

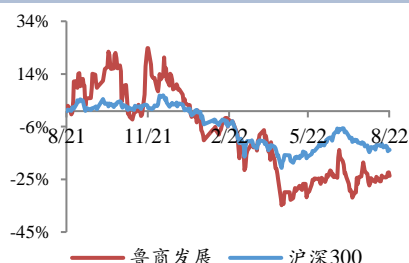
化妆品延续高增，坚定大健康转型

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-08-26

收盘价（元）	9.18
近 12 个月最高/最低（元）	14.95/7.85
总股本（百万股）	1,009
流通股本（百万股）	1,009
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	93
流通市值（亿元）	93

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王洪岩

执业证书号：S0010521010001

邮箱：wanghy@hazq.com

联系人：梁瑞

执业证书号：S0010121110043

邮箱：liangrui@hazq.com

相关报告

1. 鲁商发展 2021 业绩点评：持续转型大健康，化妆品表现亮眼 2022-04-15

2. 【华安新消费】鲁商发展 (600223)：转型大健康成果初显，引战投加速品牌塑造 2022-01-19

主要观点：

● 事件

公司公布 2022 年半年度报告，实现营收 48.35 亿元 (+18.88%)，归母净利润 1.89 亿元 (-39.18%)，基本每股收益 0.19 元。

● 化妆品营收延续高增，生物医药受疫情影响较大

分产品看，公司房地产及物业实现营收 32.78 亿元 (+13.20%)，毛利率为 19.79% (-1.28pct)；化妆品实现营收 10.12 亿元 (+62.31%)，毛利率为 60.71% (-0.86pct)，主要由于公司各品牌为了促进销售规模扩大，对产品价格进行了优化；生物医药实现营收 2.11 亿元 (-22.15%)，主要受上半年疫情影响。毛利率为 54.10% (-4.35pct) 主要由于造成能源价格和原材料价格上涨；原料及衍生物、添加剂营收为 1.59 亿元 (+11.01%)，毛利率为 33.06% (-4.84pct)，主要由于燃气等能源成本上升，且公司为了扩大透明质酸市场占有率对价格进行了调整。

● 颐莲和瑗尔博士升级推新，持续推进“4+N”品牌战略

上半年颐莲实现销售收入 3.88 亿元 (+43.53%)，618 全网累计成交额 +57.2%，其中抖音旗舰店 GMV 同比+379%。颐莲推出玻尿酸喷雾 2.0 升级产品，上市当日成交 2 万瓶。水光肌原液面膜销售超过 60 万盒，成为颐莲品牌 TOP2 产品。瑗尔博士实现销售收入 5.25 亿元 (+74.40%)。瑗尔博士推出新品“闪充精华”，采用国内首创独家双菌发酵褐藻技术，上市后荣登天猫抗皱精华热销 top1。公司持续推进化妆品业务“4+N”品牌发展战略，专注玻尿酸护肤、微生态护肤、精准护肤、以油养肤等科技护肤赛道。并且通过对外合作成立了新锐品牌孵化平台，预计将加快更多潜力新品牌的孵化。

● 进一步加大品牌投放，销售费用率提升

公司毛利率为 30.91% (-0.23pct)，主要是由于各业务毛利率下滑。费用端，上半年公司销售费用率为 13.79% (+1.73pct)，主要是由于公司加大对于化妆品品牌的营销宣传及产品推广费用；管理费用率为 2.92% (-1.42pct)，主要是由于去年上半年信息化建设投入较多；研发费用率为 1.14% (-0.11pct)。公司净利率为 4.26% (-3.51pct)，主要是由于公司毛利率下降及销售费用率提高。

● 投资建议

公司定位国内领先的大健康产业综合运营商，在生态健康产业和生物医药两大板块实施双轮驱动战略。房地产开发业务以稳为主，非地产业务占比提高，其中化妆品业务表现突出。主打微生态护肤的瑗尔博士和颐莲已逐步实现破圈放量。福瑞达生物引入战投后，壹网壹创等线上代运营的参与有望赋能公司品牌营销端，加快公司化妆品业务品牌孵化。我们预计公司 2022~2024 年 EPS 分别为 0.45、0.58、0.75 元/股，对应当前股价 PE 分别为 20、16、12 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

新品推广不及预期；行业竞争加剧；疫情反复等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	12363	14477	16082	18098
收入同比 (%)	-9.2%	17.1%	11.1%	12.5%
归属母公司净利润	362	453	583	761
净利润同比 (%)	-43.3%	25.2%	28.6%	30.6%
毛利率 (%)	25.7%	29.3%	35.6%	44.7%
ROE (%)	7.7%	8.3%	9.4%	10.6%
每股收益 (元)	0.36	0.45	0.58	0.75
P/E	36.81	20.45	15.90	12.17
P/B	2.83	1.71	1.49	1.30
EV/EBITDA	26.03	2.82	-1.51	-4.69

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	58670	63278	65039	65817	营业收入	12363	14477	16082	18098
现金	5139	16816	23388	30332	营业成本	9187	10235	10354	10014
应收账款	278	267	307	352	营业税金及附加	588	761	825	925
其他应收款	1226	935	1130	1325	销售费用	1253	1773	2710	4286
预付账款	1999	3676	3429	3220	管理费用	380	471	630	833
存货	48204	39258	34041	27434	财务费用	91	356	410	446
其他流动资产	1825	2325	2745	3155	资产减值损失	-196	-170	-150	-120
非流动资产	2745	3459	4045	4611	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	730	965	1197	1431	投资净收益	201	235	261	294
固定资产	1287	1635	1889	2148	营业利润	678	761	999	1368
无形资产	210	250	274	299	营业外收入	5	4	4	5
其他非流动资产	518	609	685	732	营业外支出	39	46	50	58
资产总计	61415	66737	69083	70428	利润总额	644	720	953	1315
流动负债	51093	55182	56199	56064	所得税	250	237	335	502
短期借款	3219	4500	4800	4900	净利润	394	483	618	812
应付账款	7468	7727	7907	7700	少数股东损益	32	30	36	51
其他流动负债	40405	42955	43492	43463	归属母公司净利润	362	453	583	761
非流动负债	3823	4323	4823	5323	EBITDA	673	1247	1491	1834
长期借款	3751	4251	4751	5251	EPS (元)	0.36	0.45	0.58	0.75
其他非流动负债	72	72	72	72					
负债合计	54916	59505	61022	61386					
少数股东权益	1773	1802	1838	1889					
股本	1009	1009	1009	1009					
资本公积	616	616	616	616					
留存收益	3102	3805	4597	5526					
归属母公司股东权益	4727	5430	6223	7152					
负债和股东权益	61415	66737	69083	70428					

现金流量表				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	6848	10925	6725	7306
净利润	362	453	583	761
折旧摊销	102	152	172	190
财务费用	112	356	410	446
投资损失	-201	-235	-261	-294
营运资金变动	6142	9877	5529	5930
其他经营现金流	-5449	-9102	-4655	-4896
投资活动现金流	-452	-673	-543	-516
资本支出	-281	-606	-507	-509
长期投资	-67	-302	-297	-301
其他投资现金流	-103	235	261	294
筹资活动现金流	-6789	1425	390	154
短期借款	-1084	1281	300	100
长期借款	-677	500	500	500
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	576	0	0	0
其他筹资现金流	-5604	-356	-410	-446
现金净增加额	-393	11677	6572	6944

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

主要财务比率

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	-9.2%	17.1%	11.1%	12.5%
营业利润	-22.6%	12.3%	31.2%	36.9%
归属于母公司净利润	-43.3%	25.2%	28.6%	30.6%
获利能力				
毛利率 (%)	25.7%	29.3%	35.6%	44.7%
净利率 (%)	2.9%	3.1%	3.6%	4.2%
ROE (%)	7.7%	8.3%	9.4%	10.6%
ROIC (%)	2.2%	4.0%	4.3%	4.7%
偿债能力				
资产负债率 (%)	89.4%	89.2%	88.3%	87.2%
净负债比率 (%)	844.9%	822.7%	757.0%	679.0%
流动比率	1.15	1.15	1.16	1.17
速动比率	0.17	0.37	0.49	0.63
营运能力				
总资产周转率	0.20	0.22	0.23	0.26
应收账款周转率	44.52	54.14	52.47	51.47
应付账款周转率	1.23	1.32	1.31	1.30
每股指标 (元)				
每股收益	0.36	0.45	0.58	0.75
每股经营现金流	6.79	10.83	6.66	7.24
每股净资产	4.68	5.38	6.17	7.09
估值比率				
P/E	36.81	20.45	15.90	12.17
P/B	2.83	1.71	1.49	1.30
EV/EBITDA	26.03	2.82	-1.51	-4.69

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。