

福瑞达 (600223.SH)

战略调整致业绩短期承压，期待下半年新品表现

优于大市

核心观点

业绩受战略调整短期承压。公司 2025 年上半年实现营业收入 17.90 亿元/yoy-7.05%；归母净利润 1.08 亿元/yoy-15.16%。单 Q2 实现营业收入 9.14 亿元/yoy-11.72%，实现归母净利润 0.57 亿元/yoy-16.07%。

化妆品板块 2025Q2 化妆品业务实现营收 5.68 亿/yoy-11.5%，毛利率 62.85%/yoy+2.2pct，其中颐莲品牌 Q2 实现 3.04/yoy+23.08%，受益于官宣全球代言人张凌赫、举办夏日喷雾节等成功营销活动，上半年喷雾品线销售额达 4.82 亿/yoy+43%，保持强劲增长势头；瑗尔博士 Q2 实现 2.15 亿/yoy-38.75%，目前仍处于战略调整期，为维护价格体系严控渠道发货，业绩短期承压，但品牌于 7 月推出王浆酸精研金致系列，有望带动下半年业绩修复。此外，新锐品牌珂谧表现突出，胶原次抛上半年销售额超过 1400 万。

药品板块 2025Q2 实现营收 0.99 亿/yoy-24.4%，毛利率 48.53%/yoy-1.3pct。业绩下滑主要受药品集采省份范围扩大及中标产品价格下降影响，同时新品上市尚未产生显著效果。

原料及添加剂板块 2025Q2 实现营收 0.93 亿/yoy+5.3%，毛利率 42.22%/yoy-6.2pct。板块增长主要由产品结构优化驱动，毛利率下降主要由于行业竞争加剧同时去年同期由于产品提价带来高基数影响。其中透明质酸原料业务上半年实现收入 1.16 亿元/yoy+23.4%，高毛利的医药级透明质酸销售收入 1608.81 万元，同比大幅增长 287.3%

收入承压导致费用率上行。2025Q2 公司毛利率/净利率分别 53.35%/7.80%，同比+0.60/-0.24pct，产品结构持续优化带动毛利率提升。费用率方面，2025Q2 销售/管理/研发费用率同比分别+0.03/+0.87/+0.93pct，收入承压导致整体费用率上行。营运能力和现金流整体保持稳定。

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：受瑗尔博士品牌短期调整以及医药集采影响拖累，公司业绩短期承压，但颐莲增长表现亮眼，原料板块稳健提升。下半年随着新品不断推出有望带动瑗尔博士重回增长轨道，叠加高毛利医药级透明质酸占比不断提升带动原料板块盈利双增，未来整体业绩有望实现改善。考虑到短期瑗尔博士仍需时间进行调整，同时医药集采、化妆品线上投放费率持续升高等多种行业因素，我们下调 2025-2027 年归母净利润至 2.51/2.94/3.32（原值为 2.93/3.23/3.54）亿，对应 PE 为 35/29/26 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	3,867	4,112	4,307
(+/-%)	-64.6%	-13.0%	-2.9%	6.4%	4.7%
净利润(百万元)	303	244	251	294	332
(+/-%)	567.4%	-19.7%	3.1%	17.1%	12.8%
每股收益(元)	0.30	0.24	0.25	0.29	0.33
EBIT Margin	5.9%	6.2%	3.6%	5.7%	6.5%
净资产收益率 (ROE)	7.6%	5.9%	5.9%	6.7%	7.2%
市盈率 (PE)	28.5	35.6	34.5	29.5	26.1
EV/EBITDA	29.1	28.9	67.1	47.2	41.1
市净率 (PB)	2.16	2.11	2.04	1.97	1.89

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	8.52 元
总市值/流通市值	8661/8661 百万元
52 周最高价/最低价	9.42/5.74 元
近 3 个月日均成交额	190.16 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) -2024 年剔除地产影响归母净利润增长 6%，毛利率持续优化》——2025-03-24
- 《福瑞达 (600223.SH) -化妆品业务调整致收入承压，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

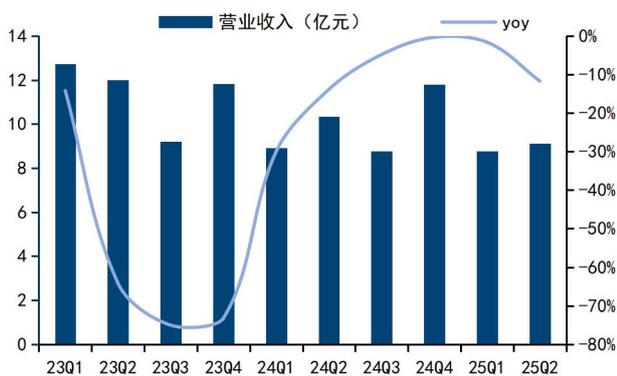
公司 2025 年上半年实现营业收入 17.90 亿元/yoy-7.05%；归母净利润 1.08 亿元/yoy-15.16%；扣非净利润 1.05 亿元/yoy-6.25%。单 Q2 实现营业收入 9.14 亿元/yoy-11.72%，实现归母净利润 0.57 亿元/yoy-16.07%。

1) 化妆品板块 2025Q2 化妆品业务实现营收 5.68 亿/yoy-11.5%，毛利率 62.85%/yoy+2.2pct，其中颐莲品牌 Q2 实现 3.04/yoy+23.08%，受益于官宣全球代言人张凌赫、举办夏日喷雾节等成功营销活动，上半年喷雾品线销售额达 4.82 亿/yoy+43%，保持强劲增长势头；瑗尔博士 Q2 实现 2.15 亿/yoy-38.75%，目前仍处于战略调整期，为维护价格体系严控渠道发货，业绩短期承压，并于 7 月上市王浆酸精研金致系列，有望带动下半年业绩修复。此外，新锐品牌珂谧表现突出，其胶原次抛上半年销售额超过 1400 万元。

2) 药品板块 2025Q2 实现营收 0.99 亿/yoy-24.4%，毛利率 48.53%/yoy-1.3pct。业绩下滑主要受药品集采省份范围扩大及中标产品价格下降影响，同时新品上市尚未产生显著效果。

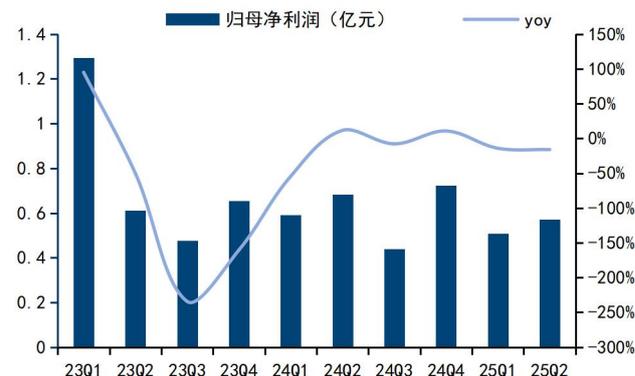
3) 原料及添加剂板块 2025Q2 实现营收 0.93 亿/yoy+5.3%，毛利率 42.22%/yoy-6.2pct。板块增长主要由产品结构优化驱动，毛利率下降主要由于行业竞争加剧同时去年同期由于产品提价带来高基数影响。其中透明质酸原料业务上半年实现收入 1.16 亿元/yoy+23.4%，高毛利的医药级透明质酸销售收入 1608.81 万元，同比大幅增长 287.3%

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

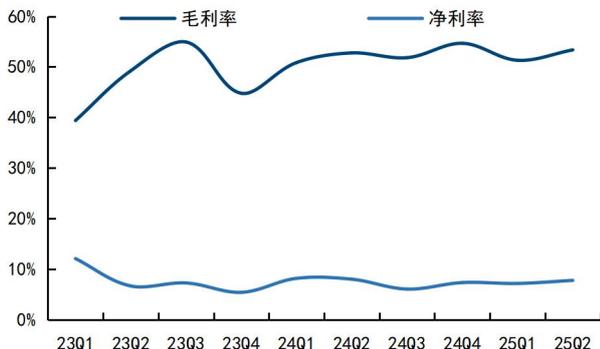
图2: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

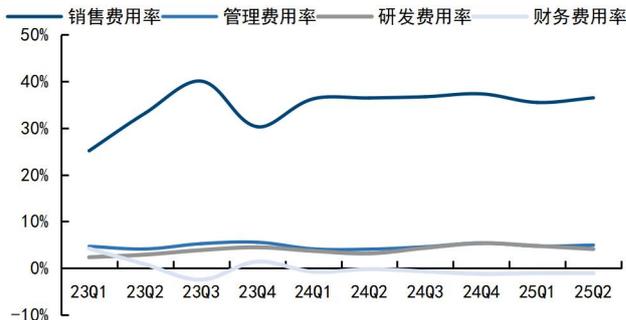
盈利能力方面，2025Q2 公司毛利率/净利率分别 53.35%/7.80%，同比+0.60/-0.24pct，产品结构持续优化带动毛利率提升。费用率方面，2025Q2 销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 36.48%/4.94%/4.09%，同比分别+0.03/0.87/0.93pct，收入承压导致整体费用率上行。

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

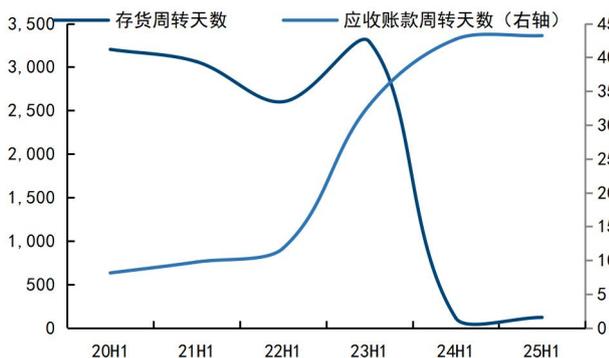
图4: 公司费用率情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

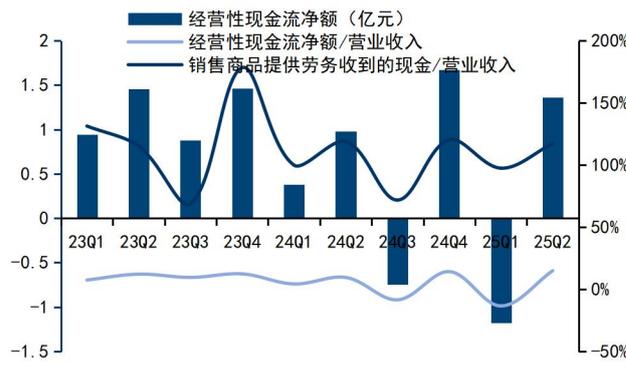
营运能力方面, 公司 2025H1 存货周转天数为 122 天, 同比增加 6 天; 应收账款周转天数为 43 天, 同比增加 1 天, **现金流方面**, 公司 2025Q2 经营性现金流净额为 1.36 亿/yoy+38.87%, 整体保持稳定。

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:

受瓊尔博士品牌短期调整以及医药集采影响拖累, 公司业绩短期承压, 但瓊莲增长表现亮眼, 原料板块稳健提升。下半年随着新品不断推出有望带动瓊尔博士重回增长轨道, 叠加高毛利医药级透明质酸占比不断提升带动原料板块营利双增, 未来整体业绩有望实现改善。考虑到短期瓊尔博士仍需时间进行调整, 同时医药集采、化妆品线上投放费率持续升高等多种行业因素, 我们下调 2025-2027 年归母净利润至 2.51/2.94/3.32 (原值为 2.93/3.23/3.54) 亿, 对应 PE 为 35/29/26 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 (2025-08-22)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (%) (24A)	PEG (25E)	投资评级
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E			
600223.SH	福瑞达	8.52	87	0.24	0.25	0.29	0.33	31.56	34.51	29.47	26.12	5.93	11.33	优于大市
600315.SH	上海家化	25.74	173	-1.24	0.64	0.75	0.86	-13.64	39.94	34.32	29.78	-12.45	0.26	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	8554	8720	9061	营业收入	4579	3983	3867	4112	4307
应收款项	3585	465	487	507	484	营业成本	2450	1885	1831	1922	1995
存货净额	525	559	594	622	643	营业税金及附加	36	40	58	62	65
其他流动资产	140	173	155	164	172	销售费用	1446	1463	1448	1543	1619
流动资产合计	5984	4144	9789	10014	10361	管理费用	223	183	211	183	179
固定资产	1186	1179	1238	1459	1688	研发费用	153	167	178	169	168
无形资产及其他	149	163	177	190	204	财务费用	57	(29)	(7)	37	41
投资性房地产	360	386	386	386	386	投资收益	214	64	210	220	230
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
资产总计	7818	6000	11724	12188	12781	其他收入	(176)	(179)	(178)	(169)	(168)
短期借款及交易性金融负债	1504	234	5800	6000	6300	营业利润	419	338	360	422	476
应付款项	453	413	346	389	429	营业外净收支	(6)	8	0	0	0
其他流动负债	445	459	519	542	562	利润总额	413	346	360	422	476
流动负债合计	2402	1106	6665	6930	7291	所得税费用	47	50	54	63	71
长期借款及应付债券	665	45	45	45	55	少数股东损益	63	53	55	64	73
其他长期负债	71	61	57	59	60	归属于母公司净利润	303	244	251	294	332
长期负债合计	736	106	102	103	114	现金流量表 (百万元)					
负债合计	3138	1212	6767	7034	7405	净利润	303	244	251	294	332
少数股东权益	665	683	714	749	789	资产减值准备	(252)	(4)	170	26	32
股东权益	4015	4105	4243	4405	4587	折旧摊销	136	96	90	99	109
负债和股东权益总计	7818	6000	11724	12188	12781	公允价值变动损失	(16)	(12)	(3)	(5)	(5)
关键财务与估值指标						财务费用	57	(29)	(7)	37	41
每股收益	0.30	0.24	0.25	0.29	0.33	营运资本变动	2799	2989	120	35	87
每股红利	0.10	0.11	0.11	0.13	0.15	其它	294	33	(140)	10	8
每股净资产	3.95	4.04	4.17	4.33	4.51	经营活动现金流	3264	3346	487	458	563
ROIC	3%	3%	2%	3%	3%	资本开支	0	(85)	(330)	(354)	(378)
ROE	8%	6%	6%	7%	7%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	46%	53%	53%	53%	54%	投资活动现金流	581	(74)	(335)	(359)	(383)
EBIT Margin	6%	6%	4%	6%	7%	权益性融资	(1)	0	0	0	0
EBITDA Margin	9%	9%	6%	8%	9%	负债净变化	(1550)	(620)	0	0	10
收入增长	-65%	-13%	-3%	6%	5%	支付股利、利息	(102)	(112)	(113)	(132)	(149)
净利润增长率	567%	-20%	3%	17%	13%	其它融资现金流	(3125)	(593)	5566	200	300
资产负债率	49%	32%	64%	64%	64%	融资活动现金流	(6430)	(2057)	5453	68	161
息率	1.2%	1.3%	1.3%	1.5%	1.7%	现金净变动	(2584)	1214	5606	167	341
P/E	28.5	35.6	34.5	29.5	26.1	货币资金的期初余额	4318	1734	2948	8554	8720
P/B	2.2	2.1	2.0	2.0	1.9	货币资金的期末余额	1734	2948	8554	8720	9061
EV/EBITDA	29.1	28.9	67.1	47.2	41.1	企业自由现金流	0	3210	(1)	(22)	58
						权益自由现金流	0	1997	5571	147	333

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 ±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 ±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

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