

公司研究

25年线上亮眼、线下主动收缩，26Q1低基数下业绩高增

——敷尔佳（301371.SZ）2025年年报及2026年一季报点评

要点

事件：

25年收入/归母净利润同比-6.1%/-34.6%，26Q1同比+82.1%/+87.7%

敷尔佳发布2025年年报及2026年一季报。公司2025年实现营业收入18.9亿元，同比下滑6.1%，归母净利润4.3亿元，同比下滑34.6%，扣非归母净利润3.4亿元，同比下滑44.1%，EPS为0.83元，拟每股派发现金股利0.80元（含税），分红率达96%。

分季度来看，2025Q1~Q4公司单季度收入同比-26.4%/+5.9%/-17.6%/+8.2%，归母净利润同比-39.8%/-26.7%/-45.0%/-27.0%。2026Q1单季度公司实现营业收入5.5亿元，同比增长82.1%，归母净利润1.7亿元，同比增长87.7%，扣非归母净利润1.1亿元，同比增长100.1%，2026Q1业绩增长亮眼主要系2025Q1基数较低贡献，2025Q1公司线下渠道调整，部分暂停发货。

点评：

25年化妆品/医疗器械收入同比+16.3%/-36.8%，线上+33.5%、线下收缩

分产品来看，25年化妆品/医疗器械收入占比为71.6%/28.5%，收入同比+16.3%/-36.8%。分渠道来看，25年线上/线下收入占比为78.2%/21.8%（线上占比同比+23.2PCT），二者收入同比+33.5%/-54.5%。其中，线上直销/经销/经销收入占比为61.8%/13.9%/2.5%，收入分别同比+16.7%/+311.9%/+12.4%。

25年及26Q1毛利率同比均有所下降，26Q1费用率下降明显

毛利率：25年毛利率同比-1.7PCT至81.7%，26Q1同比-5.8PCT至77.2%。其中，25年化妆品/医疗器械毛利率分别-0.8/-1.0PCT至78.4%/84.1%，线上/线下毛利率分别-1.3/-4.4PCT至81.0%/76.6%。

费用率：25年期间费用率同比+15.5PCT至54.3%，26Q1同比-9.4PCT，其中25年及26Q1销售费用率分别同比+11.2/-7.3PCT。

其他财务指标：1) 存货25年末同比增加3.5%至1.7亿元，26年3月末较年初增7.5%，存货周转天数25年/26Q1为156/124天，同比+17/-183天。2) 经营净现金流25年同比减少39.9%至3.7亿元；26Q1为1.2亿元，转为净流入。

上调盈利预测，维持“增持”评级

考虑一季度业绩表现好于预期，我们上调公司26~27年盈利预测（归母净利润较前次预测分别上调10%/18%），新增28年盈利预测，对应26~28年归母净利润分别为5.6/6.6/7.6亿元，EPS分别为1.08/1.26/1.46元，当前股价对应PE分别为23/20/17倍，维持“增持”评级。

风险提示：费用控制不当；国内消费疲软；电商流量增长见顶；渠道拓展、营销投放效果、新品推出效果不及预期；对行业趋势变化把握不当。

公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	2,017	1,893	2,367	2,780	3,182
营业收入增长率	4.32%	-6.14%	25.01%	17.45%	14.46%
净利润（百万元）	661	433	560	657	757
净利润增长率	-11.77%	-34.56%	29.48%	17.32%	15.22%
EPS（元）	1.27	0.83	1.08	1.26	1.46
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.68%	7.60%	9.59%	10.67%	11.61%
P/E	20	30	23	20	17
P/B	2.3	2.3	2.2	2.1	2.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2026-4-22

增持（维持）

当前价：24.99元

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001
021-52523680
jianghao@ebsecn.com

分析师：朱洁宇

执业证书编号：S0930523070004
021-52523842
zhujieyu@ebsecn.com

分析师：孙未未

执业证书编号：S0930517080001
021-52523672
sunww@ebsecn.com

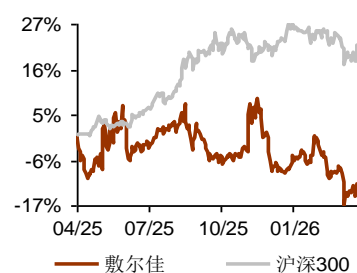
分析师：吴子倩

执业证书编号：S0930525070004
021-52523872
wuziqian@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	5.20
总市值(亿元)	129.97
一年最低/最高(元)	21.48/29.18
近3月换手率	155.06%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	6.63	-1.53	-25.45
绝对	15.27	0.08	1.39

资料来源：Wind

相关研报

前三季度业绩承压，销售费用投入持续加大——敷尔佳（301371.SZ）2025年三季报点评（2025-10-31）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	2,017	1,893	2,367	2,780	3,182
营业成本	368	378	483	565	645
折旧和摊销	47	47	38	40	42
税金及附加	30	24	35	42	48
销售费用	748	915	1,046	1,222	1,392
管理费用	86	93	116	136	155
研发费用	35	51	59	70	81
财务费用	-86	-31	-57	-62	-72
投资收益	35	35	35	35	35
营业利润	909	591	776	909	1,045
利润总额	911	592	766	899	1,035
所得税	250	159	206	241	278
净利润	661	433	560	657	757
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	661	433	560	657	757
EPS(元, 按最新股本计算)	1.27	0.83	1.08	1.26	1.46

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	610	367	458	570	662
净利润	661	433	560	657	757
折旧摊销	47	47	38	40	42
净营运资金增加	75	1,162	271	225	219
其他	-174	-1,276	-412	-353	-356
投资活动产生现金流	-1,721	-714	-15	-15	-15
净资本支出	-121	-40	-50	-50	-50
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-1,601	-674	35	35	35
融资活动现金流	-367	-605	-216	-361	-379
股本变化	0	120	0	0	0
债务净变化	4	-2	143	-86	-57
无息负债变化	131	-178	23	27	26
净现金流	-1,479	-953	227	194	269

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	81.7%	80.1%	79.6%	79.7%	79.7%
EBITDA 率	41.6%	28.1%	30.5%	30.7%	30.8%
EBIT 率	39.0%	25.4%	28.9%	29.2%	29.5%
税前净利润率	45.2%	31.2%	32.4%	32.3%	32.5%
归母净利润率	32.8%	22.9%	23.7%	23.6%	23.8%
ROA	10.9%	7.3%	9.0%	10.1%	11.1%
ROE (摊薄)	11.7%	7.6%	9.6%	10.7%	11.6%
经营性 ROIC	26.8%	10.8%	14.1%	15.8%	17.2%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	7%	4%	7%	5%	5%
流动比率	9.31	15.10	9.09	11.65	14.10
速动比率	8.90	14.28	8.51	10.85	13.08
归母权益/有息债务	1107.42	1587.07	39.85	102.15	1817.90
有形资产/有息债务	1068.44	1478.37	38.33	97.52	1732.13

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	6,085	5,938	6,248	6,510	6,842
货币资金	1,839	886	1,112	1,306	1,575
交易性金融资产	1,502	807	807	807	807
应收账款	5	50	62	72	83
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	3	4	4	5	6
存货	160	166	213	249	284
其他流动资产	152	1,131	1,144	1,154	1,165
流动资产合计	3,661	3,043	3,341	3,594	3,919
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	644	604	614	621	626
在建工程	0	2	2	1	1
无形资产	28	27	25	23	21
商誉	566	566	566	566	566
其他非流动资产	1,186	1,695	1,700	1,705	1,709
非流动资产合计	2,424	2,895	2,906	2,916	2,924
总负债	422	243	408	349	319
短期借款	0	0	143	57	0
应付账款	64	58	72	85	97
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	330	143	152	167	181
流动负债合计	393	202	367	308	278
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	29	41	41	41	41
非流动负债合计	29	41	41	41	41
股东权益	5,662	5,695	5,839	6,160	6,523
股本	400	520	520	520	520
公积金	2,980	2,872	2,920	2,920	2,920
未分配利润	2,282	2,303	2,399	2,720	3,083
归属母公司权益	5,662	5,695	5,839	6,160	6,523
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	37.09%	48.32%	44.20%	43.95%	43.75%
管理费用率	4.27%	4.94%	4.90%	4.88%	4.86%
财务费用率	-4.26%	-1.65%	-2.41%	-2.22%	-2.27%
研发费用率	1.73%	2.69%	2.50%	2.52%	2.54%
所得税率	27%	27%	27%	27%	27%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.77	0.80	0.65	0.76	0.87
每股经营现金流	1.17	0.70	0.88	1.10	1.27
每股净资产	10.89	10.95	11.23	11.84	12.54
每股销售收入	3.88	3.64	4.55	5.34	6.12

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	20	30	23	20	17
PB	2.3	2.3	2.2	2.1	2.0
EV/EBITDA	9.1	23.1	17.1	14.4	12.4
股息率	3.1%	3.2%	2.6%	3.0%	3.5%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