

# 鲁商发展 (600223.SH)

## 一季度实现稳健增长，生物大健康板块不断发力

买入

### 核心观点

**公司一季度增长较为稳健。**公司 2023 年 Q1 实现营收 12.72 亿元，同比-14.17%；归母净利润 1.29 亿元，同比+95.09%，其中出售房地产业务首批标的公司带来投资收益 1.17 亿元。截至 2023 年 3 月 3 日，公司已完成第一批 6 家标的资产交割，剩余 2 家标的将于 2023 年 10 月 31 日前完成交割。而聚焦于生物医药板块来看，公司共实现收入 6.92 亿元，同比增加 17.96%。

**分业务来看：**化妆品板块实现营业收入 4.73 亿元，同比+12.68%，毛利率 62.86%，同比+1.30pct。其中，瑗尔博士/颐莲分别实现收入 2.43/1.71 亿元，分别同比+8%/+5.6%。由于天猫渠道承压较大导致品牌整体增速放缓，但抖音渠道仍实现较快增长，线下基本持平。公司坚持“4+N”品牌发展战略，依托颐莲补水喷雾、瑗尔博士微晶水等大单品带动提升品牌体量，并不断进行产品更新迭代，一季度公司上市 23 个新品带动销量提升。

药品板块实现营业收入 1.43 亿元，同比+59.21%，毛利率为 56.40%，同比+0.94pct。依托明仁强劲产品力，在疫情期间实现快速增长，同时积极拓展线上营销渠道，再次助力销售业绩提升。

原料及衍生产品、添加剂方面，实现收入 0.76 亿元，毛利率 30.46%。由于赛道竞争比较激烈，同比食品级玻尿酸占比提高导致毛利率有所下滑。但公司仍积极进行产品开拓，Q1 新上市 2 款化妆品原料以及 1 款农业级发酵原料。

**整体盈利情况保持稳定。**23Q1 公司毛利率、净利率分别为 39.39%/12.11%，同比分别-1.66%/+7.63%，主要由于公司剥离房地产业务导致投资收益大幅增加。费用率方面，销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 25.14%/4.67%/2.35%，同比分别+5.14pct/-0.40pct/+0.84pct。主要系化妆品业务营销费用增加带动销售费用率提升。经营性现金流净额为 0.94 亿元，上年同期金额为-3.50 亿元，主要由于去年健康地产业务经营性支出较多。

**风险提示：**疫情反复，销量增加不及预期，行业竞争加剧。

**投资建议：**公司在剥离房地产开发业务后，将以全球领先的研发技术，聚焦以化妆品、医药、原料及衍生品为主的生物医药板块的发展。未来公司将在化妆品板块坚持“4+N”品牌发展战略，并实施精细化运营赋能品牌实现快速增长。同时公司依托强劲的产品力，不断创新药品和原料业务相关产品，提高板块的附加值。我们维持 2023-2025 年归母净利润为 4.07/5.15/6.40 亿元，对应 PE 为 27/21/17 倍，维持“买入”评级。

### 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	4,435	5,290	6,217
(+/-%)	-9.2%	4.8%	-65.8%	19.3%	17.5%
净利润(百万元)	362	45	407	515	640
(+/-%)	-43.3%	-87.4%	794.7%	26.6%	24.3%
每股收益(元)	0.36	0.04	0.40	0.51	0.63
EBIT Margin	6.8%	6.6%	12.8%	13.1%	13.4%
净资产收益率 (ROE)	7.7%	1.2%	10.1%	11.6%	12.9%
市盈率 (PE)	29.5	236.8	26.5	20.9	16.8
EV/EBITDA	70.7	65.5	19.1	16.6	14.1
市净率 (PB)	2.26	2.90	2.66	2.42	2.17

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：孙乔容若

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	10.59 元
总市值/流通市值	10765/10765 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	123.75 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) - 聚焦发展大健康美业，产研赋能打造多品牌矩阵》——2023-04-25
- 《鲁商发展 (600223.SH) - 2022 年核心板块业务增长稳健，坚定聚焦大健康美业》——2023-03-31
- 《鲁商发展 (600223.SH) - 22 年业绩受拟剥离房地产业务拖累，坚定聚焦大健康美业布局》——2023-01-31
- 《鲁商发展 (600223.SH) - 拟剥离房地产业务，聚焦发展大健康美业》——2022-11-21

