

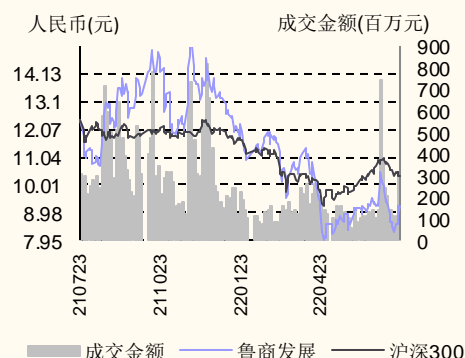
鲁商发展 (600223.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 9.23 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)	93.14
年内股价最高最低(元)	15.13/7.95
沪深 300 指数	4238
上证指数	3270



疫情下化妆品收入延续高增，原料增长提速

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	13,061	14,197	15,181
营业收入增长率	32.33%	-9.20%	5.64%	8.70%	6.93%
归母净利润(百万元)	639	362	554	744	982
归母净利润增长率	85.39%	-43.34%	53.19%	34.21%	31.99%
摊薄每股收益(元)	0.633	0.359	0.549	0.737	0.973
每股经营性现金流净额	4.41	6.79	2.59	3.83	4.02
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.65%	7.66%	12.98%	15.40%	17.65%
P/E	13.46	36.95	16.25	12.11	9.18
P/B	2.11	2.83	2.11	1.86	1.62

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 7.22 公告 22H1 化妆品板块营收 10.01 亿元、同增 61%；原料及添加剂板块营收 1.59 亿元、同增 11%。
- 拆分季度来看，22Q1/22Q2 化妆品板块营收 4.19/5.82 亿元，分别同增 95.31%/42.92%，Q2 疫情下仍维持快速增长；22Q1/22Q2 原料及添加剂板块营收 0.77/0.82 亿元，分别同增 3.96%/18.54%，Q2 增长提速。

经营分析

- **爆款升级、官宣代言人，颐莲“玻尿酸+”战略持续推进。**5.25 官宣颐莲喷雾首位代言人谭松韵，爆款颐莲喷雾升级 2.0，协同富勒烯系列，持续占据消费者心智、提升品牌整体知名度。电商跟踪数据来看，颐莲 Q2 淘系+抖音+京东 GMV 同增 38%、整体增速较 Q1 放缓，其中淘系同增 9%、抖音同增 184%、京东同增 31%。
- **瓊尔博士领跑微生态科学护肤，高端线布局初显成效。**电商根据数据来看，瓊尔博士 Q2 淘系+抖音+京东 GMV 同增 62%，其中淘系同增 39%、抖音同增 273%、京东同增 109%，淘系增速较 Q1 提升、抖音/京东保持快速增长。渠道方面，抖音作为战略增长渠道、目前占比 20%-30%，天猫占比 40%-50%。产品方面，大单品积雪草/益生菌面膜、洁颜蜜、反重力水乳在细分类目排名靠前；微生态护肤进入 2.0 阶段，依托褐藻专利布局高端产品系列，Q2 瓊尔博士淘系均价 122 元、同增 5%。
- **化妆品依托福瑞达集团构筑强产品力&强研发壁垒，增长望延续强劲。**颐莲/瓊尔博士已在产品开发/品牌营销/单品打造等方面形成相对成熟的打法，重点孵化伊帕尔汗/善颜，随着化妆品收入占比提升，继续助力公司整体盈利水平优化；原料及添加剂国外销售有所恢复，Q2 收入增长提速；房地产业务积极应对市场形势，加快销售去化速度，期待后续对业绩拖累的减少。

投资建议

- 化妆品业务持续推进“4+N”战略、延续高增，看好未来公司盈利逐步优化。维持盈利预测，预计 22-24 年归母净利润为 5.54/7.44/9.82 亿元，对应 22-24 年 PE 分别为 16/12/9 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 房地产政策调控风险；化妆品竞争加剧，新品牌孵化不及预期。

相关报告

- 1.《化妆品业务延续高增，地产承压-鲁商发展 1Q22 点评》，2022.5.1
- 2.《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

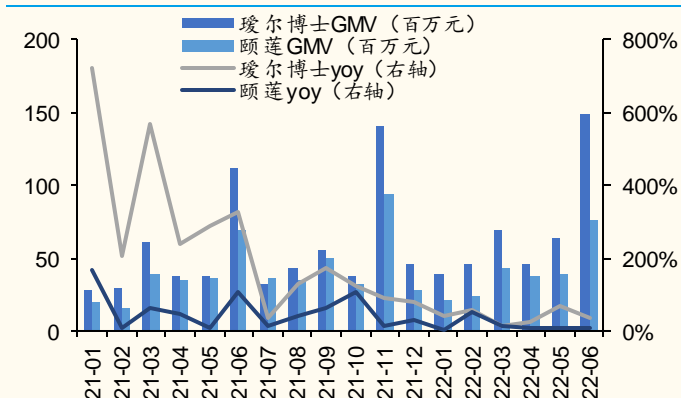
蔡昕好 联系人
caixy@gjzq.com.cn

图表 1：瓊尔博士/颐莲各平台销售额同比增速

品牌	平台	22-01	22-02	22-03	22-04	22-05	22-06	22Q1	22Q2
颐莲	淘系	5%	54%	13%	8%	7%	11%	19%	9%
	抖音	441%	939%	499%	174%	127%	259%	585%	184%
	京东	0%	-30%	-22%	-2%	2%	82%	-17%	31%
	淘系+抖音+京东	46%	116%	54%	37%	28%	43%	66%	38%
瓊尔博士	淘系	40%	57%	15%	24%	69%	33%	31%	39%
	抖音	3135%	1871%	459%	852%	212%	85%	930%	273%
	京东	284%	128%	62%	218%	87%	91%	127%	109%
	淘系+抖音+京东	91%	141%	47%	102%	93%	39%	80%	64%

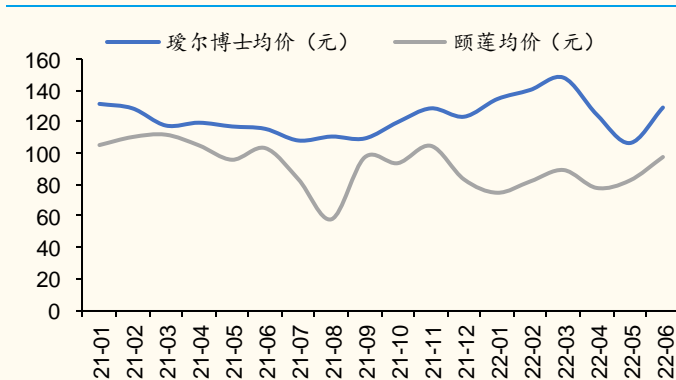
来源：魔镜数据，飞瓜数据，国金证券研究所

图表 2：瓊尔博士/颐莲淘系月度 GMV 及同比增速



来源：魔镜数据，国金证券研究所

图表 3：瓊尔博士/颐莲淘系月度均价



来源：魔镜数据，国金证券研究所

图表 4：瓊尔博士/颐莲 6 月明星产品销售额占比（淘系）

品牌	产品	销售额（万元）	销售占比	品牌	产品	销售额（万元）	销售占比
颐莲	玻尿酸喷雾	4303	56%	瑗尔博士	积雪草面膜	2791.5	19%
	玻尿酸面膜	544	7%		氨基酸洗面奶	1627.3	11%
	元气精华	367	5%		益生菌水乳	1270.8	8%
	嘭润水乳	366	5%		益生菌面膜	1670.6	11%
	云朵洁面泡	137	2%		酸奶面膜	1135.4	8%
合计			75%	合计			57%

来源：魔镜数据，国金证券研究所

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	13,061	14,197	15,181
增长率		32.3%	-9.2%	5.6%	8.7%	6.9%
主营业务成本	-8,122	-10,847	-9,187	-9,291	-9,519	-9,699
%销售收入	78.9%	79.7%	74.3%	71.1%	67.0%	63.9%
毛利	2,168	2,768	3,176	3,770	4,678	5,482
%销售收入	21.1%	20.3%	25.7%	28.9%	33.0%	36.1%
营业税金及附加	-646	-748	-588	-692	-795	-835
%销售收入	6.3%	5.5%	4.8%	5.3%	5.6%	5.5%
销售费用	-718	-849	-1,253	-1,411	-1,732	-2,049
%销售收入	7.0%	6.2%	10.1%	10.8%	12.2%	13.5%
管理费用	-319	-328	-380	-405	-511	-577
%销售收入	3.1%	2.4%	3.1%	3.1%	3.6%	3.8%
研发费用	-46	-77	-119	-131	-256	-304
%销售收入	0.4%	0.6%	1.0%	1.0%	1.8%	2.0%
息税前利润 (EBIT)	439	766	836	1,131	1,385	1,717
%销售收入	4.3%	5.6%	6.8%	8.7%	9.8%	11.3%
财务费用	-51	-68	-91	-314	-191	-76
%销售收入	0.5%	0.5%	0.7%	2.4%	1.3%	0.5%
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	210	209
%税前利润	29.4%	25.7%	31.3%	20.8%	15.3%	11.5%
营业利润	574	875	678	1,027	1,403	1,850
营业利润率	5.6%	6.4%	5.5%	7.9%	9.9%	12.2%
营业外收支	-5	-22	-34	-20	-30	-30
税前利润	569	854	644	1,007	1,373	1,820
利润率	5.5%	6.3%	5.2%	7.7%	9.7%	12.0%
所得税	-175	-215	-250	-403	-549	-728
所得税率	30.7%	25.1%	38.8%	40.0%	40.0%	40.0%
净利润	394	639	394	604	824	1,092
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	554	744	982
净利率	3.3%	4.7%	2.9%	4.2%	5.2%	6.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	394	639	394	604	824	1,092
少数股东损益	50	0	32	50	80	110
非现金支出	76	170	399	106	113	120
非经营收益	-54	-151	-86	221	118	53
营运资金变动	-3,724	3,790	6,142	1,678	2,813	2,787
经营活动现金净流	-3,307	4,448	6,848	2,610	3,868	4,052
资本开支	-57	-156	-281	-220	-198	-198
投资	-114	-251	-67	13	0	0
其他	719	503	-103	210	210	209
投资活动现金净流	548	95	-452	3	12	11
股权募资	1,478	1,395	800	-900	0	0
债权募资	1,069	759	-2,193	-1,677	-2,372	200
其他	-4	-5,706	-5,396	-526	-480	-485
筹资活动现金净流	2,544	-3,551	-6,789	-3,103	-2,852	-285
现金净流量	-215	991	-393	-490	1,028	3,778

来源：公司年报、国金证券研究所

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	4,646	5,673	9,450
应收款项	529	848	1,532	1,489	1,549	1,519
存货	44,438	46,665	48,204	48,873	49,027	48,895
其他流动资产	5,791	6,530	3,795	4,058	4,004	4,140
流动资产	54,393	59,117	58,670	59,066	60,252	64,003
%总资产	97.1%	96.1%	95.5%	95.4%	95.4%	95.6%
长期投资	455	642	883	870	870	870
固定资产	864	1,201	1,328	1,435	1,484	1,527
%总资产	1.5%	2.0%	2.2%	2.3%	2.4%	2.3%
无形资产	219	418	411	404	410	417
非流动资产	1,626	2,382	2,745	2,825	2,880	2,927
%总资产	2.9%	3.9%	4.5%	4.6%	4.6%	4.4%
资产总计	56,019	61,499	61,415	61,891	63,132	66,931
短期借款	6,894	7,041	5,529	4,672	2,000	2,000
应付款项	23,435	23,486	22,221	23,058	24,280	25,107
其他流动负债	17,151	19,959	23,344	25,072	26,823	28,756
流动负债	47,480	50,486	51,093	52,803	53,103	55,863
长期贷款	3,780	4,427	3,751	2,951	3,251	3,451
其他长期负债	64	68	72	44	43	42
负债	51,324	54,981	54,916	55,798	56,396	59,355
普通股股东权益	2,742	4,080	4,727	4,271	4,833	5,563
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	2,457	3,020	3,749
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	61,891	63,132	66,931

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.344	0.633	0.359	0.549	0.737	0.973
每股净资产	2.739	4.044	4.684	4.232	4.789	5.512
每股经营现金净流	-3.304	4.409	6.786	2.586	3.833	4.015
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%	12.98%	15.40%	17.65%
总资产收益率	0.61%	1.04%	0.59%	0.90%	1.18%	1.47%
投入资本收益率	1.98%	3.19%	3.24%	4.95%	6.93%	7.91%
增长率						
主营业务收入增长率	16.64%	32.33%	-9.20%	5.64%	8.70%	6.93%
EBIT增长率	-6.21%	74.74%	9.05%	35.38%	22.39%	24.00%
净利润增长率	112.58%	85.39%	-43.34%	53.19%	34.21%	31.99%
总资产增长率	14.61%	9.78%	-0.14%	0.77%	2.00%	6.02%
资产管理能力						
应收账款周转天数	5.0	4.7	6.9	7.6	7.8	7.5
存货周转天数	1,823.3	1,532.8	1,884.5	1,920.0	1,880.0	1,840.0
应付账款周转天数	257.7	223.0	297.3	290.0	290.0	285.0
固定资产周转天数	29.7	25.6	38.0	36.2	33.2	30.9
偿债能力						
净负债/股东权益	149.92%	98.11%	63.71%	48.86%	-6.26%	-52.79%
EBIT利息保障倍数	8.7	11.3	9.2	3.6	7.2	22.6
资产负债率	91.62%	89.40%	89.42%	90.16%	89.33%	88.68%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	5	12	27	52	90
增持	0	0	0	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.05	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
2	2022-05-01	买入	8.55	N/A

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。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;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

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