

# 敷尔佳 (301371.SZ) 公司深度报告：敷料龙头渠道优化，品类升级开启增长新周期

评级：买入(首次覆盖)

芦冠宇(证券分析师)  
S0350521110002  
lugy@ghzq.com.cn

李宇宸(证券分析师)  
S0350524030001  
liyc02@ghzq.com.cn

### 最近一年走势



### 相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
敷尔佳	0.4%	-2.2%	-1.5%
沪深300	0.3%	-1.2%	24.6%

### 市场数据

2026/04/14

当前价格 (元)	24.02
52周价格区间 (元)	21.48-38.40
总市值 (百万)	12,492.90
流通市值 (百万)	1,868.50
总股本 (万股)	52,010.40
流通股本 (万股)	7,778.94
日均成交额 (百万)	56.36
近一月换手 (%)	1.77

本篇报告解决了以下核心问题：1、公司线下渠道整改接近尾声对于未来业绩影响情况；2、化妆品产品矩阵不断扩展如何带动线上渠道保持高增。

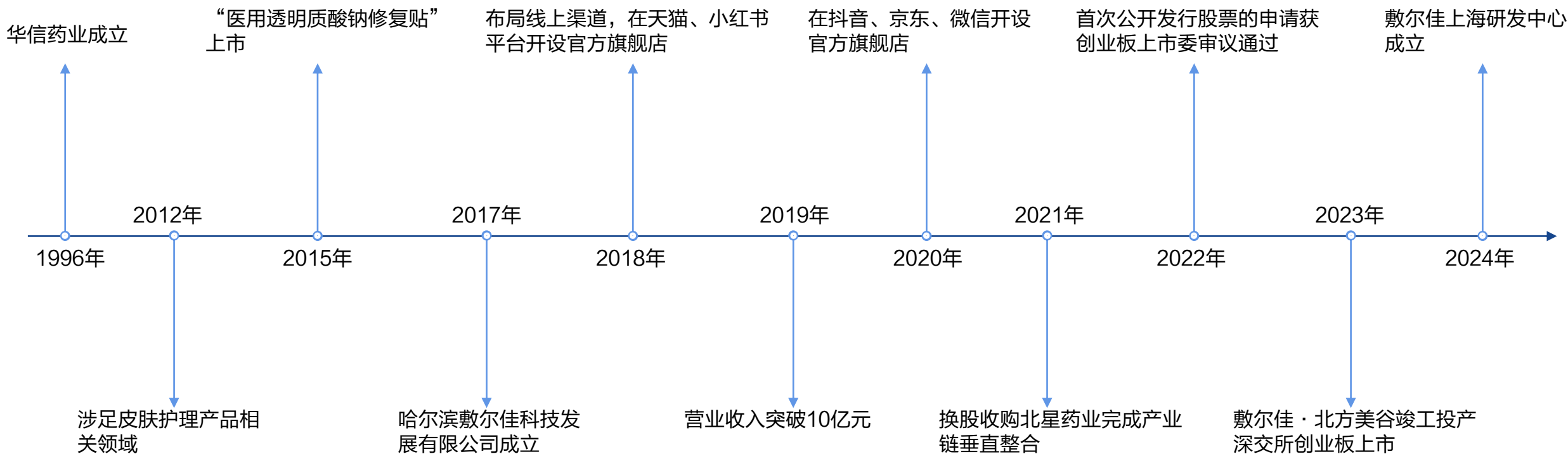
- ◆ **以敷料为核筑壁垒，短期利润波动不改长期成长韧性。**敷尔佳前身为1996年成立的华信药业，2023年公司于创业板上市。公司通过多渠道布局的销售策略逐步形成了覆盖医疗机构、连锁零售药店等多元化终端销售矩阵，凭借在医疗器械类敷料产品领域积累的多年综合运营经验，上新多款差异化功能性护肤品，2025年上半年线上/线下渠道营收占比分别为81%/19%，化妆品类/医疗器械类营收占比分别为72%/28%。近年来公司营收呈现稳定增长的态势，2025年前三季度公司营收及归母净利润均出现下滑，主要因为优化线下渠道以及宣传推广费用加大导致。我们认为公司经过一年的线下经销商数量优化，未来有望打造更加稳固、高效的线下销售网络，从而进一步带动业绩提升。
- ◆ **轻医美带动医用敷料赛道快速崛起，高景气下格局集中。**随着轻医美行业的市场不断扩大，带动医用敷料市场规模快速崛起，根据弗若斯特沙利文数据，医疗器械类敷料产品市场规模由2017年的5.7亿元快速增长至2021年的68.2亿元，CAGR达到86.3%。据蝉魔方品牌营销观察公众号资讯，透明质酸及重组胶原蛋白敷料占据90%市场份额，皮肤屏障修护医用敷料作为II类医疗器械，市场集中度较高。
- ◆ **双轮驱动完善产品矩阵，线下渠道优化线上渠道持续高增。**公司医疗器械构建起透明质酸钠与胶原蛋白双轮驱动的产品矩阵，同时推出水、精华、乳液、冻干粉等系列功能性护肤化妆品。公司械字号基本盘稳固，2024年伴随着十余款化妆品新品上市进一步对美白、祛痘、抗皱和修护四大赛道进行产品扩充，从而带动化妆品类占比持续提升。同时公司重组III型人源化胶原蛋白冻干纤维已完成临床试验并取得临床试验总结报告，注射用重组III型人源化胶原蛋白凝胶预计2026年启动临床试验，进一步体现公司科研实力的强大。线下渠道精细化运营，从2024年四季度开始公司主动开展销售渠道优化与产品价格梳理工作，推动渠道模式从传统分销型向价值动销型转型。2019年线上渠道崛起助力公司实现从专业场景大步迈向日常消费场景，未来产品矩阵持续完善，从而进一步带动线上渠道高增。根据久谦数据，2025年公司线上三平台中抖音/天猫/京东销售额占比分别为42%/43%/15%。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计2025-2027年公司整体实现营业收入18.71/24.24/31.75亿元，同比-7%/+30%/+31%；2025-2027年公司归母净利润分别为4.39/5.71/7.17亿元，同比-34%/+30%/+26%，对应2025-2027年PE为28.41/21.83/17.38倍。公司作为医用敷料的头部企业，未来线上渠道伴随化妆品新品持续上市以及线下渠道调整结束重回健康增长，首次覆盖，给予“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**行业竞争加剧、流量获客成本上行、行业政策变动风险、下游需求疲软、渠道调整不及预期。

**以敷料为核筑壁垒，短期利润波动不改长期成长韧性**

# 1.1以医用敷料为核心，全产业链整合打造专业护肤标杆

➤ 以医用敷料为核心，全产业链整合打造专业护肤标杆。敷尔佳前身为1996年成立的华信药业，创始人张立国凭借中医药背景和多年从业经验，捕捉到消费者对于美容护肤及皮肤修复产品的市场需求。于2014年成功研发出“医用透明质酸钠修复贴”并在2015年创立敷尔佳品牌，将公司经营方向调整为皮肤护理产品领域。2017年敷尔佳业务从华信药业内部剥离，以公司形式独立运营。2021年公司100%收购其独家化妆品及医疗器械生产商北星药业，进一步整合生产与销售的核心环节。2023年公司于创业板上市，近年来公司在以械字号敷料贴为主持续进行品类及功效的拓展，推出水、精华及乳液、喷雾、冻干粉等其他形态产品，以及修护、舒缓、保湿等多种功效，同时不断通过线下经销商深度渗透及线上多平台直播加码实现品牌影响力持续提升。

