

➤ **事件：福瑞达发布 2023 年业绩预告。**2023 年，公司预计归母净利润为 2.6-2.9 亿元，同比增长 472%-538%；扣非归母净利润为 1.16-1.46 亿元，同比增长 98%-150%。23Q4，公司预计归母净利润为 0.22-0.52 亿元，同比增长 120%-148%；扣非归母净利润为 0.08-0.38 亿元，同比增长 108%-137%。

➤ **核心品牌不断推进产品升级迭代，品牌零售持续高增。**1) **瑗尔博士：**主打微生态护肤，围绕益生菌系列、褐藻系列两大品线，打造益生菌面膜、益生菌水乳、反重力水乳、洁颜蜜等大单品。23Q3 品牌上新祛痘精华、摇醒精华、理想精华等产品，23Q4 升级益生菌面霜推出 2.0 版，24 年 1 月上新闪充水乳 2.0，横纵向完善系列产品矩阵，推动品牌销售增长，根据久谦数据，瑗尔博士 23 年/23Q4 天猫+抖音合计 GMV 同比+26%/+82%；2024 年，客单价较益生菌系列更高的褐藻系列将推出 2.0 版，期待褐藻系列升级加速品牌收入增长。2) **颐莲：**围绕高倍保湿，在心智单品喷雾的基础上补充面霜品类，同时对喷雾配方进行升级推出喷雾 2.0，新品助力品牌收获亮眼销售表现，根据久谦数据，颐莲 23 年/23Q4 天猫+抖音合计 GMV 同比+37%/+89%；未来，颐莲将面霜和精华作为长期规划品类，深度打造常规品类的同时，开发相关边缘产品提升销售。

➤ **布局重组胶原蛋白新版图，推出“珂谧”品牌，有望培育透明质酸后的第二成长曲线。**公司深耕重组胶原蛋白领域多年，从研发到生产再到产业化应用，全面打通重组人源化 III 型胶原蛋白产业链，并申请多件发明专利。23 年 12 月 15 日，公司在山东济南召开首届重组胶原蛋白技术峰会暨胶原蛋白成果发布会，推出以重组胶原蛋白为核心成分的“珂谧 KeyC”品牌，入局重组胶原蛋白赛道。截至目前，品牌共推出 3 款护肤品（重组胶原蛋白益护御龄精华液、重组胶原蛋白修护贴、重组胶原蛋白益护胶弹霜）和 1 款医疗器械（重组 III 型人源化胶原蛋白修护贴敷料），同时积极在天猫、抖音等线上平台开设旗舰店以及布局医院皮肤科、医美医院、药房连锁等线下渠道，促进产品销售；中长期看，随公司全力推进胶原蛋白布局以及医美产业集群化和转型升级，重组胶原蛋白相关业务有望构筑福瑞达在透明质酸后的第二成长曲线。

➤ **完成地产业务剥离，人事调整落地，持续聚焦大健康主业，看好公司 24 年健康增长。**公司 23 年开始推进地产业务剥离，逐步聚焦以化妆品为主，医药+原料协同发展的大健康产业。23 年 1 月，公司发布《重大资产出售暨关联交易报告书》，确定地产业务交易价格为 59 亿元，并置出第一批地产标的；23 年 10 月，公司按交易安排完成第二批次标的资产交割；至 23 年 10 月末，公司置出从事房地产开发业务的全部资产及负债，不再从事房地产开发相关业务。此外，23 年 10 月，公司人事调整落地，新聘多位具备丰富的医药、化妆品业务经验的高管，进一步完善主业布局，看好公司 24 年轻装上阵实现健康增长。

➤ **投资建议：**公司聚焦于医药、化妆品、原料及添加剂等业务，实现高质量发展。短期看，地产业务剥离后盈利能力有望提升；中长期看，公司逐步完善化妆品产品及品牌矩阵，推进医美产业的集群化和转型升级以及原料业务的高端化、专业化，成长动能充足。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 2.76/3.91/4.69 亿元，同比增长 506.2%/41.9%/20.0%，对应 PE 为 31/22/18 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**新品开发不及预期，业务结构改变后的经营与管理风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	12,951	4,418	4,974	6,107
增长率 (%)	4.8	-65.9	12.6	22.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	45	276	391	469
增长率 (%)	-87.4	506.2	41.9	20.0
每股收益 (元)	0.04	0.27	0.38	0.46
PE	189	31	22	18
PB	2.3	2.2	2.0	1.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 1 月 24 日收盘价）

推荐

维持评级
当前价格：
8.44 元

分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 解慧新

执业证书：S0100522100001

邮箱：xiehuixin@mszq.com

研究助理 杨颖

执业证书：S0100123070030

邮箱：yangying@mszq.com

相关研究

- 福瑞达 (600223.SH) 2023 年三季报点评：化妆品业务高增，盈利能力持续提升-2023/10/30
- 福瑞达 (600223.SH) 事件点评：人事调整助力主业聚焦，“双 11”大促临近加速催化-2023/10/16
- 福瑞达 (600223.SH) 2023 年中报点评：大健康业务盈利能力持续提升，期待 Q3 地产剥离进一步激发主业活力-2023/08/29
- 鲁商发展 (600223.SH) 2023 年一季报点评：医药板块大幅增长，地产业务剥离顺利进行中-2023/05/04
- 鲁商发展 (600223.SH) 2022 年年报点评：化妆品业务稳定增长，期待业务聚焦后的再升级-2023/04/01

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	12,951	4,418	4,974	6,107
营业成本	9,759	2,115	2,170	2,629
营业税金及附加	539	184	207	254
销售费用	1,313	1,369	1,641	2,076
管理费用	350	177	189	220
研发费用	134	133	164	214
EBIT	551	426	587	696
财务费用	353	99	23	5
资产减值损失	-268	-11	-13	-14
投资收益	116	127	75	73
营业利润	311	443	626	750
营业外收支	-50	-5	-5	-5
利润总额	261	437	621	745
所得税	196	131	186	224
净利润	65	306	435	522
归属于母公司净利润	45	276	391	469
EBITDA	681	537	696	820

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,318	3,668	3,375	3,321
应收账款及票据	351	461	490	587
预付款项	1,524	184	186	225
存货	46,047	1,354	1,373	1,629
其他流动资产	3,388	2,022	2,101	2,199
流动资产合计	55,629	7,689	7,525	7,961
长期股权投资	720	837	899	959
固定资产	1,279	1,070	992	990
无形资产	197	287	342	388
非流动资产合计	2,845	2,872	2,968	3,108
资产合计	58,474	10,561	10,493	11,069
短期借款	2,270	470	170	70
应付账款及票据	9,266	705	760	929
其他流动负债	39,070	2,430	2,458	2,864
流动负债合计	50,606	3,605	3,388	3,863
长期借款	2,215	1,011	811	511
其他长期负债	86	86	85	84
非流动负债合计	2,301	1,097	896	595
负债合计	52,907	4,702	4,284	4,458
股本	1,017	1,017	1,017	1,017
少数股东权益	1,850	1,881	1,924	1,976
股东权益合计	5,567	5,859	6,209	6,611
负债和股东权益合计	58,474	10,561	10,493	11,069

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	4.76	-65.89	12.60	22.78
EBIT 增长率	-3.51	-22.77	38.00	18.40
净利润增长率	-87.44	506.22	41.92	20.05
盈利能力 (%)				
毛利率	24.65	52.13	56.38	56.95
净利润率	0.35	6.24	7.86	7.69
总资产收益率 ROA	0.08	2.61	3.73	4.24
净资产收益率 ROE	1.22	6.93	9.13	10.13
偿债能力				
流动比率	1.10	2.13	2.22	2.06
速动比率	0.13	1.67	1.73	1.55
现金比率	0.09	1.02	1.00	0.86
资产负债率 (%)	90.48	44.52	40.83	40.28
经营效率				
应收账款周转天数	9.90	40.07	37.84	36.94
存货周转天数	1,722.19	233.76	230.94	226.17
总资产周转率	0.22	0.13	0.47	0.57
每股指标 (元)				
每股收益	0.04	0.27	0.38	0.46
每股净资产	3.66	3.91	4.21	4.56
每股经营现金流	0.98	5.73	0.49	0.70
每股股利	0.11	0.08	0.12	0.14
估值分析				
PE	189	31	22	18
PB	2.3	2.2	2.0	1.9
EV/EBITDA	14.86	18.86	14.54	12.34
股息收益率 (%)	1.30	0.99	1.40	1.68

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	65	306	435	522
折旧和摊销	130	111	108	124
营运资金变动	185	5,292	-71	54
经营活动现金流	998	5,824	500	715
资本开支	-160	-60	-121	-182
投资	-91	-22	-22	-22
投资活动现金流	1	-82	-142	-203
股权募资	148	0	0	0
债务募资	-1,677	-6,232	-500	-400
筹资活动现金流	-1,618	-6,392	-651	-566
现金净流量	-609	-650	-293	-55

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026