33 亿元，同比+3.66%；线下经销渠道实现营收 10.10 亿元，同比-3.87%，占收入的比例为 52.23%。

➤ **毛利率同比缩减，费用率有所上行。**①**毛利率端**，2023 年，毛利率为 82.23%，同比-0.84 pct，主要系产品结构与渠道结构变化所致。化妆品、医疗器械毛利率为 80.26%、84.74%，同比+0.05、-1.32 pct。24Q1，毛利率为 81.41%，同比-1.24 pct。②**费率端**，2023 年，销售费率/管理费率/研发费率/财务费率分别为 27.53%/4.67%/1.70%/-3.88%，分别同比+5.47/+1.98/+0.83/-2.35 pct。其中，2023 年，销售费用同比+36.44%，主要系线上收入相关营销费增加所致；管理费用同比+89.74%，主要系增加房屋及设备折旧费、物业费、购买办公家具及厨房设备等低值易耗品、新招聘人员等导致；财务费用为-0.75 亿元，主要系货币资金增长带动利息收入的增长所致；研发费用同比+112.88%，主要系公司不断加大研发投入所致。24Q1，销售费率/管理费率/研发费率/财务费率为 32.62%/5.36%/1.48%/-6.23%，分别同比+9.26/-0.66/+0.03/-3.47 pct，销售费率上行主要系 24Q1 公司持续加大宣传推广费用以及电商渠道费用投放所致。③**净利率**：基于毛利率与费率情况，2023 年，净利率为 38.76%，同比-9.13 pct；24Q1，净利率为 37.09%，同比-5.62 pct，主要系统上销售占比增长带动销售费用增长且公司北方美妆基地启用以及持续提升研发投入所致。

➤ **产品、渠道、营销多维度强化竞争力，深化品牌知名度和铸造企业龙头地位。**①**大单品打造品牌力，产品矩阵持续丰富。**敷尔佳旗下核心单品为白膜和黑膜，两大单品推动医疗器械类业务市场地位持续提升。公司以医用敷料产品为基础，迅速扩充功能性护肤品，覆盖水、精华及乳液、喷雾、冻干粉等多剂型，打造保湿、舒缓、修护、祛痘、美白、紧致、抗皱等多种功效产品。2023 年，敷尔佳拥有 5 个销售额过亿的单品，分别为医用透明质酸钠修复贴（白膜）、敷尔佳清痘净肤修护贴、医用透明质酸钠修复贴（黑膜）、敷尔佳积雪草舒缓修护贴和敷尔佳烟酰胺美白淡斑修护面膜。目前多款原料与产品处在研发阶段，**医美产品布局方面**，目前有 2 款胶原蛋白填充剂和 2 款微球填充剂正在研发，其中，重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维处于产品中试生产阶段，重组 III 型人源化胶原蛋白填充剂处于产品设计输入、小试阶段；细菌纤维素基组织工程支架材料的关键制备基数与左旋乳酸负载胶原蛋白功能性多空球形填充材料开发均处于研究阶段，未来有望丰富公司医美产品管线。②**线下深度布局，线上多平台打通。**高度重视线下布局，已实现覆盖医疗机构、美容机构、化妆品专营店等多层级、多维度的终端销售格局；线上通过直销、经销等多样化方式落实到消费场景，天猫、小红书、考拉海购、京东、抖音、快手、拼多多等 B2C 平台均有设立官方自营旗舰店，实现线上销售平台全覆盖。③**多维度精准营销布局，保持强品牌力。**从传统媒体、新媒体、移动端、公众号到小程序等多层次推广，实现从广度到精度的品牌推广，精准营销高效提升品牌知名度。

➤ **发布 2023 年度利润分配预案。**公司拟向股东每 10 股派发现金股利 10 元（含税），合计派发现金股利 4.00 亿元（含税），现金分红比例达 53.39%。

