

2021年07月12日

证券研究报告·公司研究报告

鲁商发展 (600223) 房地产

持有 (首次)

当前价: 14.37 元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

地产医药双轮驱动，大健康产业稳步拓展

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 公司逐步转型健康生态产业，构建大健康产品链、大健康服务链、大健康生态链三大产业链条，多轮驱动实现高速发展；2) 生物医药业务以透明质酸为核心，全球市占率 13%，形成完整医美医药产业链，具备竞争优势；3) 地产业务稳步发展，优质土储 246.7 万平支撑未来发展，生态链+服务链促进大健康深度融合。
- **业绩总结:** 公司 2020 年实现营业收入 136.2 亿元，同比增长 32.3%，实现归母净利润 6.4 亿元，同比增长 85.4%。受益于较高的化妆品和药品的毛利率，公司整体毛利率中枢上移，由 2016 年的 14.6% 上升至 2020 年的 20.3%，归母净利率由 1.2% 上升至 2020 年的 4.7%。随着未来生物医药业务的持续发展，公司整体利润率有望得到进一步提升。
- **医美板块:** 透明质酸生产龙头，协同医药美妆产品多元发展。公司旗下子公司焦点福瑞达为全球第二大透明质酸原料生产商，年产能 420 吨，预计产能持续扩张，协同医药和美妆打造完整产业链。化妆品业务以玻尿酸护肤为核心构建完善品牌矩阵，核心品牌颐莲为玻尿酸类护肤产品开创者，产品创新叠加营销升级助力品牌长青。2020 年化妆品业务收入达 6.9 亿元，同比增长 120%。公司医药产品在多领域形成领先，旗下有从事透明质酸眼科和骨科药物的博士伦福瑞达和从事现代中药、化学药和保健食品的明仁福瑞达两个主要子公司，研发势力雄厚，品牌美誉度高。
- **地产板块:** 销售营收再创新高，生态链+服务链促进大健康深度融合。2020 年公司地产业务销售额达 176.0 亿元，同比增长 22.5%，创历史新高。截止 2020 年底公司有待开发土地 110.1 万平方米，主要分布在山东省内经济人口发达城市，土地储备充沛，为公司未来地产开发提供基础。公司以地产业务为基础打造大健康生态链和服务链，累计开发生态健康项目 40 余个，物业管理面积超过 1800 万平米。
- **盈利预测与投资建议:** 预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 6.94/8.15/9.49 亿元，增速分别为 8.69%/17.34%/16.53%，EPS 分别为 0.69/0.81/0.94 元。考虑到公司是透明质酸龙头生产商，生物医药业务快速发展，首次覆盖，给予“持有”评级。
- **风险提示:** 房地产行业政策调控风险；医药和化妆品市场需求波动风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	13615.48	16753.63	20140.86	23627.28
增长率	32.33%	2d3.05%	20.22%	17.31%
归属母公司净利润 (百万元)	638.67	694.19	814.53	949.15
增长率	85.39%	8.69%	17.34%	16.53%
每股收益 EPS (元)	0.63	0.69	0.81	0.94
净资产收益率 ROE	9.80%	12.40%	12.79%	13.39%
PE	24	22.0	18.8	16.1
PB	2.34	2.47	2.24	2.01

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
 执业证号: S1250520030002
 电话: 021-68416017
 邮箱: duxy@swsc.com.cn

联系人: 池天惠
 电话: 13003109597
 邮箱: cth@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	10.09
流通 A 股(亿股)	10.09
52 周内股价区间(元)	8.04-18.44
总市值(亿元)	145.02
总资产(亿元)	622.69
每股净资产(元)	3.22

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 健康地产+生物医药双轮驱动，公司业绩稳步提升	1
1.1 健康地产+生物医药双轮驱动，构建三大产业链条.....	1
1.2 公司业绩稳步提升，收入结构持续优化.....	3
2 透明质酸生产龙头，协同医药美妆产品多元发展	4
2.1 透明质酸产能持续扩张，协同医药和美妆打造完整产业链.....	5
2.2 品牌矩阵完善，产品叠加营销升级助力品牌长青.....	7
2.3 医药产品多领域领先，研发势力雄厚.....	10
3 销售营收再创新高，生态链+服务链促进大健康深度融合	12
3.1 销售营收再创新高，优质土储支撑未来发展.....	12
3.2 生态链+服务链双向驱动，地产与大健康深度融合.....	14
4 盈利预测与估值	15
4.1 盈利预测.....	15
4.2 相对估值.....	17
5 风险提示	17

图 目 录

图 1: 公司股权结构.....	1
图 2: 公司 3 大业务链条.....	1
图 3: 公司股权结构.....	2
图 4: 公司 2021Q1 营业收入同比上升 21.3%至 17.1 亿元.....	3
图 5: 2021Q1 公司归母净利润增长 37.3%至 0.9 亿元.....	3
图 6: 收入结构向多元化发展.....	4
图 7: 公司各项业务毛利占比.....	4
图 8: 公司毛利率中枢上移至 20%.....	4
图 9: 公司各项业务毛利率水平.....	4
图 10: 预计 2024 年透明质酸终端市场规模达 126 亿元.....	5
图 11: 预计透明质酸医疗美容终端产品占比上升.....	5
图 12: 2019 年全球透明质酸原料市场竞争格局.....	6
图 13: 天姿玉琢成为《辣妈辣么美》节目特别赞助商.....	6
图 14: 2020 年原料及添加剂收入同比增长 191%至 2.0 亿元.....	7
图 15: 2020 年原料及添加剂增长 16.7 个百分点至 46.7%.....	7
图 16: 2020 年化妆品业务同比增长 120%至 6.9 亿元.....	7
图 17: 线上销售占比提高至 82.8%.....	7
图 18: 公司美妆品牌矩阵.....	8
图 19: 颐莲天猫平台月度销售额.....	8
图 20: 善颜天猫平台月度销售额.....	8
图 21: 公司明星产品“颐莲玻尿酸补水喷雾”.....	9
图 22: 颐莲旗舰店位居美妆热销榜第三位.....	9
图 23: 颐莲首款“玻尿酸+”产品.....	9
图 24: 颐莲推出“簪花仕女图”联名礼盒.....	9
图 25: 2020 年药品收入 5.0 亿元.....	10
图 26: 2020 年药品毛利率 61.7%.....	10
图 27: 博士伦福瑞达眼科手术透明质酸产品市占率第二.....	10
图 28: 博士伦福瑞达骨科透明质酸液市占率第二.....	10
图 29: “润舒”和“润洁”滴眼液.....	11
图 30: 明仁福瑞达四大品牌.....	11
图 31: 明仁福瑞达营销网络.....	11
图 32: 2020 年房地产销售额增长 22.5%至 176.0 亿元.....	12
图 33: 2020 年房地产销售面积增长 33.3%至 167.6 万平方米.....	12
图 34: 2020 年土地储备 246.7 万平.....	13
图 35: 公司土地储备面积分布.....	13
图 36: 公司项目分布图.....	13
图 37: 2020 年房地产收入增长 31.5%至 115.2 亿元.....	14
图 38: 地产业务聚焦省内深耕.....	14
图 39: 2020 年底合同负债 185.6 亿元.....	14

图 40: 公司地产业务毛利率较为稳定	14
图 41: 公司大健康生态链	15
图 42: 公司大健康服务链	15
图 43: 2020 年物业管理收入同比增长 29%至 3.6 亿元	15
图 44: 2020 年酒店收入 0.61 亿元	15

表 目 录

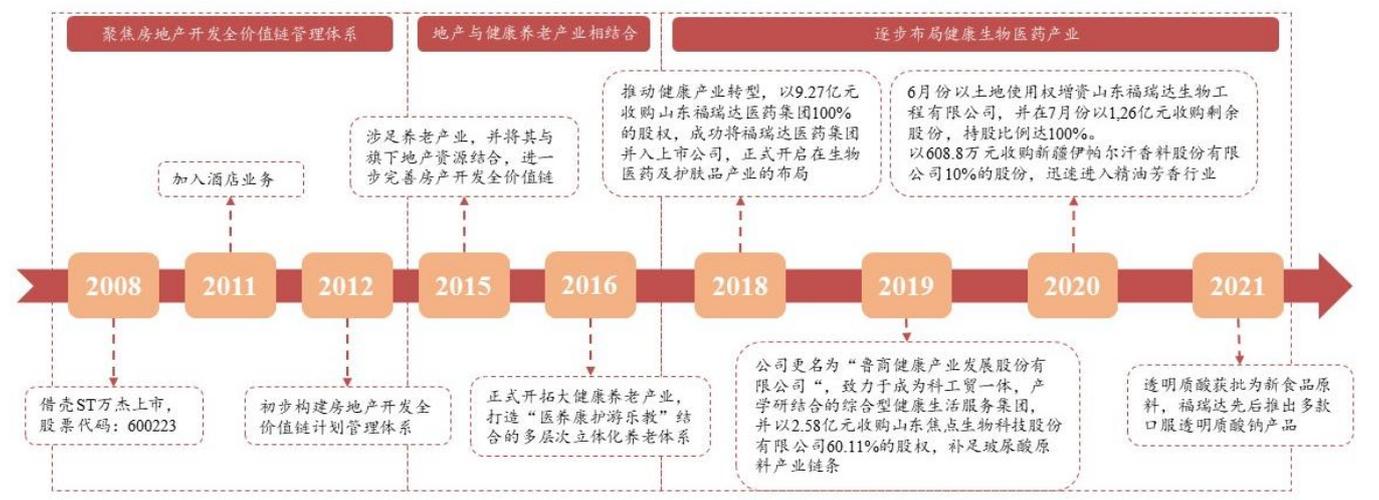
表 1: 公司核心管理人员履历	2
表 2: 福瑞达主要医药子公司	5
表 3: 焦点生物新建产能情况	6
表 4: 分业务收入及毛利率	16
表 5: 可比公司估值	17
附表: 财务预测与估值	18

1 健康地产+生物医药双轮驱动，公司业绩稳步提升

1.1 健康地产+生物医药双轮驱动，构建三大产业链条

以地产业务起家，逐步布局大健康产业。鲁商健康产业发展有限公司成立于 1993 年 4 月，成立初期为传统地产公司，主营房地产开发，经营和物业管理业务。公司自 2008 年借壳 ST 万杰上市起，并于 2012 年开始构建房地产开发全价值计划管理体系，2015 年涉足养老产业并与地产资源相结合。2018 年以受让母公司鲁商集团旗下山东福瑞达医药集团有限公司 100% 股权的方式进一步将业务拓展至生物医药领域，2019 年收购山东焦点生物 60.11% 股权，进一步完善生物制药产业链，逐步发展为以地产行业为基础，生物医药，健康管理为未来发展导向的复合型企业。

图 1：公司股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

生物医药和生态健康产业双轮驱动，构筑大健康产品链、大健康服务链、大健康生态链三大产业链条。公司实施生物医药和生态健康产业双轮驱动战略，发力健康产品研产销、健康运营服务、健康产业基础设施建设开发，构筑大健康产品链、大健康服务链、大健康生态链三大产业链条，目前已形成生物医药、生态健康、健康养老、物业服务等七大产业集群。

