

股票投资评级

鲁商发展 (600223)

买入|首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	10.37
总股本/流通股本(亿股)	10.17 / 10.17
总市值/流通市值(亿元)	105 / 105
52周内最高/最低价	12.43 / 6.50
资产负债率(%)	89.4%
市盈率	28.81
第一大股东	山东省商业集团有限公司
持股比例(%)	51.62%

研究所

分析师:李媛媛
SAC 登记编号:S1340523020001
Email:liyuanyuan@cnpsec.com

瑷尔博士保持高增长，聚焦大健康未来可期

● 事件

公司公布2022年年报，报告期内实现收入129.5亿元，同增4.8%，实现归母净利润0.45亿元，同降87.4%，扣非净利润0.59亿元，同比降低83.6%，EPS为0.04元；其中22Q4实现收入44.2亿元，同比降低26.5%，归母净利润亏损-1.1亿元。22Q4业绩亏损主要系公司业务改组，对部分健康地产项目计提存货减值，公司业绩符合此前业绩预告。

● 点评

化妆品业务维持高增长，原料业务维稳。分业务来看：1) 22年健康地产业务实现收入97.4亿元，同增0.43%，占比降低3.24pct至75.2%；其中房地产销售收入93.0亿元，同增0.2%，物业管理收入4.4亿元，同增6.3%。2) 22年医药业务实现收入5.1亿元，同降5.4%，占比降低0.4pct至4.0%，主要系物流及集采政策影响导致收入；3) 22年化妆品业务实现收入19.7亿元，同增31.7%，占比提高3.1pct至15.2%，继续保持高增长；4) 22年原料及衍生产品、添加剂业务实现收入2.9亿元，同增0.7%。

瑷尔博士多爆品打造拉动增长，小品牌开始放量。化妆品分品牌来看：1) 颐莲22年实现收入7.1亿元，同增10.3%，其中22H1/22H2增速分别为44%/-14%，线上销售占比92.5%，大单品玻尿酸补水喷雾领跑各平台类目排名，入选山东省第六批制造业单项冠军产品。2) 瑴尔博士22年实现收入10.6亿元，同增42.3%，其中22H1/22H2增速分别为74%/20%，线上占比93.8%，四大爆品益生菌面膜、益生菌水乳、洁颜蜜、反重力水乳销售金额大幅提升。3) 其他品牌22年实现收入2.0亿元，同增91.0%，其中22H1/22H2增速分别为67%/100%，下半年提速，小品牌逐渐放量。

化妆品业务毛利率微降，福瑞达医药集团利润稳健增长，剥离地产聚焦大健康未来可期。22年控股子公司福瑞达医药集团实现利润2.9亿元，同增29%，利润率11%，实现归母净利润2.0亿元，同增13%，业绩稳健增长，受毛利率影响归母净利率有所下降。其中化妆品业务毛利率同降2.7pct至61.0%，原料及衍生品、添加剂业务毛利率同降1.1pct至34.1%；销售费用拆分方面，22年广告宣传费用占比化妆品收入同降5.0pct至31.0%，化妆品费用控制良好。公司22年完成首批地产资产交割，剩余菏泽置业、临沂置业预计23年完成交割，未来聚焦大健康产品，成长空间大。

● 盈利预测及投资建议：

我们预计公司 23-24 年归母净利润为 3.3 亿元/4.2 亿元，对应估值为 32 倍/25 倍，公司成功打造瑷尔博士、颐莲品牌，品牌运营能力不断提升，依靠福瑞达强大研发实力，未来在“研发+运营”加持下美妆业务成长空间大，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示：

行业竞争加剧、线上流量成本不断提升影响净利率、行业需求不达预期等。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	12,951.44	4,024.53	5,031.83	6,316.12
增长率(%)	4.76	-68.93	25.03	25.52
EBITDA(百万元)	680.77	497.62	558.55	692.65
归属母公司净利润(百万元)	45.46	334.07	420.62	529.20
增长率(%)	-87.44	634.94	25.91	25.81
EPS(元/股)	0.04	0.33	0.41	0.52
市盈率(P/E)	231.92	31.56	25.06	19.92
市净率(P/B)	2.84	2.59	2.34	2.08
EV/EBITDA	20.83	15.79	13.34	10.53

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表									
营业收入	12,951.44	4,024.53	5,031.83	6,316.12	成长能力	营业收入	4.76%	-68.93%	25.03%
营业成本	9,759.17	1,797.32	2,230.20	2,776.92		营业利润	-54.13%	48.49%	25.26%
税金及附加	539.39	60.37	75.48	94.74		归属于母公司净利润	-87.44%	634.94%	25.91%
销售费用	1,313.48	1,408.59	1,851.71	2,355.91	盈利能力				25.81%
管理费用	349.98	201.23	251.59	315.81		毛利率	24.65%	55.34%	55.68%
研发费用	133.92	140.86	161.02	189.48		净利率	0.35%	8.30%	8.36%
财务费用	352.54	7.04	-50.81	-59.38		ROE	1.22%	8.21%	9.32%
资产减值损失	-268.33	0.00	0.00	0.00		ROIC	1.03%	3.70%	4.11%
营业利润	310.85	461.58	578.18	723.69	偿债能力				4.81%
营业外收入	5.62	0.00	0.00	0.00		资产负债率	90.48%	47.65%	44.73%
营业外支出	55.41	0.00	0.00	0.00		流动比率	1.10	2.69	2.91
利润总额	261.06	461.58	578.18	723.69	营运能力				2.99
所得税	195.96	115.40	144.54	180.92		应收账款周转率	41.18	18.00	51.43
净利润	65.10	346.19	433.63	542.77		存货周转率	0.27	0.17	8.12
归母净利润	45.46	334.07	420.62	529.20		总资产周转率	0.22	0.12	0.44
每股收益(元)	0.04	0.33	0.41	0.52	每股指标(元)				0.53
资产负债表									
货币资金	4,317.97	6,240.96	6,145.85	6,303.54	每股收益	0.04	0.33	0.41	0.52
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产	3.66	4.00	4.44	4.98
应收票据及应收账款	351.27	95.90	99.78	110.76	估值比率				
预付款项	1,524.01	89.87	111.51	138.85	PE	231.92	31.56	25.06	19.92
存货	46,047.01	583.36	655.63	887.10	PB	2.84	2.59	2.34	2.08
流动资产合计	55,628.75	8,321.74	8,340.23	8,771.07	现金流量表				
固定资产	1,279.31	1,415.06	1,588.56	1,752.06	净利润	65.10	346.19	433.63	542.77
在建工程	72.95	102.95	132.95	162.95	折旧和摊销	129.61	29.25	41.50	51.50
无形资产	196.50	196.50	196.50	196.50	营运资本变动	184.69	5,900.40	154.76	-211.59
非流动资产合计	2,845.06	3,010.81	3,214.31	3,407.81	其他	618.70	51.56	12.49	-10.35
资产总计	58,473.81	11,332.55	11,554.54	12,178.88	经营活动现金流净额	998.10	6,327.40	642.38	372.33
短期借款	2,270.19	1,320.19	820.19	820.19	资本开支	-160.41	-195.00	245.00	-245.00
应付票据及应付账款	9,266.35	668.81	879.94	894.21	其他	161.65	40.25	50.32	63.16
其他流动负债	39,069.59	1,109.69	1,166.92	1,214.22	投资活动现金流净额	1.24	-154.75	-194.68	-181.84
流动负债合计	50,606.14	3,098.70	2,867.06	2,928.63	股权融资	147.90	0.00	0.00	0.00
其他	2,300.78	2,300.78	2,300.78	2,300.78	债务融资	-1,677.24	-4,177.85	-500.00	0.00
非流动负债合计	2,300.78	2,300.78	2,300.78	2,300.78	其他	-88.43	-71.81	-42.81	-32.81
负债合计	52,906.92	5,399.48	5,167.83	5,229.40	筹资活动现金流净额	-1,617.76	-4,249.65	-542.81	-32.81
股本	1,016.57	1,016.57	1,016.57	1,016.57	现金及现金等价物净增加额	-608.61	1,922.99	-95.10	157.68
资本公积金	617.80	617.80	617.80	617.80					
未分配利润	1,894.34	2,198.30	2,575.83	3,045.65					
少数股东权益	1,850.19	1,862.30	1,875.31	1,888.88					
其他	188.00	238.11	301.20	380.58					
所有者权益合计	5,566.89	5,933.08	6,386.71	6,949.48					
负债和所有者权益总计	58,473.81	11,332.55	11,554.54	12,178.88					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内相对市场表现，即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

电话：18717767929
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号3楼
邮编：200000

深圳

电话：15800181922
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048