

2026年02月03日

## 福瑞达 (600223.SH)

投资评级：买入（首次）

——剥离地产业务后轻装上阵 化妆品板块业绩稳健增长

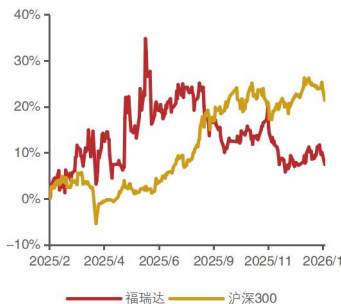
## 证券分析师

丁一  
SAC: S1350524040003  
dingyi@huayuanstock.com

## 联系人

王悦  
wangyue03@huayuanstock.com

## 市场表现：



## 基本数据 2026年02月02日

收盘价(元)	7.36
一年内最高/最低(元)	9.42/6.70
总市值(百万元)	7,481.95
流通市值(百万元)	7,481.95
总股本(百万股)	1,016.57
资产负债率(%)	16.16
每股净资产(元/股)	4.12

资料来源：聚源数据

## 投资要点：

- **23年剥离地产业务，当前主营业务为化妆品及医药。**2008年底公司业务由化纤新材料、纺织品、片剂、胶囊、热能电力的生产与销售、医疗服务、康复疗养、医疗咨询服务，转型至房地产开发经营，实现业务首次转型，随后2018年通过收购山东福瑞达医药集团有限公司股权，增加医药化工业务板块。2023年2月，公司剥离地产业务，其主营业务转变为医药产品及化妆品生产与销售。
- **“产品+研发+渠道”构筑核心竞争优势。**1)产品：持续打造品效协同的营销增长引擎。25H1化妆品板块实现营收10.94亿元，同比下降7.73%，毛利率为61.99%，同比增长0.61pct。品宣维度，持续打造品效协同的营销增长引擎。从线上渠道来看，优化投放天猫渠道，依靠“内容+流量”双维度驱动业务增长，直播渠道创新自播形式，如打造官宣代言人日不落专场直播、上线快手AI数字人等，颐莲自播渠道25H1同比增长28%，同时，调整达播策略，重点拓展中腰部主播资源且优化产品结构；线下渠道方面，持续积极拓展永辉超市、名创优品、OTC等优质销售渠道；2)研发：长期深耕研发创新，持续加大研发投入。研发投入层面，公司25Q1-Q3研发费用投入为1.16亿元，研发费用率为4.47%，较24年底增长0.28pct。研发成果层面，产品创新方面，截至25H1公司化妆品板块上市新产品80余个，包括瑗尔博士287面膜、颐莲紫光双萃精华水等重点新品；专利方面，截至25H1新授权专利23项，公司先后承担国家、省部级重大科技专项30余项，获授权专利近400项，其透明质酸及重组胶原蛋白技术处于国际领先水平。整体而言，公司积极推进合成生物新材料及终端医药、美妆应用创新，持续加大研发投入以夯实主业竞争力，为公司业务长期稳健发展奠定坚实基础。3)渠道：构筑“线上+线下”全渠道销售网络。25H1化妆品板块线上渠道贡献营收9.21亿元，占比84.2%；线下渠道贡献营收1.73亿元，占比15.8%。从线上渠道来看，公司积极拓展线上主流社媒渠道，于淘天、京东、有赞等电商平台开设旗舰店，且与抖音、微信、微博、快手、小红书等短视频及社交平台开展深度合作；从线下渠道来看，一方面加快布局善颜肌肤管理中心、瑗尔博士皮肤颜究院等线下品牌直营店及加盟店，根据瑗尔博士官网，当前瑗尔博士皮肤颜究院总店数量已突破300家，线下零售店分销网点覆盖60余个城市，加盟商辐射全国53个城市，覆盖全国756个核心商圈，另一方面公司在化妆品专卖店、商超及经销商积极拓展线下渠道，当前与屈臣氏、银泰百货等传统商超，KKV、调色师等新零售渠道及化妆品连锁专营店等渠道达成深度合作。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司25-27年实现营收38.1/39.3/43.0亿元，同比增速分别为-4.3%/+3.1%/+9.5%，实现归母净利润2.4/2.7/3.1亿元，同比增速分别为+0.2%/+8.8%/+15.3%，当前股价对应PE分别为31/28/24倍。我们选取同为国货龙头的珀莱雅、上海家化及医美化妆品龙头华熙生物作为可比公司，根据wind一致预期，可比公司2026年PE均值为28倍，考虑到公司剥离地产业务后轻装上阵，原料和医药业务稳健发展，叠加化妆品业务层面公司积极优化产品组合及全渠道深化布局，我们认为中长期公司业绩乐观可期，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**品牌商解约风险；电商行业竞争加剧风险；自有品牌投入市场不及预期风险。

## 盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,579	3,983	3,813	3,930	4,304
同比增长率(%)	-64.65%	-13.02%	-4.26%	3.08%	9.52%
归母净利润(百万元)	303	244	244	265	306
同比增长率(%)	567.44%	-19.73%	0.22%	8.77%	15.27%
每股收益(元/股)	0.30	0.24	0.24	0.26	0.30
ROE(%)	7.56%	5.93%	5.70%	5.93%	6.50%
市盈率(P/E)	24.66	30.72	30.66	28.19	24.45

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 投资案件

### 投资评级与估值

我们预计公司 25-27 年实现营收 38.1/39.3/43.0 亿元，同比增速分别为 -4.3%/+3.1%/+9.5%，实现归母净利润 2.4/2.7/3.1 亿元，同比增速分别为 +0.2%/+8.8%/+15.3%，当前股价对应 PE 分别为 31/28/24 倍，我们选取同为国货龙头的珀莱雅、上海家化及医美化妆品龙头华熙生物作为可比公司，根据 wind 一致预期，可比公司 2026 年 PE 均值为 28 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 关键假设

1) **化妆品板块**：公司自 23 年剥离房地产业务后，化妆品成为公司主营业务，23 年化妆品板块贡献营收占比已过半，达 52.8%。当前公司化妆品板块主要品牌为打造专研玻尿酸保湿修护品牌“颐莲”与专研微生态科学护肤品牌“瑗尔博士”，当前两大品牌势能向好，近年来业绩增长较为稳健。预计公司 2025-2027 年化妆品业务收入分别同比-5%/+6%/+14%；

2) **医药**：公司医药板块旗下拥有施沛特、颈痛颗粒、小儿解感颗粒等多个知名品牌，预计 2025-2027 年公司医药业务收入分别同比-5%/-3%/+5%；

3) **原料及添加剂**：公司原料业务发展较为稳健，预计 2025-2027 年公司原料及添加剂业务收入分别同比+3%/+4%/+5%。

### 投资逻辑要点

考虑到公司剥离房地产业务后轻装上阵，原料和医药业务稳健发展，叠加化妆品业务层面公司积极优化产品组合及全渠道深化布局，我们认为中长期公司业绩乐观可期。

### 核心风险提示

品牌商解约风险；电商行业竞争加剧风险；自有品牌投入市场不及预期风险。

## 内容目录

---

1. 23 年剥离地产业务，当前主营业务为化妆品及医药 .....	5
2. “产品+研发+渠道”构筑核心竞争优势 .....	7
2.1. 产品：持续打造品效协同的营销增长引擎 .....	7
2.2. 研发：长期深耕研发创新，持续加大研发投入 .....	9
2.3. 渠道：构筑“线上+线下”全渠道销售网络 .....	10
3. 盈利预测与评级 .....	12
3.1. 盈利预测 .....	12
3.2. 相对估值 .....	12
4. 风险提示 .....	12

## 图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	5
图表 2: 公司化妆品品牌定位及品类列示.....	6
图表 3: 公司医药板块旗下产品情况.....	6
图表 4: 2020-2025Q3 公司营收(亿元)及 yoy.....	7
图表 5: 2020-2025Q3 公司归母净利润(亿元)及 yoy.....	7
图表 6: 2020-2025Q3 公司毛利率及净利率情况.....	7
图表 7: 2020-2025Q3 公司期间费用率情况.....	7
图表 8: 25H1 公司旗下化妆品品牌营销措施及表现.....	8
图表 9: 公司化妆品各个品线及营销举措.....	9
图表 10: 2018-2025Q3 公司研发费用(亿元)及同比情况.....	9
图表 11: 2018-2024 年公司研发人员及占整体员工比重(人).....	9
图表 12: 2021-2024 年公司化妆品板块分渠道营收(亿元)及同比情况.....	10
图表 13: 2021-2025H1 公司化妆品板块营收按渠道拆分情况.....	10
图表 14: 公司化妆品品牌主要渠道情况.....	11
图表 15: 公司旗下化妆品品牌淘宝官方旗舰店.....	11
图表 16: 可比公司估值表.....	12

## 1.23 年剥离地产业务，当前主营业务为化妆品及医药

**23 年剥离地产业务，当前主营业务为化妆品及医药。**2008 年底福瑞达主营业务由化纤新材料、纺织品、片剂、胶囊、热能电力的生产与销售、医疗服务、康复疗养、医疗咨询服务，转型至房地产开发经营，实现业务首次转型，随后 2018 年通过收购山东福瑞达医药集团有限公司股权，增加医药化工业务板块。2023 年 2 月，公司剥离地产业务，其主营业务转变为医药产品及化妆品生产与销售。

**图表 1：公司发展历程**

1983	创始人凌沛学博士开始“透明质酸的研究”
1986	凌沛学等筹建山东省商科所的生物药物研究室，开启透明质酸产业化之路
1991	成立实验药厂。福瑞达医药集团成立
1992	引进战略投资者美国福瑞达国际有限公司，合资成立“山东福瑞达制药有限公司”，开始发展医药产业
1993	福瑞达医药集团前身山东省生化药品公司成立
1994	泰国正大集团入股“山东福瑞达制药有限公司”，更名为“山东正大福瑞达制药有限公司”
1998	合资成立“山东福瑞达生物工程有限公司”开始以透明质酸为原料的系列化妆品生产
2000	合资成立“山东福瑞达生物化工有限公司”（华熙生物前身），开始透明质酸原料专业化生产
2004	收购济南大正药业有限公司，改名为“山东明仁福瑞达制药有限公司”，开始涉足中药行业
2005	山东福瑞达医药集团公司成立。标志着集团化运作。美国博士伦公司投资山东正大福瑞达制药有限公司，更名为“山东博士伦福瑞达制药有限公司”
2012	山东海佑福瑞达制药有限公司成立，开始布局化学原料药板块
2017	福瑞达医药集团出让华熙生物股权
2018	福瑞达医药集团通过资产置换方式进入上市公司鲁商发展
2019	收购山东焦点生物科技有限公司，进一步完善透明质酸产业链生态
2021	山东福瑞达生物股份有限公司引进腾讯等五家战投，引资7.68亿
2023	鲁商发展（股票代码：600223）置出地产板块，实现转型升级，生物医药板块作为主营持续发力

资料来源：公司官网，华源证券研究所

### 具体拆分业务板块来看：

1) **化妆品板块**：其发展战略以“5+N”品牌为主，构建“生美+医美”双美新生态，打造专研玻尿酸保湿修护品牌“颐莲”，专研微生态科学护肤品牌“瑗尔博士”，定位于以油养肤、以香养心品牌“伊帕尔汗”，定位于精准护肤靶向抗衰品牌“善颜”，以重组胶原蛋白成分为核心的医学美容品牌“珂谧”，及途润、UMT 由苜、贝润、即沐等品牌，其中“颐莲”及“瑗尔博士”已跻身国货化妆品行业前列。

图表 2：公司化妆品品牌定位及品类列示

品牌	品牌定位	主要品类
颐莲	专研玻尿酸保湿修护	颐莲玻尿酸深层补水喷雾、颐莲玻尿酸嘭润修护水乳等
瑗尔博士	中国微生态护肤品开创者	瑗尔博士益生精研肌筑修护面膜（287 面膜），瑗尔博士益生精研平衡修护面膜、水乳等
珂谧 KeyC	胶原真透皮，轻医美院线专家	珂谧重组胶原蛋白灌透抗皱精华液、珂谧重组胶原蛋白益护御龄精华液等
伊帕尔汗	以油养肤，以香养心	伊帕尔汗玫瑰纯露、伊帕尔汗薰衣草精油等
善颜	精准护肤，靶向抗衰	善颜臻萃沁肤紧颜精华蜜、善颜时光肽塑颜净澈次抛精华液等
UMT 由苜	玻尿酸+功效底妆	UMT 植萃冻干精华散粉、UMT 植萃沁肤粉底液等
即沐	专研头皮微生态科学洗护	即沐头皮管理蓬松自在洗发水、即沐头皮管理控油舒缓精华喷雾等
诠润	专注弱敏肌健康护理	诠润 B5 保湿修护精华露、诠润玻尿酸特护次抛精华液等
贝润	专注功效抗衰美肤	贝润弹力赋原淡纹次抛精华液、贝润寡聚玻尿酸原生水光精华水乳等

资料来源：公司公告，华源证券研究所

2) 医药板块：主要包括中药及化药制剂的生产及销售，拥有颈痛颗粒、小儿解感颗粒等多个知名品牌。旗下明仁福瑞达致力于中成药、化学药、保健食品的研发、生产和销售，产品涵盖骨科、妇科、内科、眼科、儿科五大领域，其中明仁颈痛系列产品为国内首个专业治疗神经根型颈椎病的系列中成药；小儿解感颗粒则用于治疗儿童风热感冒，拥有多项核心发明专利技术。

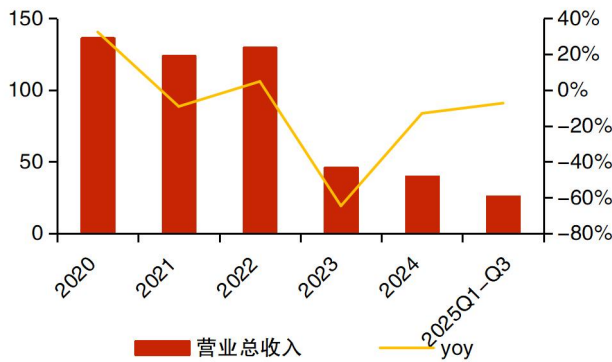
图表 3：公司医药板块旗下产品情况



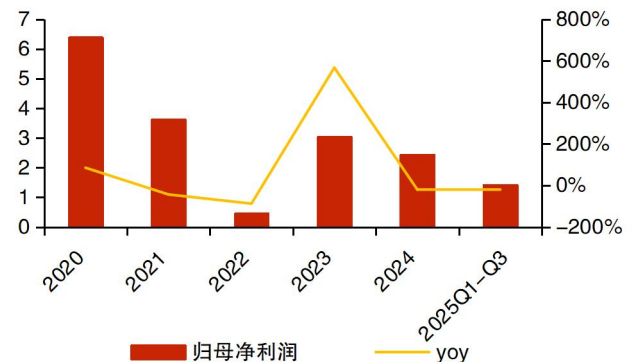
资料来源：公司官网，华源证券研究所

3) **原料及添加剂板块**: 公司旗下焦点福瑞达为全球领先的透明质酸原料生产基地之一, 其业务包括透明质酸研发、生产及销售, 技术层面, 其生产方法为微生物发酵法, 其发酵率率达到 12~14g/L, 属于国际先进水平。截至 25H1, 公司拥有 420 吨/年的透明质酸原料产能, 生产品类涉及医药级、食品级、化妆品级, 外贸出口地区包括东亚、欧盟、北美等, 在透明质酸行业产量及销量均居于前列。

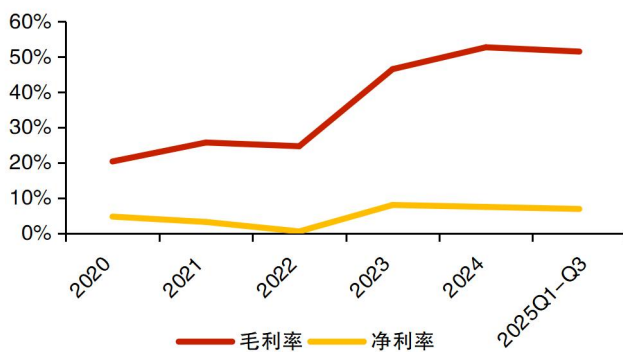
**剥离地产业务提升 23 年盈利水平, 发展化妆品业务拉升销售费用率。**2021、2022 年公司归母净利润明显下滑, 主系地产市场增速放缓, 2023 年, 公司毛利率为 46.49%, 较 22 年同期大幅提升 21.84pct, 主因公司实行战略转型, 出售重大资产, 剥离房地产业务, 低毛利的房地产业务收入贡献下降。费用率方面, 基于剥离地产业务后公司主营以化妆品与医药板块为主, 品牌推广费增加致使公司 23 年销售费用率显著增长, 此外, 公司研发费用率由 2020 年的 0.57% 增长至 2025Q3 的 4.47%, 呈稳步增长态势。

**图表 4: 2020-2025Q3 公司营收(亿元)及 yoy**


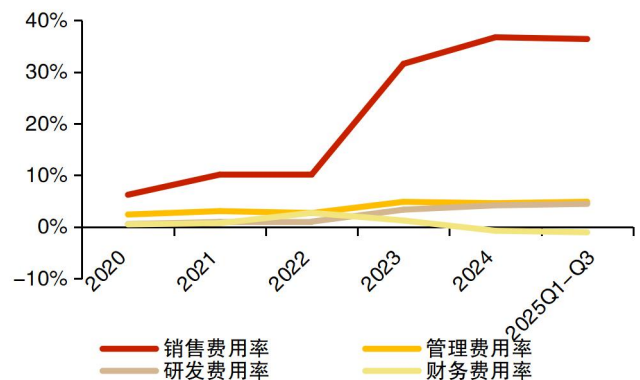
资料来源: wind, 华源证券研究所

**图表 5: 2020-2025Q3 公司归母净利润(亿元)及 yoy**


资料来源: wind, 华源证券研究所

**图表 6: 2020-2025Q3 公司毛利率及净利率情况**


资料来源: wind, 华源证券研究所

**图表 7: 2020-2025Q3 公司期间费用率情况**


资料来源: wind, 华源证券研究所

## 2. “产品+研发+渠道” 构筑核心竞争优势

### 2.1. 产品: 持续打造品效协同的营销增长引擎

**化妆品板块:**25H1 化妆品板块实现营收 10.94 亿元,同比下降 7.73%,毛利率为 61.99%,同比增长 0.61pct。

**品牌维度, 25H1 瓊尔博士积极推进业务调整。**分品牌来看, 25H1 颐莲/瓊尔博士品牌 25H1 分别贡献营业收入 5.54 /4.51 亿元, 分别同比+23.78%/-29.97%, 我们分析瓊尔博士品牌收入下滑原因或包括: ①在细分品类竞争层面, 瓊尔博士多款核心单品处于迭代阶段; ②瓊尔博士品牌严控乱价行为, 对部分经销商采取有限停货措施。25H1 瓊尔博士积极调整, 举措具体涵盖搭建优质团队生态、加强全渠道价格管控、优化品线结构及强化内容创新驱动。

**品宣维度, 持续打造品效协同的营销增长引擎。**从线上渠道来看, 优化投放天猫渠道, 依靠“内容+流量”双维度驱动业务增长, 直播渠道创新自播形式, 如打造官宣代言人日不落专场直播、上线快手 AI 数字人等, 颐莲自播渠道 25H1 同比增长 28%, 同时, 调整达播策略, 重点拓展中腰部主播资源且优化产品结构; 线下渠道方面, 持续积极拓展永辉超市、名创优品、OTC 等优质销售渠道。

**图表 8: 25H1 公司旗下化妆品品牌营销措施及表现**

品牌	营销
颐莲	官宣喷雾全球代言人张凌赫, 举办颐莲夏日喷雾节活动, 喷雾品线销售额 4.82 亿元, 增幅 43%
瓊尔博士	官宣品牌挚友十个勤天, 品牌定位升级为“中国微生态护肤品开创者”, 上新 287 面膜、287 水乳等, 287 面膜上市两个月销售额近 1000 万元
珂谧	举办 2025 重组胶原蛋白技术发布会暨珂谧 KeyC 穿膜胶原新品首发式, 发布行业首创的穿膜胶原技术, 推出穿膜胶原系列新品, 胶原次抛 2025 上半年销售额超过 1400 万元
善颜	与新华书店联合打造“书香+生美”沉浸式快闪体验店, 开业“生美+医美”双美旗舰店, 25H1 拓展线下店 20 家
伊帕尔汗	举办第六届薰衣草文化活动的, 纯露类产品位列京东纯露类目第 1 名

资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

**推动以产品线为主导的营销重塑, 聚焦孵化新品。**一方面, 由渠道“卖产品”转型至品线“经营用户需求”, 以各条品线管理辐射至产品开发、渠道策略、内容生产及用户运营等维度, 精细化消费者需求, 深度触达终端消费者; 另一方面, 聚焦新品孵化, 持续开拓市场增量空间。颐莲积极推广新品双萃精华水, 同步布局淡斑霜等功效新品, 洞察各渠道市场机会, 深挖渠道潜力机会产品。瓊尔博士则以新品 287 面膜为核心大单品带动全品线增长, 借助强场景化营销持续强化品牌修护定位; 推出王浆酸精研金致系列, 提升客单价的同时拉升品牌基调。

图表 9：公司化妆品各个品线及营销举措

品线	营销举措
喷雾品线	聚焦推广新品高保湿修护喷雾，重点拓展医美后补水人群，覆盖晒后、换季修护等场景，联动明星及文创 IP 赋能情绪价值，持续巩固喷雾类目市场地位
嘭润品线	继续发力“中国高保湿”项目，聚焦熬夜高保湿场景，全渠道协同夯实“中国高保湿”品牌认知，以牌带品拉动二梯队嘭润货品销售
益生菌品线	基于微生态屏障，以修护线为核心进行资源配置，以洁颜蜜为主品打通全渠道
闪充品线	延续品牌的抗老定位，力争打造成为增速亮眼的高客单大单品
胶原品线	加强穿膜胶原品牌宣传，实现透皮胶原次抛 TOP1

资料来源：公司公告，华源证券研究所

## 2.2. 研发：长期深耕研发创新，持续加大研发投入

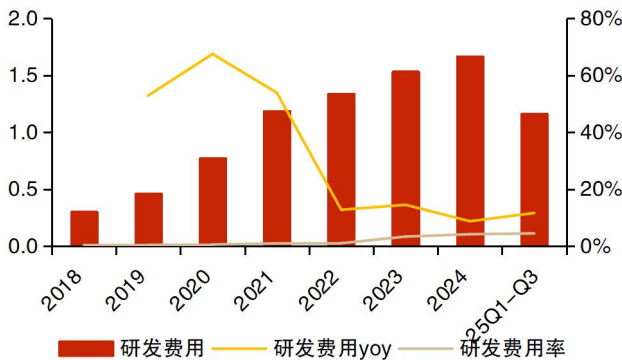
**研发投入层面**，公司 25Q1-Q3 研发费用投入为 1.16 亿元，研发费用率为 4.47%，较 24 年底增长 0.28pct；

**研发团队层面**，截至 25H1，公司拥有 4 个国家级、17 个省级科研平台，全面覆盖工业生产企业省级科研平台，与中科院、浙江大学、山东大学、山东省药学科学院等知名高校、科研院所建立起长期稳定的合作关系，拥有 6 个校企联合实验室，团队核心研发人员在应用技术领域具备扎实的理论基础及实践经验；

**研发成果层面**，产品创新方面，截至 25H1 公司化妆品板块上市新产品 80 余个，包括瓊尔博士 287 面膜、颐莲紫光双萃精华水等重点新品；专利方面，截至 25H1 新授权专利 23 项，公司先后承担国家、省部级重大科技专项 30 余项，获授权专利近 400 项，其透明质酸及重组胶原蛋白技术处于国际领先水平，并拥有宽域分子量透明质酸及多种新衍生物、多型重组胶原蛋白、微生物合成 10-HDA 等专利成分，拥有糖及糖复合物药物、骨科疼痛类药物、重组胶原蛋白、皮肤微生态、情绪护肤等科学研究平台以及技术研发体系。

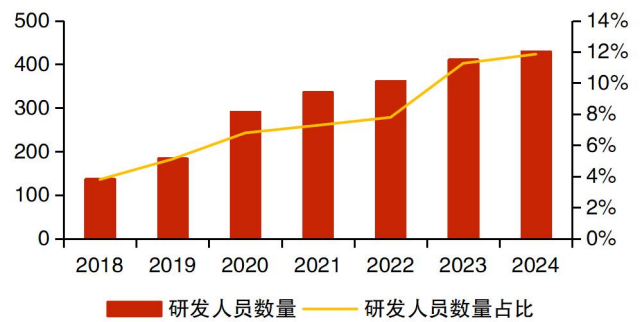
整体而言，公司积极推进合成生物新材料及终端医药、美妆应用创新，持续加大研发投入以夯实主业竞争力，为公司业务长期稳健发展奠定坚实基础。

图表 10：2018-2025Q3 公司研发费用（亿元）及同比情况



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 11：2018-2024 年公司研发人员及占整体员工比重（人）



资料来源：wind，华源证券研究所

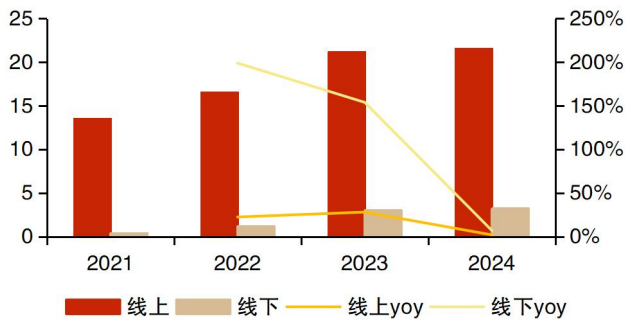
## 2.3. 渠道：构筑“线上+线下”全渠道销售网络

**化妆品板块：构筑“线上+线下”全渠道销售网络。**25H1 化妆品板块线上渠道贡献营收 9.21 亿元，占比 84.2%；线下渠道贡献营收 1.73 亿元，占比 15.8%。

**从线上渠道来看**，公司积极拓展线上主流社媒渠道，于淘天、京东、有赞等电商平台开设旗舰店，且与抖音、微信、微博、快手、小红书等短视频及社交平台开展深度合作；

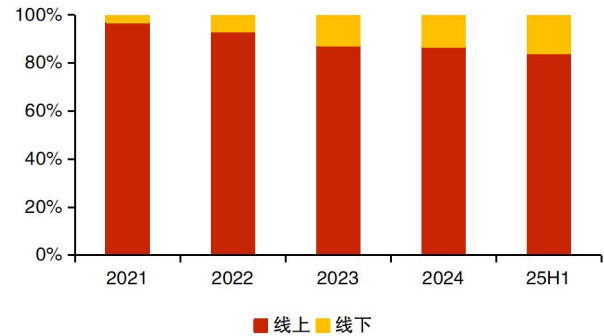
**从线下渠道来看**，一方面加快布局善颜肌肤管理中心、瓊尔博士皮肤颜究院等线下品牌直营店及加盟店，根据瓊尔博士官网，当前瓊尔皮肤颜究院总店数量已突破 300 家，线下零售店分销网点覆盖 60 余个城市，加盟商覆盖全国 53 个城市，辐射全国 756 个核心商圈，另一方面公司在化妆品专卖店、商超及经销商积极拓展线下渠道，当前与屈臣氏、银泰百货等传统商超，KKV、调色师等新零售渠道及化妆品连锁专营店等渠道达成深度合作。

图表 12：2021-2024 年公司化妆品板块分渠道营收（亿元）及同比情况



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 13：2021-2025H1 公司化妆品板块营收按渠道拆分情况



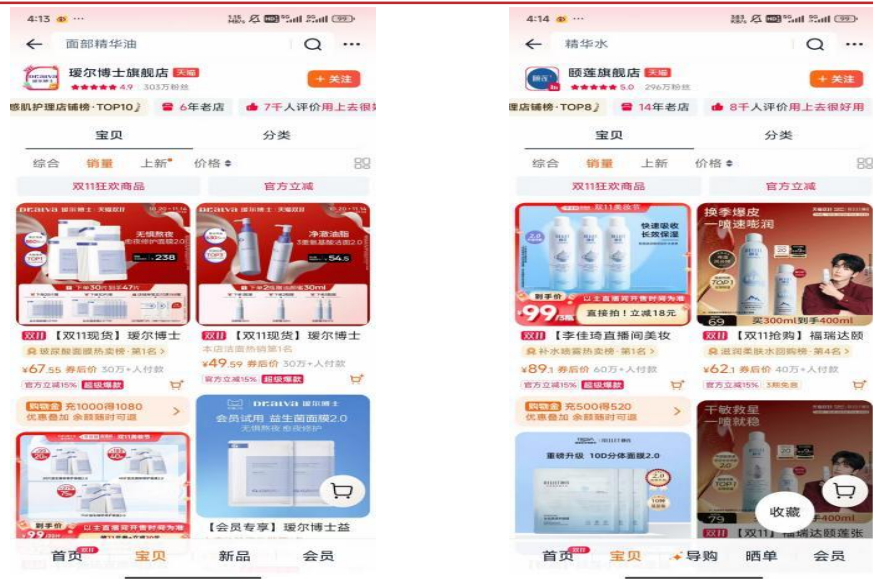
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 14：公司化妆品品牌主要渠道情况

