

房地产

2020年07月09日

# 鲁商发展 (600223)

## ——国企改革焕发新生，化妆品业务高增长

报告原因：有新的信息需要补充

**买入** (上调)

投资要点：

市场数据：2020年07月09日

收盘价(元)	13.57
一年内最高/最低(元)	13.57/3.26
市净率	4.9
息率(分红/股价)	0.81
流通A股市值(百万元)	13583
上证指数/深证成指	3450.59/13754.74

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2020年03月31日

每股净资产(元)	2.8
资产负债率%	91.59
总股本/流通A股(百万)	1001/1001
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《鲁商发展(600223)深度：战略转型大健康产业，玻尿酸龙头扬帆起航》  
2020/06/23

证券分析师

马晓天 A0230516050002  
maxt@swsresearch.com

联系人

马晓天  
(8621)23297818×7545  
maxt@swsresearch.com

- **国企改革，玻尿酸龙头新生。**公司虽为国企，但考核激励制度趋于市场化。1) 公司要求投资项目拥有当期经济利益、社会责任感以及是从战略考虑出发，且公司设立员工跟投制度，绑定员工和公司利益。2) 考核方面，公司采用市场化的考核激励机制和末尾淘汰制度，从不同维度考核员工，达到员工效益最大化。
- **高增长的化妆品业务持续扩产，C端营销重点发力，预计20年化妆品可实现收入5-6亿。**1) 公司化妆品产能预计明年可达到25亿收入规模。目前公司拥有化妆品产能收入规模5亿元，新产业园的化妆品工厂已封顶完工，可实现收入规模20亿元，其中包含基础护肤类、械字号冷敷贴类、彩妆类产品，预计21年初实现投产。2) 目前公司正在全面发力C端营销，渠道逐渐铺设淘宝直播、抖音短视频、微博KOL推广等新媒体渠道，同时线上运营也采用了代运营的模式。集团也将化妆品C端营销作为工作重点，预计今年投入15%-20%的相关营销费用，待未来公司营销端完全改善之后，化妆品业务有望成为公司业务的核心增长点。
- **根据企查查显示，福瑞达医药对生物工程(化妆品公司)的控股权从56%上升至100%，上市公司间接控股福瑞达生物工程100%股权。**福瑞达生物工程主营化妆品生产销售业务，旗下主要有三个化妆品品牌：颐莲、瓊尔博士、善颜。颐莲为专注大众玻尿酸护肤品牌，瓊尔博士为偏修护类型的稍高端护肤品牌，善颜为线下高端定制化化妆品品牌。其中依据淘数据显示，颐莲20年上半年线上销售额实现翻倍增长；瓊尔博士20年上半年线上销售额实现6000-7000万元，较去年低基数，今年实现爆发式增长。另外，瓊尔博士目前拥有线下门店140家左右，且开始尝试医美针剂类玻尿酸产品，将品牌向医美线打造。
- **上调盈利预测，上调至买入评级。**预计在化妆品业务于7月100%并表，公司不断扩产和快速发力终端营销的情况下，20-21年化妆品业务产生收入分别为5.6/9.6亿元，并表净利润0.7/1.4亿元，高毛利业务将实现快速提升。因此上调盈利预测，预计公司20-22年归母净利润为4.9/6.4/7.9亿元(原预测4.5/5.6/6.8亿元)，同比增速为43%/31%/23%，对应PE为28/21/17倍，明年看200亿市值水平(其中地产类30亿，化妆品+药品+原料170-180亿)，较目前有40%以上成长空间，上调至买入评级。

财务数据及盈利预测

	2019	2020Q1	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	10,289	1,406	13,322	16,286	19,102
同比增长率(%)	16.6	1.3	29.5	22.3	17.3
归母净利润(百万元)	345	63	491	644	790
同比增长率(%)	112.6	45.4	42.6	31.2	22.6
每股收益(元/股)	0.34	0.06	0.49	0.64	0.79
毛利率(%)	21.1	27.7	21.2	21.7	22.3
ROE(%)	12.6	2.2	15.2	16.6	16.9
市盈率	39		28	21	17

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE



申万宏源研究微信服务号

## 财务摘要

百万元, 百万股	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	8,821	10,289	13,322	16,286	19,102
其中: 营业收入	8,821	10,289	13,322	16,286	19,102
减: 营业成本	7,034	8,122	10,496	12,750	14,852
减: 税金及附加	455	646	837	1,023	1,200
主营业务利润	1,333	1,521	1,989	2,513	3,050
减: 销售费用	567	718	827	943	1,093
减: 管理费用	268	319	386	469	546
减: 研发费用	30	46	61	77	92
减: 财务费用	60	51	55	55	55
经营性利润	408	388	660	969	1,264
加: 信用减值损失 (损失以“-”填列)	0	-15	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以“-”填列)	4	-4	0	0	0
加: 投资收益及其他	59	206	206	206	207
营业利润	471	574	866	1,176	1,471
加: 营业外净收入	-13	-5	0	0	0
利润总额	458	569	866	1,176	1,471
减: 所得税	223	175	304	439	567
净利润	235	394	562	737	904
少数股东损益	73	50	71	93	114
归属于母公司所有者的净利润	162	345	491	644	790
全面摊薄总股本	1,001	1,001	1,001	1,001	1,001
每股收益 (元)	0.16	0.34	0.49	0.64	0.79

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

## 信息披露

### 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swhysc.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swhysc.com
海外	朱凡	021-23297573	zhufan@swhysc.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。