

# 福瑞达 (600223.SH)

## 2024年剔除地产影响归母净利润增长6%，毛利率持续优化

优于大市

### 核心观点

公司2024年受房地产开发业务剥离导致业绩有所波动，扣除相关影响整体表现稳健。公司2024年实现营收39.83亿/yoy-13.02%；归母净利润2.44亿/yoy-19.73%；扣非净利润2.15亿/yoy+54.54%，剔除地产影响，全年营收基本持平，归母净利润同比增长6.1%，扣非归母净利润增长5.26%。单Q4实现营收11.80亿/yoy-0.33%，实现归母净利润7236.32万/yoy+10.72%，扣非净利润0.64亿/yoy+104.37%。同时公司每10股派发现金红利0.6元(含税)，分红率达45.92%，较2023年的33.51%提升明显。

化妆品板块全年实现营收24.75亿/yoy+2.46%，毛利率为62.57%/+0.44pct。同时主要子公司福瑞达生物(母公司口径)全年实现营收/净利润21.66亿/1.93亿，净利率达8.9%/yoy+0.65pct，预计整体化妆品业务盈利有所提升。单Q4化妆品实现7.67/yoy+0.7%，毛利率63.13%/yoy+0.9pct，其中瓊尔博士/颐莲分别实现3.92/3.04亿，分别同比-13.8%/24.1%，颐莲依托IP联名以及“嘭润”产品系列的爆发，增速改善明显，瓊尔博士预计由于双11和超头合作表现不及预期拖累Q4表现，并处于品牌产品调整期，目前已经完成战略性打法调整，今年有望改善。药品板块单Q4实现营收1.42亿/yoy+17.4%，毛利率达57.11%/yoy+7.12pct，预计由于中药、保健品等复苏带动Q4药品板块复苏较快。原料添加剂板块单Q4实现营收0.94/yoy-4.1%，毛利率达26.73%/yoy+3.8pct。在提价和产品结构性升级下毛利率不断提升。

**核心主业毛利率不断改善。**2024年公司毛利率/净利率分别为52.68%/7.44%，同比+6.19pct/-0.56pct，剔除地产业务影响后，毛利率提升1.19pct。费用率方面，2024年销售费用率/管理费用率/研发费用率分别同比分别+5.14pct/-0.28pct/+0.84pct，系品牌宣传投入等带动销售费用率上行。同时存货周转天数和经营性现金流均受2023年同期包含地产业务数据影响。

**风险提示：**宏观环境风险，新品销售不及预期，行业竞争加剧。

**投资建议：**2024年是公司剥离房地产开发业务，并聚焦以化妆品业务为核心的大健康板块布局的第一个完整年度，整体公司实现稳健发展。但由于外部竞争激烈叠加内部仍处于摸索调整状态，部分业务受多因素影响略有承压。当前公司在积极顺应行业变化趋势推行战略性调整，叠加降本增效措施的积极推进，未来整体业绩仍有望实现改善。考虑到整体化妆品投放费率的提升，以及瓊尔博士调整后新品推出进度的不确定性，我们下调2025-2026年并新增2027年归母净利润至2.93/3.23/3.54(2025/2026年原值为3.26/3.68亿元)，对应PE为26/23/21倍，维持“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,579	3,983	4,289	4,579	4,809
(+/-%)	-64.6%	-13.0%	7.7%	6.8%	5.0%
净利润(百万元)	303	244	293	323	354
(+/-%)	567.4%	-19.7%	20.1%	10.4%	9.6%
每股收益(元)	0.30	0.24	0.29	0.32	0.35
EBIT Margin	5.9%	6.2%	6.6%	7.5%	7.9%
净资产收益率(ROE)	7.6%	5.9%	6.9%	7.3%	7.6%
市盈率(PE)	24.8	30.8	25.7	23.3	21.2
EV/EBITDA	26.3	25.5	38.6	33.2	30.6
市净率(PB)	1.87	1.83	1.76	1.69	1.62

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

### 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

S0980517070001

证券分析师: 柳旭

0755-81981311

liuxu1@guosen.com.cn

S0980522120001

证券分析师: 孙乔容若

021-60375463

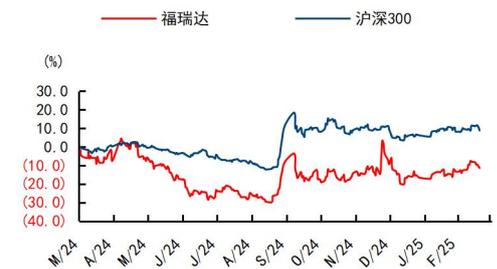
sunqiaorongruo@guosen.com.cn

S0980523090004

### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	7.39元
总市值/流通市值	7512/7512百万元
52周最高价/最低价	9.46/5.74元
近3个月日均成交额	165.42百万元

### 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)-化妆品业务调整期致收入承压,降本增效支撑毛利结构优化》——2024-10-29

《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》——2024-08-26

《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,大健康美业发展可期》——2024-02-28

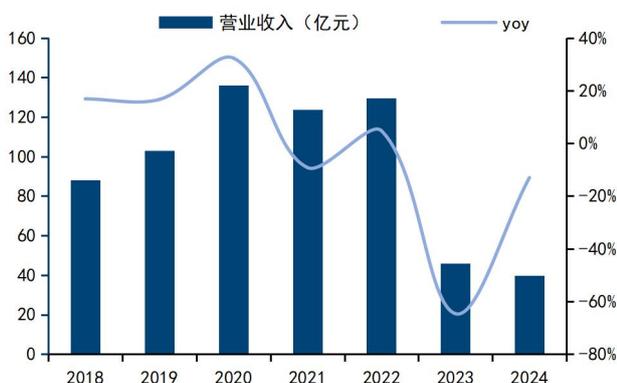
公司 2024 年受房地产开发业务剥离导致业绩有所波动，扣除相关影响整体表现稳健。公司 2024 年实现营收 39.83 亿/yoy-13.02%；归母净利润 2.44 亿/yoy-19.73%；扣非净利润 2.15 亿/yoy+54.54%，剔除地产影响，全年营收基本持平，归母净利润同比增长 6.1%，扣非归母净利润增长 5.26%。单 Q4 实现营收 11.80 亿/yoy-0.33%，实现归母净利润 7236.32 万/yoy+10.72%，扣非净利润 0.64 亿/yoy+104.37%。同时公司每 10 股派发现金红利 0.6 元（含税），分红率达 45.92%，较 2023 年 33.51%提升明显。分业务具体来看：

1) **化妆品板块** 2024 年化妆品板块实现营收 24.75 亿/yoy+2.46%，毛利率为 62.57%/+0.44pct。同时主要子公司福瑞达生物（母公司口径）全年实现营收/净利润 21.66 亿/1.93 亿，净利率达 8.9%/yoy+0.65pct，预计整体化妆品业务盈利有所提升。其中，颐莲品牌实现收入 9.63 亿元/yoy+12.36%，瑗尔博士品牌实现收入 13.01 亿元/yoy-3.48%。单 Q4 化妆品实现 7.67/yoy+0.7%，毛利率 63.13%/yoy+0.9pct，其中瑗尔博士/颐莲分别实现 3.92/3.04 亿，分别同比-13.8%/24.1%，颐莲依托 IP 联名以及第二增长曲线嘭润系列增速改善明显，瑗尔博士预计由于双 11 和超头合作表现不及预期拖累 Q4 表现，并处于品牌产品调整期，目前已经完成战略性打法调整，今年有望改善。

2) **药品板块** 2024 年药品板块实现营收 5.12 亿/yoy-1.41%，毛利率为 52.32%/-1.07pct。单 Q4 实现营收 1.42 亿/yoy+17.4%，毛利率达 57.11%/yoy+7.12pct。预计由于中药、保健品等复苏带动 Q4 药品板块复苏较快。

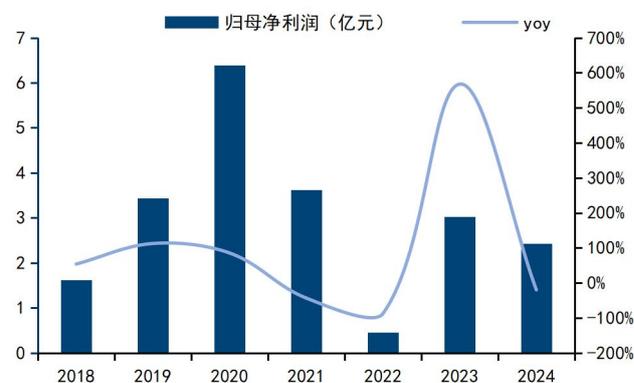
3) **原料添加剂板块** 2024 年原料添加剂板块实现营收 3.43 亿/yoy-2.43%，毛利率为 35.92%/+3.62pct。单 Q4 实现营收 0.94/yoy-4.1%，毛利率达 26.73%/yoy+3.8pct。在提价和产品结构性升级下毛利率不断提升。

图1: 公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

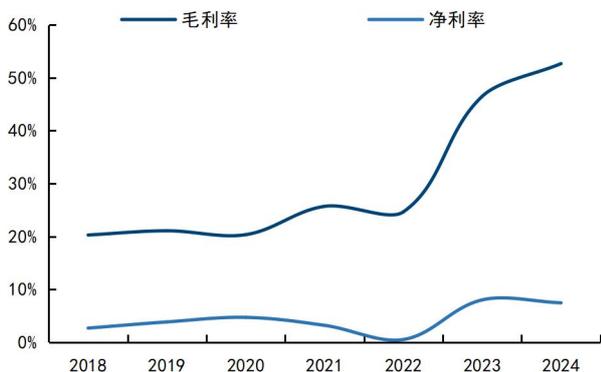
图2: 公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

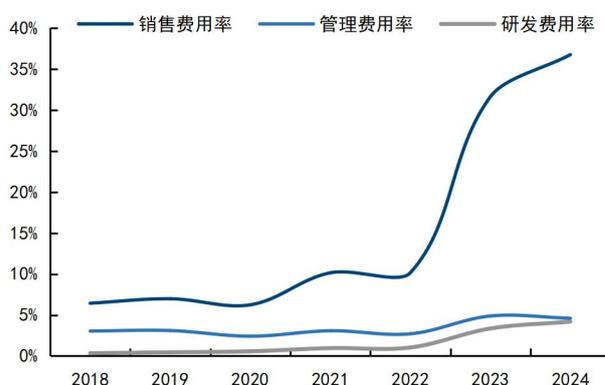
**盈利能力方面**，2024 年公司毛利率/净利率分别为 52.68%/7.44%，同比+6.19pct/-0.56pct，主要系同期包含地产业务财务数据，剔除地产业务影响后，毛利率提升 1.19pct。费用率方面，2024 年销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 36.73%/4.59%/4.19%，同比分别+5.14pct/-0.28pct/+0.84pct，系品牌宣传投入等带动销售费用率上行。

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

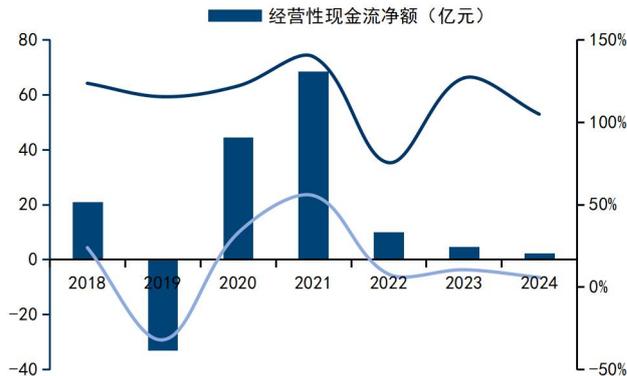
**营运能力方面**，公司 2024 年存货周转天数为 113 天，同比减少 3312 天；应收账款周转天数为 39 天，同比增加 7 天，由于 2023 年公司账面仍有地产数据。**现金流方面**，公司 2024 年经营性现金流净额为 2.29 亿元/yoy-51.78%，主要因为本期存入定期存款及去年房地产业务剥离导致的现金流减少。

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：

2024 年是公司剥离房地产开发业务，并聚焦以化妆品业务为核心的大健康板块布局的第一个完整年度，整体公司实现稳健发展。但由于外部竞争激烈叠加内部仍处于摸索调整状态，部分业务受多因素影响略有承压。当前公司在积极顺应行业变化趋势推行战略性调整，叠加降本增效措施的积极推进，未来整体业绩仍有望实现改善。考虑到整体化妆品投放费率的提升，以及瓊尔博士调整后新品推出进度的不确定性，我们下调 2025-2026 年并新增 2027 年归母净利润至 2.93/3.23/3.54（2025/2026 年原值为 3.26/3.68 亿元），对应 PE 为 26/23/21 倍，维持“优于大市”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (2025-03-21)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (%) (23A)	PEG (24E)	投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E			
600223.SH	福瑞达	7.39	75	0.30	0.24	0.29	0.32	32.27	30.85	25.66	23.28	7.56	-1.56	优于大市
300957.SZ	贝泰妮	45.51	193	1.79	1.53	1.95	2.22	38.16	29.72	23.35	20.46	12.91	-2.08	优于大市
603605.SH	珀莱雅	84.83	336	3.01	3.98	4.98	5.96	33.03	21.32	17.02	14.24	27.45	0.66	优于大市

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)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1734	2948	8533	8723	9085	营业收入	4579	3983	4289	4579	4809
应收款项	3585	465	541	565	540	营业成本	2450	1885	2002	2104	2190
存货净额	525	559	645	676	702	营业税金及附加	36	40	43	46	48
其他流动资产	140	173	172	183	192	销售费用	1446	1463	1606	1717	1805
<b>流动资产合计</b>	<b>5984</b>	<b>4144</b>	<b>9890</b>	<b>10147</b>	<b>10519</b>	管理费用	223	183	183	191	197
固定资产	1186	1179	1238	1459	1688	研发费用	153	167	173	180	188
无形资产及其他	149	163	177	190	204	财务费用	57	(29)	(6)	37	40
投资性房地产	360	386	386	386	386	投资收益	214	64	128	153	162
长期股权投资	139	129	134	139	144	资产减值及公允价值变动	16	12	3	5	5
<b>资产总计</b>	<b>7818</b>	<b>6000</b>	<b>11824</b>	<b>12321</b>	<b>12940</b>	其他收入	(176)	(179)	(173)	(180)	(188)
短期借款及交易性金融负债	1504	234	5800	6000	6300	营业利润	419	338	420	463	508
应付款项	453	413	376	423	468	营业外净收支	(6)	8	0	0	0
其他流动负债	445	459	562	594	620	<b>利润总额</b>	<b>413</b>	<b>346</b>	<b>420</b>	<b>463</b>	<b>508</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2402</b>	<b>1106</b>	<b>6738</b>	<b>7016</b>	<b>7388</b>	所得税费用	47	50	63	69	76
长期借款及应付债券	665	45	45	45	55	少数股东损益	63	53	64	71	78
其他长期负债	71	61	57	59	60	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>303</b>	<b>244</b>	<b>293</b>	<b>323</b>	<b>354</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>736</b>	<b>106</b>	<b>102</b>	<b>103</b>	<b>114</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>3138</b>	<b>1212</b>	<b>6840</b>	<b>7120</b>	<b>7502</b>	净利润	303	244	293	323	354
少数股东权益	665	683	719	758	800	资产减值准备	(252)	(4)	170	26	32
股东权益	4015	4105	4266	4443	4638	折旧摊销	136	96	90	99	109
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7818</b>	<b>6000</b>	<b>11824</b>	<b>12321</b>	<b>12940</b>	公允价值变动损失	(16)	(12)	(3)	(5)	(5)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	57	(29)	(6)	37	40
每股收益	0.30	0.24	0.29	0.32	0.35	营运资本变动	2799	2989	71	39	93
每股红利	0.10	0.11	0.13	0.14	0.16	其它	294	33	(135)	13	11
每股净资产	3.95	4.04	4.19	4.37	4.56	<b>经营活动现金流</b>	<b>3264</b>	<b>3346</b>	<b>485</b>	<b>495</b>	<b>594</b>
ROIC	3%	3%	3%	4%	4%	资本开支	0	(85)	(330)	(354)	(378)
ROE	8%	6%	7%	7%	8%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	46%	53%	53%	54%	54%	<b>投资活动现金流</b>	<b>581</b>	<b>(74)</b>	<b>(335)</b>	<b>(359)</b>	<b>(383)</b>
EBIT Margin	6%	6%	7%	7%	8%	权益性融资	(1)	0	0	0	0
EBITDA Margin	9%	9%	9%	10%	10%	负债净变化	(1550)	(620)	0	0	10
收入增长	-65%	-13%	8%	7%	5%	支付股利、利息	(102)	(112)	(132)	(145)	(159)
净利润增长率	567%	-20%	20%	10%	10%	其它融资现金流	(3125)	(593)	5566	200	300
资产负债率	49%	32%	64%	64%	64%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(6430)</b>	<b>(2057)</b>	<b>5435</b>	<b>55</b>	<b>151</b>
息率	1.4%	1.5%	1.8%	1.9%	2.1%	<b>现金净变动</b>	<b>(2584)</b>	<b>1214</b>	<b>5585</b>	<b>190</b>	<b>362</b>
P/E	24.8	30.8	25.7	23.3	21.2	货币资金的期初余额	4318	1734	2948	8533	8723
P/B	1.9	1.8	1.8	1.7	1.6	货币资金的期末余额	1734	2948	8533	8723	9085
EV/EBITDA	26.3	25.5	38.6	33.2	30.6	企业自由现金流	0	3210	71	74	148
						权益自由现金流	0	1997	5642	243	424

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