下载日志已记录，仅供内部参考

国联民生证券 GUOLIAN MINSHENG SECURITIES

敷尔佳（301371.SZ）公司深度报告

医用敷料龙头，调整蓄势再出发

2026 年 09 月 14 日

- **医用敷料龙头，坚持妆械共生。**敷尔佳是深耕皮肤护理三十年的医用敷料龙头企业，产品体系以Ⅱ类医疗器械类产品为主、多功能护肤品为辅，代表单品包括白膜、黑膜、积雪草舒缓修护贴等，2025 年公司主动推进线下渠道调整，经营质量持续改善。
- **改革：主动调整，轻装再出发。**随着护肤品行业流量由线下向线上转移，公司线下渠道客流承压，致使库存周转效率下降，部分经销商的窜货行为对整体价盘造成扰动，2025 年公司从渠道、组织、产品层面开启全盘改革。

  渠道：1）线下：主动精简低效经销商、提高窜货处罚力度、阶段性控制出货量减轻渠道压力。伴随渠道库存消化、经销商质量提升，公司产品价盘持续修复，2025 年产品平均售价同增 19.78%至 49.06 元/盒。**2）线上：**收紧抖音达播等高费比渠道，策略性布局腰尾部达人优化达播结构，2026 年抖音渠道 ROI 显著提升。

  组织：1）管理层：管理层以及核心业务团队积极引入人才；**2）销售：**扩充团队人员，提升渠道运营精细度，截至 2026 年 4 月，公司销售团队人员约 300 人，较 2025 年底净增加超 80 人；**3）研发：**2021 年收购北星药业补齐生产端能力后，持续加大研发投入，研发费用率自 2021 年的 0.32%提升至 2025 年的 2.69%。

  产品：公司产品集中度较高，2022 年“白膜”+“黑膜”营收占比 47.7%，大单品模式起量快但窜货管控难度大，因此 2025 年公司开启密集推新进程，打造多增长极，降低大单品价盘波动风险。2025 年备案化妆品数量达 48 个（2024 年仅备案 13 个），过亿单品数量由 2024 年的 6 个提升至 8 个，产品矩阵持续丰富。
- **展望：渠道空间广阔，新品势能可期。渠道：**线上渠道由抖音+天猫构筑基本盘，京东低基数放量，后续有望凭借精细化运营释放 α 势能；线下渠道中，我国 OTC 渠道化妆品类渗透率仅 0.5%，较日本等成熟市场具备千亿级别扩容空间，2023 年公司 OTC 渠道市占率 4%，远低于可比公司，公司 2025 年大幅增加团队配置，重点突破 OTC 渠道，持续挖掘渠道增量空间。**产品：**2026 年延续密集推新节奏，潜力单品“方胖子”孵化进展顺利，此外公司加速推进高客单、高壁垒的械三产品布局，截至 2026 年 7 月，重组Ⅲ型人源化胶原蛋白冻干纤维项目已获 NMPA 注册受理，目前公司管线储备充分，械三产品获批后有望减少单一敷料依赖。
- **投资建议：**公司“医疗器械+功能性护肤品”的产品矩阵逐渐完善，渠道调整成效稳步释放，预计公司 2026-2028 年营收分别为 22.72/26.89/31.58 亿元，同增 20.0%/18.4%/17.4%，归母净利润为 4.48/5.23/6.19 亿元，同增 3.6%/16.6%/18.4%，当前股价对应 PE 分别为 24X/20X/17X，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧的风险，营销模式无法顺应市场变化的风险，新产品销售不及预期，生产与研发风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	1,893	2,272	2,689	3,158
增长率（%）	-6.1	20.0	18.4	17.4
归属母公司股东净利润（百万元）	433	448	523	619
增长率（%）	-34.6	3.6	16.6	18.4
每股收益（元）	0.83	0.86	1.00	1.19
PE (X)	25	24	20	17
PB (X)	1.9	1.9	1.8	1.8

资料来源：Wind，国联民生证券研究所预测；（注：股价为 2026 年 9 月 11 日收盘价）

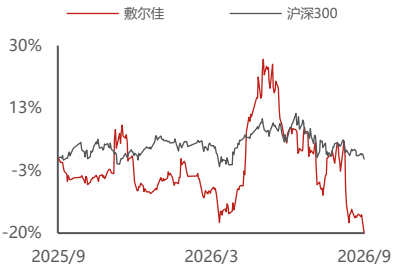
推荐 维持评级

当前价格： 20.41 元



分析师 解慧新
执业证书：S0590525110066
邮箱：xiehuixin@glms.com.cn
研究助理 张倩
执业证书：S0590125120023
邮箱：qianzhang@glms.com.cn

相对走势



相关研究

1. 敷尔佳（301371.SZ）2026 年半年报点评：新品步入放量期，费投加大致使利润承压-2026/08/21
2. 敷尔佳（301371.SZ）2025 年年报&2026 年一季报点评：一季度业绩边际高增，渠道结构优化成效释放-2026/04/27
3. 敷尔佳（301371.SZ）2025 年半年报点评：业绩短期承压，关注线下渠道优化与在研管线投入-2025/08/26
4. 敷尔佳（301371.SZ）2024 年年报点评：渠道调整与费用投放加大致利润率略有承压-2025/04/24

下载日志已记录，仅供内部参考

投资聚焦

区别于市场的观点/方法

本篇报告复盘公司线下渠道库存积压、价盘承压的原因，从渠道、组织、产品等角度拆分本轮改革思路，并分析改革措施有望取得预期成效的原因，最后梳理渠道与产品在战略层面取得的阶段性成果，从而分析公司未来的业绩增长点。

我们认为本轮线下渠道的大幅出清化解了历史的库存包袱，重塑经销商结构，为未来的渠道良性发展奠定基础，同时公司在管理层、销售/研发层面积极扩充人才梯队，提升渠道的精细化运营能力，保障后续的推新成功率。由于公司的改革成效已获得财务数据验证，我们认为公司后续有望重启业务增长。

核心假设

假设一：预计护肤品行业终端需求稳中有升。

假设二：预计公司持续推进线下渠道修复。

假设三：预计公司延续当前的产品推新节奏。

近期催化

目前新一轮改革迈入效果验证期，从业绩表现来看，公司 2026H1 营收重回正增长，利润端同比呈现改善态势，根据公司 2026 年半年报，2026H1 营收 11.56 亿元，yoy+33.95%，归母净利润 2.56 亿元，yoy+11.46%，扣非归母净利润 1.67 亿元，yoy+0.38%。我们认为，随着线下渠道重塑、人才梯队补足、产品矩阵完善，公司业绩有望步入拐点，经营效率持续优化。

核心假设对应的风险

行业竞争加剧的风险：若行业参与者增加，市场竞争加剧后，企业端费投压力将加剧。

营销模式无法顺应市场变化的风险：护肤品行业趋势迭代快，若公司营销策略更新较慢，预计会影响品牌投入产出比。

新产品销售不及预期：若新品销售不及预期，预计新品矩阵的构建节奏将放缓，从而影响品牌业绩增长速度。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1 医用敷料龙头，坚持妆械共生 4
1.1 历史复盘：医用敷料起家，深耕专业皮肤护理 4
1.2 股权结构：创始人张立国为实际控制人，持股比例超 84% 4
1.3 组织架构：核心团队具备医药背景，从业经验丰富 5
1.4 业务分析：业务结构主动调整，品类、渠道走势分化 5
2 改革：主动调整，轻装再出发 8
2.1 渠道：线下刮骨疗伤，线上运营精细度提升 8
2.2 组织：引进优秀人才，提升运营精细度 13
2.3 产品：加速推新进程，丰富大单品矩阵 14
3 展望：渠道空间广阔，新品势能可期 17
3.1 渠道：线上 α 势能驱动增长，线下 OTC 渠道空间广阔 17
3.2 产品：研发实力+前瞻市场洞察助力潜在大单品孵化 19
4 财务分析：业绩边际改善，盈利能力呈修复态势 21
5 盈利预测与投资建议 22
5.1 盈利预测假设与业务拆分 22
5.2 估值分析 23
5.3 投资建议 24
6 风险提示 25
插图目录 27
表格目录 27

下载日志已记录，仅供内部参考

1 医用敷料龙头，坚持妆械共生

1.1 历史复盘：医用敷料起家，深耕专业皮肤护理

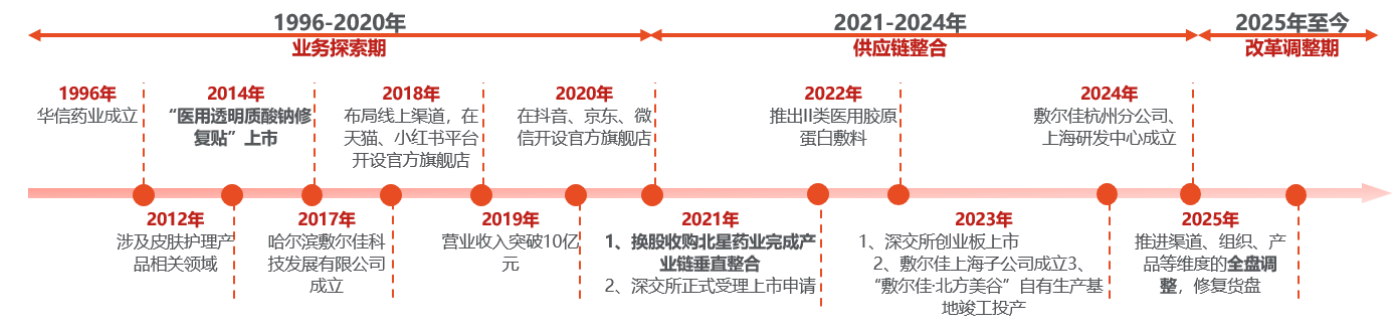
敷尔佳为专业皮肤护理企业，核心业务聚焦于医疗器械类产品与功能性护肤品两大板块。公司基于对透明质酸钠及胶原蛋白的研究，从医疗器械类敷料产品切入，建立了以第Ⅱ类医疗器械类产品为主，多功能护肤品为辅的产品体系布局，产品剂型涵盖面膜、水、精华、乳液、喷雾、冻干及次抛等形态。

1996-2020 年：业务探索期。公司前身黑龙江省华信药业成立于 1996 年，主要经营粉针注射剂的处方药品批发，2012 年转向皮肤护理产品赛道，2014 年推出“医用透明质酸钠修复贴”，凭借先发优势在市场中占据领先地位。鉴于“敷尔佳”产品销售业绩良好，华信药业决定独立运作皮肤护理业务，于 2017 年 11 月成立敷尔佳有限公司。

2021-2024 年：供应链整合。2021 年，敷尔佳通过换股收购北星药业，将生产端业务纳入自身体系，完成产业链的垂直整合。2023 年于深交所创业板上市，持续深耕专业皮肤护理产品领域，实现医用敷料与功能性护肤品板块双轮驱动。

2025 年至今：改革调整期。2025 年公司主动推进全盘调整，削减低效经销商，严控价盘体系，同时扩大销售团队规模，提升渠道管理精细度，短期业绩承压，2025 年营收同减 6.14%至 18.93 亿元，随着渠道调整动作收尾，团队人员持续补齐，2026 年公司出货节奏修复，调整成效持续释放。

图1：敷尔佳发展历史复盘



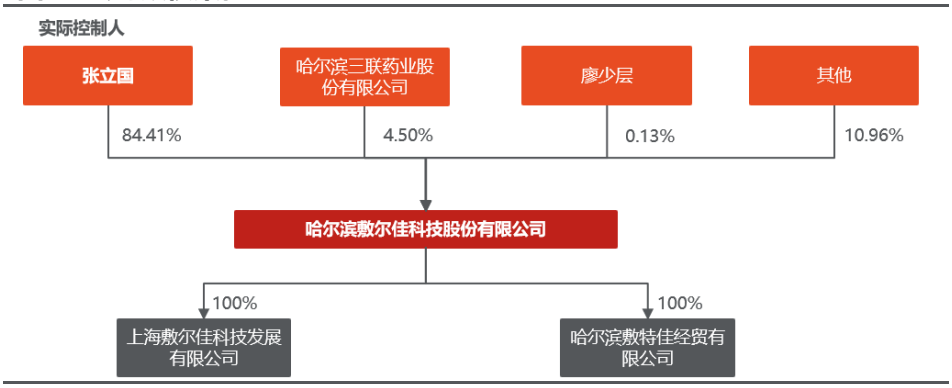
资料来源：敷尔佳官网，敷尔佳招股书，国联民生证券研究所整理

1.2 股权结构：创始人张立国为实际控制人，持股比例超 84%

创始人张立国为实际控制人，持股比例超 84%。公司股权结构清晰集中，截至 2026H1 末，创始人张立国直接持有 84.41%的股份，为公司的实际控制人。第二大股东为哈尔滨三联药业股份有限公司，持股 4.5%。公司上市前曾推出股权激励计划，激励对象为 12 名核心管理层和业务骨干人员，深度绑定团队利益。

下载日志已记录，仅供内部参考

图2：公司股权架构



资料来源：ifind，公司公告，国联民生证券研究所整理 注：数据时间截至 2026 年 6 月 30 日

1.3 组织架构：核心团队具备医药背景，从业经验丰富

创始人深耕医药领域四十余年，管理团队行业经验丰富。创始人张立国拥有执业药师资质及高级工程师职称，早期历经药剂师、药企生产调度及车间技术主任等一线技术岗位，实践经历丰富，深耕医药领域四十余年。其他管理团队成员均具备丰富的行业任职经验，为公司战略执行奠定坚实的基础。

表1：公司管理层团队介绍

姓名	职务	任期起始日期	主要工作经历
张立国	董事长	2021/3/26	1986 年至 1989 年，任黑龙江省干部疗养院药剂师；1989 年至 1992 年，历任哈药集团制药五厂生产调度、车间技术主任；1992 年 12 月至 1996 年 5 月，任黑龙江省中医药开发有限公司部门经理；1996 年 5 月至 2024 年 11 月，任黑龙江省文策科技有限公司执行董事；2017 年 11 月至今，任公司董事长。
邓百娇	董事、董事会秘书	2024/5/17	2007 年 3 月至 2017 年 12 月，历任黑龙江省华信药业有限公司出纳、会计、财务经理；2018 年 1 月至 2025 年 9 月，任哈尔滨敷尔佳科技股份有限公司财务负责人；2023 年 9 月至今，任公司董事会秘书；2024 年 5 月至今，任公司董事。
孙娜	总经理	2023/12/21	2014 年至 2016 年，曾任哈尔滨松松文化发展有限公司总经理；2016 年至 2017 年，曾任黑龙江省娜妃文化传媒有限公司监事；2017 年至 2018 年，曾任哈尔滨招商嘉天房地产开发有限责任公司副总经理；2019 年至 2020 年，曾任黑龙江碧海置业有限公司副总经理；2020 年至 2023 年，任公司副总经理；2023 年至今，任公司总经理。
李政德	财务负责人	2025/9/26	2012 年 12 月至 2023 年 11 月，历任大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计员、经理、合伙人；2023 年 12 月至 2024 年 9 月，任北京德皓国际会计师事务所（特殊普通合伙）合伙人；2025 年至今，任公司财务负责人、哈尔滨敷特佳经贸有限公司财务负责人、上海分公司财务负责人。

资料来源：敷尔佳年报，国联民生证券研究所

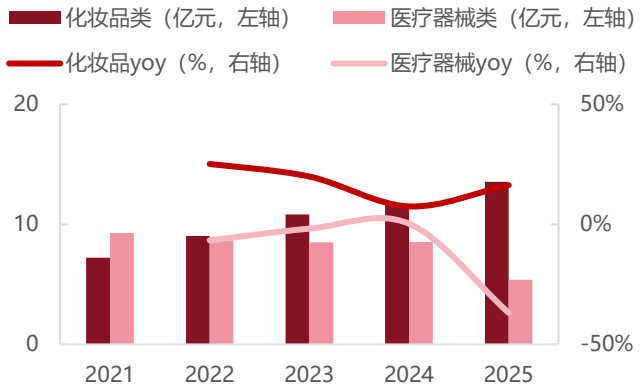
1.4 业务分析：业务结构主动调整，品类、渠道走势分化

化妆品类营收稳定增长，医疗器械类 2025 年受渠道调整影响营收承压。营收端来看，化妆品类通过推出持续自研成分新品实现营业收入稳定增长，2025 年营收同增 16.34%至 13.54 亿元，营收占比达 71.55%；医疗器械类 2025 年营收同减 36.83%至 5.39 亿元，营收占比 28.45%，主要系线下经销渠道出清调整所

下载日志已记录，仅供内部参考

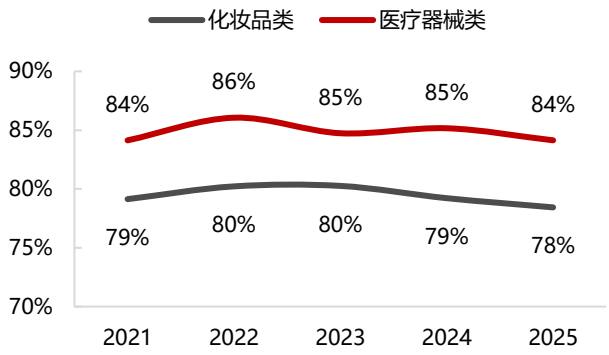
致。**毛利率端来看**，整体毛利率水平较为稳定，2025 年医疗器械类/化妆品类毛利率分别为 84.14%/78.44%，医疗器械类毛利率稳定略高于化妆品类。

图3：2021-2025 年分品类收入及同比增速



资料来源：ifind，国联民生证券研究所

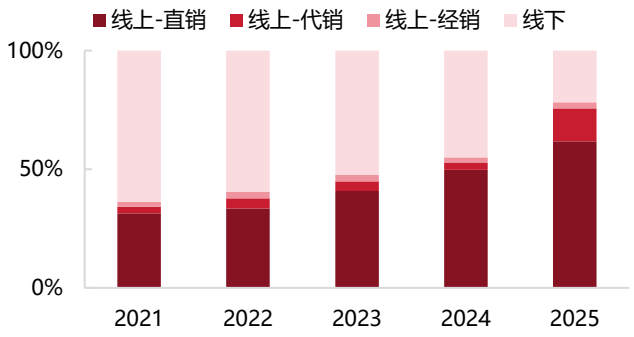
图4：2021-2025 年分品类毛利率



资料来源：ifind，国联民生证券研究所

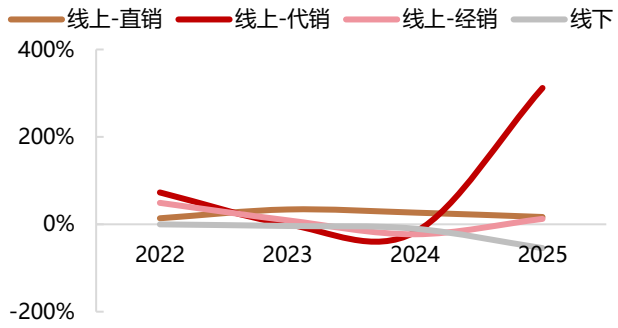
线上渠道加速开拓，线下渠道积极调整。营收端来看，公司是国内较早利用经销模式将医用敷料产品从公立医院销售推广到院外医疗机构、连锁零售药店等终端渠道的企业，后续布局渠道经销模式，快速拓展 CS 和 KA 渠道，2018 年线下收入占比 88%，2019 年公司开始加速拓展线上天猫、抖音等电商平台，2024 年线上收入超过线下。2025 年公司主动优化经销体系，清退低效经销商，致使线下渠道营收同减 54.54%至 4.13 亿元，营收占比降至 21.81%。**毛利率端来看**，由于产品结构调整，各渠道毛利率均有小幅下滑，线上/线下渠道毛利率分别由 2021 年的 86.66%/79.27%下降至 2025 年的 81.02%/76.60%。

图5：2021-2025 年分渠道收入（亿元）



资料来源：ifind，敷尔佳年报，国联民生证券研究所

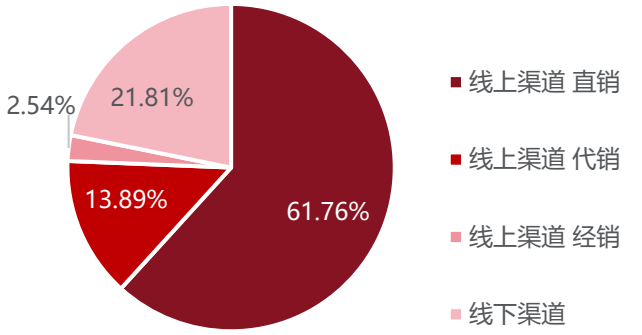
图6：2021-2025 年分渠道收入同比增速（%）



资料来源：ifind，敷尔佳年报，国联民生证券研究所

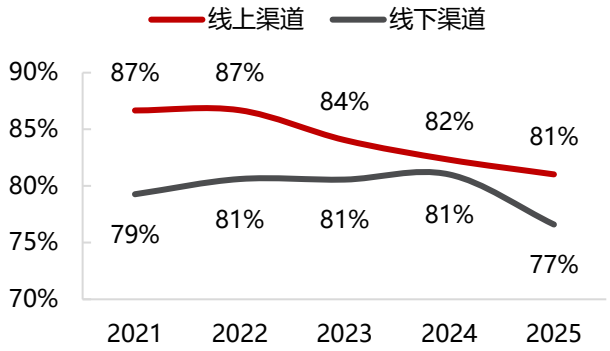
下载日志已记录，仅供内部参考

图7：2025 年分渠道收入占比



资料来源：ifind，敷尔佳年报，国联民生证券研究所

图8：2021-2025 年分渠道毛利率水平（%）



资料来源：ifind，敷尔佳招股书，国联民生证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2 改革：主动调整，轻装再出发

为优化渠道经营质量、稳固价盘体系，2025 年公司从渠道、组织以及产品层面进行主动调整。随着护肤品行业流量由线下向线上转移，线下渠道客流承压致使库存周转效率下降，且由于公司线下团队人员数量较少，对于经销商的管控力度不足，部分经销商的窜货行为对整体价盘造成扰动。2025 年公司开启了全盘改革，从组织、渠道、产品层面对目前业务结构进行梳理：

1）渠道：线下出清低效经销商，提高经销商准入门槛，推动渠道模式从传统分销向价值型动销转型，线上优化达播结构，降低费比。

2）组织：管理层引进优秀人才，销售、研发团队规模持续扩充，2026 年 4 月销售团队扩充至 300 人（较 2025 年底净增加 80+人），提升管理精细度；2025 年研发团队数量扩充至 79 人（较 2024 年净增加 21 人）。

3）产品：加快产品推新进度，2025 年新备案化妆品数量 48 个（2024 年备案 13 个），扩大亿元单品矩阵，医用敷料方面新推出纤连蛋白系列，并针对美白、控油、修护等领域推出乳糖酸系列、方胖子湿敷膜系列等功能性护肤产品。

图9：敷尔佳主要改革动作



资料来源：敷尔佳公司公告，国联民生证券研究所整理

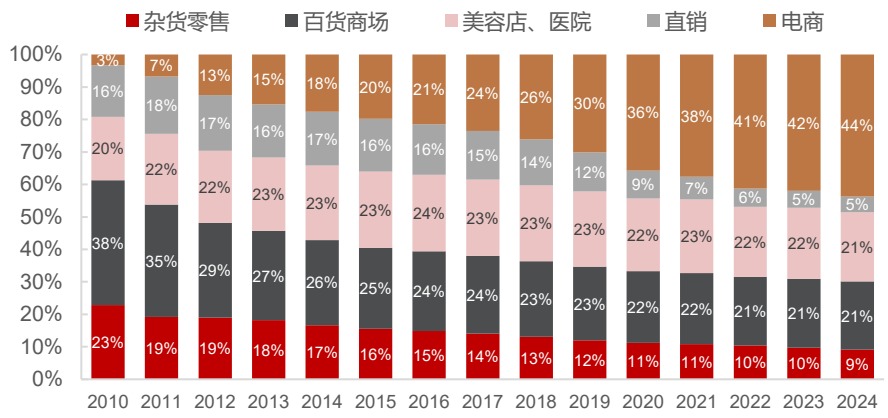
2.1 渠道：线下刮骨疗伤，线上运营精细度提升

2.1.1 线下渠道：出清低效经销商，质量为先良性发展

行业端：护肤品行业线上渠道销售占比迅速攀升。据欧睿统计，护肤品行业电商销售额占比从 2015 年的 20%跃升至 2024 年的 44%，成为主导的消费阵地，线下渠道受客流量下滑，消费习惯变革影响表现承压，传统销售渠道如杂货零售、百货等销售额逐渐降低（23%→9%/38%→21%）。

下载日志已记录，仅供内部参考

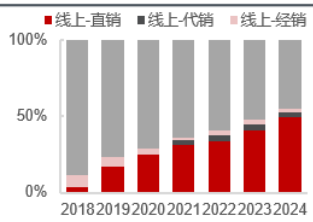
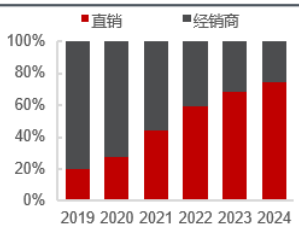
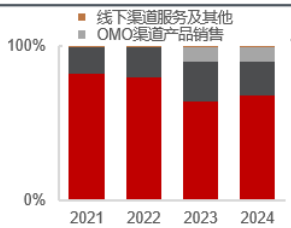
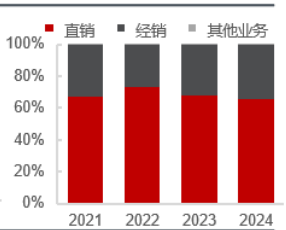
图10：2015-2024 年各渠道销售额占比情况



资料来源：欧睿，国联民生证券研究所

公司端：敷尔佳经销渠道营收占比高于可比公司，且单商体量相对较低。以敷尔佳为代表的主流护肤品企业早期均由线下渠道起家，伴随行业需求逐渐由线下向线上转移，企业端渠道结构也随之变化，华熙生物、贝泰妮经销渠道占比维持在较低水平，巨子生物经销商营收占比由 2019 年的 80%下降至 2024 年的 25%，敷尔佳线下经销渠道营收占比由 2019 年的 77%下降至 2024 年的 45%，但相较于可比公司线下占比仍较高。除此之外，敷尔佳早期为了快速渗透下沉市场，设立分销联盟系统放宽经销商准入条件，小体量经销商占比较高，2022 年敷尔佳/巨子生物经销商数量分别为 351/385 家，单商体量分别为 196.17/250.13 万元/家，相较于可比公司，敷尔佳单商体量较小，渠道铺设效率提升空间较大。

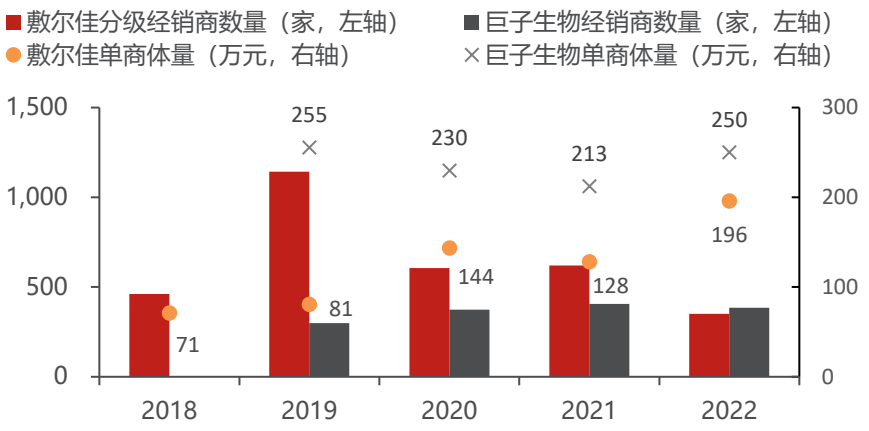
图11：敷尔佳、巨子生物、贝泰妮与华熙生物经销渠道布局策略对比

	敷尔佳	巨子生物	贝泰妮	华熙生物
渠道分类	线上（直销/代销/经销）、线下（直销/经销）	线上（直销/经销）、线下（直销/经销）	线上产品、线下产品、OMO、线下服务	直销、经销
线下渠道覆盖	从医疗机构、美容机构、连锁药房逐步拓展到 CS、KA 渠道并沉淀私域客户，2022年覆盖KA、CS约 2.5 万家、连锁药房约 2.1 万家	“医疗机构+大众消费者”双轨，2022年覆盖1300+公立医院、2000家私立医院/诊所、500个连锁药房，KA/CS等3500家	通过大型KA客户、OTC连锁客户、商业公司以及区域经销商对外销售，24年覆盖OTC12.9万家，直营店179家	直销为主、经销商为辅，直接服务全国核心5,000多家医疗美容机构
线下经销商责任	分为分级/联盟/渠道经销商，公司于微信公众号设立分销联盟系统平台，放宽准入条件，深入下沉渠道	大部分为大众市场的覆盖，其次为医疗机构	渗透下沉市场	海外市场，覆盖欧洲、俄语区、中东区、美洲等
2024年渠道占比	线下经销占比45%	经销占比25%	线下占比23%	经销占比34%
历史渠道结构				

资料来源：ifind，各公司公告，国联民生证券研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

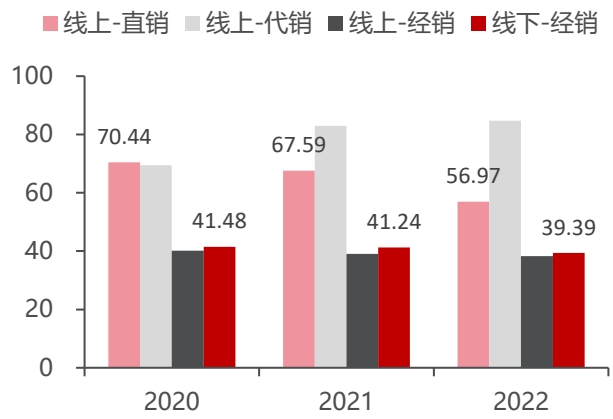
图12：敷尔佳、巨子生物经销商数量与单商体量对比



资料来源：各公司公告，国联民生证券研究所

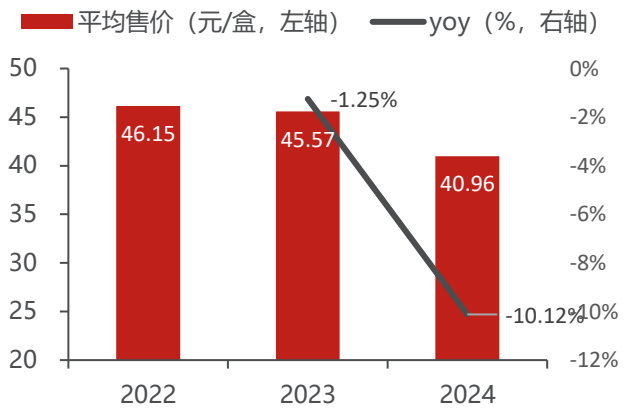
随着线下客流缩减，敷尔佳经销商为缓解库存压力向线上低价出货，致使2022-2024年产品价盘承压。由于直销渠道由公司承担营销费用、获客成本，而经销渠道需要经销商买断销售后自行承担营销费用，渠道特性决定了公司给经销商的出厂价显著低于直销渠道售价，2022年敷尔佳线下经销、线上直销渠道产品单价分别为39.39元/盒、56.97元/盒。随着线下渠道客流缩减，经销渠道库存压力提升，公司部分小体量经销商为实现渠道纾压，借用低价拿货优势向线上渠道出货，扰动公司整体价盘，2022/2023/2024年公司产品平均售价分别同减2.63%/1.25%/10.12%。

图13：2020-2022年敷尔佳分渠道单价（元/盒）



资料来源：敷尔佳招股书，国联民生证券研究所

图14：2022-2024年敷尔佳产品平均售价与同比增减



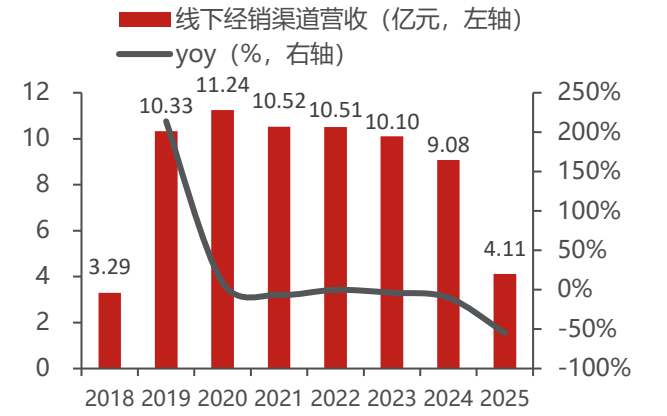
资料来源：敷尔佳公司公告，国联民生证券研究所

2025年主动开启线下经销渠道深度调整，优化经销商结构、助推经销商服务方式转型。为解决窜货乱价问题，2025年公司对线下渠道进行深度梳理：**一方面**，公司审慎遴选战略合作伙伴，主动精简低效经销商，优化医疗机构、美容机构、连锁药店等终端布局，因此2025年公司线下经销渠道营收体量大幅缩减，同减

下载日志已记录，仅供内部参考

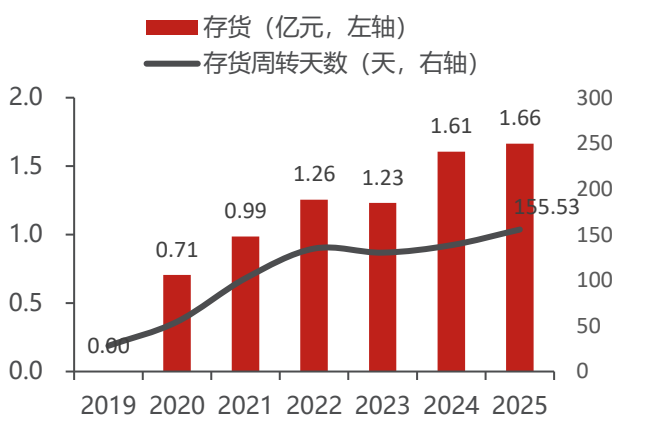
54.74%至 4.11 亿元，营收占比同减 23.31pct 至 21.71%；**另一方面**，公司推动渠道模式从传统分销型向价值动销型转型，对比而言，传统分销型经销商更注重短期的销售周转，在终端动销势能减弱时更倾向于通过窜货等方式来消化库存，而价值动销型经销商则倾向于伴随公司长期发展，通过主动服务终端、开拓增量市场等更为良性的方式来推进产品销售，公司推动经销商模式转型可以更好的化解渠道库存外溢风险，同时公司也在主动减少发货量减轻渠道压力，致使 2025 年库存同增 3.69%至 1.66 亿元，库存周转天数同增 17 天至 156 天。

图15：2018-2025 年敷尔佳线下经销渠道营收与同比



资料来源：敷尔佳招股书，国联民生证券研究所

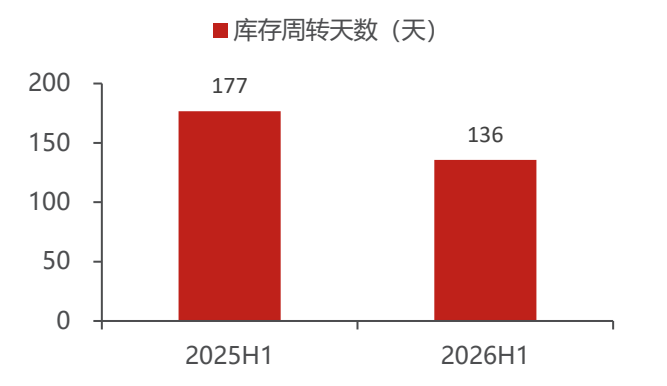
图16：2019-2025 年敷尔佳存货与存货周转天数



资料来源：敷尔佳公司公告，国联民生证券研究所

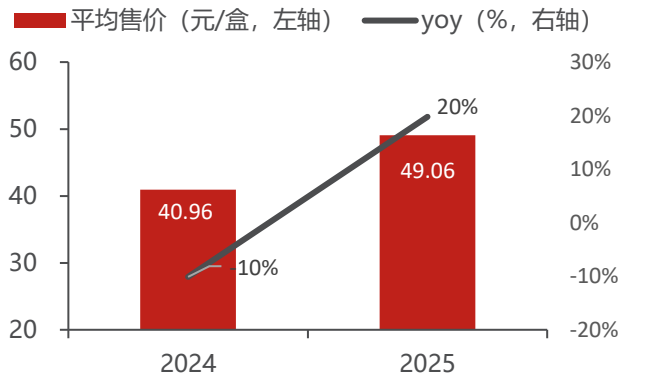
价盘企稳回升、库存周转提速，线下渠道有望重回高质量发展通道。经过线下渠道严格控货与经销商结构优化，公司渠道经营重回良性。**一方面**，2025 年公司产品平均售价同增 19.78%至 49.06 元/盒，产品价盘企稳回升。**另一方面**，2026 年公司已开启正常终端铺货流程，截至 2026H1 公司库存周转天数同减 41 天至 136 天。目前，公司对于小规模及窜货经销商的清理工作已经逐步进入收尾阶段，2026 年开启新经销商的招募工作，我们认为，随着招募门槛的提升与考核标准的精细化，公司线下渠道有望重回高质量增长通道。

图17：2026H1 敷尔佳库存周转提速



资料来源：ifind，国联民生证券研究所

图18：2025 年公司产品价盘企稳回升



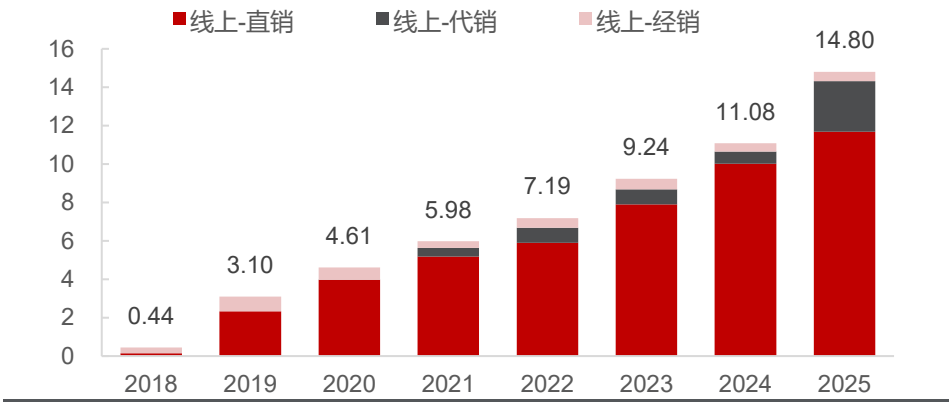
资料来源：敷尔佳公司公告，国联民生证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2.1.2 线上渠道：延续开拓力度，提升运营精细度

加速推进电商平台布局，2018-2025 年线上营收 CAGR 为 65%。2018 年下半年，公司在天猫平台设立官方自营旗舰店，并陆续在小红书、考拉海购、京东、抖音等 B2C 平台设立官方自营旗舰店，实现线上销售平台的全覆盖，并积极布局线上直播渠道做品牌引流，带动线上渠道规模快速提升，公司线上渠道营收从 2018 年的 0.44 亿元增长至 2025 年的 14.80 亿元，其中抖音、天猫为公司核心线上平台，抖音侧重品牌推广和新品营销，天猫主打产品销售。

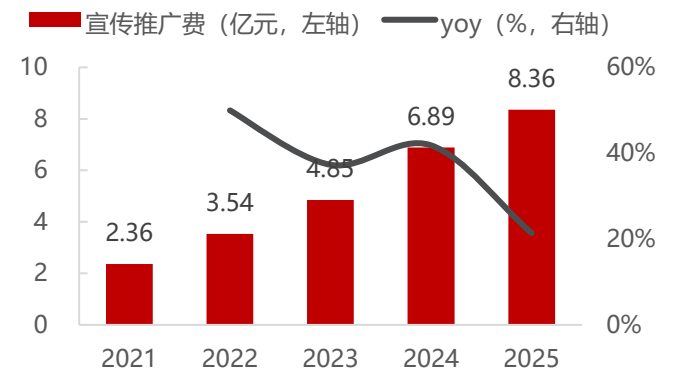
图19：2018-2025 年敷尔佳线上渠道营收（亿元）



资料来源：敷尔佳公司公告，国联民生证券研究所

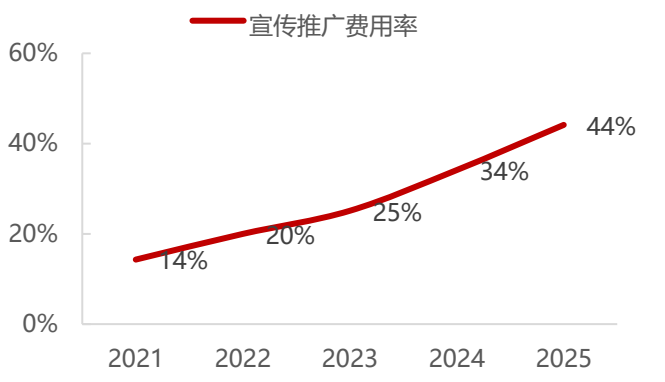
收缩高费比达播、渠道精细化运营，抖音 ROI 持续改善。由于电商直播等线上销售模式较线下渠道更依靠费投支撑，随着线上流量成本逐年提升，公司广宣费投持续增长，宣传推广费用从 2021 年的 2.36 亿元提升至 2025 年的 8.36 亿元，对应费用率从 14.29%提升至 44.14%。2025 年上半年开始，公司开启销售渠道优化与产品价格梳理，收紧抖音达播等高费比渠道，策略性布局腰尾部达人优化达播结构，与此同时，公司进一步增加线上渠道销售团队人员配置，提升运营精细度，根据公司投资者调研公告披露，2026 年抖音渠道 ROI 同比有显著提升。

图20：2021-2025 年敷尔佳宣传推广费与同比增减



资料来源：敷尔佳公司公告，敷尔佳招股书，国联民生证券研究所

图21：2021-2025 年敷尔佳宣传推广费率



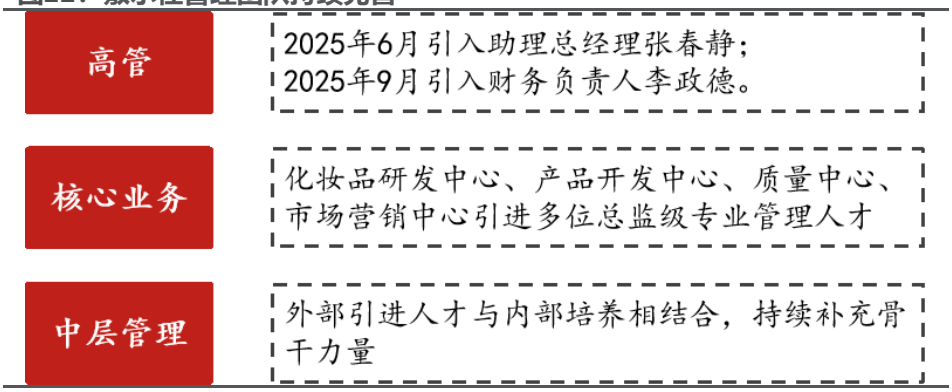
资料来源：敷尔佳公司公告，敷尔佳招股书，国联民生证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2.2 组织：引进优秀人才，提升运营精细度

管理团队层面：引进优秀人才，提升综合管理能力。2025 年开始，公司持续引进高端优秀人才，不断充实管理团队梯队，全面提升综合管理能力。在高级管理人员层面，先后引入助理总经理、财务负责人；在化妆品研发中心、产品开发中心、质量中心、市场营销中心等核心业务板块，引进多位总监级专业管理人才；中层管理岗位则通过外部引进与内部培养相结合的方式持续补充骨干力量。新引入的管理人才与公司原有管理团队高效互补、协同共进，有效提升了公司整体管理水平以及综合运营能力。

图22：敷尔佳管理团队持续完善

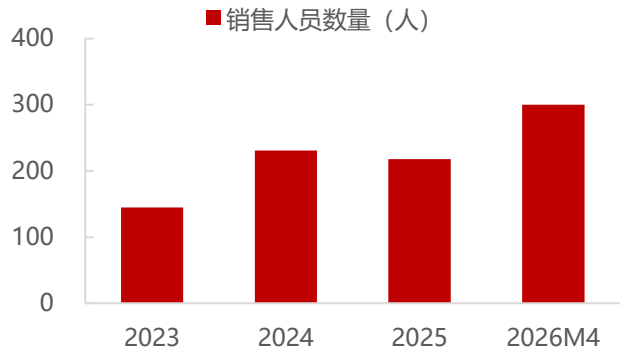


资料来源：敷尔佳公司公告，国联民生证券研究所整理

销售团队层面：人员规模持续扩张，运营精细度进一步提升。线上渠道：设立上海、杭州双团队，上海团队主要负责抖音等兴趣电商的运营，杭州团队主要负责天猫等货架电商的运营，渠道划分更为精细化，目前线上团队从人员配置、专业能力以及运营效率等方面持续提升，未来公司计划持续引入专业人才，提高线上团队的运营效率。**线下渠道**：主要分为三个团队，分别负责 CS/KA 渠道、专业渠道、OTC 渠道，此前线下团队由于人员数量较少，对于经销商的管控较为粗放，2025 年公司持续扩展线下销售团队人员数量，渠道管控力度进一步强化，为线下渠道良性发展奠定基础。根据公司公告，截至 2026 年 4 月，公司销售团队人员数量约 300 人，较 2025 年底净增加 80+人，其中线上/线下团队分别约 250/50 人。

