



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

买入（维持）

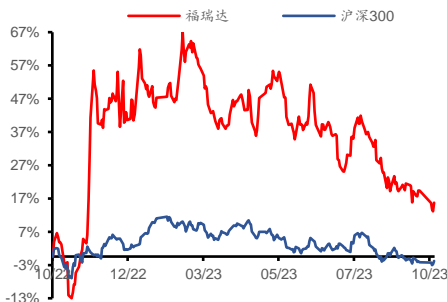
行业： 房地产
日期： 2023年10月14日

分析师： 王盼
Tel: 021-53686243
E-mail: wangpan@shzq.com
SAC 编号: S0870523030001
联系人： 梁瑞
Tel: 021-53686409
E-mail: liangrui@shzq.com
SAC 编号: S0870123050017

基本数据

最新收盘价（元）	8.63
12mth A 股价格区间（元）	6.50-12.43
总股本（百万股）	1,016.57
无限售 A 股/总股本	100.00%
流通市值（亿元）	87.73

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

《业绩符合预期，大健康转型深化》
——2023 年 08 月 27 日
《23Q1 归母净利润同增 95%，聚焦美丽健康生态圈》
——2023 年 04 月 28 日
《化妆品增长稳健，坚定聚焦美丽大健康》
——2023 年 03 月 31 日

治理结构优化，期待双十一表现

■ 投资摘要

事件概述

10 月 12 日，公司发布《关于部分董事及高级管理人员变动的公告》。**董事方面**，因工作变动，高肖飞先生不再担任公司董事职务，董事会提名周明先生为董事候选人；**高管方面**，因工作变动，高肖飞先生不再担任公司财务总监，邵雷先生不再担任公司副总经理职务。聘任贾庆文先生为总经理，高春明先生为副总经理，许百强先生为财务总监，郑德强先生为副总经理，张红阳先生为副总经理、董事会秘书，窦茜茜女士为副总经理，任期为本届高管层届满为止。

分析与判断

聘任主要高管人员均曾任职于公司核心业务，管理经验丰富，熟悉公司大健康业务。公司自22年公告剥离地产业务，根据公司公告，公司已完成第一批次标的资产交割。根据交易方案，第二批次标的资产相关股权及债权将于2023年10月31日前完成交割。交割完成后，公司将聚焦大健康业务。因此此次人事变动将医药、化妆品相关业务人员调整到高管团队，是公司大健康转型战略的进一步深化。

化妆品持续推新，期待双十一表现。23H1化妆品业务营收11.06亿元，同增9.20%。瓊尔博士23H1实现收入5.98亿元，同增13.90%。品牌围绕益生菌系列、褐藻系列，形成益生菌面膜2.0、反重力水乳等热款产品集群，并且下半年推出了熬夜肌产品摇醒精华等新品。同时，上半年在营销和渠道方面持续发力，与头部博主深度合作、打造核心产出专场；通过聚焦渠道拓展，品牌在拼多多实现较快增长。**颐莲23H1实现收入3.92亿元，同增1.03%**，品牌持续迭代升级，夯实大单品策略，旗下喷雾2.0、嘟嘟霜等产品表现较好，下半年推出新品安肌精华。此外，颐莲与芒果TV《大宋探案局》合作，实现品牌的持续曝光。

■ 投资建议

23 年剥离地产聚焦大健康计划稳步推进，更加聚焦以化妆品、生物医药等为主业的大健康业务，盈利能力与估值有望逐步修复，预计 23-25 年营收实现 43.05/53.33/66.24 亿元，同比分别-66.8%/+23.9%/+24.2%；对应归母净利润为 3.97/4.92/6.17 亿元，同比分别+773.2%/+24.0%/+25.3%，对应 EPS 分别为 0.39/0.48/0.61 元，对应当前股价 PE 为 22/18/14 倍，维持“买入”评级。

■ 风险提示

化妆品行业竞争加剧风险；转型不及预期风险；产品销售推广不及预期风险；行业监管政策趋严风险。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	12951	4305	5333	6624
年增长率	4.8%	-66.8%	23.9%	24.2%
归母净利润	45	397	492	617
年增长率	-87.4%	773.2%	24.0%	25.3%
每股收益（元）	0.04	0.39	0.48	0.61
市盈率（X）	193.00	22.10	17.82	14.23
市净率（X）	2.36	2.13	1.90	1.68

资料来源：Wind，上海证券研究所（2023 年 10 月 12 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	4318	-23	23552	27418
应收票据及应收账款	351	90	116	145
存货	46047	20807	753	994
其他流动资产	4912	2510	2664	2896
流动资产合计	55629	23384	27084	31453
长期股权投资	720	829	921	1001
投资性房地产	7	6	6	5
固定资产	1279	1371	1447	1500
在建工程	73	17	-35	-74
无形资产	197	194	188	182
其他非流动资产	569	546	569	594
非流动资产合计	2845	2964	3096	3207
资产总计	58474	26348	30180	34660
短期借款	2270	2270	2270	2270
应付票据及应付账款	9266	1651	2039	2475
合同负债	17869	8557	10652	13024
其他流动负债	21201	5517	6249	7139
流动负债合计	50606	17995	21210	24908
长期借款	2215	2215	2215	2215
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	86	88	88	88
非流动负债合计	2301	2303	2303	2303
负债合计	52907	20299	23513	27212
股本	1017	1017	1017	1017
资本公积	618	618	618	618
留存收益	2082	2478	2970	3587
归属母公司股东权益	3717	4113	4605	5222
少数股东权益	1850	1936	2061	2227
股东权益合计	5567	6049	6667	7448
负债和股东权益合计	58474	26348	30180	34660

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流量	998	-2398	23849	4127
净利润	65	483	618	782
折旧摊销	130	135	142	149
营运资金变动	185	-3078	23089	3195
其他	619	61	0	0
投资活动现金流量	1	-316	-274	-261
资本支出	-160	-203	-181	-179
投资变动	-91	-110	-93	-82
其他	253	-3	0	0
筹资活动现金流量	-1618	-1626	0	0
债权融资	-1677	-1629	0	0
股权融资	148	0	0	0
其他	-88	3	0	0
现金净流量	-609	-4341	23575	3866

利润表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	12951	4305	5333	6624
营业成本	9759	1870	2258	2753
营业税金及附加	539	293	332	421
销售费用	1313	873	985	1190
管理费用	350	129	227	268
研发费用	134	130	96	109
财务费用	353	0	0	0
资产减值损失	-268	0	0	0
投资收益	116	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	311	1065	1500	1961
营业外收支净额	-50	0	0	0
利润总额	261	1065	1500	1961
所得税	196	582	882	1180
净利润	65	483	618	782
少数股东损益	20	86	125	165
归属母公司股东净利润	45	397	492	617

主要指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力指标				
毛利率	24.6%	56.6%	57.7%	58.4%
净利率	0.4%	9.2%	9.2%	9.3%
净资产收益率	1.2%	9.7%	10.7%	11.8%
资产回报率	0.1%	1.5%	1.6%	1.8%
投资回报率	1.0%	4.0%	4.8%	5.8%
成长能力指标				
营业收入增长率	4.8%	-66.8%	23.9%	24.2%
EBIT 增长率	-3.5%	93.2%	40.8%	30.8%
归母净利润增长率	-87.4%	773.2%	24.0%	25.3%
每股指标 (元)				
每股收益	0.04	0.39	0.48	0.61
每股净资产	3.66	4.05	4.53	5.14
每股经营现金流	0.98	-2.36	23.46	4.06
每股股利	0	0	0	0
营运能力指标				
总资产周转率	0.22	0.10	0.19	0.20
应收账款周转率	41.18	19.57	52.39	51.23
存货周转率	0.21	0.06	0.21	3.15
偿债能力指标				
资产负债率	90.5%	77.0%	77.9%	78.5%
流动比率	1.10	1.30	1.28	1.26
速动比率	0.13	0.02	1.14	1.13
估值指标				
P/E	193.00	22.10	17.82	14.23
P/B	2.36	2.13	1.90	1.68
EV/EBITDA	20.83	12.41	-5.28	-5.94

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断