

鲁商发展 (600223.SH)

买入(维持评级)

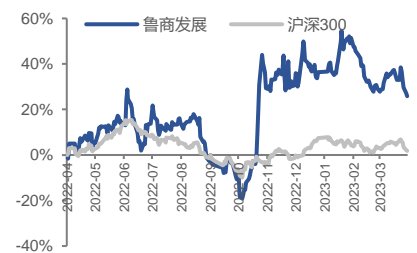
Q1 净利润+95%，化妆品毛利率提升

当前价格: 10.59 元
 目标价格: 12.89 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)	10765/10765
每股净资产 (元)	3.78
资产负债率 (%)	63.38
一年内最高/最低 (元)	12.43/6.5

一年内股价相对走势



► **事项:** 公司发布 2023 年一季报, 实现营收 12.72 亿元, yoy-14.17%; 归母净利润 1.29 亿元, yoy+95.09%; 扣非归母净利润 1519 万元, yoy-75.99%, 非经常性损益主要系地产业务出售交易中首批 6 个标的公司完成出表确认的投资收益 1.17 亿元。扣非归母净利润下降主要系地产本期结算项目主要为毛利率较低的刚需产品或首期销售房源。子公司福瑞达医药集团 Q1 营收 6.49 亿元, yoy+19.9%; 归母净利润 0.44 亿元, yoy+36.3%, 业绩增速亮眼。

► **化妆品营收 4.7 亿元, 毛利率+1.3pct。** Q1 化妆品/医药/原料营收 4.73/1.43/0.76 亿元, yoy+12.68%/+59.21%/-1.30%; 毛利率 62.86%/56.40%/30.46%, yoy+1.30%/+0.94%/-4.17pct。化妆品毛利率提升, “4+N” 品牌战略下精细化运营, 颐莲补水喷雾、瑗尔博士微晶水等大单品带动提升品牌体量, 颐莲澎润面霜、瑗尔博士闪充面霜等销量提升, 其中 23Q1 颐莲/瑗尔博士营收 1.71/2.43 亿元, 同比+5.56%/+8.00%, 预计抖音渠道贡献主要增量。Q1 上市 2 款新化妆品原料、1 款农业级发酵原料。

► **部分地产出表拉升净利率。** 23Q1 毛利率 39.39%, yoy-1.66pct; 归母净利率 10.17%, yoy+5.69pct, 主要由部分地产出表确认投资收益贡献; 销售/管理/研发费用率 25.14%/4.67%/2.35%, yoy+5.14%/-0.40pct/+0.84pct。

► **地产剥离在即, 公司更名明确转型方向。** 地产第二批 2 家公司预计 23 年 10 月底前交割, 根据 4 月 16 日公告, 公司全称“鲁商健康产业发展股份有限公司”将变更为“鲁商福瑞达医药股份有限公司”, 同时修改经营范围, 新增化妆品零售、批发、生产, 生物基材料制造、销售、研发, 药品生产、批发、进出口、零售等。后续将聚焦大健康, 盈利能力改善客可期。

► **盈利预测与投资建议:** 公司坚定聚焦大健康, 化妆品品牌力日益提升, 原料布局完备, 维持 23-25 年公司营收预测 43.9/52.8/63.0 亿元, 归母净利润预测 4.2/5.2/6.4 亿元。采用分部估值, 预计化妆品 23 年归母净利润 2.3 亿元, 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, 给予 33 倍 PE, 市值 21 亿元。截止 4 月 27 日, 鲁商服务市值 2.9 亿元人民币, 根据持股比例物业板块对应市值 2.1 亿元人民币。合计目标市值 131.02 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。

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 来舒楠
 执业证书编号: S0210523040002
 邮箱: lsl3916@hfzq.com.cn

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

相关报告

《鲁商发展 (600223.SH) 22 年报点评: 化妆品增长稳健, 地产剥离积极推进》2022.3.31

《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

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)	28.8	229.0	24.6	19.9	16.3
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

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,318	21,005	19,265	17,351	营业收入	12,951	4,390	5,279	6,301
应收票据及账款	351	117	143	171	营业成本	9,759	2,104	2,476	2,904
预付账款	1,524	329	387	453	税金及附加	539	176	211	252
存货	46,047	9,929	11,710	14,070	销售费用	1,313	1,317	1,768	2,048
合同资产	0	0	0	0	管理费用	350	140	185	214
其他流动资产	3,388	1,149	1,381	1,649	研发费用	134	220	290	334
流动资产合计	55,629	32,529	32,885	33,693	财务费用	353	-156	-442	-359
长期股权投资	720	720	720	720	信用减值损失	-67	0	0	0
固定资产	1,279	1,939	2,552	3,120	资产减值损失	-268	-4	-10	-4
在建工程	73	87	101	115	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	197	202	199	197	投资收益	116	20	10	20
商誉	156	156	156	156	其他收益	26	26	20	26
其他非流动资产	420	417	415	413	营业利润	311	632	811	951
非流动资产合计	2,845	3,521	4,142	4,721	营业外收入	5	6	3	6
资产合计	58,474	36,050	37,027	38,414	营业外支出	55	10	40	10
短期借款	2,270	0	0	0	利润总额	261	628	774	947
应付票据及账款	9,266	1,998	2,270	2,715	所得税	196	157	193	237
预收款项	0	0	0	0	净利润	65	471	581	710
合同负债	17,869	6,057	7,283	8,694	少数股东损益	20	47	58	71
其他应付款	16,211	16,211	16,211	16,211	归属母公司净利润	45	424	523	639
其他流动负债	4,990	4,345	4,390	4,434	EPS (按最新股本摊薄)	0.04	0.42	0.51	0.63
流动负债合计	50,606	28,612	30,155	32,054					
长期借款	2,215	1,315	415	-485	主要财务比率				
应付债券	0	0	0	0		2022A	2023E	2024E	2025E
其他非流动负债	86	86	86	86	成长能力				
非流动负债合计	2,301	1,401	501	-399	营业收入增长率	4.8%	-66.1%	20.2%	19.4%
负债合计	52,907	30,013	30,656	31,655	EBIT 增长率	-16.5%	-23.1%	-29.7%	77.3%
归属母公司所有者权益	3,717	4,140	4,416	4,733	归母公司净利润增长率	-87.4%	832.1%	23.3%	22.3%
少数股东权益	1,850	1,897	1,955	2,026	获利能力				
所有者权益合计	5,567	6,038	6,371	6,760	毛利率	24.6%	52.1%	53.1%	53.9%
负债和股东权益	58,474	36,050	37,027	38,414	净利率	0.5%	10.7%	11.0%	11.3%
					ROE	0.8%	7.0%	8.2%	9.5%
					ROIC	5.5%	5.0%	4.1%	7.1%
					偿债能力				
					资产负债率	90.5%	83.3%	82.8%	82.4%
					流动比率	1.1	1.1	1.1	1.1
					速动比率	0.2	0.8	0.7	0.6
					营运能力				
					总资产周转率	0.2	0.1	0.1	0.2
					应收账款周转天数	9	19	9	9
					存货周转天数	1,738	4,788	1,573	1,598
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.04	0.42	0.51	0.63
					每股经营现金流	0.98	20.14	-0.26	-0.28
					每股净资产	3.66	4.07	4.34	4.66
					估值比率				
					P/E	229	25	20	16
					P/B	3	3	2	2
					EV/EBITDA	58	73	87	54

数据来源: 公司报告、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