



增持(下调)

所属行业: 美容护理/化妆品
当前价格(元): 6.05

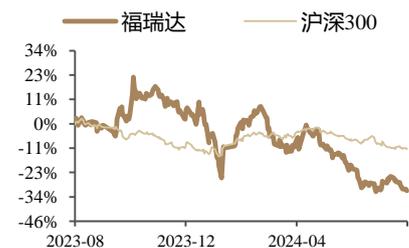
证券分析师

易丁依

资格编号: S0120523070004

邮箱: yidy@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-1.93	-14.96	-23.71
相对涨幅(%)	1.11	-9.93	-15.49

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《福瑞达: 23年业绩超出此前预告, 静待化妆品新品放量》, 2024.3.22
- 《福瑞达: 化妆品收入略超预期, 组织架构稳步改革》, 2023.10.28
- 《福瑞达(600223.SH): 化妆品稳健增长、品牌升级, 毛利率持续优化》, 2023.8.28

股票数据

总股本(百万股):	1,016.57
流通A股(百万股):	1,016.57
52周内股价区间(元):	6.01-10.74
总市值(百万元):	6,150.24
总资产(百万元):	6,347.53
每股净资产(元):	3.97

资料来源: 公司公告

福瑞达: 24H1 电商渠道表现亮眼, 剔除地产后业绩稳定

投资要点

- **24H1 盈利基本平稳, 受地产业务扰动。(1) 24H1:** 实现营收 19.25 亿/-22.15%, 归母净利润 1.27 亿/-33.18%, 扣非后归母 1.12 亿/+77.19%, 剥离房地产业务带来收入下滑, 剔除房地产业务影响后营收同增 1.48%、归母净利润同增 2.87%。**(2) 24Q2:** 营收 10.35 亿/-13.85%, 归母净利润 0.68 亿/yoy+11.66%, 归母净利率 6.59%/+1.51pcts, 维持较高水平。**(3) 盈利能力:** 24H1 毛利率 51.87%/+7.70pcts, 主要由低毛利率的房地产业务剥离所致, 销售费用率 36.36%/+7.31pcts。
- **化妆品业务: 电商渠道布局展现成效, 夯实品牌定位积极推新。** 24H1 化妆品业务营收 11.86 亿/+7.24%, 公司拓展销售渠道, 私域流量、直播渠道与线下门店齐发力, 毛利率 61.37%/-1.66pcts, 主要系低毛利率爆品销售占比增加, 分品牌来看: **(1) 瓊尔博士:** 24H1 营收 6.45 亿/+7.82%, 全面升级闪充、益生菌系列两大产品线, 扩充唤醒系列、清肌控油系列, 多品牌精细化运营, 抖音自播力度加大, 自播销售同增 22%。**(2) 颐莲:** 24H1 营收 4.47 亿/+14.17%, 一方面夯实“中国高保湿”心智, 创新文化联名方向, 另一方面全渠道协同融合稳固颐莲喷雾大单品战略地位, 聚焦第二梯队爆品打造。**(3) 医美:** 珂溢入驻医美医院, 布局抖音、小红书等, 聚焦“围术期”品牌形象, 上新透明质酸钠水光润肤贴、医用重组 III 型人源化胶原蛋白修复液等。**(4) 新赛道:** 拓展头皮洗护业务, 头皮微生态护理新品牌即沐上新控油蓬松洗发水。
- **医药政策调整拉低业务表现, 原料及添加剂市场竞争加剧。(1) 医药业务:** 24H1 营收 2.40 亿/-17.28%, 毛利率为 52.13%/-4.15pcts, 医药行业政策扰动致药品毛利下跌, 公司调整药品板块营销组织结构, 优化销售渠道与模式, 部分中药品种收入增长, 公司创新研发四季养生阿胶、灵芝双参饮等。**(2) 原料及衍生产品、添加剂业务:** 24H1 营收 1.72 亿/yoy+0.72%, 毛利率 39.27%/+3.73pcts, 销售战略调整提升产品价值拉高毛利率; 公司开发“百颜露”“水活 5D 透明质酸钠”等原料, 推进原料药注册认证、食品级、化妆品级产品定制化服务, 拓展医药级透明质酸产品, 透明质酸原料 24H1 销量同增 32.77%, 毛利提升 9.1%, 纳他霉素添加剂收入同增 9.51%; 内销收入同比下降 22.00%, 添加剂大量扩产兼终端企业需求疲软, 市场竞争加剧, 出口收入得益于策略调整同增 48.71%。
- **投资建议:** 化妆品业务电商渠道表现向好, 期待瓊尔博士、颐莲等全渠道运营发力+强化品牌定位; 医药及原料业务受宏观因素影响、房地产业务扰动较大, 但剔除房地产业务后整体公司表现稳中有进。预计 24-26 年营收为 40.12/46.70/53.46 亿(24 年剥离地产, 但 23 年仍有 11.4 亿营收, 预估高基数拖累整体表现), 归母净利润至 3.12/4.55/5.54 亿, 同增+2.7%/+45.9%/+21.9%, PE 为 20X/14X/11X, 调整为“增持”评级。
- **风险提示:** 化妆品景气度下降、化妆品竞争加剧、新产品推广情况不及预期。

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	12,951	4,579	4,012	4,670	5,346
(+/-)YOY(%)	4.8%	-64.6%	-12.4%	16.4%	14.5%
净利润(百万元)	45	303	312	455	554
(+/-)YOY(%)	-87.4%	567.4%	2.7%	45.9%	21.9%
全面摊薄 EPS(元)	0.04	0.30	0.31	0.45	0.55
毛利率(%)	24.6%	46.5%	57.3%	57.9%	58.4%
净资产收益率(%)	1.2%	7.6%	7.4%	10.1%	11.5%

资料来源: 公司年报(2022-2023), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.30	0.31	0.45	0.55
每股净资产	3.95	4.14	4.41	4.74
每股经营现金流	0.47	2.23	1.17	1.49
每股股利	0.11	0.12	0.18	0.22
价值评估(倍)				
P/E	32.10	19.74	13.53	11.10
P/B	2.44	1.46	1.37	1.28
P/S	1.34	1.53	1.32	1.15
EV/EBITDA	23.74	6.99	4.74	3.41
股息率%	1.1%	2.0%	2.9%	3.6%
盈利能力指标(%)				
毛利率	46.5%	57.3%	57.9%	58.4%
净利润率	6.6%	7.8%	9.7%	10.4%
净资产收益率	7.6%	7.4%	10.1%	11.5%
资产回报率	3.9%	3.9%	5.4%	6.2%
投资回报率	3.5%	4.8%	6.3%	7.2%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-64.6%	-12.4%	16.4%	14.5%
EBIT 增长率	-50.4%	52.6%	36.8%	20.1%
净利润增长率	567.4%	2.7%	45.9%	21.9%
偿债能力指标				
资产负债率	40.1%	39.2%	38.2%	37.1%
流动比率	2.5	2.5	2.6	2.7
速动比率	2.2	2.3	2.4	2.4
现金比率	0.7	1.4	1.6	1.9
经营效率指标				
应收帐款周转天数	36.3	42.0	38.0	35.0
存货周转天数	78.3	110.0	100.0	90.0
总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.6
固定资产周转率	4.3	3.7	4.2	4.5

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	303	312	455	554
少数股东损益	63	35	40	42
非现金支出	203	314	327	319
非经营收益	-130	39	37	34
营运资金变动	35	1,569	334	562
经营活动现金流	474	2,269	1,192	1,511
资产	-207	-353	-388	-424
投资	2,687	-10	-19	-14
其他	194	28	23	27
投资活动现金流	2,673	-335	-384	-411
债权募资	-2,682	0	0	0
股权募资	3	0	0	0
其他	-419	-171	-231	-271
融资活动现金流	-3,097	-171	-231	-271
现金净流量	49	1,763	576	828

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 27 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	4,579	4,012	4,670	5,346
营业成本	2,450	1,714	1,966	2,226
毛利率%	46.5%	57.3%	57.9%	58.4%
营业税金及附加	36	32	37	43
营业税金率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	1,446	1,433	1,679	1,935
营业费用率%	31.6%	35.7%	35.9%	36.2%
管理费用	223	221	243	267
管理费用率%	4.9%	5.5%	5.2%	5.0%
研发费用	153	140	159	176
研发费用率%	3.3%	3.5%	3.4%	3.3%
EBIT	273	417	571	686
财务费用	57	30	8	1
财务费用率%	1.2%	0.7%	0.2%	0.0%
资产减值损失	-16	0	0	0
投资收益	214	20	23	27
营业利润	419	430	611	736
营业外收支	-6	-8	-8	-9
利润总额	413	422	603	727
EBITDA	431	692	898	1,005
所得税	47	76	108	131
有效所得税率%	11.3%	18.0%	18.0%	18.0%
少数股东损益	63	35	40	42
归属母公司所有者净利润	303	312	455	554

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,734	3,496	4,073	4,901
应收账款及应收票据	523	432	486	513
存货	525	517	539	549
其它流动资产	3,202	1,723	1,375	841
流动资产合计	5,984	6,168	6,473	6,803
长期股权投资	139	139	139	139
固定资产	1,055	1,096	1,119	1,184
在建工程	131	151	171	191
无形资产	149	159	169	179
非流动资产合计	1,833	1,906	1,978	2,088
资产总计	7,818	8,074	8,451	8,891
短期借款	705	705	705	705
应付票据及应付账款	453	452	464	465
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,244	1,275	1,325	1,389
流动负债合计	2,402	2,432	2,495	2,559
长期借款	665	665	665	665
其它长期负债	71	71	71	71
非流动负债合计	736	736	736	736
负债总计	3,138	3,167	3,231	3,295
实收资本	1,017	1,017	1,017	1,017
普通股股东权益	4,015	4,206	4,481	4,815
少数股东权益	665	700	740	781
负债和所有者权益合计	7,818	8,074	8,451	8,891

信息披露

分析师与研究助理简介

易丁依，上海财经大学金融硕士，21年6月加入德邦证券，负责医美、化妆品领域研究，把握颜值经济行业趋势、分析用户画像、研究终端产品、高频跟踪渠道动销，深挖公司基本面型选手，挖掘胶原蛋白等前沿细分市场。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
股票投资评级		买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
行业投资评级		优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。