

鲁商发展（600223.SH）

22 年业绩受拟剥离房地产业务拖累，坚定聚焦大健康美业布局

买入

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 美容护理 · 化妆品

◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师：张峻豪 021-60933168
联系人：孙乔容若

zhangjh@guosen.com.cn
sunqiaorongruo@guosen.com.cn

执证编码：S0980517070001

事项：

公司公告发布 2022 年度业绩预告，经初步核算，2022 年公司实现归母净利润为 0.18 亿元到 0.54 亿元，同比减少 85%至 95%；实现扣非净利润 0.36 亿元到 0.72 亿元，同比减少 80%至 90%。

国信零售观点：

公司 22 年业绩下滑主要系公司旗下房地产业务因行业下行带来的收入及毛利水平下滑，以及存货跌价损失计提等影响。而以化妆品为主的大健康业务预计整体表现仍积极向好。随着公司此前公告计划剥离房地产业务的稳步推进，未来也将聚焦生物、化妆品为主的大健康板块的发展，以深厚的研发底蕴为基础，利用生物发酵、合成生物等领先技术不断实现相关产品应用的研发与创新，进一步赋能于下游化妆品、医药、原料等高成长性赛道，实现完善的大健康产业布局。其中化妆品业务通过“4+N”多品牌布局，以差异化的产品力、精细化的渠道运营、全产业链赋能实现快速成长，成为未来公司业绩的核心驱动。

我们综合考虑公司 22 年因房地产业务受行业影响带来经营业绩波动，并同时考虑公司 23 年轻装上阵，未来核心的大健康业务有望在疫情缓和后的行业复苏以及内部资源聚焦下得到更好的发展。调整公司 22-24 年归母净利润至 0.37/3.89/5.22 亿元（前值为 3.02/3.86/4.95 亿元），对应 23-24 年 PE 为 29/21 倍，维持“买入”评级。

评论：

◆ 受房地产项目拖累，2022 年归母净利润同比减少 85%至 95%

公司发布业绩预告称，2022 年公司实现归母净利润为 0.18 亿元到 0.54 亿元，同比减少 85%至 95%；实现扣非净利润 0.36 亿元到 0.72 亿元，同比减少 80%至 90%。公司 22 年业绩大幅下滑主要受旗下房地产业务经营变化影响：1) 受结算区域及产品结构变化的影响，地产业务结算毛利同比下降；2) 公司部分参股地产公司进入尾盘阶段，经营利润减少，影响公司的投资收益同比下降较多；3) 受疫情不断反复及房地产市场下行的综合影响，购房需求持续走弱，为加快销售及现金回笼，公司根据各项目所处区域及城市的市场环境、产品结构等情况，对部分产品售价进行调整，并按会计准则要求计提相应资产减值准备。

同时，公司以化妆品为主的大健康业务预计整体表现较为良好。根据公司官方战报，22 年双十一期间，公司化妆品业务核心品牌瑗尔博士全渠道销售额同比增长 76.68%，抖音渠道同比 125.27%，同时也在天猫旗舰店店铺直播间位列新锐美妆榜第 1。公司颐莲品牌全网销售额突破 1 亿元。

图1: 公司归母净利润及增速变化



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理, 注: 22年取业绩预告中值

图2: 公司美妆业务核心品牌22年“双十一”表现靓丽



资料来源: 福瑞达官方公众号、国信证券经济研究所整理

◆ 公告推进剥离房地产开发业务，聚焦化妆品业务为主的大健康产业

公司目前正在实施重大资产出售暨关联交易事项，如本次交易能够顺利完成，公司将剥离房地产开发业务，业务结构将更加聚焦以化妆品、生物医药等为主业的大健康产业。2022年12月30日公司公告计划将持有的地产相关企业股权，以及全部债权，以现金形式转让给控股股东下属山东城发集团，交易对价合计59亿元。公司所获得的收益将用以补充流动性，并支持公司未来以化妆品为主的大健康产业业务发展。

本次交易分两批次进行交割，第一批次完成总资产35亿元交割，首笔款项于《重大资产出售协议书》（2022年12月30日签署）生效后5日内支付且不低于该次交易对价的50%；第二批完成剩余24亿元资产交割，并于2023年10月31日完成首笔款项支付。交易完成后，公司2021年总资产105亿元，资产负债率从89%降至54%，营业收入31.3亿元，归母净利润由3.6亿降至1.9亿；2022年前十月营业收入27.5亿元，归母净利润由-0.9亿升至2.1亿，盈利能力得到大幅度改善。

图3: 鲁商发展大健康业务驱动模式



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

同时，完成剥离后，公司将背靠优质生物医学产业资源，差异化布局医药及化妆品业务突出重围。公司依靠福瑞达医药集团长达39年在玻尿酸、合成生物等领域积累下来的深厚沉淀，不断赋能化妆品、药品、原料及添加剂三大业务板块，孵化出瓊尔博士、颐莲、博士伦福瑞达等各具特色且成长性突出的多品牌矩阵，实现了以化妆品业务为主的生物医药业务的快速爆发式增长。

◆ 投资建议：剥离地产业务如期进行，聚焦生物大健康产业发展

公司 22 年业绩下滑主要系公司房地产业务因行业下行带来的收入及毛利水平下滑，以及存货跌价损失计提等影响。预计以化妆品为主的大健康业务整体表现仍积极向好。而随着公司此前公告计划剥离房地产业务，未来也将聚焦生物、化妆品大健康板块的发展，以深厚的研发底蕴为基础，利用生物发酵、合成生物等领先技术不断实现相关产品应用的研发与创新，进一步赋能于下游化妆品、医药、原料等高成长性赛道，实现完善的大健康产业链布局。其中化妆品业务通过“4+N”多品牌布局，以差异化的产品力、精细化的渠道运营、全产业链赋能实现快速成长。

我们综合考虑公司 22 年因房地产业务受行业影响带来的经营业绩大幅波动，并同时考虑公司 23 年轻装上阵，未来核心的大健康业务有望在疫情缓和后的行业复苏以及内部资源聚焦下得到更好的发展。调整公司 22-24 年归母净利润至 0.37/3.89/5.22 亿元（前值为 3.02/3.86/4.95 亿元），对应 23-24 年 PE 为 29/21 倍，维持“买入”评级。

◆ 风险提示

地产业务重组剥离进度不及预期；短期房地产行业因业务不景气带来利润拖累；化妆品行业竞争加剧的风险；流量成本上升的压力等风险。

表 1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值		EPS				PE				ROE	PEG	投资评级
			亿元	21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	(21A)	(22E)		
300856.SZ	鲁商发展	10.99	112	0.36	0.04	0.38	0.51	36.95	299.04	28.74	21.41	7.66	-	买入	
300957.SZ	贝泰妮	141.24	598	2.04	2.81	3.80	5.14	94.39	50.26	37.17	27.48	18.15	1.32	买入	
688363.SH	华熙生物	128.55	618	1.63	2.06	2.71	3.51	95.28	62.51	47.48	36.58	13.73	1.74	增持	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告：

《鲁商发展（600223.SH）-拟剥离地产业务，聚焦发展大健康美业》——2022-11-21

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	5074	5139	9994	15346	15838	营业收入	13615	12363	10708	5080	6416
应收款项	591	1504	293	142	178	营业成本	10847	9187	8097	2558	3140
存货净额	46665	48204	33876	9421	11357	营业税金及附加	748	588	589	76	96
其他流动资产	6787	3824	3312	1571	1984	销售费用	849	1253	1114	1422	1873
流动资产合计	59117	58670	47476	26480	29357	管理费用	328	380	288	228	311
固定资产	1201	1328	1234	1376	1517	研发费用	77	119	96	122	180
无形资产及其他	216	210	222	233	245	财务费用	68	91	396	373	349
投资性房地产	479	477	477	477	477	投资收益	220	201	200	205	210
长期股权投资	485	730	975	1220	1465	资产减值及公允价值变动	4	196	(260)	0	0
资产总计	61499	61415	50383	29786	33060	其他收入	(124)	(583)	(96)	(122)	(180)
短期借款及交易性金融负债	7041	5529	6500	6500	6500	营业利润	875	678	68	505	678
应付款项	8388	8694	7642	2201	2721	营业外净收支	(22)	(34)	0	0	0
其他流动负债	35057	36870	25793	10246	12510	利润总额	854	644	68	505	678
流动负债合计	50486	51093	39935	18947	21731	所得税费用	215	250	27	91	122
长期借款及应付债券	4427	3751	3851	3951	4051	少数股东损益	0	32	3	25	34
其他长期负债	68	72	68	70	71	归属于母公司净利润	639	362	37	389	522
长期负债合计	4495	3823	3919	4021	4121	现金流量表（百万元）					
负债合计	54981	54916	43855	22968	25853	净利润	639	362	37	389	522
少数股东权益	2437	1773	1775	1793	1816	资产减值准备	0	191	(14)	14	18
股东权益	4080	4727	4753	5026	5391	折旧摊销	86	93	167	187	207
负债和股东权益总计	61499	61415	50383	29786	33060	公允价值变动损失	(4)	(196)	260	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	68	91	396	373	349
每股收益	0.63	0.36	0.04	0.38	0.51	营运资本变动	(609)	2829	3903	5375	418
每股红利	2.28	2.03	0.01	0.11	0.15	其它	(1)	(340)	17	4	5
每股净资产	4.04	4.68	4.67	4.94	5.30	经营活动现金流	111	2939	4370	5968	1171
ROIC	4%	3%	2%	7%	12%	资本开支	0	(588)	(330)	(354)	(378)
ROE	16%	8%	1%	8%	10%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	20%	26%	24%	50%	51%	投资活动现金流	(191)	(833)	(575)	(599)	(623)
EBIT Margin	6%	7%	5%	13%	13%	权益性融资	(2)	800	0	0	0
EBITDA Margin	6%	8%	6%	17%	16%	负债净变化	647	(677)	100	100	100
收入增长	32%	-9%	-13%	-53%	26%	支付股利、利息	(2300)	(2047)	(11)	(117)	(157)
净利润增长率	85%	-43%	-90%	942%	34%	其它融资现金流	4827	2605	971	0	0
资产负债率	93%	92%	91%	83%	84%	融资活动现金流	1519	(2041)	1060	(17)	(57)
息率	20.7%	18.5%	0.1%	1.1%	1.4%	现金净变动	1439	65	4856	5352	492
P/E	17.4	30.6	299.3	28.7	21.4	货币资金的期初余额	3635	5074	5139	9994	15346
P/B	2.7	2.3	2.4	2.2	2.1	货币资金的期末余额	5074	5139	9994	15346	15838
EV/EBITDA	77.5	71.1	79.6	39.7	36.2	企业自由现金流	0	2844	4055	5758	917
						权益自由现金流	0	4773	4889	5553	731

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032