

# 资产出售快速推进，助力大健康板块

## ——鲁商发展(600223)公司事件点评

**买入|维持**
**事件：**

公司发布重大资产出售暨关联交易报告书（草案）。

**点评：**

- **资产出售快速推进，标的资产交易价格 59.07 亿元，山东城发集团拟以现金支付对价**

地产资产出售快速推进，鲁商发展及其全资子公司鲁健产业、鲁商健康计划向山东城发集团出售标的资产，本次交易标的为上市公司及其全资子公司鲁健产业、鲁商健康持有的鲁商置业 100% 股权、新城镇 100% 股权、创新发展 100% 股权、菏泽置业 100% 股权、临沂地产 100% 股权、临沂置业 51% 股权、临沂金置业 44.10% 股权、临沂发展 32% 股权，以及上市公司对上述标的公司及其下属公司的全部债权。标的资产交易价格为 590662.49 万元，山东城发集团拟以现金方式支付全部交易对价。

- **聚焦大健康，集中资源发展化妆品、医药、原料等业务**

通过本次交易，鲁商发展将有原来的生态健康产业和生物医药产业双轮驱动转变为以大健康为主的发展战略，上市公司有望回笼资金助力化妆品、医药、原料及添加剂业务，同时提升公司整体抗风险能力、盈利能力。若交易完成，公司调整后 2021 及 2022 年 1-10 月营业收入为 31.25 亿元及 27.46 亿元，归母净利润分别为 1.90 亿元及 2.07 亿元。

- **化妆品业务高质量增长，医药板块布局中医药全产业链，原料板块持续赋能**

化妆品业务方面，围绕“4+N”品牌战略持续推进，前三季度实现营业收入 14.29 亿元，同比增长 44%，其中瑷尔博士实现营业收入 7.45 亿，同比增长 53%；颐莲实现营业收入 5.40 亿元，同比增长 27%；其他化妆品品牌实现营业收入 1.44 亿元，同比增长 85%，同时公司前瞻布局胶原蛋白新产品，值得期待；医药板块，拥有施沛特、颈痛颗粒、小儿解感颗粒等多个知名品牌；原料及衍生产品、添加剂板块，布局玻尿酸+ 植物提取物+ 中药提取+，赋能医药化妆品。

- **投资建议**

公司出售地产业务聚焦大健康，化妆品业务依托于公司强劲研发实力和在原料业务深耕，持续高质量增长，我们预计 2022-2024 EPS 分别为 0.31/0.45/0.63，维持“买入”评级。

- **风险提示**

本次重组被暂停、中止或取消的风险；品牌增长不及预期的风险等

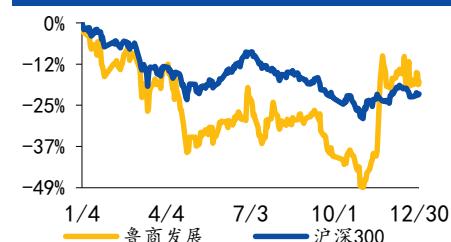
**附表：盈利预测**

| 财务数据和估值    | 2020A    | 2021A    | 2022E    | 2023E    | 2024E    |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)  | 13615.48 | 12363.27 | 12494.36 | 12940.58 | 13546.55 |
| 收入同比(%)    | 32.33    | -9.20    | 1.06     | 3.57     | 4.68     |
| 归母净利润(百万元) | 638.67   | 361.90   | 312.24   | 458.27   | 632.58   |
| 归母净利润同比(%) | 85.39    | -43.34   | -13.72   | 46.77    | 38.04    |
| ROE(%)     | 15.65    | 7.66     | 7.75     | 10.21    | 12.36    |
| 每股收益(元)    | 0.63     | 0.36     | 0.31     | 0.45     | 0.63     |
| 市盈率(P/E)   | 16.73    | 29.53    | 34.23    | 23.32    | 16.89    |

资料来源：Wind,国元证券研究所

**基本数据**

|               |            |
|---------------|------------|
| 52周最高/最低价(元): | 13.0 / 6.5 |
| A股流通股(百万股):   | 1016.57    |
| A股总股本(百万股):   | 1016.57    |
| 流通市值(百万元):    | 10765.46   |
| 总市值(百万元):     | 10765.46   |

**过去一年股价走势**


资料来源：Wind

**相关研究报告**
**报告作者**

|        |                    |
|--------|--------------------|
| 分析师    | 李典                 |
| 执业证书编号 | S0020516080001     |
| 电话     | 021-51097188-1866  |
| 邮箱     | lidian@gyzq.com.cn |

**财务预测表**

| 资产负债表          |          |          |          |          |          |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 会计年度           | 2020A    | 2021A    | 2022E    | 2023E    | 2024E    |
| <b>流动资产</b>    | 59116.79 | 58670.11 | 55422.75 | 56399.95 | 57394.65 |
| 现金             | 5073.95  | 5138.51  | 2498.87  | 2588.12  | 2709.31  |
| 应收账款           | 190.88   | 277.71   | 200.64   | 218.63   | 232.11   |
| 其他应收款          | 400.42   | 1226.23  | 764.57   | 727.41   | 751.22   |
| 预付账款           | 5142.93  | 1998.81  | 5124.69  | 4660.53  | 4404.80  |
| 存货             | 46664.87 | 48203.82 | 45601.38 | 46726.15 | 47803.04 |
| 其他流动资产         | 1643.74  | 1825.03  | 1232.59  | 1479.11  | 1494.16  |
| <b>非流动资产</b>   | 2381.80  | 2745.35  | 2688.24  | 2605.27  | 2521.06  |
| 长期投资           | 485.39   | 730.25   | 730.25   | 730.25   | 730.25   |
| 固定资产           | 954.17   | 1287.38  | 1221.73  | 1144.82  | 1062.27  |
| 无形资产           | 215.70   | 210.10   | 210.10   | 210.10   | 210.10   |
| 其他非流动资产        | 726.54   | 517.62   | 526.16   | 520.10   | 518.44   |
| <b>资产总计</b>    | 61498.58 | 61415.46 | 58110.98 | 59005.22 | 59915.71 |
| <b>流动负债</b>    | 50485.79 | 51092.74 | 48445.64 | 48821.62 | 49038.33 |
| 短期借款           | 4303.30  | 3219.10  | 887.28   | 740.67   | 610.05   |
| 应付账款           | 7499.97  | 7468.28  | 6749.29  | 6964.35  | 7058.72  |
| 其他流动负债         | 38682.53 | 40405.36 | 40809.07 | 41116.60 | 41369.57 |
| <b>非流动负债</b>   | 4495.38  | 3822.93  | 3817.07  | 3815.46  | 3815.02  |
| 长期借款           | 4427.44  | 3750.83  | 3750.83  | 3750.83  | 3750.83  |
| 其他非流动负债        | 67.94    | 72.09    | 66.24    | 64.63    | 64.19    |
| <b>负债合计</b>    | 54981.17 | 54915.67 | 52262.72 | 52637.08 | 52853.35 |
| 少数股东权益         | 2437.36  | 1772.66  | 1819.90  | 1881.51  | 1943.15  |
| 股本             | 1009.15  | 1009.15  | 1009.15  | 1009.15  | 1009.15  |
| 资本公积           | 40.68    | 616.38   | 616.38   | 616.38   | 616.38   |
| 留存收益           | 2130.21  | 2201.60  | 2402.83  | 2861.10  | 3493.68  |
| 归属母公司股东权益      | 4080.05  | 4727.13  | 4028.36  | 4486.63  | 5119.21  |
| <b>负债和股东权益</b> | 61498.58 | 61415.46 | 58110.98 | 59005.22 | 59915.71 |

| 现金流量表          |          |          |          |         |         |
|----------------|----------|----------|----------|---------|---------|
| 会计年度           | 2020A    | 2021A    | 2022E    | 2023E   | 2024E   |
| <b>经营活动现金流</b> | 4448.02  | 6848.23  | 796.87   | 614.30  | 519.90  |
| 净利润            | 638.89   | 393.80   | 359.48   | 519.87  | 694.22  |
| 折旧摊销           | 94.71    | 100.53   | 86.14    | 87.16   | 87.67   |
| 财务费用           | 67.72    | 90.87    | 469.80   | 430.02  | 415.31  |
| 投资损失           | -219.55  | -201.34  | -133.55  | -152.06 | -174.72 |
| 营运资金变动         | 3783.95  | 6136.62  | 203.60   | -268.10 | -505.20 |
| 其他经营现金流        | 82.30    | 327.75   | -188.60  | -2.60   | 2.63    |
| <b>投资活动现金流</b> | 95.23    | -451.81  | 89.78    | 149.09  | 170.35  |
| 资本支出           | 157.07   | 281.53   | 0.00     | 0.00    | 0.00    |
| 长期投资           | 15.72    | 100.49   | 58.15    | 1.73    | 3.51    |
| 其他投资现金流        | 268.01   | -69.79   | 147.93   | 150.82  | 173.86  |
| <b>筹资活动现金流</b> | -3550.83 | -6789.25 | -3526.28 | -674.14 | -569.06 |
| 短期借款           | 751.60   | -1084.20 | -2331.82 | -146.61 | -130.62 |
| 长期借款           | 647.38   | -676.61  | 0.00     | 0.00    | 0.00    |
| 普通股增加          | 8.18     | 0.00     | 0.00     | 0.00    | 0.00    |
| 资本公积增加         | -69.16   | 575.70   | 0.00     | 0.00    | 0.00    |
| 其他筹资现金流        | -4888.84 | -5604.14 | -1194.46 | -527.53 | -438.44 |
| 现金净增加额         | 990.87   | -393.24  | -2639.63 | 89.25   | 121.19  |

| 利润表             |          |          |          |          |          |
|-----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 会计年度            | 2020A    | 2021A    | 2022E    | 2023E    | 2024E    |
| <b>营业收入</b>     | 13615.48 | 12363.27 | 12494.36 | 12940.58 | 13546.55 |
| 营业成本            | 10847.10 | 9187.24  | 9060.65  | 9236.29  | 9509.40  |
| 营业税金及附加         | 747.88   | 588.31   | 673.70   | 700.88   | 740.76   |
| 营业费用            | 848.78   | 1253.40  | 1374.38  | 1423.46  | 1490.12  |
| 管理费用            | 328.21   | 379.88   | 312.36   | 323.51   | 338.66   |
| 研发费用            | 77.17    | 118.75   | 124.94   | 129.41   | 135.47   |
| 财务费用            | 67.72    | 90.87    | 469.80   | 430.02   | 415.31   |
| 资产减值损失          | -4.49    | -195.56  | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 公允价值变动收益        | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 投资净收益           | 219.55   | 201.34   | 133.55   | 152.06   | 174.72   |
| <b>营业利润</b>     | 875.40   | 677.67   | 604.39   | 835.73   | 1069.92  |
| 营业外收入           | 4.39     | 4.58     | 5.85     | 5.16     | 4.77     |
| 营业外支出           | 26.29    | 38.53    | 29.03    | 24.67    | 25.51    |
| <b>利润总额</b>     | 853.50   | 643.73   | 581.20   | 816.23   | 1049.17  |
| 所得税             | 214.61   | 249.93   | 221.72   | 296.36   | 354.95   |
| <b>净利润</b>      | 638.89   | 393.80   | 359.48   | 519.87   | 694.22   |
| 少数股东损益          | 0.22     | 31.90    | 47.24    | 61.61    | 61.64    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 638.67   | 361.90   | 312.24   | 458.27   | 632.58   |
| EBITDA          | 1037.83  | 869.07   | 1160.33  | 1352.92  | 1572.90  |
| EPS (元)         | 0.63     | 0.36     | 0.31     | 0.45     | 0.63     |

| 主要财务比率         |       |        |        |       |       |
|----------------|-------|--------|--------|-------|-------|
| 会计年度           | 2020A | 2021A  | 2022E  | 2023E | 2024E |
| <b>成长能力</b>    |       |        |        |       |       |
| 营业收入(%)        | 32.33 | -9.20  | 1.06   | 3.57  | 4.68  |
| 营业利润(%)        | 52.47 | -22.59 | -10.81 | 38.28 | 28.02 |
| 归属母公司净利润(%)    | 85.39 | -43.34 | -13.72 | 46.77 | 38.04 |
| <b>盈利能力</b>    |       |        |        |       |       |
| 毛利率(%)         | 20.33 | 25.69  | 27.48  | 28.63 | 29.80 |
| 净利率(%)         | 4.69  | 2.93   | 2.50   | 3.54  | 4.67  |
| ROE(%)         | 15.65 | 7.66   | 7.75   | 10.21 | 12.36 |
| ROIC(%)        | 2.31  | 1.49   | 2.12   | 2.55  | 3.07  |
| <b>偿债能力</b>    |       |        |        |       |       |
| 资产负债率(%)       | 89.40 | 89.42  | 89.94  | 89.21 | 88.21 |
| 净负债比率(%)       | 20.86 | 16.90  | 13.90  | 13.36 | 13.04 |
| 流动比率           | 1.17  | 1.15   | 1.14   | 1.16  | 1.17  |
| 速动比率           | 0.25  | 0.20   | 0.20   | 0.20  | 0.20  |
| <b>营运能力</b>    |       |        |        |       |       |
| 总资产周转率         | 0.23  | 0.20   | 0.21   | 0.22  | 0.23  |
| 应收账款周转率        | 64.00 | 44.85  | 44.21  | 51.71 | 50.70 |
| 应付账款周转率        | 1.64  | 1.23   | 1.27   | 1.35  | 1.36  |
| <b>每股指标(元)</b> |       |        |        |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)     | 0.63  | 0.36   | 0.31   | 0.45  | 0.63  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)  | 4.41  | 6.79   | 0.00   | 0.00  | 0.00  |
| 每股净资产(最新摊薄)    | 4.04  | 4.68   | 3.99   | 4.45  | 5.07  |
| <b>估值比率</b>    |       |        |        |       |       |
| P/E            | 16.73 | 29.53  | 34.23  | 23.32 | 16.89 |
| P/B            | 2.62  | 2.26   | 2.65   | 2.38  | 2.09  |
| EV/EBITDA      | 15.22 | 18.17  | 13.61  | 11.67 | 10.04 |

**投资评级说明：**

| (1) 公司评级定义 |                            | (2) 行业评级定义 |                             |
|------------|----------------------------|------------|-----------------------------|
| 买入         | 预计未来6个月内，股价涨幅优于上证指数20%以上   | 推荐         | 预计未来6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上  |
| 增持         | 预计未来6个月内，股价涨幅优于上证指数5-20%之间 | 中性         | 预计未来6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间 |
| 持有         | 预计未来6个月内，股价涨幅介于上证指数±5%之间   | 回避         | 预计未来6个月内，行业指数表现劣于市场指数10%以上  |
| 卖出         | 预计未来6个月内，股价涨幅劣于上证指数5%以上    |            |                             |

**分析师声明**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

**证券投资咨询业务的说明**

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

**一般性声明**

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

**免责条款**

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系。 网址：[www.gyzq.com.cn](http://www.gyzq.com.cn)

**国元证券研究所**
**合肥**

地址：安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心  
A座国元证券  
邮编：230000  
传真：(0551) 62207952

**上海**

地址：上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16  
楼国元证券  
邮编：200135  
传真：(021) 68869125  
电话：(021) 51097188