

福瑞达 (600223.SH)

上半年化妆品业务同比增长 7.2%，期待后续经营提速

优于大市

核心观点

受去年同期地产剥离财务数据波动较大，核心主业保持稳定。上半年公司实现营收 19.25 亿/yoy-22.15%，实现归母净利润 1.27 亿/yoy-33.18%，主要系去年同期剥离房地产开发业务影响，剔除相关影响后公司营收同增 1.48%，归母净利润同增 2.87%。上半年化妆品业务实现营收 11.86 亿/yoy+7.24%，核心子公司福瑞达生物股份上半年实现归母净利润 8968 万/yoy+13.72%，保持稳健增长。公司计划中期每 10 股派利 0.5 元（含税），股利支付率 39.94%。

分板块来看，Q2 化妆品业务营收 6.42 亿/yoy+1.5%，其中瓊尔博士/颐莲分别实现收入 3.5/2.5 亿，同比-1.1%/+11.8%。受线上传统渠道竞争加剧以及新产品系列培育期影响。毛利率为 60.7%/yoy-2.5pct，毛利率下滑主要由于线下分销收入占比提升，以及促销活动力度加大。**医药业务实现营收 1.31 亿/yoy-11.3%，**毛利率为 49.8%/yoy-6.3pct，受到医药行业整体政策调整影响，叠加去年较高基数，导致收入和毛利下滑幅度较大。**原料业务实现营收 0.88 亿/yoy-6.6%，**毛利率为 48.4%/yoy+8.7pct，公司通过拓展医药级透明质酸产品，并积极推动原料出口，带动毛利率上行。

受去年同期地产业务影响，财务数据存在波动。2024Q2 公司毛利率/净利率分别为 52.75%/8.04%，同比上升+3.53/1.34pct，主要因为去年同期包含部分低毛利地产业务。费用率方面，2024Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别同比+3.25/-0.04/0.26/-1.03pct，去年同期地产业务影响带动费用率变化。

营运能力方面，2024 上半年存货周转天数 116 天，同比下降 3175 天；应收账款周转天数 43 天，同比上升 10 天，主要受去年同期地产业务影响。现金流方面，2024Q2 经营性现金流净额为 0.98 亿，同比下滑 47.78%，主要由于去年同期包括房地产业务剥离前的现金流。

风险提示：宏观环境风险，销售不及预期，行业竞争加剧。

投资建议：在宏观消费环境及行业竞争加剧的大背景下，公司化妆品及医药板块面临一定经营压力。但随着今年公司主业转型以及对应组织管理的调整落地，未来公司利用产研销一体化优势，拓宽全渠道业务布局，聚焦发展以化妆品业务为核心的大健康板块，有望逐步激发成长势能。同时潜在的优化激励措施和相关资本外延，也有望为公司发展注入新动能。考虑公司医药业务收入受行业政策影响较大；同时化妆品行业竞争激烈，公司加大促销力度致毛利率下滑，我们下调 2024-26 年归母净利润至 3.24/3.74/4.26（原值为 3.43/4.14/4.77 亿元），对应 PE 为 19/17/15 倍，维持“优于大市”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 优于大市(维持)
 合理估值
 收盘价 6.12 元
 总市值/流通市值 6221/6221 百万元
 52 周最高价/最低价 11.23/6.04 元
 近 3 个月日均成交额 49.03 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) - 化妆品业务稳健发展，盈利水平持续优化》——2024-04-30
- 《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，大健康医美发展可期》——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

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	4,298	4,678	4,944
(+/-%)	4.8%	-64.6%	-6.1%	8.8%	5.7%
净利润(百万元)	45	303	324	374	426
(+/-%)	-87.4%	567.4%	6.7%	15.4%	14.0%
每股收益(元)	0.04	0.30	0.32	0.37	0.42
EBIT Margin	6.6%	5.9%	9.7%	9.9%	10.3%
净资产收益率 (ROE)	1.2%	7.6%	7.6%	8.2%	8.7%
市盈率 (PE)	136.9	20.5	19.2	16.7	14.6
EV/EBITDA	60.8	23.1	15.6	13.1	12.8
市净率 (PB)	1.67	1.55	1.46	1.36	1.27

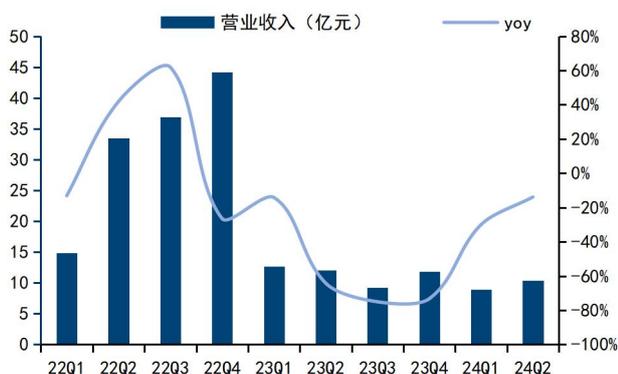
资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

受去年同期地产剥离财务数据波动较大，核心主业保持稳定。上半年公司实现营业收入 19.25 亿/yoy-22.15%，实现归母净利润 1.27 亿/yoy-33.18%，主要由于去年同期剥离房地产开发业务产生带来较多投资收益，剔除地产业务影响后，公司营收同比增长 1.48%，归母净利润同比增长 2.87%。公司上半年核心化妆品业务实现营收 11.86 亿/yoy+7.24%，核心子公司福瑞达生物股份上半年实现归母净利润 8968 万/yoy+13.72%，保持稳健增长。同时公司预计中期每 10 股派发现金红利 0.5 元（含税），股利支付率达 39.94%。

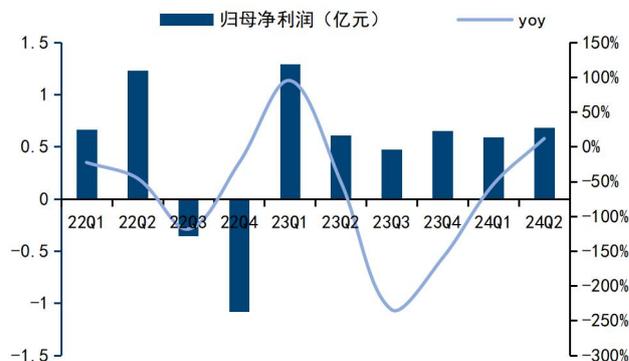
分板块来看，单 Q2 化妆品实现营收 6.42 亿/yoy+1.48%，其中瑗尔博士/颐莲分别实现收入 3.51/2.47 亿，同比-1.1%/+11.8%。毛利率为 60.68%，同比下滑 2.5pct，毛利率由于线下分销收入占比提升，同时促销活动力度加大而下滑。医药实现营收 1.31 亿/yoy-11.30%，毛利率为 49.83%，同比下滑 6.3pct，受到医药行业整体政策调整影响，叠加去年较高基数，收入和毛利下滑幅度较大。原料业务实现营收 0.88 亿/yoy-6.66%，毛利率为 48.37%，同比提升 8.7pct，公司通过拓展医药级透明质酸产品，并积极推动原料出口，带动毛利率上行。

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

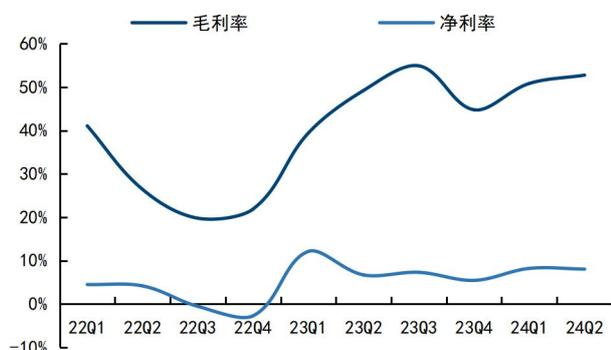
图2: 公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

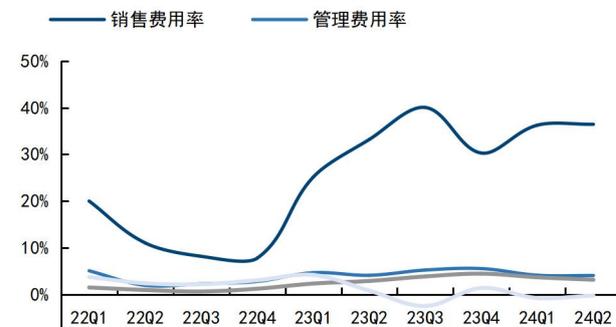
盈利能力方面，2024Q2 公司毛利率/净利率分别为 52.75%/8.04%，同比上升 +3.53/1.34pct，主要由于去年同期仍包含部分低毛利地产业务。费用率方面，2024Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 36.45%/4.07%/3.17%/-0.20%，分别同比 +3.25/-0.04/0.26/-1.03pct，主要去年同期地产业务影响带动费用率变化。

图3: 公司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

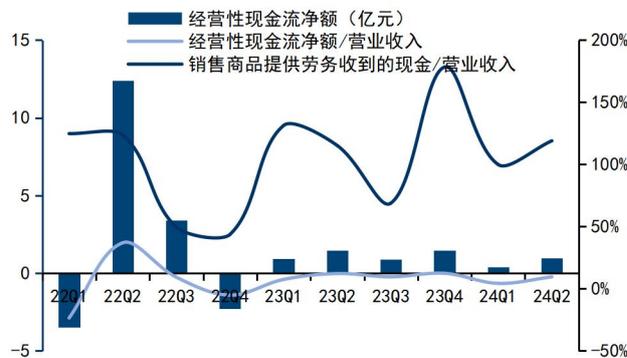
营运能力方面，2024 上半年存货周转天数 116 天，同比下降 3175 天；应收账款周转天数 43 天，同比上升 10 天，主要受去年同期房地产业务影响。现金流方面，2024Q2 经营性现金流净额为 0.98 亿，同比下滑 47.78%，主要由于去年同期包括房地产业务剥离前的现金流。

图5: 公司存货和应收账款周转天数



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:

在宏观消费环境及行业竞争加剧的大背景下，公司化妆品及医药板块面临一定经营压力。但随着今年公司主业转型以及对应组织管理的调整落地，未来公司利用产研销一体化优势，拓宽全渠道业务布局，聚焦发展以化妆品业务为核心的大健康板块，有望逐步激发成长势能。同时潜在的优化激励措施和相关资本外延，也有望为公司发展注入新动能。考虑公司医药业务收入受行业政策影响较大；同时化妆品行业竞争激烈，公司加大促销力度致毛利率下滑，我们下调 2024-26 年归母净利润至 3.24/3.74/4.26(原值为 3.43/4.14/4.77 亿元),对应 PE 为 19/17/15 倍，维持“优大于市”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	
营业收入	-6.13%	-2.95%	8.84%	11.99%	考虑到今年整体化妆品行业竞争激烈，同时公司品牌销售不及预期，同时医药反腐带动医药板块收入下滑显著。
毛利率	53.04%	53.72%	53.61%	54.17%	公司今年加大化妆品分销售渠道销售占比，同时加大折扣力度，化妆品板块毛利率下滑，同时医药反腐导致医药板块毛利率下滑更多。