品牌	主要渠道
颐莲	线上+线下全域布局； 线上：直营+分销。抖音、天猫、京东等渠道为主，小红书、B 站等新媒体； 线下：通过经销商模式运营。渠道包括化妆品专营店、百货等。
瑗尔博士	线上+线下全域布局； 线上：直营+分销。抖音、天猫、京东等渠道为主，小红书、B 站等新媒体； 线下：通过经销商模式运营。渠道包括化妆品专营店、百货、单品牌店等。
珂谧 KeyC	线上：以抖音为主； 线下：借助医美机构、生美机构，打造双美渠道。
伊帕尔汗	线下：新疆线下门店； 线上：天猫、京东、拼多多等电商渠道及抖音、快手等直播渠道。
善颜	线下：开设“善颜肌肤管理中心”单品牌店，打造核心样板市场； 线上：私域为主，抖音本地、美团本地板块为线下门店引流。
UMT 由苜	线上：以天猫和抖音为主； 线下：布局以“用户体验和传播”为主的校园渠道。
即沐	线上渠道为主，在知乎、丁香医生等平台建立产品专业度，借助小红书内容种草，扩大品牌效能，并重点布局抖音渠道，实现高效传播与营销。
途润 贝润	线上渠道为主，聚焦抖音、天猫两大销售渠道，拓展京东、拼多多、唯品会等合作平台。 以直播渠道为主，以私域社群和线下 CS 渠道为辅。

资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 15：公司旗下化妆品品牌淘宝官方旗舰店



资料来源：淘宝，华源证券研究所

**医药板块：铺设多元化、全链路的销售体系。**线下渠道深度覆盖，一方面，依托覆盖全国的自营销售队伍及经销商网络，开展专业化市场推广；另一方面，通过精细化招商模式，持续推进多渠道市场开发，确保产品广泛触达全国各级医院、基层医药机构及零售药店等核心医疗服务终端。线上渠道全面布局，积极拓展互联网营销领域，在阿里、京东、抖音、美团、拼多多等主流平台搭建电商业务矩阵，构建高效便捷的线上销售通路，拓宽市场覆盖半径。同步打造药食同源产品矩阵，并以药食同源产品供应链服务平台为核心支撑，提升整体业务竞争力。

## 3. 盈利预测与评级

### 3.1. 盈利预测

#### 关键假设：

1) **化妆品板块**：公司自 23 年剥离房地产业务后，化妆品成为公司主营业务，23 年化妆品板块贡献营收占比已过半，达 52.8%。当前公司化妆品板块主要品牌为打造专研玻尿酸保湿修护品牌“颐莲”与专研微生态科学护肤品牌“瑗尔博士”，当前两大品牌势能向好，近年来业绩增长较为稳健。预计公司 2025–2027 年化妆品业务收入分别同比-5%/+6%/+14%；

2) **医药**：公司医药板块旗下拥有施沛特、颈痛颗粒、小儿解感颗粒等多个知名品牌，预计 2025–2027 年公司医药业务收入分别同比-5%/-3%/+5%；

3) **原料及添加剂**：公司原料业务发展较为稳健，预计 2025–2027 年公司原料及添加剂业务收入分别同比+3%/+4%/+5%。

**盈利预测**：我们预计公司 25–27 年实现营收 38.1/39.3/43.0 亿元，同比增速分别为 -4.3%/+3.1%/+9.5%，实现归母净利润 2.4/2.7/3.1 亿元，同比增速分别为 +0.2%/+8.8%/+15.3%，当前股价对应 PE 分别为 31/28/24 倍。

### 3.2. 相对估值

我们选取同为国货龙头的珀莱雅、上海家化及医美化妆品龙头华熙生物作为可比公司，根据 wind 一致预期，可比公司 2026 年 PE 均值为 28 倍，考虑到公司剥离房地产业务后轻装上阵，原料和医药业务稳健发展，叠加化妆品业务层面公司积极优化产品组合及全渠道深化布局，我们认为中长期公司业绩乐观可期，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 16：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价	EPS			PE		
		2026/2/2	25E	26E	27E	25E	26E	27E
603605.SH	珀莱雅	70.53	4.2	4.8	5.4	16.7	14.8	13.2
600315.SH	上海家化	20.78	0.6	0.7	0.9	35.6	28.1	23.4
688363.SH	华熙生物	47.18	0.8	1.2	1.4	55.6	40.3	32.8
		<b>平均值</b>				<b>35.9</b>	<b>27.7</b>	<b>23.1</b>
600223.SH	福瑞达	7.36	0.24	0.26	0.30	30.7	28.2	24.5

