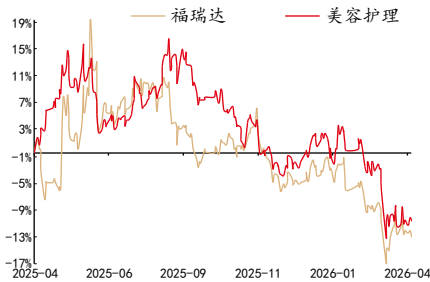




股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	6.74
总股本/流通股本(亿股)	10.17 / 10.17
总市值/流通市值(亿元)	69 / 69
52周内最高/最低价	9.30 / 6.43
资产负债率(%)	15.5%
市盈率	37.44
第一大股东	山东省商业集团有限公 司

研究所

分析师: 李鑫鑫
SAC 登记编号: S1340525010006
Email: lixinxin@cnpsec.com

福瑞达(600223)

品牌主动调整，展望渠道复苏

● 事件

公司发布 2025 年年报，全年实现营业收入 36.51 亿元，同比-8.33%；归母净利润 1.88 亿元，同比-22.90%，扣非归母净利润 1.73 亿元，同比-19.30%。拟每 10 股派发现金红利 0.57 元（含税），合计派发 5,794 万元，分红比率约 30.8%。

● 投资要点

收入拆分：化妆品与医药双降，原料板块唯一正增长。公司全年营收 36.51 亿元（同比-8.33%），四大板块中仅原料及添加剂实现正增长。分季度看，Q4 营收 10.54 亿元为全年最高，Q3 营收 8.07 亿元为全年低谷，呈现明显的“V 型”走势。

我们按照板块进行拆分：

一、化妆品板块：收入 22.46 亿元，占营收 61.5%，同比-9.27%。化妆品是公司第一大业务，收入下滑主因瓊尔博士品牌失速。

—品牌

颐莲：收入 10.43 亿元（同比+8.26%），为化妆品板块最大品牌，占板块收入约 46.4%。核心大单品喷雾品线同比增长 19%，其中 2.0 系列增速达 54%，稳居主流线上平台面部喷雾品类 TOP1，是板块内最稳健的增长引擎。

瓊尔博士：收入 9.47 亿元（同比-27.17%），占板块收入约 42.2%，大幅拖累全年业绩。我们认为下滑原因主要为：1) 功效护肤行业增速放缓、赛道竞争加剧，核心单品拉动作用减弱；2) 新品（287 屏障菌、生物合成王浆酸等）市场培育周期较长，尚未形成有力增量支撑。但趋势上 Q3 已环比止跌回升，Q4 环比增幅进一步扩大，调整最严峻的阶段或已过去。

珂滋：收入 1.55 亿元（同比+258%），占板块收入约 6.9%，增速最快。依托穿膜胶原专利成分，胶原次抛单品销售额突破 1 亿元，跻身细分类目销量前列。体量尚小，但已成为板块重要的增长新极。

其他品牌（伊帕尔汗、善颜、UMT 由苜、即沐）：合计约 1.01 亿元，整体体量较小，处于培育期。

—渠道

线上渠道：收入 19.60 亿元（同比-8.96%），占化妆品收入约 87.3%，为绝对主力。公司以抖音为核心运营阵地，构建“自播为主、达播为辅”矩阵，核心品牌自播间 ROI 得到提高。线上毛利率 65.38%（同比+0.14pct），微幅提升。

线下渠道：收入 2.86 亿元（同比-11.39%），占化妆品收入约 12.7%，降幅大于线上。但门店数量扩至 500 家，布局了单品牌店、双美旗舰店、屈臣氏、KKV、调色师等渠道。线下毛利率 43.18%（同

比-1.53pct)，显著低于线上，主因线下渠道经销占比较高。

二、医药板块：收入 4.12 亿元，占营收 11.3%，同比-19.53%。医药板块降幅居各板块之首，核心原因为集采政策持续影响多款产品的价格和销量。

医药业务涵盖中药及化药制剂的生产与销售。25 年自产药品毛利率 51.38%（同比-0.94pct），集采挤压毛利空间。颈痛颗粒新增合作医疗机构 110 家，是存量品种中相对稳定的支撑。值得注意的是，西药产销量显著下滑（生产量 1,161 万盒，同比-16.17%；销售量 1,206 万盒，同比-9.48%），公司主动压缩库存以应对集采压力（库存量 139 万盒，同比-24.53%）；中成药产销量基本持平。

药品贸易方面，25 年实现收入 0.94 亿元，同比-36.46%，降幅远大于板块整体，我们认为贸易业务弹性更大、受压更明显。

同时，公司开辟“药食同源”新赛道，上市“轻养水”等 20 余款新产品，销售同比+25.8%，是板块内唯一的成长亮点，但体量尚小。

三、原料及添加剂板块：收入 3.79 亿元，占营收 10.4%，同比+10.67%。唯一实现正增长的板块，且毛利率显著改善增至 40.62%（+4.70pct），我们认为核心驱动力为产品结构优化，高毛利的化妆品级和医药级透明质酸销量显著增长。

按销售区域看：25 年内销收入 2.23 亿元（同比+8.61%），毛利率 37.80%（同比+4.39pct），重点围绕国内化妆品、食品等行业品牌端资源拓建；出口收入 1.57 亿元（同比+13.74%），毛利率 44.62%（同比+4.96pct），产品远销 70 多个国家和地区，进入多个全球知名品牌商供应链体系。

利润拆分：毛利率稳中微升，费用率受收入下滑被动抬升。25 年利润总额 2.85 亿元，同比-17.74%；归母净利润 1.88 亿元，同比-22.90%，降幅大于收入端，我们认为主因费用率被动抬升以及医药板块利润大幅下滑。

25 年整体毛利率 52.76%，其中化妆品毛利率 62.55%，几乎与上年持平，主因其三项成本同步下降（原材料 6.20 亿元，同比-9.22%；运输费用 1.18 亿元，同比-13.45%；制造费用 1.04 亿元，同比-4.11%），对冲了收入端的下行压力。原材料及添加剂板块毛利率 40.62%（同比+4.70pct），改善最为显著，产品结构高端化效果明显。

费用端来看，绝对金额下降，但费用率被动上升至 45.71%（同比+0.94pct）。其中，销售费用 13.67 亿元，绝对额减少 0.96 亿元，但由于收入降幅（-8.33%）大于费用降幅（-6.54%），销售费用率被动提升 0.71pct 至 37.44%。

公司展望：品牌梯队重塑，医美管线落地。1) 化妆品板块分化加剧，品牌梯队重塑进行时。从 25 年营收数据来看，颐莲稳健增长（同比+8.26%）、珂溢爆发（同比+258%）、瓊尔博士深度调整（同比-27.17%），三大品牌走势分化。瓊尔博士 Q3 已环比止跌、Q4 环比加速

回升，预期最差阶段已过。26 年管理层策略为“稳基本盘+造新品”，推动瓊尔博士企稳回正；珂溢若维持高增速，有望成为公司的第二增长曲线。中长期来看，品牌矩阵逐渐多元均衡发展；线下门店的坪效提升、自播 ROI 改善将是运营端核心看点。2) 原料高端化转型。25 年滴眼液级 HA (玻璃酸钠) 已获 A 类状态，注射级 HA 进入注册审评，2026 年若获批将打开医药级原料的增量空间。公司计划从“原料供应商”向“解决方案合作伙伴”转型，叠加欧盟注射级 HA 申报、FDA 原料药 DMF 备案等国际化布局，我们认为原料板块有望成为未来 2-3 年盈利弹性最大的业务。3) 医美管线蓄力。“水光针”临床试验基本完成，2026 年计划提交注册申请；若获批上市，公司将从化妆品/原料领域切入医美终端市场，打开全新增长曲线。

● 盈利预测与投资建议

我们预计公司 26-28 年营业收入为 40、44、49 亿元，增速分别为 10%、10%、10%，归母净利润 2.74、3.54、4.40 亿元，增速分别为 46%、29%、25%，EPS 分别为 0.27、0.35、0.43 元/股，当下股价对应 PE 分别为 25x、19x、16x。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

● 风险提示：

消费复苏不及预期风险；市场竞争加剧风险；政策超预期风险；产品放量不及预期等风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	3651	4024	4432	4877
增长率 (%)	-8.33	10.23	10.13	10.03
EBITDA (百万元)	316.40	527.50	631.87	747.82
归属母公司净利润 (百万元)	187.75	274.34	353.52	440.40
增长率 (%)	-22.90	46.12	28.86	24.58
EPS (元/股)	0.18	0.27	0.35	0.43
市盈率 (P/E)	36.49	24.97	19.38	15.56
市净率 (P/B)	1.62	1.55	1.47	1.38
EV/EBITDA	14.93	6.82	4.91	3.38

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
利润表					成长能力				
营业收入	3651	4024	4432	4877	营业收入	-8.3%	10.2%	10.1%	10.0%
营业成本	1725	1882	2028	2189	营业利润	-15.3%	44.4%	28.9%	24.6%
税金及附加	39	40	44	49	归属于母公司净利润	-22.9%	46.1%	28.9%	24.6%
销售费用	1367	1489	1618	1756	获利能力				
管理费用	179	193	208	224	毛利率	52.8%	53.2%	54.2%	55.1%
研发费用	162	181	199	219	净利率	5.1%	6.8%	8.0%	9.0%
财务费用	-39	-81	-96	-111	ROE	4.4%	6.2%	7.6%	8.9%
资产减值损失	-10	0	0	0	ROIC	3.2%	5.2%	6.4%	7.5%
营业利润	286	413	532	663	偿债能力				
营业外收入	3	0	0	0	资产负债率	15.5%	15.4%	15.4%	15.3%
营业外支出	4	0	0	0	流动比率	4.71	5.07	5.37	5.68
利润总额	285	413	532	663	营运能力				
所得税	47	70	91	113	应收账款周转率	8.83	9.24	9.43	9.43
净利润	237	343	442	551	存货周转率	3.46	4.15	4.15	4.15
归母净利润	188	274	354	440	总资产周转率	0.62	0.67	0.70	0.72
每股收益(元)	0.18	0.27	0.35	0.43	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.18	0.27	0.35	0.43
货币资金	2895	3391	3887	4462	每股净资产	4.16	4.35	4.59	4.89
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	451	447	492	542	PE	36.49	24.97	19.38	15.56
预付款项	93	94	101	109	PB	1.62	1.55	1.47	1.38
存货	437	470	507	547	现金流量表				
流动资产合计	3983	4472	5063	5741	净利润	237	343	442	551
固定资产	1177	995	812	629	折旧和摊销	122	196	196	196
在建工程	14	14	14	14	营运资本变动	-49	42	-32	-35
无形资产	168	155	142	129	其他	-34	-55	-61	-68
非流动资产合计	1875	1679	1483	1287	经营活动现金流净额	276	525	544	643
资产总计	5858	6151	6546	7029	资本开支	-110	0	0	0
短期借款	121	121	121	121	其他	51	60	66	73
应付票据及应付账款	289	314	338	365	投资活动现金流净额	-59	60	66	73
其他流动负债	436	447	484	525	股权融资	12	0	0	0
流动负债合计	846	881	943	1011	债务融资	-142	0	0	0
其他	64	64	64	64	其他	-117	-90	-114	-141
非流动负债合计	64	64	64	64	筹资活动现金流净额	-247	-90	-114	-141
负债合计	910	945	1007	1075	现金及现金等价物净增加额	-30	496	496	575
股本	1017	1017	1017	1017					
资本公积金	614	614	614	614					
未分配利润	2318	2467	2658	2896					
少数股东权益	715	784	872	982					
其他	284	325	378	444					
所有者权益合计	4948	5206	5539	5953					
负债和所有者权益总计	5858	6151	6546	7029					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
回避		预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下	

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于 2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本 61.68 亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，具备展业的各项资格。截至 2025 年 10 月底，公司在全国设有 58 家分支机构(含 29 家分公司、29 家营业部)，1 家资产管理分公司和 1 家另类投资公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过 260 万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼
邮编：518048