图 2：公司 3 大业务链条

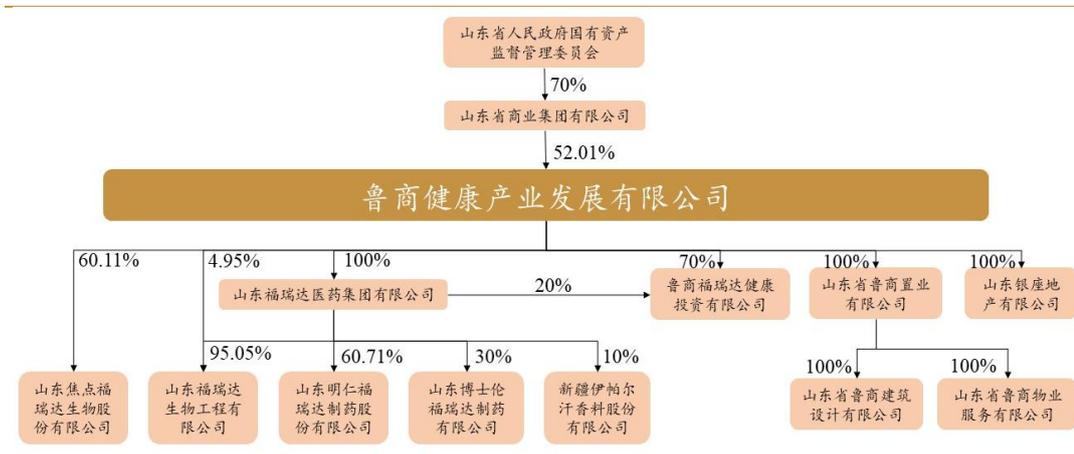


数据来源：公司公众号，西南证券整理

山东省国资委实控，股权结构稳定。公司的第一大股东为鲁商集团，持有公司 52.01% 的股权，背后实际控制人为山东省国资委，持有鲁商集团 70% 的股份。鲁商集团是经营范围包括零售、房地产、制药业，文化传媒、汽车贸易等多个领域的大型国有企业，拥有“鲁商发展”和“银座股份”两家上市公司，2020 年被评为中国前 500 强企业。健康产业作为山东省第二大产业，是近年来鲁商集团转型的重要方向，母公司的良好资源禀赋为公司发展提供了有力支持。

子公司为行业领跑者，业务涉及玻尿酸产业上下游。公司旗下子公司主要有山东福瑞达医药集团有限公司、山东焦点生物科技股份有限公司和济宁鲁商地产有限公司，其中山东福瑞达医药集团有限公司以医药和化妆品为核心业务，是透明质酸研发和应用技术的领跑者，具体从事药品、保健食品、玻尿酸高端化妆品、生物技术产品等的研发、生产与销售，山东焦点生物科技股份有限公司主要业务为透明质酸钠的生产与销售，为福瑞达医药集团的玻尿酸相关药物和化妆品提供原材料，完善公司玻尿酸产业链，为公司精耕大健康产业布局打下坚实基础。

图 3：公司股权结构



数据来源：wind，西南证券整理

公司核心管理人员经验丰富。董事长赵衍峰曾担任多家企业董事长，有着丰富的企业管理经验。总经理贾庆文毕业于山东大学制药工程硕士专业，曾参与药明康德/昭衍新药/康龙化成/美迪西等公司的药物非临床研究质量管理规范认证，对生物医药领域有专业的认识，能为公司未来发展大健康生物医药产业提供强有力的支持。

表 1：公司核心管理人员履历

姓名	职务	履历
赵衍峰	董事长	公共管理硕士研究生。历任山东省商业集团有限公司党委政策研究部部长，山东鲁商乡村振兴有限公司总经理、董事长，山东鲁商乡村发展集团有限公司董事长；现任山东省商业集团有限公司首席战略官，山东福瑞达医药集团有限公司董事长。
段东	董事	天津财经大学会计硕士，正高级会计师。现任山东省国有资产投资控股有限公司财务部部长；德州银行股份有限公司董事；山东省国有资产投资控股有限公司总裁助理；山东华特控股集团董事，兼任鲁资创业投资有限公司董事长、山东省泰富资产经营有限公司监事会主席。
贾庆文	董事，总经理	山东大学制药工程硕士。历任山东福瑞达医药集团有限公司总经理、党委副书记；现任鲁商健康产业股份有限公司董事；山东省药科学院外部理事；山东福瑞达医药集团有限公司党委书记、副董事长。

数据来源：公司公告，西南证券整理

实施股份激励，绑定公司骨干，刺激利润增长。公司于2018年实施股权激励计划，授予对象为公司董事、高级管理人员等核心骨干人员264人，共授予3003万份股票期权，约占总股本的3%，行权期限为2020年至2022年，分为三期解锁，要求以2017年公司的归母净利润和ROE为基数，2019-2021年度归母净利润增长率不低于40%/50%/70%，ROE增长率不低于25%/30%/35%，且均不低于对标企业的75分位值。2020年公司实现归母净利润6.4亿元，较2017年增长508.6%，已超额完成目标。

1.2 公司业绩稳步提升，收入结构持续优化

大健康业务推动公司业绩实现高增长。公司2020年实现营业收入136.2亿元，同比增长32.3%，2016-2020年CAGR为12.2%。2018年合并福瑞达医药集团后，高毛利医药和化妆品业务推动公司归母净利润实现翻倍增长，2020年达6.4亿元，同比增长85.4%，2016-2020年CAGR为47.4%。2021Q1公司收入利润继续延续高增长，营业收入同比上升21.3%至17.1亿元，归母净利润增长37.3%至0.9亿元。

图4：公司2021Q1营业收入同比上升21.3%至17.1亿元



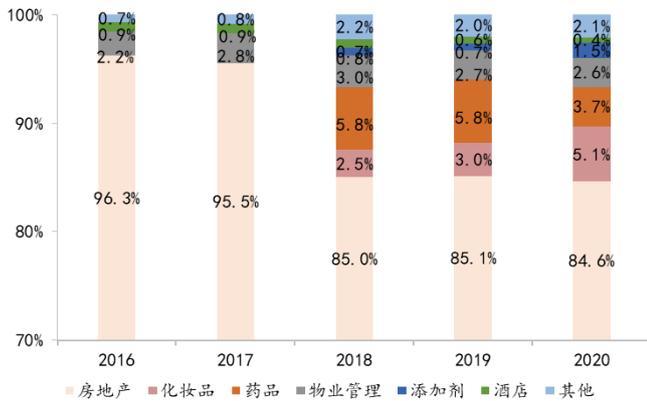
数据来源：公司公告，西南证券整理

图5：2021Q1公司归母净利润增长37.3%至0.9亿元

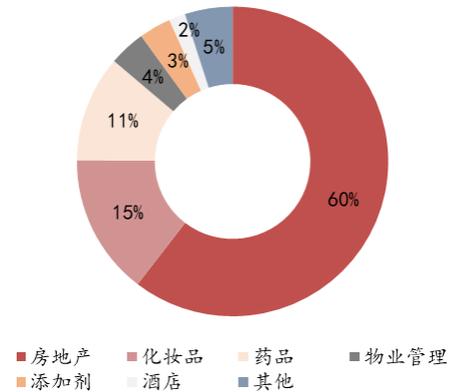


数据来源：公司公告，西南证券整理

房地产业务仍为收入压舱石，收入结构向多元化发展，化妆品和药品等高毛利业务成为重要利润来源。从收入结构来看，房地产业务占公司总营业收入比重最大，为84.6%，由于公司战略转型大健康产业，其比重逐年下降，化妆品和药品收入占比次之，二者合计占比8.8%，并呈现上涨趋势，公司收入结构向多元化发展。从毛利占比来看，除房地产业务占比60.4%外，化妆品和药品由于毛利率较高，已成为重要的利润来源，二者毛利合计占比达25.8%。