资料来源：wind，华源证券研究所。注：收盘价为人民币，可比公司盈利预测来自 wind 一致预期，福瑞达盈利预测来自华源证券研究所

## 4. 风险提示

1) **品牌商解约风险**：若品牌商与公司解约，或对公司整体经营业绩产生不利影响；

2) **电商行业竞争加剧风险**：电商行业竞争较为激烈，若竞争对手降价竞争且公司未能及时应对，或将对公司业绩产生较大影响；

3) **自有品牌投入市场不及预期风险**: 公司推新受渠道、产品及营销等多重因素影响, 若自有品牌投入市场效果不及预期, 或将对公司业绩产生较大影响。

**附录：财务预测摘要**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,948	3,159	3,370	3,602
应收票据及账款	512	476	479	512
预付账款	89	81	80	83
其他应收款	19	18	17	18
存货	559	532	535	568
其他流动资产	17	19	20	22
<b>流动资产总计</b>	<b>4,144</b>	<b>4,286</b>	<b>4,501</b>	<b>4,804</b>
长期股权投资	129	240	351	462
固定资产	1,176	1,110	1,063	1,032
在建工程	16	71	88	86
无形资产	163	184	229	272
长期待摊费用	51	30	5	5
其他非流动资产	322	366	397	426
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,857</b>	<b>2,001</b>	<b>2,133</b>	<b>2,283</b>
<b>资产总计</b>	<b>6,000</b>	<b>6,287</b>	<b>6,634</b>	<b>7,086</b>
短期借款	212	262	312	362
应付票据及账款	413	402	417	457
其他流动负债	481	487	519	578
<b>流动负债合计</b>	<b>1,106</b>	<b>1,151</b>	<b>1,248</b>	<b>1,397</b>
长期借款	52	47	27	19
其他非流动负债	54	54	55	56
<b>非流动负债合计</b>	<b>106</b>	<b>101</b>	<b>82</b>	<b>75</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,212</b>	<b>1,252</b>	<b>1,329</b>	<b>1,472</b>
股本	1,017	1,017	1,017	1,017
资本公积	613	613	613	613
留存收益	2,475	2,655	2,850	3,075
归属母公司权益	4,105	4,284	4,480	4,704
少数股东权益	683	751	825	910
<b>股东权益合计</b>	<b>4,788</b>	<b>5,036</b>	<b>5,304</b>	<b>5,614</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>6,000</b>	<b>6,287</b>	<b>6,634</b>	<b>7,086</b>

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	296	160	188	239
折旧与摊销	113	133	144	125
财务费用	-29	2	3	4
投资损失	-64	-132	-132	-132
营运资金变动	-166	63	43	29
其他经营现金流	78	148	148	148
<b>经营性现金净流量</b>	<b>229</b>	<b>376</b>	<b>394</b>	<b>413</b>
<b>投资性现金净流量</b>	<b>2,993</b>	<b>-142</b>	<b>-140</b>	<b>-139</b>
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>-2,106</b>	<b>-22</b>	<b>-43</b>	<b>-43</b>
<b>现金流量净额</b>	<b>1,116</b>	<b>212</b>	<b>211</b>	<b>232</b>

**利润表 (百万元)**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>3,983</b>	<b>3,813</b>	<b>3,930</b>	<b>4,304</b>
<b>营业成本</b>	<b>1,885</b>	<b>1,833</b>	<b>1,878</b>	<b>2,034</b>
税金及附加	40	38	39	43
销售费用	1,463	1,392	1,427	1,554
管理费用	183	172	173	185
研发费用	167	153	153	164
财务费用	-29	2	3	4
资产减值损失	-12	-13	-14	-15
信用减值损失	-22	-22	-23	-25
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	64	132	132	132
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	1	0	0	0
其他收益	32	32	32	32
<b>营业利润</b>	<b>338</b>	<b>353</b>	<b>385</b>	<b>446</b>
营业外收入	10	36	36	36
营业外支出	2	22	22	22
其他非经营损益	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>346</b>	<b>367</b>	<b>399</b>	<b>460</b>
所得税	50	55	60	69
<b>净利润</b>	<b>296</b>	<b>312</b>	<b>339</b>	<b>391</b>
少数股东损益	53	68	74	85
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>244</b>	<b>244</b>	<b>265</b>	<b>306</b>
EPS(元)	0.24	0.24	0.26	0.30

**主要财务比率**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营收增长率	-13.02%	-4.26%	3.08%	9.52%
营业利润增长率	-19.46%	4.41%	9.12%	15.82%
归母净利润增长率	-19.73%	0.22%	8.77%	15.27%
经营现金流增长率	-51.78%	64.23%	4.88%	4.94%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	52.68%	51.92%	52.21%	52.75%
净利率	7.44%	8.18%	8.63%	9.08%
ROE	5.93%	5.70%	5.93%	6.50%
ROA	4.06%	3.88%	4.00%	4.32%
<b>估值倍数</b>				
P/E	30.72	30.66	28.19	24.45
P/S	1.88	1.96	1.90	1.74
P/B	1.82	1.75	1.67	1.59
股息率	1.49%	0.86%	0.94%	1.08%
EV/EBITDA	14	11	10	9

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

**本报告采用的基准指数：**A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。