

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

鲁商发展(600223)

投资评级

上次评级

刘嘉仁 社零&美护首席分析师

执业编号: S1500522110002

联系电话: 15000310173

邮箱: liujiaren@cindasc.com

王越 社零&美护分析师

执业编号: S1500522110003

联系电话: 18701877193

邮箱: wangyue1@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

鲁商发展(600223.SH) 2022 年报点评: 化妆品保持快速增长, 药品&原料业务承压, 地产剥离稳步推进

2023 年 04 月 02 日

- **公司公告:** 22 年营收 129.51 亿元/+4.76%, 归母净利 0.45 亿元/-87.44%, 扣非归母净利 0.59 亿元/-83.75%。其中, 22Q4 单季度营收 44.22 亿元/-26.47%, 归母净利-1.08 亿元, 扣非归母净利-1.03 亿元。公司 22 年业绩处于此前预告区间中值偏上。
- **化妆品业务贡献核心增长, 新品接力+渠道拓展是主要驱动力。** 22 年全年化妆品业务收入 19.69 亿元/+31.7%, 毛利率 61.0%/-2.71pct。1) 分季度: 22Q1-3 化妆品收入 14.29 亿/+43.91%, Q4 受疫情管控优化导致大规模感染影响, 化妆品销售有所承压, 单季度收入 5.40 亿元/+8.6%。2) 分品牌: 瑷尔博士收入 10.58 亿元/+42.2%, 颐莲 7.12 亿元/+10.3%, 其他品牌 1.98 亿元/+88.4%。3) 分渠道: 线上渠道收入 17.57 亿元/+25.8%, 占比为 89.2%, 线下渠道收入 2.12 亿元/+114.87%。22 年公司积极拓展线下渠道, 目前已入驻屈臣氏、银泰百货等传统商超, KKV、调色师等新零售渠道, 以及化妆品连锁专营店等。4) 分模式: 直销收入 14.37 亿元/+32.9%, 占比依然较大, 经销收入 5.11 亿元/+23.7%。公司有着深厚的研发底蕴, 其化妆品业务持续增长的背后正是原料的研发与储备, 以及基于原料持续推出的创新应用(如: 瑷尔博士推出酵粹洁面霜, 并且升级了益生菌水乳和洁颜蜜等产品)。
- **药品业务 22 年实现收入 5.11 亿元/-5.4%, 毛利率 53.0%/-4.9pct。** 我们认为收入同比下滑的主要原因: 1) 疫情期间物流受影响; 2) 集采政策影响。我们认为毛利率同比下滑的主要原因: 1) 药品终端产品价格调整; 2) 原材料和能源价格上涨。目前公司持续拓展医院、连锁药店等销售渠道, 并通过线上渠道拓展医药新零售业务模式, 扩大功能性食品布局。
- **原料业务略有承压。** 22 年原料及添加剂收入 2.85 亿元/+18.33%, 毛利率 34.1%/-3.1pct, 我们认为毛利率略微下滑主要源自: 1) 各大玻尿酸生厂商都在积极扩产, 尤其是食品级玻尿酸, 行业价格战影响利润率; 2) 原辅料、燃气等生产成本增加。公司正发力高附加值的医药级透明质酸原料, 并通过合作等方式布局重组胶原蛋白等新原料, 原料业务有望重新回到增长轨道。
- **地产业务剥离正在推进。** 22 年 12 月公司公告拟将原有的房地产开发业务资产剥离, 集中优势资源发展化妆品、生物医药板块相关业务。截至目前, 公司前述重大资产出售工作已完成首批资产交割, 我们预计第二批资产交割将于 10 月底之前完成。此前公司披露, 如剥离房地产开发业务, 22 年 1-10 月归母净利润约 2 亿元, 我们预计剥离地产开发后公

司将保持合理盈利水平。

- **公司此前股价持续低迷，我们认为主要源自：**1) 近两年房地产市场下行，公司房地产开发业务利润持续萎缩；2) 公司业务繁杂，作为多业务平台型公司一般都会有估值折价。**随着公司剥离地产业务，公司化妆品、原料等业务有望迎来估值修复，建议积极关注。**
- **风险因素：**上游化妆品原料成本大幅上涨、国内消费持续疲软、地产剥离事项推进不及预期等。

研究团队简介

刘嘉仁，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。

王越，美护&社服高级分析师。上海交通大学金融学硕士，南京大学经济学学士，2018年7月研究生毕业后加入兴业证券社会服务小组，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美、社会服务行业。

周子莘，美护分析师。南京大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士，曾任兴业证券社会服务行业美护分析师，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

涂佳妮，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022年11月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

李汶静，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com

华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,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做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其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,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准20%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,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,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。