

鲁商发展 (600223.SH)

化妆品业务稳健增长，看好公司长期发展

核心观点：

- **事件：**公司发布三季报，2022年前三季度实现收入85.29亿元，同比+34.33%；归母净利润1.54亿元，同比-69.44%；扣非归母净利润1.61亿元，同比-68.25%，利润降幅较大主要是由于三季度健康地产结算项目毛利较低及个别项目规划调整暂时停工利息费用化影响财务费用增加（前三季度财务费用累计约2.17亿元）。其中Q3单季度实现收入36.94亿元，同比+61.89%，主要是由于健康地产结算增加及化妆品等销售收入增加；归母净利润-0.35亿元，同比-118.45%；扣非归母净利润-0.28亿元，同比-114.37%，本期收到政府补助749万元。子公司山东福瑞达医药集团前三季度实现收入18.62亿元，同比+25.9%，归母净利润1.25亿元，同比-6%。
- **分业务看，**(1)前三季度健康地产签约金额56.12亿元，签约面积53.13万平方米，新开工面积48.89万平方米，竣工面积112.42万平方米。(2)前三季度化妆品收入14.29亿元，同比+43.9%，占总营收比重约16.8%，毛利率为58.56%，其中瑷尔博士7.45亿元、同比约+52.7%，颐莲5.40亿元、同比约+26.4%；Q3单季度化妆品收入约4.2亿元，同比+12.3%，其中瑷尔博士2.2亿元、同比约+17.6%，颐莲1.5亿元、同比约-3.2%，化妆品业务整体发展稳健。(3)此外，前三季度医药板块收入3.37亿元，同比-14.9%，毛利率52.32%；原料收入2.32亿元，同比+31.8%，毛利率32.47%。
- **盈利预测和投资建议：**公司坚定转型大健康，化妆品业务稳健发展且利润率可观，预计公司22-24年实现归母净利润2.5、4.3、5.6亿元，公司利润主要由生物医药板块贡献，参考可比公司，给予23年生物医药板块30倍PE，得到合理价值8.95元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示：**战略转型不及预期；化妆品行业景气下降；电商增速放缓。

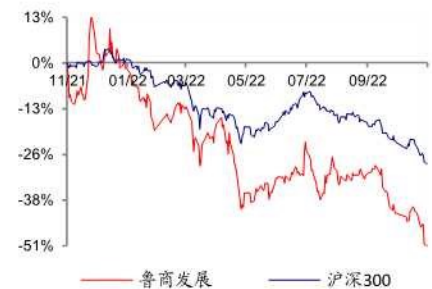
盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	13,615	12,363	13,155	14,235	15,021
增长率(%)	32.3	-9.2	6.4	8.2	5.5
EBITDA(百万元)	819	673	1,136	1,381	1,611
归母净利润(百万元)	639	362	252	426	559
增长率(%)	85.4	-43.3	-30.3	68.9	31.2
EPS(元/股)	0.63	0.36	0.25	0.42	0.55
市盈率(P/E)	13.46	36.95	26.19	15.51	11.82
ROE(%)	15.7	7.7	5.1	7.9	9.4
EV/EBITDA	18.30	26.03	2.49	2.71	2.01

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	6.50元
合理价值	8.95元
前次评级	买入
报告日期	2022-10-31

相对市场表现



分析师：

洪涛



SAC 执证号：S0260514050005

SFC CE No. BNV287



021-38003654



hongtao@gf.com.cn

分析师：

嵇文欣



SAC 执证号：S0260520050001



021-38003653



jiwenxin@gf.com.cn

请注意，嵇文欣并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

鲁商发展(600223.SH):化妆品业务表现优异，科技实力支撑长期发展 2022-08-27

鲁商发展(600223.SH):化妆品业务高速发展，持续转型大健康 2022-04-29

鲁商发展(600223.SH):化妆品业务领跑，坚定转型大健康 2022-04-15

联系人：王薇 021-38003648

gzwangw@gf.com.cn

图 1: 公司累计营收及增速情况



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 2: 公司单季度营业收入及增速情况



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 3: 公司累计归母净利润及增速情况



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 4: 公司单季度归母净利润及增速情况



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

盈利预测和投资建议

我们按业务对公司营收做拆分和预测, 公司拥有六大业务, 其中化妆品和房地产业务合计占比超过85%:

化妆品业务: 化妆品是公司向大健康转型过程中重点布局和发力的方向, 2021年公司化妆品业务实现营业收入14.9亿元, 同比增长117.0%, 各品牌特色鲜明、产品力强, 福瑞达医药集团持续赋能品牌发展。22H1公司化妆品业务收入同比增长43.9%, 发展迅速, 预计公司22-24年化妆品业务营收同比增速分别为40%、35%、30%。

房地产业务: 公司由房地产向大健康转型, 近年来房地产业务营收占比逐步下降, 预计公司22-24年房地产业务营收同比增速分别为0%、0%、-5%。

物业管理业务: 物业管理为公司大健康服务链的重要一环, 公司不断增强健康运营服务能力, 拓展外部市场项目, 预计22-24年物管业务营收同比增速分别为30%、30%、25%。

酒店业务：公司酒店业务体量小，主要依托房地产业务共同发展，随着公司转型战略持续落地，预计公司酒店业务22-24年营收同比增速为0%、5%、5%。

药品业务：公司涵盖中药及化药制剂（明仁福瑞达）、生化药品（博士伦福瑞达）及销售团队（医药事业部），拥有施沛特、颈痛颗粒、小儿解感颗粒等多个知名品牌，短期药品业务受到疫情等因素的影响，未来有望逐步恢复，预计公司22-24年药品业务营收同比增速分别为-8%、15%、15%。

原料及添加剂业务：公司旗下焦点福瑞达目前拥有食品级和化妆品级透明质酸420吨/年的产能，60%出口至东亚、北美、欧盟等。焦点福瑞达2021年推出原料业务新品牌“百阜”，并同步推出百阜化妆品级透明质酸、百阜焕活小分子、百阜麦角硫因3款原料新品，预计公司22-24年原料及添加剂业务营收同比增速分别为30%、30%、25%。

基于以上假设，预计公司22-24年收入分别为131.5、142.4、150.2亿元，同比+6.4%、+8.2%、+5.5%；归母净利润分别为2.5、4.3、5.6亿元，同比-30.3%、+68.9%、+31.2%。

表 1：核心假设与盈利预测

单位：百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	13,615.5	12,363.3	13,154.7	14,235.0	15,021.2
YOY		-9.2%	6.4%	8.2%	5.5%
毛利率	20.3%	25.7%	26.6%	27.5%	28.0%
化妆品业务					
收入	688.9	1,494.9	2,092.9	2,825.4	3,673.0
YOY		117.0%	40.0%	35.0%	30.0%
毛利率	59.1%	63.7%	61.0%	61.5%	62.0%
房地产销售					
收入	11,521.6	9,279.7	9,279.7	9,279.7	8,815.7
YOY		-19.5%	0.0%	0.0%	-5.0%
毛利率	14.5%	17.1%	16.5%	15.0%	12.0%
物业管理业务					
收入	360.3	415.9	540.6	702.8	878.5
YOY		15.4%	30.0%	30.0%	25.0%
毛利率	29.2%	21.1%	25.0%	22.0%	16.0%
酒店业务					
收入	60.7	60.7	60.7	63.7	66.9
YOY		0.0%	0.0%	5.0%	5.0%
毛利率	81.7%	76.8%	65.0%	65.0%	55.0%
药品业务					
收入	497.5	540.9	497.6	572.2	658.1
YOY		8.7%	-8.0%	15.0%	15.0%
毛利率	61.6%	57.9%	53.0%	54.0%	55.0%
原料及添加剂业务					
收入	197.6	241.0	313.3	391.6	489.6
YOY		22.0%	30.0%	25.0%	25.0%

