

鲁商发展(600223)

报告日期: 2021年11月24日

点评报告

行业公司研究—房地产开发行业—

证券研究报告

# 化妆品子公司拟引入战投, 腾讯、壹网壹创等参与

## ——鲁商发展点评报告

✍ 分析师: 马莉 S1230520070002  
☎ 联系人: 王长龙、汤秀洁、詹陆雨、周明蕊  
✉ mali@stocke.com.cn

### 报告导读

若战投引入顺利, 福瑞达生物将由鲁商发展 100%控股变为鲁商发展持股 82.42%+战投持股 16.90%+员工持股 0.68%, 鲁商仍保持控股地位。

### 投资要点

□ **事件: 36 亿元投前估值, 战投认购不高于 16.90%, 员工认购不高于 0.68%**

鲁商发展全资子公司福瑞达生物拟引入战投, 赋能化妆品。若本次增资扩股顺利落地, 福瑞达生物股权比例将由鲁商发展全资控股变为鲁商发展 82.42%+战投 16.90%+员工 0.68%。在保证公司对福瑞达生物控股权的同时, 引入战投+员工认购, 有利于进一步优化资本结构、拓宽融资渠道、激发员工积极性, 赋能化妆品业务。

投前估值 36 亿元, 对应战投挂牌底价投资额不低于 7.38 亿元, 预计对应今年 PE 约 20 倍。当前公司化妆品板块正处于收入高增+盈利提升的上升期, 预计今年全年化妆品收入有望达到 15 亿元, 其中瑷尔博士/颐莲/其他品牌收入分别为 7-8/6-7/1 亿元。若化妆品净利率维持 21H1 的水准(约 12%), 则预计今年全年化妆品净利润约 1.8 亿元, 36 亿元投前估值对应 2021 年 PE 约为 20 倍。

□ **事件: 5 家公司组成联合购买体, 腾讯、壹网壹创等参与**

投资意向方: 本次联合购买体由南通招华贰号新兴产业投资基金合伙企业(有限合伙)、广西腾讯创业投资有限公司、杭州众达源企业管理合伙企业(有限合伙)、济南动能嘉福投资合伙企业(有限合伙)、上海众源二号私募投资基金合伙企业(有限合伙)五家公司组成。根据公司公告及网络公开资料, 其中

1) **南通招华:** 2021 年 9 月 10 日成立, 执行事务合伙人为深圳市招商国协贰号股权投资基金管理有限公司, 以私募基金从事股权投资、投资管理、资产管理等活动。

2) **广西腾讯:** 腾讯子公司, 法定代表人李朝晖, 投资企业包括北京蔷薇灵动、广州彩蛋、北京酷酷跑、上海巴哈网络等。

3) **杭州众达源:** 网创子公司, 股东包括持股 43%的宁波壹起商业发展有限公司、持股 35%的上海众源二号私募投资基金合伙企业(有限合伙)等, 其中执行事务合伙人为宁波壹起, 宁波壹起为壹网壹创全资子公司, 法人为壹网壹创董事长林振宇。

4) **济南动能嘉福:** 执行事务合伙人为山东省新动能股权投资管理有限公司。

5) **上海众源二号:** 持股 35%的杭州众达源, 执行事务合伙人为上海众源二期企业管理中心(有限合伙)。

□ **福瑞达生物: 主营化妆品业务, 处于收入高增+盈利提升的上升期**

福瑞达生物主要负责公司化妆品业务, 2021H1 收入 6.2 亿元, 净利润 7303 万元。公司拥有定位玻尿酸护肤的颐莲、微生态护肤的瑷尔博士等 11 个品牌, 推出玻尿酸富勒烯精华、褐藻水乳、玻尿酸活颜焕亮精华液等产品。21 年前三季度化妆品收入 9.9 亿元, 同比增长 175%, 毛利率达 63.2%。其中“瑷尔博士”贡献收入 4.9 亿元、“颐莲”贡献收入 4.3 亿元。

