

福瑞达 (600223.SH)

利润超预期，化妆品营收同增 23%

买入 (维持评级)

当前价格: 9.55 元
 目标价格: 11.54 元

投资要点:

➤ **23 年利润超业绩预告上限。**23 年公司营收 46 亿元/ yoy -65%，主要系地产剥离；归母净利润 3.03 亿元/ yoy +567%；扣非归母净利润 1.39 亿元/ yoy +137%，其中化妆品和医药等业务实现归母净利润 2.3 亿元，非经主要为地产业务剥离产生的投资收益 1.42 亿元。23 年毛利率 46%/ yoy +22pct，归母净利率 6.6%/ yoy +6.3pct，扣非归母净利率 3.0%/ yoy +2.6pct。23 年销售/管理/研发费用率 32%/ 4.9%/ 3.3%，yoy +21pct/+2.2pct/+2.3pct。其中化妆品营收 24 亿元/ yoy +22%，占比 53%，毛利率 62%/ yoy +1.2pct；医药营收 5.2 亿元/ yoy +1.6%，占比 11%，毛利率 53%/ yoy +0.4pct；原料及衍生品、添加剂营收 3.5 亿元/ yoy +23%，占比 8%，毛利率 32%/ yoy -1.8pct。

➤ **高毛利产品占比提升带动结构优化。**颐莲营收 8.57 亿元/ yoy +20%，瓊尔博士营收 14.38 亿元/ yoy +27%。**1) 推新:** 颐莲推新聚焦老品升级，24 年抗衰版软膜及抗老面霜有望提升客单价；瓊尔博士升级品闪充水乳 2.0、24 年摇醒系列水乳及面膜有望贡献增量。**2) 渠道:** 化妆品线上营收 21 亿元/ yoy +20%，毛利率 63%/ yoy +2.1pct，不依赖超头，直播合作多元，保障良性发展；线下营收 3.0 亿元/ yoy +42%，毛利率 54%/ yoy -5.3pct，抓住线下复苏机遇，预计 24 年将继续扶持线下渠道增加人群触达。**3) 品牌定位:** 颐莲主流客群 18~30 岁，升级至“中国高保湿”定位持续破圈，目标向 30+ 高阶人群升级；瓊尔博士目标人群 26~35 岁，瞄准高客单核心客群。

➤ **珂谧新品牌助力“生美+医美”双生态升级。**长期看有望构筑以透明质酸和重组胶原蛋白两大核心原料为支撑的医美管线。胶原蛋白方面投资河北纳科，去年投产重组胶原蛋白原料，今年将重视渠道布局。23 年已推出重组胶原蛋白新品牌珂谧，进一步丰富品牌矩阵，目前产品覆盖化妆品及二类械，助力“生美+医美”双生态升级。

➤ **大健康转型及组织改善保障长期经营活力。**地产剥离后全面聚焦以化妆品为主的大健康业务，同时高管变动落地，新任核心管理层均为原大健康业务主要领导，在集团支持及公司经营活力上有望优化。

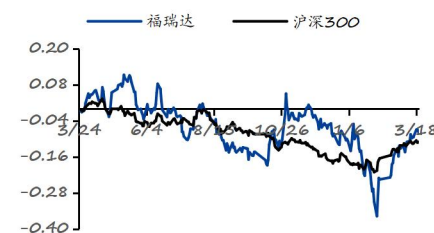
➤ **盈利预测与投资建议:** 公司转型落地聚焦大健康，化妆品高价新品优化产品结构，叠加精细化运营提升盈利能力。基于地产剥离影响，我们下调 24-25 年营收预测和利润预测，预计 24-26 年营收 48/57/67 亿元(前次 24-25 年为 49/58 亿元)，归母净利润 3.8/4.8/5.9 亿元(前次 24-25 年为 4.3/5.0 亿元)。分部估值，预计 24 年化妆品归母净利 2.6 亿元给予 38 倍 PE、药品及原料净利 0.7 亿元给予 25 倍 PE、根据持股比例物业板块对应市值 1.9 亿元人民币，合计目标市值 117 亿元，目标价 11.54 元，维持“买入”评级。

➤ **风险提示:** 消费需求不足，竞争加剧，研发及新品推出进程不及预期。

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1,016.57/1,016.57
流通 A 股市值(百万元)	9,708.23
每股净资产(元)	3.89
资产负债率(%)	57.05
一年内最高/最低价(元)	11.75/6.38

