

鲁商发展 (600223.SH) 利润受地产业务拖累，未来剥离地产转型可期

2023年04月01日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2023/3/31
当前股价(元)	10.59
一年最高最低(元)	12.70/6.26
总市值(亿元)	107.65
流通市值(亿元)	107.65
总股本(亿股)	10.17
流通股本(亿股)	10.17
近3个月换手率(%)	89.56

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2022Q3 利润端承压，化妆品板块延续较快增长——公司信息更新报告》
-2022.10.28

《2022Q2 营收+41.9%，化妆品业务延续良好增长态势——公司信息更新报告》-2022.8.27

《地产业务拖累一季度业绩，化妆品业务保持高增长——公司信息更新报告》-2022.4.30

黄泽鹏（分析师）

huangzepeng@kysec.cn

证书编号：S0790519110001

杨柏炜（联系人）

yangbowei@kysec.cn

证书编号：S0790122040052

● 事件：公司 2022 年营收 129.51 亿元(+4.8%)，归母净利润 4546 万元(-87.4%)

公司发布年报：2022 年公司实现营收 129.51 亿元(+4.8%)，归母净利润 4546 万元(-87.4%)，受地产项目计提减值、毛利率下滑、利息费用化等因素综合影响较大。考虑公司剥离地产业务，我们下调 2023-2024 年并新增 2025 年盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润为 3.82(-2.27)/5.03(-3.52)/5.99 亿元，对应 EPS 为 0.38(-0.22)/0.49(-0.35)/0.59 元，当前股价对应 PE 为 28.2/21.4/18.0 倍。我们认为，公司聚焦大健康转型可期，估值合理，维持“买入”评级。

● 化妆品业务较快增长，医药、原料相对稳健，地产业务拖累业绩

化妆品：营收 19.69 亿元(+31.7%)，毛利率 61.0%(-2.7pct)，分销占比、爆品占比及促销力度提升导致毛利率下滑；其中，颐莲营收 7.1 亿元(+10.3%)增长稳健，瑷尔博士营收 10.6 亿元(+42.3%)实现较快增长并迈入“十亿美妆阵营”。

医药：营收 5.11 亿元(-5.4%)，受物流及集采政策影响下滑；毛利率 53.0%(-4.9pct)，毛利率下滑主要系终端产品价格调整及原材料、能源涨价所致。

原料：营收 2.85 亿元(+0.7%)，毛利率 34.1%(-1.1pct)，受产品结构调整影响盈利能力下滑。整体看，福瑞达医药集团(合并口径)实现营收 26.1 亿元(+19.6%)、归母净利润 2.04 亿元(+13.5%)。 **地产：**营收 97.37 亿元(+0.4%)，毛利率 14.7%(-2.6pct)，本期结算项目主要为毛利率较低的刚需或首期销售房源，此外公司对健康地产项目计提资产减值 2.61 亿元，拖累利润。

● 坚定化妆品“4+N”品牌战略，剥离地产、聚焦大健康业务转型可期

化妆品：坚定“4+N”品牌发展战略，专注科技护肤，通过原料优势构筑品牌、技术壁垒。

医药：持续拓展线上、线下渠道，扩大功能性食品布局。

原料：“商务+研发+市场”团队协作积极巩固透明质酸原料市场地位，布局胶原蛋白原料拓展能力圈。

地产：公司已完成第一批次公司股权及债权交割，第二批次交割将于 2023 年 10 月 31 日前完成，交易完成后公司将不再从事房地产开发相关业务。

● 风险提示：市场竞争加剧、公司新产品推广不及预期、核心人员流失。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	12,363	12,951	4,543	5,492	6,496
YOY(%)	-9.2	4.8	-64.9	20.9	18.3
归母净利润(百万元)	362	45	382	503	599
YOY(%)	-43.3	-87.4	740.8	31.6	19.1
毛利率(%)	25.7	24.6	50.9	51.3	51.7
净利率(%)	3.2	0.5	8.4	9.2	9.2
ROE(%)	6.1	1.2	6.4	7.9	8.7
EPS(摊薄/元)	0.36	0.04	0.38	0.49	0.59
P/E(倍)	29.7	236.8	28.2	21.4	18.0
P/B(倍)	2.8	2.9	2.6	2.4	2.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	58670	55629	30181	29552	30049	营业收入	12363	12951	4543	5492	6496
现金	5139	4318	24775	25000	23577	营业成本	9187	9759	2229	2672	3135
应收票据及应收账款	278	351	254	295	355	营业税金及附加	588	539	189	229	271
其他应收款	1226	1598	1430	767	1831	营业费用	1253	1313	1408	1648	1949
预付账款	1999	1524	1504	1242	2006	管理费用	380	350	227	275	325
存货	48204	46047	385	437	458	研发费用	119	134	91	110	130
其他流动资产	1825	1790	1832	1811	1821	财务费用	91	353	-0	-0	-0
非流动资产	2745	2845	2260	2593	2960	资产减值损失	-196	-268	-1	-1	-1
长期投资	730	720	1048	1327	1652	其他收益	28	26	40	50	55
固定资产	1287	1279	388	426	465	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	223	225	220	216	213	投资净收益	201	116	210	225	240
其他非流动资产	505	620	604	625	629	资产处置收益	-0	1	1	1	1
资产总计	61415	58474	32441	32146	33009	营业利润	678	311	618	804	952
流动负债	51093	50606	24635	24384	25164	营业外收入	5	6	6	6	6
短期借款	3219	2270	2745	2507	2626	营业外支出	39	55	36	36	36
应付票据及应付账款	8694	9266	1877	1864	2525	利润总额	644	261	588	774	921
其他流动负债	39180	39070	20013	20013	20013	所得税	250	196	206	271	322
非流动负债	3823	2301	1858	1415	972	净利润	394	65	382	503	599
长期借款	3751	2215	1772	1329	886	少数股东损益	32	20	0	0	0
其他非流动负债	72	86	86	86	86	归属母公司净利润	362	45	382	503	599
负债合计	54916	52907	26492	25799	26135	EBITDA	1033	540	510	383	539
少数股东权益	1773	1850	1850	1850	1850	EPS(元)	0.36	0.04	0.38	0.49	0.59
股本	1009	1017	1017	1017	1017						
资本公积	616	618	618	618	618	主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
留存收益	2202	2082	2374	2769	3255	成长能力					
归属母公司股东权益	4727	3717	4099	4497	5023	营业收入(%)	-9.2	4.8	-64.9	20.9	18.3
负债和股东权益	61415	58474	32441	32146	33009	营业利润(%)	-22.6	-54.1	98.9	30.0	18.4
						归属于母公司净利润(%)	-43.3	-87.4	740.8	31.6	19.1
						盈利能力					
						毛利率(%)	25.7	24.6	50.9	51.3	51.7
						净利率(%)	3.2	0.5	8.4	9.2	9.2
						ROE(%)	6.1	1.2	6.4	7.9	8.7
						ROIC(%)	7.0	1.6	-1.6	-1.0	-1.7
						偿债能力					
						资产负债率(%)	89.4	90.5	81.7	80.3	79.2
						净负债比率(%)	64.6	62.0	-332.2	-325.6	-284.7
						流动比率	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2
						速动比率	0.1	0.1	1.1	1.1	1.0
						营运能力					
						总资产周转率	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2
						应收账款周转率	52.8	41.2	15.0	20.0	20.0
						应付账款周转率	1.2	1.3	0.5	2.0	2.0
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.36	0.04	0.38	0.49	0.59
						每股经营现金流(最新摊薄)	6.74	0.98	22.15	1.20	-0.78
						每股净资产(最新摊薄)	3.76	3.66	4.03	4.42	4.94
						估值比率					
						P/E	29.7	236.8	28.2	21.4	18.0
						P/B	2.8	2.9	2.6	2.4	2.1
						EV/EBITDA	16.2	29.8	-14.0	-21.0	-12.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持 (underperform)	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现；
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡 (underperform)	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号 楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号 楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn