

福瑞达 (600223. SH)

地产剥离如期推进，核心业务保持稳健增长

买入

核心观点

公司原以房地产为主营业务，现聚焦于大健康产业发展。公司上半年实现营收 24.73 亿元/yoY-48.85%；实现归母净利润 1.90 亿元/yoY+0.65%，收入波动较大主要受房地产业务剥离影响。公司自去年年底剥离房地产业务，截至目前已完成首批 6 家标的资产交割，第二批 2 家公司将于 10 月 31 日前完成，本次交易完成后公司将不再从事房地产业务。2023 年 4 月公司公告修改经营范围，并于 5 月将证券简称由鲁商发展改为福瑞达。

核心业务生物医药板块整体表现稳健。以生物医药为主体的福瑞达医药集团实现营收 14.69 亿元/yoY+14.36%，归母净利润 1.19 亿元/yoY+13.65%。分业务来看，**化妆品板块**上半年实现营收 11.06 亿元/yoY+9.20%；毛利率为 63.04%/yoY+2.33pct。高毛利产品销售占比提升，叠加费用管控良好，带动整体盈利水平稳步提升。其中，瑷尔博士围绕益生菌、褐藻系列两大品线，加强与头部博主深度合作，并聚焦渠道拓展，上半年实现收入增速 13.90%；颐莲依托大单品战略，喷雾 2.0、嘭嘭霜表现突出，带动上半年实现营收增长 1.03%。此外公司积极布局胶原蛋白及医美器械业务，并推出相关医美品牌“珂谧”，努力培养新增长曲线。**药品板块**实现营收 2.91 亿元/yoY+37.83%；毛利率为 56.28%/yoY+2.18pct。公司通过组合包销售，并积极开拓新业务渠道，推动收入快速增长，同时销售结构优化带动毛利率上行。**原料添加剂板块**实现营收 1.70 亿元/yoY+6.97%，毛利率为 35.54%/yoY+2.48pct，公司上半年推出透明质酸锌等系列高附加值新原料，带动整体毛利率上行，同时公司持续推进玻璃酸钠原料药的注册工作，国内外均取得稳步推进。

盈利水平不断提升，销售费用率受化妆品业务占比提升而上行。上半年公司毛利率为 44.17%/yoY+13.26pct，净利率为 9.48%/yoY+5.22pct，主要由于低毛利率的房地产业务剥离所致。销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 29.06%/4.40%/2.62%，同比分别+15.26pct/+1.49pct/+1.48pct，由于相关房地产业务的减少，医药化妆品收入占比增加，带动销售费用率上行。

风险提示：宏观环境风险，新品推出不及预期，行业竞争加剧。

投资建议：公司在剥离房地产业务后，依托扎实的科技研发实力，以及多品牌全渠道发展的优势，不断赋能核心大健康业务发展，初步形成涵盖医药、化妆品、原料及添加剂等多个业态在内的健康产业链集群。未来随着公司业务转型不断推进，并持续深化内部改革和优化激励措施，核心主业有望实现健康持续发展。我们维持 2023-2025 年归母净利润为 4.07/5.15/6.40 亿元，对应 PE 为 23/18/15 倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	12,363	12,951	4,435	5,290	6,217
(+/-%)	-9.2%	4.8%	-65.8%	19.3%	17.5%
净利润(百万元)	362	45	407	515	640
(+/-%)	-43.3%	-87.4%	794.7%	26.6%	24.3%
每股收益(元)	0.36	0.04	0.40	0.51	0.63
EBIT Margin	6.8%	6.6%	12.8%	13.1%	13.4%
净资产收益率(ROE)	7.7%	1.2%	10.1%	11.6%	12.9%
市盈率(PE)	26.0	208.2	23.3	18.4	14.8
EV/EBITDA	69.3	64.2	17.4	15.1	12.9
市净率(PB)	1.99	2.55	2.34	2.13	1.91

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 联系人：孙乔容若
021-60933168 zhangjh@guosen.com.cn S0980517070001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	9.31 元
总市值/流通市值	9464/9464 百万元
52周最高价/最低价	12.70/6.26 元
近3个月日均成交额	86.19 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

- 《鲁商发展 (600223.SH) ——一季度实现稳健增长，生物大健康板块不断发力》——2023-04-28
- 《鲁商发展 (600223.SH) ——聚焦发展大健康美业，产研赋能打造多品牌矩阵》——2023-04-25
- 《鲁商发展 (600223.SH) —2022 年核心板块业务增长稳健，坚定聚焦发展大健康美业》——2023-03-31
- 《鲁商发展 (600223.SH) —22 年业绩受拟剥离地产业务拖累，坚定聚焦大健康美业布局》——2023-01-31
- 《鲁商发展 (600223.SH) —拟剥离地产业务，聚焦发展大健康美业》——2022-11-21

公司上半年业绩受房地产业务剥离影响有所承压。公司2023年上半年实现营收24.73亿元，同比-48.85%；实现归母净利润1.90亿元，同比+0.65%，其中福瑞达医药集团实现营业收入14.69亿元/yoY+14.36%，实现归母净利润1.19亿元/yoY+13.65%。公司收入波动较大主要受房地产业务剥离减少影响，截至目前，公司已完成第一批次标的资产交割，第二批次标的资产相关股权及债权将于2023年10月31日前完成交割。

分业务来看，**化妆品板块**上半年实现营业收入11.06亿元/yoY+9.20%；毛利率为63.04%/yoY+2.33pct，单Q2实现收入6.33亿元/yoY+6.75%。其中，瑷尔博士23H1实现收入5.98亿元/yoY+13.90%，围绕益生菌系列、褐藻系列两大品线，加强与头部博主深度合作，打造核心产出专场，并聚焦渠道拓展，拼多多渠道增长较快；颐莲23H1实现销售收入3.92亿元/yoY+1.03%，依托大单品战略，喷雾2.0、嘭嘭霜均实现大幅增长。此外，公司积极布局胶原蛋白及医美器械业务，推进原料及医美生产线建设，并推出相关医美品牌“珂谧”，努力培养新增长曲线。

药品板块实现营业收入2.91亿元/yoY+37.83%；毛利率为56.28%/yoY+2.18pct。单Q2实现收入1.48亿元/yoY+22.06%。公司通过组合包销售，并积极开拓新业务渠道，推动收入快速增长，同时销售结构优化带动毛利率上行。

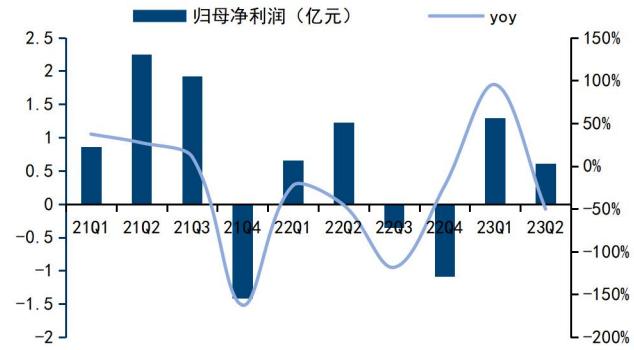
原料添加剂板块实现营收1.70亿元/yoY+6.97%，毛利率为35.54%/yoY+2.48pct。单Q2实现收入0.94亿元/yoY+14.63%。公司上半年推出透明质酸锌等系列高附加值新原料，并继续推进国内外玻璃酸钠原料药的注册工作，目前滴眼液级玻璃酸钠药用辅料药国内注册获得CDE“I”状态登记号，并获得欧盟CEP批证准许销售。

图1：公司单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



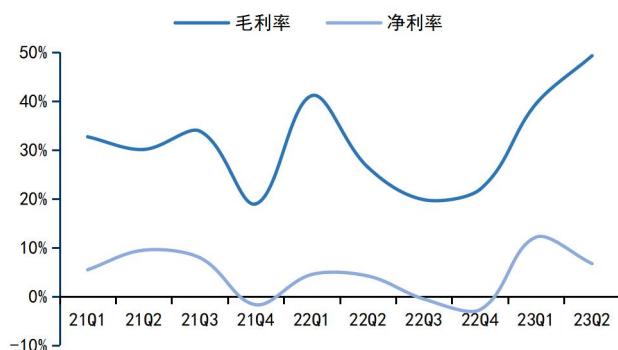
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）

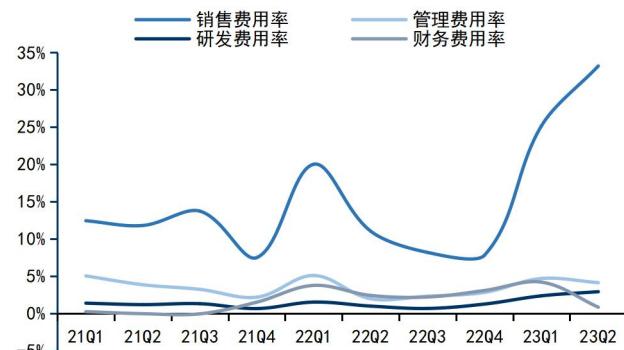


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利能力方面，公司上半年毛利率为44.17%/yoY+13.26pct，净利率为9.48%/yoY+5.22pct，主要由于低毛利率的房地产业务剥离所致。费用率方面，销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为29.06%/4.40%/2.62%，同比分别+15.26pct/+1.49pct/+1.48pct，由于相关房地产开发业务的减少，医药化妆品收入占比增加，带动销售费用率上行。

图3：公司单季度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

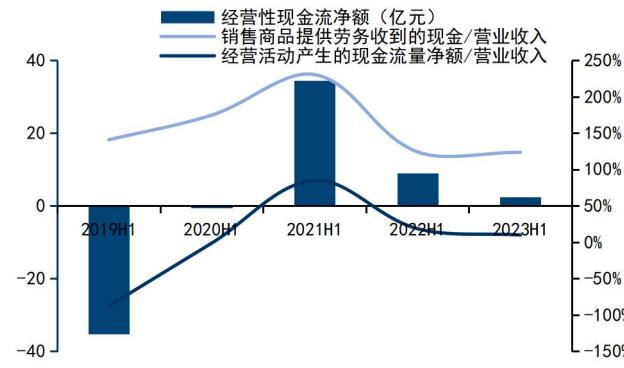
图4：公司单季度费用率情况


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，公司上半年存货周转天数为 3291 天，同比增加 690 天；应收账款周转天数为 33 天，同比增加 21 天。**现金流方面**，公司上半年经营性现金流净额为 2.40 亿元/yo-y-72.95%，主要因为房地产业务剥离，地产业务现金流减少。

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：

公司在剥离房地产业务后，依托扎实的科技研发实力，以及多品牌全渠道发展优势，不断赋能核心大健康业务发展，初步形成涵盖医药、化妆品、原料及添加剂等多个业态在内的健康产业链集群。未来随着公司业务转型不断推进，并持续深化内部改革和优化激励措施，核心主业有望实现健康持续发展。我们维持 2023–2025 年归母净利润为 4.07/5.15/6.40 亿元，对应 PE 为 23/18/15 倍，维持“买入”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (2023-08-25)	总市值 亿元	EPS				PE			ROE (%) (22A)	PEG (23E)	投资评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E			
600223.SH	福瑞达	9.31	95	0.04	0.40	0.51	0.63	236.84	23.28	18.39	14.80	1.22	0.03 买入
603605.SH	珀莱雅	99.51	395	2.88	2.78	3.51	4.27	58.09	35.77	28.38	23.32	23.19	1.04 买入
300740.SZ	水羊股份	18.81	73	0.32	0.81	1.05	1.26	47.13	23.18	17.89	14.90	7.15	0.15 增持

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	5139	4318	3866	4118	4012	营业收入	12363	12951	4435	5290	6217
应收款项	1504	1950	243	290	341	营业成本	9187	9759	2087	2428	2809
存货净额	48204	46047	653	763	886	营业税金及附加	588	539	67	79	93
其他流动资产	3824	3314	1372	1636	1923	销售费用	1253	1313	1393	1677	1990
流动资产合计	58670	55629	6134	6807	7161	管理费用	380	350	190	224	260
固定资产	1328	1352	1538	1671	1804	研发费用	119	134	131	189	231
无形资产及其他	210	197	209	221	233	财务费用	91	353	133	112	86
投资性房地产	477	576	576	576	576	投资收益	201	116	110	110	110
长期股权投资	730	720	890	1060	1230	资产减值及公允价值变动	196	268	0	0	0
资产总计	61415	58474	9347	10336	11004	其他收入	(583)	(711)	(131)	(189)	(231)
短期借款及交易性金融负债	5529	5498	50	400	300	营业利润	678	311	546	691	859
应付款项	8694	9266	544	636	738	营业外净收支	(34)	(50)	0	0	0
其他流动负债	36870	35842	534	632	740	利润总额	644	261	546	691	859
流动负债合计	51093	50606	1129	1668	1778	所得税费用	250	196	98	124	155
长期借款及应付债券	3751	2215	2215	2215	2215	少数股东损益	32	20	41	52	65
其他长期负债	72	86	82	83	84	归属于母公司净利润	362	45	407	515	640
长期负债合计	3823	2301	2297	2299	2299	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	54916	52907	3426	3966	4078	净利润	362	45	407	515	640
少数股东权益	1773	1850	1879	1915	1961	资产减值准备	191	73	(42)	14	17
股东权益	4727	3717	4042	4454	4966	折旧摊销	93	116	174	195	216
负债和股东权益总计	61415	58474	9347	10336	11004	公允价值变动损失	(196)	(268)	0	0	0
						财务费用	91	353	133	112	86
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	2829	1752	4968	(216)	(232)
每股收益	0.36	0.04	0.40	0.51	0.63	其它	(340)	(574)	70	23	28
每股红利	2.03	1.19	0.08	0.10	0.13	经营活动现金流	2939	1144	5577	530	669
每股净资产	4.68	3.66	3.97	4.38	4.88	资本开支	0	(457)	(330)	(354)	(378)
ROIC	3%	2%	6%	13%	13%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	8%	1%	10%	12%	13%	投资活动现金流	(245)	(447)	(500)	(524)	(548)
毛利率	26%	25%	53%	54%	55%	权益性融资	(0)	148	0	0	0
EBIT Margin	7%	7%	13%	13%	13%	负债净变化	(677)	(1536)	0	0	0
EBITDA Margin	8%	8%	17%	17%	17%	支付股利、利息	(2047)	(1206)	(81)	(103)	(128)
收入增长	-9%	5%	-66%	19%	18%	其它融资现金流	2817	3818	(5448)	350	(100)
净利润增长率	-43%	-87%	795%	27%	24%	融资活动现金流	(2630)	(1518)	(5529)	247	(228)
资产负债率	92%	94%	57%	57%	55%	现金净变动	65	(821)	(452)	252	(107)
息率	21.6%	12.7%	0.9%	1.1%	1.4%	货币资金的期初余额	5074	5139	4318	3866	4118
P/E	26.0	208.2	23.3	18.4	14.8	货币资金的期末余额	5139	4318	3866	4118	4012
P/B	2.0	2.5	2.3	2.1	1.9	企业自由现金流	0	1625	5278	192	291
EV/EBITDA	69.3	64.2	17.4	15.1	12.9	权益自由现金流	0	3907	(278)	451	121

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	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	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
		低配	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