

买入

# 福瑞达 (600223. SH)

## 人事优化及战略聚焦初显成效，大健康美业发展可期

### ◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师： 张峻豪 021-60933168 zhang.jh@guosen.com.cn 执证编码：S0980517070001  
证券分析师： 孙乔容若 021-60375463 sunqiaorongruo@guosen.com.cn 执证编码：S0980523090004

### ◆ 美容护理 · 化妆品

### ◆ 投资评级：买入（维持评级）

#### 事项：

公司近期分别发布了关于授权副总经理代行总经理职务的公告，以及关于收到重大资产出售剩余交易价款全部款项的公告，公司 2023 年处于整体剥离房地产开发业务战略转型期，而随着公司业务高层的调整落地以及交易款项的交割完毕，将为公司今年进一步推动核心大健康美业的布局发展注入强劲动能。

#### 国信零售观点：

2023 年公司处于剥离房地产开发业务战略转型重要时期，整体财报经营表现预计受到地产短期不可持续因素而有所影响，但公司通过组织管理的相应调整，产品渠道的迭代升级，进一步夯实了核心化妆品业务为主的大健康板块布局，2024 年有望在业务调整梳理完成后的第一个完整年度，实现高质量的开拓发展。

**聚焦核心主业持续夯实运营基础：**公司全面聚焦以美妆业务为核心，2023 年主要品牌瑷尔博士和颐莲通过产品端迭代上新以及渠道端精细化运营，实现了品牌量价共振，推动公司化妆品业务在行业需求承压下逆势实现高增长。同时公司针对美护行业热门细分领域如敏感肌、香氛精油及重组胶原蛋白等，均作出了差异化品牌布局，有望为长期开拓新增长曲线打下基础。

**人事理顺叠加资源扶持注入转型动能：**伴随地产业务剥离后公司核心主业的变化，公司管理层也迎来相应变革，新的专业化高管团队有助于公司业务转型及后续发展的顺利开展，而后续持续激励机制优化也值得期待。同时剥离地产所获得的交易现金的到账也将为公司后续业务的开展提供充足的弹药。整体来看，集团大股东对上市公司业务转型扶持态度已极为明确。

整体来看，公司通过一年时间的主业转型改革，目前已经在战略聚焦、资源配置以及机制梳理上初步调整完毕，未来化妆品主业有望在核心品牌的产品不断迭代升级、渠道持续扩张下实现稳健的高质量成长，潜力新品牌的孵化也将为业务带来新增长动能；医药及原料业务也有望依托公司全球领先的玻尿酸研发应用技术实现稳健成长，同时在充足的现金储备下，后续相关的资本外延也值得期待。我们维持公司 2023-2025 年归母净利至 2.87/4.06/5.21 亿，对应 PE 为 32/23/18 倍，维持“买入”评级。

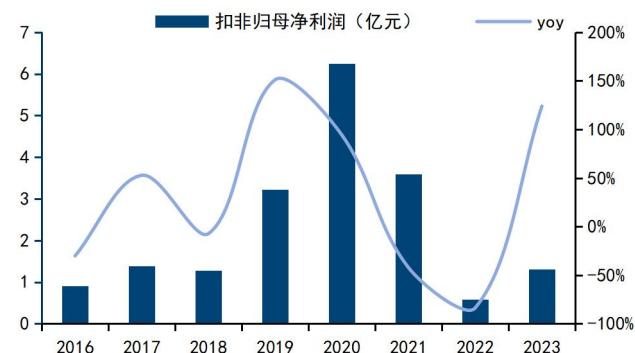
#### 评论：

##### ◆ 2023 年整体处于地产业务剥离的调整期，核心美妆业务深耕迭代有望于 2024 年迎来高质量爆发

公司此前公告预计 2023 年实现归母净利润 2.6-2.9 亿，同比增加 472%-538%，扣非归母净利 1.16-1.46 亿，同比增加 98%-150%。整体来看，2023 年公司处于剥离房地产开发业务，并战略转型至以化妆品为主的生物医药大健康板块的调整期。预计 2023 年经营房地产业务仍产生一定亏损，并且在剥离过程中产生一次性的业务减值和财务费用等，均对公司最终归母净利产生一定影响。同时，伴随核心业务切换的管理层变革也在逐步推进中，对部分业务的扩张和拓展有一定影响。因此 2023 年财报并未能完全有效反应公司业务剥离后经营水平及业务价值。但 2024 年，随着公司核心业务的转型及聚焦，以及相应的管理层变动完成，核心业务有望迎来新的高质量成长周期，企业价值也有望被市场进一步发掘和认知。

