

主动优化渠道短期影响营收，发力线上使得投放显著增大

核心观点

24年公司实现营收 20.17 亿元，同比增长 4.32%，归母净利润 6.61 亿元，同比下滑 11.77%，25Q1 公司营收同比-26.39%；归母净利润-39.77%，24 年初公司开始对经销商数量进行控制，至 24Q4 开始对销售进一步加强优化和价格梳理，使得近半年来营收受到较大影响；利润端受线上渠道增长带来的销售费用大幅增长结构性影响，2025Q1 销售费用率进一步提升至 52.8%，抖音渠道在初期投放均相对较高，伴随规模良性提升存在优化空间，且公司毛利率相对较高，盈利安全垫仍存。公司毛利率整体稳定，表明对价格管理有一定成效，后续关注经销渠道的调整节奏点以及线上的利润情况。

事件

公司披露 2024 年年报及 25 年一季报：

2024 年公司实现营业收入 20.17 亿元，同比增长 4.32%，归属股东净利润 6.61 亿元，同比下滑 11.77%；扣非净利润 6.04 亿元，同比下滑 17.00%。

2025Q1 公司实现营业收入 3.01 亿元，同比-26.39%；归属股东净利润 0.91 亿元，同比-39.77%；扣非净利润 0.53 亿元，同比-62.82%。

公司计划每 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），同时每 10 股转增 3 股。

简评

销售渠道主动调整使得经销下滑，线上直销增长结构性投放加大

24Q4 公司营收 5.51 亿元，同比-7.31%，归母净利润 1.47 亿元，同比-30.82%。25Q1 公司继续承压，收入端主要由于公司主动开展销售渠道优化与产品价格梳理工作；利润端受线上渠道增长带来的销售费用大幅增长结构性影响。2024 年公司线上渠道收入达 11.08 亿元，同比+20.03%，占主营业务收入比重从 47.77%提升至 54.96%，首次超过一半。线上增长主要由直销驱动，线上直销收入达 10.02 亿元，同比增长 26.76%，占主营业务收入比重达 49.67%。公司稳定天猫、京东等货架电商优势，同时积极拓展抖音等兴趣电商平台。线下渠道收入为 9.08 亿元，同比下滑 10.05%。24 年初公司开始对经销商数量进行控制，至 24Q4 开始对销售进一步加强优化和价格梳理，使得近半年来营收受到较大影响。

敷尔佳 (301371.SZ)

维持

增持

于佳琪

yujiaqibj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521110003

刘乐文

liulewen@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521080003

SFC 编号:BPC301

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:S1440519030001

SFC 编号:BOT812

黄杨璐

huangyanglu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100001

发布日期：2025 年 04 月 28 日

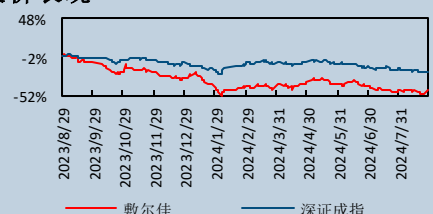
当前股价：31.84 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-10.61/-8.60	-10.08/-12.16	-5.91/-15.02
12 月最高/最低价 (元)		40.95/26.11
总股本 (万股)		40,008.00
流通 A 股 (万股)		5,944.00
总市值 (亿元)		127.39
流通市值 (亿元)		18.93
近 3 月日均成交量 (万)		170.94
主要股东		
张立国		84.41%

股价表现



销售费用增长明显，兴趣电商伴随规模提升有望优化盈利

24Q4 公司毛利率 81.96%/+0.07pct，25Q1 毛利率 83.03%/+1.62%。公司从 24Q3 季度开始毛利率同比转为正增，一方面自销加强，另一方面价格管控有一定成效。24 全年归母净利润率 32.78%，-6.0pct，其中 Q4 归母净利润率 26.77%，Q1 归母净利润率 30.35%，-6.9pct，销售费用增高使得利润率下降。2024 年公司销售费用达 7.48 亿元，同比增长 40.53%，销售费用率达 37.1%/9.6pct。2025Q1 销售费用率进一步提升至 52.8%，预计兴趣电商费用率超 60%，抖音渠道在初期投放均相对较高，伴随规模良性提升存在优化空间，且公司毛利率相对较高，盈利安全垫仍存。2025Q1 公司预付款项的大幅增长 211.93%，经营活动产生的现金流量净额为-0.66 亿元，均与预付平台推广费用增加有关，Q2 大促费用前置为行业普遍现象。公司持续加大研发投入，2024 年研发费用 3482 万元，同比增长 6.04%，公司研发人员数量增至 58 人，公司上海研发中心已投入使用，南北联动格局初步形成。

化妆品稳步增长，医疗器械毛利提升，新品与医美布局持续推进

分产品看，2024 年公司化妆品实现收入 11.64 亿元，同比增长 7.49%，占主营业务收入 57.72%，毛利率为 79.22%，同比下降 1.04pct。医疗器械实现收入 8.53 亿元，同比基本持平(+0.27%)，毛利率为 85.16%，同比提升 0.42pct。公司持续打造大单品，全年销售额过亿产品增至 6 款，新增透明质酸钠次抛修护液。产品推新加速，全年新增 13 个普通化妆品备案，推出了包括葡萄籽乳液面膜、乳糖酸面膜、蓝铜肽系列等多款新品。医美领域布局取得新进展，重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维已完成临床试验备案并启动临床试验，后续有望为公司开拓新的增长曲线。

盈利预测与投资建议：公司目前处于线上大幅投放周期，使得费用率提升显著，飞瓜数据显示敷尔佳品牌 Q1 抖音 GMV+41%，也是投放的成果体现，公司毛利率整体稳定，表明对价格管理有一定成效，后续关注经销渠道的调整节奏点以及线上的利润情况。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 6.31/7.15/8.08 亿元，对应 PE 为 20.1/17.8/15.7 倍，维持增持评级。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,933.50	2,016.98	2,073.38	2,350.09	2,671.11
YoY(%)	9.29	4.32	2.80	13.35	13.66
净利润(百万元)	749.34	661.13	631.21	714.88	808.07
YoY(%)	-11.56	-11.77	-4.53	13.26	13.04
毛利率(%)	82.23	81.73	83.25	83.20	82.97
净利率(%)	38.76	32.78	30.44	30.42	30.25
ROE(%)	13.38	11.68	10.67	11.53	12.39
EPS(摊薄/元)	1.87	1.65	1.58	1.79	2.02
P/E(倍)	16.96	19.22	20.13	17.77	15.72
P/B(倍)	2.27	2.24	2.15	2.05	1.95

资料来源：Wind，中信建投

风险分析

- 1、政策监管对产品销售及产品获批时间造成滞后性影响：**由于我国专业皮肤护理行业仍处于初期高速发展阶段，行业监管政策框架和细节仍在不断完善，新政策的不断推出对于新产品的备案以及在研产品的报批均有可能产生影响；
- 2、营销费用增加超预期风险：**公司所处行业不断出现新的竞争对手抢占市场份额，企业获客成本和获客难度持续增加，同时化妆品行业竞争充分，需要较大费用投放；
- 3、产品技术迭代的风险：**如果未来皮肤护理产品出现新原料或新技术，则公司产品可能将会被替代、淘汰。

分析师介绍

于佳琪

上海财经大学统计学学士、硕士，现任中信建投社服商贸行业分析师。拥有六年证券研究从业经验，主要覆盖方向有免税、酒店、旅游、化妆品等多个服务类板块。

刘乐文

中信建投证券社服商贸行业首席分析师。本科毕业于西安交通大学，研究生毕业于美国约翰霍普金斯大学，从事社会服务行业研究八年，对于免税、酒店、餐饮、平台经济等行业拥有深度研究见解和丰富行业积累，曾获得水晶球社会服务行业最佳分析师第一名，新浪最佳分析师，新财富最佳海外研究等评选。

叶乐

中信建投证券纺服轻工及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2024年“金牛奖”纺服行业最佳分析师，2023年“新浪金麒麟”菁英分析师纺服第4、家居第5，2020年“新财富”海外最佳分析师第5名团队成员，目前专注于纺服、轻工、黄金珠宝、教育人力、医美个护等消费服务产业研究。

黄杨璐

中信建投证券轻工纺服&教育行业分析师，同济大学金融学硕士，专注于家居、黄金珠宝、教育人力、医美个护、运动服饰等消费服务产业研究，6年证券从业经验。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk