



**上海证券**  
SHANGHAI SECURITIES

## 买入（维持）

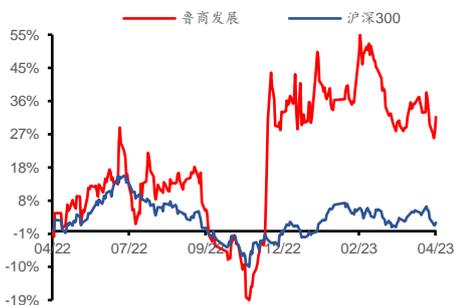
行业： 房地产  
日期： 2023年04月28日

分析师： 王盼  
Tel: 021-53686243  
E-mail: wangpan@shzq.com  
SAC 编号: S0870523030001

### 基本数据

最新收盘价（元）	10.59
12mth A 股价格区间（元）	6.50-12.43
总股本（百万股）	1,016.57
无限售 A 股/总股本	100.00%
流通市值（亿元）	107.65

### 最近一年股票与沪深 300 比较



### 相关报告：

《化妆品增长稳健，坚定聚焦美丽大健康》

——2023年03月31日

《聚焦美丽健康生态链，成长有望加速》

——2023年02月01日

《化妆品延续增长，利润端承压静待修复》

——2022年10月30日

## 23Q1 归母净利润同增 95%，聚焦美丽健康生态圈

### ■ 投资摘要

#### 事件概述

4月27日，公司发布23年一季度报，23Q1公司实现营收12.72亿元，同降14.17%，实现归母净利润1.29亿元，同增95.09%，扣非归母净利润0.15亿元，同降75.99%，基本每股收益0.13元/股。

#### 分析与判断

医药板块增速亮眼，化妆品“4+N”战略持续突破。23Q1公司旗下福瑞达医药集团（合并口径）实现营收6.49亿元，同增19.91%；归母净利润0.44亿元，同增36.32%。分业务看，1) 医药板块，23Q1营收1.43亿元，同增59.21%，毛利率56.40% (+0.94pcts)。公司明仁颈痛片、小儿解感颗粒再次荣获“中国药店店员推荐率最高品牌”，明仁颈痛片荣获西湖奖最受药店欢迎的明星单品。公司取得MAH平台B证，成立3个轻资产运营平台，新增4处药材种植合作基地，产业链韧性进一步提升。同时，积极拓展线下医院、连锁药店等销售渠道，通过线上渠道拓展医药新零售业务模式，扩大功能性食品布局。

2) 原料板块，23Q1营收0.76亿元，同降1.3%，毛利率30.46%（同降4.17pcts）。公司积极抢占国内外市场份额，形成商务+研发+市场的团队合作模式，与多家知名公司建立合作关系。布局胶原蛋白原料，原料储备进一步丰富。玻璃酸钠原料药已于22年7月获得美国DMF登记号，欧盟、韩国及国内玻璃酸钠原料药注册有序推进，彰显公司优秀原料厂商基因。23Q1公司上市2款新化妆品原料、1款农业级发酵原料，福瑞达生物1个项目被列入省科技示范工程、2个项目达到国际领先水平，焦点福瑞达2个项目被评价为国际先进水平。

3) 化妆品板块，23Q1营收4.73亿元，同增12.68%，毛利率62.86%（同增1.3pcts）。其中，营收双子星颐莲、瑷尔博士分别实现收入1.71、2.43亿元，分别同增5.56%、8%。公司坚持“4+N”品牌发展战略，实施精细化运营，颐莲补水喷雾、瑷尔博士微晶水等大单品带动提升品牌体量，颐莲嘭润面霜、瑷尔博士闪充面霜等销量提升。23Q1新上市23个化妆品单品，上新速度快，为消费者提供多样新品选择，扩大消费客群与增强消费粘性。公司重点布局抖音渠道，联合品牌活动策划，助力品牌销量增长。颐莲重塑产品线，瑷尔博士重点储备大单品，推出新品“闪充精华”，不断推动品类创新。另外，公司积极开展重组III型人源胶原蛋白相关产品研发，为化妆品业务发展储备优质产品管线。

