

# 鲁商发展 (600223)

## 2022 年年报点评: 大健康发展稳健, 地产剥离顺利推进

买入 (维持)

2023 年 04 月 02 日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 张家璇

执业证书: S0600520120002

zhangjx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	12,951	4,398	5,292	6,321
同比	5%	-66%	20%	19%
归属母公司净利润 (百万元)	45	411	533	639
同比	-87%	805%	30%	20%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.04	0.40	0.52	0.63
P/E (现价&最新股本摊薄)	236.84	26.18	20.20	16.85

关键词: #兼并重组

### 投资要点

- **大健康发展稳健, 地产剥离致使净利润有所下滑:** 2022 年公司实现营收 129.5 亿元 (同比+4.8%, 下同), 实现归母净利润 0.5 亿元 (-87.4%), 实现扣非归母净利润 0.6 亿元 (-83.8%)。2022Q4 实现营收 44.2 亿元 (-26.5%), 实现归母净利润-1.1 亿元, 实现扣非归母净利润-1.0 亿元。2022 年归母净利润有所下降主要系 1) 公司对部分健康地产项目计提资产减值准备; 2) 健康地产个别项目暂时停工利息费用化影响财务费用增加。公司旗下山东福瑞达医药集团 2022 年实现营收 26.1 亿元 (+19.6%), 实现归母净利润 2.0 亿元 (+13.5%), 大健康发展稳健。
- **疫情下毛利率略有下降, 不断夯实研发基础:** 2022 年公司毛利率/净利率分别为 24.65%/0.5%, 分别同比下降 1.04pct/2.69pct。2022 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 10.1%/2.7%/1.0%/2.7%, 分别同比变化 0.0pct/-0.4pct/+0.1pct/+2.0pct。公司持续加大研发投入, 2022 年公司获批设立国家级博士后科研工作站, 新增 2 个省级科研平台, 新增专利 83 项, 不断夯实研发竞争力。此外, 正式启用化妆品研发创新中心。
- **化妆品板块持续增长, 瑗尔博士高速增长:** 2022 年, 公司化妆品业务实现营收 19.7 亿元 (+31.7%)。其中, 两大主要品牌颐莲/瑗尔博士分别营收 7.1/10.6 亿元, 分别同增 10.3%/42.3%, 已成功跻身国产化妆品行业前列。化妆品板块以“4+N”品牌发展战略为指导, 专注玻尿酸护肤、微生态护肤、精准护肤、以油养肤等科技护肤赛道, 以专利生物材料透明质酸钠、重组 III 型人源化胶原蛋白为核心成分, 积极研发相关产品。
- **地产剥离顺利推进, 聚焦生物医药和生态健康:** 截至 2023 年 3 月 31 日, 第一批次 6 家公司股权及债权交割已完成, 第二批次 (菏泽置业、临沂置业) 相关股权及债权将于 2023 年 11 月前完成交割, 此后公司不再从事房地产开发相关业务, 持续聚焦于生物医药和生物健康。
- **盈利预测与投资评级:** 鲁商发展聚焦大健康产业, 化妆品业务高成长, 渠道精细化运营、产品力趋于提升。基于行业跟踪和 2022 年业绩, 我们将公司 2023-24 年归母净利润从 4.93/5.98 亿元下调为 4.11/5.33 亿元, 分别同增 805%/30%, 预计 2025 年归母净利润为 6.39 亿元, 同增 20%, 当前市值对应 2023~25 年 PE 为 26x/20x/17x, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 市场竞争加剧, 产品推广不及预期等。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	10.59
一年最低/最高价	6.26/12.70
市净率(倍)	2.90
流通 A 股市值(百万元)	10,765.46
总市值(百万元)	10,765.46

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	3.66
资产负债率(% ,LF)	90.48
总股本(百万股)	1,016.57
流通 A 股(百万股)	1,016.57

### 相关研究

- 《鲁商发展(600223): 2022 年业绩预告点评: 地产拖累业绩, 看好化妆品板块成长性》  
2023-02-01
- 《鲁商发展(600223): 发布资产出售草案, 地产剥离推进顺利, 持续聚焦大健康板块》  
2023-01-05