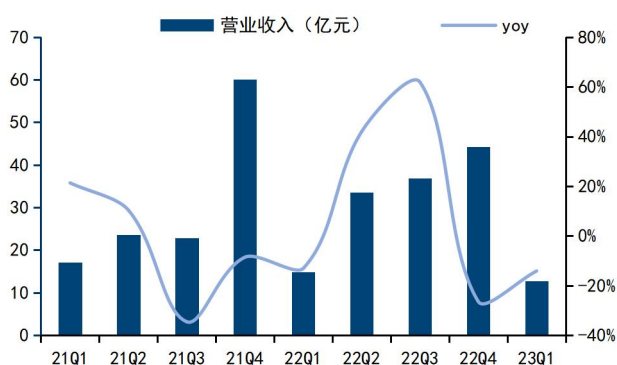
公司一季度增长较为稳健。公司 2023 年 Q1 实现营收 12.72 亿元，同比-14.17%；归母净利润 1.29 亿元，同比+95.09%；主要系房地产业务出售影响带来较大波动，其中出售重大资产中首批 6 个标的公司带来投资收益 1.17 亿元。截至 2023 年 3 月 3 日，公司已完成第一批次 6 家标的资产交割，剩余 2 家标的公司将于 2023 年 10 月 31 日前完成交割。而聚焦于生物医药板块来看，公司共实现收入 6.92 亿元，同比增加 17.96%。

分业务来看：化妆品板块实现营业收入 4.73 亿元，同比+12.68%，毛利率 62.86%，同比+1.30pct。其中，瑗尔博士/颐莲分别实现收入 2.43/1.71 亿元，分别同比+8%/+5.6%。由于天猫渠道承压较大导致品牌整体增速放缓，但抖音渠道仍实现较快增长，线下基本持平。公司坚持“4+N”品牌发展战略，依托颐莲补水喷雾、瑗尔博士微晶水等大单品带动提升品牌体量，并不断进行产品更新迭代，Q1 公司上市 23 个新品带动销量提升。

药品板块实现营业收入 1.43 亿元，同比+59.21%，毛利率为 56.40%，同比+0.94pct。依托明仁强劲产品力，在疫情期间实现快速增长，明仁颈痛片、小儿解感颗粒再次荣获“中国药店店员推荐率最高品牌”，同时积极拓展线上营销渠道，再次助力销售业绩提升。

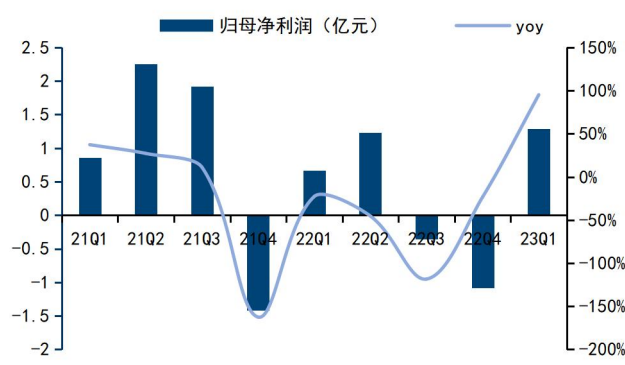
原料及衍生产品、添加剂方面，实现营业收入 0.76 亿元，毛利率 30.46%。由于原料赛道竞争比较激烈，同比食品级玻尿酸占比提高导致毛利率有所下滑。但公司仍积极进行产品开拓，Q1 新上市 2 款化妆品原料以及 1 款农业级发酵原料。

图1：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

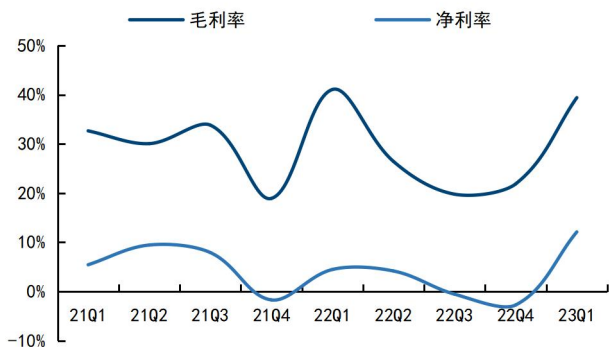
图2：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

