

化妆品组

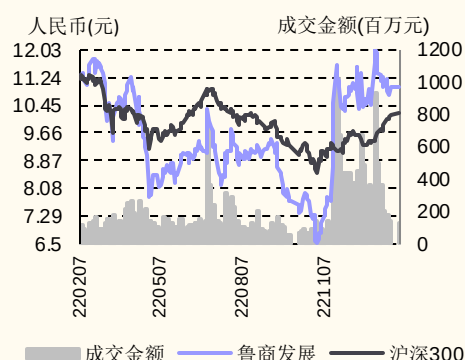
鲁商发展 (600223.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 10.99 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	10.17
已上市流通 A 股(亿股)	10.17
总市值(亿元)	111.72
年内股价最高最低(元)	12.05/6.50
沪深 300 指数	4201
上证指数	3269



相关报告

- 1.《拟剥离地产开发业务，聚焦生物医药主业-鲁商发展点评》，2022.11.16
- 2.《地产业务拖累净利，生物医药稳健增长-鲁商发展 3Q22 点评》，2022.10.28
- 5.《化妆品业务延续高增，地产承压-鲁商发展 1Q22 点评》，2022.5.1

罗晓婷 分析师 SAC 执业编号: S1130520120001
luoxiaoting@gjzq.com.cn

蔡昕好 联系人
caixy@gjzq.com.cn

地产业务拖累业绩承压，化妆品成长性优

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	13,615	12,363	12,419	12,839	13,364
营业收入增长率	32.33%	-9.20%	0.45%	3.38%	4.09%
归母净利润(百万元)	639	362	38	258	429
归母净利润增长率	85.39%	-43.34%	-89.52%	581.57%	66.15%
摊薄每股收益(元)	0.633	0.359	0.037	0.254	0.422
每股经营性现金流净额	4.41	6.79	-1.10	0.70	1.61
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.65%	7.66%	0.98%	6.41%	9.90%
P/E	13.46	36.95	283.93	43.23	26.02
P/B	2.11	2.83	2.79	2.77	2.58

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 1.30 发布业绩预告，预计 22 年归母净利润 1809.5-5428.5 万元、同降 85%-95%，以此推算 22Q4 归母净亏损 0.99-1.36 亿元（去年同期净亏损 1.41 亿元）、同比亏损有所收窄；扣非归母净利润 3600.6-7201.1 万元，同降 80%-90%。
- 22 年利润降幅较大主要系地产业务拖累，1) 受结算区域及产品结构变化影响，地产业务结算毛利同比下降；2) 受部分参股地产公司进入尾盘阶段影响，投资收益同比下降较多；3) 房地产市场下行+购房需求持续走弱+22 年疫情反复下地产业务计提相应资产减值准备。

经营分析

- 颐莲“玻尿酸+富勒烯”助力品牌升级，瑷尔博士深耕“微生态+”、高端线布局望逐步显效。颐莲围绕富勒烯核心成分进行产品升级、品类延展，打出差异化。瑷尔博士低客单产品益生菌面膜、洁颜蜜在细分类目排名靠前，23 年重点发力多渠道的进一步破圈渗透、提升市占率；借力褐藻专利、产品布局逐步从“微生态+保湿”延展至“微生态+抗初老”高端线、客单价有望提升，产品端选择避开竞争激励的精华品类、主推微晶水。根据魔镜+飞瓜数据，4Q22/22 年颐莲 & 瑷尔博士淘抖京合计销售额同比 -5%~+15%/+27%~+37%，其中 22Q4 颐莲/瑷尔博士淘抖京销售额同比 -30%~-11%/+17%~+36%。22 年瑷尔博士淘系销售额 TOP2 单品为益生菌面膜/氨基酸洁面、占总销售额的 26%/17%，反重力水乳销售额 9588 万元、占比 11%（较 21 年提升 4.3 PCT）、同增 108%。
- 化妆品“4+N”矩阵持续推进，诠润/善颜表现亮眼。1) 善颜主打高端定制护肤、发力线下（自营+加盟模式），模型已基本跑通，22 年新增 10+ 家门店；2) 诠润抖音渠道优质增长，已实现盈利。

投资建议

- 化妆品“4+N”矩阵成长性强，若顺利剥离房地产开发业务、估值望修复。下调盈利预测，预计 22-24 年归母净利为 0.38/2.58/4.29 亿元，对应 22-24 年 PE 分别为 284/43/26 倍，维持“买入”评级。

