

# 鲁商发展 (600223.SH)

## 买入(维持评级)

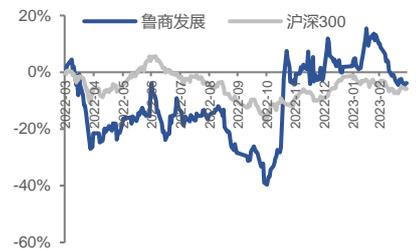
### 化妆品增长稳健，地产剥离积极推进

当前价格: 10.37 元  
 目标价格: 12.86 元

#### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1017/1017
总市值/流通市值 (百万元)	10542/10542
每股净资产 (元)	3.66
资产负债率 (%)	90.48
一年内最高/最低 (元)	12.43/6.5

#### 一年内股价相对走势



#### 团队成员

分析师 陈照林  
 执业证书编号: S0210522050006  
 邮箱: czl3792@hfzq.com.cn

分析师 高兴  
 执业证书编号: S0210522110002  
 邮箱: gx3970@hfzq.com.cn

研究助理 来舒楠  
 邮箱: lsl3916@hfzq.com.cn

#### 相关报告

《鲁商发展(600223.SH)深度: 坚定大健康转型, 化妆品增长可期》2022.12.13

► **事项:** 公司发布 2022 年报, 实现营收 129.5 亿元, yoy+4.8%; 归母净利润 0.5 亿元, yoy-87.4%; 子公司福瑞达医药集团营收 26.1 亿元, yoy+19.6%; 归母净利润 2.0 亿元, yoy+13.5%。单 Q4 营收 44.2 亿元, yoy-26.5%; 归母净利润-1.1 亿元。利润下降主要系地产计提减值、结算低毛利刚需品或首期房源等。地产首批 6 家公司资产已交割, 第二批 2 家公司预计 23 年 10 月底前交割, 后续将聚焦大健康, 盈利能力有望改善。

► **化妆品营收 20 亿元, 拓展期毛利率下滑。** 22 年化妆品/医药/原料/地产营收 19.7/5.1/2.9/97.4 亿元, yoy+31.7%/-5.4%/+0.7%/+0.4%; 毛利率 61.0%/53.0%/34.1%/14.7%, yoy-2.7/-4.9/-1.1/-2.6pct。化妆品毛利率下降主要系分销占比提升、促销力度加大、爆品销售占比增加。520 吨医药级透明质酸资质及产能亟待落地, 同时布局胶原蛋白, 有望贡献增量。

► **瓊尔博士突破 10 亿元, “4+N”战略稳步推进。** 1) 颐莲: 22 年营收 7.1 亿元, yoy+10.3%, 线上占比 92.5%, 发布新品玻尿酸深层补水喷雾, 直销占比提升, 成功研制透明质酸锌、HA-富勒烯成分。2) 瓊尔博士: 22 年营收 10.6 亿元, yoy+42.3%, 线上占比 93.8%。四大爆品益生菌面膜、益生菌水乳、洁颜蜜、反重力水乳高增, 推出新品闪充精华, 聚集皮肤微生态。善颜以线下单品牌店为基, 发力抖音直播。伊帕尔汗全渠道铺设。布局涇润、贝润、UMT 等子品牌。化妆品板块上新及升级产品 100+款。

► **地产拖累盈利能力, 化妆品研发投入加大。** 22 年毛利率 24.6%, yoy-1.0pct; 归母净利率 0.4%, yoy-2.6pct; 销售/管理/研发费用率 10.1%/2.7%/1.0%, yoy 持平/-0.4pct/+0.1pct。单 Q4 毛利率 21.9%, yoy+3.0pct; 归母净利率-2.4%; 销售/管理/研发费用率 7.8%/2.8%/1.2%, yoy+0.3pct/+0.6pct/+0.6pct。其中医药化妆品板块研发费用率 5.2%, yoy+0.2pct。

► **盈利预测与投资建议:** 由于 22 年化妆品、医药、原料业务增速受疫情影响, 下调 23-24 年化妆品、医药、原料营收和净利润预测, 考虑地产剥离上调 23 年净利润预测, 预计 23-25 年公司归母净利润 4.2/5.2/6.4 亿元 (前次 23-24 年 3.7/5.7 亿)。分部估值, 预计化妆品 23 年归母净利润 2.3 亿元 (前次 3.2 亿), 给予 46 倍 PE, 市值 108 亿元。预计医药及原料 23 年合计净利润 0.6 亿元 (前次 0.7 亿), 给予 33 倍 PE, 市值 21 亿元。截止 3 月 30 日, 鲁商服务市值 2.5 亿元人民币, 根据持股比例物业板块对应市值 1.9 亿元人民币。合计目标市值 130.74 亿元, 维持“买入”评级。

► **风险提示:** 消费需求不足, 竞争加剧, 研发及新品推出进程不及预期。

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	12,363	12,951	4,390	5,279	6,301
增长率 (%)	-9%	5%	-66%	20%	19%
净利润(百万元)	362	45	424	522	639
增长率 (%)	-43%	-87%	832%	23%	22%
EPS (元/股)	0.36	0.04	0.42	0.51	0.63
市盈率 (P/E)	29.1	231.9	24.9	20.2	16.5
市净率 (P/B)	2.2	2.8	2.5	2.4	2.2

数据来源: 公司公告、华福证券研究所



## 分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn