

鲁商发展 (600223.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

化妆品表现亮眼,房地产开发业务剥离

进展顺利

业绩简评

- 3.30 公司公告 4Q22 营收 44.22 亿元、同降 26.47%，归母净利润-1.08 亿元（去年同期-1.41 亿元），亏损较多主要系 1) 对部分健康地产项目产品计提存货减值准备；2) 健康地产结算项目主要为毛利率较低的刚需产品或首期销售房源。
- 旗下山东福瑞达医药 22 年营收/归母净利润 26.1/2.04 亿元、同比+20%/+13.5%、归母净利率 7.8%（同比-0.4PCT）。22 年经营性现金流量净额 9.98 亿元、同降 85.43%，主要系健康地产板块受市场环境影 响本期销售回款减少影响所致。

经营分析

- 化妆品：“4+N”矩阵持续推进，瑷尔博士收入破 10 亿元。** 2H22 化妆品营收 9.56 亿元、同增 9.52%（较上半年 62.78%的增速放缓）。1) 颐莲：2H 营收 3.2 亿元、同比-14%，23 年围绕“玻尿酸+”进行产品升级、品类延展。2) 瑷尔博士：2H 营收 5.2 亿元、同增 18%，23 年重点发力益生菌面膜/洁颜蜜等优势产品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。3) 其他品牌：快速增长，2H 营收 1.1 亿元、同增 101%，夸润/贝润表现亮眼。
- 2H22 医药增速转正、原料/房地产及物业同比下降。** 1) 原料及衍生产品、添加剂：积极抢占市场份额、布局胶原蛋白赛道，添加剂领域大单品纳他霉素全球市占率 40%+，2H 营收 1.26 亿元、同比-10%；2) 医药：2H 营收 3 亿元、同比+11%（1H 同比-22%）；3) 房地产及物业：2H 营收 64.57 亿元、同比-4%。
- 房地产开发业务剥离进展顺利。** 首批 6 家公司资产已完成交割，第二批（菏泽置业、临沂置业）预计 23 年 11 月前完成交割、交易完成后将不再从事房地产开发业务。

盈利预测、估值与评级

- 化妆品“4+N”矩阵成长性强，23 年预计完成房地产开发业务剥离。预计 23-25 年归母净利润为 3.47/4.38/5.06 亿元，对应 23-25 年 PE 分别为 30/24/21 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。

商贸零售组

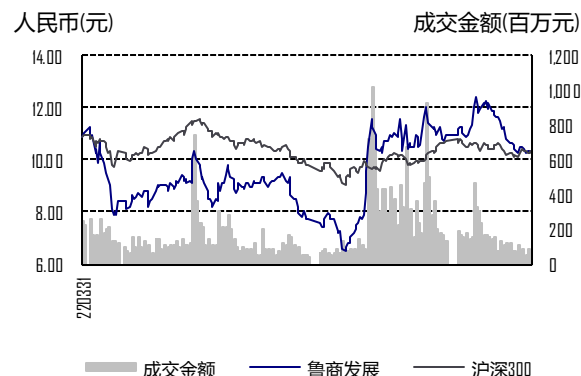
分析师：罗晓婷（执业 S1130520120001）

luoxiaoting@gjzq.com.cn

市价（人民币）：10.37 元

相关报告：

- 《鲁商发展 22 年业绩预告点评：地产业务拖累业绩承压，化妆品成长性优》，2023.1.31
- 《拟剥离房地产开发业务，聚焦生物医药主业-鲁商发展点评》，2022.11.16
- 《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



公司基本情况（人民币）

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	12,363	12,951	4,281	4,979	5,709
营业收入增长率	-9.20%	4.76%	-66.95%	16.30%	14.67%
归母净利润(百万元)	362	45	347	438	506
归母净利润增长率	-43.34%	-87.44%	663.68%	26.25%	15.38%
摊薄每股收益(元)	0.359	0.045	0.341	0.431	0.497
每股经营性现金流净额	6.79	0.98	6.71	0.63	0.67
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.66%	1.22%	8.77%	10.27%	10.94%
P/E	36.95	236.84	30.37	24.05	20.85
P/B	2.83	2.90	2.66	2.47	2.28

来源：公司年报、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)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	13,615	12,363	12,951	4,281	4,979	5,709
增长率	16.6%	-9.2%	4.8%	-66.9%	16.3%	14.7%
主营业务成本	-10,847	-9,187	-9,759	-2,097	-2,393	-2,704
%销售收入	79.7%	74.3%	75.4%	49.0%	48.1%	47.4%
毛利	2,768	3,176	3,192	2,184	2,586	3,005
%销售收入	20.3%	25.7%	24.6%	51.0%	51.9%	52.6%
营业税金及附加	-748	-588	-539	-214	-249	-285
%销售收入	5.5%	4.8%	4.2%	5.0%	5.0%	5.0%
销售费用	-849	-1,253	-1,313	-1,070	-1,270	-1,473
%销售收入	6.2%	10.1%	10.1%	25.0%	25.5%	25.8%
管理费用	-328	-380	-350	-223	-274	-331
%销售收入	2.4%	3.1%	2.7%	5.2%	5.5%	5.8%
研发费用	-77	-119	-134	-86	-149	-183
%销售收入	0.6%	1.0%	1.0%	2.0%	3.0%	3.2%
息税前利润 (EBIT)	766	836	856	592	644	733
%销售收入	5.6%	6.8%	6.6%	13.8%	12.9%	12.8%
财务费用	-68	-91	-353	-101	4	6
%销售收入	0.5%	0.7%	2.7%	2.4%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-75	-297	-335	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	220	201	116	100	100	120
%税前利润	25.7%	31.3%	44.5%	17.6%	13.9%	14.5%
营业利润	875	678	311	589	748	859
营业利润率	6.4%	5.5%	2.4%	13.8%	15.0%	15.0%
营业外收支	-22	-34	-50	-20	-30	-30
税前利润	854	644	261	569	718	829
利润率	6.3%	5.2%	2.0%	13.3%	14.4%	14.5%
所得税	-215	-250	-196	-222	-280	-323
所得税率	25.1%	38.8%	75.1%	39.0%	39.0%	39.0%
净利润	639	394	65	347	438	506
少数股东损益	0	32	20	0	0	0
归属于母公司的净利润	639	362	45	347	438	506
净利率	4.7%	2.9%	0.4%	8.1%	8.8%	8.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	639	394	65	347	438	506
少数股东损益	0	32	20	0	0	0
非现金支出	170	399	465	92	95	101
非经营收益	-151	-86	284	135	79	66
营运资金变动	3,790	6,142	185	6,243	25	4
经营活动现金净流	4,448	6,848	998	6,817	637	677
资本开支	-156	-281	-160	-70	-158	-178
投资	-251	-67	-91	34	0	0
其他	503	-103	253	100	100	120
投资活动现金净流	95	-452	1	64	-58	-58
股权募资	1,395	800	148	0	0	0
债权募资	759	-2,193	-1,677	-3,815	450	-250
其他	-5,706	-5,396	-88	-323	-281	-308
筹资活动现金净流	-3,551	-6,789	-1,618	-4,138	169	-558
现金净流量	991	-393	-609	2,743	748	61

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	5,074	5,139	4,318	7,055	7,799	7,857
应收款项	848	1,532	2,027	336	391	448
存货	46,665	48,204	46,047	918	1,048	1,184
其他流动资产	6,530	3,795	3,237	563	572	581
流动资产	59,117	58,670	55,629	8,872	9,809	10,070
%总资产	96.1%	95.5%	95.1%	76.2%	77.8%	78.0%
长期投资	642	883	934	900	900	900
固定资产	1,201	1,328	1,352	1,364	1,400	1,450
%总资产	2.0%	2.2%	2.3%	11.7%	11.1%	11.2%
无形资产	418	411	404	373	370	368
非流动资产	2,382	2,745	2,845	2,765	2,798	2,845
%总资产	3.9%	4.5%	4.9%	23.8%	22.2%	22.0%
资产总计	61,499	61,415	58,474	11,637	12,608	12,915
短期借款	7,041	5,529	5,498	2,000	2,000	2,000
应付款项	23,486	22,221	25,538	991	1,143	1,299
其他流动负债	19,959	23,344	19,570	867	933	984
流动负债	50,486	51,093	50,606	3,858	4,076	4,283
长期贷款	4,427	3,751	2,215	1,915	2,365	2,115
其他长期负债	68	72	86	54	50	47
负债	54,981	54,916	52,907	5,827	6,491	6,445
普通股股东权益	4,080	4,727	3,717	3,959	4,266	4,620
其中：股本	1,009	1,009	1,017	1,017	1,017	1,017
未分配利润	1,978	2,014	1,894	2,137	2,444	2,798
少数股东权益	2,437	1,773	1,850	1,850	1,850	1,850
负债股东权益合计	61,499	61,415	58,474	11,637	12,608	12,915

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.633	0.359	0.045	0.341	0.431	0.497
每股净资产	4.044	4.684	3.656	3.895	4.197	4.545
每股经营现金净流	4.409	6.786	0.982	6.706	0.627	0.666
每股股利	0.200	0.110	0.000	0.102	0.129	0.149
回报率						
净资产收益率	15.65%	7.66%	1.22%	8.77%	10.27%	10.94%
总资产收益率	1.04%	0.59%	0.08%	2.98%	3.48%	3.91%
投入资本收益率	3.19%	3.24%	1.61%	3.71%	3.75%	4.22%
增长率						
主营业务收入增长率	32.33%	-9.20%	4.76%	-66.95%	16.30%	14.67%
EBIT 增长率	74.74%	9.05%	2.37%	-30.83%	8.83%	13.80%
净利润增长率	85.39%	-43.34%	-87.44%	663.68%	26.25%	15.38%
总资产增长率	9.78%	-0.14%	-4.79%	-80.10%	8.34%	2.44%
资产管理能力						
应收账款周转天数	4.7	6.9	8.9	20.0	20.0	20.0
存货周转天数	1,532.8	1,884.5	1,762.5	160.0	160.0	160.0
应付账款周转天数	223.0	297.3	280.3	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	25.6	38.0	36.1	107.5	93.6	83.6
偿债能力						
净负债/股东权益	98.11%	63.71%	60.99%	-54.05%	-56.14%	-57.83%
EBIT 利息保障倍数	11.3	9.2	2.4	5.8	-143.4	-119.8
资产负债率	89.40%	89.42%	90.48%	50.08%	51.49%	49.90%

来源：公司年报、国金证券研究所

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
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

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
7	2023-01-31	买入	10.99	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。

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



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。

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	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402