



买入（维持）

所属行业：房地产/房地产开发
当前价格(元)：9.57

证券分析师

郑澄怀

资格编号：S0120521050001

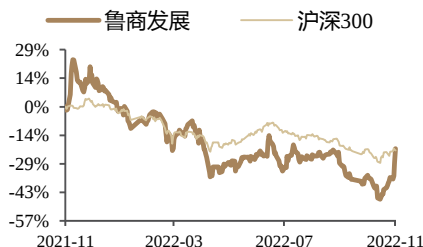
邮箱：dengch@tebon.com.cn

研究助理

易丁依

邮箱：yidy@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	23.32	10.25	7.17
相对涨幅(%)	23.94	13.15	15.76

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 1.《鲁商发展(600223.SH)：Q3业绩承压，化妆品维持高增》，2022.10.30
- 2.《鲁商发展(600223.SH)：22H1利润略有扰动，化妆品维持高增》，2022.8.28
- 3.《鲁商发展(600223.SH)：践行战略转型，化妆品业务景气度延续》，2022.7.22
- 4.《鲁商发展(600223.SH)：化妆品同增超95%，延续高景气》，2022.4.29
- 5.《鲁商发展(600223.SH)：化妆品“4+N”矩阵，持续高成长》，2022.4.15

股票数据

总股本(百万股)：	1,016.57
流通A股(百万股)：	1,016.57
52周内股价区间(元)：	6.50-14.95
总市值(百万元)：	9,728.56
总资产(百万元)：	59,610.84
每股净资产(元)：	3.97

资料来源：公司公告

鲁商发展(600223.SH)：剥离房地产业务，聚焦大健康产业

投资要点

- **事件：公司发布公告，拟剥离房地产业务。**公司11月15日晚间公告：拟剥离房地产开发业务，相关资产及负债转让至公司控股股东商业集团或其所属公司。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。
- **房地产：整体承压，轻装上阵聚焦大健康领域。**公司今年加快转型步伐、加大去库存力度，22Q1-Q3签约金额为56.12亿/yoy-52.21%，积极拓展轻资产业务，新签约2个招商代理项目，加速地产业务转型，地产业务21年减值扰动公司盈利能力，本次事件超预期落地，轻装上阵聚焦大健康领域。
- **化妆品：两大品牌双十一表现亮眼，推进“4+N”品牌矩阵。**(1) **瓊尔博士：**截至双十一收官，全渠道销售额同比去年增长76.68%，其中抖音/快手分别同增125.27%/136.21%，Q1-Q3实现营收7.45亿/yoy+52.7%，Q4延续高增长态势，稳居福瑞达集团第一大化妆品品牌，双十一期间益生菌面膜高举高打、获得多个榜单第一名，褐藻专利全线同比增长100%，验证公司产品打造能力。未来储备多个爆品及系列新品，聚焦高壁垒的涂抹精华品类，积极布局线下、皮肤护理院等渠道。(2) **颐莲：**双十一全网累计成交突破1亿元，京东冲榜美妆竞速排行榜TOP2、抖音渠道同增135%，爆款喷雾全网累计销售4000万+瓶，分舱式面膜实现天猫3w+月销、打造公司第二大产品，“玻尿酸+富勒烯”模式打造元气精华并实现天猫1w+月销，产品矩阵逐渐完善。(3) **子品牌：**润润品牌天猫+抖音官方旗舰店双十一GMV超1100万，天猫/抖音分别同增94%/460%；善颜践行精准护肤，为顾客提供高端量肤定制服务；伊帕尔汗加速品牌建设，同步支持化妆品业务发展。瓊尔博士及颐莲两大品牌推进渠道的多元布局，多款新品推出或可逐步验证推新能力，提升品牌未来空间确定性，未来发力子品牌，品牌矩阵逐渐完善。
- **原料：玻尿酸竞争持续，布局多重新原料。**化妆品级别及食品级玻尿酸原料竞争持续，原料22Q1-Q3毛利率为32.47%/-7.53pcts，盈利能力有所扰动，公司未来将布局医药级玻尿酸及胶原蛋白原料，原料布局更为丰富。其中，公司对外合作布局重组胶原蛋白原料，后续量产后将贡献业绩增量，公司同步储备注射产品。
- **投资建议：**公司转型大健康领域，以“4+N”化妆品矩阵支撑业务持续兑现，若后续地产剥离后，公司未来聚焦大健康领域发展，公司22-24年归母净利润分别为2.38/4.69/5.67亿（暂不剔除房地产业务），对应23-24年PE为19X/15X，采用分部估值预计公司23年目标市值为120亿（化妆品23年净利润3亿*35X PE，目标市值105亿，其他业务市值15亿），对应目标空间24%，**维持“买入”评级。**
- **风险提示：**化妆品行业景气度下降风险、化妆品行业竞争加剧风险、新产品推广情况不及预期、资产重组计划具有不确定性。

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	13,615	12,363	12,391	13,120	13,919
(+/-)YOY(%)	32.3%	-9.2%	0.2%	5.9%	6.1%
净利润(百万元)	639	362	238	469	567
(+/-)YOY(%)	85.4%	-43.3%	-34.1%	96.6%	21.1%
全面摊薄EPS(元)	0.64	0.36	0.24	0.46	0.56
毛利率(%)	20.3%	25.7%	26.7%	30.7%	33.9%
净资产收益率(%)	15.7%	7.7%	4.9%	9.2%	10.5%

资料来源：公司年报（2020-2021），德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	0.36	0.24	0.46	0.56
每股净资产	4.68	4.77	5.04	5.35
每股经营现金流	6.79	0.47	1.82	1.70
每股股利	0.11	0.15	0.20	0.25
价值评估(倍)				
P/E	36.81	40.52	20.61	17.02
P/B	2.83	2.01	1.90	1.79
P/S	0.78	0.78	0.74	0.69
EV/EBITDA	26.03	16.37	10.56	8.88
股息率%	0.8%	1.6%	2.1%	2.6%
盈利能力指标(%)				
毛利率	25.7%	26.7%	30.7%	33.9%
净利润率	2.9%	1.9%	3.6%	4.1%
净资产收益率	7.7%	4.9%	9.2%	10.5%
资产回报率	0.6%	0.4%	0.9%	1.0%
投资回报率	2.2%	2.4%	3.7%	4.2%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-9.2%	0.2%	5.9%	6.1%
EBIT 增长率	-21.1%	-7.1%	57.0%	16.6%
净利润增长率	-43.3%	-34.1%	96.6%	21.1%
偿债能力指标				
资产负债率	89.4%	87.7%	87.2%	86.8%
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.1
速动比率	0.2	0.1	0.2	0.2
现金比率	0.1	0.1	0.1	0.1
经营效率指标				
应收帐款周转天数	8.2	7.3	7.2	7.0
存货周转天数	1,915.1	1,650.0	1,600.0	1,580.0
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.3
固定资产周转率	9.6	9.0	9.2	9.2

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	362	238	469	567
少数股东损益	32	15	25	27
非现金支出	399	450	498	490
非经营收益	-86	14	-11	-18
营运资金变动	6,142	-240	857	652
经营活动现金流	6,848	478	1,838	1,717
资产	-281	-630	-598	-636
投资	-67	-30	-19	-14
其他	-103	206	203	209
投资活动现金流	-452	-454	-413	-441
债权募资	-2,193	-1,300	-200	-150
股权募资	800	0	0	0
其他	-5,396	-307	-335	-380
融资活动现金流	-6,789	-1,607	-535	-530
现金净流量	-393	-1,583	889	746

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 17 日
资料来源：公司年报 (2020-2021)，德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	12,363	12,391	13,120	13,919
营业成本	9,187	9,083	9,092	9,203
毛利率%	25.7%	26.7%	30.7%	33.9%
营业税金及附加	588	620	630	668
营业税金率%	4.8%	5.0%	4.8%	4.8%
营业费用	1,253	1,695	2,067	2,521
营业费用率%	10.1%	13.7%	15.8%	18.1%
管理费用	380	372	400	436
管理费用率%	3.1%	3.0%	3.0%	3.1%
研发费用	119	124	144	167
研发费用率%	1.0%	1.0%	1.1%	1.2%
EBIT	571	531	834	972
财务费用	91	156	99	85
财务费用率%	0.7%	1.3%	0.8%	0.6%
资产减值损失	-196	-120	-100	-100
投资收益	201	198	203	209
营业利润	678	445	817	975
营业外收支	-34	-55	-58	-61
利润总额	644	390	759	914
EBITDA	673	861	1,231	1,362
所得税	250	137	266	320
有效所得税率%	38.8%	35.0%	35.0%	35.0%
少数股东损益	32	15	25	27
归属母公司所有者净利润	362	238	469	567

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	5,139	3,555	4,445	5,191
应收账款及应收票据	278	248	259	267
存货	48,204	40,939	39,757	39,739
其它流动资产	5,050	6,068	6,059	6,124
流动资产合计	58,670	50,809	50,519	51,321
长期股权投资	730	730	730	730
固定资产	1,287	1,372	1,425	1,520
在建工程	41	191	271	351
无形资产	210	220	230	240
非流动资产合计	2,745	3,012	3,174	3,373
资产总计	61,415	53,822	53,693	54,694
短期借款	3,219	3,219	3,219	3,219
应付票据及应付账款	8,694	6,843	6,552	6,480
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	39,180	34,633	34,703	35,581
流动负债合计	51,093	44,695	44,473	45,281
长期借款	3,751	2,451	2,251	2,101
其它长期负债	72	72	72	72
非流动负债合计	3,823	2,523	2,323	2,173
负债总计	54,916	47,218	46,796	47,453
实收资本	1,009	1,009	1,009	1,009
普通股股东权益	4,727	4,815	5,084	5,401
少数股东权益	1,773	1,788	1,813	1,839
负债和所有者权益合计	61,415	53,822	53,693	54,694

信息披露

分析师与研究助理简介

郑澄怀，德邦证券研究所商贸零售&社会服务首席分析师，伦敦政治经济学院金融学，杜伦大学计算机学双硕士，曾任安信证券商社团队高级分析师。2020年新财富商社第六名&最具潜力奖核心成员，第二届新浪金麒麟新锐分析师第一名核心成员。2021年加入德邦证券研究所。擅长消费产业趋势分析及公司和行业的深度基本面研究，核心覆盖：免税、医美、化妆品、植发、月子中心、酒店、人力资源、餐饮、茶饮、旅游、零售等多个板块。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。