



买入(维持)

所属行业: 房地产/房地产开发
当前价格(元): 9.23

证券分析师

郑澄怀

资格编号: S0120521050001

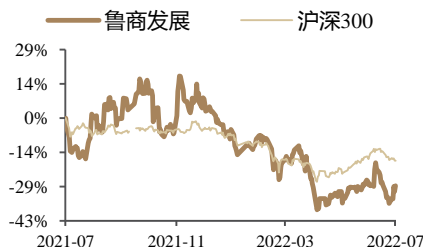
邮箱: dengch@tebon.com.cn

研究助理

易丁依

邮箱: yidy@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-2.74	3.36	-1.39
相对涨幅(%)	-0.72	-0.58	-7.46

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《鲁商发展(600223.SH): 化妆品同增超95%, 延续高景气》, 2022.4.29
- 《鲁商发展(600223.SH): 化妆品“4+N”矩阵, 持续高成长》, 2022.4.15
- 《鲁商发展(600223.SH): 多维助推转型大健康, 美护业绩逐步兑现》, 2022.4.8

鲁商发展(600223.SH): 践行战略转型, 化妆品业务景气度延续

投资要点

- 公司发布22H1生物医药板块经营快报, 基本符合预期。2022H1, 公司生物医药板块实现收入同比增长, 其中化妆品板块实现收入10.0亿/yoy+61%, 原材料及添加剂板块实现收入1.6亿/yoy+11%。单季度看22Q2, 化妆品板块实现收入5.8亿/yoy+43%, 原材料及添加剂板块实现收入0.8亿/yoy+74%。房地产业务积极应对市场形势, 加快销售去化速度。业绩表现基本符合预期。
- 化妆品业务: “4+N”运营景气度延续, 同比增长61%。以“4+N”战略打造协同品牌集群多点布局, 瓊尔博士定位微生态护肤、颐莲专研“玻尿酸+”护肤, 两大品牌先行发展, 现已成为具备较高知名度的国货品牌, 善颜、伊帕尔汗分别主打精准护肤、香氛领域紧随其后, 以四大品牌为核心, 进一步延伸发展途润、UMT等多个子品牌, 差异化布局完善品牌矩阵。22年上半年, ①颐莲: 延续高增长, 喷雾作为大单品兼爆品, 3月配方升级至2.0版本, 继续承载品牌认知与销售基本盘; 5月官宣谭松韵为品牌代言人, 打造双话题曝光、入选《新华网x溯源中国》并与知乎合作从成分视角建立品牌认知, 从爆品运营进一步向品牌运营转变; 并已推出颐莲富勒烯精华等多款“玻尿酸+富勒烯”复配产品, 昭示品牌新可能性与“玻尿酸+”护肤解决方案提供能力。截止6月20日618期间颐莲全网GMV同比增长57.2%, 实现连续11年增长, 喷雾品类累计售出超3000万瓶, 天猫渠道连续3年蝉联天猫化妆品水类目第一位, 抖音渠道建设成果凸显, 旗舰店GMV同比增长379%。②瓊尔博士: 在益生菌水乳等爆品基础上, 再次实现品类拓展, 2月推出第一款涂抹式面膜“酸奶面膜”, 不规则瓶体与顶部磁吸设计辅助增加产品记忆点; 3月再推“闪充精华”, 5年研发打造国内首创独家双菌发酵褐藻技术, 上市便荣登天猫抗皱精华热销榜TOP1; 渠道方面, 线上以天猫为基本盘, 逐步提高抖音等渠道占比, 通过自播引导品牌均衡健康成长, 线下门店稳定经营, 以期打通新零售实现线上线下同步发展。③子品牌: 善颜践行精准护肤, “善颜·福瑞达肌肤管理中心”1月再开两家新门店, 为顾客提供高端量肤定制服务; 伊帕尔汗深入校企合作, 以艺术节、出品网剧等形式加速品牌建设, 同步支持化妆品业务发展。
- 其他业务: 原料及添加剂业务同比增长11%, 多政策出台缓解房地产经营压力。原料及添加剂业务22H1同比增长11%, 目前医药级玻尿酸已获生产许可; 医药业务受疫情及行业影响较大; 房地产业务在大健康转型背景下营收体量逐步缩减, 上半年多项政策出台或可缓解对地产业务的情绪压制, 实现稳健经营。
- 投资建议: 公司转型大健康领域, 卡位高景气玻尿酸赛道, 以“4+N”化妆品矩阵支撑业务持续兑现, 原料业务已获医药级玻尿酸生产许可, 地产业务多项政策出台利好有望触底回暖, 我们预计公司2022-2024年归母净利润分别为5.2/6.8/8.0亿, 对应增速43.9%/29.8%/17.9%, 维持“买入”评级。
- 风险提示: 化妆品行业景气度下降风险、化妆品行业竞争加剧风险、新产品推广情况不及预期、房地产政策收紧风险。

股票数据

总股本(百万股):	1,009.15
流通A股(百万股):	1,009.15
52周内股价区间(元):	7.95-15.13
总市值(百万元):	9,314.47
总资产(百万元):	61,638.84
每股净资产(元):	3.84

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	13,615	12,363	12,618	13,427	14,313
(+/-)YOY(%)	32.3%	-9.2%	2.1%	6.4%	6.6%
净利润(百万元)	639	362	521	676	797
(+/-)YOY(%)	85.4%	-43.3%	43.9%	29.8%	17.9%
全面摊薄 EPS(元)	0.64	0.36	0.52	0.67	0.79
毛利率(%)	20.3%	25.7%	29.7%	33.3%	36.7%
净资产收益率(%)	15.7%	7.7%	10.2%	12.1%	13.0%

