

福瑞达 (600223.SH)

优于大市

化妆品业务调整期致收入承压，降本增效支撑毛利结构优化

核心观点

受去年同期地产财务数据有所波动，核心主业保持稳定。前三季度公司营业收入 28.03 亿元，同比减少 17.45%；实现归母净利润 1.71 亿元，同比减少 28.09%。单三季度实现营业收入 8.77 亿元，同比下降 4.82%；归母净利润 4391.38 万元，同比下降 7.76%；扣非归母净利润 3927.59 万，同比下降 12.15%。由于公司去年 10 月 31 日完成第二批 2 家地产公司交接，因此去年三季度仍有部分房地产业务，对公司三季度业绩存在一定扰动影响。

分业务看，单三季度化妆品业务实现收入 5.22 亿/yoy-4.9%，毛利率 64.48%/yoy+4.4pct。依托产品结构提升和和制造成本降低等方式带动毛利率提升。其中 Q3 颐莲品牌实现营收 2.11 亿/yoy-4.1%，前三季度 2.0 喷雾/嘭润霜销售分别增长 21%/54%。Q3 瑗尔博士实现营收 2.64 亿/yoy-10.5%，今年以来闪充水乳/益生菌面膜销售分别同比增长 12%/5%，自 618 后瑗尔博士就产品价格和达人合作机制等方面进行内部调整，预计调整完毕后品牌表现将有所改善。Q3 医药业务实现营收 1.30 亿/yoy+19.3%，毛利率 47.43%/yoy-1.68pct，由于去年同期基数较低，同时公司进行销售渠道调整，驱动销售止跌回稳。Q3 原料业务实现营收 0.77 亿/yoy-6.9%，毛利率 39.66%/yoy+2.68pct，主要由于高毛利医药级玻尿酸销售占比提升。

受去年同期地产业务影响，财务数据存在波动。2024Q3 公司毛利率/净利率为 51.81%/6.08%，同比下滑 3.10/1.21pct。销售/管理/研发/财务费用率为 36.71%/4.59%/4.35%/-0.70%，分别同比-3.34/-0.65/+0.48/+1.76pct。营运能力方面，2024 前三季度存货周转天数 125 天，同比下降 3679 天；应收账款周转天数 43 天，同比上升 9 天，现金流方面，2024Q2 经营性现金流净额-0.75 亿/-185.09%。以上财务数据均主要受去年同期地产业务影响。

风险提示：宏观环境风险，销售不及预期，行业竞争加剧。

投资建议：在外部行业激烈竞争和自身内部调整下，公司三季度收入端有所承压，但通过产品结构优化以及对于费用投放的有效管控，预计核心业务利润端仍表现良好。未来随着公司内部调整完毕，叠加降本增效措施的积极推进，整体业绩有望不断改善。考虑公司化妆品品牌正处于内部调整期，同时医药和原料业务受到行业政策及竞争激烈影响，我们下调 2024-2026 年归母净利润至 2.72/3.26/3.68（原值为 3.24/3.74/4.26 亿元），对应 PE 为 27/23/20 倍，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	12,951	4,579	4,085	4,406	4,624
(+/-%)	4.8%	-64.6%	-10.8%	7.9%	4.9%
净利润(百万元)	45	303	272	326	368
(+/-%)	-87.4%	567.4%	-10.3%	19.7%	12.9%
每股收益(元)	0.04	0.30	0.27	0.32	0.36
EBIT Margin	6.6%	5.9%	8.3%	8.9%	9.2%
净资产收益率 (ROE)	1.2%	7.6%	6.4%	7.3%	7.7%
市盈率 (PE)	164.4	24.6	27.5	22.9	20.3
EV/EBITDA	62.1	26.2	21.4	17.5	17.2
市净率 (PB)	2.01	1.86	1.77	1.66	1.56

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：孙乔容若

021-60375463

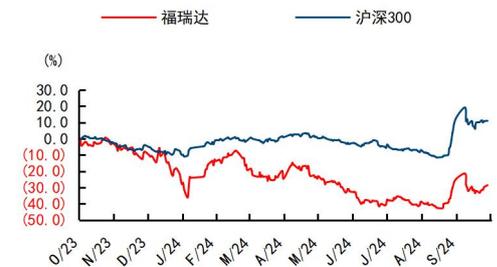
sunqiaorongruo@guosen.com.cn

S0980523090004

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	7.35 元
总市值/流通市值	7472/7472 百万元
52 周最高价/最低价	11.23/5.74 元
近 3 个月日均成交额	63.85 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) - 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
- 《福瑞达 (600223.SH) - 人事优化及战略聚焦初显成效，大健康医美发展可期》——2024-02-28
- 《福瑞达 (600223.SH) - 2023 年业绩预告增长 472%-538%，核心主业持续稳健增长》——2024-01-24

前三季度公司营业收入 28.03 亿元，同比减少 17.45%；实现归母净利润 1.71 亿元，同比减少 28.09%。单三季度实现营业收入 8.77 亿元，同比下降 4.82%；归母净利润 4391.38 万元，同比下降 7.76%；扣非归母净利润 3927.59 万，同比下降 12.15%。由于公司去年 10 月 31 日完成第二批 2 家地产公司交接，因此去年三季度仍有部分房地产业务，导致公司三季度业绩存在一定影响。

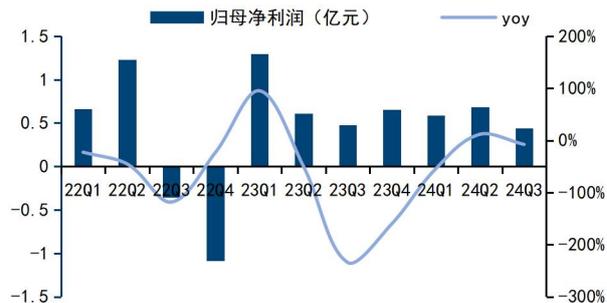
分板块来看，1) Q3 化妆品业务实现营收 5.22 亿/yoy-4.9%，毛利率为 64.48%/yoy+4.4pct。依托产品结构提升和和制造成本降低等方式带动毛利率提升较多。其中单 Q3 颐莲实现营收 2.11 亿/yoy-4.1%，前三季度 2.0 喷雾销售同比提升 21%，嘭润霜收入同比增长 54%。单 Q3 瑗尔博士实现营收 2.64 亿/yoy-10.5%，今年以来闪充水乳和益生菌面膜销售分别同比增长 12%/5%，由于品牌自身发展未能迅速跟上行业变动，自 618 后瑗尔博士就产品价格和达人合作机制等方面进行内部调整，预计调整完毕后品牌表现将有所改善。2) Q3 医药业务实现营收 1.30 亿/yoy+19.3%，毛利率 47.43%/yoy-1.68pct，由于去年同期整体基数较低，同时公司进行销售渠道调整，销售止跌回稳。3) Q3 原料业务实现营收 0.77 亿/yoy-6.9%，毛利率 39.66%/yoy+2.68pct。主要由于高毛利医药级玻尿酸销售占比提升，同时前三季度食品级和化妆品级透明质酸销量同比增长 12%。

图1：公司单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

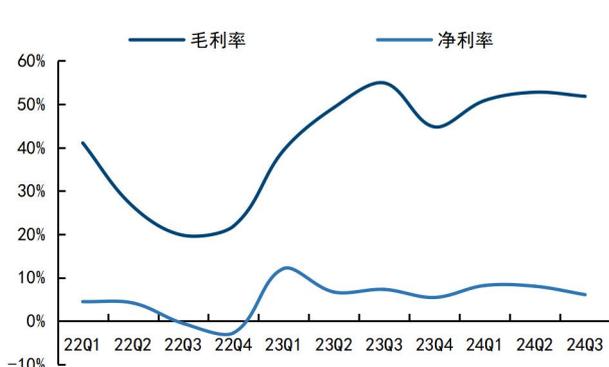
图2：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

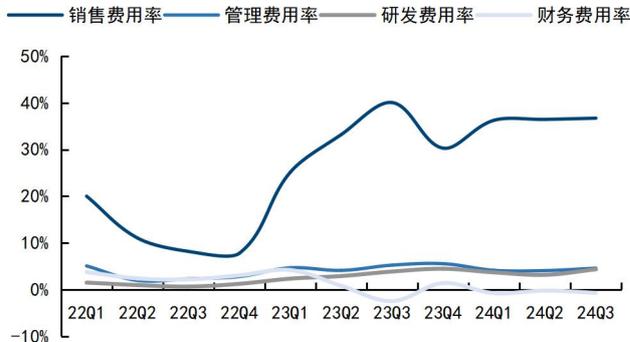
盈利能力方面，2024Q3 公司毛利率/净利率为 51.81%/6.08%，同比下滑 3.10/1.21pct。销售/管理/研发/财务费用率为 36.71%/4.59%/4.35%/-0.70%，分别同比-3.34/-0.65/+0.48/+1.76pct，主要由于剥离地产业务带来变动。

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

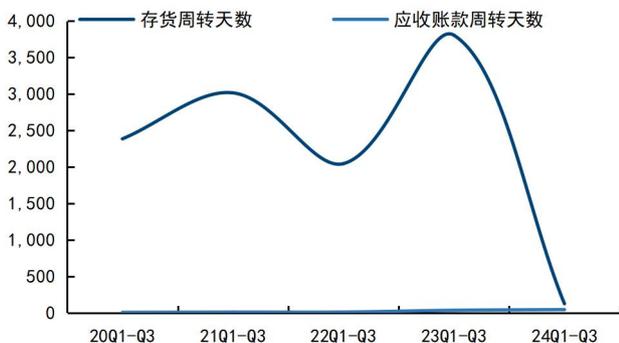
图4：公司费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

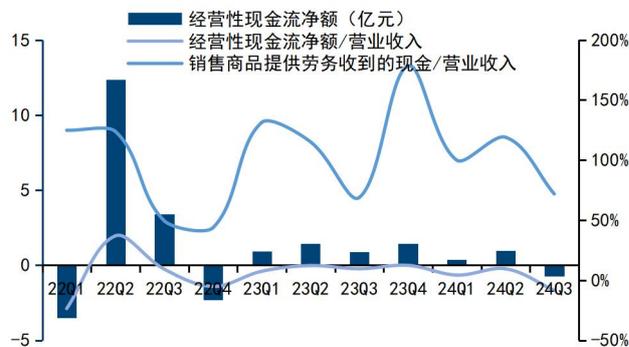
营运能力方面，2024 前三季度存货周转天数 125 天，同比下降 3679 天；应收账款周转天数 43 天，同比上升 9 天，现金流方面，2024Q2 经营性现金流净额-0.75 亿/-185.09%，主要受去年同期地产业务影响。

图5：公司存货和应收账款周转天数



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：

在外部行业激烈竞争和自身内部调整下，公司核心化妆品业务三季度收入端有所承压，但通过产品结构优化以及对于费用投放的有效管控，预计核心业务利润端仍表现良好。未来随着公司内部调整完毕，叠加降本增效措施的积极推进，整体业绩有望不断改善。考虑公司化妆品品牌正处于内部调整期，同时医药和原料业务受到行业政策及竞争激烈影响，我们下调 2024-2026 年归母净利润至 2.72/3.26/3.68（原值为 3.24/3.74/4.26 亿元），对应 PE 为 27/23/20 倍，维持“优于大市”评级。

表1：盈利预测主要调整项

	现值	2024 原值	现值	2025 原值	原因
营业收入	-10.78%	-6.13%	7.85%	8.84%	考虑到今年整体化妆品行业竞争激烈，同时公司品牌处于内部调整期，销售不及预期，同时医药反腐带动医药板块收入下滑显著。
研发费用率	3.71%	3.21%	3.73%	3.13%	公司持续加大研发投入，预计整体研发费用率维持高位。

