

# 化妆品子公司福瑞达生物，拟引入战投+员工认购

## ——鲁商发展事件点评报告

✍️ 分析师：马莉 S1230520070002  
 ☎️ 联系人：王长龙、汤秀洁、詹陆雨、周明蕊  
 ✉️ mali@stocke.com.cn

### 报告导读

全资子公司福瑞达生物（主营化妆品业务）拟增资扩股引入战略投资者，引入战投+员工认购，有望充分激发化妆品业务潜力。

### 投资要点

❑ **事件：36亿元投前估值，战投认购不高于16.90%，员工认购不高于0.68%**

如本次增资扩股顺利实施，福瑞达生物股权比例将由鲁商发展全资控股变为鲁商发展82.42%+战投16.90%+员工0.68%。鲁商发展全资下属公司山东福瑞达生物拟通过山东产权交易中心公开挂牌增资扩股引入战略投资者。1) 股权变化：本次新增股本占增资后股本不高于17.58%，其中，战略投资者认购不高于16.90%，员工可按引进战略投资者的价格协议认购不高于0.68%。如顺利实施，鲁商发展合计持股比例由100%降至82.42%，仍保持控股地位。2) 投前估值：投前估值36亿元，对应战略投资者挂牌底价投资额不低于7.38亿元。

❑ **福瑞达生物：主营化妆品业务，处于收入高增+盈利提升的上升期**

福瑞达生物主要负责公司化妆品业务，2021H1收入6.2亿元，净利润7303万元。公司拥有定位玻尿酸护肤的颐莲、微生态护肤的瑷尔博士等11个品牌，推出玻尿酸富勒烯精华、褐藻水乳、玻尿酸活颜焕亮精华液等产品。2021H1公司收入6.2亿元，实现净利润7303万元。其中瑷尔博士/颐莲实现销售收入3.0/2.7亿元，同比增长628%/141%，线上占比均超95%。此外公司结合有效的成本控制，实现了收入和利润水平的双增，化妆品毛利率达62.7%（同比+5.79pp）。

药企基因赋能产品打造+营销升级，打造协同型的化妆品品牌集群。①以医药沉淀赋能化妆品研发迭代：依托国家级新药大平台，坚持用制药的理念进行化妆品研发与打造，福瑞达医药集团内部皮肤科博士+山东省药学科学院科研实力，为公司产品提供强有力的产品人才与产品研发保障。②专业人士共同背书打造“功能性护肤”新锐品牌：积极与院线医生、业内人士及专业美妆KOL合作，创始人凌沛学直播带货，主办首届“皮肤微生态首届美妆&皮肤科医生跨界大会”等，塑造可信赖品牌形象。

❑ **估值：实际交易投前估值36亿元，对应战投挂牌底价7.38亿元**

投前估值36亿元，对应战略投资者挂牌底价投资额不低于7.38亿元，预计对应今年PE约20倍，引入战投+员工认购，有望充分激发化妆品潜力。当前公司化妆品板块正处于收入高增+盈利提升的上升期，2021H1化妆品收入6.2亿元，预计今年全年化妆品收入有望达到15亿元，其中瑷尔博士/颐莲/其他品牌收入分别为7-8/6-7/1亿元。假设净利率约12%，净利润约1.8亿元，则36亿元投前估值对应2021年PE约为20倍。

❑ **盈利预测及估值**

我们预计2021-2023年收入分别为156.1、176.3、198.0亿元，增速分别为15%、13%、12%；归母净利润分别为7.4、8.7、10.7亿元，同比增速分别为16%、18%、23%，对应PE为18、15、13倍，维持增持评级。

### 评级

**增持**

上次评级 增持  
 当前价格 ¥13.32

### 单季度业绩

**元/股**

2Q/2021	0.22
1Q/2021	0.09
4Q/2020	0.22
3Q/2020	0.17

### 覆盖分析师

报告撰写人：马莉

联系人：王长龙、汤秀洁、詹陆雨、周明蕊

### 相关报告

1《鲁商发展首次覆盖：以玻尿酸+房地产为基石，构建大健康生态圈》  
 2021.06.06

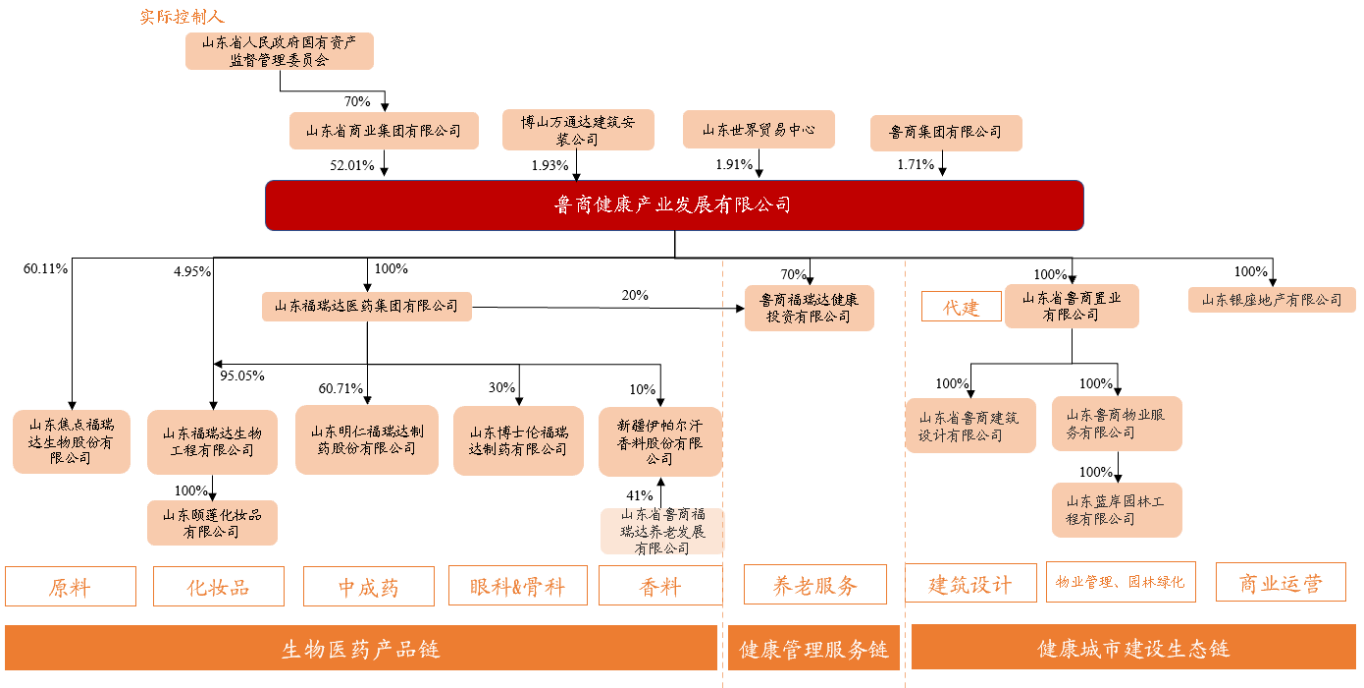
**□ 风险提示**

最终增资方案能否成功实施及交易结果尚存在一定的不确定性、玻尿酸原料价格波动风险、化妆品市场竞争风险、公司多产业融合的风险等。

**财务摘要**

(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	13615	15609	17626	19801
(+/-)	32.33%	14.64%	12.92%	12.34%
净利润	639	738	869	1069
(+/-)	85.39%	15.59%	17.74%	22.94%
每股收益(元)	0.63	0.73	0.86	1.06
P/E	21	18	15	13

图 1：鲁商发展股权结构及业务图（截至 2020）

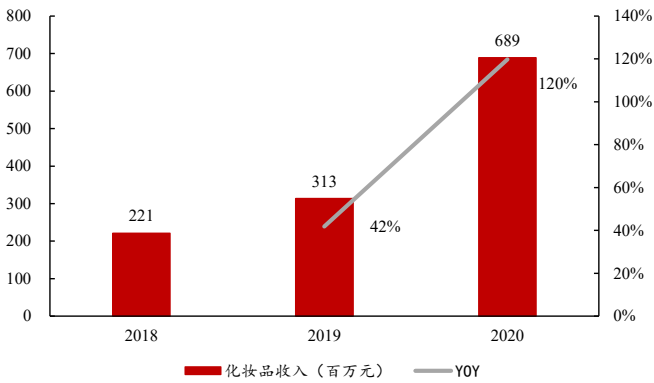


数据来源：公司公告，浙商证券研究所

注：图中仅包括鲁商发展部分主要控股公司；

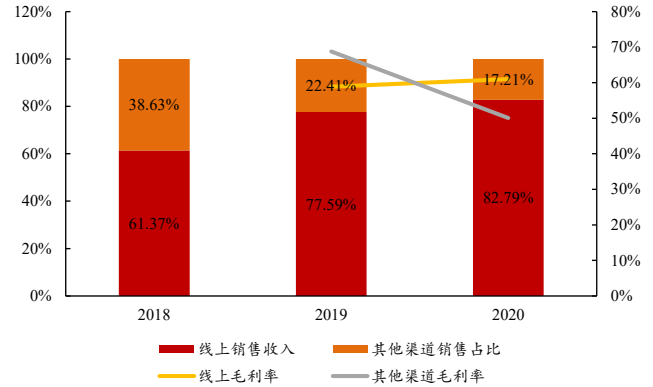
山东省鲁商福瑞达养老发展有限公司是山东省商业集团有限公司的全资子公司，是鲁商发展的关联企业

图 2：2020 年化妆品同比增长 120%至 6.9 亿元



数据来源：Wind、浙商证券研究所

图 3：2020 年化妆品业务线上销售占比超 8 成



数据来源：Wind、浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	59117	69614	80632	90587	<b>营业收入</b>	13615	15609	17626	19801
现金	5074	8990	13599	16648	营业成本	10847	12239	13572	15005
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	748	890	1058	1228
应收账款	191	248	215	162	营业费用	849	998	1195	1327
其它应收款	400	472	534	594	管理费用	328	430	455	529
预付账款	5143	5803	6435	7114	研发费用	77	101	123	149
存货	46665	52655	58389	64552	财务费用	68	88	106	121
其他	1644	1446	1460	1517	资产减值损失	75	36	57	73
<b>非流动资产</b>	2382	2317	2532	2789	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	33	11	15	投资净收益	220	140	80	40
长期投资	485	314	365	388	其他经营收益	32	34	36	34
固定资产	954	1129	1215	1337	<b>营业利润</b>	875	1000	1175	1444
无形资产	216	258	277	305	营业外收支	(22)	(13)	(14)	(16)
在建工程	232	248	279	326	<b>利润总额</b>	854	987	1162	1428
其他	494	334	385	417	所得税	215	248	292	359
<b>资产总计</b>	61499	71932	83164	93376	<b>净利润</b>	639	738	869	1069
<b>流动负债</b>	50486	60177	70544	79685	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	4303	2771	3542	3539	<b>归属母公司净利润</b>	639	738	869	1069
应付款项	8388	9163	10300	11408	EBITDA	1353	1569	1666	1898
预收账款	0	7805	14100	19801	EPS (最新摊薄)	0.63	0.73	0.86	1.06
其他	37795	40438	42602	44937	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	4495	4499	4495	4497		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	4427	4427	4427	4427	<b>成长能力</b>				
其他	68	72	68	69	营业收入	32.33%	14.64%	12.92%	12.34%
<b>负债合计</b>	54981	64676	75039	84181	营业利润	52.47%	14.23%	17.50%	22.91%
少数股东权益	2437	2438	2438	2438	归属母公司净利润	85.39%	15.59%	17.74%	22.94%
归属母公司股东权益	4080	4818	5687	6756	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	61499	71932	83164	93376	毛利率	20.33%	21.59%	23.00%	24.22%
					净利率	4.69%	4.73%	4.93%	5.40%
					ROE	11.39%	10.72%	11.30%	12.34%
					ROIC	6.06%	7.34%	7.02%	7.56%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	89.40%	89.91%	90.23%	90.15%
					净负债比率	20.86%	15.94%	14.70%	12.99%
					流动比率	1.17	1.16	1.14	1.14
					速动比率	0.25	0.28	0.32	0.33
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.23	0.23	0.23	0.22
					应收帐款周转率	77.96	74.74	72.69	72.89
					应付帐款周转率	1.64	1.53	1.52	1.52
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.63	0.73	0.86	1.06
					每股经营现金	4.41	4.95	4.22	3.56
					每股净资产	4.04	4.77	5.64	6.69
					<b>估值比率</b>				
					P/E	21.05	18.21	15.47	12.58
					P/B	3.29	2.79	2.36	1.99
					EV/EBITDA	12.88	10.96	7.99	5.36

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当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、财务状况和特定需求。对依据或者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。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>