

消费行业研究组

分析师：黄燕芝

执业证书编号：S1410525120001

投资评级： 增持（维持）

当前价格： 30.35元

敷尔佳 301371.SZ

美容护理行业

## 2025年及2026年一季度业绩点评： 渠道优化成效显著，产品双轮驱动行稳致远

事件：

公司发布2025年度业绩报告。报告显示，2025年公司实现营业收入18.93亿元，同比-6.14%，归母净利润4.33亿元，同比-34.56%，扣非归母净利润3.37亿元，同比-44.13%。拆分单季度来看，2025Q4实现营业收入5.96亿元，同比+8.25%，归母净利润1.08亿元，同比-26.99%，扣非归母净利润0.84亿元，同比-26.71%。

公司发布2026年一季度业绩报告。报告显示，2026年一季度公司实现营业收入5.48亿元，同比+82.12%，归母净利润1.72亿元，同比+87.73%，扣非归母净利润1.05亿元，同比+100.13%。

投资要点：

◆2025年公司收入下滑主要系公司优化线下渠道所致。2025年公司线上渠道/线下渠道收入占比分别为78.19%/21.81%，线上渠道收入占比同比提升23.23个百分点，线上渠道为公司最重要的销售渠道，公司渠道结构持续优化。2025年公司成功上市清痘2.0系列、方胖子湿敷膜系列、乳糖酸系列及凤凰油等新品，且进一步扩充了洁面和精华油等产品，持续丰富产品矩阵。公司在医疗器械领域布局长短期研发规划，稳固II类器械基本盘并向高壁垒III类器械进阶。2025年医用海藻糖修复贴获批上市完善敷料管线，同时两大重组胶原蛋白III类器械临床试验稳步推进，研发转化节奏持续加快。

◆盈利能力方面，2025年公司毛利率80.06%，同比-1.67pct，净利率22.85%，同比-9.93pct。2025年公司销售费用率/管理费用率/研发费用率为48.32%/4.94%/2.69%，同比+11.23pct/+0.67pct/+0.96pct。2026年一季度公司毛利率77.20%，同比-5.83pct，净利率31.29%，同比+0.94pct。2026年一季度公司销售费用率/管理费用率/研发费用率为45.61%/3.66%/2.44%，同比-7.28pct/-3.73pct/-0.81pct。2025年公司销售费用率提升明显，公司增加了线上销售推广投入导致净利率下滑明显。

◆估值和投资建议：2026年，公司将持续深耕专业护肤赛道，坚持强化“医疗器械+功能性护肤品”双轮驱动核心发展战略。我们预计2026-2028年公司营业收入分别为23.39/28.79/35.23亿元，同比增长23.58%/23.07%/22.35%；2026-2028年公司归母净利润分别为5.20/6.16/7.26亿元，同比增长20.15%/18.42%/17.99%。当前市值对应2026-2028年PE分别为30.3/25.6/21.7倍，维持“增持”评级。

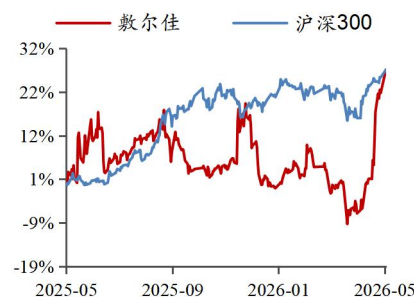
◆风险提示：政策风险，渠道风险，产品质量控制风险，核心技术泄密风险。

### 市场数据

总股本(百万股)	520.10
A股股本(百万股)	520.10
B/H股股本(百万股)	-/-
A股流通比例(%)	15.49
12个月最高/最低(元)	38.40/21.48
第一大股东	张立国
第一大股东持股比例(%)	84.41
上证综指/沪深300	4160.17/4877.09

数据来源：聚源 注：2026年5月6日数据

### 近十二个月股价表现



%	1个月	3个月	12个月
相对收益	26.40	13.16	-0.99
绝对收益	36.22	18.19	27.06

数据来源：聚源 注：相对收益与沪深300相比

### 相关研究报告

1. 江海证券-公司深度报告（首次覆盖）-敷尔佳-301371.SZ：透明质酸钠医用敷料龙头，积极布局重组III型人源化胶原蛋白产品系列 - 2026.03.30

### 财务预测

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	2,016.98	1,893.15	2,339.49	2,879.12	3,522.63
增长率(%)	4.32%	-6.14%	23.58%	23.07%	22.35%
归母净利润(百万元)	661.13	432.67	519.85	615.63	726.41
增长率(%)	-11.77%	-34.56%	20.15%	18.42%	17.99%

ROE (%)	11.68%	7.60%	8.36%	9.37%	10.42%
EPS 最新摊薄 (元/股)	1.27	0.83	1.00	1.18	1.40
P/E (倍)	23.86	36.46	30.34	25.62	21.72
P/B (倍)	2.79	2.77	2.54	2.40	2.26

资料来源：公司财报，江海证券研究发展部

附录:

资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>3661</b>	<b>3043</b>	<b>3747</b>	<b>3797</b>	<b>4339</b>
现金	1839	886	1584	1547	2073
应收票据及应收账款	5	50	18	65	36
其他应收款	3	4	5	6	7
预付账款	25	51	42	72	68
存货	160	166	210	220	267
其他流动资产	1629	1887	1887	1887	1887
<b>非流动资产</b>	<b>2424</b>	<b>2895</b>	<b>2971</b>	<b>3080</b>	<b>3206</b>
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	644	604	647	726	845
无形资产	28	27	32	32	32
其他非流动资产	1752	2263	2292	2322	2329
<b>资产总计</b>	<b>6085</b>	<b>5938</b>	<b>6718</b>	<b>6876</b>	<b>7545</b>
<b>流动负债</b>	<b>393</b>	<b>202</b>	<b>462</b>	<b>265</b>	<b>532</b>
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	64	58	82	79	104
其他流动负债	330	143	380	186	428
<b>非流动负债</b>	<b>29</b>	<b>41</b>	<b>41</b>	<b>41</b>	<b>41</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	29	41	41	41	41
<b>负债合计</b>	<b>422</b>	<b>243</b>	<b>503</b>	<b>306</b>	<b>573</b>
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	400	520	520	520	520
资本公积	2780	2660	2660	2660	2660
留存收益	2482	2515	2887	3283	3783
归属母公司股东权益	5662	5695	6215	6570	6972
<b>负债和股东权益</b>	<b>6085</b>	<b>5938</b>	<b>6718</b>	<b>6876</b>	<b>7545</b>

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	<b>610</b>	<b>367</b>	<b>762</b>	<b>309</b>	<b>955</b>
净利润	661	433	520	616	726
折旧摊销	51	51	55	65	79
财务费用	-86	-31	-37	-47	-54
投资损失	-35	-35	-22	-26	-30
营运资金变动	-71	-41	259	-284	252
其他经营现金流	89	-10	-12	-15	-19
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1721</b>	<b>-714</b>	<b>-97</b>	<b>-133</b>	<b>-158</b>
资本支出	121	40	131	174	206
长期投资	-1811	-690	0	0	0
其他投资现金流	211	16	34	41	48
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-367</b>	<b>-605</b>	<b>33</b>	<b>-213</b>	<b>-271</b>
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	120	0	0	0
资本公积增加	0	-120	0	0	0
其他筹资现金流	-367	-605	33	-213	-271
<b>现金净增加额</b>	<b>-1479</b>	<b>-953</b>	<b>698</b>	<b>-37</b>	<b>526</b>

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	<b>2017</b>	<b>1893</b>	<b>2339</b>	<b>2879</b>	<b>3523</b>
营业成本	368	378	436	498	564
营业税金及附加	30	24	23	29	35
销售费用	748	915	1135	1425	1797
管理费用	86	93	105	144	194
研发费用	35	51	58	72	88
财务费用	-86	-31	-37	-47	-54
资产和信用减值损失	-0	-1	1	0	0
其他收益	38	47	49	37	43
公允价值变动收益	2	45	12	15	18
投资净收益	35	35	22	26	30
资产处置收益	-0	0	0	0	-0
<b>营业利润</b>	<b>909</b>	<b>591</b>	<b>702</b>	<b>835</b>	<b>990</b>
营业外收入	3	2	4	4	3
营业外支出	0	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	<b>911</b>	<b>592</b>	<b>705</b>	<b>837</b>	<b>992</b>
所得税	250	159	185	222	265
<b>净利润</b>	<b>661</b>	<b>433</b>	<b>520</b>	<b>616</b>	<b>726</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>661</b>	<b>433</b>	<b>520</b>	<b>616</b>	<b>726</b>
EBITDA	876	611	723	856	1017
EPS (元)	1.27	0.83	1.00	1.18	1.40

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	4.3	-6.1	23.6	23.1	22.4
营业利润(%)	-9.2	-35.0	18.9	18.9	18.5
归属于母公司净利润(%)	-11.8	-34.6	20.1	18.4	18.0
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	81.7	80.1	81.4	82.7	84.0
净利率(%)	32.8	22.9	22.2	21.4	20.6
ROE(%)	11.7	7.6	8.4	9.4	10.4
ROIC(%)	10.6	7.2	7.9	8.8	9.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	6.9	4.1	7.5	4.5	7.6
净负债比率(%)	-32.3	-15.4	-25.4	-23.4	-29.6
流动比率	9.3	15.1	8.1	14.3	8.2
速动比率	8.5	8.7	5.2	9.1	5.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5
应收账款周转率	174.9	69.5	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	3.8	6.2	14.9	0.0	0.0
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.27	0.83	1.00	1.18	1.40
每股经营现金流(最新摊薄)	1.17	0.70	1.47	0.59	1.84
每股净资产(最新摊薄)	10.89	10.95	11.95	12.63	13.40
<b>估值比率</b>					
P/E	23.9	36.5	30.3	25.6	21.7
P/B	2.8	2.8	2.5	2.4	2.3
EV/EBITDA	14.2	23.1	18.5	15.7	12.7

资料来源: 公司财报, 江海证券研究发展部

## 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为发布报告日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中沪深市场以沪深300为基准；北交所以北证50为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%到15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%到5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%到10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

## 特别声明

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

## 分析师介绍

姓名：黄燕芝

从业经历：香港理工大学硕士，多年消费行业研究经验，曾在私募基金从事权益研究工作。

## 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

江海证券有限公司（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。本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，江海证券有限公司及其附属机构（包括研发部）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“江海证券有限公司研究发展部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。