



## 买入（维持）

所属行业：商业贸易  
当前价格(元)：10.59

### 证券分析师

郑澄怀

资格编号：S0120521050001

邮箱：dengch@tebon.com.cn

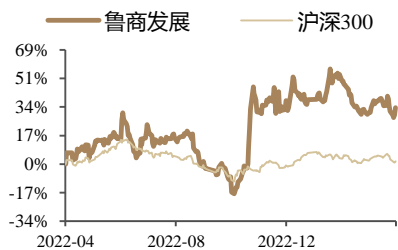
### 研究助理

易丁依

资格编号：S0120121070001

邮箱：yidy@tebon.com.cn

### 市场表现



| 沪深300对比 | 1M   | 2M     | 3M    |
|---------|------|--------|-------|
| 绝对涨幅(%) | 3.02 | -10.71 | -3.46 |
| 相对涨幅(%) | 3.62 | -9.34  | 1.15  |

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

- 《鲁商发展(600223.SH)：化妆品稳健增长，聚焦大健康产业发展》，2023.4.3
- 《鲁商发展(600223.SH)：剥离地产业务，聚焦大健康产业》，2022.11.17
- 《鲁商发展(600223.SH)：Q3业绩承压，化妆品维持高增》，2022.10.30
- 《鲁商发展(600223.SH)：22H1利润略有扰动，化妆品维持高增》，2022.8.28

### 股票数据

|              |            |
|--------------|------------|
| 总股本(百万股)：    | 1,016.57   |
| 流通A股(百万股)：   | 1,016.57   |
| 52周内股价区间(元)： | 6.50-12.43 |
| 总市值(百万元)：    | 10,765.46  |
| 总资产(百万元)：    | 12,432.49  |
| 每股净资产(元)：    | 3.78       |

资料来源：公司公告

# 鲁商发展(600223.SH)：23Q1归母净利润+95%，大健康盈利能力提升

### 投资要点

- **公司发布23年一季度报，归母净利润+95%**。营收12.71亿/-14.17%，归母净利润1.29亿/+95.09%（首批6大资产交割，确认投资收益，累计1.27亿，剩余2大资产将在23年10月底前完成交割），归母净利率10.17%/+5.69pcts；扣非归母净利润为0.15亿/-75.99%（低毛利率的健康地产业务结算扰动盈利能力）。福瑞达医药营收6.49亿/+19.91%，占营收比重达51%，归母净利润0.44亿/+36.32%，利润率为6.78%/+0.86pcts，大健康业务盈利能力提升。
- **利润端受到多因素影响，略有扰动。**（1）**收入拆分**：化妆品4.73亿/+12.68%，表现优于大盘；药品营收1.43亿/+56.40%；原料业务0.76亿/-1.30%。（2）**毛利率**：23Q1为39.39%/-1.67pcts，其中化妆品62.86/+1.3pcts，产品结构调整、高毛利率单品占比提升；药品56.40%/+0.94pcts；受玻尿酸原料价格竞争影响，原料业务毛利率下降至30.46%，地产业务结算对综合盈利能力仍有扰动。（3）**费用率**：销售费率25.14%/+5.13pcts，主因药品及化妆品业务占比提升；管理/研发/财务费率4.67%/2.35%/4.19%，同比-0.41/+0.84/+0.44pcts。
- **化妆品业务：两大品牌产品升级，子品牌高速增长。**坚持“4+N”品牌战略，化妆品业务占比提升至37.2%/+8.91pcts，其中：（1）**瓊尔博士**：营收2.43亿/+8%，23年升级益生菌面膜、推新乳液抗皱面膜，中高端系列产品占比逐渐提升，产品结构持续优化；合作许凯实现品牌放量增长；线上渠道以天猫为基本盘、发力抖音，线下渠道发力“瓊尔博士颜究院”，大单品发力线下渠道或可贡献一定利润。（2）**颐莲**：营收1.71亿/+5.6%，玻尿酸补水喷雾领跑各平台类目排名，以爆款喷雾为基础，推出舒缓喷雾及富勒烯防护喷雾，产品价格由69提升至128元，同时推新舒缓面霜及控油水，抖音渠道放量，通过成分科普、事件营销、明星营销、文化助力赋能品牌势能提升。（3）**子品牌**：合计营收0.59亿/+84%，洽润22年双十一天猫/抖音同增94%/460%；善颜开设“善颜肌肤管理中心”单品牌店，打造济南本地样板市场；伊帕尔汗拓展销售渠道，预计23年将延续亮眼表现，未来或可展现更高业绩弹性。
- **投资建议**：公司转型大健康领域，以“4+N”化妆品矩阵支撑业务持续兑现，地产剥离、轻装上阵，公司未来聚焦大健康领域发展，看好公司提质增效、精细化运营，预计23-25年归母净利润分别为4.12/5.59/7.17亿（考虑剥离地产业务），对应PE为26X/19X/15X，维持“买入”评级。
- **风险提示**：化妆品行业景气度下降风险、化妆品行业竞争加剧风险、新产品推广情况不及预期、资产重组计划具有不确定性。