➤ **投资建议：**在功能性护肤品和医疗器械类敷料赛道，敷尔佳品牌力得到市场验证，且研发力持续加码，未来市场份额有望不断提升，预计 24-26 年公司实现营业收入 21.76、24.41、27.20 亿元，分别同比+12.5%、+12.2%、+11.4%；实现归母净利润 8.50、9.53、10.66 亿元，分别同比+13.5%、+12.1%、+11.8%，4 月 26 日收盘价对应 PE 为 16/14/12 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**新品拓展不及预期；行业竞争加剧；产品安全风险；募投项目进展不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1,934	2,176	2,441	2,720
增长率（%）	9.3	12.5	12.2	11.4
归属母公司股东净利润（百万元）	749	850	953	1,066
增长率（%）	-11.6	13.5	12.1	11.8
每股收益（元）	1.87	2.13	2.38	2.66
PE	18	16	14	12
PB	2.4	2.1	1.8	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 26 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

33.10 元



分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 郑紫舟

执业证书：S0100522080003

邮箱：zhengzizhou@mszq.com

研究助理 褚菁菁

执业证书：S0100123060038

邮箱：zhujingjing@mszq.com

相关研究

1.敷尔佳 (301371.SZ) 深度报告：产品+渠道+营销发力，医用敷料龙头高速增长-2024/01/18

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,934	2,176	2,441	2,720
营业成本	344	385	429	473
营业税金及附加	34	35	38	44
销售费用	532	594	657	731
管理费用	90	97	105	117
研发费用	33	34	34	36
EBIT	912	1,049	1,204	1,350
财务费用	-75	-75	-56	-61
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	13	12	14	14
营业利润	1,001	1,137	1,274	1,425
营业外收支	4	3	3	3
利润总额	1,004	1,139	1,277	1,428
所得税	255	289	324	362
净利润	749	850	953	1,066
归属于母公司净利润	749	850	953	1,066
EBITDA	954	1,099	1,271	1,441

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,317	3,990	4,870	5,710
应收账款及票据	18	9	10	11
预付款项	15	23	25	26
存货	123	165	186	206
其他流动资产	6	134	24	24
流动资产合计	3,480	4,320	5,115	5,977
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	664	756	890	1,067
无形资产	28	29	30	31
非流动资产合计	2,409	2,453	2,638	2,867
资产合计	5,889	6,774	7,753	8,844
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	130	148	159	168
其他流动负债	137	154	168	183
流动负债合计	268	302	327	351
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	20	20	21	22
非流动负债合计	20	20	21	22
负债合计	288	322	348	373
股本	400	400	400	400
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	5,601	6,452	7,405	8,470
负债和股东权益合计	5,889	6,774	7,753	8,844

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	9.29	12.54	12.21	11.42
EBIT 增长率	-16.91	14.99	14.71	12.18
净利润增长率	-11.56	13.46	12.09	11.83
盈利能力 (%)				
毛利率	82.23	82.31	82.42	82.63
净利率	38.76	39.07	39.04	39.18
总资产收益率 ROA	12.72	12.55	12.29	12.05
净资产收益率 ROE	13.38	13.18	12.87	12.58
偿债能力				
流动比率	13.00	14.32	15.65	17.01
速动比率	12.47	13.26	14.94	16.29
现金比率	12.39	13.22	14.90	16.25
资产负债率 (%)	4.89	4.75	4.49	4.22
经营效率				
应收账款周转天数	3.41	1.53	1.52	1.50
存货周转天数	130.72	156.00	158.00	159.00
总资产周转率	0.43	0.34	0.34	0.33
每股指标 (元)				
每股收益	1.87	2.13	2.38	2.66
每股净资产	14.00	16.13	18.51	21.17
每股经营现金流	2.06	2.15	2.51	2.86
每股股利	1.00	1.00	1.00	1.00
估值分析				
PE	18	16	14	12
PB	2.4	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	10.33	8.97	7.76	6.84
股息收益率 (%)	3.02	3.02	3.02	3.02

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	749	850	953	1,066
折旧和摊销	42	50	67	91
营运资金变动	43	-24	3	2
经营活动现金流	826	859	1,006	1,142
资本开支	-119	-189	-247	-314
投资	-950	102	0	0
投资活动现金流	-1,067	-185	-123	-300
股权募资	2,127	0	0	0
债务募资	0	0	-1	0
筹资活动现金流	2,075	-2	-3	-2
现金净流量	1,834	672	880	840

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026