资料来源: 公司年报(2020-2021), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	0.36	0.52	0.67	0.79
每股净资产	4.68	5.05	5.52	6.06
每股经营现金流	6.79	0.89	1.95	1.90
每股股利	0.11	0.15	0.20	0.25
价值评估(倍)				
P/E	36.81	17.89	13.79	11.69
P/B	2.83	1.83	1.67	1.52
P/S	0.70	0.68	0.64	0.60
EV/EBITDA	26.03	10.60	7.77	6.37
股息率%	0.8%	1.6%	2.1%	2.7%
盈利能力指标(%)				
毛利率	25.7%	29.7%	33.3%	36.7%
净利润率	2.9%	4.1%	5.0%	5.6%
净资产收益率	7.7%	10.2%	12.1%	13.0%
资产回报率	0.6%	1.0%	1.3%	1.5%
投资回报率	2.2%	4.0%	4.9%	5.5%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-9.2%	2.1%	6.4%	6.6%
EBIT 增长率	-21.1%	61.9%	24.7%	14.9%
净利润增长率	-43.3%	43.9%	29.8%	17.9%
偿债能力指标				
资产负债率	89.4%	87.0%	86.2%	85.4%
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.2
速动比率	0.2	0.2	0.2	0.2
现金比率	0.1	0.1	0.1	0.1
经营效率指标				
应收帐款周转天数	8.2	7.3	7.2	7.0
存货周转天数	1,915.1	1,650.0	1,600.0	1,580.0
总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.3
固定资产周转率	9.6	9.2	9.4	9.4

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	362	521	676	797
少数股东损益	32	33	36	38
非现金支出	399	450	498	490
非经营收益	-86	-11	-39	-49
营运资金变动	6,142	-94	793	644
经营活动现金流	6,848	899	1,963	1,919
资产	-281	-608	-575	-611
投资	-67	-30	-19	-14
其他	-103	210	208	215
投资活动现金流	-452	-428	-386	-411
债权募资	-2,193	-1,300	-200	-150
股权募资	800	0	0	0
其他	-5,396	-307	-335	-380
融资活动现金流	-6,789	-1,607	-535	-530
现金净流量	-393	-1,137	1,043	979

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为7月22日
 资料来源：公司年报（2020-2021），德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	12,363	12,618	13,427	14,313
营业成本	9,187	8,874	8,957	9,059
毛利率%	25.7%	29.7%	33.3%	36.7%
营业税金及附加	588	593	631	687
营业税金率%	4.8%	4.7%	4.7%	4.8%
营业费用	1,253	1,762	2,193	2,692
营业费用率%	10.1%	14.0%	16.3%	18.8%
管理费用	380	379	410	448
管理费用率%	3.1%	3.0%	3.0%	3.1%
研发费用	119	126	148	172
研发费用率%	1.0%	1.0%	1.1%	1.2%
EBIT	571	925	1,154	1,325
财务费用	91	106	95	79
财务费用率%	0.7%	0.8%	0.7%	0.6%
资产减值损失	-196	-120	-100	-100
投资收益	201	202	208	215
营业利润	678	885	1,129	1,320
营业外收支	-34	-33	-35	-36
利润总额	644	852	1,094	1,283
EBITDA	673	1,255	1,551	1,715
所得税	250	298	383	449
有效所得税率%	38.8%	35.0%	35.0%	35.0%
少数股东损益	32	33	36	38
归属母公司所有者净利润	362	521	676	797

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	5,139	4,002	5,044	6,023
应收账款及应收票据	278	252	265	274
存货	48,204	39,995	39,163	39,113
其它流动资产	5,050	6,003	6,021	6,086
流动资产合计	58,670	50,251	50,493	51,497
长期股权投资	730	730	730	730
固定资产	1,287	1,372	1,425	1,520
在建工程	41	191	271	351
无形资产	210	220	230	240
非流动资产合计	2,745	3,012	3,174	3,373
资产总计	61,415	53,264	53,667	54,870
短期借款	3,219	3,219	3,219	3,219
应付票据及应付账款	8,694	6,686	6,454	6,378
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	39,180	33,932	34,256	35,100
流动负债合计	51,093	43,837	43,929	44,697
长期借款	3,751	2,451	2,251	2,101
其它长期负债	72	72	72	72
非流动负债合计	3,823	2,523	2,323	2,173
负债总计	54,916	46,360	46,252	46,870
实收资本	1,009	1,009	1,009	1,009
普通股股东权益	4,727	5,098	5,574	6,120
少数股东权益	1,773	1,806	1,841	1,879
负债和所有者权益合计	61,415	53,264	53,667	54,870

信息披露

分析师与研究助理简介

郑澄怀，德邦证券研究所商贸零售&社会服务首席分析师，伦敦政治经济学院金融学，杜伦大学计算机学双硕士，曾任安信证券商社团队高级分析师。2020年新财富商社第六名&最具潜力奖核心成员，第二届新浪金麒麟新锐分析师第一名核心成员。2021年加入德邦证券研究所。擅长消费产业趋势分析及公司和行业的深度基本面研究，核心覆盖：免税、医美、化妆品、植发、月子中心、酒店、人力资源、餐饮、茶饮、旅游、零售等多个板块。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。