4) 房地产板块，23Q1房地产项目实现签约金额7.05亿元，同降9.26%；实现签约面积6.25万平方米，同降20.93%；实现竣工面积12.62万平方米，同降39.15%；期间内无新开工。剥离地产业务稳步推进，公司已完成第一批次6家公司股权及债权交割，计划23年10月后地产业务全部完成剥离，未来公司全面聚焦美丽大健康业务，实现业务转型升级。

净利润率显著提升，研发创新不断加码。23Q1 毛利率/净利润率分别

39.39%/12.11%，同比-1.67pcts/+7.63%，净利润率提升明显，主因资产出表确认相关投资收益大幅提升净利润。**费用率方面**，22年公司销售/管理/研发费用率为10.14%/2.70%/1.03%，分别同比+0.00pcts/-0.37pcts/+0.07pcts，23Q1销售/管理/研发费用率分别为25.14%/4.67%/2.35%，分别同比+5.13pcts/-0.40pcts/+0.84pcts。公司不断加大对医药化妆品业务的研发投入，22年医药化妆品业务研发投入占比该业务收入5.17%。22年公司新增专利83项，研究开发多个核心技术原料及产品，不断赋能新原料和新产品，积极参与相关团体标准制定。

**更名福瑞达，大健康业务发展再提速。**4月17日，鲁商发展董事会审议并通过公司名称变更议案，鲁商发展全称更名为“鲁商福瑞达医药股份有限公司”（简称“福瑞达”），进一步彰显聚焦大健康业务的决心。2月27日，股东大会表决通过剥离房地产业务决定，将置出从事房地产开发业务的全部资产及负债。此次交易完成后，公司不再从事房地产开发相关业务，而是聚焦以化妆品、生物医药、原料及衍生品等为主的大健康产业。经过地产业务置出以及公司名称变更后，彻底转型为大健康产业公司。公司未来将继续加快主业转型发展，持续拓展生物医药板块的业务广度和深度，向医药健康全产业链开拓和延伸，坚持全面创新和扩销增效，提升业务规模和盈利水平。通过剥离房地产业务，聚焦高成长性、高附加值的医药健康板块，看好公司未来业绩增长潜力。

## ■ 投资建议

22年因地产业务拖累公司整体业绩，23年剥离地产聚焦大健康计划稳步推进。公司医药基因与研发实力持续赋能原料、医药和化妆品等美丽健康业务。化妆品板块“4+N”战略持续突破，伴随公司加快业务转型升级，更加聚焦以化妆品、生物医药等为主业的大健康产业，盈利能力与估值有望逐步修复，预计23-25年营收实现43.89、52.46、61.03亿元，同比分别-66.1%、+19.5%、+16.3%；对应归母净利润为3.86、4.75、5.65亿元，同比分别+748.9%、+23.2%、+18.8%，对应EPS分别为0.38、0.47、0.56元，对应当前股价PE为28、23、19倍，维持“买入”评级。

## ■ 风险提示

化妆品行业竞争加剧风险；转型不及预期风险；产品销售推广不及预期风险；行业监管政策趋严风险。

## ■ 数据预测与估值

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	12951	4389	5246	6103
年增长率	4.8%	-66.1%	19.5%	16.3%
归母净利润	45	386	475	565
年增长率	-87.4%	748.9%	23.2%	18.8%
每股收益（元）	0.04	0.38	0.47	0.56
市盈率（X）	236.84	27.90	22.65	19.06
市净率（X）	2.90	2.62	2.35	2.09

