

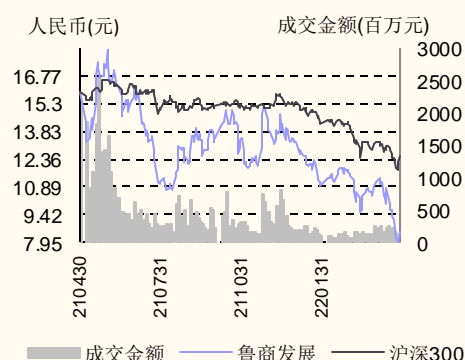
鲁商发展 (600223.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 8.55 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	10.09
已上市流通 A 股(亿股)	10.09
总市值(亿元)	86.28
年内股价最高最低(元)	18.21/7.95
沪深 300 指数	4016
上证指数	3047



相关报告

1.《地产+生物医药并进，化妆品高增贡献利润-鲁商发展深度报告》，2022.4.20

罗晓婷 分析师 SAC 执业编号: S1130520120001
luoxiaoting@gjzq.com.cn

蔡昕好 联系人
caixy@gjzq.com.cn

化妆品业务延续高增，地产承压

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	13,615	12,363	13,099	14,318	15,353
营业收入增长率	32.33%	-9.20%	5.95%	9.31%	7.23%
归母净利润(百万元)	639	362	559	755	985
归母净利润增长率	85.39%	-43.34%	54.36%	35.22%	30.42%
摊薄每股收益(元)	0.633	0.359	0.554	0.749	0.976
每股经营性现金流净额	4.41	6.79	0.22	3.17	3.18
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.65%	7.66%	13.07%	15.58%	17.65%
P/E	13.46	36.95	15.45	11.42	8.76
P/B	2.11	2.83	2.02	1.78	1.55

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 4.29 公司公告 1Q22 营收 14.82 亿元、同降 13.08%，归母净利 0.66 亿元、同降 22.74%，扣非归母净利 0.63 元、同降 23.92%。收入、利润下滑主要因地产收入减少。

经营分析

- 化妆品业务延续高增，原料业务稳健、医药有所下滑。1Q22 化妆品板块营收 4.19 亿元，+95.31%，毛利率 61.56%，毛利额占比 29%。分品牌，颐莲/瑗尔博士/其他品牌收入 1.62/2.25/0.32 亿元；医药板块营收 0.90 亿元，-25.74%，受疫情影响收入有所下降，毛利率 55.46%，毛利额占比 6%；原料及添加剂板块营收 0.77 亿元，+3.96%，毛利率 34.63%，毛利额占比 5%。福瑞达医药集团合并口径 1Q22 营收 5.41 亿元、+49.3%，归母净利 0.32 亿元、+0.2%，净利率 5.9%，-1.5PCT。
- 地产业务承压。1Q22 健康地产营收 8.56 亿元，-31.85%，占比 59%，签约金额 7.77 亿元，-75.6%，实现签约面积 7.91 万平方米，-72.2%；新开工面积 19.6 万平方米，-66.43%；竣工面积 20.74 万平方米，-18.28%，主要系地产行业不景气及公司战略转型。
- 随化妆品业务占比提升，毛利率增、销售费率增。1Q22 净利率 4.48% (-0.96PCT)，毛利率 41.06% (+8.41PCT)。期间费用率 30.3% (+11.2PCT)，其中销售费用率 20.01% (+7.58PCT)，管理费用率 6.59% (+0.2PCT)，财务费用率 3.75% (+2.52PCT)。财务费用率上升主要因长期借款增多 (+3.11 亿元)。净利率 4.48% (-0.96PCT)。
- 1Q22 存货周转 1970 天 (+410 天)，应收账款周转 9 天 (+4 天)。经营活动现金流净额-3.5 亿元 (同比-6 亿元)、营运指标变化主要因 1Q22 地产业务销售回款减少。

投资建议

- 化妆品业务持续推进“4+N”战略、延续高增，生物医药板块贡献约 50% 净利，看好公司盈利水平持续优化。维持 22-24 年盈利预测，eps 0.55/0.74/0.98，CAGR 3 为 39.6%，维持“买入”评级。

风险提示

- 房地产政策调控风险；化妆品行业竞争加剧，新品牌孵化不及预期。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	10,289	13,615	12,363	13,099	14,318	15,353
增长率		32.3%	-9.2%	5.9%	9.3%	7.2%
主营业务成本	-8,122	-10,847	-9,187	-9,338	-9,598	-9,811
%销售收入	78.9%	79.7%	74.3%	71.3%	67.0%	63.9%
毛利	2,168	2,768	3,176	3,760	4,720	5,542
%销售收入	21.1%	20.3%	25.7%	28.7%	33.0%	36.1%
营业税金及附加	-646	-748	-588	-655	-716	-768
%销售收入	6.3%	5.5%	4.8%	5.0%	5.0%	5.0%
销售费用	-718	-849	-1,253	-1,388	-1,689	-1,888
%销售收入	7.0%	6.2%	10.1%	10.6%	11.8%	12.3%
管理费用	-319	-328	-380	-403	-501	-553
%销售收入	3.1%	2.4%	3.1%	3.1%	3.5%	3.6%
研发费用	-46	-77	-119	-131	-215	-307
%销售收入	0.4%	0.6%	1.0%	1.0%	1.5%	2.0%
息税前利润 (EBIT)	439	766	836	1,183	1,598	2,027
%销售收入	4.3%	5.6%	6.8%	9.0%	11.2%	13.2%
财务费用	-51	-68	-91	-395	-409	-411
%销售收入	0.5%	0.5%	0.7%	3.0%	2.9%	2.7%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-1	0	0	0	0	0
投资收益	167	220	201	210	200	200
%税前利润	29.4%	25.7%	31.3%	21.0%	14.6%	11.1%
营业利润	574	875	678	998	1,389	1,815
营业利润率	5.6%	6.4%	5.5%	7.6%	9.7%	11.8%
营业外收支	-5	-22	-34	0	-20	-20
税前利润	569	854	644	998	1,369	1,795
利润率	5.5%	6.3%	5.2%	7.6%	9.6%	11.7%
所得税	-175	-215	-250	-389	-534	-700
所得税率	30.7%	25.1%	38.8%	39.0%	39.0%	39.0%
净利润	394	639	394	609	835	1,095
少数股东损益	50	0	32	50	80	110
归属于母公司的净利润	345	639	362	559	755	985
净利率	3.3%	4.7%	2.9%	4.3%	5.3%	6.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	394	639	394	609	835	1,095
少数股东损益	50	0	32	50	80	110
非现金支出	76	170	399	106	114	130
非经营收益	-54	-151	-86	248	312	363
营运资金变动	-3,724	3,790	6,142	-740	1,941	1,618
经营活动现金净流	-3,307	4,448	6,848	223	3,203	3,206
资本开支	-57	-156	-281	-190	-58	-578
投资	-114	-251	-67	13	0	0
其他	719	503	-103	210	200	200
投资活动现金净流	548	95	-452	33	142	-378
股权募资	1,478	1,395	800	-900	0	0
债权募资	1,069	759	-2,193	-259	898	748
其他	-4	-5,706	-5,396	-573	-674	-795
筹资活动现金净流	2,544	-3,551	-6,789	-1,732	224	-47
现金净流量	-215	991	-393	-1,476	3,569	2,780

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	3,635	5,074	5,139	3,660	7,227	10,006
应收款项	529	848	1,532	1,328	1,444	1,536
存货	44,438	46,665	48,204	48,483	49,832	50,935
其他流动资产	5,791	6,530	3,795	5,735	5,939	6,124
流动资产	54,393	59,117	58,670	59,206	64,442	68,601
%总资产	97.1%	96.1%	95.5%	95.5%	95.9%	95.6%
长期投资	455	642	883	870	870	870
固定资产	864	1,201	1,328	1,435	1,362	1,794
%总资产	1.5%	2.0%	2.2%	2.3%	2.0%	2.5%
无形资产	219	418	411	395	391	388
非流动资产	1,626	2,382	2,745	2,815	2,739	3,167
%总资产	2.9%	3.9%	4.5%	4.5%	4.1%	4.4%
资产总计	56,019	61,499	61,415	62,022	67,181	71,768
短期借款	6,894	7,041	5,529	5,290	6,188	6,936
应付款项	23,435	23,486	22,221	23,312	24,466	25,249
其他流动负债	17,151	19,959	23,344	23,527	25,983	28,196
流动负债	47,480	50,486	51,093	52,129	56,636	60,382
长期贷款	3,780	4,427	3,751	3,751	3,751	3,751
其他长期负债	64	68	72	44	43	42
负债	51,324	54,981	54,916	55,924	60,430	64,174
普通股股东权益	2,742	4,080	4,727	4,275	4,848	5,581
其中：股本	1,001	1,009	1,009	1,009	1,009	1,009
未分配利润	1,504	1,978	2,014	2,462	3,035	3,768
少数股东权益	1,954	2,437	1,773	1,823	1,903	2,013
负债股东权益合计	56,019	61,499	61,415	62,022	67,181	71,768

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.344	0.633	0.359	0.554	0.749	0.976
每股净资产	2.739	4.044	4.684	4.236	4.804	5.531
每股经营现金净流	-3.304	4.409	6.786	0.221	3.173	3.177
每股股利	0.000	0.041	0.045	0.110	0.180	0.250
回报率						
净资产收益率	12.56%	15.65%	7.66%	13.07%	15.58%	17.65%
总资产收益率	0.61%	1.04%	0.59%	0.90%	1.12%	1.37%
投入资本收益率	1.98%	3.19%	3.24%	4.77%	5.84%	6.76%
增长率						
主营业务收入增长率	16.64%	32.33%	-9.20%	5.95%	9.31%	7.23%
EBIT增长率	-6.21%	74.74%	9.05%	41.51%	35.14%	26.80%
净利润增长率	112.58%	85.39%	-43.34%	54.36%	35.22%	30.42%
总资产增长率	14.61%	9.78%	-0.14%	0.99%	8.32%	6.83%
资产管理能力						
应收账款周转天数	5.0	4.7	6.9	8.0	7.8	7.5
存货周转天数	1,823.3	1,532.8	1,884.5	1,895.0	1,895.0	1,895.0
应付账款周转天数	257.7	223.0	297.3	297.0	295.0	290.0
固定资产周转天数	29.7	25.6	38.0	36.1	34.2	36.2
偿债能力						
净负债/股东权益	149.92%	98.11%	63.71%	88.25%	40.17%	8.96%
EBIT利息保障倍数	8.7	11.3	9.2	3.0	3.9	4.9
资产负债率	91.62%	89.40%	89.42%	90.17%	89.95%	89.42%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	19	30	40	99
增持	0	5	6	7	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.21	1.17	1.15	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-04-20	买入	9.64	11.10 ~ 11.10

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；

中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402