

福瑞达（600223.SH）

三季度核心化妆品业务表现亮眼，聚焦推进大健康产业布局

买入

核心观点

公司单三季度总收入受剥离房地产开发业务下降，归母净利实现扭亏为盈。公司前三季度实现营收 33.95 亿元/yoy-60.2%；归母净利 2.38 亿元/yoy+54.8%。其中单三季度实现营收 9.22 亿元/yoy-75.1%，实现归母净利 4761 万元，实现扭亏为盈。收入利润大幅波动主要系公司推进剥离收入占比高但处于亏损的房地产开发业务所致。公司将于 10 月 31 日前完成第二批 2 家房地产公司交接，此后将不再从事地产开发业务，聚焦大健康产业发展。

核心业务生物医药板块持续发力。分业务来看，以生物医药为主体的福瑞达医药集团单 Q3 实现营收 6.90/yoy+19.58%，归母净利润 0.37 亿元/yoy+85.00%。其中**化妆品板块**单 Q3 实现营收 5.49 亿元/yoy+31.63%，毛利率为 60.08%/+6.74pct。其中**瑗尔博士品牌** Q3 实现收入 2.95 亿元/yoy+33.95%，其**益生菌面膜 2.0 产品**升级带动销售提升，**闪充面霜**完善中高端品线，以及多款**强功效精华**品类助力品牌升级；同时，**颐莲**实现收入 2.2 亿元/yoy+44.32%，品牌通过直播渠道实现**达播+自播双轮驱动**，前三季度自播销售同比增长 129.38%。**药品板块** Q3 实现营收 1.09 亿元/yoy-13.89%；毛利率为 49.12%/yoy-0.22pct。公司通过组合包销售，并积极开拓新业务渠道，在行业承压期多维度赋能医药业务稳健发展。**原料添加剂板块** Q3 实现营收 0.83 亿元/yoy+13.32%，毛利率为 36.98%/yoy+5.80pct，公司持续推进国内外**玻璃酸钠原料药**的注册工作，并积极开发新原料，赋能自身业务发展。

受房地产剥离影响导致财务指标变动较大。盈利能力方面，单 Q3 公司毛利率/净利率分别同比+35.13pct/+7.84pct，销售/管理/研发费用率分别同比+31.88pct/+2.95pct/+3.22pct，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，带动毛利率和销售费用率同时大幅上行。营运能力方面，公司前三季度存货周转天数同比增加 1759 天，主要由于公司目前房地产开发业务仍未完成剥离，导致整体存货较高。现金流方面，公司单 Q3 经营性现金流净额为 0.88 亿元/yoy-74.21%，由于地产业务剥离，现金流减少。

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：公司在剥离房地产开发业务后，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。随着前期上市公司高管团队的调整落地，将为企业未来持续深化内部改革和优化激励措施奠定基础。考虑公司今年加大化妆品营销费用投放，以及转让地产业务产生的财务费用影响，我们下调 2023-2025 年归母净利润至 3.31/4.32/5.46（原值为 4.07/5.15/6.40 亿元），对应 PE 为 29/22/17 倍，维持“买入”评级。

公司研究·财报点评

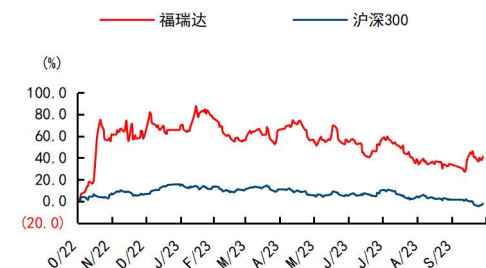
美容护理·化妆品

证券分析师：张峻豪 021-60933168 zhangjh@guosen.com.cn
S0980517070001
证券分析师：孙乔容若 sunqiaorongruo@guosen.com.cn
S0980523090004

基础数据

投资评级 买入(维持)
合理估值
收盘价 9.35 元
总市值/流通市值 9505/9505 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 73.66 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）-人事调整平稳落地，加速聚焦大健康产业发展》——2023-10-13
《福瑞达（600223.SH）-地产剥离如期推进，核心业务保持稳健增长》——2023-08-27
《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

