

# 福瑞达 (600223.SH)

## 化妆品业务稳健发展，盈利水平持续优化

买入

### 核心观点

**公司一季度业绩受剥离房地产业务导致出现较大变动。**公司 2024Q1 实现营收 8.91 亿元/yoy-29.99%，归母净利润 0.59 亿元/yoy-54.35%，扣非归母净利润 0.52/yoy+242.48%。去年同期公司进行第一批房地产业务剥离，剥离产生的 1.27 亿投资收益导致今年归母净利润同比下滑较大；而扣非归母净利润大幅增长主要由于化妆品业务利润增加及去年同期房地产业务亏损影响所致。

**化妆品核心业务板块持续发力。**化妆品板块 2024Q1 实现营收 5.44 亿元/yoy+15.12%，毛利率为 62.19%/+0.67pct，主要由于线下渠道毛利率较低，同时公司加大费用管控带动净利率水平有所提升。其中瓊尔博士实现收入 2.94 亿元/yoy+20.63%，通过提升摇醒精华、闪充品线等高毛利产品销售占比，并在自播打造“护肤教练”人设型直播间，达播深度绑定核心产出达人，带动销售提升。颐莲实现收入 2 亿元/yoy+17.45%，聚焦“中国高保湿”话题内容破圈，借助中国高保湿哈尔滨首站活动等，提升品牌曝光量。**药品板块** 2024Q1 实现营收 1.09 亿/yoy-23.25%，毛利率 54.90%/yoy-1.50pct，去年同期为政府提供相关防疫药品导致整体基数较高。**原料添加剂板块** 2024Q1 实现营收 0.84 亿元/yoy+10.26%，毛利率为 29.74%/yoy-0.72pct。公司调整销售战略，提升毛利较高的化妆品级透明质酸销售占比，积极开发原料药业务海外市场，并通过抖音、快手等平台提升口服产品销量，带动营收增长。

**受房地产剥离影响导致财务指标变动较大。**盈利能力方面，2024Q1 公司毛利率/净利率分别同比+11.45pct/-3.91pct，毛利率大幅提升主要由于低毛利率的房地产业务剥离所致；2024Q1 销售/管理/研发费用率分别同比+11.12pct/-0.54pct/+1.34pct，由于相关房地产开发业务减少，化妆品等业务销售规模增加，带动销售费用率大幅上行。营运能力方面，公司 2024Q1 存货周转天数同比下降 2820 天，经营性现金流净额为 0.38 亿元/yoy-59.91%，发生较大变动均系去年同期剥离房地产业务所致。

**风险提示：**宏观环境风险，新品推出不及预期，行业竞争加剧。

**投资建议：**一季度作为公司业务调整梳理完成后的第一个完整季度，公司业绩整体实现稳健发展，并在产品不断迭代升级、渠道持续扩张下，聚焦以核心化妆品业务为主的大健康板块布局。而公司管理架构的调整到位和账面现金的充足准备，将为企业未来优化激励措施和相关资本外延奠定基础。考虑到公司医药业务收入受行业下行影响较大，同时原料端竞争激烈，毛利率下滑，我们下调 2024-2026 年归母净利润至 3.43/4.14/4.77（原值为 3.71/4.43/5.09 亿元），对应 PE 为 25/21/18 倍，维持“买入”评级。

### 公司研究·财报点评

#### 美容护理·化妆品

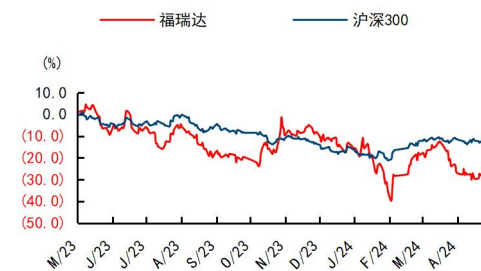
证券分析师：张峻豪  
021-60933168  
zhangjh@guosen.com.cn

证券分析师：孙乔容若  
021-60375463  
sunqiaorongruo@guosen.com.cn  
S0980517070001  
S0980523090004

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	8.39 元
总市值/流通市值	8529/8529 百万元
52 周最高价/最低价	11.75/6.38 元
近 3 个月日均成交额	90.17 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《福瑞达 (600223.SH) -2023 年归母净利润超此前预告上限，核心主业发展未来可期》——2024-03-22
- 《福瑞达 (600223.SH) -人事优化及战略聚焦初显成效，大健康美业发展可期》——2024-02-28
- 《福瑞达 (600223.SH) -2023 年业绩预告增长 472%-538%，核心主业持续稳健增长》——2024-01-24
- 《福瑞达 (600223.SH) -三季度核心化妆品业务表现亮眼，聚焦推进大健康产业布局》——2023-10-29
- 《福瑞达 (600223.SH) -人事调整平稳落地，加速聚焦大健康产业发展》——2023-10-13

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	12,951	4,579	4,445	4,985	5,408
(+/-%)	4.8%	-64.6%	-2.9%	12.1%	8.5%
净利润(百万元)	45	303	343	414	477
(+/-%)	-87.4%	567.4%	13.1%	20.7%	15.3%
每股收益(元)	0.04	0.30	0.34	0.41	0.47
EBIT Margin	6.6%	5.9%	10.0%	10.5%	10.9%
净资产收益率 (ROE)	1.2%	7.6%	8.0%	9.0%	9.5%
市盈率 (PE)	187.6	28.1	24.9	20.6	17.9
EV/EBITDA	63.2	28.8	19.2	15.7	14.9
市净率 (PB)	2.29	2.12	1.99	1.85	1.71

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

公司一季度业绩受剥离房地产业务导致出现较大变动。公司 2024Q1 实现营收 8.91 亿元 /yoy-29.99%；归母净利润 0.59 亿元 /yoy-54.35%；扣非归母净利润 0.52/yoy+242.48%。公司整体业绩出现较大波动主要由于去年同期公司进行第一批房地产业务剥离，去年同期由于剥离产生 1.27 亿投资收益导致今年归母净利润同比下滑较大；而扣非归母净利润大幅增长主要由于化妆品业务利润增加及去年同期房地产业务亏损影响所致。

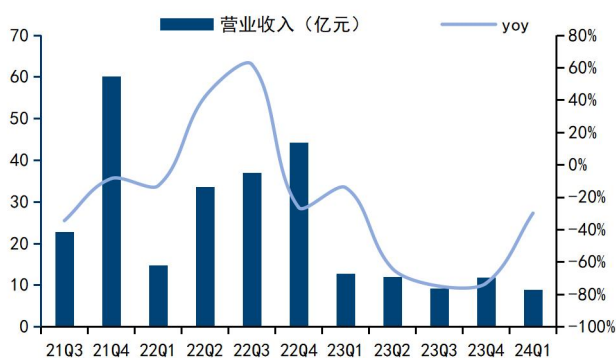
分版块来看：

1) 化妆品板块 2024Q1 实现营收 5.44 亿元 /yoy+15.12%，毛利率为 62.19%/-0.67pct，主要由于线下渠道毛利率较低，同时公司加大费用管控带动净利率水平有所提升。其中，瑗尔博士品牌实现收入 2.94 亿元/yoy+20.63%，不断提升摇醒精华、闪充品线等高毛利产品销售占比，并在自播渠道打造“护肤教练”人设型直播间，达播渠道深度绑定核心产出达人，带动销售提升。颐莲实现收入 2 亿元/yoy+17.45%，品牌不断聚焦“中国高保湿”话题内容破圈，借助中国高保湿哈尔滨首站活动等，提升品牌曝光量。

2) 药品板块 2024Q1 实现营收 1.09 亿/yoy-23.25%，毛利率 54.90%/yoy-1.50pct，主要由于去年同期公司为政府提供相关防疫药品导致整体基数较高。

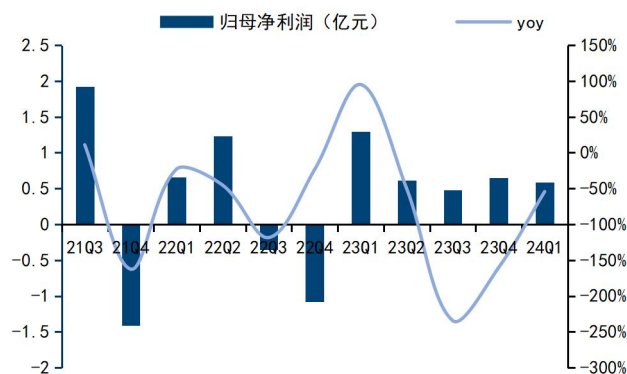
3) 原料添加剂板块 2024Q1 实现营收 0.84 亿元 /yoy+10.26%，毛利率为 29.74%/yoy-0.72pct。公司积极调整销售战略，调整销售产品结构，提升毛利较高的化妆品级透明质酸销售占比，积极开发原料药业务海外市场，并通过抖音、快手等平台提升口服产品销量，带动营收增长。

图1：公司单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

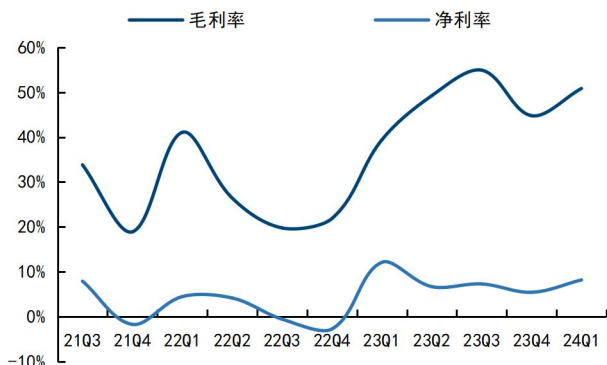
图2：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

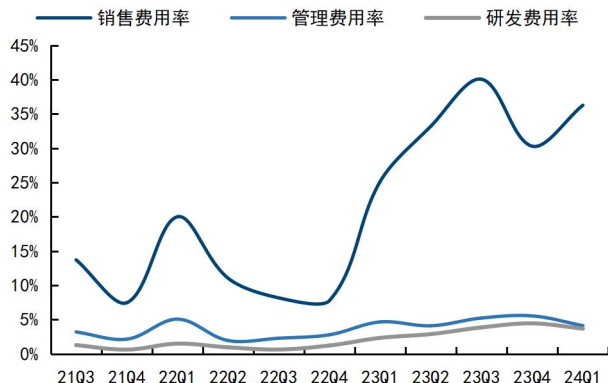
盈利能力方面，2024Q1 公司毛利率/净利率分别为 50.84%/8.20%，同比+11.45pct/-3.91pct，毛利率大幅提升主要由于低毛利率的房地产业务剥离所致。费用率方面，2024Q1 销售/管理/研发费用率分别为 36.26%/4.13%/3.69%，同比分别+11.12pct/-0.54pct/+1.34pct，由于相关房地产开发业务的减少，化妆品等业务销售规模增加，带动销售费用率大幅上行。

图3: 公司单季度毛利率及净利率情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

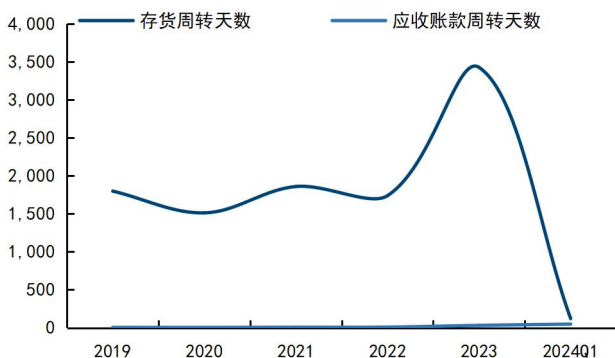
图4: 公司单季度费用率情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

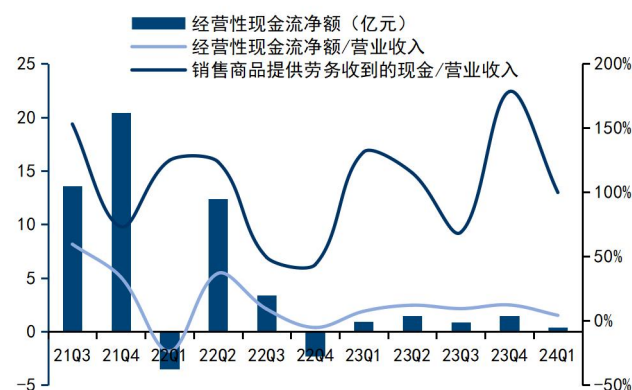
**营运能力方面**, 公司 2024Q1 存货周转天数为 122 天, 同比下降 2820 天; 应收账款周转天数为 49 天, 同比增加 18 天, **现金流方面**, 公司 2024Q1 经营性现金流净额为 0.38 亿元/yoy-59.91%, 发生较大变动均系去年同期剥离地产业务所致。

图5: 公司存货周转天数及应收账款周转天数



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司单季度现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

### 投资建议:

一季度作为公司业务调整梳理完成后的第一个完整季度, 公司业绩整体实现稳健发展, 并在产品不断迭代升级、渠道持续扩张下, 不断聚焦以核心化妆品业务为主的大健康板块布局。而公司管理架构的调整到位和账面现金的充足准备, 将为企业未来优化激励措施和相关资本外延奠定基础。考虑到公司医药业务收入受行业下行影响较大, 同时原料端竞争激烈, 毛利率下滑, 我们下调 2024-2026 年归母净利润至 3.43/4.14/4.77 (原值为 3.71/4.43/5.09 亿元), 对应 PE 为 25/21/18 倍, 维持“买入”评级。

**表1：盈利预测主要调整项**

	2024		2025		原因
	现值	原值	现值	原值	
医药业务收入增速	1.5%	10.0%	5.0%	6.0%	去年高基数影响下预计24年微增，25年受公司产品力增强而增速有所提升。23年毛利率为32.31%，预计未来受到食品级和化妆品级玻尿酸激烈竞争，和医药级玻尿酸的高毛利拉动而小幅上行。
原料业务毛利率	32.94%	33.10%	33.17%	33.50%	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

**表2：可比公司估值表**

代码	公司简称	股价 (2024-4-30)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (%)	PEG	投资 评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	(23A)	(24E)	
600223.SH	福瑞达	8.39	85	0.30	0.34	0.41	0.47	32.27	24.87	20.61	17.88	7.56	1.91	买入
300957.SZ	贝泰妮	57.30	243	1.79	2.40	2.79	3.13	38.16	23.88	20.52	18.32	12.91	0.70	买入
603605.SH	珀莱雅	109.68	435	3.01	3.77	4.57	5.39	33.03	29.10	24.02	20.36	27.45	1.15	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	4318	1734	2242	1500	2000	营业收入	12951	4579	4445	4985	5408
应收款项	1950	3585	244	273	296	营业成本	9759	2450	2057	2284	2462
存货净额	46047	525	673	746	803	营业税金及附加	539	36	67	75	81
其他流动资产	3314	140	1375	1542	1673	销售费用	1313	1446	1554	1736	1876
<b>流动资产合计</b>	<b>55629</b>	<b>5984</b>	<b>4533</b>	<b>4061</b>	<b>4773</b>	管理费用	350	223	172	194	209
固定资产	1352	1186	1252	1471	1697	研发费用	134	153	152	173	191
无形资产及其他	197	149	163	177	191	财务费用	353	57	21	(28)	(51)
投资性房地产	576	360	360	360	360	投资收益	116	214	90	70	75
长期股权投资	720	139	309	479	649	资产减值及公允价值变动	268	16	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>58474</b>	<b>7818</b>	<b>6617</b>	<b>6547</b>	<b>7669</b>	其他收入	(711)	(176)	(152)	(173)	(191)
短期借款及交易性金融负债	5498	1504	50	1056	1613	营业利润	311	419	514	620	714
应付款项	9266	453	561	622	670	营业外净收支	(50)	(6)	0	0	0
其他流动负债	35842	445	565	629	678	<b>利润总额</b>	<b>261</b>	<b>413</b>	<b>514</b>	<b>620</b>	<b>714</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>50606</b>	<b>2402</b>	<b>1175</b>	<b>2307</b>	<b>2961</b>	所得税费用	196	47	92	112	129
长期借款及应付债券	2215	665	365	(1235)	(1225)	少数股东损益	20	63	78	94	109
其他长期负债	86	71	67	69	69	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>45</b>	<b>303</b>	<b>343</b>	<b>414</b>	<b>477</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>2301</b>	<b>736</b>	<b>432</b>	<b>(1166)</b>	<b>(1156)</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>52907</b>	<b>3138</b>	<b>1608</b>	<b>1141</b>	<b>1805</b>	净利润	45	303	343	414	477
少数股东权益	1850	665	720	786	862	资产减值准备	73	(252)	166	27	32
股东权益	3717	4015	4289	4620	5002	折旧摊销	116	136	84	95	106
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>58474</b>	<b>7818</b>	<b>6617</b>	<b>6547</b>	<b>7669</b>	公允价值变动损失	(268)	(16)	0	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	353	57	21	(28)	(51)
每股收益	0.04	0.30	0.34	0.41	0.47	营运资本变动	1752	2799	2349	(116)	(82)
每股红利	1.19	0.51	0.07	0.08	0.09	其它	(574)	208	(111)	39	44
每股净资产	3.66	3.95	4.22	4.54	4.92	<b>经营活动现金流</b>	<b>1144</b>	<b>3179</b>	<b>2830</b>	<b>459</b>	<b>577</b>
ROIC	2%	2%	5%	10%	9%	资本开支	0	313	(330)	(354)	(378)
ROE	1%	8%	8%	9%	10%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	25%	46%	54%	54%	54%	<b>投资活动现金流</b>	<b>10</b>	<b>895</b>	<b>(500)</b>	<b>(524)</b>	<b>(548)</b>
EBIT Margin	7%	6%	10%	10%	11%	权益性融资	10	3	0	0	0
EBITDA Margin	8%	9%	12%	12%	13%	负债净变化	(1536)	(1550)	(300)	(1600)	10
收入增长	5%	-65%	-3%	12%	8%	支付股利、利息	(1206)	(516)	(69)	(83)	(95)
净利润增长率	-87%	567%	13%	21%	15%	其它融资现金流	3499	(2528)	(1454)	1006	556
资产负债率	94%	49%	35%	29%	35%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(1974)</b>	<b>(6657)</b>	<b>(1822)</b>	<b>(677)</b>	<b>471</b>
息率	14.1%	6.0%	0.8%	1.0%	1.1%	<b>现金净变动</b>	<b>(821)</b>	<b>(2584)</b>	<b>508</b>	<b>(742)</b>	<b>500</b>
P/E	187.6	28.1	24.9	20.6	17.9	货币资金的期初余额	5139	4318	1734	2242	1500
P/B	2.3	2.1	2.0	1.8	1.7	货币资金的期末余额	4318	1734	2242	1500	2000
EV/EBITDA	63.2	28.8	19.2	15.7	14.9	企业自由现金流	0	3487	2467	53	128
						权益自由现金流	0	(592)	696	(518)	736

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测



# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032