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 (2024-8-23)	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	6.12	62	0.30	0.32	0.37	0.42	32.27	19.23	16.66	14.61	7.56	2.89	优大于市
300957.SZ	贝泰妮	39.72	168	1.79	2.40	2.79	3.13	38.16	16.56	14.23	12.70	12.91	0.48	优大于市
603605.SH	珀莱雅	85.00	337	3.01	3.77	4.57	5.39	33.03	22.55	18.61	15.78	27.45	0.89	优大于市

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

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	2263	1500	2000	营业收入	12951	4579	4298	4678	4944
应收款项	1950	3585	236	256	271	营业成本	9759	2450	2018	2170	2276
存货净额	46047	525	659	707	740	营业税金及附加	539	36	64	70	74
其他流动资产	3314	140	1329	1447	1529	销售费用	1313	1446	1500	1662	1765
流动资产合计	55629	5984	4487	3910	4540	管理费用	350	223	162	168	170
固定资产	1352	1186	1252	1471	1697	研发费用	134	153	138	146	148
无形资产及其他	197	149	163	177	191	财务费用	353	57	21	(28)	(52)
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
资产总计	58474	7818	6571	6396	7436	其他收入	(711)	(176)	(138)	(146)	(148)
短期借款及交易性金融负债	5498	1504	50	1028	1591	营业利润	311	419	485	559	638
应付款项	9266	453	549	589	616	营业外净收支	(50)	(6)	0	0	0
其他流动负债	35842	445	549	596	627	利润总额	261	413	485	559	638
流动负债合计	50606	2402	1148	2214	2834	所得税费用	196	47	87	101	115
长期借款及应付债券	2215	665	365	(1235)	(1225)	少数股东损益	20	63	74	85	97
其他长期负债	86	71	67	69	69	归属于母公司净利润	45	303	324	374	426
长期负债合计	2301	736	432	(1166)	(1156)	现金流量表 (百万元)					
负债合计	52907	3138	1581	1047	1679	净利润	45	303	324	374	426
少数股东权益	1850	665	717	776	844	资产减值准备	73	(252)	166	27	32
股东权益	3717	4015	4274	4573	4913	折旧摊销	116	136	84	95	106
负债和股东权益总计	58474	7818	6571	6396	7436	公允价值变动损失	(268)	(16)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	353	57	21	(28)	(52)
每股收益	0.04	0.30	0.32	0.37	0.42	营运资本变动	1752	2799	2389	(70)	(39)
每股红利	1.19	0.51	0.06	0.07	0.08	其它	(574)	208	(114)	32	36
每股净资产	3.66	3.95	4.20	4.50	4.83	经营活动现金流	1144	3179	2848	458	560
ROIC	2%	2%	5%	9%	8%	资本开支	0	313	(330)	(354)	(378)
ROE	1%	8%	8%	8%	9%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	25%	46%	53%	54%	54%	投资活动现金流	10	895	(500)	(524)	(548)
EBIT Margin	7%	6%	10%	10%	10%	权益性融资	10	3	0	0	0
EBITDA Margin	8%	9%	12%	12%	12%	负债净变化	(1536)	(1550)	(300)	(1600)	10
收入增长	5%	-65%	-6%	9%	6%	支付股利、利息	(1206)	(516)	(65)	(75)	(85)
净利润增长率	-87%	567%	7%	15%	14%	其它融资现金流	3499	(2528)	(1454)	978	563
资产负债率	94%	49%	35%	29%	34%	融资活动现金流	(1974)	(6657)	(1818)	(697)	488
息率	19.4%	8.3%	1.0%	1.2%	1.4%	现金净变动	(821)	(2584)	530	(763)	500
P/E	136.9	20.5	19.2	16.7	14.6	货币资金的期初余额	5139	4318	1734	2263	1500
P/B	1.7	1.5	1.5	1.4	1.3	货币资金的期末余额	4318	1734	2263	1500	2000
EV/EBITDA	60.8	23.1	15.6	13.1	12.8	企业自由现金流	0	3487	2484	48	108
						权益自由现金流	0	(592)	713	(551)	723

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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