## 鲁商发展三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>55,629</b>	<b>19,065</b>	<b>21,554</b>	<b>24,082</b>	<b>营业总收入</b>	<b>12,951</b>	<b>4,398</b>	<b>5,292</b>	<b>6,321</b>
货币资金及交易性金融资产	4,318	15,347	17,079	19,356	营业成本(含金融类)	9,759	2,110	2,478	2,895
经营性应收款项	1,952	555	710	785	税金及附加	539	185	222	265
存货	46,047	938	1,265	1,308	销售费用	1,313	1,407	1,969	2,453
合同资产	0	0	0	0	管理费用	350	132	212	190
其他流动资产	3,311	2,225	2,500	2,633	研发费用	134	53	74	101
<b>非流动资产</b>	<b>2,845</b>	<b>2,950</b>	<b>3,051</b>	<b>3,154</b>	财务费用	353	-32	-372	-433
长期股权投资	720	820	920	1,020	加:其他收益	26	9	11	13
固定资产及使用权资产	1,309	1,314	1,313	1,309	投资净收益	116	44	53	63
在建工程	73	83	93	103	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	197	199	202	206	减值损失	-335	0	0	0
商誉	156	154	152	150	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	23	15	7	4	<b>营业利润</b>	<b>311</b>	<b>596</b>	<b>772</b>	<b>926</b>
其他非流动资产	367	365	364	362	营业外净收支	-50	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>58,474</b>	<b>22,014</b>	<b>24,605</b>	<b>27,235</b>	<b>利润总额</b>	<b>261</b>	<b>596</b>	<b>772</b>	<b>926</b>
<b>流动负债</b>	<b>50,606</b>	<b>14,803</b>	<b>16,947</b>	<b>19,043</b>	减:所得税	196	149	193	231
短期借款及一年内到期的非流动负债	5,498	5,298	5,098	4,898	<b>净利润</b>	<b>65</b>	<b>447</b>	<b>579</b>	<b>694</b>
经营性应付款项	9,266	609	715	835	减:少数股东损益	20	36	46	56
合同负债	17,869	4,853	6,196	7,527	<b>归属母公司净利润</b>	<b>45</b>	<b>411</b>	<b>533</b>	<b>639</b>
其他流动负债	17,973	4,043	4,938	5,782	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.04	0.40	0.52	0.63
非流动负债	2,301	1,301	1,301	1,301	EBIT	551	520	348	430
长期借款	2,215	1,215	1,215	1,215	EBITDA	681	626	459	547
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	24.65	52.03	53.17	54.20
租赁负债	21	21	21	21	归母净利率(%)	0.35	9.35	10.07	10.11
其他非流动负债	64	64	64	64	收入增长率(%)	4.76	-66.04	20.34	19.45
<b>负债合计</b>	<b>52,907</b>	<b>16,103</b>	<b>18,248</b>	<b>20,344</b>	归母净利润增长率(%)	-87.44	804.58	29.63	19.85
归属母公司股东权益	3,717	4,025	4,425	4,904					
少数股东权益	1,850	1,886	1,932	1,988					
<b>所有者权益合计</b>	<b>5,567</b>	<b>5,911</b>	<b>6,357</b>	<b>6,892</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>58,474</b>	<b>22,014</b>	<b>24,605</b>	<b>27,235</b>					

  

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	998	12,596	2,313	2,873	每股净资产(元)	3.66	3.96	4.35	4.82
投资活动现金流	1	-166	-159	-156	最新发行在外股份(百万股)	1,017	1,017	1,017	1,017
筹资活动现金流	-1,618	-1,400	-422	-439	ROIC(%)	0.94	3.03	2.08	2.51
现金净增加额	-609	11,029	1,732	2,278	ROE-摊薄(%)	1.22	10.22	12.05	13.03
折旧和摊销	130	106	111	117	资产负债率(%)	90.48	73.15	74.16	74.70
资本开支	-160	-118	-120	-122	P/E(现价&最新股本摊薄)	236.84	26.18	20.20	16.85
营运资本变动	185	11,990	1,587	2,046	P/B(现价)	2.90	2.67	2.43	2.20

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