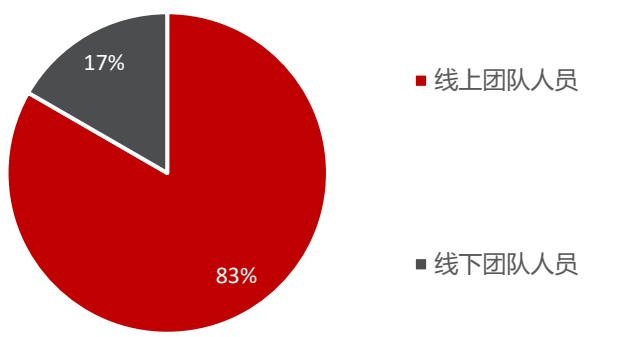
下载日志已记录，仅供内部参考

图23：2023-2026 年 4 月敷尔佳销售人员数量



资料来源：ifind，敷尔佳公告，国联民生证券研究所
注：2026 年数据为截至 2026 年 4 月

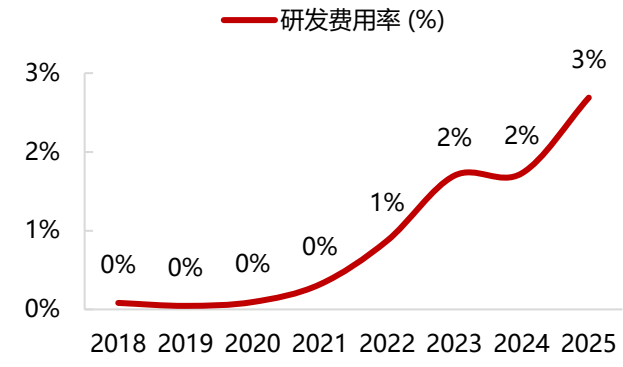
图24：2026M4 敷尔佳线上、线下销售人员数量占比



资料来源：敷尔佳公司公告，国联民生证券研究所

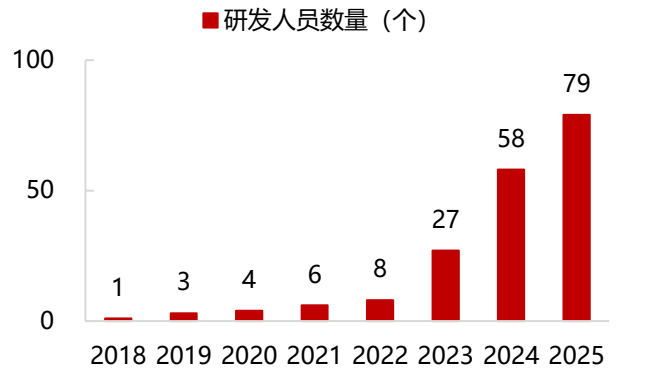
研发团队层面：加大研发投入，巩固研发实力。创立初期公司与哈三联合作，哈三联负责产品独家生产，公司主要负责独家销售、推广和品牌运营维护，2021 年公司收购北星药业 100%股权补齐生产端能力，自此开始将研发流程纳入体系内，研发费用率从 2018 年的 0.08%提升至 2021 年的 0.32%。此外，公司早期产品以敷料为主，产品形态较少，2021 年公司开始完善功能性护肤产品矩阵、推进高附加值的 III 类医疗器械项目、加强外部产学研合作，与江南大学、四川大学、中国科学院昆明植物研究所等机构开展委托研发，公司研发费用率自 2021 年的 0.32%提升至 2025 年的 2.69%，研发人员数量自 2021 年的 6 位扩充至 2025 年的 79 位。

图25：2018-2025 年敷尔佳研发费用率



资料来源：ifind，敷尔佳公告，国联民生证券研究所

图26：2018-2025 年敷尔佳研发人员数量



资料来源：敷尔佳公司公告，国联民生证券研究所

2.3 产品：加速推新进程，丰富大单品矩阵

“医疗器械+功能性护肤品”双轮驱动，多款明星单品领跑细分赛道。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，凭借过硬的品质奠定了市场领先地位，2022 年顺势推出 II 类医用胶原蛋白敷料，构建起透明质



下载日志已记录，仅供内部参考

酸钠与胶原蛋白双轮驱动的产品矩阵。后续公司以医疗器械为基础，逐步延伸布局功效护肤品板块，实现品类双轮驱动，产品剂型主打敷料和贴、膜类产品，并推出了水、精华、乳液、喷雾及次抛等多种形态，产品功效覆盖修护、祛痘、美白、抗皱等多个领域。依托多年来的品牌推广与口碑沉淀，公司多款单品持续领跑细分赛道，培育出多个年销售额过亿元的明星单品，代表单品包括医用透明质酸钠修复贴（白膜）、医用透明质酸钠修复贴（黑膜）、积雪草舒缓修护贴等。

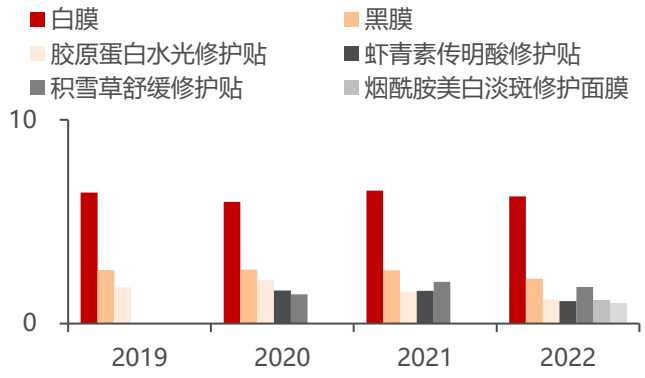
图27：敷尔佳主要产品矩阵

	医疗器械类					化妆品					
类别	医用敷料	医用敷料	医用敷料	械品次抛	械品喷雾	面膜	面膜	面膜	面膜	次抛	次抛
名称	医用重组Ⅲ型人源化胶原蛋白贴	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（械品次抛）	医用透明质酸钠修复液（械品喷雾）	乳糖酸控油敛肤面膜	清痘净肤修护贴2.0	烟酰胺美白淡斑修护面膜	积雪草舒缓修护贴	清痘净肤次抛精华	透明质酸钠次抛修护液
核心成分	重组Ⅲ型人源化胶原蛋白	透明质酸钠				乳糖酸、透明质酸钠	超分子苦参碱水杨酸盐	烟酰胺、二裂酵母	积雪草提取物、秦艽提取物、透明质酸钠	苦参碱水杨酸盐	透明质酸钠
功效	促进创面愈合	对轻中度痤疮、皮肤过敏、早期色沉、减轻瘢痕有辅助治疗作用				控油祛痘，紧实肌肤	祛痘控油，舒缓保湿	改善暗沉，美白淡斑	舒缓修护，补水保湿	祛痘控油，舒缓修护	补水保湿，滋润修护
价格	600元（21片）	118元（5片）	164元（5片）	199元（30支）	81.2元（60g）	118元（5片）	118元（5片）	118元（5片）	118元（5片）	140元（30支）	139元（30支）
图											

资料来源：淘宝官方旗舰店，敷尔佳官网，国联民生证券研究所整理

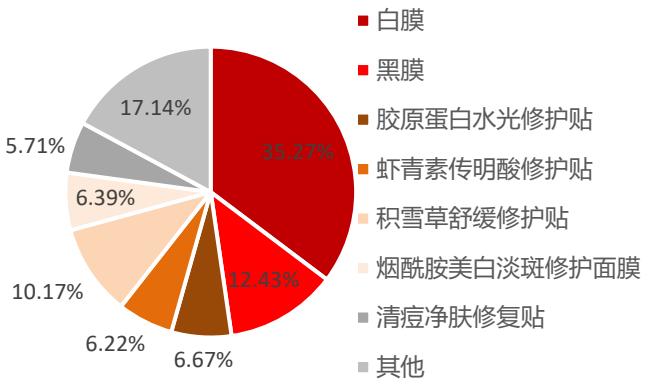
公司产品集中度较高，核心单品“白膜”+“黑膜”贡献主要收入。2022 年，公司“白膜”+“黑膜”营收合计 8.44 亿元，占比总营收 47.7%，而包括积雪草舒缓修护贴、胶原蛋白水光修护贴、虾青素传明酸修护贴、烟酰胺美白淡斑修护面膜、清痘净肤修复贴在内的 7 个亿元单品营收合计 14.66 亿元，占比达 82.86%，大单品营收贡献显著。

图28：2019-2022 年主要过亿单品营收体量（亿元）



资料来源：敷尔佳招股书，国联民生证券研究所

图29：2022 年主要单品营收占比



资料来源：敷尔佳招股书，国联民生证券研究所

大单品模式起量快但窜货管控难度大，2025 年公司开启密集推新进程，加速产品矩阵完善。公司“大单品驱动型”增长模式早期帮助公司快速起量，“黑膜”、“白膜”已建立较强的品牌心智，但在行业渠道变革背景下，公司大单品线上线

下载日志已记录，仅供内部参考

下产品区隔度有限，窜货管理难度较大，因此公司需要降低产品集中度、丰富 SKU 数量，从而强化渠道差异化布局、降低大单品价盘波动风险。2025 年，伴随渠道和组织调整，公司开启密集推新进程，全年备案化妆品数量达 48 个（24 年仅备案 13 个），加速迭代完善护肤产品矩阵，且过亿单品数量由 2024 年的 6 个提升至 8 个，新品“方胖子-湿敷膜”增长势能强劲。2026 年公司新品储备充足，持续拓展剂型与功效边界，且医美管线布局稳步推进，我们认为，公司有望凭借品牌专业修护心智、全渠道布局持续孵化新品，打开增长空间。

表2：公司亿元单品介绍与新品布局

年份	过亿单品数量（个）	过亿单品名称	推新进展
2023 年	5	医用透明质酸钠修复贴（白膜）、敷尔佳清痘净肤修护贴、医用透明质酸钠修复贴（黑膜）、敷尔佳积雪草舒缓修护贴敷尔佳烟酰胺美白淡斑修护面膜。	**备案 15 个化妆品产品**，其中 13 个普通化妆品，2 个特殊化妆品。
2024 年	6	医用透明质酸钠修复贴(白膜)、医用透明质酸钠修复贴(黑膜)、敷尔佳清痘净肤修护贴、敷尔佳积雪草舒缓修护贴、敷尔佳烟酰胺美白淡斑修护面膜、**敷尔佳透明质酸钠次抛修护液。**	**备案 13 个普通化妆品。**陆续向市场推出了多款具有针对性功效的护肤产品，包括“敷尔佳酵能舒安水”、“敷尔佳乳糖酸控油敛肤面膜及精华液”、“敷尔佳葡萄籽溯颜弹嫩乳液面膜”、“敷尔佳一刻抚纹晶透眼膜”以及“敷尔佳蓝铜肽安肤系列”等产品。
2025 年	8	医用透明质酸钠修复贴（白膜）、**敷尔佳乳糖酸控油敛肤面膜、**医用透明质酸钠修复贴（黑膜）、敷尔佳清痘净肤修护贴、敷尔佳积雪草舒缓修护贴、**敷尔佳清痘净肤次抛精华**、敷尔佳透明质酸钠次抛修护液、敷尔佳烟酰胺美白淡斑修护面膜。	**备案 48 个普通化妆品。**在医用敷料方面，进一步扩充产品剂型，并推出纤连蛋白系列；在化妆品方面，依托自主研发的苦参碱水杨酸盐等新原料，升级清痘系列产品，并针对美白、控油、修护等不同肌肤问题，推出亮肤臻白面膜、乳糖酸系列、方胖子湿敷膜系列等功能性护肤产品。
2026 年	-	-	积极储备新品。**医美方面**，重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维（水光针）项目已获 NMPA 注册受理；重组 III 型人源化胶原蛋白贴敷料处于临床试验阶段；重组 III 型人源化胶原蛋白凝胶还处于研发阶段。