毛利率	46.7%	37.1%	33.0%	34.0%	33.0%
其他业务					
收入	288.9	330.2	369.8	399.4	439.4
YOY		14.3%	12.0%	8.0%	10.0%
毛利率	47.4%	34.0%	40.0%	40.0%	40.0%
销售费用率	6.2%	10.1%	12.0%	12.4%	12.2%
管理费用率	2.4%	3.1%	3.0%	3.0%	2.8%
研发费用率	0.6%	1.0%	1.2%	1.4%	1.5%
归母净利润	638.7	361.9	252.3	426.1	559.3
YOY		-43.3%	-30.3%	68.9%	31.2%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

公司坚定向大健康转型,目前利润主要由生物医药板块贡献,预计2023年公司生物医药板块(化妆品+药品+原料)收入为37.9亿元。生物医药板块业务的经营主体为公司旗下100%持股的子公司山东福瑞达医药集团,根据公司财报,21A、22H1山东福瑞达医药集团的归母净利率分别为8.25%、8.17%,预计23年为8%,则公司生物医药板块利润约3.0亿元。其他业务中,房地产业务受宏观环境影响,22年前三季度出现一定亏损,预计22-23年达到盈亏平衡状态,净利率为0%;物管、酒店业务预计2023年实现收入7.7亿元,根据公司持股75%的物管子子公司(已在港股上市)的归母净利率水平(22H1=12.3%),测算得公司物管和酒店业务23年归母净利润约0.7亿元;此外,预计公司参股山东博士伦福瑞达制药有限公司、临沂锦琴房地产开发有限公司、临沂鲁商置业发展有限公司等获得的净投资收益合计约0.6亿元。

参考可比公司,考虑公司较强的研发实力和化妆品业务的成长性,给予23年生物医药板块30倍PE,剩余业务体量较小且市场估值水平较低,暂不给予专门估值,得到公司合理总价值90.9亿元,对应合理价值8.95元/股,维持“买入”评级。

表 2: 可比公司估值表二(截至2022年10月31日)

股票代码	公司名称	归母净利润 YoY			PE		
		2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
688363.SH	华熙生物	21.13%	31.39%	32.50%	95.28	52.96	39.97
300957.SZ	贝泰妮	58.77%	38.25%	33.97%	94.39	52.72	39.35
603605.SH	珀莱雅	21.03%	28.84%	26.53%	72.68	63.58	50.25
平均值					87.45	56.42	43.19

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心(注:上市公司采用 Wind 一致预期)

风险提示

（一）战略转型不及预期

公司处在由房地产向大健康转型的重要阶段，如果转型过程不顺利，可能导致组织结构混乱、业务发展受阻，影响公司经营效率。

（二）化妆品行业景气下降

公司化妆品业务借助行业红利获得快速发展，占营收比重不断提升，如果经济下滑、化妆品消费需求大幅下降，将对公司经营造成不利影响。

（三）电商增速放缓

公司旗下“颐莲”、“瑗尔博士”等美妆品牌均以线上销售为主，如果电商整体增速放缓、流量不足，将对公司业绩产生负面影响。

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	59,117	58,670	58,266	56,280	55,953
货币资金	5,074	5,139	12,951	11,128	11,740
应收及预付	5,334	2,277	2,633	2,860	2,982
存货	46,665	48,204	39,607	39,530	38,461
其他流动资产	2,044	3,051	3,075	2,762	2,770
非流动资产	2,382	2,745	2,642	2,515	2,367
长期股权投资	485	730	780	830	880
固定资产	954	1,287	1,068	839	597
在建工程	247	41	76	104	125
无形资产	216	210	230	250	270
其他长期资产	479	477	488	492	495
资产总计	61,499	61,415	60,908	58,795	58,320
流动负债	50,486	51,093	50,204	47,527	46,345
短期借款	4,303	3,219	3,000	2,000	2,000
应付及预收	8,388	8,694	8,467	8,477	8,887
其他流动负债	37,795	39,180	38,737	37,050	35,458
非流动负债	4,495	3,823	3,923	4,023	4,123
长期借款	4,427	3,751	3,851	3,951	4,051
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	68	72	72	72	72
负债合计	54,981	54,916	54,127	51,550	50,468
股本	1,009	1,009	1,017	1,017	1,017
资本公积	41	616	616	616	616
留存收益	2,130	2,202	2,454	2,880	3,439
归属母公司股东权益	4,080	4,727	4,987	5,413	5,972
少数股东权益	2,437	1,773	1,795	1,832	1,880
负债和股东权益	61,499	61,415	60,908	58,795	58,320

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	13,615	12,363	13,155	14,235	15,021
营业成本	10,847	9,187	9,657	10,314	10,813
营业税金及附加	748	588	658	712	751
销售费用	849	1,253	1,579	1,765	1,833
管理费用	328	380	395	427	421
研发费用	77	119	158	199	225
财务费用	68	91	253	129	62
资产减值损失	-4	-196	-80	-30	-50
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	220	201	145	171	225
营业利润	875	678	492	832	1,095
营业外收支	-22	-34	7	10	10
利润总额	854	644	499	842	1,105
所得税	215	250	224	379	497
净利润	639	394	274	463	608
少数股东损益	0	32	22	37	49
归属母公司净利润	639	362	252	426	559
EBITDA	819	673	1,136	1,381	1,611
EPS (元)	0.63	0.36	0.25	0.42	0.55

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	4,448	6,848	8,358	-518	877
净利润	639	394	274	463	608
折旧摊销	95	102	406	447	493
营运资金变动	3,790	6,142	7,397	-1,574	-344
其它	-76	210	280	145	120
投资活动现金流	95	-452	-150	-135	-105
资本支出	-156	-281	-232	-251	-275
投资变动	-251	-67	-60	-60	-60
其他	503	-103	142	176	230
筹资活动现金流	-3,551	-6,789	-395	-1,170	-160
银行借款	8,968	5,572	-119	-900	100
股权融资	1,395	800	7	0	0
其他	-13,914	-13,161	-283	-270	-260
现金净增加额	991	-393	7,813	-1,823	612
期初现金余额	1,649	2,640	5,139	12,951	11,128
期末现金余额	2,640	2,247	12,951	11,128	11,740

主要财务比率

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	32.3%	-9.2%	6.4%	8.2%	5.5%
营业利润增长	52.5%	-22.6%	-27.5%	69.3%	31.6%
归母净利润增长	85.4%	-43.3%	-30.3%	68.9%	31.2%
获利能力					
毛利率	20.3%	25.7%	26.6%	27.5%	28.0%
净利率	4.7%	3.2%	2.1%	3.3%	4.0%
ROE	15.7%	7.7%	5.1%	7.9%	9.4%
ROIC	3.0%	2.2%	2.5%	3.3%	3.8%
偿债能力					
资产负债率	89.4%	89.4%	88.9%	87.7%	86.5%
净负债比率	843.6%	844.9%	798.2%	711.6%	642.7%
流动比率	1.17	1.15	1.16	1.18	1.21
速动比率	0.14	0.17	0.32	0.30	0.32
营运能力					
总资产周转率	0.22	0.20	0.22	0.24	0.26
应收账款周转率	71.33	44.52	60.25	50.48	53.79
存货周转率	0.29	0.26	0.33	0.36	0.39
每股指标 (元)					
每股收益	0.63	0.36	0.25	0.42	0.55
每股经营现金流	4	7	8	-1	1
每股净资产	4.04	4.68	4.91	5.32	5.87
估值比率					
P/E	13.46	36.95	26.19	15.51	11.82
P/B	2.11	2.83	1.33	1.22	1.11
EV/EBITDA	18.30	26.03	2.49	2.71	2.01

广发批零与社会服务行业研究小组

- 洪涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年加入广发证券发展研究中心，曾就职于华泰联合证券、平安证券。
- 嵇文欣：资深分析师，南京大学经济学硕士。曾任职于西南证券。2020年加入广发证券发展研究中心。
- 李旭东：高级分析师，复旦大学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 包晗：高级分析师，英国伦敦玛丽女王大学财富管理硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 王薇：高级研究员，武汉大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 童嘉伟：研究员，伦敦大学学院计算金融硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼	香港德辅道中189号李宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。