

鲁商发展(600223)

报告日期: 2021年10月27日

# 地产结算致收入波动, 整体业绩依然靓丽

——鲁商发展 2021 年三季报点评报告

✍ 分析师: 马莉 S1230520070002  
☎ 联系人: 王长龙、汤秀洁、詹陆雨、周明蕊  
✉ mali@stocke.com.cn

## 报告导读

Q3 单季度收入同比-35%，归母净利润同比+11%。前三季度化妆品收入同比增长 175%至 9.9 亿元，其中瓊尔博士收入 4.9 亿元、颐莲收入 4.3 亿元。

## 投资要点

□ **业绩概览：地产业务波动致收入下滑，归母净利润体量持续攀升**

受房地产业务影响，2021 前三季度收入同比-10%，但归母净利润同比+22%。1) 公司实现收入 63.5 亿元，同比-10%。2) 归母净利润 5.0 亿元，同比+22%。3) 扣非归母净利润 5.1 亿元，同比+28%。

Q3 单季度，收入同比-35%，归母净利润同比+11%。1) 公司实现收入 22.8 亿元，同比-35%。2) 归母净利润为 1.9 亿元，同比+11%。3) 扣非归母净利润为 2.0 亿元，同比+19%。收入体量下滑的同时实现归母净利润同比上升，进一步凸显公司盈利能力的增强与经营结构的优化。

□ **盈利能力：聚焦营销发力，盈利大幅提升**

盈利能力显著改善，费用率增长明显。21Q1-Q3: 1) 毛利率为 32.1% (+6.2pp)。2) 期间费用率为 17.9%，同比+6.6pp。细分来看，销售/管理/研发/财务费用率分别为 12.7% (+5.3pp) / 3.9% (+0.9pp) / 1.3% (+0.6pp) / 0.02% (-0.1pp)。3) 净利率为 7.8% (+1.3pp)。

销售费用率增加助力营销，单季度毛利率创近年新高。1) 毛利率为 33.8% (同比+9.7pp)，为 2015 年第三季度以来新高。2) 期间费用率为 18.2%，同比+9.0pp。细分来看，销售/管理/研发/财务费用率分别为 13.7% (+7.2pp) / 3.2% (+1.2pp) / 1.3% (+0.8pp) / -0.07% (-0.1pp)，公司化妆品业务占比提高叠加开拓地产销售渠道，带动销售费用率显著上升。3) Q3 单季度净利率为 7.9% (+2.8pp)。

□ **业务拆分：医药化妆品板块业绩靓丽，化妆品业务持续高增**

1) **化妆品业务：**公司旗下现拥有颐莲、瓊尔博士等 11 个品牌，主要依托于福瑞达生物股份运营发展。21 年前三季度实现营业收入 9.9 亿元，同比增长 175%，毛利率达 63.2%。其中“瓊尔博士”贡献收入 4.9 亿元、“颐莲”贡献收入 4.3 亿元。化妆品 Q3 单季度收入 3.7 亿元，同比增长超 130%，表现出色。此外，公司参与编制的《皮肤微生态与皮肤健康中国专家共识》也已正式发布，“颐莲”品牌在第七届中国化妆品百强连锁会议上荣获“2021 中国专营店最佳合作品牌”和“2021 唯美优秀合作伙伴”，专业性背书+市场认可度，双管齐下，进一步塑造品牌形象。公司旗下福瑞达生物 11.2 万平方米的化妆品“智美科创园”一期项目已于今年 10 月份取得生产许可证，目前已投产使用，未来将进一步释放公司产能，助益业绩增长。

2) **药品业务：**21 年前三季度实现营收 4.0 亿元，同比+22%，毛利率达 58.3%，

## 评级

增持

上次评级 增持

当前价格 ¥12.67

## 单季度业绩

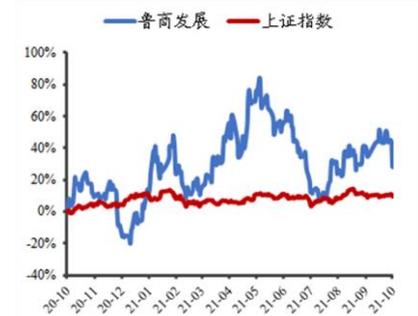
元/股

3Q/2021 0.19

2Q/2021 0.22

1Q/2021 0.09

4Q/2020 0.22



## 相关报告

- 1 《鲁商发展：化妆品子公司福瑞达生物，拟引入战投+员工认购》2021.09.23
- 2 《鲁商发展 2021 年中报点评：化妆品同比增长 210%，玻尿酸龙头再创佳绩》2021.08.25
- 3 《鲁商发展：以玻尿酸+房地产为基石，构建大健康生态圈》2021.06.06

报告撰写人: 马莉

联系人: 王长龙、汤秀洁、詹陆雨、周明蕊

点评报告

行业公司研究—医疗器械行业

证券研究报告

其中 Q3 单季度实现营收 1.3 亿元。此外公司旗下福瑞达医药荣获 2020 年度“中国医药制造业百强企业”和“中国医药行业成长五十强企业”。

**3) 原料及添加剂业务:** 公司旗下焦点福瑞达公司为全球领先的玻尿酸原料生产基地, 现拥有透明质酸原材料产能 420 吨/年。21 年前三季度实现营收 1.8 亿元, 同比+35.3%, 毛利率达 40%, 其中 Q3 单季度实现营收 0.5 亿元, 增长稳健。8 月焦点福瑞达入选工信部国家级专精特新暨国家重点“小巨人”企业, 自成立以来, 其研发中心共承担了 30 多个研发项目, 多数成果已完成转化, 累计获得各种专利 40 余项, 其透明质酸钠产品入选“2021 年山东创新工业产品”。公司本身强大的研发能力叠加专精特新政策利好, 行业地位进一步夯实。

**房地产业务短期波动, 压舱石地位依旧稳固。** 2021 前三季度受签约面积、开工面积回落等因素影响, 地产板块实现营业收入 42.5 亿元, 同比-26%, 业务毛利率 22.2%; 其中 Q3 单季度收入 12.4 亿元, 同比-54%。今年前三季度地产业务签约金额达 117.4 亿元, 同比增加 11.1%, 企业发展压舱石地位依旧稳固。

#### □ 管理结构: 引入战投, 赋能增长

9 月 23 日, 鲁商发展全资子公司福瑞达生物拟增资扩股, 引入战略投资者。本次投前估值为 36 亿元, 对应战投挂牌底价不低于 7.38 亿元。若本次增资扩股顺利落地, 福瑞达生物股权比例将由鲁商发展全资控股变为鲁商发展 82.42%+战投 16.90%+员工 0.68%。在保证公司对福瑞达生物控股权的同时, 引入战投+员工认购, 有利于进一步优化资本结构、拓宽融资渠道、激发员工积极性, 赋能化妆品业务。

#### □ 盈利预测及估值: 增持评级

公司稳健的房地产业务为基础, 卡位高成长高景气的玻尿酸赛道, 预计原料+化妆品业务将扬帆起航。我们预计 2021-2023 年收入分别为 129.5、165.1、186.0 亿元, 增速分别为-5%、27%、13%; 归母净利润分别为 7.5、8.6、12.1 亿元, 同比增速分别为 17%、15%、40%, 对应 PE 为 17、15、11 倍, 维持增持评级。

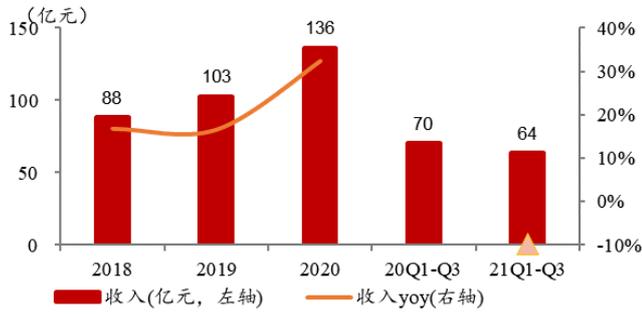
#### □ 风险提示

房地产和生物医药政策变化风险、玻尿酸原料价格波动风险、化妆品市场竞争风险、公司多产业融合的风险等。

#### 财务摘要

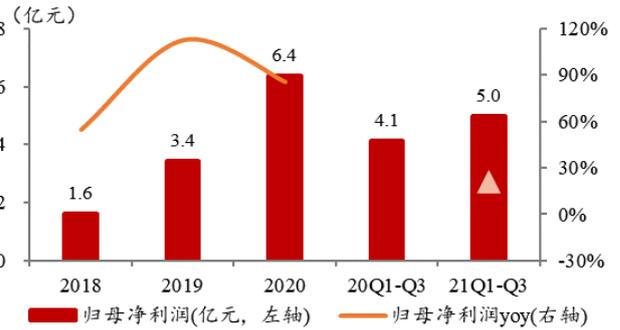
(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	13615	12954	16506	18599
(+/-)	32.33%	-4.85%	27.41%	12.68%
净利润	639	745	858	1205
(+/-)	85.39%	16.63%	15.19%	40.42%
每股收益(元)	0.63	0.74	0.85	1.19
P/E	20	17	15	11

图 1: 2021Q1-Q3 公司收入 64 亿元, 同比-10%



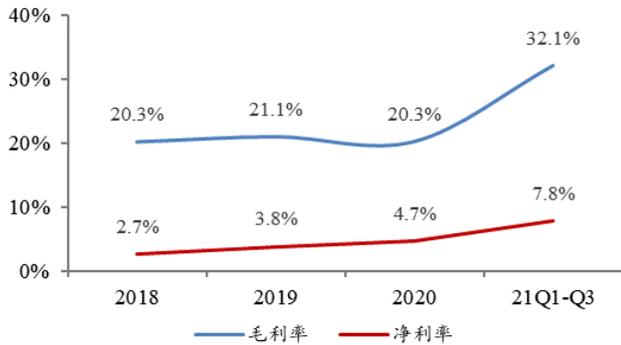
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 2: 2021Q1-Q3 公司归母净利润 5.0 亿元, 同比+22%



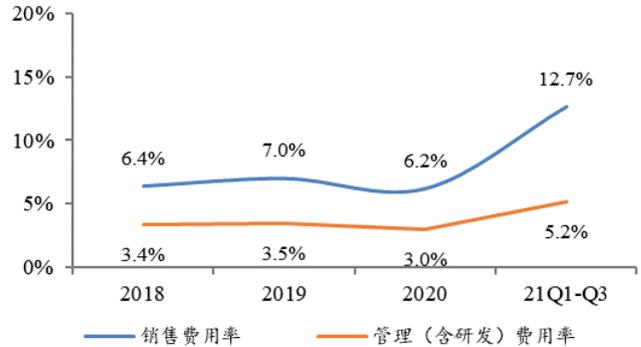
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 3: 2021Q1-Q3 公司毛利率 32.1%, 净利率 7.8%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 4: 销售费用率 12.7%, 管理（含研发）费用率 5.2%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 5: 公司 2021Q3 单季度主要业绩指标一览



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	59117	63039	77334	86902	<b>营业收入</b>	13615	12954	16506	18599
现金	5074	17194	17577	20997	营业成本	10847	9171	12058	13332
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	748	738	990	1153
应收账款	191	206	205	156	营业费用	849	1555	1651	1860
其它应收款	400	392	500	558	管理费用	328	453	488	372
预付账款	5143	4348	5717	6321	研发费用	77	84	116	139
存货	46665	39454	51875	57353	财务费用	68	88	106	121
其他	1644	1446	1460	1517	资产减值损失	75	30	53	69
<b>非流动资产</b>	2382	2306	2527	2783	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	33	11	15	投资净收益	220	140	80	40
长期投资	485	314	365	388	其他经营收益	32	34	36	34
固定资产	954	1129	1215	1337	<b>营业利润</b>	875	1009	1160	1626
无形资产	216	258	277	305	营业外收支	(22)	(13)	(14)	(16)
在建工程	232	248	279	326	<b>利润总额</b>	854	995	1147	1610
其他	494	323	380	412	所得税	215	250	288	405
<b>资产总计</b>	61499	65346	79861	89685	<b>净利润</b>	639	745	858	1205
<b>流动负债</b>	50486	53584	67244	75862	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	4303	2771	3542	3539	<b>归属母公司净利润</b>	639	745	858	1205
应付款项	8388	6865	9151	10135	EBITDA	1353	1517	1559	2017
预收账款	0	6477	13205	18599	EPS (最新摊薄)	0.63	0.74	0.85	1.19
其他	37795	37470	41347	43589	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	4495	4499	4495	4497		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	4427	4427	4427	4427	<b>成长能力</b>				
其他	68	72	68	69	营业收入	32.33%	-4.85%	27.41%	12.68%
<b>负债合计</b>	54981	58083	71740	80359	营业利润	52.47%	15.25%	14.99%	40.19%
少数股东权益	2437	2438	2438	2438	归属母公司净利润	85.39%	16.63%	15.19%	40.42%
归属母公司股东权益	4080	4825	5683	6888	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	61499	65346	79861	89685	毛利率	20.33%	29.21%	26.95%	28.32%
					净利率	4.69%	5.75%	5.20%	6.48%
					ROE	11.39%	10.81%	11.16%	13.81%
					ROIC	6.06%	7.08%	6.54%	8.01%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	89.40%	88.89%	89.83%	89.60%
					净负债比率	20.86%	17.75%	15.38%	13.61%
					流动比率	1.17	1.18	1.15	1.15
					速动比率	0.25	0.44	0.38	0.39
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.23	0.20	0.23	0.22
					应收帐款周转率	77.96	68.34	76.77	73.00
					应付帐款周转率	1.64	1.33	1.64	1.52
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.63	0.74	0.85	1.19
					每股经营现金	4.41	13.08	0.03	3.92
					每股净资产	4.04	4.78	5.63	6.83
					<b>估值比率</b>				
					P/E	20.02	17.16	14.90	10.61
					P/B	3.13	2.65	2.25	1.86
					EV/EBITDA	12.88	5.50	5.57	2.56

现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	4448	13199	34	3959
净利润	639	745	858	1205
折旧摊销	95	86	98	110
财务费用	68	88	106	121
投资损失	(220)	(140)	(80)	(40)
营运资金变动	1819	5113	11454	7969
其它	2047	7307	(12401)	(5407)
<b>投资活动现金流</b>	95	619	331	247
资本支出	(337)	(263)	(203)	(268)
长期投资	(191)	133	(25)	(28)
其他	623	749	560	542
<b>筹资活动现金流</b>	(3551)	(1139)	553	(210)
短期借款	752	(1532)	771	(3)
长期借款	647	0	0	0
其他	(4950)	393	(218)	(207)
<b>现金净增加额</b>	992	12680	919	3996

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>