**图1：公司归母净利润及增速**


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理，注：23年取业绩预告中值

**图2：公司扣非归母净利润及增速**


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理，注：23年取业绩预告中值

整体来看，在剥离完相关地产业务后，公司将聚焦以美妆为主的大健康产业布局。从当前核心业务化妆品业务来看，公司2023年在品牌端持续践行多品牌矩阵体系，并在产品端持续推进升级迭代，渠道端也在精细化运营的基础上积极开拓新兴平台。

- **瑷尔博士：**据公司公告及官网，2023年前三季度实现收入8.93亿元/yoY+19.83%，同时双11期间天猫平台57分钟破亿，开卖14小时超去年双十一全周期，全年业绩有望维持高增长。品牌近期已完成对闪充水乳2.0的迭代升级，添加重组胶原蛋白提效增质，同时持续推进以摇醒精华为代表的精华产品矩阵；渠道端将不断拓宽现有销售渠道，线上将持续推进渠道扩张，并展开与新型社交平台深度合作；线下在完成整合后加快进驻如KKV、调色师等新型CS渠道，此外也将开启单品牌店加盟扩张模式。
- **颐莲：**据公司公告及官网，2023年前三季度实现收入6.12亿元/yoY+13.24%，双11期间喷雾2.0销售增长超200%，嘭嘭霜前5分钟销售破百万，全年业绩有望在双十一的优异表现下实现更高增长。2023年团队处于调整期，调整完毕后整体团队更年轻化，岗位更精细化，2024年预计持续主推2.0喷雾和嘭润面霜，并预期对2023年爆品软膜粉进行迭代升级。2023年公司利用独有硅烷化玻尿酸，主推大单品嘭润面霜，在通过前期在小红书、抖音、微博的深度种草后，下半年进入收割期，在双十一期间实现销售爆发。整体来看公司2023年通过老品升级和新高单价产品推出，带动品牌整体客单价提升，从而在收入快速提升的同时，提振了毛利率水平。

**图3：瑷尔博士目前主打产品线情况**


资料来源：公司官网、天猫、国信证券经济研究所整理

**图4：颐莲品牌产品迭代升级**


资料来源：公司官网、天猫、国信证券经济研究所整理

- **新品牌：**公司在当前美妆多个热门细分领域：包括敏感肌护理、精油香氛、重组胶原蛋白等，均实现

了对应的品牌布局，且各品牌定位鲜明产品独具特色，具备未来成为公司新增长曲线的潜力。

**1) 诠润：**定位弱敏感肌修复。以 B5 精华为核心产品，通过“外修屏障，内修肌质”为敏感肌提供解决方案。据炼丹炉数据，2023 年全年诠润天猫官旗实现 GMV 约为 2000 万元。

**2) 伊帕尔汗：**定位精油及精油添加型护肤品及保健理疗产品。依靠“中国薰衣草之乡”新疆伊犁河谷的优越地理位置具备原材料优势。据炼丹炉数据，2023 年全年伊帕尔汗天猫官旗实现 GMV 约为 548 万元。

**3) 善颜：**定位精准护肤，靶向抗衰。通过线下门店科学检测，并利用自身独有 Tri-BioBoost 核心技术，进行定制化抗衰护肤。目前拥有近百个 SKU，明星产品为舒颜多效修护精华蜜以及透明质酸钠口服液。

**4) 珂谧 KeyC：**2023 年 12 月推出以重组胶原蛋白为核心的医美护肤品牌，主打 5 重胶原+8 重玻尿酸核心专利成分。目前推出五款产品，包括胶弹霜（359 元/50g）、次抛（259 元/20 支）、修护贴（妆字号 109 元/5 片）、修护敷料（械字号 119 元/5 片）胶原水（149 元/140ml）。

### ◆ 人事理顺叠加资金到位，有望为 2024 公司主业发展打下坚实基础

整体来看，集团大股东对上市公司的扶持态度极为明确。伴随地产业务的剥离，公司管理层也迎来相应变革，核心业务的专业化高管团队在上市公司及大股东层面得到更大的经营管理权限，有助于公司业务转型及后续发展的顺利开展。同时剥离地产所获得的交易现金也将为公司后续业务的开展提供充足的弹药。

