

鲁商发展 (600223.SH) 化妆品业务持续高增长，地产业务下滑拖累业绩

2022 年 04 月 15 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2022/4/15
当前股价(元)	10.41
一年最高最低(元)	19.10/9.27
总市值(亿元)	105.05
流通市值(亿元)	105.05
总股本(亿股)	10.09
流通股本(亿股)	10.09
近 3 个月换手率(%)	67.77

股价走势图

数据来源：聚源

相关研究报告

《公司首次覆盖报告-生物医药+生态健康双轮驱动，打造大健康生态链》 -
2022.1.16

黄泽鹏（分析师）

huangzepeng@kysec.cn

证书编号：S0790519110001

● 公司发布年报，全年营收 123.6 亿元 (-9.2%)，归母净利润 3.6 亿元 (-43.3%)

公司发布年报：2021 年公司实现营收 123.6 亿元 (-9.2%)，归母净利润 3.6 亿元 (-43.3%)，业绩受地产业务拖累下滑。考虑到地产业务不确定性，我们下调 2022-2023 年盈利预测并新增 2024 年盈利预测，预计公司 2022-2024 年归母净利润为 6.51 (-2.96) /8.06 (-3.05) /9.83 亿元，对应 EPS 为 0.65 (-0.29) /0.80 (-0.30) /0.97 元，当前股价对应 PE 为 16.1/13.0/10.7 倍，估值合理，维持“买入”评级。

● 化妆品业务高速增长，医药、原料业务稳健；地产业务拖累业绩

化妆品：营收 14.95 亿元 (+117.0%) 实现高速增长，毛利率 63.68% (+4.54pct)；其中颐莲品牌实现营收 6.46 亿元 (+73.1%)，瑷尔博士实现营收 7.44 亿元 (+272.1%)，大单品带动明显，包括“瑷尔博士”水乳、面膜、洁颜蜜等在内多个单品销售过亿元。**医药：**实现营收 5.4 亿元 (+8.7%) 保持稳健，成功引进 3 个药品和 1 个医疗器械权益，围绕中药+新型功能因子布局功能性食品，大健康产品新立项产品 24 个，新增压片糖果、风味固体饮料生产资质，出品“中药+”功能食品 14 项；**原料：**实现营收 2.41 亿元 (+22.0%) 较快增长，公司 2021 年推出原料业务新品牌“百阜”并推出 3 款原料新产品。整体看，福瑞达医药集团（合并口径）实现营业收入 21.81 亿元 (+66.7%)，归母净利润 1.80 亿元 (+69.8%) 表现优异。**地产：**实现营收 97.0 亿元 (-18.4%)，受地产行业整体低迷影响收入下滑，此外公司对健康地产项目计提资产减值 1.88 亿元，影响利润。

● 生物医药板块“创新”+“提高”较快增长可期，生态健康板块积极转型

化妆品：公司继续围绕“4+N”品牌发展战略，主力品牌有望保持高增长，智美科创园一期项目已于 2021 年竣工投产，年产值超过 40 亿元，可满足公司未来 3-5 年的产能扩张需求。**医药：**公司积极推进组织变革，未来有望保持稳健增长。