资料来源：敷尔佳公司公告，国联民生证券研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

3 展望：渠道空间广阔，新品势能可期

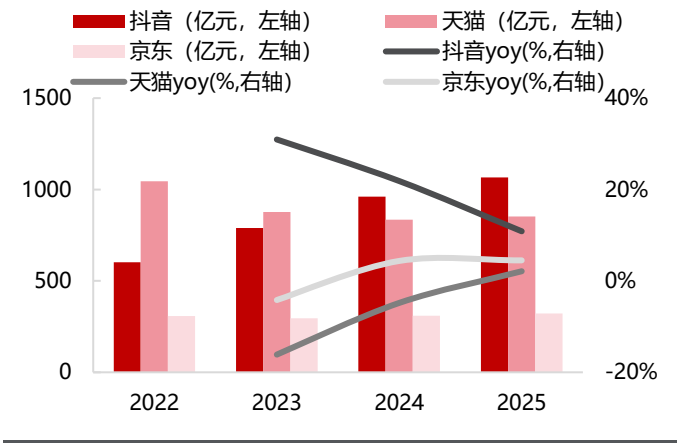
3.1 渠道：线上α势能驱动增长，线下 OTC 渠道空间广阔

线上渠道：抖音+天猫构筑基本盘，京东低基数放量，后续有望凭借精细化运营、价盘管理释放α势能。

从护肤品行业维度来看，抖音渠道等直播电商规模呈现较高的增速，天猫、京东等货架电商规模趋稳，根据久谦数据，2022-2025 年抖音/天猫/京东销售额 CAGR 分别为+20.93%/-6.58%/+1.48%，但由于线上流量成本提升，2025 年各平台增速边际收敛。

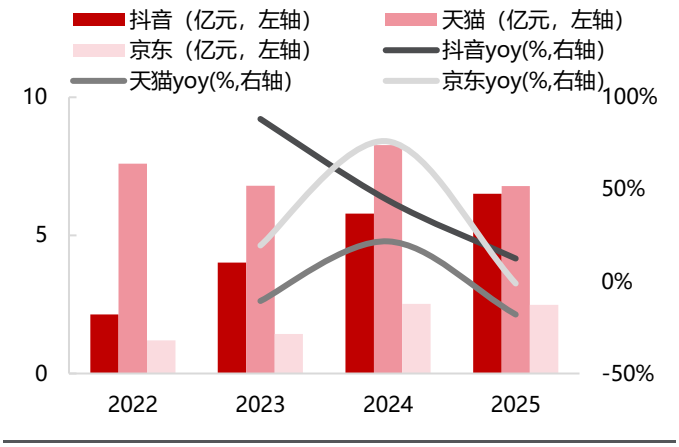
从公司维度来看，公司 2018 年开启天猫渠道布局，奠定电商渠道发展基础，后续充分享受抖音流量红利释放，根据久谦数据，2022-2025 年抖音/天猫/京东销售额 CAGR 分别为+44.99%/-3.71%/+27.66%，2025 年公司抖音+天猫构筑线上基本盘，京东从低基数阶段进入快速放量期。尽管护肤品行业线上平台 β 势能下降，但公司有望凭借精细化运营、新品布局提升市场份额，同时伴随价盘管理成效释放，线上渠道产品量价齐升开拓增长空间。

图30：护肤品行业电商销售规模



资料来源：久谦，国联民生证券研究所

图31：敷尔佳电商平台销售额



资料来源：久谦，国联民生证券研究所

线下渠道：OTC 空间可期，CS/KA 网络稳步修复

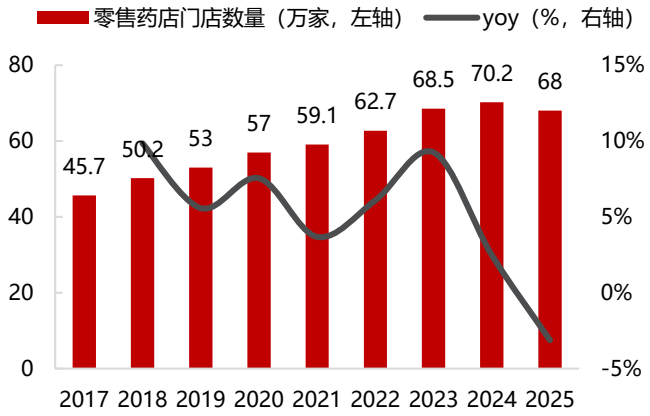
我国 OTC 渠道化妆品类渗透率仅 0.5%，相较于日本等成熟市场具备千亿级别扩容空间。相较于 CS、百货商超等传统化妆品线下渠道，OTC 渠道的消费医疗属性与医美级护肤产品具有天然适配性。中康科技消费者研究中心研究表明，2024 年中国零售药房销售额超 5000 亿元，其中化妆品类的渗透率仅为 0.5%，对比日本成熟市场药房美妆占比 20%的渗透率，中国药店美妆品类有接近千亿级别的扩容空间。

敷尔佳 OTC 渠道渗透率远低于可比公司，25 年大幅增加团队配置，渠道增

下载日志已记录，仅供内部参考

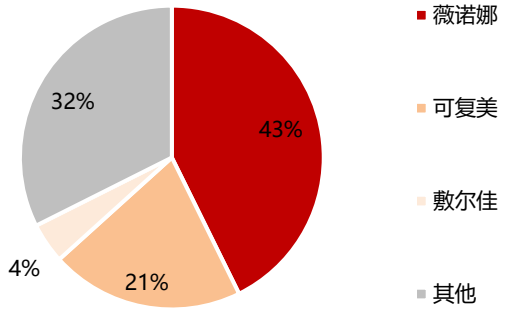
量空间充足。敷尔佳早期由医疗美容机构、药店等专业性渠道起家，但其经销商团队在对终端进行铺货后，后续在渠道服务、客情维护等方面的能力较为欠缺，因此公司的 OTC 渠道渗透率较头部可比公司存在差距：2022 年敷尔佳仅覆盖 2.1 万家连锁药房，占比全国 OTC 数量的 3.35%，2023 年薇诺娜/可复美/敷尔佳 OTC 功效护肤市场份额分别为 43%/21%/4%。2025 年，公司重启线下渠道布局，重点突破 OTC 渠道，增加人员配置，提高药店覆盖率，后续 OTC 渠道有望成为线下渠道主要增量来源。

图32：我国零售药店数量与同比增减



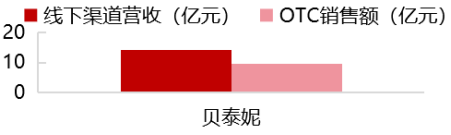
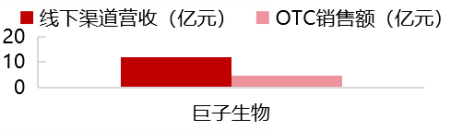
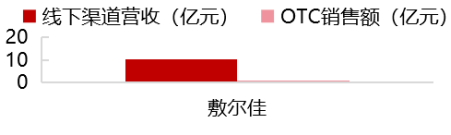
资料来源：第一药店财智，国联民生证券研究所

图33：23 年零售药店功效护肤市场分品牌市场份额



资料来源：聚美丽，国联民生证券研究所

图34：功能护肤品企业 OTC 布局对比

品牌		药房门店数量	2023年线下渠道 VS OTC渠道
贝泰妮	薇诺娜	24年覆盖全国药房门店超**12.9万家**，新开品牌直营店达179家	
巨子生物	可复美/可预	25年已入驻约650个连锁药房品牌、**13万**家药房门店	
敷尔佳	敷尔佳	22年覆盖连锁药房**2.1万**家	

资料来源：各公司公告，美妆网，聚美丽，国联民生证券研究所整理

CS/KA 等线下渠道网络稳步修复，借助即时零售拓宽线下触达场景。2025 年公司对于经销渠道进行深度调整，CS/KA 等线下渠道经历深度出清，2026 年，公司重启经销商数量与规模扩充，修复线下渠道网络，一方面正式入驻调色师全国 300+门店，精准触达年轻消费群体，另一方面新增淘宝闪购等线上线下融合终

下载日志已记录，仅供内部参考

端，进一步拓宽线下触达场景。经过深度调整，公司线下渠道已完成优化布局，为 2026 年重启增长积蓄动能。

3.2 产品：研发实力+前瞻市场洞察助力潜在大单品孵化

2026 年延续密集推新节奏，方胖子湿敷膜、PDRN 水光、舒安特护三大系列新品搭建全链路护肤体系。2026 年公司延续 2025 年密集的推新节奏，2026 年 1-5 月，公司共推出 9 款新品、升级 2 款产品，其中，公司重点布局方胖子湿敷膜、PDRN 水光、舒安特护三大系列新品：1）“方胖子”推出的积雪草舒缓款、乳糖酸控油款两大新品，分别匹配泛红敏感肌、油皮细分肤质，完善消费人群覆盖；2）PDRN 水光系列凭借自主研发 CELLPOLYPID PDRN 敷芯愈独家原料，通过双穿促渗透技术实现成分的渗透与深层修护；3）舒安特护系列以“纤连蛋白+重组 III 型胶原+重组 VII 型胶原”构建屏障修护体系，满足户外运动、医美术后等脆弱肌“特殊养护”需求。公司以三大新品系列构建起覆盖“日常护理-深层修护-特殊养护”的全链路护肤体系，逐步实现从“面膜品类领跑者”向“多场景功效护肤专家”的定位转变。

表3：公司 2026 年新品布局

新品	时间	卖点
酵能舒安水 2.0	2026 年 1 月	**产品升级**，升级新增乳酸杆菌发酵产物 88%双酵蕴养
凤凰水油精华	2026 年 1 月	**新品**，核心活性成分“密罗木精粹”，水油双相协同
人参水油次抛精华	2026 年 1 月	**新品**，长白山人参精粹，透明质酸钠+甘油葡萄糖苷
祛痘方胖子湿敷膜	2026 年 1 月	**系列补充**，乳酸杆菌发酵产物，长期维稳痘肌
乳糖酸控油次抛精华	2026 年 1 月	**新剂型**，5min 嫩肤抛光，12H 控油续航
积雪草系列 2.0	2026 年 1 月	**产品升级**，70%高活性积雪草添加，复配黄金产地植物精粹
胶原乳霜面膜	2026 年 1 月	**新品**，独家专研成分 Re-antilolo@Coll，紧致抗皱护屏障
流金抗皱精华油	2026 年 2 月	**新品**，冷压凝萃阿拉伯辣木，改善干、垮、皱
医用海藻糖修复贴	2026 年 5 月	**新品**，核心成分“海藻糖”长效缩水，修复+物理屏障
海葡萄双萃保湿面膜	2026 年 5 月	**新品**，二裂酵母搭配双藻，深度补水
PDRN 水光面膜&水光弹次抛	2026 年 5 月	**新品**，双专利 PDRN、纳米球胶原，紧致抗皱

