

鲁商发展(600223)

报告日期: 2023年04月03日

地产出表在即+美妆盈利改善, 持续看好公司转型

——鲁商发展 2022 年年报点评报告

投资要点

- 业绩概览: 贴近业绩预告中位数, 整体符合预期。**
 因地产业务影响, 22 年净利润同比下滑 87%, 属预期内。营收 129.5 亿元 (+5%); 归母净利润 0.5 亿元 (-87%); 扣非归母 0.6 亿元 (-84%)。
22Q4 相比去年同期亏损收窄。 22Q4 营收 44.2 亿元 (-26%); 归母净利润-1.1 亿元, 亏损收窄 23%; 扣非归母-1.0 亿元, 亏损收窄 30%。
 净利润下滑主要系: 1) 地产计提减值 2.6 亿元; 2) 地产结算项目主要为毛利率较低的刚需产品等; 3) 个别项目停工利息费用化。
- 收入拆分: 美妆贡献生物医药板块核心业绩, 瓊尔博士迈入十亿俱乐部**
 福瑞达医药集团 (主营生物医药, 合并口径) 22 年营收 26.1 亿元 (+20%); 归母净利润 2.0 亿元 (+13.5%)。具体来看:
 - 1) **化妆品:** 全年收入 19.7 亿元 (+32%), 毛利率 61.0% (-2.7pp), 毛利率下降主要系分销渠道及爆款产品收入占比提升。其中颐莲 7.1 亿元 (+10%) / 瓊尔博士 10.6 亿元 (+42%)。单 22Q4, 化妆品收入 5.4 亿元 (+8%), 其中颐莲 1.7 亿元 (-21%) / 瓊尔博士 3.1 亿元 (+22%)。
 - 2) **原料及衍生品、添加剂:** 2.9 亿元 (+0.7%), 毛利率 34.1% (-1.1pp)。
 - 3) **生物药品:** 5.1 亿元 (-5.4%), 毛利率 53.0% (-4.9pp)。
 此外地产及物业收入 97.4 亿元 (+0.4%), 毛利率 14.7% (-2.6pp)。
- 看点: 59 亿元剥离地产出表在即, 美妆盈利改善发展动能充沛**
 - 1) **业务转型:** 公司正实施重大资产出售, 交易对价 59.1 亿元, 其中地产股权估值 16 亿元, 债权资产估值 43.1 亿元。23 年 3 月 3 日第一批标的已实质交割, 公司亦收到首笔款项 16.7 亿元。未来公司将聚焦高成长性、高附加值的医药健康板块, 盈利能力及估值水平有望迎来双升。
 - 2) **结构优化:** 以福瑞达生物营收利润口径计算, 公司化妆品业务 22 年净利率 10.5%, 其中 22H1 净利率为 9.7%, 22H2 净利率为 11.3%, 三四季度控费效果显著, 净利率回升明显。对应产品端来看, 瓊尔博士近期多款经典老品迭代升级, 持续提升中高端产品占比; 颐莲于 22 年底上新澎澎霜, 23 年将在保持喷雾大单品地位同时, 发力面霜等品类布局, 化妆品整体客单价上行有望带动板块盈利能力提升。
- 盈利预测与估值**
 公司卡位高成长高景气的玻尿酸赛道, 出置地产业务, 积极转型大健康产业, 化妆品业务扬帆起航, 有望迎来估值体系重塑。预计 23-25 年公司归母净利润为 4.0/4.8/6.1 亿元, 同比+771%/22%/26%, 当前市值下对应 PE 为 28/23/18 倍, 维持“增持”评级。
- 风险提示**
 行业竞争加剧; 盈利能力波动风险; 资产出售不确定性。

投资评级: 增持(维持)

分析师: 马莉
 执业证书号: S1230520070002
 mali@stocke.com.cn

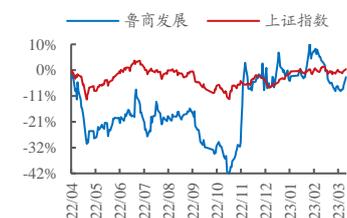
分析师: 汤秀洁
 执业证书号: S1230522070001
 tangxiujie@stocke.com.cn

分析师: 王长龙
 执业证书号: S1230521020001
 wangchanglong@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 10.92
总市值(百万元)	11,100.93
总股本(百万股)	1,016.57

股票走势图



相关报告

- 1 《地产尚未出表, 剥离在即修复可期》 2023.01.31
- 2 《地产剥离节奏推进, 轻装上阵估值修复可期——鲁商发展点评报告》 2023.01.04
- 3 《拟剥离房地产业务, 坚定玻尿酸产业链转型——鲁商发展点评报告》 2022.11.16

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	12951	4580	5561	6628
(+/-) (%)	4.8%	-64.6%	21.4%	19.2%
归母净利润	45	396	483	609
(+/-) (%)	-87.4%	771.2%	22.1%	26.0%
每股收益(元)	0.04	0.39	0.47	0.59
P/E	246	28	23	18

资料来源: 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	55629	26095	17316	17687
现金	4318	8838	11214	12442
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	351	126	493	503
其它应收款	1598	2748	278	133
预付账款	1524	574	1112	1303
存货	46047	12056	4169	3257
其他	1790	1753	50	50
非流动资产	2845	2802	2114	2032
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	720	720	180	198
固定资产	1279	1356	1234	1153
无形资产	197	184	161	140
在建工程	73	58	47	37
其他	576	483	491	503
资产总计	58474	28897	19429	19719
流动负债	50606	20675	11771	12452
短期借款	2270	0	0	0
应付款项	9266	2044	618	724
预收账款	21686	8245	111	133
其他	17384	10386	11041	11595
非流动负债	2301	2325	1321	322
长期借款	2215	2215	1215	215
其他	86	110	106	107
负债合计	52907	23000	13092	12774
少数股东权益	1850	1982	2143	2346
归属母公司股东权益	3717	3915	4194	4598
负债和股东权益	58474	28897	19429	19719

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	998	7711	3025	2271
净利润	65	528	645	812
折旧摊销	124	112	118	119
财务费用	353	222	155	65
投资损失	(116)	(116)	(116)	(116)
营运资金变动	(338)	(27115)	(5688)	459
其它	911	34080	7911	933
投资活动现金流	1	(42)	690	87
资本支出	(24)	(152)	43	(2)
长期投资	11	(1)	540	(18)
其他	14	111	107	107
筹资活动现金流	(1618)	(3150)	(1339)	(1129)
短期借款	(949)	(2270)	0	0
长期借款	(1536)	0	(1000)	(1000)
其他	867	(880)	(339)	(129)
现金净增加额	(618)	4520	2376	1229

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	12951	4580	5561	6628
营业成本	9759	2298	2779	3257
营业税金及附加	539	220	278	331
营业费用	1313	1099	1363	1624
管理费用	350	137	195	265
研发费用	134	92	139	232
财务费用	353	222	155	65
资产减值损失	335	18	22	27
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	116	116	116	116
其他经营收益	27	26	26	26
营业利润	311	636	773	970
营业外收支	(50)	(15)	(15)	(15)
利润总额	261	621	758	955
所得税	196	93	114	143
净利润	65	528	645	812
少数股东损益	20	132	161	203
归属母公司净利润	45	396	483	609
EBITDA	527	946	1023	1134
EPS (最新摊薄)	0.04	0.39	0.47	0.59

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	4.76%	-64.63%	21.42%	19.18%
营业利润	-54.13%	104.67%	21.55%	25.46%
归属母公司净利润	-87.44%	771.23%	22.07%	25.96%
获利能力				
毛利率	24.65%	49.84%	50.03%	50.87%
净利率	0.50%	11.53%	11.59%	12.25%
ROE	0.75%	6.91%	7.90%	9.17%
ROIC	0.88%	7.93%	9.36%	11.09%
偿债能力				
资产负债率	90.48%	79.59%	67.38%	64.78%
净负债比率	14.58%	21.62%	30.40%	24.52%
流动比率	1.10	1.26	1.47	1.42
速动比率	0.19	0.68	1.12	1.16
营运能力				
总资产周转率	0.22	0.10	0.23	0.34
应收账款周转率	41.18	18.75	17.44	12.86
应付账款周转率	1.30	0.50	2.45	5.69
每股指标(元)				
每股收益	0.04	0.39	0.47	0.59
每股经营现金	0.97	7.53	2.95	2.22
每股净资产	3.66	3.82	4.10	4.49
估值比率				
P/E	246.00	28.24	23.13	18.36
P/B	2.99	2.86	2.67	2.43
EV/EBITDA	30.42	9.88	6.00	3.76

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>