

医药板块大幅增长，地产业务剥离顺利进行中

2023 年 05 月 03 日

➤ **事件：** 23Q1 实现营收 12.72 亿元/yoy-14.17%，归母净利润 1.29 亿元/yoy+95.09%，主因公司地产板块首批资产交割确认投资收益影响所致，23Q1 确认投资收益 1.17 亿元。扣非归母净利润 0.15 亿元/yoy-75.99%，因地产 23Q1 结算项目主要为毛利率较低的刚需产品或首期销售房源影响所致。子公司福瑞达医药（合并口径）23Q1 实现营收 6.49 亿元/yoy+19.91%，占总营收 51.02%/+14.52pct，归母净利润 0.44 亿元/yoy+36.32%，占总归母净利润 34.11%/-14.27pct。

➤ **医药板块大幅增长，化妆品业务持续上新。分业务看，①生物医药板块：** 实现收入 6.92 亿元/yoy+17.96%。其中**医药板块**实现收入 1.43 亿元/yoy+59.21%，同比增速+84.95pct，占总营收比重 11.24%/+5.17pct；**化妆品**实现收入 4.73 亿元/yoy+12.68%，占总营收比重 37.18%/+8.91pct。其中颐莲品牌实现收入 1.71 亿元/yoy+5.56%，瓊尔博士品牌实现收入 2.43 亿元/yoy+8.00%。Q1 上新 23 个化妆品单品，颐莲补水喷雾、瓊尔博士微晶水等大单品带动提升品牌体量，颐莲膨润面霜、瓊尔博士闪充面霜等销量提升。②**原料及衍生产品、添加剂：** 实现收入 0.76 亿元/yoy-1.30%，占总营收比重 5.97%/+0.78pct，Q1 上新 2 款化妆品原料、1 款农业级发酵原料。③**房地产业务：** 实现签约金额 7.05 亿元/yoy-9.26%，实现签约面积 6.25 万平方米/yoy-20.93%，实现竣工面积 12.62 万平方米/yoy-39.15%，23Q1 无新开工。

➤ **医药和化妆品品板块毛利率小幅上升，销售费用投放增加。** 毛利率方面，整体毛利率 39.39%/-1.66pct，分业务看，医药板块毛利率 56.40%/+0.94pct，化妆品板块毛利率 62.86%/+1.3pct，原料及衍生品毛利率 30.46%/-4.17pct。费率方面，23Q1 公司销售/管理/研发费用率分别为 25.14%/4.67%/2.35%，同比+5.14/-0.40/0.84pct。

➤ **6 家房地产子公司出表，剩余 2 家将在 10 月出表。** 2023 年 3 月 3 日，公司完成第一批 6 家标的资产交割，交割后 6 家标的公司及其子公司出表。剩余 2 家标的公司将于 10 月 31 日前完成交割，交易完成后，公司不再从事房地产开发相关业务。

➤ **投资建议：** 公司聚焦于医药、化妆品、原料及添加剂等业务，实现高质量发展。随着化妆品产品及品牌矩阵的逐渐完善，以及原料业务的高端化、专业化，我们看好公司中长期的成长性。短期内，地产业务剥离后盈利能力有望提升，此外，当下已具备 260 吨医药级透明质酸产能，在资质审批通过后，有望迅速打开高毛利医药级原料市场，盈利能力进一步提升。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 2.99/3.96/4.54 亿元，同比增长 558.2%/32.5%/14.6%，对应 4 月 28 日 PE 为 37/28/25 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：** 事件进展不及预期，业务结构改变后的经营与管理风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	12951	4671	5556	6508
增长率 (%)	4.8	-63.9	18.9	17.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	45	299	396	454
增长率 (%)	-87.4	558.2	32.5	14.6
每股收益 (元)	0.04	0.29	0.39	0.45
PE	245	37	28	25
PB	3.0	2.8	2.6	2.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

10.96 元



分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 解慧新

执业证书：S0100522100001

邮箱：xiehuixin@mszq.com

研究助理 刘彦菁

执业证书：S0100122070036

邮箱：liuyanqing@mszq.com

相关研究

1.鲁商发展 (600223.SH) 2022 年年报点评：化妆品业务稳定增长，期待业务聚焦后的再升级-2023/04/01

2.鲁商发展 (600223.SH) 深度报告：转型破局，晓喻新生-2022/12/17

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	12951	4671	5556	6508
营业成本	9759	2318	2562	2913
营业税金及附加	539	195	231	271
销售费用	1313	1401	1778	2213
管理费用	350	234	278	260
研发费用	134	163	222	293
EBIT	551	345	468	539
财务费用	353	105	48	42
资产减值损失	-268	-11	-13	-14
投资收益	116	142	83	78
营业利润	311	371	490	560
营业外收支	-50	-5	-5	-5
利润总额	261	366	485	556
所得税	196	55	73	83
净利润	65	311	412	472
归属于母公司净利润	45	299	396	454
EBITDA	681	488	640	745

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	4318	4676	4681	4674
应收账款及票据	351	496	555	635
预付款项	1524	202	220	249
存货	46047	1484	1621	1805
其他流动资产	3388	1982	2233	2540
流动资产合计	55629	8841	9310	9903
长期股权投资	720	851	922	986
固定资产	1279	1284	1276	1265
无形资产	197	201	204	206
非流动资产合计	2845	2956	3039	3111
资产合计	58474	11797	12349	13014
短期借款	2270	1270	970	870
应付账款及票据	9266	772	897	1029
其他流动负债	39070	2591	3200	3783
流动负债合计	50606	4634	5067	5682
长期借款	2215	1215	1015	715
其他长期负债	86	84	83	82
非流动负债合计	2301	1299	1098	797
负债合计	52907	5933	6165	6479
股本	1017	1017	1017	1017
少数股东权益	1850	1862	1878	1896
股东权益合计	5567	5864	6184	6535
负债和股东权益合计	58474	11797	12349	13014

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	4.76	-63.93	18.94	17.13
EBIT 增长率	-3.51	-37.32	35.48	15.20
净利润增长率	-87.44	558.25	32.46	14.57
盈利能力 (%)				
毛利率	24.65	50.39	53.89	55.24
净利润率	0.35	6.41	7.13	6.98
总资产收益率 ROA	0.08	2.54	3.21	3.49
净资产收益率 ROE	1.22	7.48	9.20	9.79
偿债能力				
流动比率	1.10	1.91	1.84	1.74
速动比率	0.13	1.12	1.04	0.94
现金比率	0.09	1.01	0.92	0.82
资产负债率 (%)	90.48	50.29	49.92	49.79
经营效率				
应收账款周转天数	9.90	40.07	37.84	36.94
存货周转天数	1722.19	233.76	230.94	226.17
总资产周转率	0.22	0.13	0.46	0.51
每股指标 (元)				
每股收益	0.04	0.29	0.39	0.45
每股净资产	3.66	3.94	4.24	4.56
每股经营现金流	0.98	5.85	0.87	0.81
每股股利	0.11	0.09	0.12	0.14
估值分析				
PE	245	37	28	25
PB	3.0	2.8	2.6	2.4
EV/EBITDA	21.39	18.38	13.23	10.84
股息收益率 (%)	1.00	0.82	1.09	1.25

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	65	311	412	472
折旧和摊销	130	143	172	206
营运资金变动	185	5376	239	82
经营活动现金流	998	5946	882	823
资本开支	-160	-170	-163	-191
投资	-91	-22	-22	-22
投资活动现金流	1	-192	-184	-212
股权募资	148	0	0	0
债务募资	-1677	-5228	-500	-400
筹资活动现金流	-1618	-5396	-693	-619
现金净流量	-609	358	5	-7

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026