资料来源：Wind，上海证券研究所（2023年04月27日收盘价）

**公司财务报表数据预测汇总**
**资产负债表 (单位: 百万元)**

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	4318	11062	24128	13040
应收票据及应收账款	351	-168	396	-129
存货	46047	663	1000	1057
其他流动资产	4912	1315	4068	1583
流动资产合计	55629	12872	29591	15552
长期股权投资	720	829	921	1001
投资性房地产	7	6	6	5
固定资产	1279	1371	1447	1500
在建工程	73	17	-35	-74
无形资产	197	194	188	182
其他非流动资产	569	605	628	653
非流动资产合计	2845	3022	3154	3266
<b>资产总计</b>	<b>58474</b>	<b>15894</b>	<b>32745</b>	<b>18818</b>
短期借款	2270	1434	519	-375
应付票据及应付账款	9266	-5561	10064	-4943
合同负债	17869	4172	4980	5600
其他流动负债	21201	7512	8248	8887
流动负债合计	50606	7557	23812	9168
长期借款	2215	2215	2215	2215
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	86	86	86	86
非流动负债合计	2301	2301	2301	2301
<b>负债合计</b>	<b>52907</b>	<b>9858</b>	<b>26112</b>	<b>11469</b>
股本	1017	1017	1017	1017
资本公积	618	618	618	618
留存收益	2082	2468	2943	3508
归属母公司股东权益	3717	4103	4578	5143
少数股东权益	1850	1934	2055	2206
<b>股东权益合计</b>	<b>5567</b>	<b>6036</b>	<b>6633</b>	<b>7349</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>58474</b>	<b>15894</b>	<b>32745</b>	<b>18818</b>

**现金流量表 (单位: 百万元)**

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流量</b>	<b>998</b>	<b>7837</b>	<b>14191</b>	<b>-10004</b>
净利润	65	469	596	716
折旧摊销	130	135	142	149
营运资金变动	185	7288	13516	-10798
其他	619	-55	-63	-72
<b>投资活动现金流量</b>	<b>1</b>	<b>-257</b>	<b>-211</b>	<b>-189</b>
资本支出	-160	-203	-181	-179
投资变动	-91	-110	-93	-82
其他	253	55	63	71
<b>筹资活动现金流量</b>	<b>-1618</b>	<b>-836</b>	<b>-915</b>	<b>-894</b>
债权融资	-1677	-836	-915	-894
股权融资	148	0	0	0
其他	-88	0	0	0
<b>现金净流量</b>	<b>-609</b>	<b>6744</b>	<b>13066</b>	<b>-11087</b>

**利润表 (单位: 百万元)**

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>12951</b>	<b>4389</b>	<b>5246</b>	<b>6103</b>
营业成本	9759	2099	2493	2848
营业税金及附加	539	298	327	388
销售费用	1313	713	734	809
管理费用	350	175	222	247
研发费用	134	131	94	100
财务费用	353	0	0	0
资产减值损失	-268	0	0	0
投资收益	116	55	63	71
公允价值变动损益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>311</b>	<b>1035</b>	<b>1448</b>	<b>1796</b>
营业外收支净额	-50	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>261</b>	<b>1035</b>	<b>1448</b>	<b>1796</b>
所得税	196	566	852	1080
净利润	65	469	596	716
少数股东损益	20	84	121	151
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>45</b>	<b>386</b>	<b>475</b>	<b>565</b>

**主要指标**

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	24.6%	52.2%	52.5%	53.3%
净利率	0.4%	8.8%	9.1%	9.3%
净资产收益率	1.2%	9.4%	10.4%	11.0%
资产回报率	0.1%	2.4%	1.5%	3.0%
投资回报率	1.0%	3.4%	4.5%	5.5%
<b>成长能力指标</b>				
营业收入增长率	4.8%	-66.1%	19.5%	16.3%
EBIT 增长率	-3.5%	77.8%	41.4%	24.5%
归母净利润增长率	-87.4%	748.9%	23.2%	18.8%
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.04	0.38	0.47	0.56
每股净资产	3.66	4.04	4.50	5.06
每股经营现金流	0.98	7.71	13.96	-9.84
每股股利	0	0	0	0
<b>营运能力指标</b>				
总资产周转率	0.22	0.28	0.16	0.32
应收账款周转率	36.87	-25.74	13.23	-46.27
存货周转率	0.21	3.17	2.49	2.69
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	90.5%	62.0%	79.7%	60.9%
流动比率	1.10	1.70	1.24	1.70
速动比率	0.13	1.33	1.11	1.33
<b>估值指标</b>				
P/E	236.84	27.90	22.65	19.06
P/B	2.90	2.62	2.35	2.09
EV/EBITDA	20.83	5.92	-4.83	1.50

资料来源: Wind, 上海证券研究所

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。

### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断