### 主要财务数据及预测

|             | 2021   | 2022   | 2023E  | 2024E | 2025E |
|-------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)   | 12,363 | 12,951 | 4,084  | 5,010 | 5,975 |
| (+/-)YOY(%) | -9.2%  | 4.8%   | -68.5% | 22.7% | 19.3% |
| 净利润(百万元)    | 362    | 45     | 412    | 559   | 717   |
| (+/-)YOY(%) | -43.3% | -87.4% | 806.5% | 35.6% | 28.3% |
| 全面摊薄EPS(元)  | 0.36   | 0.04   | 0.41   | 0.55  | 0.70  |
| 毛利率(%)      | 25.7%  | 24.6%  | 55.0%  | 56.2% | 57.5% |
| 净资产收益率(%)   | 7.7%   | 1.2%   | 10.4%  | 12.9% | 14.9% |

资料来源：公司年报(2021-2022)，德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

| 主要财务指标    | 2022    | 2023E   | 2024E | 2025E |
|-----------|---------|---------|-------|-------|
| 每股指标(元)   |         |         |       |       |
| 每股收益      | 0.04    | 0.41    | 0.55  | 0.70  |
| 每股净资产     | 3.66    | 3.91    | 4.27  | 4.73  |
| 每股经营现金流   | 0.98    | 5.05    | 2.50  | 2.93  |
| 每股股利      | 0.11    | 0.15    | 0.20  | 0.25  |
| 价值评估(倍)   |         |         |       |       |
| P/E       | 264.75  | 26.13   | 19.27 | 15.02 |
| P/B       | 2.90    | 2.71    | 2.48  | 2.24  |
| P/S       | 0.83    | 2.64    | 2.15  | 1.80  |
| EV/EBITDA | 20.83   | 8.74    | 6.49  | 3.81  |
| 股息率%      | 1.0%    | 1.4%    | 1.9%  | 2.3%  |
| 盈利能力指标(%) |         |         |       |       |
| 毛利率       | 24.6%   | 55.0%   | 56.2% | 57.5% |
| 净利润率      | 0.4%    | 10.1%   | 11.2% | 12.0% |
| 净资产收益率    | 1.2%    | 10.4%   | 12.9% | 14.9% |
| 资产回报率     | 0.1%    | 2.4%    | 3.2%  | 3.9%  |
| 投资回报率     | 1.0%    | 3.9%    | 4.4%  | 5.3%  |
| 盈利增长(%)   |         |         |       |       |
| 营业收入增长率   | 4.8%    | -68.5%  | 22.7% | 19.3% |
| EBIT 增长率  | -3.5%   | 11.4%   | 16.3% | 23.1% |
| 净利润增长率    | -87.4%  | 806.5%  | 35.6% | 28.3% |
| 偿债能力指标    |         |         |       |       |
| 资产负债率     | 90.5%   | 65.6%   | 64.7% | 63.4% |
| 流动比率      | 1.1     | 1.6     | 1.6   | 1.6   |
| 速动比率      | 0.2     | 1.0     | 1.2   | 1.3   |
| 现金比率      | 0.1     | 1.0     | 1.1   | 1.3   |
| 经营效率指标    |         |         |       |       |
| 应收帐款周转天数  | 9.9     | 7.3     | 7.2   | 7.0   |
| 存货周转天数    | 1,722.2 | 1,000.0 | 650.0 | 350.0 |
| 总资产周转率    | 0.2     | 0.2     | 0.3   | 0.3   |
| 固定资产周转率   | 10.1    | 4.0     | 5.2   | 6.3   |

| 现金流量表(百万元) | 2022   | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|--------|-------|-------|-------|
| 净利润        | 45     | 412   | 559   | 717   |
| 少数股东损益     | 20     | 26    | 29    | 34    |
| 非现金支出      | 465    | 409   | 351   | 330   |
| 非经营收益      | 284    | 92    | 139   | 135   |
| 营运资金变动     | 185    | 4,197 | 1,459 | 1,763 |
| 经营活动现金流    | 998    | 5,137 | 2,538 | 2,979 |
| 资产         | -160   | -105  | -358  | -361  |
| 投资         | -91    | 646   | -29   | -29   |
| 其他         | 253    | 131   | 60    | 60    |
| 投资活动现金流    | 1      | 672   | -327  | -330  |
| 债权募资       | -1,677 | -600  | -200  | -150  |
| 股权募资       | 148    | 0     | 0     | 0     |
| 其他         | -88    | -310  | -342  | -384  |
| 融资活动现金流    | -1,618 | -910  | -542  | -534  |
| 现金净流量      | -609   | 4,899 | 1,670 | 2,115 |

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 27 日  
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

| 利润表(百万元)    | 2022   | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|--------|-------|-------|-------|
| 营业总收入       | 12,951 | 4,084 | 5,010 | 5,975 |
| 营业成本        | 9,759  | 1,838 | 2,196 | 2,541 |
| 毛利率%        | 24.6%  | 55.0% | 56.2% | 57.5% |
| 营业税金及附加     | 539    | 204   | 240   | 287   |
| 营业税金率%      | 4.2%   | 5.0%  | 4.8%  | 4.8%  |
| 营业费用        | 1,313  | 1,284 | 1,619 | 1,972 |
| 营业费用率%      | 10.1%  | 31.4% | 32.3% | 33.0% |
| 管理费用        | 350    | 123   | 153   | 187   |
| 管理费用率%      | 2.7%   | 3.0%  | 3.0%  | 3.1%  |
| 研发费用        | 134    | 41    | 55    | 72    |
| 研发费用率%      | 1.0%   | 1.0%  | 1.1%  | 1.2%  |
| EBIT        | 551    | 614   | 714   | 879   |
| 财务费用        | 353    | 106   | 27    | -2    |
| 财务费用率%      | 2.7%   | 2.6%  | 0.5%  | -0.0% |
| 资产减值损失      | -268   | -30   | -15   | -15   |
| 投资收益        | 116    | 123   | 60    | 60    |
| 营业利润        | 311    | 590   | 775   | 976   |
| 营业外收支       | -50    | -55   | -58   | -61   |
| 利润总额        | 261    | 535   | 717   | 915   |
| EBITDA      | 681    | 993   | 1,051 | 1,195 |
| 所得税         | 196    | 96    | 129   | 165   |
| 有效所得税率%     | 75.1%  | 18.0% | 18.0% | 18.0% |
| 少数股东损益      | 20     | 26    | 29    | 34    |
| 归属母公司所有者净利润 | 45     | 412   | 559   | 717   |

| 资产负债表(百万元) | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金       | 4,318  | 9,217  | 10,887 | 13,002 |
| 应收账款及应收票据  | 351    | 82     | 99     | 115    |
| 存货         | 46,047 | 5,035  | 3,911  | 2,436  |
| 其它流动资产     | 4,912  | 869    | 971    | 1,077  |
| 流动资产合计     | 55,629 | 15,202 | 15,867 | 16,629 |
| 长期股权投资     | 720    | 140    | 135    | 135    |
| 固定资产       | 1,279  | 1,010  | 964    | 943    |
| 在建工程       | 73     | 78     | 78     | 73     |
| 无形资产       | 197    | 132    | 142    | 152    |
| 非流动资产合计    | 2,845  | 1,832  | 1,809  | 1,808  |
| 资产总计       | 58,474 | 17,034 | 17,677 | 18,437 |
| 短期借款       | 2,270  | 2,270  | 2,270  | 2,270  |
| 应付票据及应付账款  | 9,266  | 1,712  | 1,865  | 2,019  |
| 预收账款       | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其它流动负债     | 39,070 | 5,496  | 5,797  | 6,054  |
| 流动负债合计     | 50,606 | 9,478  | 9,933  | 10,343 |
| 长期借款       | 2,215  | 1,615  | 1,415  | 1,265  |
| 其它长期负债     | 86     | 86     | 86     | 86     |
| 非流动负债合计    | 2,301  | 1,701  | 1,501  | 1,351  |
| 负债总计       | 52,907 | 11,179 | 11,434 | 11,694 |
| 实收资本       | 1,017  | 1,017  | 1,017  | 1,017  |
| 普通股股东权益    | 3,717  | 3,979  | 4,337  | 4,804  |
| 少数股东权益     | 1,850  | 1,876  | 1,906  | 1,940  |
| 负债和所有者权益合计 | 58,474 | 17,034 | 17,677 | 18,437 |

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

郑澄怀，德邦证券研究所商贸零售&社会服务首席分析师，伦敦政治经济学院金融学，杜伦大学计算机学双硕士，曾任安信证券商社团队高级分析师。2020年新财富商社第六名&最具潜力奖核心成员，第二届新浪金麒麟新锐分析师第一名核心成员。2021年加入德邦证券研究所。擅长消费产业趋势分析及公司和行业的深度基本面研究，核心覆盖：免税、医美、化妆品、植发、月子中心、酒店、人力资源、餐饮、茶饮、旅游、零售等多个板块。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

| 1. 投资评级的比较和评级标准：<br>以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；<br>2. 市场基准指数的比较标准：<br>A股市场以上证综指或深证成指为基准；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。 | 类别     | 评级   | 说明                             |
|--|--------|------|--------------------------------|
| 1. 投资评级的比较和评级标准：<br>以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；<br>2. 市场基准指数的比较标准：<br>A股市场以上证综指或深证成指为基准；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。 | 股票投资评级 | 买入   | 相对强于市场表现 20%以上；                |
|  |        | 增持   | 相对强于市场表现 5%~20%；               |
|  |        | 中性   | 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；            |
|  |        | 减持   | 相对弱于市场表现 5%以下。                 |
| 1. 投资评级的比较和评级标准：<br>以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；<br>2. 市场基准指数的比较标准：<br>A股市场以上证综指或深证成指为基准；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。 | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；      |
|  |        | 中性   | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间； |
|  |        | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。      |

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。