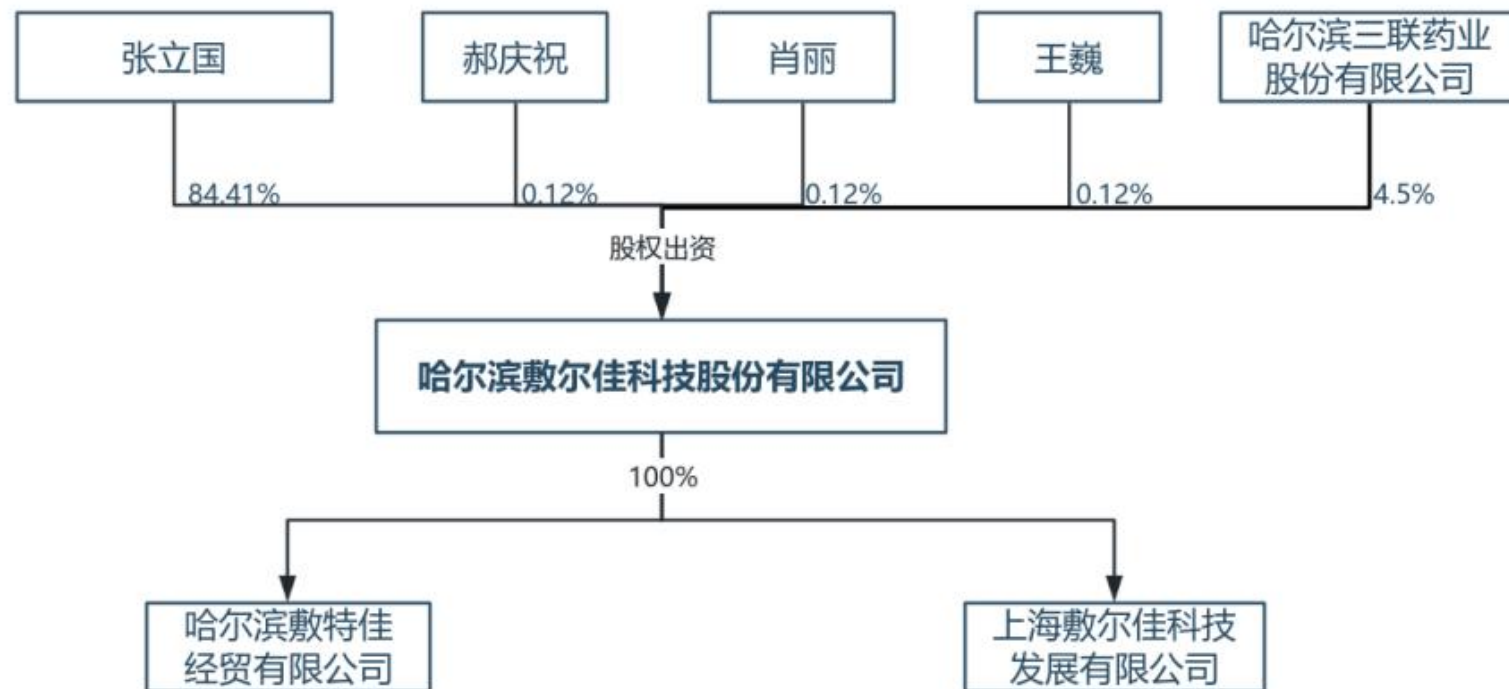
图：公司发展历程



## 1.2 股权高度集中，核心团队绑定筑牢发展根基

- **股权高度集中，核心团队绑定筑牢发展根基。**公司创始人张立国拥有多年医药行业经验，并且大部分核心高管大多来自于医药行业，从而使得公司对于科研、研发标准以及产品独立测试的要求更加严格。公司股权较为集中，截至2025年三季度，公司创始人张立国直接持股84.41%，第二大股东为哈尔滨三联药业股份有限公司，持股比例达到4.5%。上市前公司对于核心高管进行股权激励，从而进一步深度绑定团队。

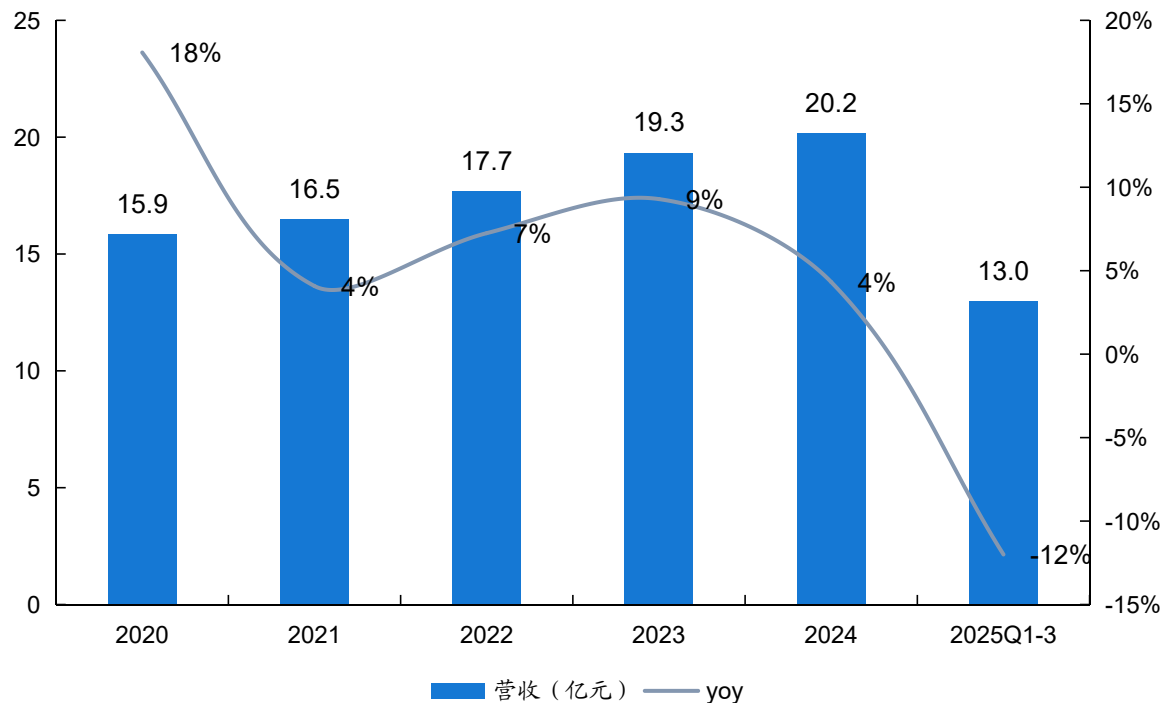
图：公司股权结构（截至2025年Q3）



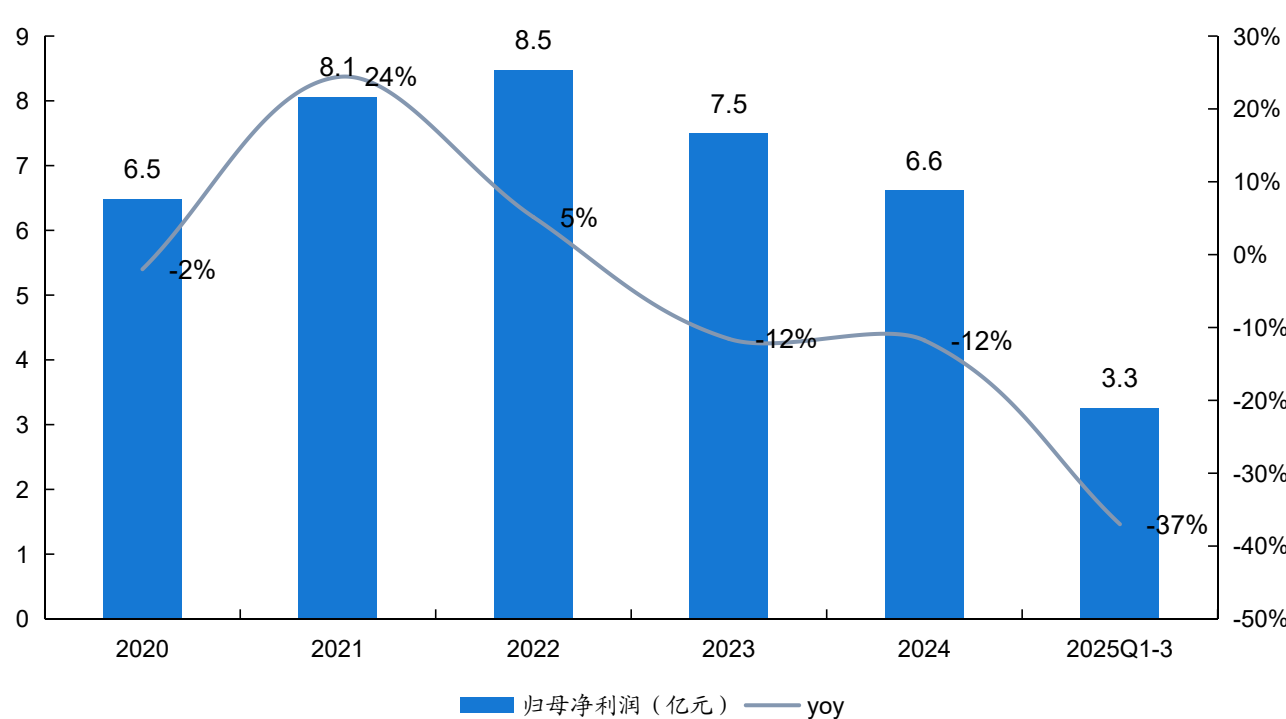
# 1.3 营收稳健增长，短期利润波动不改成长韧性

➤ **营收稳健增长，短期利润波动不改成长韧性。**近年来公司营收呈现稳定增长的态势，2020-2024年营收CAGR为6.21%。2020-2022年归母净利润从6.5亿元持续提升至8.5亿元，主要由于公司收购北星药业从而采取自主生产模式享有生产环节利润，2023-2024年归母净利润小幅下滑，主要因为线上销售占比增长带动相关销售费用增加（加深达播合作）、北方美谷基地启用折旧与摊销增加以及持续加大研发投入导致。2025年前三季度公司营收及归母净利润均出现下滑，主要因为优化线下渠道以及宣传推广费用加大导致。我们认为公司经过一年的线下经销商数量优化，未来有望打造更加稳固、高效的线下销售网络，从而进一步带动业绩提升。

