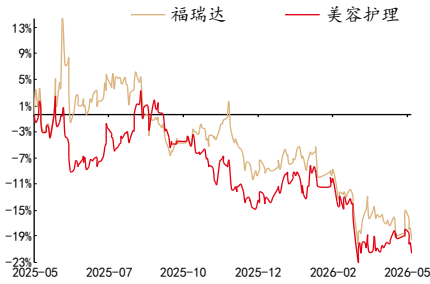




股票投资评级

买入 | 维持

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)	6.50
总股本/流通股本(亿股)	10.17 / 10.17
总市值/流通市值(亿元)	66 / 66
52周内最高/最低价	9.30 / 6.43
资产负债率(%)	15.5%
市盈率	36.11
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)

颐莲品牌修复，珂溢品牌放量，利润短期承压

● 事件

公司发布 2026 年第一季度报告，26Q1 实现营业收入 9.00 亿元，同比+2.78%；归母净利润 0.32 亿元，同比-37.10%；扣非归母净利润 0.30 亿元，同比-36.30%。基本 EPS 0.03 元，加权 ROE 0.75%，同比-0.48pct。

● 投资要点

收入拆分：Q1 营收同比转正，化妆品结构优化带动毛利提升。 26Q1 营收 9.00 亿元（同比+2.78%），自 25 年主动调整以来首次营收正增长。参照 25 年季度节奏，Q1 属于公司全年体量较低的季节。

—化妆品板块：毛利率显著扩张，品牌内部分化加剧。 一季度化妆品板块收入 6.00 亿元，占总收入 66.7%；毛利率 67.27%，较 25 全年的 62.55%提升 4.72pct，是 Q1 整体毛利率改善（+4.67pct）的全部驱动。我们认为主要原因为高毛利大单品（颐莲喷雾、珂溢胶原次抛）占比提升，价格端结构优化消化了量端压力。分品牌看：

1) **颐莲**：收入 2.89 亿元（同比+15.26%），占板块收入约 48.17%，基本盘加速增长。升级 2.0 喷雾 Q1 销售+18%，延续 25 年喷雾品线+19% 的态势。Q1 新品聚焦颐莲水光精华面膜，延续“产品矩阵持续丰富”的方向。

2) **瓊尔博士**：收入 2.00 亿元（同比-15.34%），占板块收入约 33.33%，降幅大幅收窄，延续 25Q3 环比止跌、Q4 环比扩大的修复路径。我们认为公司聚焦培育的新品 287 系列、王浆酸系列是化妆品板块全年能否扭转的最大边际变量。

3) **珂溢**：收入 0.82 亿元（同比+861.27%），占板块收入约 13.67%，增速爆发。Q1 新品聚焦胶原次抛，落地公司“全力抢占抖音平台‘胶原抗老次抛’品类榜首位置”战略。

4) **其他品牌**：合计约 0.29 亿元，整体体量较小，处于培育期。

—医药板块：基本盘稳定，集采压力延续，新业务持续培育。 一季度医药板块收入 0.82 亿元，占总收入 9.1%；毛利率 49.88%，较 25 全年的 51.38%下降 1.50pct，主要系集采压力延续。医药板块 Q1 0.82 亿元的体量与 25 年单季均值（约 1.03 亿元）对比仍有缺口，公司通过整合医院、零售、分销渠道控制集采政策的影响。我们认为药食同源是该板块未来的重要增量，但短期体量小，后续需观察功能饮品是否上量。

—原料及添加剂板块：25 年唯一正增长板块，Q1 延续国际化转型。 一季度原料板块收入 0.86 亿元，占总收入 9.5%；毛利率提升 0.6pct 至 41.22%，延续上年的向上趋势。公司以国际化与产业升级为双轮驱动，我们认为后续随着医药级 HA 在欧洲、韩国、印度市场

的实际放量，以及注射级 HA 国内注册的推进，原料板块利润弹性有望进一步释放。

利润拆分：营销费用阶段性增加，利润承压。26Q1 利润总额 0.44 亿元，同比-36.82%；归母净利润 0.32 亿元，同比-37.10%；扣非归母 0.30 亿元，同比-36.30%，主要系费用投放提前所致。具体来看，26Q1 毛利率 55.97%，同比+4.67pct，其中化妆品板块毛利率 67.27%，同比+4.72pct，销售费用率 43.14%，同比+7.64pct，主要受新品市场培育及推广布局影响，营销费用阶段性增加。

公司展望：利润修复，增长极结构重构，原料国际化变现。我们认为 26 年看点在于：**1) 利润修复与新品爬坡。**Q1 是销售费用前置投放的高点（销售费用率 43.14%），集中在代言人升级、新品上市等动作，我们认为 Q2-Q4 费用率有望逐季回落，Q2 将是利润同比下滑幅度收窄的首个验证窗口。珂缇所在的胶原蛋白赛道处于高景气阶段，品牌维持高增长的确性最高，我们预期全年体量能够达 3-3.5 亿元。瑗尔博士边际企稳且基础量大，降幅每收窄 10pct 约对应 0.95 亿元增量（25 年 9.47 亿元）；新品起量节奏将决定该品牌何时由负转正。**2) 化妆品由双品牌驱动转向三品牌协同。**按照 Q1 珂缇同比增速+861%、瑗尔博士边际改善、颐莲加速的趋势，我们认为公司已经进入多品牌矩阵阶段，珂缇有望达成长为第三支柱。**3) 原料板块“医药级+国际化”进入实际变现阶段。**25 年原料板块密集进展为中期变现奠定基础，26Q1 国内与国际市场占有率进一步提升。我们认为医药级 HA 在欧洲、韩国、印度的实际订单兑现+注射级 HA 国内注册落地是两个量价齐升的催化剂，原料板块毛利率有望从 Q1 的 41.22%进一步向 45%以上提升（25 年原料出口毛利率为 44.62%）。

● 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 24x、18x、15x。维持公司“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	353.51	440.39
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)	34.71	23.75	18.43	14.80
市净率 (P/B)	1.54	1.47	1.40	1.31
EV/EBITDA	14.93	6.18	4.38	2.93

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%	15.3%	15.4%	15.3%
营业外支出	4	0	0	0	流动比率	4.71	5.08	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	550	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	34.71	23.75	18.43	14.80
预付款项	93	94	101	109	PB	1.54	1.47	1.40	1.31
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	550
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	-56	-61	-68
非流动资产合计	1875	1678	1482	1286	经营活动现金流净额	276	524	544	643
资产总计	5858	6150	6545	7027	资本开支	-110	-3	0	0
短期借款	121	121	121	121	其他	51	66	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	63	66	73
其他流动负债	436	446	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	-1	0	0
其他	64	63	63	63	其他	-117	-91	-114	-141
非流动负债合计	64	63	63	63	筹资活动现金流净额	-247	-91	-114	-141
负债合计	910	944	1006	1074	现金及现金等价物净增加额	-30	495	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	6150	6545	7027					

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：北京市丰台区北甲地路 2 号院 6 甲 1 号，玺萌大厦南塔

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