

公司研究

颐莲品牌增长势头良好，瑗尔博士品牌仍处调整

——福瑞达（600223.SH）2025 年三季报点评

增持（维持）

当前价：7.86 元

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebscn.com

分析师：孙未末

执业证书编号：S0930517080001

021-52523672

sunww@ebscn.com

分析师：朱洁宇

执业证书编号：S0930523070004

021-52523842

zhujieyu@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	10.17
总市值(亿元):	79.90
一年最低/最高(元):	6.41/9.35
近 3 月换手率:	70.50%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-0.66	-20.46	-10.48
绝对	1.42	-6.43	8.49

资料来源：Wind

相关研报

24 年可比情况下业绩稳健，利润中单位数增长——福瑞达（600223.SH）2024 年年报点评（2025-03-23）

要点

事件：

福瑞达发布 2025 年三季报。公司 2025 年前三季度实现营业收入 26 亿元，同比下降 7.3%，归母净利润 1.4 亿元，同比下降 17.2%，扣非净利润 1.3 亿元，同比下降 13.7%，EPS（基本）为 0.14 元。

分季度来看，25Q1~Q3 公司单季度收入分别为 8.8/9.1/8.1 亿元，分别同比 -1.6%/-11.7%/-8%，归母净利润分别为 0.5/0.6/0.3 亿元，分别同比 -14.1%/-16.1%/-23.1%。

点评：

化妆品板块收入下降 8%，其中颐莲品牌增长势头较好、瑗尔博士仍处调整

分业务板块来看，25 年前三季度化妆品板块收入占比为 60%，收入同比下降 8.2%；医药板块、原料及添加剂板块收入各占比 12%/11%，收入分别同比 -17.5%/+11.2%。

其中，化妆品业务分品牌来看，颐莲品牌实现收入 7.9 亿元，占总收入比例为 30%，收入同比增长 19.5%；瑗尔博士品牌收入 6.5 亿元，收入占比 25%、收入同比下降 28.9%（其中 Q3 收入下降 26%、降幅环比上半年有所收窄）；珂谧品牌处于成长期，前三季度实现收入 7719 万元。

毛利率下降、费用率略升

毛利率：25 年前三季度毛利率同比下降 0.4PCT 至 51.5%。分业务板块来看，化妆品、医药、原料及添加剂业务毛利率分别为 61.2%/52.3%/40.3%，分别同比 -1.1%/+1.8%/+0.9PCT。分季度来看，25Q1~25Q3 单季度毛利率分别同比 +0.5%/+0.6%/-2.3PCT 至 51.3%/53.4%/49.5%。

费用率：25 年前三季度期间费用率同比提升 0.8PCT 至 44.7%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 36.4%/4.9%/4.5%/-1%，分别同比 -0.1%/+0.6%/+0.8%/-0.5PCT。25Q1~25Q3 单季度期间费用率分别同比 +0.6%/+0.9%/+0.9PCT，其中销售费用率分别同比 -0.8%/+0/+0.5PCT。

其他财务指标：1) 存货 25 年 9 月末同比减少 20.3%至 4.8 亿元，较年初减少 13.5%，存货周转天数 25 年前三季度为 119 天，同比-5 天。**2) 应收账款** 25 年 9 月末同比增加 2.5%至 4.6 亿元，较年初增加 14.7%，应收账款周转天数为 45 天，同比+1 天。**3) 资产减值收益** 为 6 万元，上年同期为损失 475 万元。**4) 经营净现金流** 为 0.4 亿元，同比减少 37%。

短期需求较弱背景下业务仍处调整，维持“增持”评级

考虑到终端需求整体较弱，以及瑗尔博士品牌仍处于调整阶段，我们下调 25~27 年归母净利润预测为 2.1/2.5/3.1 亿元（较前次预测分别下调 28%/26%/19%），对应 25/26 年 PE 为 38/32 倍，维持“增持”评级。

风险提示：国内消费疲软；线上渠道整体增长放缓、竞争加剧；新产品推出或者平台拓展不及预期；费用投入不当或者效果不及预期；行业政策变动。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	4,579	3,983	3,891	4,325	4,675
营业收入增长率	-64.6%	-13.0%	-2.3%	11.1%	8.1%
归母净利润（百万元）	303	244	210	252	314
归母净利润增长率	567.4%	-19.7%	-13.6%	19.7%	24.7%
EPS（元）	0.30	0.24	0.21	0.25	0.31
ROE（归属母公司）（摊薄）	7.6%	5.9%	5.0%	5.8%	6.9%
P/E	26	33	38	32	25
P/B	2.0	1.9	1.9	1.8	1.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-10-27

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,579	3,983	3,891	4,325	4,675
营业成本	2,450	1,885	1,840	2,003	2,135
折旧和摊销	136	96	119	124	128
税金及附加	36	40	39	44	47
销售费用	1,446	1,463	1,479	1,622	1,744
管理费用	223	183	187	203	220
研发费用	153	167	171	186	201
财务费用	57	-29	-14	-22	-27
投资收益	214	64	60	60	60
营业利润	419	338	308	358	428
利润总额	413	346	311	361	431
所得税	47	50	45	52	62
净利润	366	296	266	309	369
少数股东损益	63	53	56	57	55
归属母公司净利润	303	244	210	252	314
EPS(元)	0.30	0.24	0.21	0.25	0.31

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	474	229	397	303	375
净利润	303	244	210	252	314
折旧摊销	136	96	119	124	128
净营运资金增加	-7,089	-3,323	-83	48	-41
其他	7,124	3,212	151	-121	-26
投资活动产生现金流	2,673	2,993	50	-40	-40
净资本支出	-207	-157	-60	-100	-100
长期投资变化	139	129	0	0	0
其他资产变化	2,742	3,021	110	60	60
融资活动现金流	-3,097	-2,106	-310	-84	-97
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-5,545	-1,890	-212	0	0
无息负债变化	-44,225	-35	-42	44	35
净现金流	49	1,116	137	179	239

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	46.5%	52.7%	52.7%	53.7%	54.3%
EBITDA 率	10.3%	10.0%	8.6%	10.1%	10.8%
EBIT 率	7.1%	7.3%	5.6%	7.2%	8.1%
税前净利润率	9.0%	8.7%	8.0%	8.3%	9.2%
归母净利润率	6.6%	6.1%	5.4%	5.8%	6.7%
ROA	4.7%	4.9%	4.5%	5.0%	5.7%
ROE (摊薄)	7.6%	5.9%	5.0%	5.8%	6.9%
经营性 ROIC	4.0%	6.4%	5.0%	7.2%	8.8%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	40%	20%	16%	16%	16%
流动比率	2.49	3.75	4.87	4.94	5.08
速动比率	2.27	3.24	4.24	4.29	4.43
归母权益/有息债务	1.85	14.75	63.43	65.62	68.50
有形资产/有息债务	3.43	19.98	83.12	86.91	91.22

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	7,818	6,000	5,901	6,147	6,428
货币资金	1,734	2,948	3,085	3,264	3,502
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	455	403	336	374	404
应收票据	68	42	41	46	50
其他应收款 (合计)	3,062	19	32	35	38
存货	525	559	537	575	602
其他流动资产	140	173	123	130	136
流动资产合计	5,984	4,144	4,153	4,423	4,732
其他权益工具	46	40	40	40	40
长期股权投资	139	129	129	129	129
固定资产	1,055	1,163	1,143	1,117	1,086
在建工程	131	16	12	9	7
无形资产	149	163	158	153	147
商誉	154	154	154	154	154
其他非流动资产	160	192	112	122	132
非流动资产合计	1,833	1,857	1,747	1,724	1,695
总负债	3,138	1,212	958	1,002	1,037
短期借款	705	212	0	0	0
应付账款	448	413	368	401	427
应付票据	5	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	1,244	481	485	496	504
流动负债合计	2,402	1,106	853	896	931
长期借款	665	45	45	45	45
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	71	61	61	61	61
非流动负债合计	736	106	106	106	106
股东权益	4,680	4,788	4,943	5,145	5,391
股本	1,017	1,017	1,017	1,017	1,017
公积金	861	877	898	924	955
未分配利润	2,137	2,211	2,289	2,409	2,568
归属母公司权益	4,015	4,105	4,204	4,349	4,539
少数股东权益	665	683	739	796	851

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	31.6%	36.7%	38.0%	37.5%	37.3%
管理费用率	4.9%	4.6%	4.8%	4.7%	4.7%
财务费用率	1.2%	-0.7%	-0.4%	-0.5%	-0.6%
研发费用率	3.3%	4.2%	4.4%	4.3%	4.3%
所得税率	11.3%	14.4%	14.4%	14.4%	14.4%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.10	0.11	0.10	0.12	0.15
每股经营现金流	0.47	0.22	0.39	0.30	0.37
每股净资产	3.95	4.04	4.14	4.28	4.47
每股销售收入	4.50	3.92	3.83	4.25	4.60

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	26	33	38	32	25
PB	2.0	1.9	1.9	1.8	1.8
EV/EBITDA	25.8	22.1	24.6	18.8	15.8
股息率	1.3%	1.4%	1.3%	1.5%	1.8%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP