

渠道调整与费用投放加大致利润率略有承压

2025 年 04 月 24 日

► **事件：敷尔佳发布 2024 年年度报告。**24 年公司实现营收 20.17 亿元，同比+4.32%；归母净利润 6.61 亿元，同比-11.77%；扣非归母净利润 6.04 亿元，同比-17.00%。24Q4 公司实现营收 5.51 亿元，同比-7.31%；归母净利润 1.47 亿元，同比-30.82%；扣非归母净利润 1.14 亿元，同比-43.65%。

► **线上收入占比提升至 54.96%，化妆品类占比提升至 57.72%。**24 年公司营收 20.17 亿元，同比+4.32%，主要系加大推广及销售力度所致。分渠道看：

1) 线上渠道，24 年收入 11.08 亿元，同比+20.03%，占比提升 7.19pct 至 54.96%，其中直销收入 10.02 亿元，同比+26.76%，占比提升 8.79pct 至 49.67%，代销收入 0.64 亿元，同比-17.93%，占比降低 0.86pct 至 3.16%，经销收入 0.43 亿元，同比-22.76%，占比降低 0.74pct 至 2.12%。**2) 线下渠道**，24 年收入 9.08 亿元，同比-10.05%，占比降低 7.19pct 至 45.04%。分品类看：**1) 医疗器械类**，24 年收入 8.53 亿元，同比+0.27%，占比降低 1.7pct 至 42.28%；**2) 化妆品类**，24 年收入 11.64 亿元，同比+7.49%，占比提升 1.7pct 至 57.72%。

► **24 年毛利率为 81.73%，销售费用投放加大，净利率同比-5.98pct。****1) 毛利率方面**，24 年公司毛利率为 81.73%，同比-0.5pct，分品类看，化妆品毛利率为 79.22%，同比-1.04pct，医疗器械毛利率为 85.16%，同比+0.42pct；24Q4 公司毛利率为 81.96%，同比+0.06pct。**2) 费用率方面**，24 年公司销售/管理/研发费用率分别为 37.09%/4.27%/1.73%，同比变化 +9.56pct/-0.39pct/+0.03pct，销售费用率上涨主要系线上收入相关营销费增加所致；24Q4 公司销售/管理/研发费用率分别为 46.40%/0.63%/4.19%，同比变化 +16.69pct/-2.27pct/-0.26pct。**3) 净利率方面**，24 年公司净利率为 32.78%，同比-5.98pct，主要系销售推广投入增加所致，归母净利率 32.78%，同比-5.98pct，扣非归母净利率为 29.94%，同比-7.69pct；24Q4 公司归母净利率为 26.77%，同比-9.10pct，扣非归母净利率为 20.75%，同比-13.38pct。

► **深化医疗器械布局，加码重组胶原蛋白材料。**根据公司公告，医疗器械类产品目前主要是以医用透明质酸钠修复贴、医用重组 III 型人源化胶原蛋白贴等为代表 II 类医疗器械类产品，III 类医疗器械类产品目前处于在研阶段，包括重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维、注射用重组 III 型人源化胶原蛋白填充剂、重组 III 型人源化胶原蛋白贴敷料等，重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维进展较快，目前处于临床阶段，进展顺利，值得期待。

► **投资建议：**考虑到公司持续推进渠道调整，我们预计 25-27 年公司归母净利润分别为 7.2 亿元、8.0 亿元、9.0 亿元，yoy+9.0%/+10.7%/+13.0%，当前股价对应 25-27 年 PE 分别为 18x、16x、14x，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**产品研发不及预期、行业竞争加剧、政策变化风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	2,017	2,308	2,521	2,914
增长率 (%)	4.3	14.4	9.2	15.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	661	721	797	901
增长率 (%)	-11.8	9.0	10.7	13.0
每股收益 (元)	1.65	1.80	1.99	2.25
PE	19	18	16	14
PB	2.2	2.2	2.1	2.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 24 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

31.84 元

分析师 解慧新

执业证书：S0100522100001

邮箱：xiehuixin@mszq.com

相关研究

1.敷尔佳 (301371.SZ) 2024 年三季报点评：24Q3 收入同比+11.9%，逐步沉淀品牌力与产品力-2024/10/26

2.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

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

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,017	2,308	2,521	2,914
营业成本	368	417	458	541
营业税金及附加	30	35	39	47
销售费用	748	889	945	1,078
管理费用	86	99	101	117
研发费用	35	46	50	58
EBIT	787	866	953	1,103
财务费用	-86	-86	-86	-74
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	35	40	27	29
营业利润	909	991	1,066	1,205
营业外收支	2	2	3	3
利润总额	911	993	1,068	1,208
所得税	250	273	271	306
净利润	661	721	797	901
归属于母公司净利润	661	721	797	901
EBITDA	842	929	1,036	1,208

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,839	1,858	1,930	1,883
应收账款及票据	5	10	10	12
预付款项	25	25	27	30
存货	160	178	198	235
其他流动资产	1,632	1,622	1,507	1,507
流动资产合计	3,661	3,693	3,672	3,668
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	644	737	870	1,046
无形资产	28	29	30	31
非流动资产合计	2,424	2,452	2,633	2,863
资产合计	6,085	6,145	6,305	6,531
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	64	160	169	193
其他流动负债	330	169	176	200
流动负债合计	393	329	345	392
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	29	33	34	35
非流动负债合计	29	33	34	35
负债合计	422	362	379	427
股本	400	400	400	400
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	5,662	5,783	5,926	6,104
负债和股东权益合计	6,085	6,145	6,305	6,531

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	4.32	14.43	9.24	15.59
EBIT 增长率	-13.74	10.01	10.06	15.74
净利润增长率	-11.77	9.00	10.67	13.04
盈利能力 (%)				
毛利率	81.73	81.92	81.85	81.45
净利率	32.78	31.22	31.63	30.93
总资产收益率 ROA	10.87	11.73	12.65	13.80
净资产收益率 ROE	11.68	12.46	13.46	14.77
偿债能力				
流动比率	9.31	11.24	10.65	9.35
速动比率	8.51	10.26	9.98	8.66
现金比率	4.67	5.65	5.59	4.80
资产负债率 (%)	6.94	5.89	6.01	6.54
经营效率				
应收账款周转天数	0.90	1.53	1.52	1.50
存货周转天数	158.78	156.00	158.00	159.00
总资产周转率	0.34	0.38	0.41	0.45
每股指标 (元)				
每股收益	1.65	1.80	1.99	2.25
每股净资产	14.15	14.45	14.81	15.26
每股经营现金流	1.52	1.67	2.13	2.45
每股股利	1.50	1.50	1.63	1.81
估值分析				
PE	19	18	16	14
PB	2.2	2.2	2.1	2.1
EV/EBITDA	13.05	11.83	10.60	9.09
股息收益率 (%)	4.71	4.71	5.13	5.68

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	661	721	797	901
折旧和摊销	55	63	83	105
营运资金变动	-71	-77	-1	5
经营活动现金流	610	670	850	981
资本开支	-121	-200	-258	-328
投资	-1,811	115	0	0
投资活动现金流	-1,721	-46	-116	-299
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	-5	0
筹资活动现金流	-367	-604	-664	-728
现金净流量	-1,479	19	71	-46

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获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048