

鲁商发展 (600223.SH)

化妆品板块稳健增长，地产业务剥离在即

公司业绩增速阶段性承压，旗下福瑞达医药集团维持稳增。公司2023年第一季度实现营业收入12.72亿元(yoy-14.17%)，实现归母净利润1.29亿元(yoy+95.09%)，实现归母扣非净利润0.15亿元(yoy-75.99%)，非经常性损益1.14亿元主要为首批地产业务交割出表确认投资收益1.17亿元。期内毛利率同降1.66pcts至39.39%，主要系地产业务本期结算项目主要为毛利率较低的刚需产品或首期房源，销售费率同增5.14pcts至25.14%，管理费率略降0.4pcts至4.67%，研发费率同增0.84pcts至2.35%。截至期末经营性现金流0.94亿元(去年同期为-3.5亿元)，同比增幅较大主要因去年地产业务经营性支出较多。此外，公司旗下山东福瑞达医药集团(合并口径)期内实现营业收入6.49亿元(yoy+19.9%)，归母净利润0.44亿元(yoy+36.3%)，归母净利率同比提升0.9pcts至6.8%。

化妆品板块稳健同增约13%，生物医药研发实力持续彰显。2023年第一季度分板块来看，1)化妆品板块：实现营业收入4.73亿元(yoy+12.68%)，毛利率同比提升1.3pcts至62.86%。其中颐莲/瑗尔博士分别实现收入1.71亿/2.43亿元，同比+5.6%/8.0%。公司在化妆品板块持续推进“4+N”品牌发展战略，提升科研能力赋能产品矩阵，期内新上市23个化妆品单品。两大品牌中，颐莲通过喷雾大单品带动品牌体量稳增，并通过膨润面霜等逐步实现品类拓展提升客单，据魔镜统计，2023年1-3月颐莲品牌在淘系/抖音平台均价分别为94/93元，同比+12.4%/17.9%；瑗尔博士核心产品微晶水、反重力水乳等表现稳健，闪充系列中面霜接力良好，和精华共同形成系列化布局，以褐藻核心成分深耕抗衰老市场。渠道端实施精细化运营，据魔镜统计，2023年1-3月颐莲/瑗尔博士在淘系GMV分别为0.97亿/1.64亿元，同比+9.4%/5.7%，在大盘承压的情况下仍实现稳健增长；2)医药板块：实现营业收入1.43亿元(yoy+59.21%)，毛利率同比提升0.94pcts至56.40%。明仁颈痛片、小儿解感颗粒等产品多次荣获最受药店欢迎的明星单品，积极拓展线上营销渠道助力业绩提升；3)原料及衍生产品、添加剂板块：实现营业收入0.76亿元(yoy-1.3%)，毛利率同降4.17pcts至30.46%。期内上市2款新化妆品原料、1款农业级发酵原料，旗下山东福瑞达生物科技2个项目达到国际领先水平，山东焦点福瑞达生物2个项目被评价为国际先进水平。

地产业务稳步剥离聚焦大健康业务，报表质量有望持续提升。公司稳步剥离房地产业务，2023年第一季度房地产项目实现签约金额7.05亿元(yoy-9.26%)，实现签约面积6.25万平方米(yoy-20.93%)，竣工面积12.62万平方米(yoy-39.15%)，期内无新开工。公司根据重大资产出售事项安排，已于2023年3月完成第一批次6家标的资产交割，交割后6家标的公司及其子公司不再并表。剩余2家标的公司将于2023年10月31日前完成交割。随着公司地产业务陆续剥离后聚焦大健康业务，报表质量有望持续提升。

盈利预测及投资建议。公司依托自身资源整合能力，稳步向大健康业务聚焦转型，业务结构持续优化。基于一季报表现，我们维持预计2023-2025年整体营收分别45.8/55.9/67.3亿元，同比-64.6%/+22.1%/+20.3%，归母净利润分别4.2/5.3/5.9亿元，同比+814.5%/+27.3%/+10.6%，当前市值对应2023年26XPE，维持“买入”评级。

风险提示：转型发展风险，政策变动风险，行业竞争加剧和新品推广不及预期风险。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	12,363	12,951	4,581	5,594	6,728
增长率 yoy (%)	-9.2	4.76	-64.6	22.1	20.3
归母净利润(百万元)	362	45	416	529	585
增长率 yoy (%)	-43.3	-87.44	814.5	27.3	10.6
EPS 最新摊薄(元/股)	0.36	0.04	0.41	0.52	0.58
净资产收益率(%)	6.1	1.2	7.9	9.2	9.6
P/E(倍)	29.4	264.8	25.9	20.3	18.39
P/B(倍)	2.8	2.9	2.6	2.3	2.1

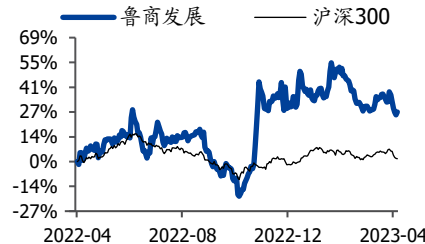
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2023年4月26日收盘价

买入(维持)

股票信息

行业	房地产开发
前次评级	买入
4月26日收盘价(元)	10.24
总市值(百万元)	10,409.66
总股本(百万股)	1,016.57
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	8.12

股价走势



作者

分析师 赵雅楠

执业证书编号: S0680521030001

邮箱: zyn@gszq.com

研究助理 萧灵

执业证书编号: S0680121060008

邮箱: xiaoling@gszq.com

相关研究

- 《鲁商发展(600223.SH): 聚焦健康美业加快推进, 化妆品业务增长稳健》2023-04-02
- 《鲁商发展(600223.SH): 化妆品品牌增长稳健, 地产业务持续去化》2022-10-29
- 《鲁商发展(600223.SH): 转型稳步推进, 科研及品牌打造驱动化妆品稳增》2022-08-27



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	58670	55629	27505	47549	29218
现金	5139	4318	25715	16039	22374
应收票据及应收账款	278	351	0	272	55
其他应收款	1226	1598	0	1220	247
预付账款	1999	1524	0	1522	308
存货	48204	46047	0	26707	4444
其他流动资产	1825	1790	1790	1790	1790
非流动资产	2745	2845	2167	2303	2422
长期投资	730	720	881	1045	1199
固定资产	1287	1279	459	473	484
无形资产	223	225	243	241	242
其他非流动资产	505	620	585	544	497
资产总计	61415	58474	29672	49853	31641
流动负债	51093	50606	24199	44334	25971
短期借款	3219	2270	2270	9831	2270
应付票据及应付账款	8694	9266	0	5089	847
其他流动负债	39180	39070	21928	29414	22854
非流动负债	3823	2301	-569	-1075	-1593
长期借款	3751	2215	-645	-1154	-1673
其他非流动负债	72	86	75	79	80
负债合计	54916	52907	23629	43259	24379
少数股东权益	1773	1850	1911	1988	2099
股本	1009	1017	1017	1017	1017
资本公积	616	618	618	618	618
留存收益	2202	2082	2485	3013	3629
归属母公司股东权益	4727	3717	4132	4606	5163
负债和股东权益	61415	58474	29672	49853	31641

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	6848	998	26005	-16998	14073
净利润	394	65	476	606	696
折旧摊销	101	124	99	103	110
财务费用	91	353	-295	-385	-430
投资损失	-201	-116	-174	-178	-168
营运资金变动	6137	185	25898	-17145	13864
其他经营现金流	328	387	0	0	0
投资活动现金流	-452	1	752	-61	-62
资本支出	282	166	-839	-27	-35
长期投资	-100	-91	-161	-164	-154
其他投资现金流	-271	76	-248	-252	-251
筹资活动现金流	-6789	-1618	-5360	-177	-115
短期借款	-1084	-949	0	0	0
长期借款	-677	-1536	-2860	-509	-518
普通股增加	0	7	0	0	0
资本公积增加	576	1	0	0	0
其他筹资现金流	-5604	858	-2500	333	403
现金净增加额	-393	-609	21397	-17236	13896

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	12363	12951	4581	5594	6728
营业成本	9187	9759	2343	2765	3226
营业税金及附加	588	539	220	256	304
营业费用	1253	1313	1388	1706	2045
管理费用	380	350	142	168	192
研发费用	119	134	160	201	235
财务费用	91	353	-295	-385	-430
资产减值损失	-196	-268	-43	-65	-97
其他收益	28	26	29	28	27
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	201	116	174	178	168
资产处置收益	0	1	0	0	0
营业利润	678	311	867	1152	1447
营业外收入	5	6	5	5	5
营业外支出	39	55	45	47	48
利润总额	644	261	827	1110	1404
所得税	250	196	351	504	708
净利润	394	65	476	606	696
少数股东损益	32	20	61	77	111
归属母公司净利润	362	45	416	529	585
EBITDA	1033	540	640	820	1066
EPS (元)	0.36	0.04	0.41	0.52	0.58

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	-9.2	4.8	-64.6	22.1	20.3
营业利润(%)	-22.6	-54.1	179.0	32.9	25.6
归属于母公司净利润(%)	-43.3	-87.4	814.5	27.3	10.6
获利能力					
毛利率(%)	25.69	24.65	48.85	50.57	52.06
净利率(%)	2.93	0.35	9.07	9.46	8.70
ROE(%)	6.1	1.2	7.9	9.2	9.6
ROIC(%)	4.1	0.9	5.0	2.8	7.6
偿债能力					
资产负债率(%)	89.4	90.5	79.6	86.8	77.0
净负债比率(%)	64.7	62.4	-390.2	-103.9	-292.8
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
速动比率	0.1	0.1	1.1	0.4	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2
应收账款周转率	52.8	41.2	41.2	41.2	41.2
应付账款周转率	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.36	0.04	0.41	0.52	0.58
每股经营现金流(最新摊薄)	6.74	0.98	25.58	-16.72	13.84
每股净资产(最新摊薄)	3.76	3.66	4.07	4.53	5.08
估值比率					
P/E	29.4	264.8	25.9	20.3	18.4
P/B	2.8	2.9	2.6	2.3	2.1
EV/EBITDA	16.2	29.8	-17.0	7.2	-7.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 4 月 26 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com