

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

买入

核心观点

公司2023年受房地产开发业务剥离导致业绩出现较大变动。公司2023年实现营收45.79亿元/yoy-64.65%；归母净利润3.03亿元/yoy+567.44%，超此前业绩预告上限。其中，化妆品及医药等业务实现归母净利润2.31亿元/yoy+12.93%。单Q4实现营收11.84亿元/-73.23%；归母净利润6535.41万元，实现扭亏为盈。公司业绩出现大幅波动主要系剥离房地产开发业务。

化妆品、医药等核心业务板块持续发力。分业务来看，**化妆品板块**2023年实现营收24.16亿元/yoy+22.71%，毛利率为62.13%/+1.16pct。公司推出医美品牌“珂谧 KeyC”，由单一美妆主业升级为“生美+医美”双美新生态，并将化妆品发展战略升级至“5+N”。其中瑗尔博士品牌实现收入13.48亿元/yoy+27.33%，通过产品端不断迭代升级，同时线上线下强化合作带动销售提升。颐莲实现收入8.57亿元/yoy+20.35%，通过聚焦“玻尿酸保湿修护”心智，在稳守喷雾市场占有率基础上，大力发展以面霜为代表的第二梯队产品。**药品板块**2023年实现营收5.20亿元/yoy+1.61%；毛利率为53.39%/yoy+0.39pct，公司持续拓展医院等销售渠道，并通过线上渠道拓展医药新零售业务模式，推动收入快速增长。**原料添加剂板块**2023年实现营收3.51亿元/yoy+23.16%，毛利率为32.31%/yoy-1.76pct。公司继续推进国内外原料药注册，积极拓展原料应用场景，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，2023年公司毛利率/净利率分别同比+21.84pct/+7.49pct，销售/管理/研发费用率分别同比+21.45pct/+2.17pct/+2.32pct，低毛利房地产业务减少，化妆品等业务销售规模增加，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2023年存货周转天数同比增加1687天，主要由于公司剥离房地产开发业务带动营业成本大幅下降。现金流方面，公司2023年经营性现金流净额为4.74亿元/yoy-52.49%，由于地产业务剥离，地产业务现金流减少。

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：2023年是公司剥离房地产开发业务战略转型的重要时期，随着地产业务的完全剥离，公司聚焦推进以核心化妆品业务为主的大健康板块布局，并通过组织管理的相应调整，以及产品渠道的迭代升级，不断增强自身市场竞争力，力争在2024年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。考虑到整体化妆品投放费率的提升，以及原料端毛利率的下滑，我们下调2024-2025年并新增2026年归母净利润至3.71/4.43/5.09（原值为4.06/5.21亿元），对应PE为26/22/19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

021-60375463

sunqiaorongruo@guosen.com.cn

S0980523090004

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	9.55元
总市值/流通市值	9708/9708百万元
52周最高价/最低价	11.75/6.38元
近3个月日均成交额	80.85百万元

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) - 人事优化及战略聚焦初显成效，大健康美业发展可期》——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
- 《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

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	4,858	5,425	5,886
(+/-%)	4.8%	-64.6%	6.1%	11.7%	8.5%
净利润(百万元)	45	303	371	443	509
(+/-%)	-87.4%	567.4%	22.4%	19.3%	14.9%
每股收益(元)	0.04	0.30	0.37	0.44	0.50
EBIT Margin	6.6%	5.9%	10.0%	10.5%	10.8%
净资产收益率 (ROE)	1.2%	7.6%	8.6%	9.5%	10.0%
市盈率 (PE)	213.6	32.0	26.2	21.9	19.1
EV/EBITDA	64.4	31.7	20.0	16.7	15.7
市净率 (PB)	2.61	2.42	2.25	2.08	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

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

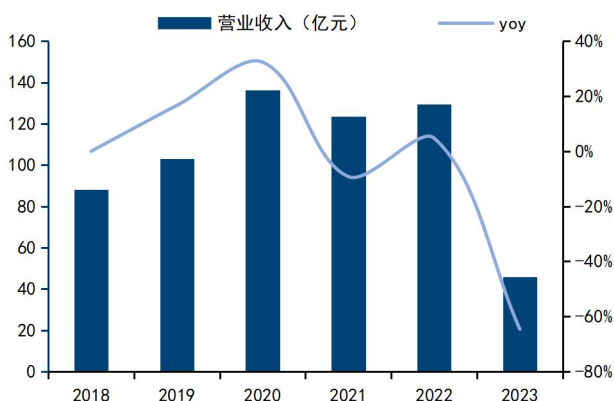
公司 2023 年受房地产开发业务剥离导致业绩出现较大变动。公司 2023 年实现营收 45.79 亿元，同比下降 64.65%；归母净利润 3.03 亿元，同比增长 567.44%，超此前业绩预告上限。其中，化妆品及医药等业务实现归母净利润 2.31 亿元，同比增加 12.93%。单四季度实现营收 11.84 亿元，同比下降 73.23%，实现归母净利润 6535.41 万元，上年同期净亏损 1.08 亿元，扭亏为盈。公司业绩出现大幅波动主要系剥离房地产开发业务所致。2023 年公司已完成房地产开发业务的剥离，聚焦于以美妆为主的大健康产业。具体来看：

1) **化妆品板块** 2023 年实现营收 24.16 亿元 /yoy+22.71%，毛利率为 62.13%/+1.16pct，其中，瓊尔博士品牌实现收入 13.48 亿元/yoy+27.33%，闪充水乳 2.0 完成迭代升级、以摇醒精华为代表的精华产品矩阵持续推进，线上与新型社交平台深度合作、线下单品牌店+商圈店打造零售体系，带动销售提升。颐莲实现收入 8.57 亿元/yoy+20.35%，聚焦“玻尿酸保湿修护”心智，在稳守喷雾市场占有率基础上，提升以面霜为代表的第二梯队产品销售占比。此外公司推出医学美容品牌“珂谧 KeyC”，化妆品板块步入胶原蛋白医学美容赛道，品牌发展战略从“4+N”升级为“5+N”，从单一美妆主业升级为“生美+医美”双美新生态。

2) **药品板块** 2023 年实现营收 5.20 亿元 /yoy+1.61%；毛利率为 53.39%/yoy+0.39pct。公司持续拓展医院、基层医疗机构、连锁药店等销售渠道，并通过线上渠道拓展医药新零售业务模式，推动收入稳定增长。同时扩大功能性食品布局，完成 18 款新品上市，搭建药品 CDMO 平台，引进合作项目 8 项。

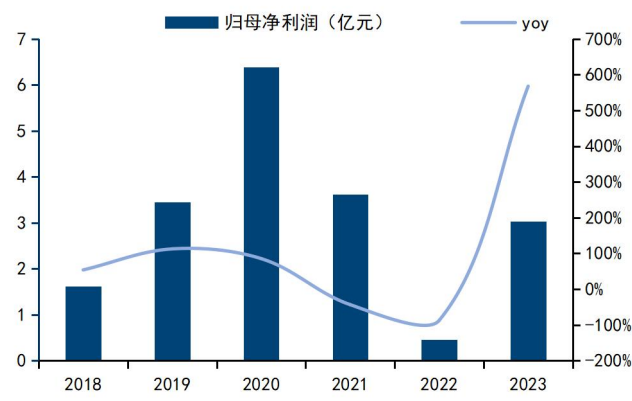
3) **原料添加剂板块** 2023 年实现营收 3.51 亿元 /yoy+23.16%，毛利率为 32.31%/yoy-1.76pct。口服美容产品销售起量，相关销量同比增长 3 倍带动板块收入大幅提升。2023 年公司继续推进国内外原料药注册，滴眼液级玻璃酸钠原料药、滴眼液级玻璃酸钠药用辅料、依克多因药用辅料国内完成 CDE 注册登记，滴眼液级玻璃酸钠原料药获得 EDQM（欧洲药品质量管理局）颁发的 CEP 证书，依克多因获得美国 FDA 的原料药 DMF 备案。同时公司积极拓展原料应用场景，加快透明质酸在快消产品上的应用推广及依克多因、聚谷氨酸在农业的应用推广。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

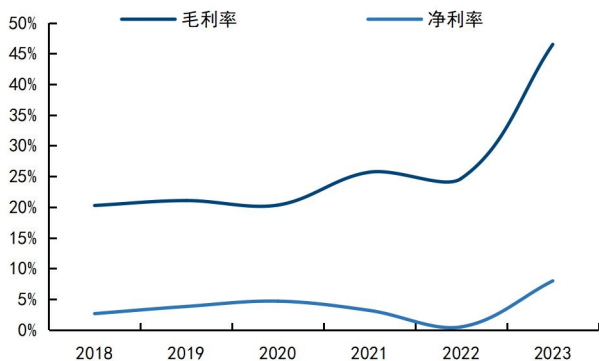
图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