风险提示

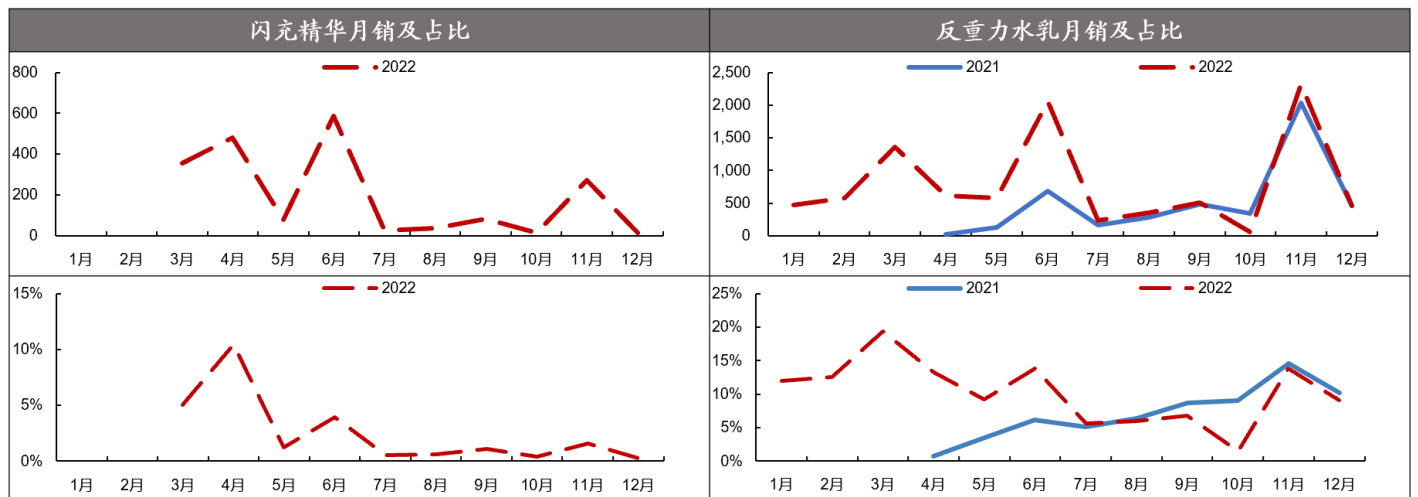
- 地产业务波动；化妆品竞争加剧，新品牌孵化不及预期；数据跟踪误差。

图表 1: 瓊尔博士/颐莲各平台销售额同比增速

公司	品牌	12月GMV (百万元)			四季度GMV (百万元)				四季度yoy		
		淘系	抖音		淘系	京东	抖音		淘系	淘系+抖音+京东	
			下限	上限			下限	上限		下限	上限
鲁商发展	颐莲	19	10	25	106	25	30	75	-31%	-30%	-11%
	瓊尔博士	50	10	25	258	25	45	100	16%	17%	36%
	合计	69	20	50	364	51	75	175	-4%	-5%	15%

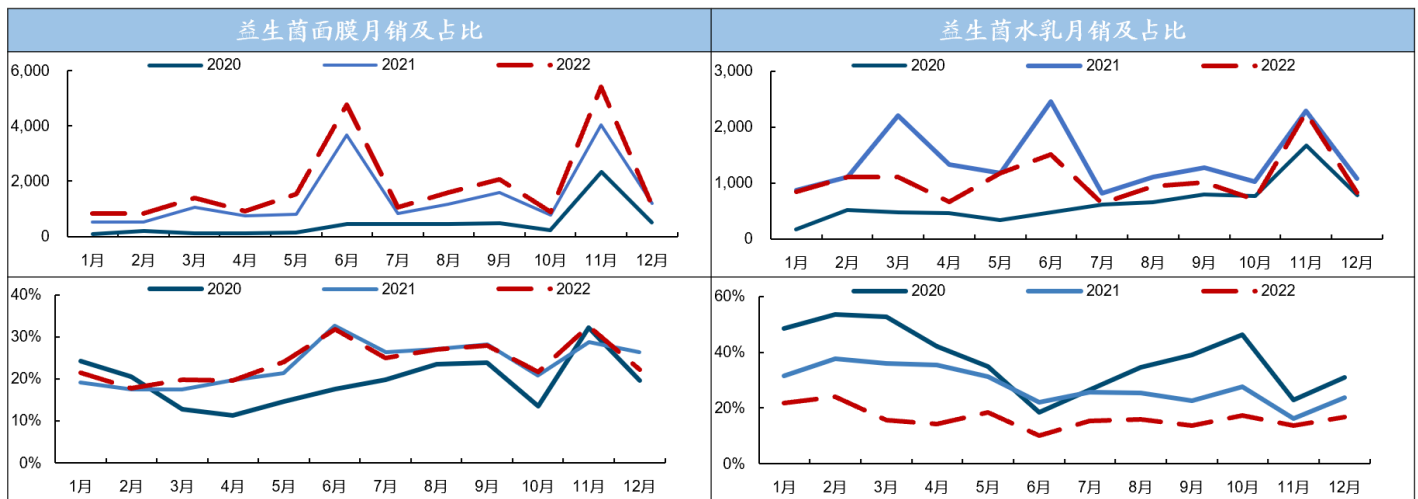
来源: 魔镜数据, 飞瓜数据, 国金证券研究所

图表 2: 闪充精华/反重力水乳淘系月销及占比 (单位: 万元/%)



来源: 魔镜数据, 国金证券研究所

图表 3: 益生菌面膜/益生菌水乳淘系月销及占比 (单位: 万元/%)



来源: 魔镜数据, 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	10,289	13,615	12,363	12,419	12,839	13,364
增长率	16.6%	32.3%	-9.2%	0.5%	3.4%	4.1%
主营业务成本	-8,122	-10,847	-9,187	-9,194	-9,053	-9,074
%销售收入	78.9%	79.7%	74.3%	74.0%	70.5%	67.9%
毛利	2,168	2,768	3,176	3,225	3,785	4,290
%销售收入	21.1%	20.3%	25.7%	26.0%	29.5%	32.1%
营业税金及附加	-646	-748	-588	-621	-642	-668
%销售收入	6.3%	5.5%	4.8%	5.0%	5.0%	5.0%
销售费用	-718	-849	-1,253	-1,552	-1,695	-1,844
%销售收入	7.0%	6.2%	10.1%	12.5%	13.2%	13.8%
管理费用	-319	-328	-380	-373	-411	-468
%销售收入	3.1%	2.4%	3.1%	3.0%	3.2%	3.5%
研发费用	-46	-77	-119	-149	-193	-241
%销售收入	0.4%	0.6%	1.0%	1.2%	1.5%	1.8%
息税前利润 (EBIT)	439	766	836	530	845	1,069
%销售收入	4.3%	5.6%	6.8%	4.3%	6.6%	8.0%
财务费用	-51	-68	-91	-446	-522	-476
%销售收入	0.5%	0.5%	0.7%	3.6%	4.1%	3.6%
资产减值损失	-19	-75	-297	-72	0	0
公允价值变动收益	-1	0	0	0	0	0
投资收益	167	220	201	70	130	140
%税前利润	29.4%	25.7%	31.3%	112.6%	30.7%	19.9%
营业利润	574	875	678	82	454	734
营业利润率	5.6%	6.4%	5.5%	0.7%	3.5%	5.5%
营业外收支	-5	-22	-34	-20	-30	-30
税前利润	569	854	644	62	424	704
利润率	5.5%	6.3%	5.2%	0.5%	3.3%	5.3%
所得税	-175	-215	-250	-24	-165	-275
所得税率	30.7%	25.1%	38.8%	39.0%	39.0%	39.0%
净利润	394	639	394	38	258	429
少数股东损益	50	0	32	0	0	0
归属于母公司的净利润	345	639	362	38	258	429
净利率	3.3%	4.7%	2.9%	0.3%	2.0%	3.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	394	639	394	38	258	429
少数股东损益	50	0	32	0	0	0
非现金支出	76	170	399	163	95	101
非经营收益	-54	-151	-86	492	512	448
营运资金变动	-3,724	3,790	6,142	-1,809	-157	654
经营活动现金净流	-3,307	4,448	6,848	-1,116	709	1,633
资本开支	-57	-156	-281	-90	-158	-178
投资	-114	-251	-67	13	0	0
其他	719	503	-103	70	130	140
投资活动现金净流	548	95	-452	-7	-28	-38
股权募资	1,478	1,395	800	-900	0	0
债权募资	1,069	759	-2,193	1,937	-260	-1,389
其他	-4	-5,706	-5,396	-557	-689	-687
筹资活动现金净流	2,544	-3,551	-6,789	480	-950	-2,076
现金净流量	-215	991	-393	-644	-269	-481

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	3,635	5,074	5,139	4,493	4,222	3,740
应收款项	529	848	1,532	1,532	1,548	1,630
存货	44,438	46,665	48,204	47,789	49,039	49,647
其他流动资产	5,791	6,530	3,795	4,958	4,816	4,922
流动资产	54,393	59,117	58,670	58,771	59,626	59,939
%总资产	97.1%	96.1%	95.5%	95.6%	95.6%	95.6%
长期投资	455	642	883	870	870	870
固定资产	864	1,201	1,328	1,330	1,366	1,417
%总资产	1.5%	2.0%	2.2%	2.2%	2.2%	2.3%
无形资产	219	418	411	395	391	388
非流动资产	1,626	2,382	2,745	2,710	2,743	2,789
%总资产	2.9%	3.9%	4.5%	4.4%	4.4%	4.4%
资产总计	56,019	61,499	61,415	61,481	62,368	62,728
短期借款	6,894	7,041	5,529	7,786	7,076	5,936
应付款项	23,435	23,486	22,221	23,263	23,115	23,367
其他流动负债	17,151	19,959	23,344	21,311	22,427	23,625
流动负债	47,480	50,486	51,093	52,360	52,617	52,928
长期贷款	3,780	4,427	3,751	3,451	3,901	3,651
其他长期负债	64	68	72	44	43	42
负债	51,324	54,981	54,916	55,855	56,561	56,620
普通股股东权益	2,742	4,080	4,727	3,854	4,035	4,335
其中：股本	1,001	1,009	1,009	1,017	1,017	1,017
未分配利润	1,504	1,978	2,014	2,040	2,221	2,522
少数股东权益	1,954	2,437	1,773	1,773	1,773	1,773
负债股东权益合计	56,019	61,499	61,415	61,481	62,368	62,728

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.344	0.633	0.359	0.037	0.254	0.422
每股净资产	2.739	4.044	4.684	3.791	3.969	4.265
每股经营现金净流	-3.304	4.409	6.786	-1.098	0.697	1.606
每股股利	0.110	0.200	0.110	0.011	0.076	0.127
回报率						
净资产收益率	12.56%	15.65%	7.66%	0.98%	6.41%	9.90%
总资产收益率	0.61%	1.04%	0.59%	0.06%	0.41%	0.68%
投入资本收益率	1.98%	3.19%	3.24%	1.92%	3.07%	4.16%
增长率						
主营业务收入增长率	16.64%	32.33%	-9.20%	0.45%	3.38%	4.09%
EBIT增长率	-6.21%	74.74%	9.05%	-36.57%	59.47%	26.52%
净利润增长率	112.58%	85.39%	-43.34%	-89.52%	581.57%	66.15%
总资产增长率	14.61%	9.78%	-0.14%	0.11%	1.44%	0.58%
资产管理能力						
应收账款周转天数	5.0	4.7	6.9	11.0	10.0	10.5
存货周转天数	1,823.3	1,532.8	1,884.5	1,900.0	1,980.0	2,000.0
应付账款周转天数	257.7	223.0	297.3	300.0	295.0	290.0
固定资产周转天数	29.7	25.6	38.0	37.0	36.3	35.7
偿债能力						
净负债/股东权益	149.92%	98.11%	63.71%	119.86%	116.30%	95.73%
EBIT利息保障倍数	8.7	11.3	9.2	1.2	1.6	2.2
资产负债率	91.62%	89.40%	89.42%	90.85%	90.69%	90.26%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	12	26	60	105
增持	0	4	6	12	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.25	1.19	1.17	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-04-20	买入	9.64	11.10 ~ 11.10
2	2022-05-01	买入	8.55	N/A
3	2022-07-23	买入	9.23	N/A
4	2022-08-27	买入	9.18	N/A
5	2022-10-28	买入	7.30	N/A
6	2022-11-16	买入	7.91	N/A

来源：国金证券研究所


投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;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,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-85950438

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100005

地址: 北京市东城区建内大街26号

新闻大厦8层南侧

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402