

消费升级与娱乐研究中心

鲁商发展 (600223.SH) 买入(维持评级)**公司点评**

市场价格(人民币): 9.18元

市场数据(人民币)**成本/疫情影响业绩承压，化妆品多点开花****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	13,062	13,797	14,804
营业收入增长率	32.33%	-9.20%	5.65%	5.63%	7.30%
归母净利润(百万元)	639	362	431	549	707
归母净利润增长率	85.39%	-43.34%	18.98%	27.57%	28.70%
摊薄每股收益(元)	0.633	0.359	0.43	0.54	0.70
每股经营性现金流净额	4.41	6.79	1.74	2.47	3.50
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.65%	7.66%	10.54%	12.44%	14.61%
P/E	13.46	36.95	21.51	16.86	13.10
P/B	2.11	2.83	2.27	2.10	1.91

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 8.26公司公告2Q22营收33.53亿元、同增41.94%，归母净利1.23亿元、同降45.45%，归母净利率3.67%(-5.9PCT)，净利润降幅较大主要系产品成本上涨&主动优化价格拉动销售下综合毛利率同比-3.63PCT至26.42%。

经营分析

- **化妆品：**品牌多点开花，颐莲/瑷尔博士表现持续靓丽。1H22化妆品营收10.12亿元、同增62.31%、毛利率60.71%(-0.86PCT)。**1) 颐莲：**推出玻尿酸喷雾2.0升级产品，1H营收3.88亿元、同增43.53%;**2) 瑞尔博士：**依托褐藻专利布局高端产品系列，品线结构不断完善、新品占比提升至10%，1H营收5.25亿元、同增74.40%，7月电商美妆大盘整体表现较弱(同比微降2%)下瑷尔博士延续强劲增长态势，7月抖音京GMV同增34%。**3) 其他品牌：**培育初见成效，诠润/贝润分别同增171%/254%。
- **生物医药收入承压，原料/房地产及物业增长平稳。**1H原料及衍生产品、添加剂营收1.59亿元、+11%，毛利率同比-4.84PCT至33.06%、主要系燃气等能源成本涨幅较大+主动优化价格以扩大市占率；1H生物医药营收2.11亿元、-22%，能源及原材料价格上涨拖累毛利率同比-4.35PCT至54.1%；房地产及物业营收32.78亿元、+13.2%，毛利率19.79%(-1.28PCT)。
- **分板块，1H22医药化妆品/房地产及物业板块净利润1.36/0.74亿元，分别同比+21.75%/-63.5%，净利率9.78%(-0.81PCT)/2.15%(-4.6PCT)。**
- **费用端控制良好。**2Q22期间费用率16.38%(-0.37PCT)，其中销售/管理/研发/财务费用率11.05%/1.96%/0.97%/2.4%，分别同比-0.75/-1.88/-0.2PCT/+2.45PCT。1H22经营性现金流量净额8.88亿元、同降74.2%，主要系健康地产板块受市场环境影响本期销售回款减少影响所致。

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。考虑到1H受成本/疫情影响业绩承压，目前地产市场仍存压力，下调盈利预测。预计22-24年归母净利为4.31/5.49/7.07亿元，对应22-24年PE分别为22/17/13倍，维持“买入”评级。

风险提示

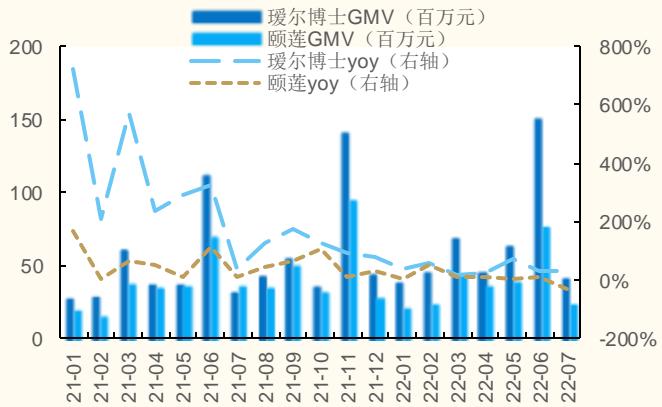
- 房地产政策调控风险；化妆品竞争加剧，新品牌孵化不及预期。

图表 1：爱尔博士/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	22-07	22Q1	22Q2
颐莲	淘系	5%	54%	13%	8%	7%	11%	-32%	19%	9%
	抖音	441%	939%	499%	174%	127%	259%	-7%	585%	184%
	京东	0%	-30%	-22%	-2%	2%	82%	-6%	-17%	31%
	淘系+抖音+京东	46%	116%	54%	37%	28%	43%	-21%	66%	38%
爱尔博士	淘系	40%	57%	15%	24%	69%	33%	32%	31%	39%
	抖音	3135%	1871%	459%	852%	212%	85%	37%	930%	273%
	京东	284%	128%	62%	218%	87%	91%	44%	127%	109%
	淘系+抖音+京东	91%	141%	47%	102%	93%	39%	34%	80%	64%

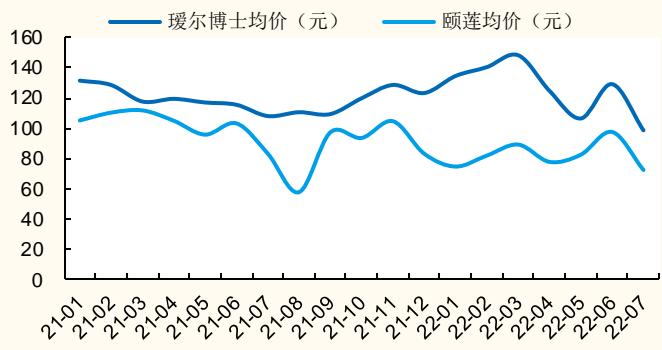
来源：魔镜数据，飞瓜数据，国金证券研究所

图表 2：爱尔博士/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：爱尔博士/颐莲淘系月度均价



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)							资产负债表 (人民币百万元)					
主营业务收入	10,289	13,615	12,363	13,062	13,797	14,804	货币资金	3,635	5,074	5,139	4,651	4,510
增长率	32.3%	-9.2%	5.6%	5.6%	7.3%		应收账款	529	848	1,532	1,504	1,481
主营业务成本	-8,122	-10,847	-9,187	-9,430	-9,579	-9,966	存货	44,438	46,665	48,204	49,607	49,864
%销售收入	78.9%	79.7%	74.3%	72.2%	69.4%	67.3%	其他流动资产	5,791	6,530	3,795	4,086	4,016
毛利	2,168	2,768	3,176	3,631	4,218	4,838	流动资产	54,393	59,117	58,670	59,848	59,894
%销售收入	21.1%	20.3%	25.7%	27.8%	30.6%	32.7%	%总资产	97.1%	96.1%	95.5%	95.5%	95.5%
营业税金及附加	-646	-748	-588	-692	-745	-822	长期投资	455	642	883	870	870
%销售收入	6.3%	5.5%	4.8%	5.3%	5.4%	5.6%	固定资产	864	1,201	1,328	1,435	1,484
销售费用	-718	-849	-1,253	-1,424	-1,697	-1,999	%总资产	1.5%	2.0%	2.2%	2.3%	2.4%
%销售收入	7.0%	6.2%	10.1%	10.9%	12.3%	13.5%	无形资产	219	418	411	404	410
管理费用	-319	-328	-380	-392	-414	-444	非流动资产	1,626	2,382	2,745	2,825	2,880
%销售收入	3.1%	2.4%	3.1%	3.0%	3.0%	2.9%	%总资产	2.9%	3.9%	4.5%	4.5%	4.5%
研发费用	-46	-77	-119	-131	-207	-266	资产总计	56,019	61,499	61,415	62,672	62,774
%销售收入	0.4%	0.6%	1.0%	1.0%	1.5%	1.8%	短期借款	6,894	7,041	5,529	5,737	3,513
息税前利润 (EBIT)	439	766	836	993	1,155	1,307	应付款项	23,435	23,486	22,221	23,367	24,179
%销售收入	4.3%	5.6%	6.8%	7.6%	8.4%	25,405	其他流动负债	17,151	19,959	23,344	24,695	25,551
财务费用	-51	-68	-91	-360	-293	-173	流动负债	47,480	50,486	51,093	53,799	53,242
%销售收入	0.5%	0.5%	0.7%	2.8%	2.1%	54,701	长期贷款	3,780	4,427	3,751	2,951	3,251
资产减值损失	-19	-75	-297	0	0	0	其他长期负债	64	68	72	44	43
公允价值变动收益	-1	0	0	0	0	42	负债	51,324	54,981	54,916	56,794	56,536
投资收益	167	220	201	114	102	100	普通股股东权益	2,742	4,080	4,727	4,085	4,415
%税前利润	29.4%	25.7%	31.3%	15.7%	10.9%	4,839	其中：股本	1,001	1,009	1,009	1,009	1,009
营业利润	574	875	678	747	964	1,235	未分配利润	1,504	1,978	2,014	2,272	2,602
营业利润率	5.6%	6.4%	5.5%	5.7%	7.0%	3,026	少数股东权益	1,954	2,437	1,773	1,793	1,823
营业外收支	-5	-22	-34	-20	-30	1,863	负债股东权益合计	56,019	61,499	61,415	62,672	62,774
税前利润	569	854	644	727	934	64,905						
利润率	5.5%	6.3%	5.2%	5.6%	6.8%							
所得税	-175	-215	-250	-276	-355	-458						
所得税率	30.7%	25.1%	38.8%	38.0%	38.0%	38.0%						
净利润	394	639	394	451	579	747						
少数股东损益	50	0	32	20	30	40						
非现金支出	76	170	399	106	113	120						
非经营收益	-54	-151	-86	363	316	212						
营运资金变动	-3,724	3,790	6,142	833	1,479	2,452						
经营活动现金净流	-3,307	4,448	6,848	1,753	2,488	3,531						
资本开支	-57	-156	-281	-220	-198	-198						
投资	-114	-251	-67	13	0	0						
其他	719	503	-103	114	102	100						
投资活动现金净流	548	95	-452	-93	-96	-98						
股权筹资	1,478	1,395	800	-900	0	0						
债权筹资	1,069	759	-2,193	-612	-1,924	-1,313						
其他	-4	-5,706	-5,396	-633	-607	-565						
筹资活动现金净流	2,544	-3,551	-6,789	-2,145	-2,532	-1,878						
现金净流量	-215	991	-393	-485	-140	1,556						

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	1	8	23	37	92
增持	0	1	2	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.11	1.08	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
3	2022-07-23	买入	9.23	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