图：公司营收情况

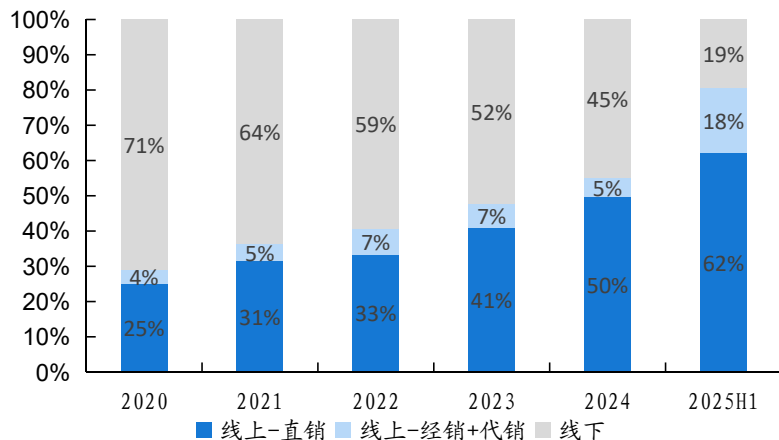


图：公司归母净利润情况

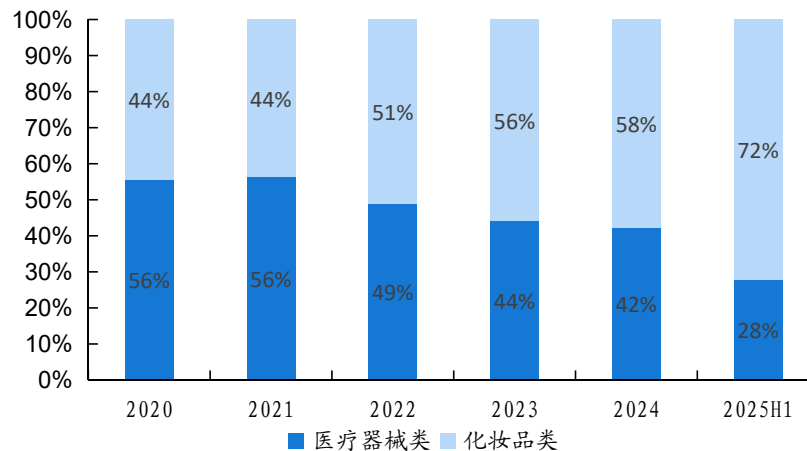


# 1.4多渠道布局深化，品类升级打开成长空间

图：公司营收情况-按渠道拆分

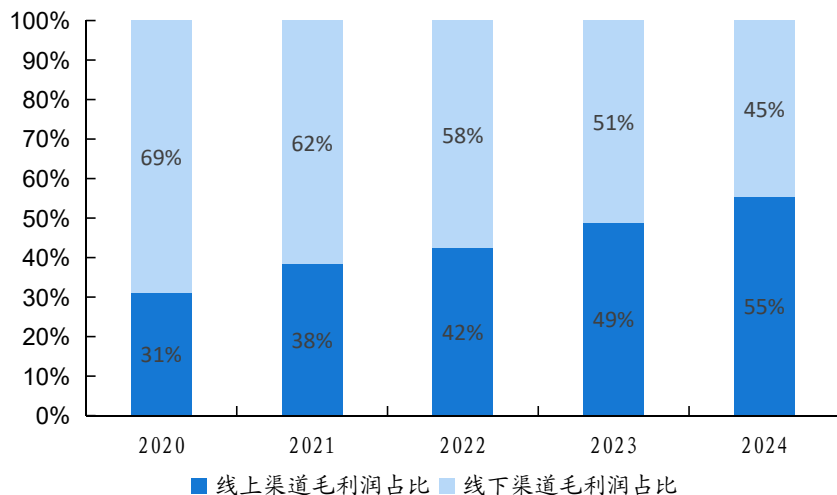


图：公司营收情况-按产品拆分

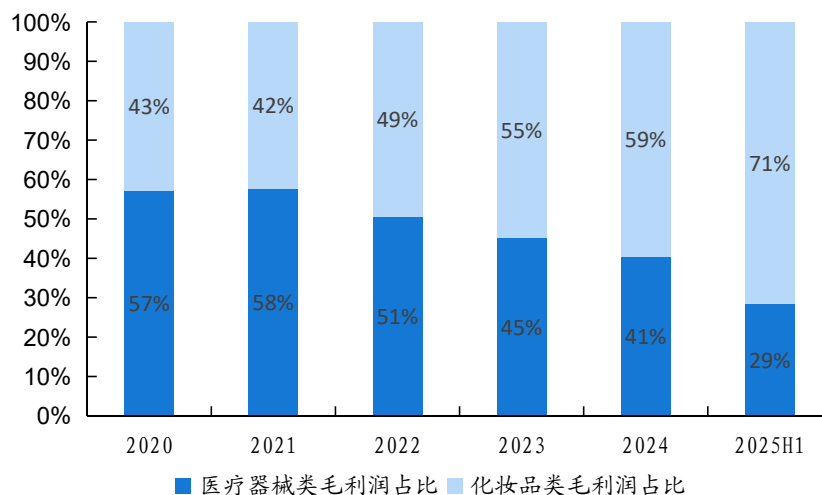


➤ **多渠道布局深化，品类升级打开成长空间。**公司通过多渠道布局的销售策略、线上线下相结合的营销思路，逐步形成了覆盖医疗机构、连锁零售药店等多元化终端销售矩阵。2020年以来公司抓住线上流量沉淀方向的变化趋势，持续在天猫、抖音等平台进行营销推广，线上渠道营收及毛利润占比从2020年的29%/38%提升至2024年的55%/55%。凭借在医疗器械类敷料产品领域积累的多年综合运营经验，以及对专业皮肤护理产品市场的深刻理解，公司上新多款差异化功能性护肤品，带动护肤品类营收及毛利润占比从2020年的44%/43%提升至2024年的58%/59%。2025年上半年由于线下渠道优化导致线下渠道占比下降至19%，同时医疗器械类营收占比下滑至28%，毛利润占比下滑至29%。

图：公司毛利润情况-按渠道拆分



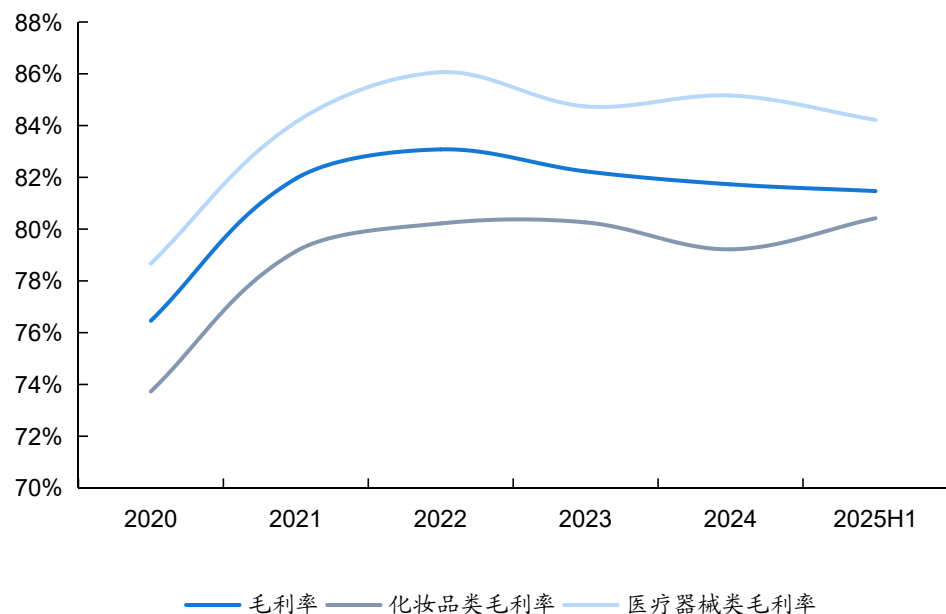
图：公司毛利润情况-按产品拆分



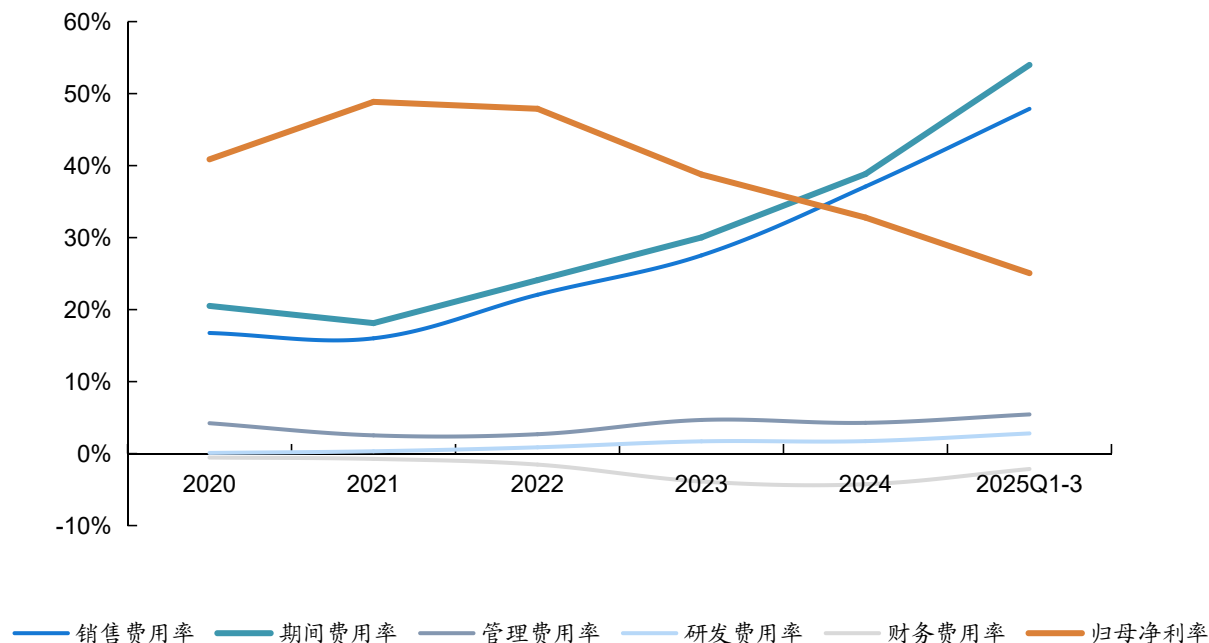
# 1.5全产业链整合提升毛利，费用投放压制短期净利率

➤ **全产业链整合提升毛利，费用投放压制短期净利率。**公司2021年2月收购北星药业后自主生产享有生产环节利润，从而带动毛利率进一步提升。医疗器械类毛利率高于化妆品类毛利率，敷料类产品质量标准高，功效较好，单价长期维持在较高水平。2023年随着化妆品类占比持续提升以及为了更好提高品牌知名度、提升产品市场占有率而加大促销力度带动整体毛利率下滑。2022年公司在微信等新电商平台及抖音、小红书等新媒体渠道增加宣传推广投放，积极拓宽宣传渠道，销售费用率受线上销售平台拓宽等影响进一步上升，因此导致归母净利润率从2022年的47.9%下滑至2025年前三季度的25.1%。我们认为，公司未来有望进行精细化投放从而带动归母净利润率的逐步提升。

图：公司毛利率情况



图：公司费用率情况

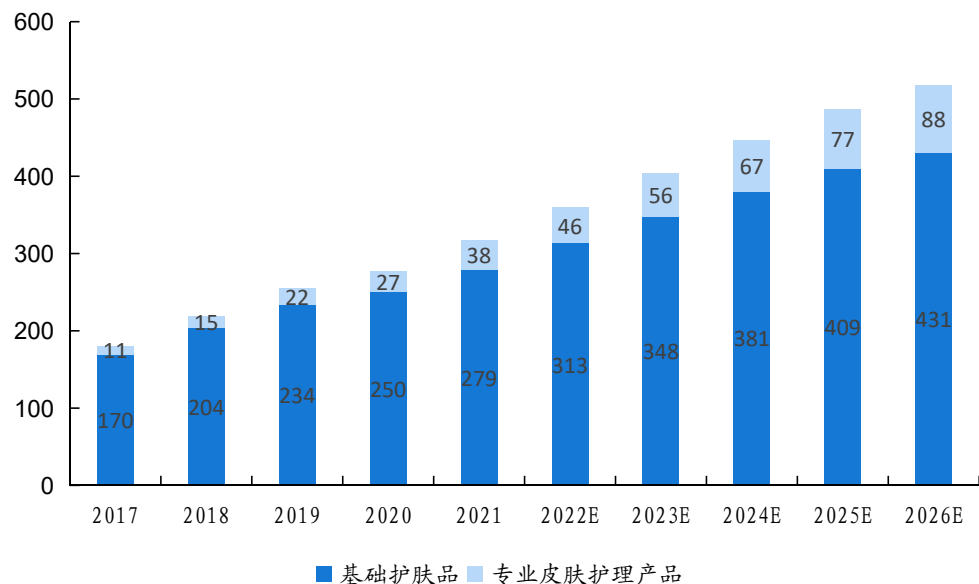


## 轻医美带动医用敷料赛道快速崛起，高景气下格局集中

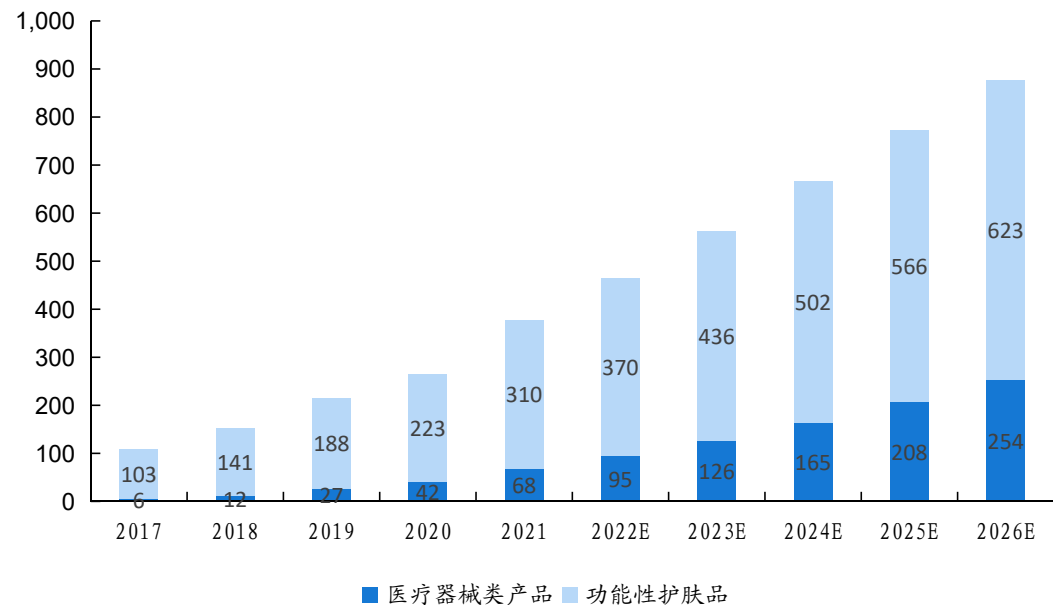
## 2.1 护肤市场持续扩容，专业护肤赛道高景气增长

- **护肤市场持续扩容，专业护肤赛道高景气增长。**随着居民生活水平的提高、居民对自身健康及肌肤护理的重视程度不断提高、可满足需求多样化等多重因素的驱动下，中国居民越来越愿意将更多的支出投入个人护理，促进了皮肤护理产品行业的快速发展。其中专业皮肤护理相较于基础皮肤护理规模较小但拥有更快的复合增速，专业皮肤护理分为医疗器械类产品和皮肤学级护肤品，医用敷料在我国主要以II类医疗器械监管，用以覆盖伤口、疮及其他损害的医用材料，在医美术后修复场景中广泛应用，能够帮助促进创面的愈合，随着轻医美行业的市场不断扩大，带动医用敷料市场规模快速崛起。根据弗若斯特沙利文数据，中国医疗器械类敷料产品市场规模由2017年的5.7亿元快速增长至2021年的68.2亿元，CAGR达到86.3%，预计2026年市场规模进一步达到253.8亿元。

图：中国皮肤护理产品行业市场规模（十亿元）



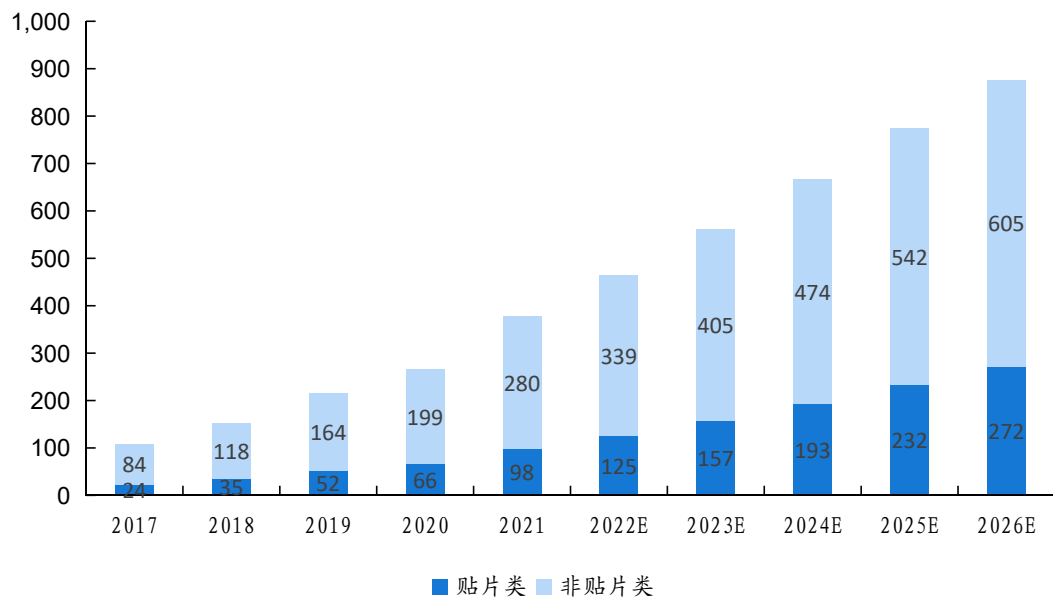
图：中国专业皮肤护理产品行业市场规模（亿元）



## 2.2贴片类高增领跑，透明质酸与重组胶原双轮驱动

- **贴片类高增领跑，透明质酸与重组胶原双轮驱动。**专业皮肤护理产品按照产品形式可分为贴片类和非贴片类两大类，贴片类市场规模由2017年的23.9亿元增长至2021年的98.2亿元，CAGR为42.5%，预计到2026年贴片类市场规模将达到271.8亿元，专业皮肤护理行业占比达到31%。目前医用敷料市场主要分为透明质酸医用敷料、重组胶原蛋白敷料、其他敷料三大类。据蝉魔方品牌营销观察公众号资讯，透明质酸及重组胶原蛋白敷料占据90%市场份额。透明质酸钠敷贴核心功能为高效补水、锁水保湿、舒缓镇静，适用于皮肤干燥、缺水、敏感泛红、日常维稳保湿。重组胶原蛋白敷料核心功能为修复屏障、促进创面愈合、淡化色素沉着，适用于皮肤有损伤、屏障受损、医美术后恢复期及有抗衰需求的人群。

图：中国专业皮肤护理产品行业市场规模（亿元）



表：不同医用敷料对比

	重组胶原蛋白	透明质酸钠
核心成分	来源：通过基因工程技术，利用微生物(如大肠杆菌、酵母菌)发酵生产，与人体胶原蛋白序列高度相似，无病毒风险，低致敏性。	来源：可通过微生物发酵法提取，是透明质酸(玻尿酸)的钠盐形式，性质更稳定，渗透性更好。
作用机制	信号功能、屏障构建	物理吸水和成膜
核心功效	修复再生(核心优势)、舒缓抗炎、保湿滋养、抗衰淡纹	深层补水(核心优势)、锁水保湿、舒缓镇静
适用肤质/场景	受损肌肤、点阵激光、剥脱有创医美术后、希望改善弹性、减衰老性肌肤	干燥缺水肌、日常舒缓，缓解因敏感肌维稳、无创/微创医美后

## 2.3 医用敷料赛道高度集中，本土龙头构筑竞争壁垒

- **医用敷料赛道高度集中，本土龙头构筑竞争壁垒。**皮肤屏障修护医用敷料作为II类医疗器械，市场集中度较高。据普华有策公众号，巨子生物、敷尔佳、华熙生物等CR3企业占据超50%份额，呈寡头竞争格局。其中巨子生物凭借重组胶原蛋白专利技术和医研合作优势，“可复美”系列在医美渠道渗透率突出；敷尔佳依托早期市场布局和成熟渠道网络，线下医疗渠道与线上平台同步发力；华熙生物则以透明质酸原料优势构建多品牌矩阵，主打中高端医学护肤场景。此外绽妍生物、贝泰妮等本土企业聚焦敏感肌修复细分领域，而3M、强生等国际品牌因本土化不足市场份额较低。

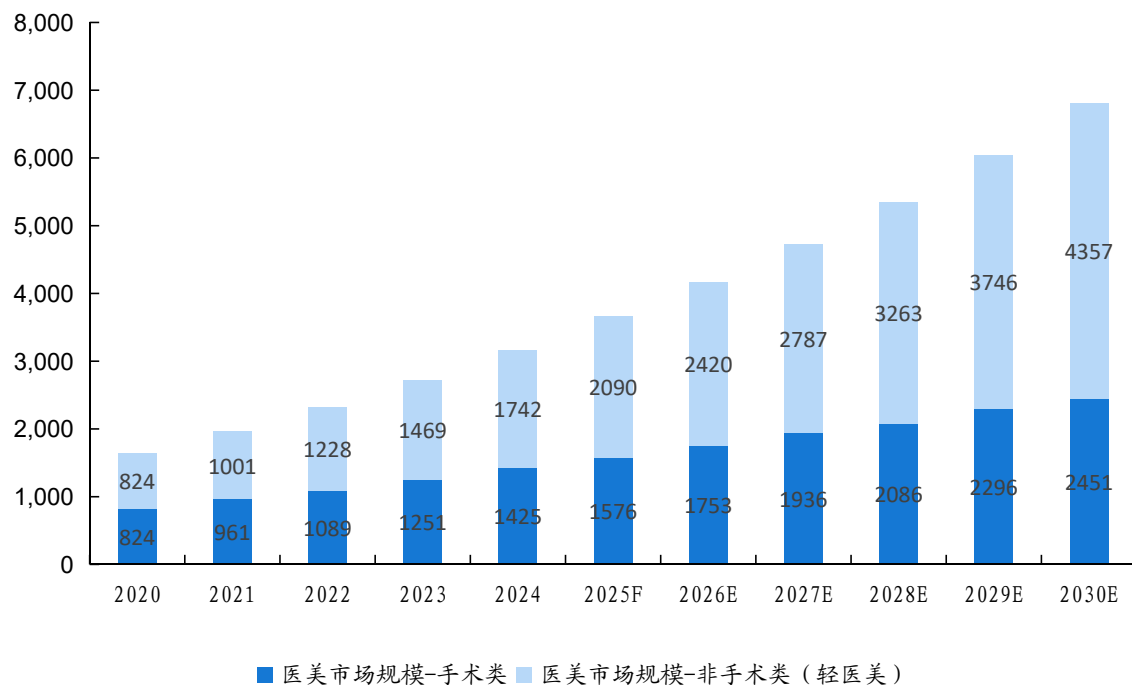
表：医用敷料竞争格局情况

公司	营收（亿元）	业务结构（收入）	渠道占比（收入）	医用敷料核心产品	核心产品售价
巨子生物	2025年：55.19	2025年：医用敷料占比21%，功效性护肤品占比79%	2025年：线上直销占比71%，线下直销占比4%，经销占比25%	可复美-重组胶原蛋白敷料	218元/5片
华熙生物	2024年：53.71	2024年：皮肤科学创新转化业务占比48%，医疗终端占比27%，原料产品占比23%	2024年：直销占比65%，经销占比34%	润百颜-白纱布面膜2.0	388元/15片
创尔生物	2024年：3.87	2024年：胶原产品占比96%，非胶原产品占比4%	2024年：医疗器械类产品采用经销和直销相结合的销售模式	创福康-医用屏障修复胶原蛋白无菌敷料-医用III类修复敷料	198元/5片
敷尔佳	2024年：20.17	2024年：医疗器械占比42%，化妆品类占比58%	2024年：线上占比55%，线下占比45%	白膜（医用透明质酸钠修复贴）、黑膜	118元、159元/5片

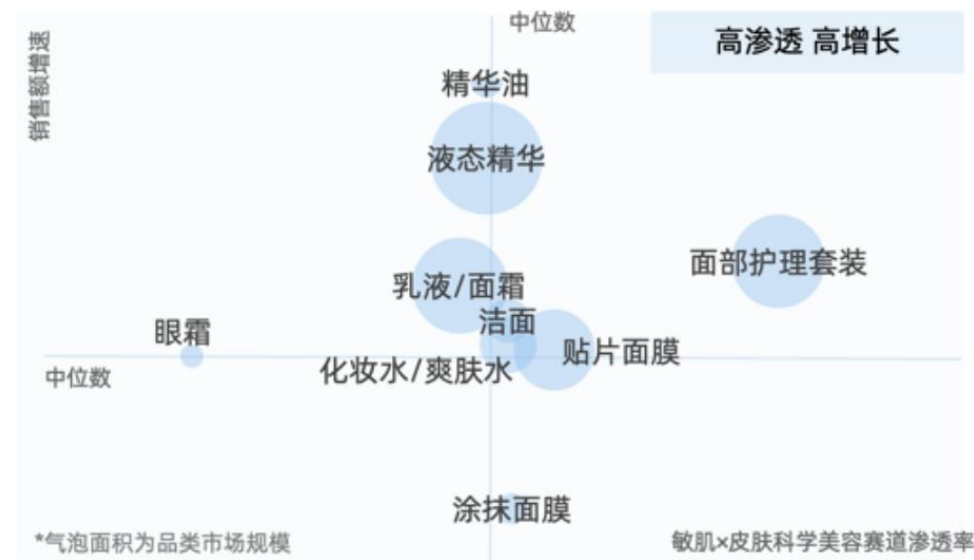
## 2.4 轻医美千亿赛道扩容，敏感肌驱动功能护肤渗透

- **轻医美千亿赛道扩容，敏感肌驱动功能护肤渗透。**截至 2024 年中国医美市场整体规模已突破千亿元人民币，成为继美国之后全球第二大医美市场。年轻一代群体对美的追求更加多元化和个性化，成为推动市场扩大的重要力量。轻医美作为医疗美容领域的一股新兴力量，正以风险低、创伤小、恢复快的特点迅速赢得消费者的喜爱，根据美团数据，预计轻医美市场规模将从2020年的824亿元快速提升至2030年的4357亿元，CAGR达到18%。同时痤疮、皮炎等敏感性皮肤问题困扰和追求高效功能性护肤的消费人群也是医用敷料市场成长的一部分重要力量，在亚洲女性中40%-56%是敏感肌，其中中国敏感肌女性占比36%，从而推动医用敷料市场进一步扩大。

图：中国医疗美容市场规模与增长预期（亿元）



图：“敏肌专研”细分品类渗透及增长趋势



双轮驱动完善产品矩阵，线下渠道优化线上渠道持续高增

### 3.1 医疗器械 + 化妆品双轮驱动，大单品引领全品类布局

➤ **医疗器械 + 化妆品双轮驱动，大单品引领全品类布局。**公司医用透明质酸钠修复贴是国内首批获批上市的Ⅱ类医用敷料贴类产品，凭借过硬品质奠定了领先的市场地位。2022年顺势推出Ⅱ类医用胶原蛋白敷料，构建起透明质酸钠与胶原蛋白双轮驱动的产品矩阵，截至2026年2月公司已获批二类医疗器械注册证4个，分别为医用透明质酸钠修复贴、医用透明质酸钠修复液、医用重组型人源化胶原蛋白贴、医用海藻糖修复贴。同时公司推出水、精华、乳液、冻干粉等系列功能性护肤化妆品，围绕美白、抗皱、祛痘、修护四大功效进行产品矩阵布局，黑白膜、积雪草舒缓修护贴和烟酰胺美白淡斑修护面膜等大单品销售额破亿元。

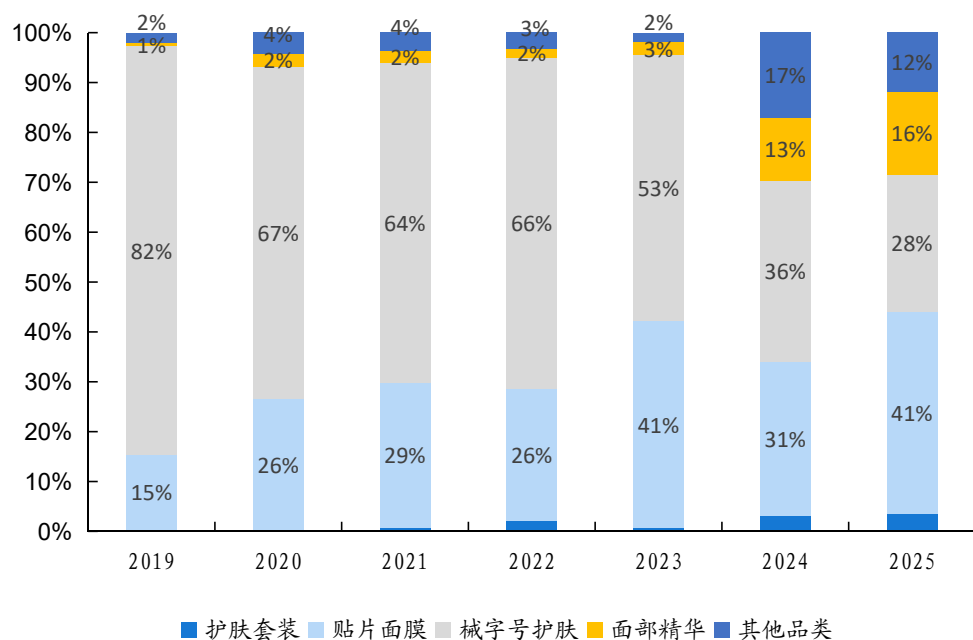
表：公司不同品类产品矩阵

产品名称	医疗器械类					化妆品类			
	医用透明质酸钠修复贴（白膜）	医用透明质酸钠修复贴（黑膜）	医用透明质酸钠修复液（次抛）	医用透明质酸钠修复液（喷雾）	医用重组Ⅲ型人源化胶原蛋白贴	积雪草系列（舒缓修护贴、修护液、修护水、修护霜、绵润洁颜泡泡）	清痘净肤修护贴	烟酰胺美白淡斑面膜	乳糖酸控油敛肤面膜
核心成分	透明质酸钠				胶原蛋白	积雪草提取物、透明质酸钠	敷尔佳抗痘因子+2重透明质酸钠+2重植萃提取物	烟酰胺PC、二裂酵母	乳糖酸、百脉根籽提取物、透明质酸钠
适用范围	适用于轻中度痤疮、促进创面愈合与皮肤修复；对痤疮愈后、皮肤过敏与激光光子治疗术后早期色素沉着和减轻瘢痕形成有辅助治疗作用。				通过在皮肤表面形成保护层，起物理屏障作用，为创面是供愈合的微环境，促进创面愈合	具有舒缓修护、补水保湿等特性，有助于改善皮肤刺激等状态。	14天祛痘淡红、温和修护痘肌	全链路阻黑、28天温和耀白	控油细毛孔、敷走油痘糙
售价	118元/5片	159元/5片	66元/5支	88元/60g	59元/2片		118元/5片	118元/5片	118元/5片
产品图片									

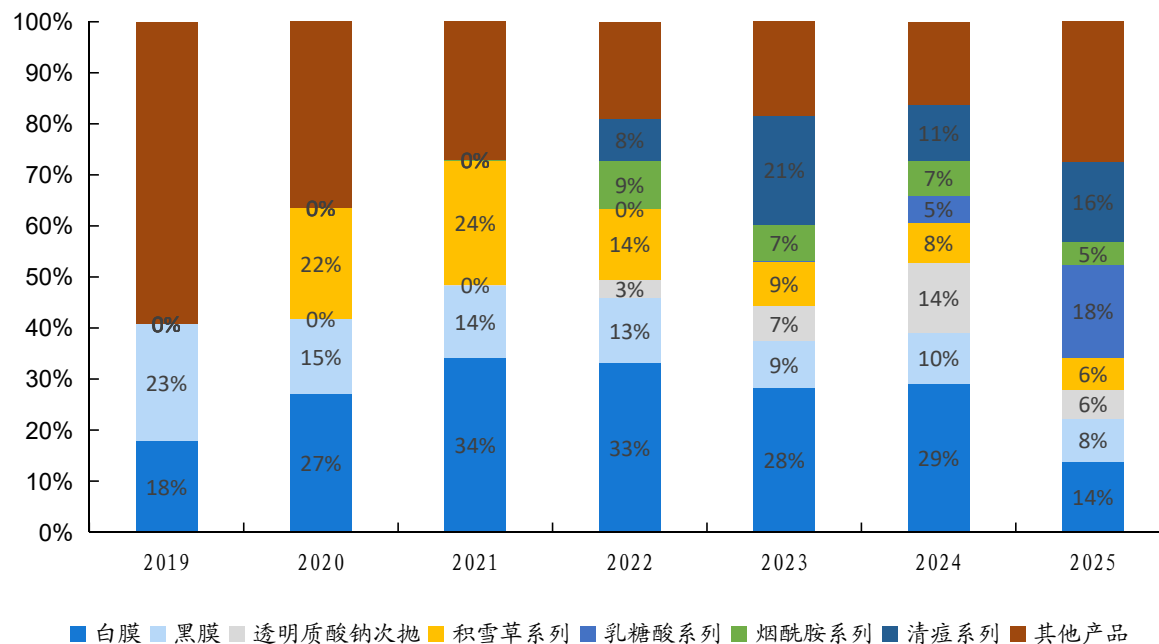
## 3.2械字号基本盘稳固，新品迭代驱动品类结构持续优化

➤ 械字号基本盘稳固，新品迭代驱动品类结构持续优化。根据久谦数据，2023年前公司线上三平台主要以械字号护肤为主，械字号护肤占比超过50%，其中黑白膜作为明星产品占据大部分销售额，2023年线上三平台械字号护肤/白膜/黑膜销售额占比分别为53%/28%/9%。2024年伴随着十余款化妆品新品上市进一步对美白、祛痘、抗皱和修护四大赛道进行产品扩充，面部精华及其他品类占比2024年达到13%/17%，乳糖酸控油敛肤面膜等新品上市带动乳糖酸系列占比提升至5%。2025年公司持续推新，上新亮肤臻白面膜、冰感净澈洁颜霜等多款化妆品及十余款二类医疗器械产品，2025年8月公司获得黑龙江省医疗器械二类注册证，相关产品“医用海藻糖修复贴”计划2026年推出，有望进一步带动公司销售额提升。

图：公司线上三平台不同品类销售额占比



图：公司线上三平台不同产品销售额占比



### 3.3 “四芯一体” 架构赋能，科研与生产双轮驱动长期增长

- “四芯一体” 架构赋能，科研与生产双轮驱动长期增长。公司基因传承于1996年华信药业，以“四芯一体”架构驱动中国科技之美。二类器械中心用智能敷料升级院线级修护，三类器械中心打造可植入级材料，化妆品研发中心以精研科技结合感官体验重塑日常护肤，产品开发中心用最小资源验证并落地最有价值的需求。同时公司通过内部研发团队与外部高等院校、科研院所及专业机构进行合作，在有效补齐公司短板，进一步提高公司的研发实力与新品产出效率。公司2023年投入10亿元打造北方美谷产业基地，涵盖研发质检中心、医疗器械车间、化妆品车间、全自动化立体库房等独立建筑，生产流程实现生产设备高自动化，质量体系高标准化。公司重组Ⅲ型人源化胶原蛋白冻干纤维已完成临床试验并取得临床试验总结报告，注射用重组Ⅲ型人源化胶原蛋白凝胶预计2026年启动临床试验，进一步体现公司科研实力的强大。