资料来源：敷尔佳公众号，国联民生证券研究所整理

凭借“湿敷膜”领域专业积累，赋能“方胖子”新品快速放量。公司凭借多年来在“湿敷膜”领域的专业经验积累，赋能新品打造。以“方胖子酵能系列”为例，公司采用专研的酵能配方，并围绕不同肤质推出差异化产品，方胖子系列首发于 2025 年 6 月，共推出补水/熬夜/弹力方胖子三款产品，2026 年 1 月新增祛痘方胖子，5 月新增舒缓/控油方胖子，6 款产品构建出完整的“全场景湿敷解决方案”。截至 2026 年 5 月，方胖子系列在敷尔佳天猫旗舰店单链接销量已突破 40 万件，并连续 7 周位居天猫“精华湿敷棉片热销榜”TOP1，抖音平台官方旗舰店数据显示相关链接售出 28 万+，累计 40 万+人加购，验证了公司的新品打造能力，后续公

下载日志已记录，仅供内部参考

司有望凭借“医用敷料”的专业背书持续完善功能护肤品矩阵布局。

图35：敷尔佳方胖子系列产品



资料来源：化妆品报，国联民生证券研究所

图36：“方胖子”系列位居天猫“精华湿敷棉片热销榜”TOP1



资料来源：化妆品报，国联民生证券研究所

重组Ⅲ型人源化胶原蛋白冻干纤维项目注册申请已获 NMPA 注册受理，持续布局高客单、高壁垒的医美院线市场。公司 2023 年开始布局重组Ⅲ型人源化胶原蛋白材料、重组Ⅲ型人源化胶原蛋白冻干纤维与注射用重组Ⅲ型人源化胶原蛋白凝胶等Ⅲ类医疗器械项目，2025 年开启细菌纤维素基组织工程支架材料的关键制备技术新项目。截至 2026 年 7 月，根据公司公告，重组Ⅲ型人源化胶原蛋白冻干纤维项目注册申请已获国家药品监督管理局受理。公司目前管线储备充分，械三产品获批后有望减少单一敷料依赖，进入更高客单价、更强专业壁垒的医美院线市场。

表4：公司Ⅲ类医疗器械产品进展

主要研发项目名称	项目目的	项目进展
重组Ⅲ型人源化胶原蛋白贴敷料	研究重组Ⅲ型人源化胶原蛋白材料对皮肤创面的修复效果，结合无菌制剂技术，开发一款Ⅲ类医疗器械产品。	正在进行临床试验。
重组Ⅲ型人源化胶原蛋白冻干纤维	以重组Ⅲ型人源化胶原蛋白为主要原料，通过化学改性的方法制备微交联重组Ⅲ型人源化胶原蛋白冻干纤维，相对于未交联的胶原蛋白，其具有更高的结构稳定性和抗降解性能，使得产品在组织中的存在时间更长，通过所含重组Ⅲ型人源化胶原蛋白的保湿、补水作用，改善皮肤状态，开发一款Ⅲ类注射填充类医疗器械产品。	**已获 NMPA 注册受理。**
注射用重组Ⅲ型人源化胶原蛋白凝胶	以重组Ⅲ型人源化胶原蛋白为主要原料，通过化学改性的方法制备交联重组Ⅲ型人源化胶原蛋白冻干纤维，相对于未交联的胶原蛋白，其具有更高的结构稳定性和抗降解性能，使得产品在组织中的存在时间更长，用于面部真皮组织中层至深层注射。通过填充皮肤从而修复皮肤表面轮廓以达到满意的修复效果，开发一款Ⅲ类注射填充类医疗器械产品。	产品小试设计输出。
细菌纤维素基组织工程支架材料的关键制备技术	以细菌纤维素为主要原料，接枝疏水性分子胶原蛋白或者利用双水相乳液模板方法制备耦合自组装细菌纤维素基多孔微球可降解组织工程支架材料。预期开发一款Ⅲ类注射填充类医疗器械产品或能快速复溶的冻干微球制剂。	完成微球的功能性指标评价研究，处在微球的内毒素和热原控制研究阶段。

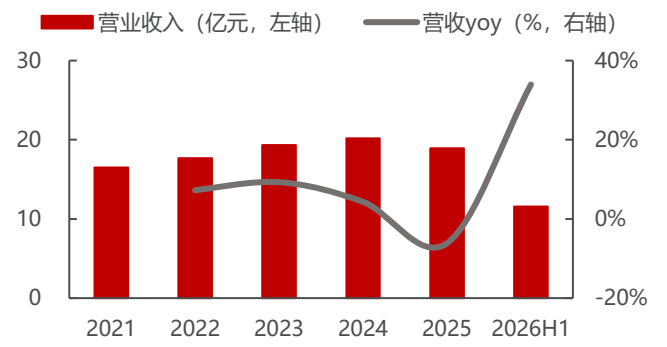
资料来源：敷尔佳公司公告，国联民生证券研究所 注：项目进展来源于 2025 年年报

下载日志已记录，仅供内部参考

4 财务分析：业绩边际改善，盈利能力呈修复态势

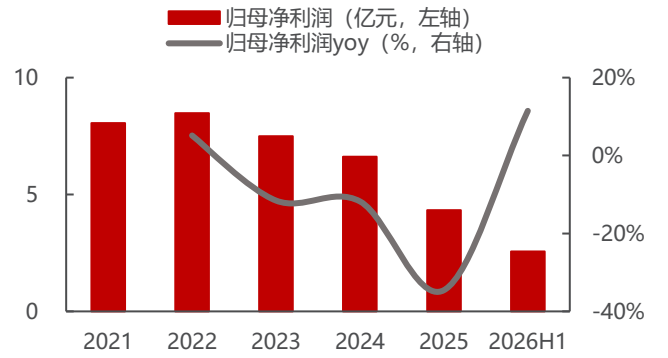
调整成效释放，营收与盈利能力边际改善。营收端来看，公司营收规模从 2021 年 16.50 亿元稳步增长至 2024 年 20.17 亿元，营收规模稳步增长，2025 年营收同降 6.14%至 18.93 亿元，主要系线下经销渠道改革出清所致，随着渠道质量改善，经销商数量修复，2026H1 营收同增 33.95%至 11.56 亿元。利润端来看，受费用端投放力度提升与渠道调整阵痛影响，公司归母净利润由 2021 年的 8.06 亿元降至 2025 年的 4.33 亿元。2026 年公司营收端呈现修复态势，叠加费用效果显现，2026H1 公司归母净利润同增 11.46%至 2.56 亿元。

图37：2021-2026H1 营收与同比增速



资料来源：ifind，国联民生证券研究所

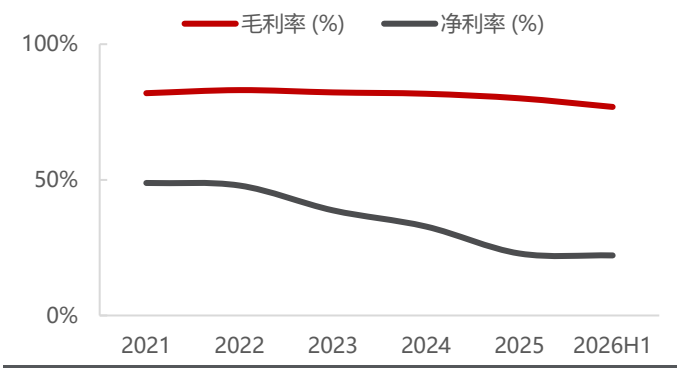
图38：2021-2026H1 归母净利润与同比增速



资料来源：ifind，国联民生证券研究所

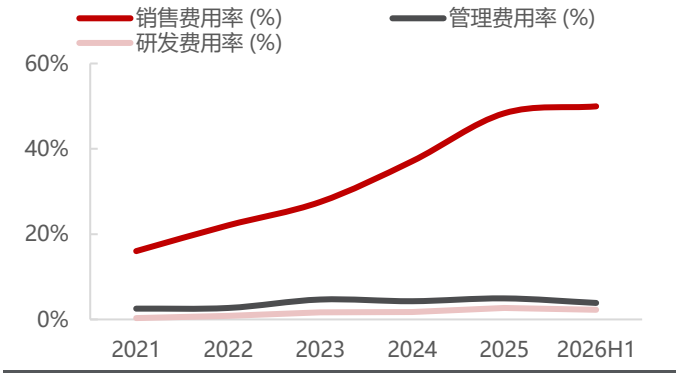
渠道结构影响净利率，销售费用率边际企稳。毛净利率端来看，公司毛利率长期维持 80%以上，核心产品溢价能力突出；净利率受渠道结构变化影响，从 2021 年的 48.85%逐步下降至 2026H1 的 22.14%。费用率方面，由于公司持续发力线上渠道，营销投入力度持续提升，销售费用率从 2021 年的 16.01%提升至 2026H1 的 49.95%。其他期间费用率来看，管理费用率较为稳定、研发投入力度逐年加大。

图39：2021-2026H1 毛利率与净利率



资料来源：ifind，国联民生证券研究所

图40：2021-2026H1 期间费用率



资料来源：ifind，国联民生证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设与业务拆分

对于敷尔佳主业，我们将按照产品进行拆分，做出如下假设

1）医疗器械类：医疗器械类包括黑膜、白膜、透明质酸钠修复液等产品。2026H1 医疗器械类收入 3.18 亿元，yoy+33.25%，主要系公司医疗器械类产品主要布局 OTC、CS、KA 等线下渠道，25 年伴随线下渠道出清，公司医疗器械类产品营收同比下滑。26 年公司逐步扩充销售团队，经销商数量有望重回增长通道，叠加 II、III 类医疗器械新品布局，品类营收有望恢复增长，预计 2026-2028 年医疗器械类营收分别为 6.19/7.06/7.98 亿元，同增 15.00%/14.00%/13.00%。公司医疗器械类延续产品推新动作，新品放量有望持续优化产品结构，增厚毛利率，预计 2026-2028 年医疗器械类毛利率分别为 84.6%/84.8%/84.9%。

2）化妆品类：公司化妆品类产品包括积雪草舒缓修护贴、胶原蛋白水光修护贴、虾青素传明酸修护贴、清痘净肤修复贴等产品。2026H1 化妆品类收入 8.39 亿元，yoy+34.22%，主要受益于线上渠道体量增长带动，26 年公司延续密集的推新节奏，“方胖子”等高势能新品系列快速放量，我们预计 2026-2028 年化妆品类营收分别为 16.52/19.83/23.60 亿元，同增 22.00%/20.00%/19.00%。随着线上大单品放量，规模效应释放，品牌盈利能力有望进一步优化，预计 2026-2028 年化妆品类毛利率分别为 73.4%/76.4%/76.9%。

3) 其他：2026H1 其他业务收入 0.17 万元，yoy+325.00%，预计 2026-2028 年其他业务收入增速和毛利率保持稳定增长，2026-2028 年其他业务营收分别为 0.98/1.08/1.19 万元，同增 10.00%/10.00%/10.00%，毛利率分别为 29.3%/29.8%/30.3%。

下载日志已记录，仅供内部参考

表5：敷尔佳分品类收入、毛利率预测

	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	1893.15	2271.94	2689.16	3157.72
yoy	-6.14%	20.01%	18.36%	17.42%
毛利率	80.1%	76.5%	78.6%	79.0%
1）医疗器械类				
营业收入（百万元）	538.65	619.45	706.17	797.98
yoy	-36.83%	15.00%	14.00%	13.00%
毛利率	84.1%	84.6%	84.8%	84.9%
2）化妆品类				
营业收入（百万元）	1354.49	1652.48	1982.97	2359.74
yoy	16.34%	22.00%	20.00%	19.00%
毛利率	78.4%	73.4%	76.4%	76.9%
3）其他产品				
营业收入（百万元）	0.01	0.01	0.01	0.01
yoy	-61.26%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	28.3%	29.3%	29.8%	30.3%

资料来源：Wind，公司公告，国联民生证券研究所预测

销售费用率方面，公司新品布局提速，后续公司计划稳步加大品牌营销力度，我们预计 2026-2028 年公司销售费用率分别为 49.00%/49.30%/49.50%；**管理费用率方面**，随着组织架构优化调整，公司整体经营效率持续释放，我们预计 2026-2028 年公司管理费用率将呈现下降趋势，分别为 4.30%/4.20%/4.00%；**研发费用率方面**，随着品牌推新积极性提升，产品升级需求持续释放，我们预计 2026-2028 年公司研发费用率将稳步上涨，分别为 2.50%/2.60%/2.70%。

表6：敷尔佳费用率预测

	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	48.32%	49.00%	49.30%	49.50%
管理费用率	4.94%	4.30%	4.20%	4.00%
研发费用率	2.69%	2.50%	2.60%	2.70%

资料来源：Wind，公司公告，国联民生证券研究所预测

5.2 估值分析

可比公司方面，选择国内企业巨子生物、贝泰妮、华熙生物。其中巨子生物、贝泰妮为国内功能性护肤品牌，在医疗器械类产品、敏感肌修复赛道等领域深度布局，与敷尔佳贴片类产品赛道具备可比性；华熙生物在上游医美原料业务具备研发优势，深度布局械三类产品，敷尔佳医疗器械产品审核推进中，后续计划持续延伸械三产品布局。可比公司 2026-2028 年 PE 平均水平分别为 24/20/17 倍，敷尔佳 2026-2028 年 PE 预计分别为 24/20/17 倍，考虑到公司经销渠道改革动作落地，线下渠道有望迈入经营拐点，随着产品矩阵持续补齐，规模效应有望持

下载日志已记录，仅供内部参考

续显现，估值水平仍存向上空间。

表7：可比公司估值表

证券代码	证券简称	股价（元/港元）	EPS（元）			PE（X）		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028
02367	巨子生物	25.48	1.85	2.08	2.37	12	11	9
300957	贝泰妮	30.97	1.55	1.84	2.09	20	17	15
688363	华熙生物	33.91	0.85	1.02	1.20	40	33	28
	平均值					24	20	17
301371	敷尔佳	20.41	0.86	1.00	1.19	24	20	17

资料来源：ifind，国联民生证券研究所；(注：股价为 2026 年 9 月 11 日收盘价，港股公司股价单位为港元，汇率 1HKD=0.86CNY，可比公司盈利预测取自 ifind 一致预期)

5.3 投资建议

公司“医疗器械+功能性护肤品”的产品矩阵逐渐完善，渠道调整成效稳步释放，预计公司 2026-2028 年营收分别为 22.72/26.89/31.58 亿元，同增 20.0%/18.4%/17.4%，归母净利润为 4.48/5.23/6.19 亿元，同增 3.6%/16.6%/18.4%，当前股价对应 PE 分别为 24X/20X/17X，维持“推荐”评级。

下载日志已记录，仅供内部参考

6 风险提示

1）行业竞争加剧的风险。在国际品牌、国内品牌纷纷加大投入的情况下，护肤品市场竞争变得越来越激烈。若公司不能及时开发出适应市场需求的新产品，可能会影响公司在细分市场的领先地位，从而使得公司销售收入增长放缓甚至出现下滑，公司的盈利能力可能会受到不利影响。

2）营销模式无法顺应市场变化的风险。化妆品企业的竞争一定程度上是营销模式的竞争，对时尚的敏锐度和对热点的把握能力，决定了企业能否灵活运用营销方式，进而拥有先发优势。而互联网的高效性也对响应的速度提出了更高的要求。

3）新产品销售不及预期。公司后续的增长较为依赖新业务新产品，若新品的市场推广及消费者的接受度不及预期可能会对公司的收入和利润造成影响。

4）生产与研发风险。新品目前处于市场拓展阶段，后续公司仍需要持续投入，生产与研发的能力及稳定性会对公司业务的开展有较大影响。

下载日志已记录，仅供内部参考

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**1,893**	**2,272**	**2,689**	**3,158**
营业总收入增长率	-6.1%	20.0%	18.4%	17.4%
营业成本	378	534	574	664
毛利	**1,516**	**1,738**	**2,115**	**2,493**
毛利率	80.1%	76.5%	78.6%	79.0%
营业税金及附加	24	34	40	47
销售费用	915	1,113	1,326	1,563
管理费用	93	98	113	126
研发费用	51	57	70	85
财务费用	-31	-10	-4	-5
投资收益	35	45	54	63
资产减值损失	-1	0	0	0
信用减值损失	0	0	0	0
公允价值变动损益	45	36	0	0
其他收益	47	85	92	107
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	**591**	**613**	**715**	**846**
营业外收支	1	1	1	1
利润总额	592	614	716	847
所得税	159	166	193	229
净利润	**433**	**448**	**523**	**619**
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	**433**	**448**	**523**	**619**
归母净利润率	22.9%	19.7%	19.4%	19.6%
归母净利润增长率	-34.6%	3.6%	16.6%	18.4%
EBIT	479	521	658	779
EBITDA	534	581	721	845
EBITDA 增长率	-36.5%	8.7%	24.2%	17.2%
每股收益（元）	0.83	0.86	1.00	1.19

现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	433	448	523	619
折旧和摊销	55	60	64	66
营运资金变动	-41	-28	2	-9
经营活动现金流	**367**	**384**	**534**	**613**
资本开支	-40	-51	-56	-60
投资	-690	-1,395	0	0
投资活动现金流	**-714**	**-506**	**-2**	**3**
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
支付股利和利息	-600	-416	-431	-503
筹资活动现金流	**-605**	**-420**	**-435**	**-504**
现金净流量	**-953**	**-543**	**97**	**112**

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	886	343	440	552
应收账款及票据	50	56	66	78
存货	166	219	228	255
其他流动资产	1,942	3,604	3,609	3,621
流动资产合计	**3,043**	**4,222**	**4,343**	**4,505**
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	604	602	598	593
使用权资产	7	8	9	13
无形资产	27	28	29	30
在建工程	2	2	1	1
其他非流动资产	2,254	1,160	1,162	1,161
非流动资产合计	**2,895**	**1,801**	**1,799**	**1,798**
资产合计	**5,938**	**6,023**	**6,142**	**6,304**
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	58	73	79	91
其他流动负债	143	166	187	216
流动负债合计	**202**	**239**	**266**	**307**
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	41	57	58	62
非流动负债合计	**41**	**57**	**58**	**62**
负债合计	243	296	323	369
股本	520	520	520	520
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	**5,695**	**5,727**	**5,819**	**5,935**
负债和股东权益合计	**5,938**	**6,023**	**6,142**	**6,304**

主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
回报率（%）				
总资产收益率 ROA	7.29	7.44	8.51	9.81
净资产收益率 ROE	7.60	7.82	8.98	10.42
偿债能力（%）				
付息债务率	0.12	0.14	0.15	0.21
资产负债率	4.09	4.91	5.26	5.85
经营效率				
应收账款周转天数	5.18	8.36	8.19	8.22
存货周转天数	155.53	129.78	140.11	130.69
应付账款周转天数	58.17	44.34	47.59	45.97
总资产周转率	0.31	0.38	0.44	0.51
估值分析（倍）				
P/E	25	24	20	17
P/S	5.6	4.7	3.9	3.4
P/B	1.9	1.9	1.8	1.8
EV/EBITDA	19	18	14	12
分红水平				
每股股利（元）	0.80	0.83	0.97	1.14
股利支付率（%）	90.77	96.17	96.17	96.17
股息收益率（%）	3.92	4.06	4.73	5.60

资料来源：公司公告、国联民生证券研究所预测

下载日志已记录，仅供内部参考

插图目录

图 1： 敷尔佳发展历史复盘 4
图 2： 公司股权架构 5
图 3： 2021-2025 年分品类收入及同比增速 6
图 4： 2021-2025 年分品类毛利率 6
图 5： 2021-2025 年分渠道收入（亿元） 6
图 6： 2021-2025 年分渠道收入同比增速（%） 6
图 7： 2025 年分渠道收入占比 7
图 8： 2021-2025 年分渠道毛利率水平（%） 7
图 9： 敷尔佳主要改革动作 8
图 10： 2015-2024 年各渠道销售额占比情况 9
图 11： 敷尔佳、巨子生物、贝泰妮与华熙生物经销渠道布局策略对比 9
图 12： 敷尔佳、巨子生物经销商数量与单商体量对比 10
图 13： 2020-2022 年敷尔佳分渠道单价（元/盒） 10
图 14： 2022-2024 年敷尔佳产品平均售价与同比增减 10
图 15： 2018-2025 年敷尔佳线下经销渠道营收与同比 11
图 16： 2019-2025 年敷尔佳存货与存货周转天数 11
图 17： 2026H1 敷尔佳库存周转提速 11
图 18： 2025 年公司产品价盘企稳回升 11
图 19： 2018-2025 年敷尔佳线上渠道营收（亿元） 12
图 20： 2021-2025 年敷尔佳宣传推广费与同比增减 12
图 21： 2021-2025 年敷尔佳宣传推广费率 12
图 22： 敷尔佳管理团队持续完善 13
图 23： 2023-2026 年 4 月敷尔佳销售人员数量 14
图 24： 2026M4 敷尔佳线上、线下销售人员数量占比 14
图 25： 2018-2025 年敷尔佳研发费用率 14
图 26： 2018-2025 年敷尔佳研发人员数量 14
图 27： 敷尔佳主要产品矩阵 15
图 28： 2019-2022 年主要过亿单品营收体量（亿元） 15
图 29： 2022 年主要单品营收占比 15
图 30： 护肤品行业电商销售规模 17
图 31： 敷尔佳电商平台销售额 17
图 32： 我国零售药店数量与同比增减 18
图 33： 23 年零售药店功效护肤市场分品牌市场份额 18
图 34： 功能护肤品企业 OTC 布局对比 18
图 35： 敷尔佳方胖子系列产品 20
图 36： “方胖子”系列位居天猫“精华湿敷棉片热销榜”TOP1 20
图 37： 2021-2026H1 营收与同比增速 21
图 38： 2021-2026H1 归母净利润与同比增速 21
图 39： 2021-2026H1 毛利率与净利率 21
图 40： 2021-2026H1 期间费用率 21

表格目录

盈利预测与财务指标 1
表 1： 公司管理层团队介绍 5
表 2： 公司亿元单品介绍与新品布局 16
表 3： 公司 2026 年新品布局 19
表 4： 公司III类医疗器械产品进展 20
表 5： 敷尔佳分品类收入、毛利率预测 23
表 6： 敷尔佳费用率预测 23
表 7： 可比公司估值表 24

下载日志已记录，仅供内部参考

公司财务报表数据预测汇总.....26

下载日志已记录，仅供内部参考

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利益。

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；北交所以北证 50 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

本报告由国联民生证券股份有限公司或其关联机构制作。国联民生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。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联民生证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由国联证券国际金融有限公司在香港地区发行。国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的发行与分销。

本报告仅供本公司授权之机构及个人使用，本公司不会因任何人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对任何人的操作建议或任何保证，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；本公司自营部门及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。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。提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

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、公开传播、篡改或引用，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。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。

无锡 江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 8 楼

上海 上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 B 座 7 层

北京 北京市西城区丰盛胡同 20 号丰铭国际大厦 B 座 5F

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