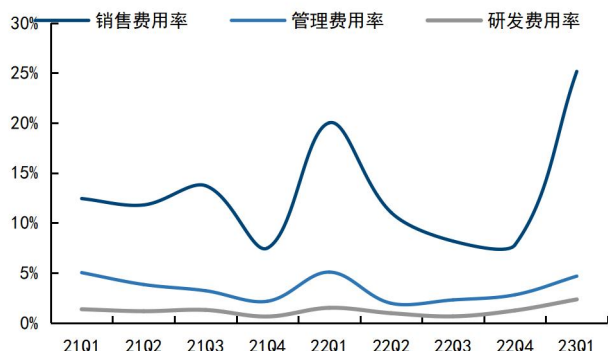
盈利能力方面，23Q1 公司毛利率、净利率分别为 39.39%/12.11%，同比分别-1.66%/+7.63%，主要由于公司剥离房地产业务导致投资收益大幅增加。费用率方面，销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 25.14%/4.67%/2.35%，同比分别+5.14pct/-0.40pct/+0.84pct。化妆品业务营销费用增加带动销售费用率提升。

图3: 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

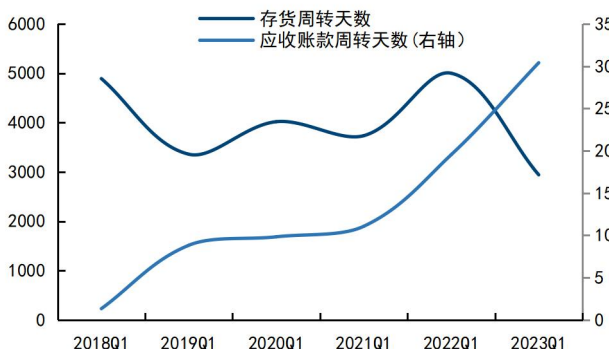
图4: 公司费用率情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

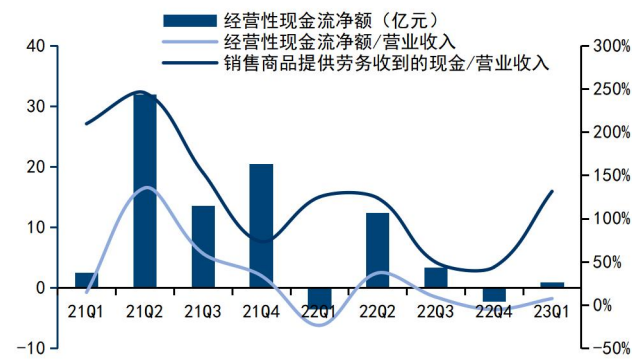
**营运能力及现金流方面**, 公司 2023Q1 存货周转天数 2942 天, 同比下降 2059 天; 应收账款周转天数 31 天, 同比上升 11 天; 公司 2023Q1 经营性现金流净额为 0.94 亿元, 上年同期金额为-3.50 亿元, 主要由于去年健康地产业务经营性支出较多。

图5: 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6: 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:** 公司在剥离房地产开发业务后, 将以全球领先的研发技术, 聚焦以化妆品、医药、原料及衍生品为主的生物医药板块的发展。未来公司化妆品板块将坚持“4+N”品牌发展战略, 并实施精细化运营赋能品牌实现快速增长。同时公司依托强劲的产品力, 不断创新药品和原料业务相关产品, 提高板块的附加值。我们维持 2023-2025 年归母净利润至 4.07/5.15/6.40 亿元, 对应 PE 为 27/21/17 倍, 维持“买入”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (2023-04-27)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (%) (22A)	PEG (23E)	投资 评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E			
600223.SH	鲁商发展	10.59	108	0.04	0.4	0.51	0.63	264.75	26.48	20.8	16.8	1.22	/	买入
300957.SZ	贝泰妮	116.00	491	2.48	3.03	3.85	4.89	46.77	38.28	30.13	23.72	18.93	1.73	买入
603605.SH	珀莱雅	165.41	469	2.88	3.66	4.55	5.53	57.37	45.17	36.35	29.92	23.19	1.67	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	3866	4118	4012	营业收入	12363	12951	4435	5290	6217
应收款项	1504	1950	243	290	341	营业成本	9187	9759	2087	2428	2809
存货净额	48204	46047	653	763	886	营业税金及附加	588	539	67	79	93
其他流动资产	3824	3314	1372	1636	1923	销售费用	1253	1313	1393	1677	1990
<b>流动资产合计</b>	<b>58670</b>	<b>55629</b>	<b>6134</b>	<b>6807</b>	<b>7161</b>	管理费用	380	350	190	224	260
固定资产	1328	1352	1538	1671	1804	研发费用	119	134	131	189	231
无形资产及其他	210	197	209	221	233	财务费用	91	353	133	112	86
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>9347</b>	<b>10336</b>	<b>11004</b>	其他收入	(583)	(711)	(131)	(189)	(231)
短期借款及交易性金融负债	5529	5498	50	400	300	营业利润	678	311	546	691	859
应付款项	8694	9266	544	636	738	营业外净收支	(34)	(50)	0	0	0
其他流动负债	36870	35842	534	632	740	<b>利润总额</b>	<b>644</b>	<b>261</b>	<b>546</b>	<b>691</b>	<b>859</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>51093</b>	<b>50606</b>	<b>1129</b>	<b>1668</b>	<b>1778</b>	所得税费用	250	196	98	124	155
长期借款及应付债券	3751	2215	2215	2215	2215	少数股东损益	32	20	41	52	65
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>407</b>	<b>515</b>	<b>640</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>3823</b>	<b>2301</b>	<b>2297</b>	<b>2299</b>	<b>2299</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>54916</b>	<b>52907</b>	<b>3426</b>	<b>3966</b>	<b>4078</b>	净利润	362	45	407	515	640
少数股东权益	1773	1850	1879	1915	1961	资产减值准备	191	73	(42)	14	17
股东权益	4727	3717	4042	4454	4966	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>9347</b>	<b>10336</b>	<b>11004</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	133	112	86
每股收益	0.36	0.04	0.40	0.51	0.63	营运资本变动	2829	1752	4968	(216)	(232)
每股红利	2.03	1.19	0.08	0.10	0.13	其它	(340)	(574)	70	23	28
每股净资产	4.68	3.66	3.97	4.38	4.88	<b>经营活动现金流</b>	<b>2939</b>	<b>1144</b>	<b>5577</b>	<b>530</b>	<b>669</b>
ROIC	3%	2%	6%	13%	13%	资本开支	0	(457)	(330)	(354)	(378)
ROE	8%	1%	10%	12%	13%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	26%	25%	53%	54%	55%	<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%	13%	13%	13%	权益性融资	(0)	148	0	0	0
EBITDA Margin	8%	8%	17%	17%	17%	负债净变化	(677)	(1536)	0	0	0
收入增长	-9%	5%	-66%	19%	18%	支付股利、利息	(2047)	(1206)	(81)	(103)	(128)
净利润增长率	-43%	-87%	795%	27%	24%	其它融资现金流	2817	3818	(5448)	350	(100)
资产负债率	92%	94%	57%	57%	55%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(2630)</b>	<b>(1518)</b>	<b>(5529)</b>	<b>247</b>	<b>(228)</b>
息率	19.0%	11.2%	0.8%	1.0%	1.2%	<b>现金净变动</b>	<b>65</b>	<b>(821)</b>	<b>(452)</b>	<b>252</b>	<b>(107)</b>
P/E	29.5	236.8	26.5	20.9	16.8	货币资金的期初余额	5074	5139	4318	3866	4118
P/B	2.3	2.9	2.7	2.4	2.2	货币资金的期末余额	5139	4318	3866	4118	4012
EV/EBITDA	70.7	65.5	19.1	16.6	14.1	企业自由现金流	0	1625	5278	192	291
						权益自由现金流	0	3907	(278)	451	121

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