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	4,378	5,152	5,946
(+/-%)	-9.2%	4.8%	-66.2%	17.7%	15.4%
净利润(百万元)	362	45	331	432	546
(+/-%)	-43.3%	-87.4%	629.1%	30.4%	26.4%
每股收益(元)	0.36	0.04	0.33	0.43	0.54
EBIT Margin	6.8%	6.6%	11.2%	10.2%	10.8%
净资产收益率(ROE)	7.7%	1.2%	8.3%	10.0%	11.5%
市盈率(PE)	26.1	209.1	28.7	22.0	17.4
EV/EBITDA	69.3	64.2	20.9	17.8	15.3
市净率(PB)	2.00	2.56	2.39	2.20	2.00

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

公司单三季度收入受剥离房地产开发业务大幅下降，归母净利实现扭亏为盈。公司前三季度实现营业收入 33.95 亿元，同比下降 60.20%；归母净利润 2.38 亿元，同比增长 54.79%。单三季度实现营业收入 9.22 亿元，同比下降 75.05%，实现归母净利润 4760.96 万元，上年同期净亏损 3542.84 万元，扭亏为盈。公司今年以来收入及利润较去年同期大幅度波动主要由于剥离房地产开发业务影响。公司于 10 月 31 日前完成第二批 2 家地产公司交接后，将不再从事房地产开发相关业务。

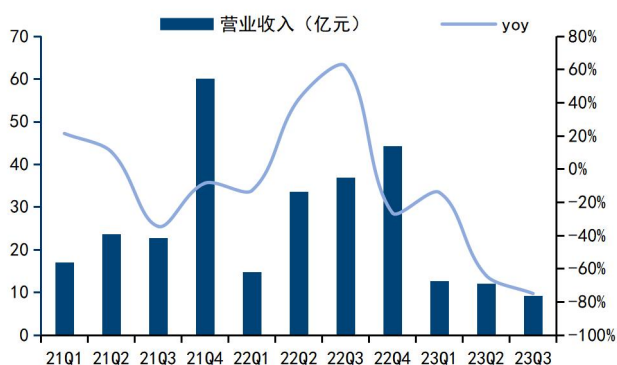
分业务来看，以生物医药为主体的福瑞达医药集团单三季度实现营收 6.90/yoy+19.58%，归母净利润 0.37 亿元/yoy+85.00%。具体来看：

1) 化妆品板块单三季度实现营业收入 5.49 亿元/yoy+31.63%，毛利率为 60.08%/+6.74pct，其中，瑗尔博士品牌实现收入 2.95 亿元/yoy+33.95%，益生菌面膜 2.0 产品升级带动销售提升，闪充面霜完善中高端品线，摇醒精华、祛痘精华等强功效精华品类助力品牌增速提效。颐莲实现收入 2.2 亿元/yoy+44.32%，通过直播渠道实现达播+自播双轮驱动，颐莲前三季度自播销售同比增长 129.38%。此外公司加快医美器械生产建设与技术开发，医疗器械智能化生产基地完成胶原蛋白原料、二类器械及三类器械的生产线建设，透明质酸钠护理溶液-HA 护理溶液（二类）取得医疗器械注册证。

2) 药品板块单三季度实现营收 1.09 亿元/yoy-13.89%；毛利率为 49.12%/yoy-0.22pct。前三季度公司一方面通过组合包销售，并积极开拓新业务渠道，推动收入快速增长。同时搭建药品 CDMO 平台，提升技术服务能力，并在科技创新的基础上，实现他达拉非片完成药品注册并实现销售。

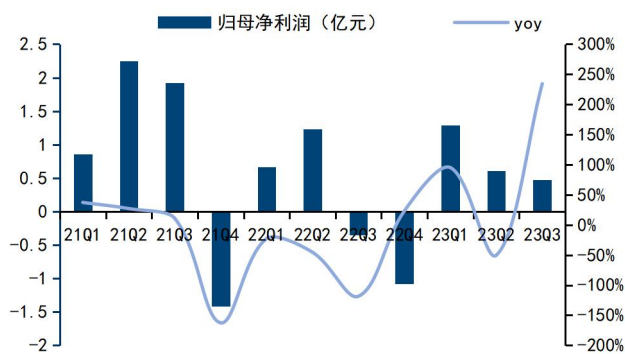
3) 原料添加剂板块单三季度实现营收 0.83 亿元/yoy+13.32%，毛利率为 36.98%/yoy+5.80pct。前三季度公司积极推进国内外玻璃酸钠原料药的注册工作，目前滴眼液级玻璃酸钠药用辅料药国内注册获得 CDE “I” 状态登记号，自主研发的依克多因通过美国 FDA 的原料药 DMF 备案。同时积极开发新原料，福瑞达生物科技推出 2 款植物提取的化妆品原料新品“明颜净痘植萃”、“木蝴蝶提取物”和 1 款生物发酵新原料“赤灵芝发酵物”。

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

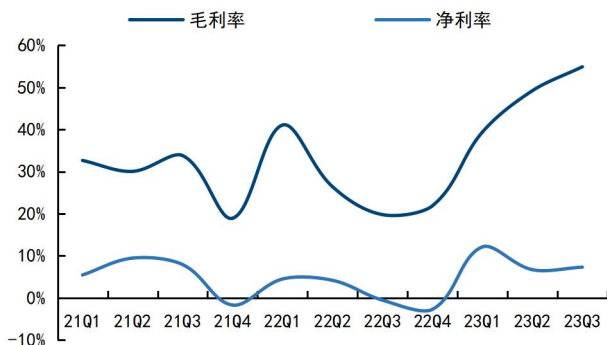
图2：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

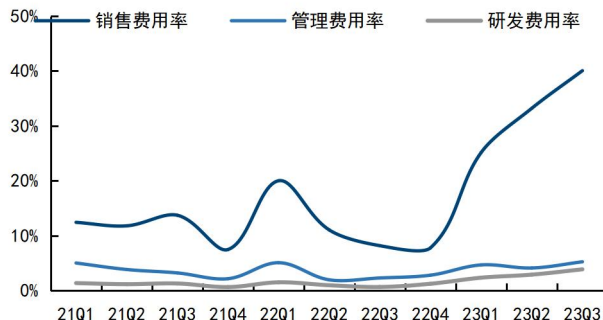
盈利能力方面，三季度公司毛利率/净利率分别为 54.91%/7.30%，同比+35.13pct/+7.84pct，主要由于低毛利率的房地产业务剥离所致。费用率方面，单三季度销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 40.06%/5.24%/3.87%，同比分别+31.88pct/+2.95pct/+3.22pct，由于相关房地产开发业务的减少，医药化妆品收入占比增加，带动销售费用率大幅上行。

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

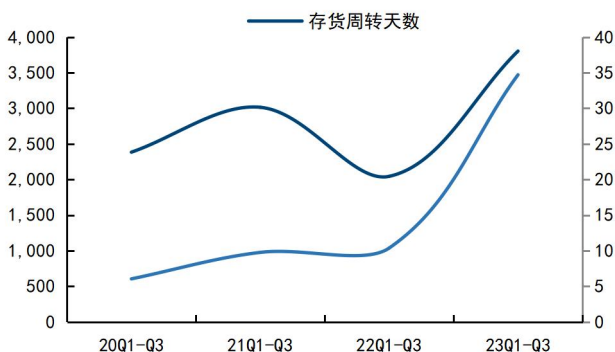
图4：公司单季度费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

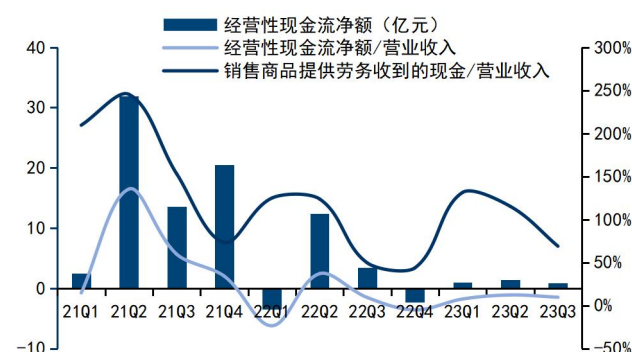
营运能力方面，公司前三季度存货周转天数为 3803 天，同比增加 1759 天；应收账款周转天数为 35 天，同比增加 25 天，主要由于公司目前房地产开发业务仍未完全剥离，导致整体存货较高。**现金流方面**，公司单 Q3 经营性现金流净额为 0.88 亿元/yoy-74.21%，主要因为房地产业务剥离，地产业务现金流减少。

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：

公司在剥离房地产开发业务后，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。随着前期上市公司高管团队的调整落地，将为企业未来持续深化内部改革和优化激励措施奠定基础。考虑公司今年加大化妆品营销费用投放，以及转让地产业务产生的财务费用影响，我们下调2023-2025年归母净利润至3.31/4.32/5.46（原值为4.07/5.15/6.40亿元），对应PE为29/22/17倍，维持“买入”评级。

表1: 盈利预测主要调整项

	现值	2023 原值	现值	2024 原值	原因
财务费用	1.53 亿	1.33 亿	0.53 亿	1.12 亿	公司今年在出售房地产业务会产生较高财务费用，明年开始债务减少，财务费用降低。 考虑到在剥离房地产开发业务后，公司整体营收大幅降低，销售费用率预计上行，同时考虑到流量成本越发高企，明年销售费用率预计略提高。
销售费用率	32.48%	31.40%	33.21%	31.70%	

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 (2023-10-27)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (%) (22A)	PEG (23E)	投资 评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E			
600223.SH	福瑞达	9.35	95	0.04	0.33	0.43	0.54	236.84	28.69	21.99	17.41	1.22	0.04	买入
300957.SZ	贝泰妮	75.98	322	2.48	3.04	3.95	5.01	60.14	24.99	19.24	15.17	18.93	1.11	买入
603605.SH	珀莱雅	100.09	397	2.88	2.91	3.69	4.51	58.09	34.44	27.14	22.20	23.19	1.00	买入

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	3487	2042	2000	营业收入	12363	12951	4378	5152	5946
应收款项	1504	1950	240	282	326	营业成本	9187	9759	2075	2401	2732
存货净额	48204	46047	668	775	885	营业税金及附加	588	539	66	77	89
其他流动资产	3824	3314	1354	1593	1839	销售费用	1253	1313	1422	1711	1971
流动资产合计	58670	55629	5749	4693	5050	管理费用	380	350	231	290	335
固定资产	1328	1352	1587	1780	1980	研发费用	119	134	96	150	179
无形资产及其他	210	197	209	221	233	财务费用	91	353	153	53	16
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	9011	8329	9069	其他收入	(583)	(711)	(96)	(150)	(179)
短期借款及交易性金融负债	5529	5498	50	400	466	营业利润	678	311	445	580	734
应付款项	8694	9266	557	646	737	营业外净收支	(34)	(50)	0	0	0
其他流动负债	36870	35842	552	653	749	利润总额	644	261	445	580	734
流动负债合计	51093	50606	1158	1699	1952	所得税费用	250	196	80	104	132
长期借款及应付债券	3751	2215	1915	315	325	少数股东损益	32	20	33	44	55
其他长期负债	72	86	82	83	84	归属于母公司净利润	362	45	331	432	546
长期负债合计	3823	2301	1997	399	409	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	54916	52907	3155	2098	2361	净利润	362	45	331	432	546
少数股东权益	1773	1850	1874	1904	1943	资产减值准备	191	73	(34)	23	28
股东权益	4727	3717	3982	4328	4765	折旧摊销	93	116	117	127	138
负债和股东权益总计	61415	58474	9011	8329	9069	公允价值变动损失	(196)	(268)	0	0	0
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	91	353	153	53	16
每股收益	0.36	0.04	0.33	0.43	0.54	营运资本变动	2829	1752	5011	(174)	(183)
每股红利	2.03	1.19	0.07	0.09	0.11	其它	(340)	(574)	58	8	11
每股净资产	4.68	3.66	3.92	4.26	4.69	经营活动现金流	2939	1144	5483	416	540
ROIC	3%	2%	5%	9%	9%	资本开支	0	(457)	(330)	(354)	(378)
ROE	8%	1%	8%	10%	11%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	26%	25%	53%	53%	54%	投资活动现金流	(245)	(447)	(500)	(524)	(548)
EBIT Margin	7%	7%	11%	10%	11%	权益性融资	(0)	148	0	0	0
EBITDA Margin	8%	8%	14%	13%	13%	负债净变化	(677)	(1536)	(300)	(1600)	10
收入增长	-9%	5%	-66%	18%	15%	支付股利、利息	(2047)	(1206)	(66)	(86)	(109)
净利润增长率	-43%	-87%	629%	30%	26%	其它融资现金流	2817	3818	(5448)	350	66
资产负债率	92%	94%	56%	48%	47%	融资活动现金流	(2630)	(1518)	(5814)	(1336)	(33)
息率	21.5%	12.7%	0.7%	0.9%	1.1%	现金净变动	65	(821)	(831)	(1445)	(42)
P/E	26.1	209.1	28.7	22.0	17.4	货币资金的期初余额	5074	5139	4318	3487	2042
P/B	2.0	2.6	2.4	2.2	2.0	货币资金的期末余额	5139	4318	3487	2042	2000
EV/EBITDA	69.3	64.2	20.9	17.8	15.3	企业自由现金流	0	1625	5198	28	101
						权益自由现金流	0	3907	(675)	(1266)	164

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所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