

颐莲增速回升，化妆品盈利能力改善

核心观点

2024Q4 公司实现营收 11.80 亿元，同比-0.33%，归母净利润 0.72 亿元，+10.72%；扣非净利润 0.64 亿元，+104.37%，去年仍有部分地产未剥离造成数据扰动。公司医药及原料添加剂业务公司在传统业务外积极拓展新方向，保证了业务的稳定性和公司研发技术的核心竞争力。核心化妆品业务 Q4 毛利率同比提升 0.9pct，全年福瑞达生物（母公司口径）的净利润率提升 0.7pct，化妆品业务盈利有所提升。品牌端颐莲 Q4 营收增速转正，公司在内容电商上发力显著，明星效应强化出圈，25Q1 数据跟踪来看有进一步加速趋势，今年来探索次抛等新品，毛利率有望良性提升。

事件

公司披露 2024 年年报：2024 年营收 39.83 亿元，-13.02%，归母净利润 2.44 亿元，-19.73%；扣非净利润 2.15 亿元，+54.54%。其中 Q4 营收 11.80 亿元，同比-0.33%，归母净利润 0.72 亿元，+10.72%；扣非净利润 0.64 亿元，+104.37%。

利润分配预案：公司拟每 10 股派发现金红利 0.6 元（含税），合计本年度公司现金分红(包括中期已分配的现金红利)总额为 1.12 亿元，占公司 2024 年年度归属于上市公司股东净利润的 45.92%。

简评

地产业务的基数影响将消除，资产质量提升显著

2024 年公司毛利率为 52.68%，同比+6.19pct，其中 Q4 毛利率为 54.65%，+9.87pct。全年公司销售费用率为 36.73%，同比提升 5.14pct；管理费用率为 4.59%，同比增长-0.28pct；研发费用率为 4.19%，同比增长 0.84pct；财务费用率为-0.73%，同比增长-1.98pct。公司实施研发投入刚性增长机制，2024 年研发投入 1.99 亿元，同比增长 20.05%。公司地产业务剥离于 2023 年 10 月正式完成，使得 2024 年及四季度的同比数据仍有一定扰动，进入 2025 年预计增长更加直观。此前受地产业务影响，2022 年及以前公司资产负债率常年在 90%左右，2024 年已下降至 20.2%，截止 2024 年底在手货币资金 29.48 亿元，资产质量提升明显。

福瑞达 (600223.SH)

维持

增持

于佳琪

yujiaqibj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521110003

刘乐文

liulewen@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521080003

SFC 编号:BPC301

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:S1440519030001

SFC 编号:BOT812

黄杨璐

huangyanglu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100001

发布日期：2025 年 03 月 24 日

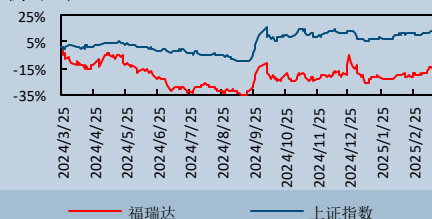
当前股价：7.39 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
4.53/4.11	0.00/0.10	-23.18/-32.44
12 月最高/最低价 (元)		9.55/5.89
总股本 (万股)		101,656.88
流通 A 股 (万股)		101,656.88
总市值 (亿元)		75.12
流通市值 (亿元)		75.12
近 3 月日均成交量 (万)		2191.79
主要股东		
山东省商业集团有限公司		51.62%

股价表现



化妆品业务盈利改善，颐莲加速增长

Q4 公司化妆品业务营收 7.67 亿元，同比+0.7%，其中颐莲 3.05 亿/+24.5%，瑗尔博士 3.92 亿/-13.8%，Q3 分别为-4.8%/-4.1%，颐莲数据改善明显。全年颐莲 9.6 亿/+12.4%，瑗尔博士 13 亿/-3.5%。Q4 化妆品业务毛利率 63.1%，+0.9pct，全年福瑞达生物（母公司口径，合并口径未公布）的净利润率为 8.9%，+0.7pct，化妆品业务盈利有所提升。公司化妆品板块以“5+N”品牌发展战略为指导，构建“生美+医美”双美新生态。2024 年化妆品线上占比 87%，-0.53pct，线下颐莲开设明水古城旗舰店，瑗尔博士线下直营+加盟突破 500 家，加速拓展。今年以来颐莲增长明显，根据三方数据，年初至 3 月 20 日抖音 GMV 翻倍增长，天猫 1-2 月+26%，环比 24Q4 均再度放量。瑗尔博士短代等模式探索阶段性也有较优 ROI 表现，2024 年品牌处于调整阶段，产品渠道梳理完成后有望回暖。

药品业务恢复增长，医药级原料带动业务毛利率提升

2024 年医药业务实现营业收入 5.12 亿元，同比下降 1.41%，毛利率 52.32%，同比减少 1.07pct，但 Q4 医药业务营收同比增速已回升至 18%，毛利率 57.1%，环比已有提升。博士伦福瑞达 2024 年营收 7.5 亿/-3%，净利润 2.04 亿/-13.2%，对应到上市公司的投资收益为 0.59 亿/-16.3%。公司积极拓展新业务，完成药食同源产品供应链服务平台建设并投入运营，实现黄精原浆植物饮料等多款药食同源功能性食品上市。原料及添加剂业务 2024 年实现收入 3.43 亿元，同比下降 2.43%，毛利率 35.92%，同比增加 3.62pct，主要由于医药级原料占比提升。报告期内公司滴眼液级玻璃酸钠顺利通过国内 GMP 符合性检查，玻璃酸钠原料药获得出口欧盟原料药证书，医疗器械用聚谷氨酸钠完成国内备案，后续逐步投产销售后预计该业务将保持稳定。

盈利预测与投资建议：我们预计 2025-2027 年公司实现归母净利润 2.91/3.47/4.05 亿元，对应 PE 为 26/22/19 倍，维持增持评级。

风险分析

政策风险：医药行业受国家相关政策的影响很大，我国正在持续深化医药卫生体制改革，相关改革措施的出台和政策的不断完善，在促进医药行业有序健康发展的同时，可能会使行业运行模式、产品竞争格局产生较大变化；

竞争风险：我国化妆品市场竞争较为激烈，新进入者众多，公司化妆品业务可能面临化竞争加剧带来的收入体量增长放缓、盈利能力下滑的风险；妆品行业产品迭代速度快，若后续新品培育及品类拓展不及预期，可能导致公司面临品牌成长持续性不足的风险。

报表预测

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5,984.40	4,143.51	8,564.80	9,469.84	10,321.92
现金	1,733.59	2,947.72	2,827.43	3,058.02	3,333.18
应收票据及应收账款合计	599.06	511.85	445.22	504.54	555.53
其他应收款	3,062.30	19.25	1,213.52	1,375.20	1,514.19
预付账款	51.59	88.50	230.14	260.81	287.16
存货	525.44	558.71	3,636.29	4,030.81	4,367.09
其他流动资产	12.42	17.48	212.19	240.46	264.76
非流动资产	1,833.43	1,856.82	1,769.69	1,685.13	1,628.76
长期投资	139.11	128.53	192.77	260.22	331.04
固定资产	1,071.99	1,175.55	1,067.97	960.08	851.90
无形资产	148.70	163.22	161.42	159.29	156.82
其他非流动资产	473.63	389.52	347.53	305.54	289.01
资产总计	7,817.83	6,000.33	10,334.49	11,154.97	11,950.68
流动负债	2,401.75	1,106.34	5,320.79	5,966.29	6,516.19
短期借款	705.22	212.12	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款合计	452.98	413.35	941.34	1,043.47	1,130.52
其他流动负债	1,243.55	480.88	4,379.46	4,922.82	5,385.67
非流动负债	735.93	105.63	16.69	-56.88	-101.22
长期借款	678.02	52.09	-36.85	-110.42	-154.76
其他非流动负债	57.91	53.54	53.54	53.54	53.54
负债合计	3,137.69	1,211.97	5,337.49	5,909.40	6,414.96
少数股东权益	665.37	683.47	746.67	821.97	909.87
股本	1,016.57	1,016.57	1,016.57	1,016.57	1,016.57
资本公积	612.51	612.86	612.86	612.86	612.86
留存收益	2,385.69	2,475.47	2,620.90	2,794.17	2,996.43
归属母公司股东权益	4,014.77	4,104.90	4,250.33	4,423.60	4,625.85
负债和股东权益	7,817.83	6,000.33	10,334.49	11,154.97	11,950.68

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	474.15	228.65	328.56	471.01	511.58
净利润	366.14	296.44	354.06	421.84	492.41
折旧摊销	157.76	113.31	151.37	152.01	127.18
财务费用	57.07	-29.26	-5.12	-13.87	-17.62
投资损失	-214.34	-63.98	-74.24	-77.45	-80.82
营运资金变动	34.60	-166.13	-115.01	-28.97	-27.01
其他经营现金流	72.93	78.27	17.49	17.44	17.43
投资活动现金流	2,673.26	2,992.69	-7.49	-7.44	-7.43
资本支出	217.63	161.59	0.00	0.00	0.00
长期投资	46.36	11.68	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	2,409.27	2,819.42	-7.49	-7.44	-7.43
筹资活动现金流	-3,097.48	-2,105.54	-441.36	-232.98	-228.98
短期借款	-1,564.97	-493.11	-212.12	0.00	0.00
长期借款	-1,558.58	-625.94	-88.93	-73.58	-44.34
其他筹资现金流	26.07	-986.49	-140.31	-159.40	-184.64
现金净增加额	48.93	1,115.57	-120.29	230.59	275.17

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,578.75	3,982.58	4,567.52	5,176.07	5,699.18
营业成本	2,450.21	1,884.55	2,086.13	2,312.46	2,505.38
营业税金及附加	36.42	40.15	46.04	52.18	57.45
销售费用	1,446.47	1,462.66	1,711.10	1,969.61	2,176.73
管理费用	222.98	182.99	205.63	228.73	248.22
研发费用	153.36	166.77	187.27	212.22	233.67
财务费用	57.07	-29.26	-5.12	-13.87	-17.62
资产减值损失	-15.92	-11.52	-13.70	-15.53	-17.10
信用减值损失	-29.63	-22.21	-22.84	-25.88	-28.50
其他收益	39.19	31.89	33.49	35.16	36.92
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	214.34	63.98	74.24	77.45	80.82
资产处置收益	-0.77	0.96	0.00	0.00	0.00
营业利润	419.45	337.83	407.65	485.95	567.50
营业外收入	2.24	9.97	10.47	11.00	11.55
营业外支出	8.73	1.51	1.58	1.66	1.74
利润总额	412.96	346.29	416.55	496.28	579.30
所得税	46.82	49.85	62.48	74.44	86.90
净利润	366.14	296.44	354.06	421.84	492.41
少数股东损益	62.75	52.92	63.20	75.30	87.90
归属母公司净利润	303.39	243.53	290.86	346.54	404.51
EBITDA	627.80	430.34	562.79	634.42	688.87
EPS (元)	0.30	0.24	0.29	0.34	0.40

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-64.65	-13.02	14.69	13.32	10.11
营业利润(%)	34.94	-19.46	20.67	19.21	16.78
归属于母公司净利润(%)	567.44	-19.73	19.44	19.14	16.73
获利能力					
毛利率(%)	46.49	52.68	54.33	55.32	56.04
净利率(%)	6.63	6.11	6.37	6.70	7.10
ROE(%)	7.56	5.93	6.84	7.83	8.74
ROIC(%)	6.19	5.56	13.89	15.74	18.30
偿债能力					
资产负债率(%)	40.14	20.20	51.65	52.98	53.68
净负债比率(%)	-7.49	-56.04	-57.32	-60.40	-63.01
流动比率	2.49	3.75	1.61	1.59	1.58
速动比率	2.25	3.14	0.84	0.83	0.83
营运能力					
总资产周转率	0.59	0.66	0.44	0.46	0.48
应收账款周转率	8.62	8.48	11.24	11.24	11.24
应付账款周转率	5.47	4.56	2.56	2.56	2.56
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.30	0.24	0.29	0.34	0.40
每股经营现金流(最新摊薄)	0.47	0.22	0.32	0.46	0.50
每股净资产(最新摊薄)	3.95	4.04	4.18	4.35	4.55
估值比率					
P/E	24.76	30.85	25.83	21.68	18.57
P/B	1.87	1.83	1.77	1.70	1.62
EV/EBITDA	16.74	14.04	10.33	8.90	7.93

资料来源：公司公告，iFinD，中信建投证券

分析师介绍

于佳琪

上海财经大学统计学学士、硕士，现任中信建投社服商贸行业分析师。拥有六年证券研究从业经验，主要覆盖方向有免税、酒店、旅游、化妆品等多个服务类板块。

刘乐文

中信建投证券社服商贸行业首席分析师。本科毕业于西安交通大学，研究生毕业于美国约翰霍普金斯大学，从事社会服务行业研究八年，对于免税、酒店、餐饮、平台经济等行业拥有深度研究见解和丰富行业积累，曾获得水晶球社会服务行业最佳分析师第一名，新浪最佳分析师等评选。

叶乐

中信建投证券纺织服装及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2024年“金牛奖”纺织服装行业最佳分析师，2023年“新浪金麒麟”菁英分析师纺织服装第4、家居第5，2020年“新财富”海外最佳分析师第5名团队成员，目前专注于纺织服装、轻工、黄金珠宝、教育人力、医美个护等消费服务产业研究。

黄杨璐

中信建投证券轻工纺织服装&教育行业分析师，同济大学金融学硕士，专注于家居、黄金珠宝、教育人力、医美个护、运动服饰等消费服务产业研究，6年证券从业经验。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 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 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk