

买入

福瑞达（600223.SH）

人事调整平稳落地，加速聚焦大健康产业发展

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 美容护理 · 化妆品

◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师： 张峻豪 021-60933168
证券分析师： 孙乔容若

zhangjh@guosen.com.cn
sunqiaorongruo@guosen.com.cn

执证编码：S0980517070001
执证编码：S0980523090004

事项：

公司公告变动部分董事及高级管理人员，提名周明先生为公司第十一届董事会董事候选人，聘任贾庆文先生为公司总经理，聘任高春明先生为公司副总经理，聘任许百强先生为公司财务总监，聘任郑德强先生为公司副总经理，聘任张红阳先生为公司副总经理、董事会秘书，聘任窦茜茜女士为公司副总经理，任期为本届高管层届满为止。

国信零售观点：

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，初步形成涵盖医药、化妆品、原料及添加剂等多个业态在内的健康产业链集群。而此次对于高管人员的调整，再次加速推进公司业务转型，利于公司长期发展。随着管理团队的调整落地，未来公司有望持续深化内部改革和优化激励措施，大健康产业有望迎来持续发力。我们维持 2023-2025 年归母净利润为 4.07/5.15/6.40 亿元，对应 PE 为 22/17/14 倍，维持“买入”评级。

评论：

◆ 人事变动落地，新任管理层均为公司核心业务管理人员

公司公告进行部分董事及高级管理人员的变动：

- **董事变动：**高肖飞先生不再担任公司董事，并提名周明先生为公司第十一届董事会董事候选人。目前本议案已经得到公司董事会提名委员会审核通过，并于股东大会批准后生效。
- **高管人员变动：**高肖飞先生不再担任公司财务总监一职，邵雷先生不再担任公司副总经理一职。并聘任公司董事长贾庆文先生兼任总经理；聘任高春明先生为公司副总经理，聘任许百强先生为公司财务总监，聘任郑德强先生为公司副总经理，聘任张红阳先生为公司副总经理、董事会秘书，聘任窦茜茜女士为公司副总经理，任期为本届高管层届满为止。

本次人事调整主要将山东福瑞达医药集团层面相关管理人员，提拔至上市公司层面管理人员。公司自去年底开始剥离房地产开发业务，并聚焦于医药、化妆品、原料及添加剂等业务板块的发展。因此此次关于人事的调动，一方面由于在剥离房地产开发业务的同时，部分负责房地产业务相关管理人员也随之剥离，因此在上市公司管理层面上存在一定的职位空缺；另一方面，提拔熟悉生物医药相关板块的山东福瑞达医药集团相关人员进入到高管行列，有利于公司未来整体业务的经营聚力，更符合公司长期发展战略。

表1：新任高管人员前后职位情况

董事&高管	聘任后担任职位	聘任前担任职位
周明	福瑞达董事会董事候选人	山东福瑞达医药集团党委委员、纪委书记
贾庆文	福瑞达董事长、党委书记兼总经理	福瑞达董事长、党委书记
高春明	福瑞达副总经理	山东福瑞达生物股份总经理，山东福瑞达医药集团总经理助理、副总经理
许百强	福瑞达财务总监	山东福瑞达医药集团财务总监
郑德强	福瑞达副总经理	山东海佑福瑞达制药总经理，山东福瑞达医药集团总经理助理、副总经理
张红阳	福瑞达副总经理兼董事会秘书	山东福瑞达生物股份财务总监，山东福瑞达医药集团副总经理
窦茜茜	福瑞达副总经理	山东福瑞达医药集团总经理助理

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

◆ 三季度化妆品预计表现改善，期待双 11 大促发力

预计公司目前以化妆品为主的大健康主业有望在调整中不断优化发展。上半年由于瑗尔博士和颐莲进行产品结构和渠道进行调整，公司整体化妆品板块实现营收 11.06 亿元，同比增加 9.20%，增速有所放缓。Q3 虽然属于传统销售淡季，但在品牌内部调整完毕后，随着品牌的产品推新以及渠道优化下，预计公司美妆主业整体销售有望较前期有所改善。

同时进入四季度，公司将积极发力备战双 11 大促。一方面瑗尔博士通过推新来助力双 11 大促，根据品牌天猫官方旗舰店介绍，瑗尔博士于 7 月推出全新痘痘线系列产品痘痘水，在经历两轮热销后并于 9 月再次推出痘痘精华不断进行痘痘线的补充，并同时推出摇醒精华，针对年轻群体的熬夜暗沉肌肤，主打紧致修护；另一方面颐莲也通过加大内容种草投放，综艺冠名等方式扩大品牌知名度，为双 11 大促进行蓄力。

◆ 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，初步形成涵盖医药、化妆品、原料及添加剂等多个业态在内的健康产业链集群。而此次对于高管人员的调整，加速推进公司业务转型，利于公司长期发展。未来公司有望持续深化内部改革和优化激励措施，大健康产业有望迎来持续发力。我们维持 2023-2025 年归母净利润为 4.07/5.15/6.40 亿元，对应 PE 为 22/17/14 倍，维持“买入”评级。

◆ 风险提示

宏观经济下行导致居民消费支出水平承压的风险，新品推出不及预期的风险，新进入者竞争加剧等风险。

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）
代码	名称	评级	2023/10/12	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2023/10/12
600223.SH	福瑞达	买入	8.63	0.04	0.40	0.51	236.84	21.58	17.05	88
300957.SZ	贝泰妮	买入	94.57	2.48	3.04	3.95	60.14	31.11	23.94	401
603605.SH	珀莱雅	买入	99.08	2.88	2.78	3.51	58.09	35.62	28.25	393

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）-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
- 《鲁商发展（600223.SH）-22 年业绩受拟剥离地产业务拖累，坚定聚焦大健康美业布局》——2023-01-31

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E	
现金及现金等价物	5139	4318	3866	4118	4012	营业收入	12363	12951	4435	5290	6217
应收款项	1504	1950	243	290	341	营业成本	9187	9759	2087	2428	2809
存货净额	48204	46047	653	763	886	营业税金及附加	588	539	67	79	93
其他流动资产	3824	3314	1372	1636	1923	销售费用	1253	1313	1393	1677	1990
流动资产合计	58670	55629	6134	6807	7161	管理费用	380	350	190	224	260
固定资产	1328	1352	1538	1671	1804	研发费用	119	134	131	189	231
无形资产及其他	210	197	209	221	233	财务费用	91	353	133	112	86
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	9347	10336	11004	其他收入	(583)	(711)	(131)	(189)	(231)
短期借款及交易性金融负债	5529	5498	50	400	300	营业利润	678	311	546	691	859
应付款项	8694	9266	544	636	738	营业外净收支	(34)	(50)	0	0	0
其他流动负债	36870	35842	534	632	740	利润总额	644	261	546	691	859
流动负债合计	51093	50606	1129	1668	1778	所得税费用	250	196	98	124	155
长期借款及应付债券	3751	2215	2215	2215	2215	少数股东损益	32	20	41	52	65
其他长期负债	72	86	82	83	84	归属于母公司净利润	362	45	407	515	640
长期负债合计	3823	2301	2297	2299	2299	现金流量表（百万元）					
负债合计	54916	52907	3426	3966	4078	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
少数股东权益	1773	1850	1879	1915	1961	净利润	362	45	407	515	640
股东权益	4727	3717	4042	4454	4966	资产减值准备	191	73	(42)	14	17
负债和股东权益总计	61415	58474	9347	10336	11004	折旧摊销	93	116	174	195	216
关键财务与估值指标						公允价值变动损失	(196)	(268)	0	0	0
2021	2022	2023E	2024E	2025E		财务费用	91	353	133	112	86
每股收益	0.36	0.04	0.40	0.51	0.63	营运资本变动	2829	1752	4968	(216)	(232)
每股红利	2.03	1.19	0.08	0.10	0.13	其它	(340)	(574)	70	23	28
每股净资产	4.68	3.66	3.97	4.38	4.88	经营活动现金流	2939	1144	5577	530	669
ROIC	3%	2%	6%	13%	13%	资本开支	0	(457)	(330)	(354)	(378)
ROE	8%	1%	10%	12%	13%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	26%	25%	53%	54%	55%	投资活动现金流	(245)	(447)	(500)	(524)	(548)
EBIT Margin	7%	7%	13%	13%	13%	权益性融资	(0)	148	0	0	0
EBITDA Margin	8%	8%	17%	17%	17%	负债净变化	(677)	(1536)	0	0	0
收入增长	-9%	5%	-66%	19%	18%	支付股利、利息	(2047)	(1206)	(81)	(103)	(128)
净利润增长率	-43%	-87%	795%	27%	24%	其它融资现金流	2817	3818	(5448)	350	(100)
资产负债率	92%	94%	57%	57%	55%	融资活动现金流	(2630)	(1518)	(5529)	247	(228)
息率	23.3%	13.7%	0.9%	1.2%	1.5%	现金净变动	65	(821)	(452)	252	(107)
P/E	24.1	193.0	21.6	17.0	13.7	货币资金的期初余额	5074	5139	4318	3866	4118
P/B	1.8	2.4	2.2	2.0	1.8	货币资金的期末余额	5139	4318	3866	4118	4012
EV/EBITDA	68.5	63.5	16.4	14.4	12.2	企业自由现金流	0	1625	5278	192	291
						权益自由现金流	0	3907	(278)	451	121

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