

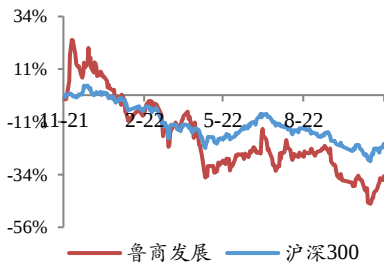
拟剥离地产业务，聚焦带动价值重塑

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-11-16

收盘价（元）	7.91
近 12 个月最高/最低（元）	14.95/6.50
总股本（百万股）	1,017
流通股本（百万股）	1,017
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	80
流通市值（亿元）	80

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. 化妆品延续增长，短期业绩承压 2022-10-28
2. 化妆品延续高增，坚定大健康转型 2022-08-27
3. 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

主要观点：

● 事件

公司公布关于筹划重大资产出售暨关联交易的提示性公告，拟将公司持有的房地产开发业务相关资产及负债转让至公司控股股东山东省商业集团有限公司或其所属公司。

● 拟剥离地产业务，化妆品高增带动业绩增长

公司目前的主营业务为房地产业务；生物医药；化妆品；原料及衍生品、添加剂。2022H1 公司房地产及物业实现营收 32.78 亿元 (+13.20%)，占比为 67.8%；化妆品实现营收 10.12 亿元 (+62.31%)，占比为 20.9%；生物医药实现营收 2.11 亿元 (-22.15%)，占比为 4.4%；原料及衍生品、添加剂营收为 1.59 亿元 (+11.01%)，占比为 3.3%。通过本次交易，公司将名下房地产开发业务相关资产负债置出，剩余其他业务 2021 年收入合计约 31 亿元，归母净利润合计约 2.5 亿元；2022 年 1-9 月收入合计约 25 亿元，归母净利润合计约 2 亿元。本次交易顺利完成后，公司将聚焦于生物医药；化妆品；原料及衍生品、添加剂等大健康业务。其中化妆品收入占比预计将达到 70%+，将成为公司的主要业务。

● 化妆品营收高增，产品持续迭代更新

公司前三季度化妆品业务延续高增，实现营收 14.29 亿元 (+43.91%)。
1、颐莲前三季度实现收入 5.40 亿元 (+26.46%)。颐莲推出全新 2.0 精华喷雾，开启补水喷雾 2.0 时代。重磅新品玻尿酸嘭润霜上市，采用 19 年精研创新玻尿酸+神经酰胺成分，减少水分流失，有望成为新的爆品。颐莲正式入驻屈臣氏全国 4000+ 门店，实现线上线下渠道的打通，推动品牌触达更多的消费群体。
2、瑗尔博士前三季度营收 7.45 亿元 (+52.66%)。瑗尔博士推出酵粹洁面霜，采用独家物理吸附体系，更加温和不伤皮脂膜。并且瑗尔博士进阶升级了益生菌水乳和洁颜蜜等产品，提升产品的使用体验，增强客户粘性。

● 投资建议

公司聚焦大健康业务，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，线上代运营的参与有望赋能，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 0.34、0.90、1.20 元/股，对应当前股价 PE 分别为 24、9、7 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	12481	5976	8879
收入同比 (%)	-9.2%	1.0%	-52.1%	48.6%
归属母公司净利润	362	339	909	1213
净利润同比 (%)	-43.3%	-6.3%	167.9%	33.5%
毛利率 (%)	25.7%	29.4%	59.6%	61.4%
ROE (%)	7.7%	6.4%	14.1%	15.5%
每股收益 (元)	0.36	0.34	0.90	1.20
P/E	36.81	23.53	8.78	6.58
P/B	2.83	1.50	1.24	1.02
EV/EBITDA	26.03	28.27	19.18	19.40

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	37834	23420	27784	营业收入	12363	12481	5976	8879
现金	5139	-12157	-20299	-33607	营业成本	9187	8816	2416	3430
应收账款	278	231	114	173	营业税金及附加	588	656	307	454
其他应收款	1226	806	420	650	销售费用	1253	1529	1007	1795
预付账款	1999	3167	800	1103	管理费用	380	406	234	408
存货	48204	43478	39722	56377	财务费用	91	356	410	446
其他流动资产	1825	2309	2664	3089	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	203	97	144
固定资产	1287	1635	1889	2148	营业利润	678	580	1532	2149
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	41293	27465	32395	利润总额	644	539	1487	2095
流动负债	51093	29859	14357	17323	所得税	250	177	522	801
短期借款	3219	4500	4800	4900	净利润	394	361	964	1295
应付账款	7468	6656	1845	2637	少数股东损益	32	22	56	82
其他流动负债	40405	18703	7711	9786	归属母公司净利润	362	339	909	1213
非流动负债	3823	4323	4823	5323	EBITDA	673	1104	2093	2787
长期借款	3751	4251	4751	5251	EPS (元)	0.36	0.34	0.90	1.20
其他非流动负债	72	72	72	72					
负债合计	54916	34182	19179	22646					
少数股东权益	1773	1795	1851	1932					
股本	1017	1017	1017	1017					
资本公积	616	616	616	616					
留存收益	3094	3683	4802	6183					
归属母公司股东权益	4727	5316	6435	7816					
负债和股东权益	61415	41293	27465	32395					

现金流量表				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	6848	-18015	-7945	-12797
净利润	362	339	909	1213
折旧摊销	102	152	172	190
财务费用	112	356	410	446
投资损失	-201	-203	-97	-144
营运资金变动	6142	-18974	-9531	-14804
其他经营现金流	-5449	19627	10632	16321
投资活动现金流	-452	-705	-587	-665
资本支出	-281	-606	-387	-509
长期投资	-67	-302	-297	-301
其他投资现金流	-103	203	97	144
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	-17295	-8142	-13307

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%	1.0%	-52.1%	48.6%
营业利润	-22.6%	-14.4%	164.0%	40.2%
归属于母公司净利润	-43.3%	-6.3%	167.9%	33.5%
获利能力				
毛利率 (%)	25.7%	29.4%	59.6%	61.4%
净利率 (%)	2.9%	2.7%	15.2%	13.7%
ROE (%)	7.7%	6.4%	14.1%	15.5%
ROIC (%)	2.2%	3.5%	6.2%	7.2%
偿债能力				
资产负债率 (%)	89.4%	82.8%	69.8%	69.9%
净负债比率 (%)	844.9%	480.7%	231.5%	232.3%
流动比率	1.15	1.27	1.63	1.60
速动比率	0.17	-0.30	-1.19	-1.71
营运能力				
总资产周转率	0.20	0.30	0.22	0.27
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	0.34	0.90	1.20
每股经营现金流(薄)	6.79	-17.85	-7.87	-12.68
每股净资产	4.68	5.27	6.38	7.75
估值比率				
P/E	36.81	23.53	8.78	6.58
P/B	2.83	1.50	1.24	1.02
EV/EBITDA	26.03	28.27	19.18	19.40

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。