原料：加快高端品牌“百阜”推广、加大食品级品牌建设，未来均有望贡献增量。**地产：**公司积极促进生态健康板块转型，期待行业回暖。

● 风险提示：市场竞争加剧、公司新产品推广不及预期、地产行业低迷。**财务摘要和估值指标**

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	13,615	12,363	13,531	14,990	16,385
YOY(%)	32.3	-9.2	9.4	10.8	9.3
归母净利润(百万元)	639	362	651	806	983
YOY(%)	85.4	-43.3	80.0	23.7	22.0
毛利率(%)	20.3	25.7	27.9	30.2	32.0
净利率(%)	4.7	2.9	4.8	5.4	6.0
ROE(%)	9.8	6.1	9.3	10.5	11.5
EPS(摊薄/元)	0.63	0.36	0.65	0.80	0.97
P/E(倍)	16.4	29.0	16.1	13.0	10.7
P/B(倍)	3.3	2.7	2.4	2.1	1.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	59117	58670	61620	61250	63885	营业收入	13615	12363	13531	14990	16385
现金	5074	5139	5844	7059	6184	营业成本	10847	9187	9756	10470	11149
应收票据及应收账款	191	278	235	333	288	营业税金及附加	748	588	644	713	780
其他应收款	400	1226	554	1418	738	营业费用	849	1253	1597	1934	2212
预付账款	5143	1999	5818	2841	6624	管理费用	328	380	406	450	492
存货	46665	48204	47434	47819	48294	研发费用	77	119	157	204	256
其他流动资产	1644	1825	1734	1780	1757	财务费用	68	91	99	110	120
非流动资产	2382	2745	3339	3942	4477	资产减值损失	-4	-196	-60	-80	-100
长期投资	485	730	1148	1580	2004	其他收益	32	28	32	36	42
固定资产	954	1287	1360	1466	1559	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	218	223	239	260	263	投资净收益	220	201	200	200	200
其他非流动资产	725	505	591	636	650	资产处置收益	0	-0	0	0	0
资产总计	61499	61415	64959	65192	68362	营业利润	875	678	944	1165	1419
流动负债	50486	51093	53465	53680	56484	营业外收入	4	5	6	6	6
短期借款	4303	3219	3761	3490	3626	营业外支出	26	39	20	20	20
应付票据及应付账款	8388	8694	9445	10022	10707	利润总额	854	644	930	1151	1405
其他流动负债	37795	39180	40260	40168	42151	所得税	215	250	279	345	421
非流动负债	4495	3823	3073	2323	1572	净利润	639	394	651	806	983
长期借款	4427	3751	3001	2250	1500	少数股东损益	0	32	0	0	0
其他非流动负债	68	72	72	72	72	归母净利润	639	362	651	806	983
负债合计	54981	54916	56538	56003	58057	EBITDA	1349	1033	1190	1377	1610
少数股东权益	2437	1773	1773	1773	1773	EPS(元)	0.63	0.36	0.65	0.80	0.97
股本	1009	1009	1009	1009	1009						
资本公积	41	616	616	616	616	主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
留存收益	2130	2202	2649	3202	3878	成长能力					
归属母公司股东权益	4080	4727	6648	7417	8532	营业收入(%)	32.3	-9.2	9.4	10.8	9.3
负债和股东权益	61499	61415	64959	65192	68362	营业利润(%)	52.5	-22.6	39.4	23.4	21.8
						归属于母公司净利润(%)	85.4	-43.3	80.0	23.7	22.0
						获利能力					
						毛利率(%)	20.3	25.7	27.9	30.2	32.0
						净利率(%)	4.7	2.9	4.8	5.4	6.0
						ROE(%)	9.8	6.1	9.3	10.5	11.5
						ROIC(%)	6.0	4.1	5.9	7.1	8.2
						偿债能力					
						资产负债率(%)	89.4	89.4	87.0	85.9	84.9
						净负债比率(%)	99.0	64.7	24.6	-6.5	-2.8
						流动比率	1.2	1.1	1.2	1.1	1.1
						速动比率	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1
						营运能力					
						总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
						应收账款周转率	68.3	52.8	52.8	52.8	52.8
						应付账款周转率	1.5	1.1	1.1	1.1	1.1
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.63	0.36	0.65	0.80	0.97
						每股经营现金流(最新摊薄)	4.41	6.79	1.78	2.87	0.19
						每股净资产(最新摊薄)	3.15	3.79	4.33	4.99	5.81
						估值比率					
						P/E	16.4	29.0	16.1	13.0	10.7
						P/B	3.3	2.7	2.4	2.1	1.8
						EV/EBITDA	14.4	16.0	11.8	8.5	7.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现；
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。



法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号
楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号
楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn