

# 鲁商发展 (600223.SH)

## 2022年核心板块业务增长稳健，坚定聚焦发展大健康美业

**买入**

### 核心观点

**2022年核心业务稳健增长。**公司2022年实现营收129.51亿元，同比+4.76%；归母净利润0.45亿元，同比-87.44%。其中公司核心业务福瑞达医药集团实现营业收入26.10亿元，同比+19.64%，归母净利润2.04亿元，同比+13.50%。净利润下滑幅度较大主要由于公司已剥离地产项目计提资产减值2.62亿元，以及部分地产项目带来的低毛利和高财务费用，但随着今年顺利剥离房地产业务，公司未来将聚焦拓展大健康美业板块的广度和深度，实现持续增长。

**化妆品增长迅速，助力“全链条+多元化”发展格局。**化妆品实现收入19.69亿元/yoy+31.68%。其中，颐莲品牌实现收入7.1亿元/yoy+10.32%；瓊尔博士收入10.58亿元/yoy+42.25%，其中线上渠道收入占比均超90%，毛利率下滑2.71pcts至60.97%，主要由于分销收入占比提升以及促销活动力度加大。**生物医药实现收入5.11亿元/yoy-5.44%**，集采政策以及物流影响导致收入出现小幅下滑，同时终端产品价格调整以及原材料和能源价格上涨带动毛利率下滑4.86pcts。**原料及添加剂实现收入2.85亿元/yoy+0.69%**，目前医药级玻尿酸已于获批美国DMF，而欧盟、韩国及国内批证有望加速落地，同时公司也在布局胶原蛋白原料，未来有望通过产品结构调整带动毛利率上行。

**盈利水平略有下滑，研发投入不断加大。**盈利能力方面，2022年公司毛利率、净利率分别为24.65%、0.50%，分别同比下滑1.04pcts、2.68pcts。费用率方面，公司销售费用率/管理费用率/研发费用率为10.14%/2.70%/1.03%，分别同比0.00pcts/-0.37pcts/0.07pcts。公司不断加大对医药化妆品业务的研发投入，2022年研发投入占比为5.17%，新增专利共75余项，不断赋能新原料和新产品。经营性现金流净额/营业收入下滑47.68pcts，主要由于健康地产业务有销售回款减少影响所致。

**投资建议：**未来随着公司持续转型发展，将继续贯彻深耕大健康产业的发展战略。化妆品中，依托“妆药同源，科技美肤”的核心优势，调整产品结构，实现“4+N”品牌矩阵下的更多突破。同时加码医药和原料产品布局，提升各业务板块市场占有率。同时公司成立10亿产业基金用于未来收并购医药业务，通过外延方式进一步加速产业布局，我们上调公司2023-2024年并新增2025归母净利润至4.08/5.67/7.17亿元（23-24年原值为3.89/5.22亿元），对应PE为26/19/15倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**疫情反复，销量增加不及预期，行业竞争加剧。

### 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	12,363	12,951	4,563	5,632	6,765
(+/-%)	-9.2%	4.8%	-64.8%	23.4%	20.1%
净利润(百万元)	362	45.46	408.36	566.64	716.91
(+/-%)	-43.3%	-87.4%	798.4%	38.8%	26.5%
每股收益(元)	0.36	0.04	0.40	0.56	0.70
EBIT Margin	6.8%	6.6%	16.5%	17.1%	17.3%
净资产收益率(ROE)	7.7%	1.2%	10.1%	12.6%	14.1%
市盈率(PE)	28.9	231.9	25.8	18.6	14.7
EV/EBITDA	70.4	65.3	22.1	18.0	15.3
市净率(PB)	2.21	2.84	2.61	2.35	2.08

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 美容护理·化妆品

**证券分析师：张峻豪**
**联系人：孙乔蓉若**

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

sunqiaorongruo@guosen.com.cn

S0980517070001

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	10.37元
总市值/流通市值	10542/10542百万元
52周最高价/最低价	12.70/6.26元
近3个月日均成交额	177.36百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《鲁商发展(600223.SH)-22年业绩受拟剥离地产业务拖累，坚定聚焦大健康美业布局》——2023-01-31

《鲁商发展(600223.SH)-拟剥离地产业务，聚焦发展大健康美业》——2022-11-21

公司 2022 年实现营收 129.51 亿元，同比+4.76%；归母净利润 0.45 亿元，同比-87.44%。净利润下滑幅度较大主要由于公司地产项目计提资产减值 2.62 亿元，以及部分地产项目带来的低毛利和高财务费用。但随着公司置出从事房地产开发业务的全部资产及负债，转型大健康产业发展，以上不利因素均得以消除。2022 年公司核心的福瑞达医药集团实现营业收入 26.10 亿元，同比+19.64%，归母净利润 2.04 亿元，同比+13.50%，表现稳健积极向好。

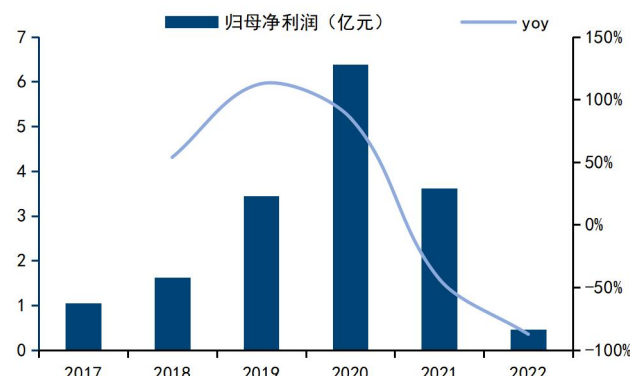
同时公司成立 10 亿产业基金用于未来收并购业务的开展。随着公司转型成功，以及机制的理顺，未来将持续拓展生物医药板块的业务广度和深度，提升业务规模和盈利水平。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



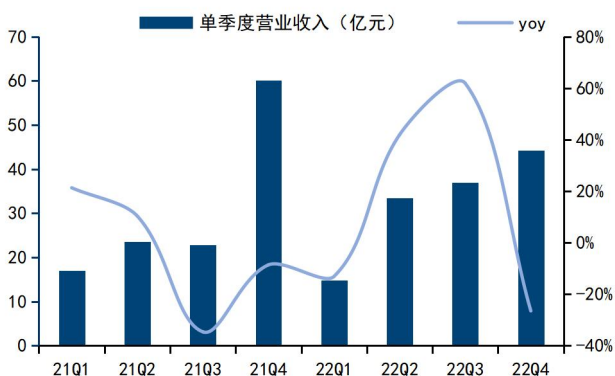
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



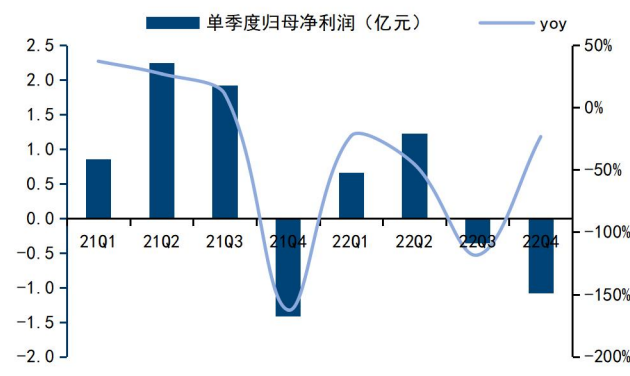
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

### 营收拆分：化妆品增长迅速，助力“全链条+多元化”发展格局

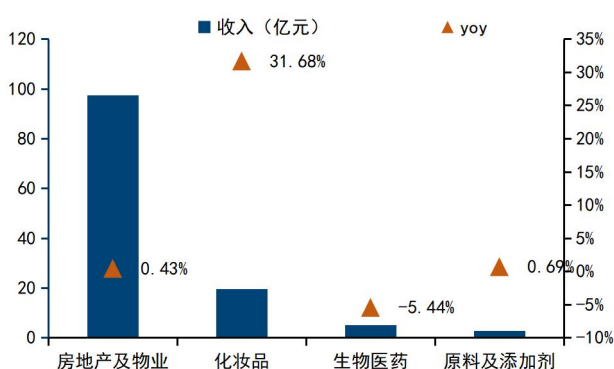
**化妆品：**实现收入 19.69 亿元/yoy+31.68%，其中，颐莲实现收入 7.1 亿元，同比+10.32%；瑗尔博士实现收入 10.58 亿元，同比+42.25%，均以线上为主要渠道，收入占比超 90%。公司依托深厚的研发基础，持续打造品牌矩阵，并不断拓宽销售渠道，增大宣传推广力度，助力化妆品业务迅速发展。同时 2022 年实现毛利率 60.97%，同比-2.71pcts，主要由于分销收入占比提升，同时促销活动力度加大，

以及爆款产品销售占比增加，拉低整体的毛利率水平。

**生物医药：**实现收入 5.11 亿元/yoy-5.44%，毛利率为 53.00%，同比-4.86pcts。集采政策以及物流影响导致收入出现小幅下滑，同时终端产品价格调整以及原材料和能源价格上涨带动毛利率下滑明显。未来公司将持续拓展医院、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，产业链韧性将进一步提升。

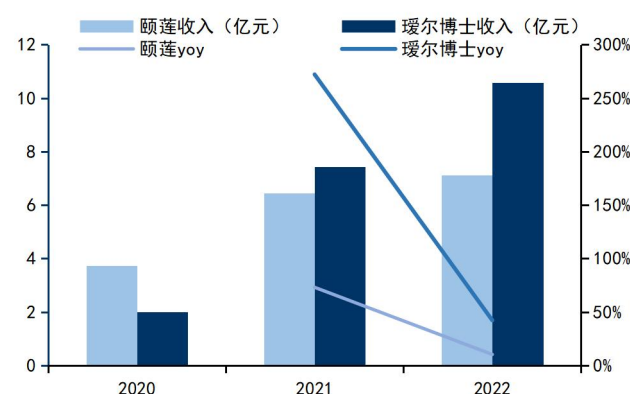
**原料及添加剂：**实现收入 2.85 亿元/yoy+0.69%，毛利率 34.07%，同比-1.11pcts，主要由于低毛利率的食品级玻尿酸占比提高，再加上成本端上行带动整体毛利率下降。但目前医药级玻尿酸已于去年 7 月在美国获批 DMF，欧盟、韩国及国内批证有望加速落地，同时布局胶原蛋白原料加强原料储备，未来有望通过产品结构调整带动毛利率上行。

图5：公司收入按品类划分



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

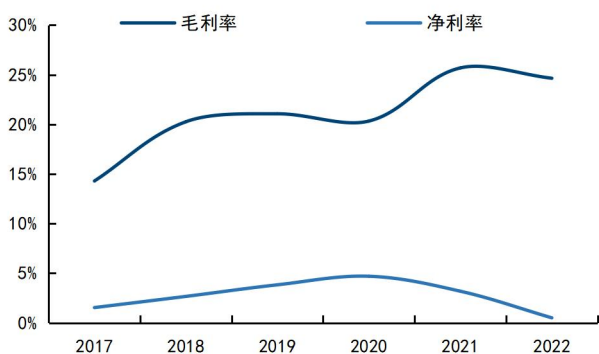
图6：瓊尔博士、頤莲品牌收入情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

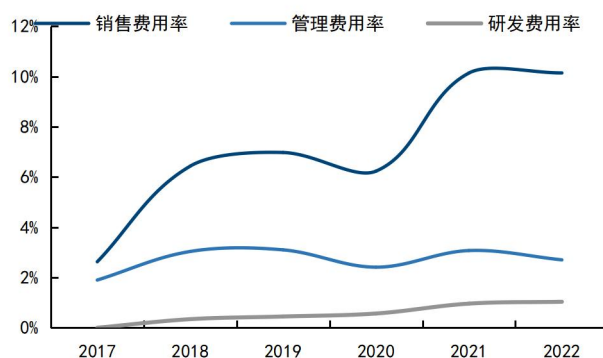
**盈利能力方面**，2022 年公司毛利率、净利率分别为 24.65%、0.50%，分别同比下滑 1.04pcts、2.68pcts。**费用率方面**，公司销售费用率/管理费用率/研发费用率为 10.14%/2.70%/1.03%，分别同比 0.00pcts/-0.37pcts/0.07pcts。公司不断加大对医药化妆品业务的研发投入，2022 年研发投入占比为 5.17%，新增专利共 75 余项，不断赋能新原料和新产品，并完成合成生物学与生物制造技术创新中心的建设和使用。

图7：公司毛利率及净利率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

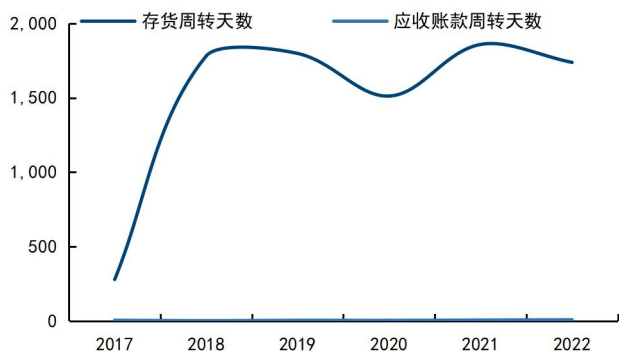
图8：公司费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

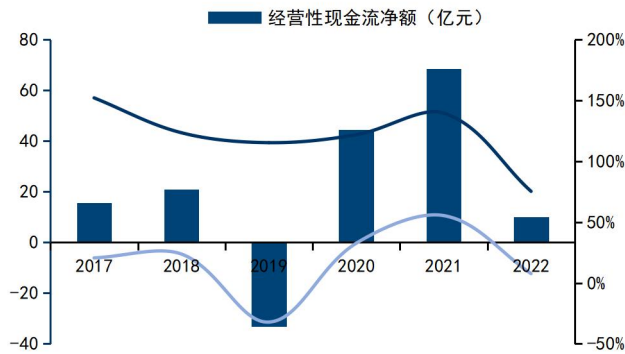
营运能力及现金流方面，公司 2022 年存货周转天数 1738 天，同比下降 120 天；应收账款周转天数 9 天，同比上升 2 天，公司存货主要为房地产项目，占到总资产的 78.34%，由于地产行业下行，因此计提减值 2.62 亿元。公司 2022 年经营性现金流净额为 9.98 亿元，经营性现金流净额/营业收入下滑 47.68pcts，主要由于健康地产业务有销售回款减少影响所致。

图9：公司存货周转天数及应收账款周转天数



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司现金流情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**投资建议：2022 年核心板块业务增长稳健，坚定聚焦发展大健康美业，维持“买入”**

未来随着公司持续转型发展，将继续贯彻深耕大健康产业的发展战略。化妆品中，依托“妆药同源，科技美肤”的核心优势，调整产品结构，实现“4+N”品牌矩阵下的更多突破。同时加码医药和原料产品布局，提升各业务板块市场占有率。同时公司成立 10 亿产业基金用于未来收并购医药业务，通过外延方式进一步加速产业布局，我们上调公司 2023-2024 年并新增 2025 归母净利润至 4.08/5.67/7.17 亿元（23-24 年原值为 3.89/5.22 亿元），对应 PE 为 26/19/15 倍，维持“买入”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (2023-03-30)	总市值 亿元	EPS			PE			ROE (21A)	PEG (22E)	投资 评级		
				21A	22E	23E	24E	21A	22E				23E	
600223.SH	鲁商发展	10.37	105	0.36	0.04	0.40	0.56	36.95	259.25	25.93	18.5	7.66	-	买入
300957.SZ	贝泰妮	127.37	540	2.04	2.48	3.03	3.85	94.39	51.36	42.04	33.08	18.15	1.35	买入
603605.SH	珀莱雅	183.37	520	2.87	2.78	3.49	4.24	72.68	65.88	52.55	43.27	20.03	2.43	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	5139	4318	10346	10328	10425	营业收入	12363	12951	4563	5632	6765
应收款项	1504	1950	250	309	371	营业成本	9187	9759	2092	2573	3090
存货净额	48204	46047	656	812	981	营业税金及附加	588	539	68	84	101
其他流动资产	3824	3314	1411	1742	2092	销售费用	1253	1313	1218	1487	1779
<b>流动资产合计</b>	<b>58670</b>	<b>55629</b>	<b>12663</b>	<b>13190</b>	<b>13869</b>	管理费用	380	350	195	235	277
固定资产	1328	1352	1538	1671	1804	研发费用	119	134	234	288	345
无形资产及其他	210	197	209	221	233	财务费用	91	353	317	314	319
投资性房地产	477	576	576	576	576	投资收益	201	116	110	110	110
长期股权投资	730	720	890	1060	1230	资产减值及公允价值变动	196	268	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>61415</b>	<b>58474</b>	<b>15876</b>	<b>16719</b>	<b>17712</b>	其他收入	(583)	(711)	(234)	(288)	(345)
短期借款及交易性金融负债	5529	5498	6500	6500	6500	营业利润	678	311	548	761	963
应付款项	8694	9266	546	677	817	营业外净收支	(34)	(50)	0	0	0
其他流动负债	36870	35842	510	628	755	<b>利润总额</b>	<b>644</b>	<b>261</b>	<b>548</b>	<b>761</b>	<b>963</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>51093</b>	<b>50606</b>	<b>7556</b>	<b>7804</b>	<b>8072</b>	所得税费用	250	196	99	137	173
长期借款及应付债券	3751	2215	2315	2415	2515	少数股东损益	32	20	41	57	72
其他长期负债	72	86	82	83	84	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>362</b>	<b>45</b>	<b>408</b>	<b>567</b>	<b>717</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>3823</b>	<b>2301</b>	<b>2397</b>	<b>2499</b>	<b>2599</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>54916</b>	<b>52907</b>	<b>9953</b>	<b>10303</b>	<b>10672</b>	净利润	362	45	408	567	717
少数股东权益	1773	1850	1879	1919	1970	资产减值准备	191	73	(42)	14	17
股东权益	4727	3717	4043	4497	5070	折旧摊销	93	116	174	195	216
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>61415</b>	<b>58474</b>	<b>15876</b>	<b>16719</b>	<b>17712</b>	公允价值变动损失	(196)	(268)	0	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	91	353	317	314	319
每股收益	0.36	0.04	0.40	0.56	0.70	营运资本变动	2829	1752	4897	(282)	(296)
每股红利	2.03	1.19	0.08	0.11	0.14	其它	(340)	(574)	71	26	33
每股净资产	4.68	3.66	3.98	4.42	4.99	<b>经营活动现金流</b>	<b>2939</b>	<b>1144</b>	<b>5508</b>	<b>519</b>	<b>688</b>
ROIC	3%	2%	6%	9%	10%	资本开支	0	(457)	(330)	(354)	(378)
ROE	8%	1%	10%	13%	14%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	26%	25%	54%	54%	54%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(245)</b>	<b>(447)</b>	<b>(500)</b>	<b>(524)</b>	<b>(548)</b>
EBIT Margin	7%	7%	17%	17%	17%	权益性融资	(0)	148	0	0	0
EBITDA Margin	8%	8%	20%	21%	21%	负债净变化	(677)	(1536)	100	100	100
收入增长	-9%	5%	-65%	23%	20%	支付股利、利息	(2047)	(1206)	(82)	(113)	(143)
净利润增长率	-43%	-87%	798%	39%	27%	其它融资现金流	2817	3818	1002	0	0
资产负债率	92%	94%	75%	73%	71%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(2630)</b>	<b>(1518)</b>	<b>1020</b>	<b>(13)</b>	<b>(43)</b>
息率	19.4%	11.4%	0.8%	1.1%	1.4%	<b>现金净变动</b>	<b>65</b>	<b>(821)</b>	<b>6028</b>	<b>(19)</b>	<b>97</b>
P/E	28.9	231.9	25.8	18.6	14.7	货币资金的期初余额	5074	5139	4318	10346	10328
P/B	2.2	2.8	2.6	2.3	2.1	货币资金的期末余额	5139	4318	10346	10328	10425
EV/EBITDA	70.4	65.3	22.1	18.0	15.3	企业自由现金流	0	1625	5360	350	504
						权益自由现金流	0	3907	6202	192	342

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032