图：公司“四芯一体”科研架构



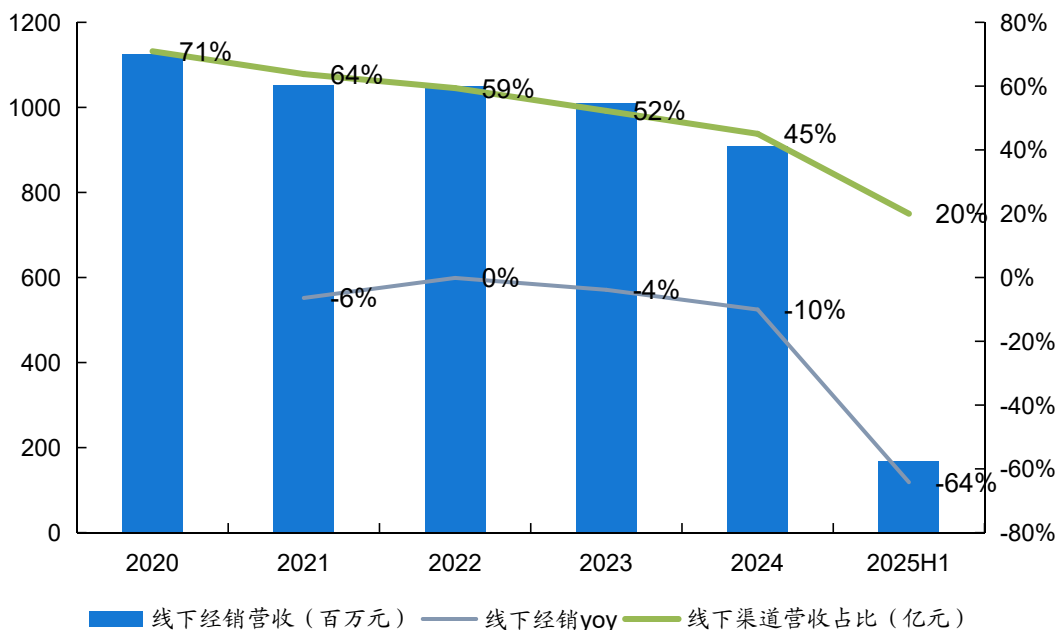
图：央视报道公司北方美谷产业基地



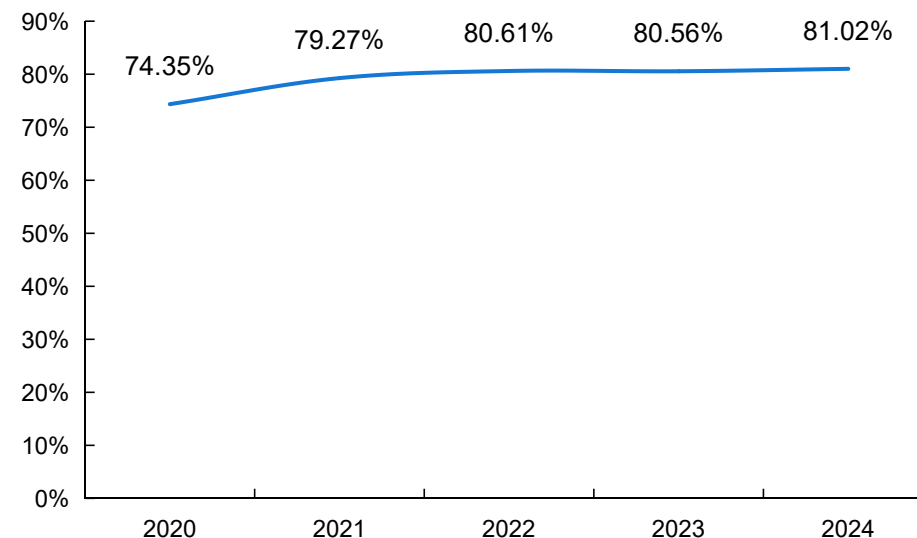
### 3.4 线下渠道精细化运营，强监管驱动分销向价值动销转型

➤ **线下渠道精细化运营，强监管驱动分销向价值动销转型。**线下渠道是公司的核心渠道之一，2019年起公司拓展了渠道经销模式，与经销能力强、资金实力强、资质完善并具有丰富实体渠道资源的专业经销商进行合作，拓展CS和KA渠道，目前线下渠道已深入渗透至化妆品专营店、大型商超、连锁药店、美容机构及医疗机构等实体终端，形成了立体化的市场触达网络。随着公司线上线下协调发展的销售策略的推动，2024年线上线下渠道接近持平。从2024年四季度开始公司主动开展销售渠道优化与产品价格梳理工作，使得2025年上半年线下渠道营收占比下滑至20%。公司通过“强监管+强优化”双轮驱动，强化线下市场管控，同时对全渠道价格体系实施全面、持续的动态监管，保障价格秩序稳定。并审慎遴选战略性合作的代理商与零售终端伙伴，推动渠道模式从传统分销型向价值动销型转型。

图：公司线下渠道营收情况



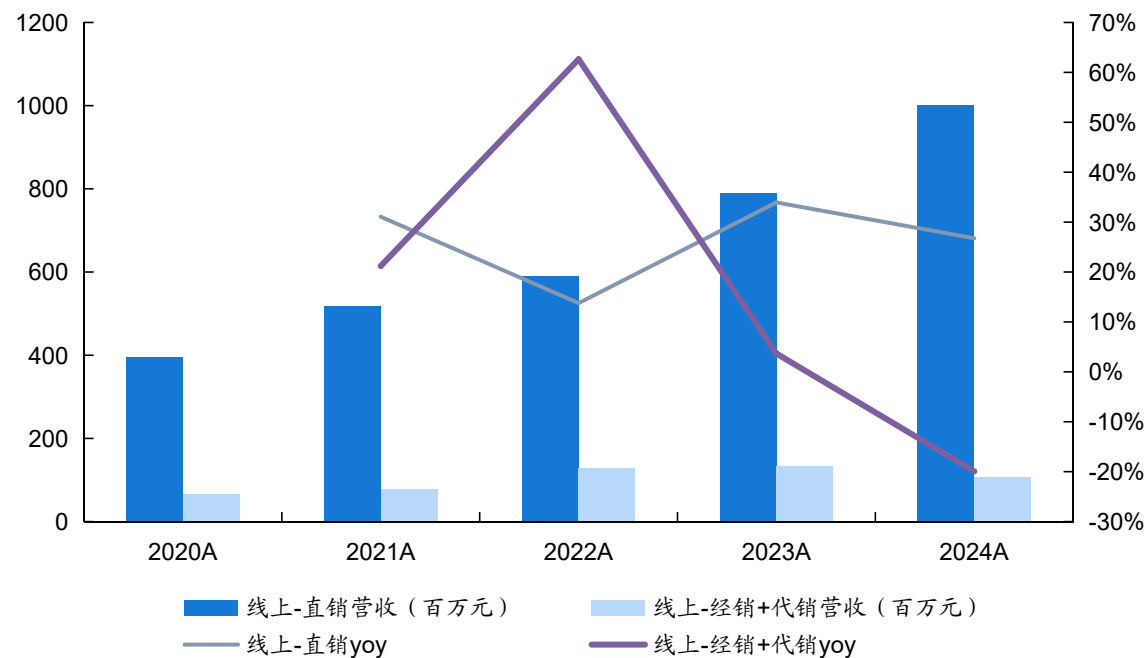
图：公司线下渠道毛利率情况



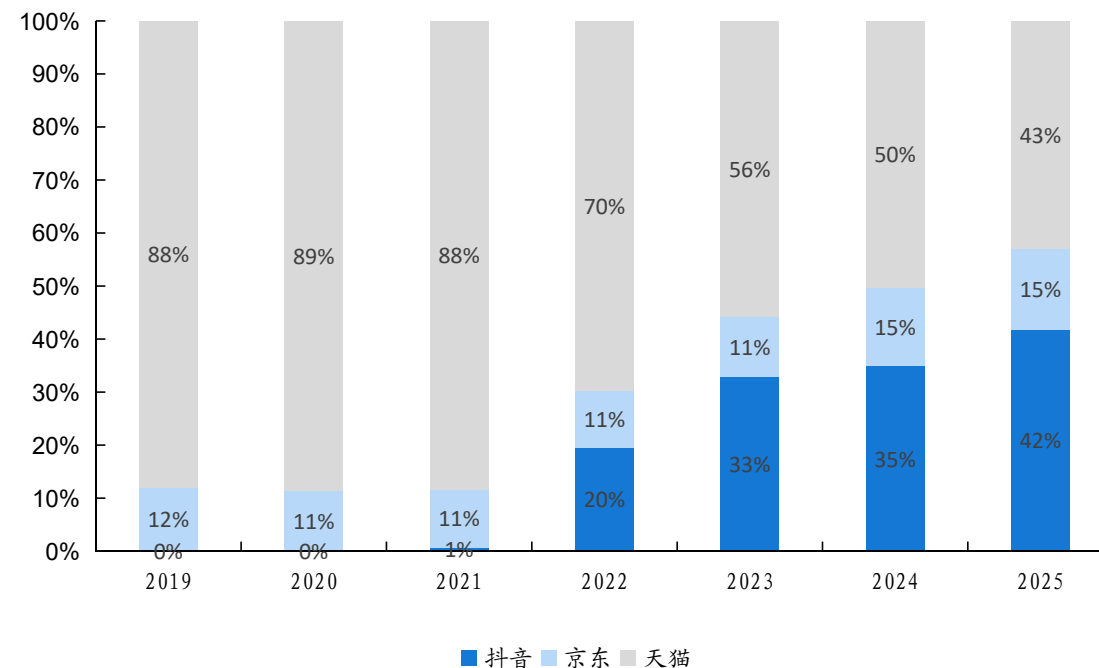
### 3.5 兴趣电商引领高增，抖音天猫协同构建渠道新格局

➤ **兴趣电商引领高增，抖音天猫协同构建渠道新格局。**随着2019年线上渠道的崛起，公司实现了从专业场景大步迈向日常消费场景，线上渠道快速增长，线上渠道以直销为主，2020年线上直销营收从3.96亿元提升至2024年的10.02亿元，CAGR达到26%。公司线下渠道主要销售医疗器械，线上主要销售化妆品类。公司在上海与杭州成立了兴趣电商与货架电商的运营团队，上海团队主要负责抖音等兴趣电商的运营业务，杭州团队主要负责天猫等货架电商的运营业务。2023年公司加大线上渠道营销投入，与达播合作频率、合作范围和深度有所增加，抖音渠道实现较快增长，并且伴随上海研发中心成立以后，公司在化妆品产品方面的上新速度加快，产品矩阵持续完善，从而进一步带动线上渠道高增。根据久谦数据，2025年公司线上三平台中抖音/天猫/京东销售额占比分别为42%/43%/15%。

图：公司线上渠道营收情况



图：公司线上三平台销售额占比情况



## 盈利预测&风险提示

- ◆ 我们预计 2025-2027 年公司整体实现营业收入18.71/24.24/31.75亿元，同比 -7%/+30%/+31%；2025-2027 年公司归母净利润分别为4.39/5.71/7.17亿元，同比 -34%/+30%/+26%，对应2025-2027年PE为 28.41/21.83/17.38倍。公司作为医用敷料的头部企业，未来线上渠道伴随化妆品新品持续上市以及线下渠道调整结束重回健康增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

表：公司盈利预测摘要

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2017	1871	2424	3175
增长率(%)	4	-7	30	31
归母净利润（百万元）	661	439	571	717
增长率(%)	-12	-34	30	26
摊薄每股收益（元）	1.27	0.84	1.10	1.38
ROE(%)	12	8	10	12
P/E	22.90	28.41	21.83	17.38
P/B	2.67	2.18	2.16	2.14
P/S	7.50	6.66	5.14	3.92
EV/EBITDA	15.79	17.62	13.70	11.06

资料来源：WIND资讯、国海证券研究所

- ◆ 我们认为近几年公司线上渠道持续发力，不同平台配有专门团队运营，线上运营体系进一步成熟，并且公司持续优化线上营销策略，有望在ROI保持稳定的同时取得进一步提升。同时新品上新速度持续迭代，新备案化妆品原料有望成为未来新品的助推力。预计2025-2027年营收为15.08/20.35/27.47亿元，同比+36%/35%/35%。
- ◆ 公司2025年主动开展线下销售渠道优化与渠道模式转型，经过一年多的调整，2026年将加大例如OTC等线下渠道拓展力度，持续扩充经销商数量与规模，从而提升产品在线下市场的占有率，预计未来线下渠道有望重回正增长。预计2025-2027年营收为3.63/3.89/4.28亿元，同比-60%/+7%/+10%。

表：公司盈利预测—分渠道拆分

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
线上渠道营收	1108	1508	2035	2747
yoy	20%	36%	35%	35%
营收占比	55%	81%	84%	87%
营业成本	196	271	366	495
毛利润	913	1236	1669	2253
yoy	18%	35%	35%	35%
毛利率	82%	82%	82%	82%
线下渠道营收	908	363	389	428
yoy	-10%	-60%	7%	10%
营收占比	45%	19%	16%	13%
营业成本	172	69	74	81
毛利润	736	294	315	346
yoy	-10%	-60%	7%	10%
毛利率	81%	81%	81%	81%

## 公司与可比公司估值分析

- ◆ 公司的产品包含医疗器械及化妆品产品，所以我们选取同样包含医疗器械及化妆品品类的化妆品公司：巨子生物、华熙生物、贝泰妮为可比公司。以2026年4月14日收盘价为基准，可比公司盈利预测取WIND一致预期，可以计算出2025-2027年可比公司平均PE分别为40.77/25.79/21.04x。

表：可比公司盈利预测与估值（截至 2026年4月14日收盘）

公司名称	公司代码	市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE估值水平			
			2024A	2025A/E	2026E	2027E	2024A	2025A/E	2026E	2027E
巨子生物	2367.HK	260.92	20.62	19.15	20.06	22.72	23.04	16.81	13.00	8.94
华熙生物	688363.SH	203.03	1.74	2.91	5.37	6.58	141.08	72.28	37.82	30.84
贝泰妮	300957.SZ	158.30	5.03	4.76	5.96	6.78	35.95	33.23	26.55	23.35
平均值							66.69	40.77	25.79	21.04

注：可比公司盈利预测均来源于WIND一致预期

- ◆ **行业竞争加剧：**随着竞争者相继入局，行业竞争存在进一步加剧的可能；
- ◆ **流量获客成本上行：**线上流量增速有所放缓，可能导致获客成本提升从而影响业绩；
- ◆ **行业政策变动风险：**行业监管形势趋严，未来政策变动有可能会影响企业经营；
- ◆ **下游需求疲软：**若国内化妆品消费需求放缓，行业增速大幅降低，可能导致公司业绩增速不及预期；
- ◆ **渠道调整不及预期：**若线下渠道调整不及预期，可能导致业绩出现下滑。

# 敷尔佳盈利预测表

证券代码： 301371

股价： 24.02

投资评级： 买入(首次覆盖)

日期： 20260414

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)					每股指标与估值				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	3340	1564	1532	1509	营业收入	2017	1871	2424	3175	每股指标				
应收款项	5	4	5	7	营业成本	368	566	681	841	EPS	1.65	0.84	1.10	1.38
存货净额	160	236	284	350	营业税金及附加	30	28	36	48	BVPS	14.15	10.96	11.07	11.19
其他流动资产	155	55	68	83	销售费用	748	664	873	1175	估值				
<b>流动资产合计</b>	<b>3661</b>	<b>1859</b>	<b>1889</b>	<b>1950</b>	管理费用	86	84	109	159	P/E	22.9	28.4	21.8	17.4
固定资产	644	636	607	575	财务费用	-86	-21	-16	-15	P/B	2.7	2.2	2.2	2.1
在建工程	0	0	0	0	其他费用/(-收入)	35	33	42	64	P/S	7.5	6.7	5.1	3.9
无形资产及其他	1780	3486	3593	3705	营业利润	909	592	770	968	财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
长期股权投资	0	0	0	0	营业外净收支	2	1	1	1	盈利能力				
<b>资产总计</b>	<b>6085</b>	<b>5982</b>	<b>6089</b>	<b>6230</b>	利润总额	911	593	771	969	ROE	12%	8%	10%	12%
短期借款	0	0	0	0	所得税费用	250	154	200	252	毛利率	82%	70%	72%	74%
应付款项	64	110	132	164	净利润	661	439	571	717	期间费率	37%	39%	40%	42%
合同负债	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	销售净利率	33%	23%	24%	23%
其他流动负债	330	131	163	207	归属于母公司净利润	661	439	571	717	成长能力				
<b>流动负债合计</b>	<b>393</b>	<b>241</b>	<b>296</b>	<b>371</b>	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	收入增长率	4%	-7%	30%	31%
长期借款及应付债券	0	0	0	0	经营活动现金流	610	235	584	747	利润增长率	-12%	-34%	30%	26%
其他长期负债	29	37	37	37	净利润	661	439	571	717	营运能力				
<b>长期负债合计</b>	<b>29</b>	<b>37</b>	<b>37</b>	<b>37</b>	少数股东损益	0	0	0	0	总资产周转率	0.34	0.31	0.40	0.52
<b>负债合计</b>	<b>422</b>	<b>279</b>	<b>333</b>	<b>408</b>	折旧摊销	55	59	57	55	应收账款周转率	174.87	409.45	507.95	510.37
股本	400	520	520	520	公允价值变动	-2	0	0	0	存货周转率	2.60	2.86	2.62	2.65
股东权益	5662	5703	5755	5822	营运资金变动	-71	-240	-8	-9	偿债能力				
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6085</b>	<b>5982</b>	<b>6089</b>	<b>6230</b>	投资活动现金流	-1721	-312	-98	-119	资产负债率	7%	5%	5%	7%
					资本支出	-121	-39	-19	-20	流动比	9.31	7.70	6.38	5.26
					长期投资	-1811	-415	-115	-115	速动比	8.51	6.51	5.21	4.10
					其他	211	143	36	16					
					筹资活动现金流	-367	-399	-518	-651					
					债务融资	0	-1	0	0					
					权益融资	0	0	0	0					
					其它	-367	-398	-518	-651					
					现金净增加额	-1479	-476	-32	-22					

## 商社小组介绍

芦冠宇，首席分析师，杜伦大学（硕士）、四川大学（学士），10年从业经营。2024年新财富批零与社服行业最佳分析师第8名；2024年水晶球商贸零售公募榜第5名；2024年金牛奖社服行业第5名；第十届Choice最佳分析师。2017年新财富中国最佳分析师评选社会服务行业第二名核心成员；2017和2018年金牛奖餐饮旅游行业最佳分析师第一名核心成员；2017和2018年水晶球社会服务行业第二名核心成员。

李宇宸，分析师，香港中文大学（深圳）硕士，3-4年卖方研究经验，关注美护、餐饮、零售等方向。

刘雪晴，分析师，中央财经大学硕士，4年二级权益研究经验，关注酒店、免税、人服等方向。

周毓，研究助理，帝国理工金融工程硕士，4.5二级权益研究经验，2年一级市场经验，目前覆盖医美、彩妆、旅游、OTA等行业。

## 分析师承诺

芦冠宇, 李宇宸, 本报告中的分析师均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，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

## 国海证券投资评级标准

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

## 免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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，请公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司的证券研究报告。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 商社研究团队

# 心怀家国，洞悉四海



## 国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋  
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

## 国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银  
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

## 国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168  
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597