### 评级

增持

上次评级 增持

当前价格 ¥14.75

### 单季度业绩

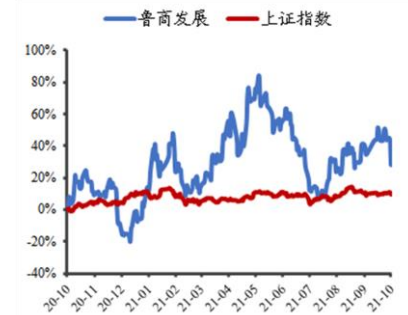
元/股

3Q/2021 0.18

2Q/2021 0.22

1Q/2021 0.09

4Q/2020 0.18



### 相关报告

1 《鲁商发展 2021 年三季度报点评: 地产结算致收入波动, 整体业绩依然靓丽》  
2021.10.28

2 《鲁商发展: 化妆品子公司福瑞达生物, 拟引入战投+员工认购》  
2021.09.23

3 《鲁商发展 21H1 点评: 化妆品同比增长 210%, 玻尿酸龙头再创佳绩》  
2021.08.26

4 《鲁商发展首次覆盖报告: 以玻尿酸+房地产为基石, 构建大健康生态圈》  
2021.06.05

报告撰写人: 马莉

联系人: 王长龙、汤秀洁、詹陆雨、周明蕊

**药企基因赋能产品打造+营销升级，打造协同型的化妆品品牌集群。**①以医药沉淀赋能化妆品研发迭代：依托国家级新药大平台，坚持用制药的理念进行化妆品研发与打造，福瑞达医药集团内部皮肤科博士+山东省药学科学院科研实力，为公司产品提供强有力的产品人才与产品研发保障。②专业人士共同背书打造“功能性护肤”新锐品牌：积极与院线医生、业内人士及专业美妆 KOL 合作，创始人凌沛学直播带货，主办首届“皮肤微生态首届美妆&皮肤科医生跨界大会”等，塑造可信赖品牌形象。

#### □ 盈利预测及估值：增持评级

公司以稳健的房地产业务为基础，卡位高成长高景气的玻尿酸赛道，预计化妆品业务将扬帆起航。我们预计 2021-2023 年收入分别为 129.5、165.1、186.0 亿元，增速分别为-5%、27%、13%；归母净利润分别为 7.5、8.6、12.1 亿元，同比增速分别为 17%、15%、40%，对应 PE 为 20、17、12 倍，维持增持评级。

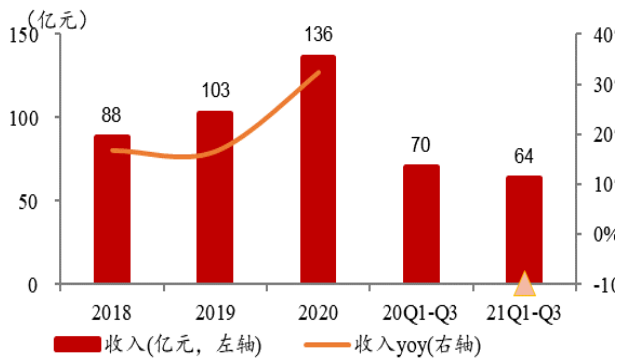
#### □ 风险提示

房地产和生物医药政策变化风险、玻尿酸原料价格波动风险、化妆品市场竞争风险、公司多产业融合的风险等。

#### 财务摘要

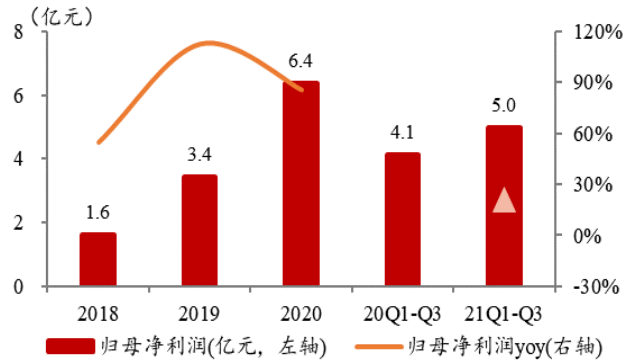
(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	13615	12954	16506	18599
(+/-)	32.33%	-4.85%	27.41%	12.68%
归母净利润	639	745	858	1205
(+/-)	85.39%	16.60%	15.22%	40.44%
每股收益(元)	0.63	0.74	0.85	1.19
P/E	23	20	17	12

图 1: 2021Q1-Q3 公司收入 64 亿元, 同比-10%



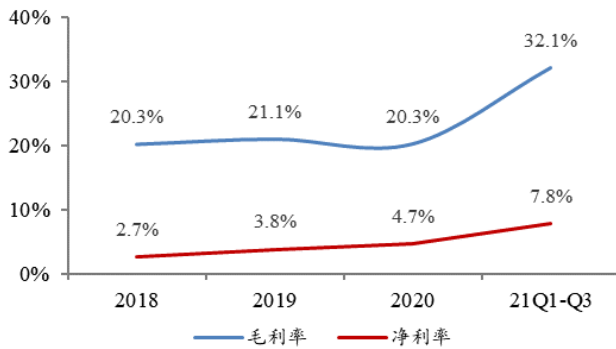
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 2: 2021Q1-Q3 公司归母净利润 5.0 亿元, 同比+22%



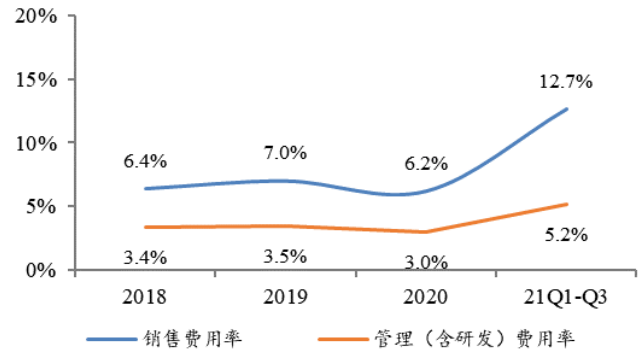
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 3: 2021Q1-Q3 公司毛利率 32.1%, 净利率 7.8%



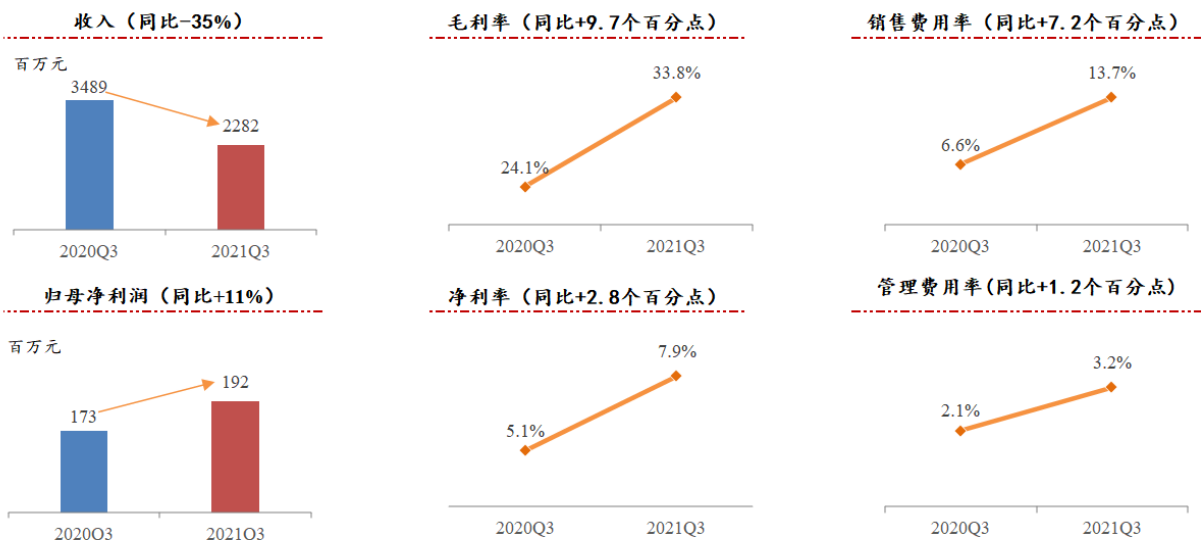
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 4: 销售费用率 12.7%, 管理(含研发)费用率 5.2%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 5: 公司 2021Q3 单季度主要业绩指标一览



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

<b>资产负债表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	59117	63039	77334	86902
现金	5074	17194	17577	20997
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	191	206	205	156
其它应收款	400	392	500	558
预付账款	5143	4348	5717	6321
存货	46665	39454	51875	57353
其他	1644	1446	1460	1517
<b>非流动资产</b>	2382	2306	2527	2783
金额资产类	0	33	11	15
长期投资	485	314	365	388
固定资产	954	1129	1215	1337
无形资产	216	258	277	305
在建工程	232	248	279	326
其他	494	323	380	412
<b>资产总计</b>	61499	65345	79860	89685
<b>流动负债</b>	50486	53584	67244	75862
短期借款	4303	2771	3542	3539
应付款项	8388	6865	9151	10135
预收账款	0	6477	13205	18599
其他	37795	37470	41347	43589
<b>非流动负债</b>	4495	4499	4495	4497
长期借款	4427	4427	4427	4427
其他	68	72	68	69
<b>负债合计</b>	54981	58083	71740	80359
少数股东权益	2437	2438	2438	2438
归属母公司股东权	4080	4825	5683	6888
<b>负债和股东权益</b>	61499	65345	79860	89685
<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	4448	13199	34	3959
净利润	639	745	858	1206
折旧摊销	95	86	98	110
财务费用	68	88	106	121
投资损失	(220)	(140)	(80)	(40)
营运资金变动	1819	5113	11454	7969
其它	2047	7307	(12401)	(5407)
<b>投资活动现金流</b>	95	619	331	247
资本支出	(337)	(263)	(203)	(268)
长期投资	(191)	133	(25)	(28)
其他	623	749	560	542
<b>筹资活动现金流</b>	(3551)	(1139)	553	(210)
短期借款	752	(1532)	771	(3)
长期借款	647	0	0	0
其他	(4950)	393	(218)	(207)
<b>现金净增加额</b>	992	12679	919	3996

<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	13615	12954	16506	18599
营业成本	10847	9171	12058	13332
营业税金及附加	748	738	982	1153
营业费用	849	1555	1651	1860
管理费用	328	453	495	372
研发费用	77	84	116	139
财务费用	68	88	106	121
资产减值损失	75	30	53	69
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	220	140	80	40
其他经营收益	32	34	36	34
<b>营业利润</b>	875	1009	1160	1627
营业外收支	(22)	(13)	(14)	(16)
<b>利润总额</b>	854	995	1147	1610
所得税	215	250	288	405
<b>净利润</b>	639	745	858	1206
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	639	745	858	1205
EBITDA	1353	1517	1559	2018
EPS (最新摊薄)	0.63	0.74	0.85	1.19
<b>主要财务比率</b>				
	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入	32.33%	-4.85%	27.41%	12.68%
营业利润	52.47%	15.22%	15.02%	40.21%
归属母公司净利润	85.39%	16.60%	15.22%	40.44%
<b>获利能力</b>				
毛利率	20.33%	29.21%	26.95%	28.32%
净利率	4.69%	5.75%	5.20%	6.48%
ROE	11.39%	10.81%	11.16%	13.81%
ROIC	6.06%	7.08%	6.54%	8.01%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	89.40%	88.89%	89.83%	89.60%
净负债比率	20.86%	17.75%	15.38%	13.61%
流动比率	1.17	1.18	1.15	1.15
速动比率	0.25	0.44	0.38	0.39
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.23	0.20	0.23	0.22
应收帐款周转率	77.96	68.34	76.77	73.00
应付帐款周转率	1.64	1.33	1.64	1.52
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.63	0.74	0.85	1.19
每股经营现金	4.41	13.08	0.03	3.92
每股净资产	4.04	4.78	5.63	6.83
<b>估值比率</b>				
P/E	23.31	19.99	17.35	12.35
P/B	3.65	3.09	2.62	2.16
EV/EBITDA	12.88	6.88	6.91	3.60

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>