

化妆品业务稳定增长，期待业务聚焦后的再升级

2023 年 04 月 01 日

➤ **事件：**2022 年公司实现收入 129.51 亿元/yoy+4.76%，归母净利润 4546 万元/yoy-87.44%，扣非归母净利润为 5850 万元/yoy-73.75%。公司旗下山东福瑞达医药集团（合并口径）实现营收 26.10 亿元/yoy+19.64%，归母净利润 2.04 亿元/yoy+13.50%。22Q4 公司实现收入 44.22/yoy-26.47%，归母净利润-1.08 亿元，去年同期为-1.41 亿元，扣非归母净利润-1.03 亿元，去年同期为-1.47 亿元。

➤ **化妆品业务贡献增长，三大健康业务稳步推进中。**分业务看，①医药业务：实现营收 5.11 亿元/yoy-5.44%，占比总收入 4.00%/-0.37pct。主因物流方面影响以及集采政策影响药品收入下降。②化妆品业务：实现营收 19.69 亿元/yoy+31.68%，占比总收入 15.39%/+3.30pct；其中颐莲品牌收入 7.10 亿元/yoy+10.32%，线上收入占比 92.5%；瑗尔博士品牌收入 10.58 亿元/yoy+42.25%，线上收入占比 93.82%。2022 年公司以专利生物材料透明质酸钠、重组Ⅲ型人源化胶原蛋白为核心成分，积极研发相关产品。③原料及衍生产品、添加剂业务：实现营收 2.85 亿元/yoy+0.69%，占比总收入 2.23%/+0.28pct。22 年公司加强原料储备，在透明质酸原料的基础上，布局胶原蛋白原料。在已取得玻璃酸钠原料药生产许可的基础上，积极推进注册工作，已于 22 年 7 月取得美国 DMF 登记号，欧盟、韩国和国内的注册工作正在推进中。④地产销售业务：全年实现收入 97.37 亿元/yoy+0.43%。

➤ **毛利率同比下滑，费用率保持稳定。**盈利能力方面，公司实现毛利率 24.65%/-1.04pct，分业务看，①药品业务毛利率 53.00%/-4.86pct，主因药品终端产品价格调整，以及原材料和能源价格上涨影响。②化妆品业务毛利率 60.97%/-2.71pct，主因销售端分销收入占比提升，促销活动力度加大，以及大单品产品销售占比增加，拉低整体的毛利率水平。③原料及添加剂业务 34.07%/-3.07pct。主要受产品结构调整，以及原辅料、燃气等生产成本增加影响。④房地产销售业务 14.65%/-2.40pct。费用率方面，2022 年公司销售/管理/研发费用率分别为 10.14%/2.70%/1.03%，同比变化 0.00/-0.37/0.07pct，基本保持稳定。

➤ **6 家地产子公司已出表，期待业务聚焦后的主业再增长。**截至 3 月 30 日，公司已完成第一批次 6 家公司股权及债权交割，第二批次（菏泽置业、临沂置业）相关股权及债权将于 23 年 10 月 31 日前完成交割。本次交易完成后，公司将置出从事房地产开发业务的全部资产及负债，不再从事房地产开发相关业务。

➤ **投资建议：**公司聚焦于医药、化妆品、原料及添加剂等业务，实现高质量发展。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 2.44/3.40/4.37 亿元，对应 3 月 31 日 PE 为 44/32/25 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**事件进展不及预期，业务结构改变后的经营与管理风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	12951	3871	4756	5708
增长率 (%)	4.8	-70.1	22.9	20.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	45	244	340	437
增长率 (%)	-87.4	437.0	39.2	28.6
每股收益 (元)	0.04	0.24	0.33	0.43
PE	237	44	32	25
PB	2.9	2.7	2.6	2.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 3 月 31 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

10.59 元


分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 解慧新

执业证书：S0100522100001

电话：15051878378

邮箱：xiehuixin@mszq.com

研究助理 刘彦菁

执业证书：S0100122070036

电话：19521499976

邮箱：liuyanqing@mszq.com

相关研究

1.鲁商发展 (600233.SH) 深度报告：转型破局，晓喻新生-2022/12/17

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	12951	3871	4756	5708
营业成本	9759	1635	1866	2217
营业税金及附加	539	161	198	238
销售费用	1313	1549	2045	2454
管理费用	350	97	128	154
研发费用	134	58	95	114
EBIT	551	359	409	514
财务费用	353	105	48	42
资产减值损失	-268	-11	-12	-12
投资收益	116	53	62	68
营业利润	311	297	411	527
营业外收支	-50	-5	-5	-5
利润总额	261	292	406	522
所得税	196	38	53	68
净利润	65	254	353	454
归属于母公司净利润	45	244	340	437
EBITDA	681	502	581	720

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	4318	4701	4687	4665
应收账款及票据	351	411	475	557
预付款项	1524	143	160	190
存货	46047	1047	1180	1374
其他流动资产	3388	1979	2231	2538
流动资产合计	55629	8280	8734	9324
长期股权投资	720	763	813	869
固定资产	1279	1284	1276	1265
无形资产	197	201	204	206
非流动资产合计	2845	2937	3000	3063
资产合计	58474	11217	11733	12387
短期借款	2270	1270	970	870
应付账款及票据	9266	545	653	783
其他流动负债	39070	2295	2925	3500
流动负债合计	50606	4110	4549	5154
长期借款	2215	1215	1015	715
其他长期负债	86	85	84	83
非流动负债合计	2301	1300	1099	798
负债合计	52907	5410	5648	5952
股本	1017	1017	1017	1017
少数股东权益	1850	1860	1873	1891
股东权益合计	5567	5807	6085	6435
负债和股东权益合计	58474	11217	11733	12387

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	4.76	-70.11	22.85	20.02
EBIT 增长率	-3.51	-34.82	13.88	25.65
净利润增长率	-87.44	437.04	39.21	28.55
盈利能力 (%)				
毛利率	24.65	57.77	60.77	61.16
净利率	0.35	6.31	7.14	7.65
总资产收益率 ROA	0.08	2.18	2.90	3.53
净资产收益率 ROE	1.22	6.18	8.07	9.61
偿债能力				
流动比率	1.10	2.01	1.92	1.81
速动比率	0.13	1.25	1.14	1.02
现金比率	0.09	1.14	1.03	0.91
资产负债率 (%)	90.48	48.23	48.14	48.05
经营效率				
应收账款周转天数	9.90	40.07	37.84	36.94
存货周转天数	1722.19	233.76	230.94	226.17
总资产周转率	0.22	0.11	0.41	0.47
每股指标 (元)				
每股收益	0.04	0.24	0.33	0.43
每股净资产	3.66	3.88	4.14	4.47
每股经营现金流	0.98	5.87	0.83	0.78
每股股利	0.11	0.07	0.10	0.13
估值分析				
PE	237	44	32	25
PB	2.9	2.7	2.6	2.4
EV/EBITDA	20.83	17.08	13.91	10.71
股息收益率 (%)	0.42	0.70	0.97	1.24

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	65	254	353	454
折旧和摊销	130	143	172	206
营运资金变动	185	5441	247	64
经营活动现金流	998	5970	847	792
资本开支	-160	-170	-163	-191
投资	-91	-22	-22	-22
投资活动现金流	1	-192	-184	-212
股权募资	148	0	0	0
债务募资	-1677	-5228	-500	-400
筹资活动现金流	-1618	-5395	-676	-601
现金净流量	-609	383	-14	-22

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026