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 陈照林(S0210522050006)
 CZL3792@hfzq.com.cn
分析师: 来舒楠(S0210523040002)
 LSN3916@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、【华福社服】福瑞达 23Q3 点评: 化妆品 23Q3 营收增长 30%+, 毛利率提升 7pct——2023.10.29
- 2、【华福社服】福瑞达事件点评: 管理层变更顺应大健康转型, 关注双 11 大促成绩——2023.10.13
- 3、【华福社服】福瑞达 23H1 点评: 大健康业务毛利率持续提升, 地产剥离在即——2023.08.27

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	12,951	4,579	4,794	5,669	6,702
增长率(%)	5%	-65%	5%	18%	18%
净利润(百万元)	45	303	376	476	592
增长率(%)	-87%	567%	24%	26%	24%
EPS(元/股)	0.04	0.30	0.37	0.47	0.58
市盈率(P/E)	211.8	31.7	25.6	20.2	16.3
市净率(P/B)	2.6	2.4	2.2	2.1	1.9

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,734	1,815	2,146	2,538	营业收入	4,579	4,794	5,669	6,702
应收票据及账款	523	467	555	656	营业成本	2,450	2,291	2,641	3,048
预付账款	52	48	56	64	税金及附加	36	38	45	53
存货	525	491	566	654	销售费用	1,446	1,514	1,791	2,117
合同资产	53	48	57	67	管理费用	223	233	204	228
其他流动资产	3,151	3,291	3,892	4,602	研发费用	153	173	215	268
流动资产合计	5,984	6,113	7,215	8,513	财务费用	57	28	24	43
长期股权投资	139	139	139	139	信用减值损失	-30	0	-30	-10
固定资产	1,055	1,064	1,072	1,080	资产减值损失	-16	0	-8	0
在建工程	131	141	151	161	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	149	139	130	122	投资收益	214	100	70	42
商誉	154	154	154	154	其他收益	39	29	25	18
其他非流动资产	206	206	206	206	营业利润	419	645	805	995
非流动资产合计	1,833	1,843	1,852	1,862	营业外收入	3	2	2	2
资产合计	7,818	7,956	9,067	10,375	营业外支出	9	42	42	45
短期借款	705	619	1,070	1,754	利润总额	413	605	765	952
应付票据及账款	453	424	700	775	所得税	47	151	191	238
预收款项	0	0	0	0	净利润	366	454	574	714
合同负债	108	114	134	159	少数股东损益	63	78	98	122
其他应付款	198	198	198	198	归属母公司净利润	303	376	476	592
其他流动负债	937	933	924	936	EPS (按最新股本摊薄)	0.30	0.37	0.47	0.58
流动负债合计	2,402	2,287	3,026	3,822					
长期借款	665	565	465	365					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	71	71	71	71					
非流动负债合计	736	636	536	436					
负债合计	3,138	2,923	3,562	4,258					
归属母公司所有者权益	4,015	4,289	4,663	5,153					
少数股东权益	665	743	842	964					
所有者权益合计	4,680	5,033	5,505	6,117					
负债和股东权益	7,818	7,956	9,067	10,375					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	474	406	144	19
现金收益	569	582	698	856
存货影响	45,522	34	-75	-87
经营性应收影响	1,316	59	-87	-110
经营性应付影响	-24,826	-29	276	76
其他影响	-22,107	-239	-668	-716
投资活动现金流	2,673	-9	-39	-67
资本支出	68	-109	-109	-109
股权投资	581	0	0	0
其他长期资产变化	2,024	100	70	42
融资活动现金流	-3,097	-316	226	439
借款增加	-5,545	-186	351	583
股利及利息支付	-516	-186	-187	-204
股东融资	3	0	0	0
其他影响	2,961	56	62	60

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	-64.6%	4.7%	18.2%	18.2%
EBIT 增长率	-23.4%	34.7%	24.7%	26.0%
归母公司净利润增长率	567.4%	24.0%	26.4%	24.4%
获利能力				
毛利率	46.5%	52.2%	53.4%	54.5%
净利率	8.0%	9.5%	10.1%	10.7%
ROE	6.5%	7.5%	8.6%	9.7%
ROIC	7.4%	10.2%	11.2%	12.0%
偿债能力				
资产负债率	40.1%	36.7%	39.3%	41.0%
流动比率	2.5	2.7	2.4	2.2
速动比率	2.3	2.5	2.2	2.1
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转天数	32	35	32	33
存货周转天数	3,421	80	72	72
每股指标 (元)				
每股收益	0.30	0.37	0.47	0.58
每股经营现金流	0.47	0.40	0.14	0.02
每股净资产	3.95	4.22	4.59	5.07
估值比率				
P/E	32	26	20	16
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	46	39	32	26

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

一般声明

华福证券有限责任公司（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。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn