

福瑞达 (600223.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

治理结构进一步优化，期待化妆品新品

双十一发力

事件简评

- 公司10月12日公告，因工作变动、高肖飞先生不再担任公司董事职务，董事会提名周明先生为董事候选人；聘任高春明/许百强/郑德强/张红阳担任副总经理/财务总监/副总经理/副总经理兼董事会秘书，聘任窦茜茜女士为副总经理。

经营分析

- 治理向前更进一步，聘任高管先前均在子公司山东福瑞达医药集团（化妆品&药品&原料业务主体）担任重要职位，此次聘任与公司发展化妆品与医药两大主业战略相符，治理结构有望进一步改善、激发内部活力。
- 新品放量推动瑷尔博士&颐莲Q3增速抬头，预计Q3化妆品业务环比Q2改善明显。
- ✓ 瑗尔博士：产品&渠道&人群破圈加速推进中，Q3上新痘痘系列向油敏肌拓展，摇醒精华（抗氧+无酸焕亮，主攻熬夜肌）布局直播场景，根据爬虫数据，瑷尔博士Q3淘系+抖音同增12%（Q1/Q2同比-7.1%/+11.8%），其中淘系同比-15%、抖音同比+85%（延续高增）。
- ✓ 颐莲：新品玻尿酸院线软膜表现亮眼拉动Q3增速环比大幅提升。根据爬虫数据，颐莲Q3淘系+抖音同增47%（Q1/Q2同比-0.3%/+7%），其中淘系同比+13%、抖音同比+109%（新品院线软膜放量、9月抖音GMV1200万元+）。
- 布局重组胶原蛋白，蓄力第二增长曲线。合作河北纳科、布局II/III类医疗器械，医美品牌珂谧（专研肌肤年轻化）8月初亮相，首发产品为II类修护贴/次抛精华等。

盈利预测、估值与评级

- 内部治理逐步改善，新品拉动化妆品业务Q3环比改善明显、期待双十一表现，医药及原料业务总体稳健。预计23-25年归母净利润为4.13/4.9/5.88亿元（考虑地产业务剥离），对应23-25年PE分别为21/18/15倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 地产业务波动；化妆品竞争加剧，新品牌孵化不及预期，新品发展不及预期。

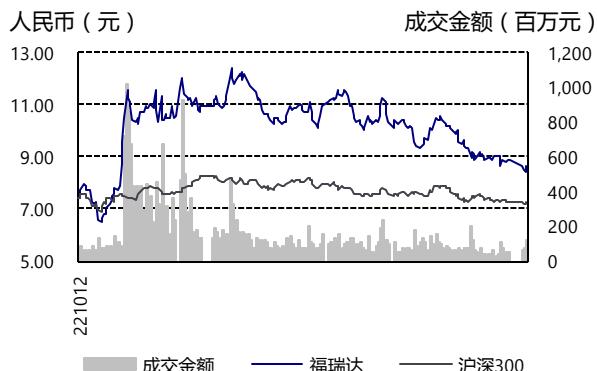
商贸零售组

分析师：罗晓婷（执业S1130520120001）
luoxiaoting@gjzq.com.cn

市价（人民币）：8.63元

相关报告：

- 1.《福瑞达点评：美妆医药产品结构优化、毛利率提升，房地产剥离在即...》，2023.8.27
- 2.《鲁商发展1Q23业绩点评：化妆品表现平稳、看好盈利改善，医药...》，2023.4.28
- 3.《鲁商发展22年年报点评：化妆品表现亮眼，房地产开发业务剥离进...》，2023.3.31



公司基本情况（人民币）

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	12,363	12,951	4,258	4,845	5,476
营业收入增长率	-9.20%	4.76%	-67.13%	13.81%	13.02%
归母净利润(百万元)	362	45	413	490	588
归母净利润增长率	-43.34%	-87.44%	808.41%	18.60%	20.05%
摊薄每股收益(元)	0.359	0.045	0.406	0.482	0.578
每股经营性现金流净额	6.79	0.98	4.32	2.41	0.69
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.66%	1.22%	10.31%	11.26%	12.35%
P/E	36.95	236.84	21.25	17.91	14.92
P/B	2.83	2.90	2.19	2.02	1.84

来源：公司年报、国金证券研究所（注：股价更新至10月12日）

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	13,615	12,363	12,951	4,258	4,845	5,476
增长率	16.6%	-9.2%	4.8%	-67.1%	13.8%	13.0%
主营业务成本	-10,847	-9,187	-9,759	-1,992	-2,212	-2,477
%销售收入	79.7%	74.3%	75.4%	46.8%	45.6%	45.2%
毛利	2,768	3,176	3,192	2,266	2,634	2,999
%销售收入	20.3%	25.7%	24.6%	53.2%	54.4%	54.8%
营业税金及附加	-748	-588	-539	-26	-29	-33
%销售收入	5.5%	4.8%	4.2%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-849	-1,253	-1,313	-1,469	-1,696	-1,917
%销售收入	6.2%	10.1%	10.1%	34.5%	35.0%	35.0%
管理费用	-328	-380	-350	-204	-223	-246
%销售收入	2.4%	3.1%	2.7%	4.8%	4.6%	4.5%
研发费用	-77	-119	-134	-149	-170	-192
%销售收入	0.6%	1.0%	1.0%	3.5%	3.5%	3.5%
息税前利润(EBIT)	766	836	856	418	516	611
%销售收入	5.6%	6.8%	6.6%	9.8%	10.7%	11.2%
财务费用	-68	-91	-353	-128	-30	-10
%销售收入	0.5%	0.7%	2.7%	3.0%	0.6%	0.2%
资产减值损失	-75	-297	-335	-4	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	220	201	116	200	90	90
%税前利润	25.7%	31.3%	44.5%	41.2%	15.6%	13.0%
营业利润	875	678	311	486	576	692
营业利润率	6.4%	5.5%	2.4%	11.4%	11.9%	12.6%
营业外收支	-22	-34	-50	0	0	0
税前利润	854	644	261	486	576	692
利润率	6.3%	5.2%	2.0%	11.4%	11.9%	12.6%
所得税	-215	-250	-196	-73	-86	-104
所得税率	25.1%	38.8%	75.1%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	639	394	65	413	490	588
少数股东损益	0	32	20	0	0	0
归属于母公司的净利润	639	362	45	413	490	588
净利率	4.7%	2.9%	0.4%	9.7%	10.1%	10.7%

资产负债表（人民币百万元）						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	5,074	5,139	4,318	4,131	6,702	6,769
应收款项	848	1,532	2,027	567	380	430
存货	46,665	48,204	46,047	2,724	1,208	1,353
其他流动资产	6,530	3,795	3,237	192	216	224
流动资产	59,117	58,670	55,629	7,615	8,506	8,777
%总资产	96.1%	95.5%	95.1%	73.4%	75.2%	75.5%
长期投资	642	883	934	900	900	900
固定资产	1,201	1,328	1,352	1,364	1,400	1,450
%总资产	2.0%	2.2%	2.3%	13.1%	12.4%	12.5%
无形资产	418	411	404	373	370	368
非流动资产	2,382	2,745	2,845	2,765	2,798	2,845
%总资产	3.9%	4.5%	4.9%	26.6%	24.8%	24.5%
资产总计	61,499	61,415	58,474	10,380	11,305	11,622
短期借款	7,041	5,529	5,498	1,500	1,500	1,500
应付款项	23,486	22,221	25,538	992	1,108	1,243
其他流动负债	19,959	23,344	19,570	162	182	207
流动负债	50,486	51,093	50,606	2,655	2,791	2,950
长期贷款	4,427	3,751	2,215	1,815	2,265	2,015
其他长期负债	68	72	86	54	50	47
负债	54,981	54,916	52,907	4,524	5,106	5,012
普通股股东权益	4,080	4,727	3,717	4,005	4,348	4,760
其中：股本	1,009	1,009	1,017	1,017	1,017	1,017
未分配利润	1,978	2,014	1,894	2,183	2,526	2,938
少数股东权益	2,437	1,773	1,850	1,850	1,850	1,850
负债股东权益合计	61,499	61,415	58,474	10,380	11,305	11,622

现金流量表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	639	394	65	413	490	588
少数股东损益	0	32	20	0	0	0
非现金支出	170	399	465	95	95	101
非经营收益	-151	-86	284	12	52	59
营运资金变动	3,790	6,142	185	3,870	1,815	-44
经营活动现金净流	4,448	6,848	998	4,390	2,452	704
资本开支	-156	-281	-160	-50	-128	-148
投资	-251	-67	-91	34	0	0
其他	503	-103	253	200	90	90
投资活动现金净流	95	-452	1	184	-38	-58
股权募资	1,395	800	148	0	0	0
债权募资	759	-2,193	-1,677	-4,415	450	-250
其他	-5,706	-5,396	-88	-340	-289	-325
筹资活动现金净流	-3,551	-6,789	-1,618	-4,755	161	-575
现金净流量	991	-393	-609	-181	2,575	71

比率分析						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.633	0.359	0.045	0.406	0.482	0.578
每股净资产	4.044	4.684	3.656	3.940	4.277	4.682
每股经营现金净流	4.409	6.786	0.982	4.318	2.412	0.693
每股股利	0.200	0.110	0.000	0.122	0.145	0.174
回报率						
净资产收益率	15.65%	7.66%	1.22%	10.31%	11.26%	12.35%
总资产收益率	1.04%	0.59%	0.08%	3.98%	4.33%	5.06%
投入资本收益率	3.19%	3.24%	1.61%	3.87%	4.41%	5.13%
增长率						
主营业务收入增长率	32.33%	-9.20%	4.76%	-67.13%	13.81%	13.02%
EBIT增长率	74.74%	9.05%	2.37%	-51.15%	23.55%	18.38%
净利润增长率	85.39%	-43.34%	-87.44%	808.41%	18.60%	20.05%
总资产增长率	9.78%	-0.14%	-4.79%	-82.25%	8.91%	2.81%
资产管理能力						
应收账款周转天数	4.7	6.9	8.9	40.0	20.0	20.0
存货周转天数	1,532.8	1,884.5	1,762.5	500.0	200.0	200.0
应付账款周转天数	223.0	297.3	280.3	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	25.6	38.0	36.1	108.1	96.2	87.1
偿债能力						
净负债/股东权益	98.11%	63.71%	60.99%	-13.93%	-47.38%	-49.23%
EBIT利息保障倍数	11.3	9.2	2.4	3.3	17.1	63.9
资产负债率	89.40%	89.42%	90.48%	43.59%	45.17%	43.13%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

市场中相关报告评级比率分析说明:

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分, 为“增持”得 2 分, 为“中性”得 3 分, 为“减持”得 4 分, 之后平均计算得出最终评分, 作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照:

1.00 =买入; 1.01~2.0=增持 ; 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持

来源: 聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-07-23	买入	9.23	N/A
2	2022-08-27	买入	9.18	N/A
3	2022-10-28	买入	7.30	N/A
4	2022-11-16	买入	7.91	N/A
5	2023-01-31	买入	10.99	N/A
6	2023-03-31	买入	10.37	N/A
7	2023-04-28	买入	10.59	N/A
8	2023-08-27	买入	9.31	N/A

来源: 国金证券研究所


投资评级的说明:

买入: 预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上;

增持: 预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%;

中性: 预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%;

减持: 预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路1088号
紫竹国际大厦5楼

北京

电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街26号
新闻大厦8层南侧

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
18楼1806
