

➤ **事件：福瑞达发布 2023 年年报。**23 年，公司实现营收 45.79 亿元，yoy-64.65%；归母净利润 3.03 亿元，yoy+567.44%；扣非归母净利润 1.39 亿元，yoy+137.40%。单 Q4 看，公司实现营收 11.84 亿元，yoy-73.23%；归母净利润 0.65 亿元，yoy+160.33%；扣非归母净利润 0.31 亿元，yoy+130.43%。

➤ **化妆品业务稳步推进，23 年化妆品业务收入同比+22.71%，布局重组胶原蛋白新版图，“4+N”战略向“5+N”进阶升级，“生美+医美”双美新业态加速化妆品业务发展。**23 年公司化妆品业务收入 24.16 亿元，同比+22.71%；23H2 实现收入 13.10 亿元，同比+37.02%，环比+18.49%，其中，1) 颐莲 (23 年收入 8.57 亿元/同比+20.35%；23H2 收入 4.65 亿元/同比+43.40%，环比+18.62%)：完成从玻尿酸大厂到中国高保湿心智切换，23 年在心智单品喷雾的基础上补充面霜品类，并对喷雾配方进行升级推出喷雾 2.0，产品矩阵持续完善和升级驱动品牌收入增长；24 年将继续围绕“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，在稳守喷雾市场占有率基础上，提升以面霜为代表的第二梯队产品销售占比；2) 瓊尔博士 (23 年收入 13.48 亿元/yoy+27.33%；23H2 收入 7.50 亿元/同比+40.58%，环比+25.42%)：专研微生态护肤，23 年上新控油精华、摇醒精华、理想精华等新品，升级益生菌面霜推出 2.0 版，横纵向完善系列产品矩阵；24 年品牌将进一步完善产品线，益生菌、闪充系列两大品线全面升级 (闪充水乳 2.0 24 年 1 月已上新)，摇醒系列、清肌控油系列扩充品类，新增防晒系列新品及渠道定制产品，多品线发力打开品牌增长空间。此外，23 年公司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，12 月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，品牌发展战略从“4+N”升级为“5+N”，由单一美妆主业升级为“生美+医美”双美新业态，加速化妆品业务发展。

➤ **医药业务渠道持续扩张，原料业务产品线持续丰富，23 年业务均实现稳健增长。**1) 医药业务 (23 年收入 5.20 亿元/yoy+1.61%)：目前已打通全国各地医院、基层医药机构和药店等医疗服务终端以及京东、阿里、有赞商城等互联网电商渠道；23 年公司成立“福瑞达大药房”，发展新零售业务拓宽销售面；24 年将围绕互联网销售快速增长的骨科、皮肤科等品类，积极探索“专科大药房”医药电商新模式，实现在电商渠道的进一步突破。2) 原料及添加剂业务 (23 年收入 3.51 亿元/yoy+23.16%)：推进国内外原料药注册项目，丰富产品线；积极拓宽原料应用场景，加快透明质酸在饮料、宠物食品、计生用品等快消产品的应用，以及依克多因、聚谷氨酸在农业的应用，提高原料产品市占率。

➤ **完成地产业务剥离，人事调整落地，持续聚焦大健康主业，看好公司长期增长。**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，并置出第一批地产业务标的；10 月，公司按交易安排完成第二批次标的资产交割；至 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 2024-2026 年归母净利润分别为 4.02/5.03/6.17 亿元，同比增长 32.5%/25.2%/22.5%，对应 PE 为 24/19/16 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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	4,579	4,809	5,990	7,022
增长率 (%)	-64.6	5.0	24.5	17.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	303	402	503	617
增长率 (%)	567.4	32.5	25.2	22.5
每股收益 (元)	0.30	0.40	0.50	0.61
PE	32	24	19	16
PB	2.4	2.2	2.0	1.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 3 月 22 日收盘价）

**推荐**
**维持评级**
**当前价格：**
**9.47 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 年业绩预告点评：23Q4 业绩扭亏为盈，化妆品业务稳健增长，医美业务未来可期-2024/01/24
- 福瑞达 (600223.SH) 2023 年三季度报点评：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-2023/05/04

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	4,579	4,809	5,990	7,022
营业成本	2,450	2,188	2,707	3,160
营业税金及附加	36	200	249	292
销售费用	1,446	1,645	2,024	2,352
管理费用	223	207	246	274
研发费用	153	183	216	246
EBIT	273	384	546	697
财务费用	57	34	24	32
资产减值损失	-16	-2	-4	-5
投资收益	214	139	90	84
营业利润	419	486	608	744
营业外收支	-6	-6	-6	-7
利润总额	413	480	602	737
所得税	47	62	78	96
净利润	366	418	523	641
归属于母公司净利润	303	402	503	617
EBITDA	431	546	699	866

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,734	2,587	1,948	2,580
应收账款及票据	523	502	590	675
预付款项	52	191	233	270
存货	525	480	556	606
其他流动资产	3,151	2,720	3,056	3,004
流动资产合计	5,984	6,479	6,383	7,135
长期股权投资	139	276	361	440
固定资产	1,055	846	777	782
无形资产	149	235	288	333
非流动资产合计	1,833	1,895	2,001	2,138
资产合计	7,818	8,374	8,383	9,273
短期借款	705	705	705	705
应付账款及票据	453	443	568	691
其他流动负债	1,244	1,398	745	873
流动负债合计	2,402	2,547	2,018	2,269
长期借款	665	665	665	665
其他长期负债	71	64	79	76
非流动负债合计	736	729	744	741
负债合计	3,138	3,276	2,762	3,010
股本	1,017	1,017	1,017	1,017
少数股东权益	665	681	702	726
股东权益合计	4,680	5,098	5,621	6,263
负债和股东权益合计	7,818	8,374	8,383	9,273

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-64.65	5.03	24.54	17.24
EBIT 增长率	-50.38	40.44	42.18	27.69
净利润增长率	567.44	32.49	25.20	22.53
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	46.49	54.50	54.80	55.00
净利润率	6.63	8.36	8.40	8.78
总资产收益率 ROA	3.88	4.80	6.00	6.65
净资产收益率 ROE	7.56	9.10	10.23	11.14
<b>偿债能力</b>				
流动比率	2.49	2.54	3.16	3.14
速动比率	2.22	2.26	2.74	2.72
现金比率	0.72	1.02	0.97	1.14
资产负债率 (%)	40.14	39.12	32.94	32.46
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	36.27	40.07	37.84	36.94
存货周转天数	78.27	80.00	75.00	70.00
总资产周转率	0.14	0.59	0.71	0.80
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.30	0.40	0.50	0.61
每股净资产	3.95	4.34	4.84	5.45
每股经营现金流	0.47	0.99	0.37	0.91
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>估值分析</b>				
PE	32	24	19	16
PB	2.4	2.2	2.0	1.7
EV/EBITDA	23.36	18.44	14.42	11.63
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	366	418	523	641
折旧和摊销	158	162	153	169
营运资金变动	35	477	-304	95
经营活动现金流	474	1,009	379	924
资本开支	-207	-82	-160	-231
投资	2,687	0	0	0
投资活动现金流	2,673	-82	-160	-231
股权募资	3	0	0	0
债务募资	-2,682	0	-799	0
筹资活动现金流	-3,097	-73	-858	-62
现金净流量	49	854	-639	632

## 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