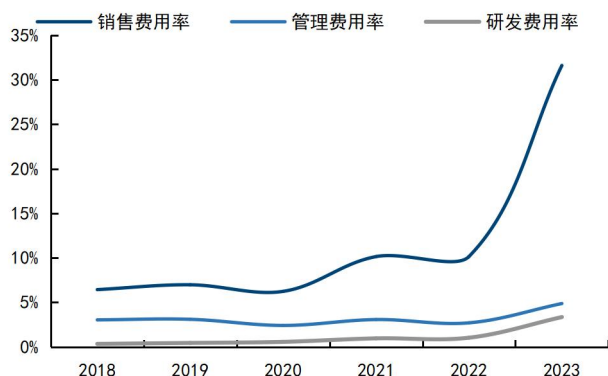
盈利能力方面，2023 年公司毛利率/净利率分别为 46.49%/8.00%，同比 +21.84pct/+7.49pct，主要由于低毛利率的房地产业务剥离所致。费用率方面，2023 年销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 31.59%/4.87%/3.35%，同比分别 +21.45pct/+2.17pct/+2.32pct，由于相关房地产开发业务的减少，化妆品等业务销售规模增加，带动销售费用率大幅上行。

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

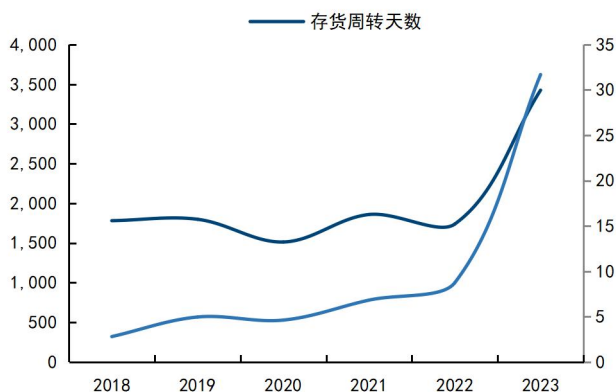
图4: 公司费用率情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

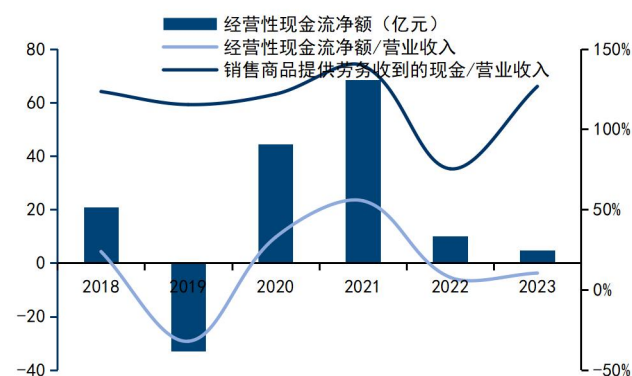
营运能力方面, 公司 2023 年存货周转天数为 3426 天, 同比增加 1687 天; 应收账款周转天数为 32 天, 同比增加 23 天, 由于公司剥离房地产开发业务带动营业成本大幅下降, 导致相关周转天数上升。**现金流方面**, 公司 2023 年经营性现金流净额为 4.74 亿元/yoy-52.49%, 主要因为房地产业务剥离, 地产业务现金流量减少。

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:

2023 年是公司剥离房地产开发业务、进行战略转型的重要时期, 随着地产业务的完全剥离, 公司聚焦推进以核心化妆品业务为主的大健康板块布局, 并通过组织管理的相应调整, 以及产品渠道的迭代升级, 不断增强自身市场竞争力, 力争在 2024 年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。考虑到整体化妆品投放费率的提升, 以及原料端毛利率的下滑, 我们下调 2024-2025 年并新增 2026 年归母净利润至 3.71/4.43/5.09 (原值为 4.06/5.21 亿元), 对应 PE 为 26/22/19 倍, 维持“买入”评级。

表1：盈利预测主要调整项

	2024		2025		原因
	现值	原值	现值	原值	
毛利率	53.32%	54.25%	53.98%	55.06%	原料板块中食品级玻尿酸占比升高，带动该板块毛利率下行，进行整体毛利率下行。 流量成本越发高企，同时公司不断加大营销宣传带动费用率上升。
销售费用率	34.45%	33.21%	34.53%	33.15%	

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 (2024-3-21)	总市值 亿元	EPS				PE			ROE (%)	PEG	投资 评级	
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	(22A)		(23E)
600223.SH	福瑞达	9.55	97	0.04	0.30	0.37	0.44	236.84	32.27	26.16	21.85	1.22	0.05	买入
300957.SZ	贝泰妮	65.44	277	2.48	3.03	3.85	4.89	60.14	21.58	17.01	13.38	18.93	0.97	买入
603605.SH	珀莱雅	94.42	375	2.88	2.91	3.69	4.51	58.09	32.49	25.60	20.94	23.19	0.94	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)						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	2160	1500	2000	营业收入	12951	4579	4858	5425	5886
应收款项	1950	3585	266	297	323	营业成本	9759	2450	2268	2496	2691
存货净额	46047	525	744	818	881	营业税金及附加	539	36	73	81	88
其他流动资产	3314	140	1502	1678	1820	销售费用	1313	1446	1674	1875	2031
流动资产合计	55629	5984	4673	4293	5024	管理费用	350	223	191	211	227
固定资产	1352	1186	1252	1471	1697	研发费用	134	153	166	194	211
无形资产及其他	197	149	163	177	191	财务费用	353	57	22	(26)	(49)
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	6757	6779	7920	其他收入	(711)	(176)	(166)	(194)	(211)
短期借款及交易性金融负债	5498	1504	50	1117	1653	营业利润	311	419	556	663	762
应付款项	9266	453	620	682	734	营业外净收支	(50)	(6)	0	0	0
其他流动负债	35842	445	618	685	740	利润总额	261	413	556	663	762
流动负债合计	50606	2402	1288	2484	3126	所得税费用	196	47	100	119	137
长期借款及应付债券	2215	665	365	(1235)	(1225)	少数股东损益	20	63	84	101	116
其他长期负债	86	71	67	69	69	归属于母公司净利润	45	303	371	443	509
长期负债合计	2301	736	432	(1166)	(1156)	现金流量表 (百万元)					
负债合计	52907	3138	1720	1318	1971	净利润	45	303	371	443	509
少数股东权益	1850	665	724	795	876	资产减值准备	73	(252)	166	27	32
股东权益	3717	4015	4312	4666	5073	折旧摊销	116	136	84	95	106
负债和股东权益总计	58474	7818	6757	6779	7920	公允价值变动损失	(268)	(16)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	353	57	22	(26)	(49)
每股收益	0.04	0.30	0.37	0.44	0.50	营运资本变动	1752	2799	2240	(123)	(91)
每股红利	1.19	0.51	0.07	0.09	0.10	其它	(574)	208	(106)	43	49
每股净资产	3.66	3.95	4.24	4.59	4.99	经营活动现金流	1144	3179	2754	486	604
ROIC	2%	2%	6%	11%	10%	资本开支	0	313	(330)	(354)	(378)
ROE	1%	8%	9%	9%	10%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	25%	46%	53%	54%	54%	投资活动现金流	10	895	(500)	(524)	(548)
EBIT Margin	7%	6%	10%	10%	11%	权益性融资	10	3	0	0	0
EBITDA Margin	8%	9%	12%	12%	13%	负债净变化	(1536)	(1550)	(300)	(1600)	10
收入增长	5%	-65%	6%	12%	8%	支付股利、利息	(1206)	(516)	(74)	(89)	(102)
净利润增长率	-87%	567%	22%	19%	15%	其它融资现金流	3499	(2528)	(1454)	1067	535
资产负债率	94%	49%	36%	31%	36%	融资活动现金流	(1974)	(6657)	(1828)	(621)	444
息率	12.4%	5.3%	0.8%	0.9%	1.0%	现金净变动	(821)	(2584)	426	(660)	500
P/E	213.6	32.0	26.2	21.9	19.1	货币资金的期初余额	5139	4318	1734	2160	1500
P/B	2.6	2.4	2.3	2.1	1.9	货币资金的期末余额	4318	1734	2160	1500	2000
EV/EBITDA	64.4	31.7	20.0	16.7	15.7	企业自由现金流	0	3487	2394	83	160
						权益自由现金流	0	(592)	622	(429)	745

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