



## 买入(维持)

所属行业: 美容护理/化妆品  
当前价格(元): 9.55

### 证券分析师

#### 赵雅楠

资格编号: S0120523070002

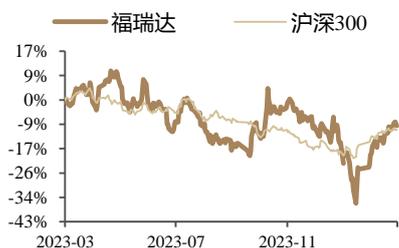
邮箱: zhaoyan@tebon.com.cn

#### 易丁依

资格编号: S0120523070004

邮箱: yidy@tebon.com.cn

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	12.75	7.88	1.20
相对涨幅(%)	9.16	-1.64	-6.31

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

### 相关研究

- 《商社周报 0310: 38 大促国货持续崛起, 多品牌积极推新》, 2024.3.10
- 《商社周报 0303: 北美零售库存低位, Temu 平台强势起量》, 2024.3.3
- 《商社周报 0223: 春节旅游数据火热, 《校外培训管理条例(征求意见稿)》发布有望修复 K12 板块估值》, 2024.2.25
- 《商社周报 0204: 商社板块 23 年疫后恢复性增长, 龙头预期内高增长、中小公司表现分化》, 2024.2.4
- 《商社周报 0128: 23Q4 基金重仓环比减配, 板块配置机遇凸显》, 2024.1.28

### 股票数据

总股本(百万股):	1,016.57
流通 A 股(百万股):	1,016.57
52 周内股价区间(元):	6.68-11.57
总市值(百万元):	9,708.23
总资产(百万元):	7,817.83
每股净资产(元):	3.95

资料来源: 公司公告

# 福瑞达:23 年业绩超出此前预告, 静待化妆品新品放量

### 投资要点

- **公司 23 年业绩超出此前预告。(1) 23 全年:** 实现营收 45.79 亿/-64.65%, 归母净利润 3.03 亿/+567.44%(超出此前预告 2.6-2.9 亿), 扣非后归母 1.39 亿/+137.4%(落在预告 1.16 亿-1.46 亿中枢偏上沿), 剥离地产业务带来收入下滑, 同时产生投资收益 1.42 亿; 盈利能力方面, 毛利率为 46.49%、有明显提升, 来自于低毛利率的房地产业务剥离, 同时化妆品业务占比逐渐走高。(2) **23Q4:** 营收 11.84 亿/-73.2%, 归母净利润 0.65 亿; 毛利率/归母净利率为 44.8%/5.5%、维持较高水平。
- **管理团队调整, 治理架构逐步理顺, 从房地产走向大健康。** 公司 23 年 10 月公告, 聘任高春明/许百强/郑德强/张红阳/窦茜茜担任副总经理/财务总监/副总经理/副总经理兼董事会秘书/副总经理, 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, 契合发展大健康业务, 治理结构逐渐理顺。
- **化妆品业务: 电商渠道展现拐点, 积极推新、品牌逐步升级。** 23 年化妆品业务营收 24.16 亿/+22.71%, 毛利率 62.13%/+1.16pcts, 分品牌来看: (1) **瓊尔博士:** 23 年营收 13.48 亿/+27.33%, 24 年 2 月闪充系列升级, 完善中高端产品线; 摇醒精华、控油精华、理想精华等强功效精华品类上市, 新增防晒系列新品及渠道定制产品, 助力品牌增速提效。(2) **颐莲:** 23 年营收 8.57 亿/+20.35%, 聚焦“玻尿酸保湿修护”心智, 打好“喷雾阻击战”“面霜攻坚战”“心智持久战”三大战役, 稳住喷雾市占率, 同时提升面霜的产品占比。(3) **医美布局:** 公司已完成胶原蛋白医疗器械智能化生产基地的基础设施建设, 实现重组人源化胶原蛋白原料试生产, 推进重组人源化胶原蛋白原料备案, 推出医美品牌珂谧, 由单一美妆主业升级为“生美+医美”双美新生态。
- **药品全年增势平稳, 原料业务稳健增长。(1) 药品业务:** 2023 年累计营收 5.20 亿/+1.61%, 毛利率为 53.39%/+0.39pcts, 公司将加快品牌中药、中药大品种培育, 探索“专科大药房”的电商新模式, 发力药店和线上渠道。(2) **添加剂业务:** 累计营收 3.51 亿/+23.16%, 毛利率为 32.31%/-1.76pcts, 滴眼液级玻璃酸钠原料国内注册获得 CDE “I” 状态登记号, 国外获 CEP 证书, 依克多因获得美国 FDA 的原料药 DMF 备案, 同时拓展透明质酸在快消产品的应用推广, 以及依克多因、聚谷氨酸在农业的应用推广, 加强原料协同, 提升国际市场份额。
- **投资建议:** 短期看好化妆品业务电商渠道拐点兑现, 期待瓊尔博士新产品放量增长, 颐莲品牌面霜新品接力增长; 随着组织调整落地, 未来逐步提质增效、精细化运营, 看好品牌升级及打造第二曲线医美业务。预计 24-26 年营收为 41.84/49.60/56.69 亿(24 年剥离地产, 但 23 年仍有 11.4 亿营收, 预估高基数拖累整体表现), 归母净利润至 3.73/5.08/6.21 亿, 同增+22.9%/+36.3%/+22.1%, PE 为 26X/19X/16X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 化妆品景气度下降、化妆品竞争加剧、新产品推广情况不及预期。

### 主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	12,951	4,579	4,184	4,960	5,669
(+/-)YOY(%)	4.8%	-64.6%	-8.6%	18.5%	14.3%
净利润(百万元)	45	303	373	508	621
(+/-)YOY(%)	-87.4%	567.4%	22.9%	36.3%	22.1%
全面摊薄 EPS(元)	0.04	0.30	0.37	0.50	0.61
毛利率(%)	24.6%	46.5%	57.6%	58.2%	58.7%
净资产收益率(%)	1.2%	7.6%	8.7%	11.1%	12.4%

资料来源: 公司年报(2022-2023), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.30	0.37	0.50	0.61
每股净资产	3.95	4.20	4.52	4.92
每股经营现金流	0.47	2.22	1.22	1.59
每股股利	0.11	0.12	0.18	0.22
价值评估(倍)				
P/E	32.10	26.04	19.10	15.64
P/B	2.44	2.27	2.11	1.94
P/S	2.12	2.32	1.96	1.71
EV/EBITDA	23.74	10.95	8.07	6.30
股息率%	1.1%	1.2%	1.9%	2.3%
盈利能力指标(%)				
毛利率	46.5%	57.6%	58.2%	58.7%
净利润率	6.6%	8.9%	10.2%	10.9%
净资产收益率	7.6%	8.7%	11.1%	12.4%
资产回报率	3.9%	4.6%	5.9%	6.8%
投资回报率	3.5%	5.7%	6.9%	7.9%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-64.6%	-8.6%	18.5%	14.3%
EBIT 增长率	-50.4%	80.5%	29.1%	20.4%
净利润增长率	567.4%	22.9%	36.3%	22.1%
偿债能力指标				
资产负债率	40.1%	39.2%	38.0%	36.6%
流动比率	2.5	2.5	2.6	2.7
速动比率	2.2	2.3	2.4	2.5
现金比率	0.7	1.4	1.6	1.9
经营效率指标				
应收帐款周转天数	36.3	42.0	38.0	35.0
存货周转天数	78.3	110.0	100.0	90.0
总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.6
固定资产周转率	4.3	3.8	4.4	4.8

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	303	373	508	621
少数股东损益	63	41	44	47
非现金支出	203	314	327	319
非经营收益	-130	39	35	32
营运资金变动	35	1,491	322	597
经营活动现金流	474	2,258	1,237	1,616
资产	-207	-353	-388	-424
投资	2,687	-10	-19	-14
其他	194	29	25	28
投资活动现金流	2,673	-334	-383	-409
债权募资	-2,682	0	0	0
股权募资	3	0	0	0
其他	-419	-171	-231	-271
融资活动现金流	-3,097	-171	-231	-271
现金净流量	49	1,752	623	935

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 3 月 21 日  
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	4,579	4,184	4,960	5,669
营业成本	2,450	1,776	2,072	2,340
毛利率%	46.5%	57.6%	58.2%	58.7%
营业税金及附加	36	33	40	45
营业税金率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	1,446	1,445	1,766	2,030
营业费用率%	31.6%	34.5%	35.6%	35.8%
管理费用	223	230	258	283
管理费用率%	4.9%	5.5%	5.2%	5.0%
研发费用	153	146	169	187
研发费用率%	3.3%	3.5%	3.4%	3.3%
EBIT	273	494	637	767
财务费用	57	30	8	0
财务费用率%	1.2%	0.7%	0.2%	0.0%
资产减值损失	-16	0	0	0
投资收益	214	21	25	28
营业利润	419	513	682	823
营业外收支	-6	-8	-8	-9
利润总额	413	505	674	814
EBITDA	431	768	964	1,087
所得税	47	91	121	146
有效所得税率%	11.3%	18.0%	18.0%	18.0%
少数股东损益	63	41	44	47
归属母公司所有者净利润	303	373	508	621

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,734	3,486	4,109	5,044
应收账款及应收票据	523	451	516	544
存货	525	535	568	577
其它流动资产	3,202	1,796	1,459	890
流动资产合计	5,984	6,269	6,652	7,054
长期股权投资	139	139	139	139
固定资产	1,055	1,096	1,119	1,184
在建工程	131	151	171	191
无形资产	149	159	169	179
非流动资产合计	1,833	1,906	1,978	2,088
资产总计	7,818	8,175	8,630	9,142
短期借款	705	705	705	705
应付票据及应付账款	453	468	489	488
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,244	1,291	1,353	1,419
流动负债合计	2,402	2,465	2,548	2,612
长期借款	665	665	665	665
其它长期负债	71	71	71	71
非流动负债合计	736	736	736	736
负债总计	3,138	3,201	3,284	3,348
实收资本	1,017	1,017	1,017	1,017
普通股股东权益	4,015	4,268	4,596	4,996
少数股东权益	665	707	751	798
负债和所有者权益合计	7,818	8,175	8,630	9,142

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

赵雅楠，德邦证券研究所商贸零售&社会服务首席分析师，复旦大学金融工程硕士、普林斯顿双学位，复旦大学财务管理学士，6年证券研究经验。2020年、2021年新财富第四团队成员，曾荣获水晶球、金麒麟等多个最佳分析师奖项。擅长公司及行业深度基本面研究和消费产业趋势分析，核心覆盖医美化妆品、珠宝电商、旅游餐饮、免税、人力资源、教育等多个板块。

易丁依，上海财经大学金融硕士，21年6月加入德邦证券，负责医美、化妆品领域研究，把握颜值经济行业趋势、分析用户画像、研究终端产品、高频跟踪渠道动销，深挖公司基本面型选手，挖掘胶原蛋白等前沿细分市场。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
股票投资评级		买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
行业投资评级		优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。