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (2024-10-28)	总市值 亿元	EPS				PE			ROE (%)		PEG (24E)	投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	(23A)		
600223.SH	福瑞达	7.35	75	0.30	0.27	0.32	0.36	32.27	27.46	22.93	20.31	7.56	-2.66	优于大市
300957.SZ	贝泰妮	53.43	226	1.79	1.53	1.95	2.22	38.16	34.90	27.41	24.03	12.91	-2.44	优于大市
603605.SH	珀莱雅	96.75	383	3.01	3.98	4.98	5.96	33.03	24.32	19.41	16.24	27.45	0.76	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)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	4318	1734	2274	1500	2000	营业收入	12951	4579	4085	4406	4624
应收款项	1950	3585	224	241	253	营业成本	9759	2450	1926	2050	2133
存货净额	46047	525	628	666	691	营业税金及附加	539	36	61	66	69
其他流动资产	3314	140	1263	1363	1430	销售费用	1313	1446	1434	1552	1632
流动资产合计	55629	5984	4390	3771	4375	管理费用	350	223	174	183	190
固定资产	1352	1186	1252	1471	1697	研发费用	134	153	152	164	173
无形资产及其他	197	149	163	177	191	财务费用	353	57	21	(28)	(50)
投资性房地产	576	360	360	360	360	投资收益	116	214	90	70	75
长期股权投资	720	139	309	479	649	资产减值及公允价值变动	268	16	0	0	0
资产总计	58474	7818	6474	6257	7271	其他收入	(711)	(176)	(152)	(164)	(173)
短期借款及交易性金融负债	5498	1504	50	1050	1656	营业利润	311	419	408	488	551
应付款项	9266	453	523	555	576	营业外净收支	(50)	(6)	0	0	0
其他流动负债	35842	445	527	563	588	利润总额	261	413	408	488	551
流动负债合计	50606	2402	1100	2169	2820	所得税费用	196	47	73	88	99
长期借款及应付债券	2215	665	365	(1235)	(1225)	少数股东损益	20	63	62	74	84
其他长期负债	86	71	67	69	69	归属于母公司净利润	45	303	272	326	368
长期负债合计	2301	736	432	(1166)	(1156)	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	52907	3138	1532	1003	1664	净利润	45	303	272	326	368
少数股东权益	1850	665	709	761	819	资产减值准备	73	(252)	166	27	32
股东权益	3717	4015	4233	4493	4788	折旧摊销	116	136	84	95	106
负债和股东权益总计	58474	7818	6474	6257	7271	公允价值变动损失	(268)	(16)	0	0	0
						财务费用	353	57	21	(28)	(50)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	1752	2799	2449	(58)	(26)
每股收益	0.04	0.30	0.27	0.32	0.36	其它	(574)	208	(122)	25	27
每股红利	1.19	0.51	0.05	0.06	0.07	经营活动现金流	1144	3179	2849	415	506
每股净资产	3.66	3.95	4.16	4.42	4.71	资本开支	0	313	(330)	(354)	(378)
ROIC	2%	2%	4%	8%	7%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	1%	8%	6%	7%	8%	投资活动现金流	10	895	(500)	(524)	(548)
毛利率	25%	46%	53%	53%	54%	权益性融资	10	3	0	0	0
EBIT Margin	7%	6%	8%	9%	9%	负债净变化	(1536)	(1550)	(300)	(1600)	10
EBITDA Margin	8%	9%	10%	11%	11%	支付股利、利息	(1206)	(516)	(54)	(65)	(74)
收入增长	5%	-65%	-11%	8%	5%	其它融资现金流	3499	(2528)	(1454)	1000	606
净利润增长率	-87%	567%	-10%	20%	13%	融资活动现金流	(1974)	(6657)	(1808)	(665)	542
资产负债率	94%	49%	35%	28%	34%	现金净变动	(821)	(2584)	541	(774)	500
息率	16.1%	6.9%	0.7%	0.9%	1.0%	货币资金的期初余额	5139	4318	1734	2274	1500
P/E	164.4	24.6	27.5	22.9	20.3	货币资金的期末余额	4318	1734	2274	1500	2000
P/B	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6	企业自由现金流	0	3487	2481	3	51
EV/EBITDA	62.1	26.2	21.4	17.5	17.2	权益自由现金流	0	(592)	710	(574)	707

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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所提及的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