### ➤ 管理层优化：管理团队围绕核心业务日趋专业化，激励政策有望不断优化

2023 年 10 月公司公告对部分董事及高管进行更换，新高管均为以化妆品为主的大健康产业的核心管理人员，有利于为公司未来核心业务的经营聚力。同时在今年 2 月，公司公告董事长贾总升任公司大股东鲁商集团的副总经理，原兼任的上市公司总经理一职，由主管化妆品业务的上市公司副总经理高春明代行，同时预计负责化妆品业务的子公司福瑞达生物股份层面也将进行相应的人员提拔和调整，随着核心业务的专业高管人员在上市公司及大股东层面获得更大话语权，将有助于公司未来更顺利的开展业务转型及发展。化妆品是一个充分竞争市场，专业且市场化的管理层也将为公司长期发展带来有效的支持。随着管理层调整结束，预计未来公司有望深入绑定核心人员，后续进一步的激励政策值得期待。

表1：公司现任高管介绍

姓名	职务	任职时间	介绍
贾庆文	董事长	1971 年出生,制药工程硕士,主任药师.历任山东省药学会副院长兼新药评价中心主任,山东福瑞达医药集团有限公司总经理,党委书记,董事长,鲁商福瑞达医药股份有限公司总经理,党委书记,现任鲁商福瑞达医药股份有限公司董事长,党委书记。	2022-01-20
高春明	代总经理/副总经理	1968 年出生,历任山东福瑞达生物股份有限公司总经理,山东福瑞达医药集团有限公司总经理助理,副总经理。	2024-02-05
窦茜茜	副总经理	1982 年出生,硕士研究生,副主任药师.历任山东福瑞达医药集团有限公司科技发展部副部长,山东福瑞达医药集团有限公司项目拓展部部长,山东福瑞达医药集团有限公司总经理助理。	2023-10-12
张红阳	副总经理/董事会秘书	1979 年出生,工商管理硕士,注册会计师,正高级会计师.历任明仁福瑞达制药股份有限公司副总经理,财务总监,山东福瑞达医药集团投资发展中心总监,福瑞达生物股份有限公司财务总监。	2023-10-12
郑德强	副总经理	1978 年出生,硕士研究生,工程技术应用研究员.历任山东海佑福瑞达制药有限公司总经理,山东福瑞达医药集团有限公司总经理助理,党委委员,副总经理。	2023-10-12

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理预测

### ➤ 资金资源优势充沛：地产剥离交易现金到账，现金充沛助力核心业务拓展

2022 年 12 月 31 日公司公告计划将持有的房地产开发业务相关企业股权以及全部债权，以现金形式转让给控股股东下属山东城发集团，交易对价合计 59 亿元，所获得的收益将用以补充流动性，并支持公司未来以化妆品为主的大健康产业业务发展，公司盈利能力也将得到大幅度改善。

公司 2023 年分别于 3 月及 11 月公告收到交易款项 17.6 亿/11.9 亿元，前期所收到款项我们预计主要用于偿还贷款及补充流动性，而在 2024 年 2 月公司公告收到剩余交易价款全部款项（含利息）共计 30.3 亿元。未来充足的现金储备将有助于公司加大化妆品及医药业务的产品开发和渠道推广，同时对公司未来通过外延扩张实现加大主业拓展也将带来资金上的助力。

### ◆ 投资建议：

整体来看，公司通过一年时间的主业转型改革，目前已经在战略聚焦、资源配置以及机制梳理上初步调整完毕，未来化妆品主业有望在核心品牌的产品不断迭代升级、渠道持续扩张下实现稳健的高质量成长，潜力新品牌的孵化也将为业务带来新增长动能；医药及原料业务也有望依托公司全球领先的玻尿酸研发应用技术实现稳健成长，同时在充足的现金储备下，后续相关的资本外延也值得期待。我们维持公司 2023-2025 年归母净利至 2.87/4.06/5.21 亿，对应 PE 为 32/23/18 倍，维持“买入”评级。

### ◆ 风险提示

宏观环境影响风险，新品推出不及预期，行业竞争加剧等风险。

表2：可比公司盈利预测及估值

公司	公司	投资	收盘价	EPS				PE	总市值（亿元）
				2024/2/27	2022	2023E	2024E		
代码	名称	评级	2024/2/27	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
600223.SH	福瑞达	买入	9.03	0.04	0.28	0.40	236.84	32.05	22.64
300957.SZ	贝泰妮	买入	64.63	2.48	3.03	3.85	60.14	21.31	16.80
603605.SH	珀莱雅	买入	101.92	2.88	2.91	3.69	58.09	35.07	27.63
									2024/2/27

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理预测

### 相关研究报告：

- 《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
- 《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》——2023-10-29
- 《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

## 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	3530	2079	2000	营业收入	12363	12951	4068	4752	5344
应收款项	1504	1950	223	260	293	营业成本	9187	9759	1915	2174	2401
存货净额	48204	46047	614	699	773	营业税金及附加	588	539	61	71	80
其他流动资产	3824	3314	1258	1470	1653	销售费用	1253	1313	1321	1578	1772
<b>流动资产合计</b>	<b>58670</b>	<b>55629</b>	<b>5625</b>	<b>4508</b>	<b>4719</b>	管理费用	380	350	234	263	291
固定资产	1328	1352	1587	1780	1980	研发费用	119	134	89	138	161
无形资产及其他	210	197	209	221	233	财务费用	91	353	153	52	14
投资性房地产	477	576	576	576	576	投资收益	201	116	90	70	75
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
<b>资产总计</b>	<b>61415</b>	<b>58474</b>	<b>8887</b>	<b>8145</b>	<b>8738</b>	其他收入	(583)	(711)	(89)	(138)	(161)
短期借款及交易性金融负债	5529	5498	50	400	400	营业利润	678	311	385	545	700
应付款项	8694	9266	512	583	644	营业外收支	(34)	(50)	0	0	0
其他流动负债	36870	35842	512	594	661	<b>利润总额</b>	<b>644</b>	<b>261</b>	<b>385</b>	<b>545</b>	<b>700</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>51093</b>	<b>50606</b>	<b>1074</b>	<b>1577</b>	<b>1705</b>	所得税费用	250	196	69	98	126
长期借款及应付债券	3751	2215	1915	315	325	少数股东损益	32	20	29	41	53
其他长期负债	72	86	82	83	84	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>362</b>	<b>45</b>	<b>287</b>	<b>406</b>	<b>521</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>3823</b>	<b>2301</b>	<b>1997</b>	<b>399</b>	<b>409</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>负债合计</b>	<b>54916</b>	<b>52907</b>	<b>3071</b>	<b>1975</b>	<b>2115</b>	<b>净利润</b>	<b>362</b>	<b>45</b>	<b>287</b>	<b>406</b>	<b>521</b>
少数股东权益	1773	1850	1870	1899	1936	资产减值准备	191	73	(34)	23	28
股东权益	4727	3717	3946	4271	4687	折旧摊销	93	116	117	127	138
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>61415</b>	<b>58474</b>	<b>8887</b>	<b>8145</b>	<b>8738</b>	公允价值变动损失	(196)	(268)	0	0	0
						财务费用	91	353	153	52	14
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营运资本变动	2829	1752	5094	(157)	(132)
每股收益	0.36	0.04	0.28	0.40	0.51	其它	(340)	(574)	54	6	9
每股红利	2.03	1.19	0.06	0.08	0.10	<b>经营活动现金流</b>	<b>2939</b>	<b>1144</b>	<b>5517</b>	<b>404</b>	<b>563</b>
每股净资产	4.68	3.66	3.88	4.20	4.61	资本开支	0	(457)	(330)	(354)	(378)
ROIC	3%	2%	4%	9%	9%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	8%	1%	7%	10%	11%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(245)</b>	<b>(447)</b>	<b>(500)</b>	<b>(524)</b>	<b>(548)</b>
毛利率	26%	25%	53%	54%	55%	权益性融资	(0)	148	0	0	0
EBIT Margin	7%	7%	11%	11%	12%	负债净变化	(677)	(1536)	(300)	(1600)	10
EBITDA Margin	8%	8%	14%	14%	15%	支付股利、利息	(2047)	(1206)	(57)	(81)	(104)
收入增长	-9%	5%	-69%	17%	12%	其它融资现金流	2817	3818	(5448)	350	(0)
净利润增长率	-43%	-87%	530%	42%	28%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(2630)</b>	<b>(1518)</b>	<b>(5805)</b>	<b>(1331)</b>	<b>(94)</b>
资产负债率	92%	94%	56%	48%	46%	<b>现金净变动</b>	<b>65</b>	<b>(821)</b>	<b>(788)</b>	<b>(1451)</b>	<b>(79)</b>
息率	22.3%	13.1%	0.6%	0.9%	1.1%	货币资金的期初余额	5074	5139	4318	3530	2079
P/E	25.2	201.9	32.0	22.6	17.6	货币资金的期末余额	5139	4318	3530	2079	2000
P/B	1.9	2.5	2.3	2.2	2.0	企业自由现金流	0	1625	5248	48	152
EV/EBITDA	69.0	63.9	21.7	17.1	14.5	权益自由现金流	0	3907	(626)	(1245)	150

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