

➤ **事件概述。**敷尔佳发布 2024 年三季度报告。24Q1-Q3, 实现营业收入 14.66 亿元, 同比+9.47%, 实现归母净利润 5.14 亿元, 同比-4.20%, 实现扣非归母净利润 4.90 亿元, 同比-6.71%。其中, 24Q3, 实现营业收入 5.27 亿元, 同比+11.88%, 实现归母净利润 1.73 亿元, 同比-5.16%, 实现扣非归母净利润 1.66 亿元, 同比-9.03%。

➤ **24Q1-Q3 毛利率同比缩减, 随营销推广与研发投入, 费用率有所上行。**1) **毛利率端:** 24Q1-Q3, 毛利率为 81.65%, 同比-0.73 pct; 24Q3, 毛利率为 82.07%, 同比+0.48 pct。2) **费用率端:** 24Q1-Q3, 销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 33.56%、4.30%、2.14%、-4.67%, 分别同比+7.03、-0.46、+0.97、-0.98 pct; 24Q3, 销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率为 36.30%、3.43%、2.95%、-4.42%, 分别同比+7.69、-0.90、+1.98、+1.09 pct。其中, 24Q1-Q3, 销售费用为 4.92 亿元, 同比+38.50%, 主要系公司持续加大宣传推广费以及电商渠道费用投入所致; 研发费用为 3136 万元, 同比+100.80%, 主要系公司不断加大研发投入所致。3) **净利率端:** 基于毛利率及费用率情况, 24Q1-Q3, 净利率为 35.03%, 同比-5.00 pct; 24Q3, 净利率为 32.91%, 同比-5.91 pct。

➤ **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、冻干粉等多形态产品, 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, 公司已拥有多个年销售额过亿元单品, 包括白膜、敷尔佳清痘净肤修护贴、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。24 年 8 月, 公司实现研发成果转化, 上新 10 余款产品, 包括应用超分子技术的重磅新品葡萄籽溯颜弹嫩乳液面膜、白池花籽盈润舒肌乳液面膜和流莹精粹水, 以及公司自研的乳糖酸控油敛肤面膜等产品。**医美产品布局方面,**重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维已完成临床试验备案, 后续可以启动临床试验; 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, 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) **持续加大研发投入, 提升综合竞争力。**上海分公司于 24 年 6 月 15 日正式投入使用, 助力公司长期可持续发展, 同时, 公司持续深耕 II、III 类医疗器械, 扩充产品线, 重点开展皮肤改善类和注射填充类医疗器械的研发、生产转化和注册申报工作。

➤ **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 21.33、23.59、25.95 亿元, 分别同比+10.3%、+10.6%、+10.0%; 实现归母净利润 7.14、7.83、8.54 亿元, 分别同比-4.7%、+9.7%、+9.0%, 10 月 25 日收盘价对应 PE 为 20/19/17 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	2,133	2,359	2,595
增长率 (%)	9.3	10.3	10.6	10.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	749	714	783	854
增长率 (%)	-11.6	-4.7	9.7	9.0
每股收益 (元)	1.87	1.78	1.96	2.13
PE	19	20	19	17
PB	2.6	2.5	2.3	2.2

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 10 月 25 日收盘价)

## 推荐

维持评级

当前价格:

36.30 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

- 敷尔佳 (301371.SZ) 2023 年年报及 2024 年一季报点评: 24Q1 收入同比+9.7%, 妆品业务持续发力带动成长-2024/04/27
- 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	2,133	2,359	2,595
营业成本	344	384	427	471
营业税金及附加	34	34	37	42
销售费用	532	732	807	884
管理费用	90	93	101	109
研发费用	33	49	53	58
EBIT	912	851	945	1,041
财务费用	-75	-75	-77	-75
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	13	28	25	25
营业利润	1,001	954	1,046	1,141
营业外收支	4	3	3	3
利润总额	1,004	957	1,049	1,144
所得税	255	243	266	290
净利润	749	714	783	854
归属于母公司净利润	749	714	783	854
EBITDA	954	901	1,012	1,132

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,317	3,172	3,499	3,707
应收账款及票据	18	9	10	11
预付款项	15	23	25	26
存货	123	164	184	205
其他流动资产	6	296	186	186
流动资产合计	3,480	3,663	3,904	4,135
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	2,574	2,759	2,988
资产合计	5,889	6,238	6,663	7,122
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	130	147	158	168
其他流动负债	137	152	164	177
流动负债合计	268	299	322	345
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	20	23	24	25
非流动负债合计	20	23	24	25
负债合计	288	322	346	370
股本	400	400	400	400
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	5,601	5,915	6,317	6,753
负债和股东权益合计	5,889	6,238	6,663	7,122

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
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	9.29	10.34	10.58	10.01
EBIT 增长率	-16.91	-6.69	11.01	10.16
净利润增长率	-11.56	-4.71	9.65	9.03
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	82.23	82.01	81.91	81.83
净利润率	38.76	33.47	33.19	32.89
总资产收益率 ROA	12.72	11.45	11.75	11.99
净资产收益率 ROE	13.38	12.07	12.39	12.64
<b>偿债能力</b>				
流动比率	13.00	12.24	12.14	12.00
速动比率	12.47	10.63	10.92	10.80
现金比率	12.39	10.60	10.88	10.76
资产负债率 (%)	4.89	5.17	5.19	5.19
<b>经营效率</b>				
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	0.35	0.37	0.38
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.87	1.78	1.96	2.13
每股净资产	14.00	14.79	15.79	16.88
每股经营现金流	2.06	1.36	2.06	2.29
每股股利	1.00	1.00	0.95	1.04
<b>估值分析</b>				
PE	19	20	19	17
PB	2.6	2.5	2.3	2.2
EV/EBITDA	12.09	12.81	11.40	10.20
股息收益率 (%)	2.75	2.75	2.63	2.88

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	749	714	783	854
折旧和摊销	42	50	67	91
营运资金变动	43	-188	0	0
经营活动现金流	826	543	823	917
资本开支	-119	-189	-247	-314
投资	-950	-15	0	0
投资活动现金流	-1,067	-287	-112	-289
股权募资	2,127	0	0	0
债务募资	0	0	-2	0
筹资活动现金流	2,075	-402	-385	-420
现金净流量	1,834	-145	327	208

## 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。	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