

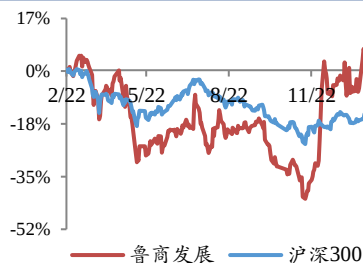
地产剥离稳步推进，聚焦化妆品等业务估值修复

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-01-31

收盘价（元）	10.99
近 12 个月最高/最低（元）	12.05/6.50
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）	112
流通市值（亿元）	112

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

主要观点：

● 事件

公司发布业绩预告，预计 2022 年年度实现归母净利润为 1809.50 万元到 5428.51 万元，同比减少 85%到 95%。

● 业绩短期受地产影响，聚焦大健康后预计持续修复

2022 年公司业绩受（1）地产业务结算毛利同比下降、（2）参股地产企业投资收益下降、（3）部分地产产品售价进行调整，计提相应资产减值准备等影响下滑。公司公告剥离地产业务，聚焦化妆品等业务，交易对价合计 59.1 亿元。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，预计迎来业绩和估值的增长。

● 化妆品预计延续高增，看好产品迭代和渠道拓展

1、颐莲前三季度实现收入 5.40 亿元（+26.46%）。根据炼丹炉，预计 2022 年颐莲天猫官旗 GMV 达到 3 亿元。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%）。根据炼丹炉，预计 2022 年天猫官旗 GMV 达到 6 亿元。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 0.02、0.49、0.53 元/股，对应当前股价 PE 分别为 445、22、21 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。

相关报告

- 1.拟剥离地产业务，聚焦带动价值重塑 2022-11-16
- 2.化妆品延续增长，短期业绩承压 2022-10-28
- 3.化妆品延续高增，坚定大健康转型 2022-08-27

● 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	11349	4982	6128
收入同比 (%)	-9.2%	-8.2%	-56.1%	23.0%
归属母公司净利润	362	25	496	539
净利润同比 (%)	-43.3%	-93.1%	1891.6%	8.7%
毛利率 (%)	25.7%	30.4%	57.9%	58.0%
ROE (%)	7.7%	0.5%	8.7%	8.4%
每股收益 (元)	0.36	0.02	0.49	0.53
P/E	36.81	445.23	22.36	20.57
P/B	2.83	2.21	1.94	1.73
EV/EBITDA	26.03	23.43	7.20	6.57

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	35225	21838	24075	营业收入	12363	11349	4982	6128
现金	5139	7491	12293	12559	营业成本	9187	7903	2098	2574
应收账款	278	210	95	119	营业税金及附加	588	597	256	313
其他应收款	1226	733	350	449	销售费用	1253	1803	996	1302
预付账款	1999	2839	695	828	管理费用	380	411	227	320
存货	48204	21653	5749	7052	财务费用	91	356	410	446
其他流动资产	1825	2300	2656	3069	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	184	81	100
固定资产	1287	1635	1889	2148	营业利润	678	81	857	985
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	38684	25882	28686	利润总额	644	40	812	931
流动负债	51093	27578	13539	15099	所得税	250	13	285	356
短期借款	3219	4500	4800	4900	净利润	394	27	527	575
应付账款	7468	5967	1603	1979	少数股东损益	32	2	30	36
其他流动负债	40405	17111	7137	8220	归属母公司净利润	362	25	496	539
非流动负债	3823	4323	4823	5323	EBITDA	673	626	1480	1674
长期借款	3751	4251	4751	5251	EPS (元)	0.36	0.02	0.49	0.53
其他非流动负债	72	72	72	72					
负债合计	54916	31901	18362	20422					
少数股东权益	1773	1774	1805	1841					
股本	1009	1017	1017	1017					
资本公积	616	616	616	616					
留存收益	3102	3377	4083	4790					
归属母公司股东权益	4727	5009	5716	6423					
负债和股东权益	61415	38684	25882	28686					

现金流量表				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	6848	1643	5059	822
净利润	362	25	496	539
折旧摊销	102	152	172	190
财务费用	112	356	410	446
投资损失	-201	-184	-81	-100
营运资金变动	6142	1001	3851	-511
其他经营现金流	-5449	-683	-3145	1308
投资活动现金流	-452	-724	-647	-710
资本支出	-281	-606	-431	-509
长期投资	-67	-302	-297	-301
其他投资现金流	-103	184	81	100
筹资活动现金流	-6789	1432	390	154
短期借款	-1084	1281	300	100
长期借款	-677	500	500	500
普通股增加	0	7	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	2352	4802	266

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%	-8.2%	-56.1%	23.0%
营业利润	-22.6%	-88.0%	956.5%	14.8%
归属于母公司净利润	-43.3%	-93.1%	1891.6%	8.7%
获利能力				
毛利率 (%)	25.7%	30.4%	57.9%	58.0%
净利率 (%)	2.9%	0.2%	10.0%	8.8%
ROE (%)	7.7%	0.5%	8.7%	8.4%
ROIC (%)	2.2%	1.8%	4.4%	4.4%
偿债能力				
资产负债率 (%)	89.4%	82.5%	70.9%	71.2%
净负债比率 (%)	844.9%	470.2%	244.2%	247.1%
流动比率	1.15	1.28	1.61	1.59
速动比率	0.17	0.39	1.14	1.07
营运能力				
总资产周转率	0.20	0.29	0.19	0.21
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	0.02	0.49	0.53
每股经营现金流(薄)	6.79	1.63	5.01	0.81
每股净资产	4.68	4.96	5.66	6.36
估值比率				
P/E	36.81	445.23	22.36	20.57
P/B	2.83	2.21	1.94	1.73
EV/EBITDA	26.03	23.43	7.20	6.57

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。