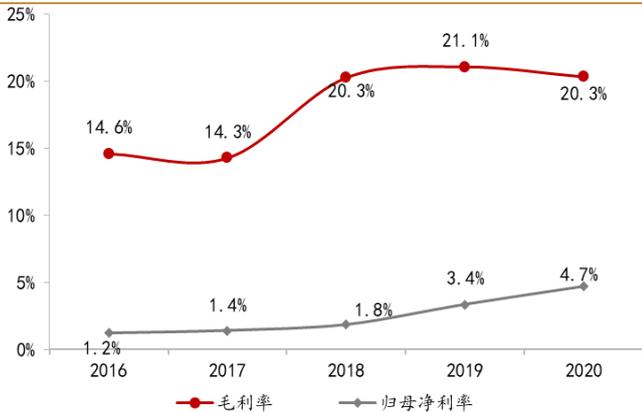
图 6：收入结构向多元化发展


数据来源：公司公告，西南证券整理

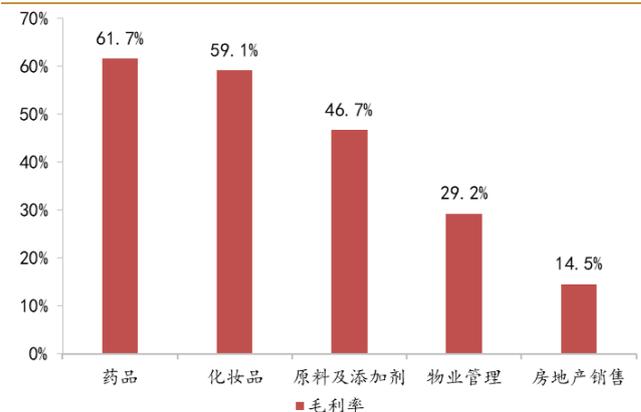
图 7：公司各项业务毛利占比


数据来源：公司公告，西南证券整理

药品及化妆品业务带动毛利率中枢上移。公司早期毛利率中枢在 14% 左右，自 2018 年布局物医药业务后，毛利率中枢显著提升至 20% 左右。横向对比来看，公司传统地产销售业务毛利水平为 14.5%，公司收购的福瑞达医药集团为玻尿酸行业领跑者，广泛布局了化妆品、药品上有原材料，公司的化妆品和药品业务毛利较高，分别为 59.14% 和 61.65%，对整体毛利率贡献较大。

图 8：公司毛利率中枢上移至 20%


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：公司各项业务毛利率水平


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 透明质酸生产龙头，协同医药美妆产品多元发展

福瑞达和焦点生物两大子公司覆盖原料、化妆品及药品三大业务板块，构建生物医药多元化产品矩阵和完整产业链。公司旗下全资子公司福瑞达医药集团是全球透明质酸研发和应用技术的领跑者，依托透明质酸先进技术，已发展成为以生物医药和健康美妆双主业、产学研相结合、科工贸一体化的健康产业集团，其控股和参股公司拥有“润舒”、“润洁”、“施沛特”、“明仁”、“颐莲”、“善颜”、“悦己”、“伊帕尔汗”等多个知名品牌，产品远销北美、欧盟、日韩、东南亚等 80 多个国家和地区。公司通过收购山东焦点生物，以透明质酸为核心产品，进一步完善生物制药产业链。

表 2：福瑞达主要医药子公司

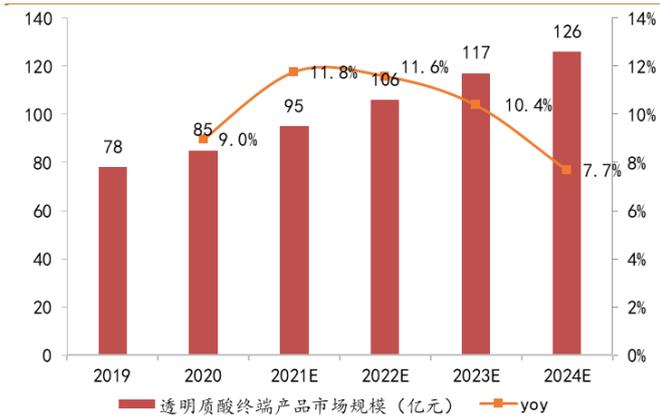
领域	公司	持股比例	细分业务	品牌
生物医药	博士伦福瑞达	30%	视力保健、眼科药品、白内障和玻璃体视网膜手术	润舒、润洁、施沛特
	明仁福瑞达	60.71%	中成药、化学药、保健食品、原药种植	明仁、维固康、力虎、小明仁
健康美妆	焦点福瑞达	60.11%	透明质酸	玻小酸、天资玉琢
	福瑞达生物科技	57.07%	食品添加剂、化妆品功效原料	——
	伊帕尔汗	10%	薰衣草精油研发, 生产和销售	伊帕尔汗
	福瑞达生物工程	100%	化妆品、护肤品、彩妆	颐莲、善颜、瓊尔博士、UMT

数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

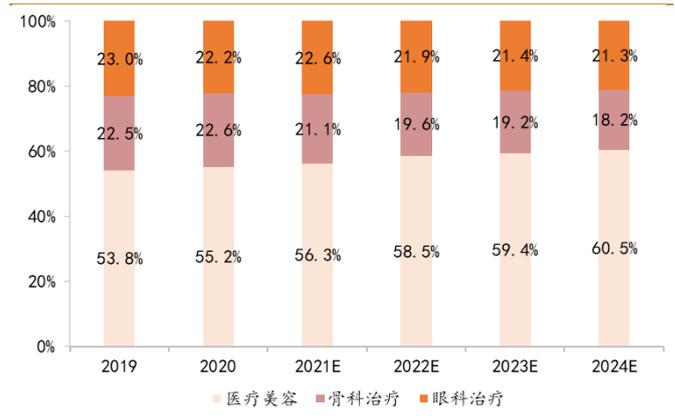
研发实力雄厚赋能医药和美妆全产业链。福瑞达医药集团源自 1983 年成立的山东省商业科学技术研究所，于 1986 年开始透明质酸的研究。目前福瑞达拥有 1 个国家企业技术中心、1 个院士工作站、1 个省级企业重点实验室、2 个工程实验室及 7 个省级企业技术中心/工程技术研究中心，与中科院、浙大、美国明尼苏达大学等国内、国际知名高校、科研院所建立起长期稳定的合作关系，先后承担国家、省部级重大科技专项 30 余项，获授权专利 142 项，获国家科技进步二等奖三项，国家科技进步三等奖一项，透明质酸研究开发水平国际领先，为公司的产品研发提供有力支持。

2.1 透明质酸产能持续扩张，协同医药和美妆打造完整产业链

透明质酸市场规模持续增长，医疗美容终端产品占比上升。随着消费者收入的提高以及消费升级的需要，尤其是女性日益增强的护肤意识，化妆品市场总额持续扩张，医美及化妆品需求增长也带动了全球透明质酸市场规模的快速增长。根据艾瑞咨询预测，预计 2024 年透明质酸终端市场规模达 126 亿元，其中医疗美容终端产品占比持续上升，预计 2024 年占比达 60.5%。

图 10：预计 2024 年透明质酸终端市场规模达 126 亿元


数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

图 11：预计透明质酸医疗美容终端产品占比上升


数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

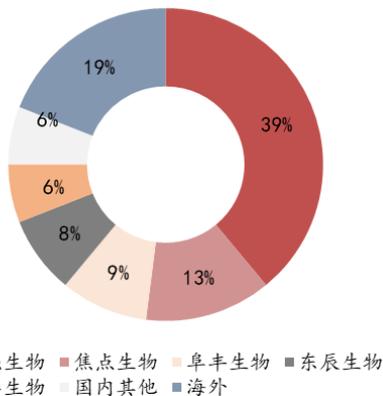
焦点福瑞达为全球第二大透明质酸原料生产商，产能持续扩张。公司旗下焦点福瑞达生物股份有限公司目前拥有食品级和化妆品级透明质酸 420 吨/年的产能，其中 2019 年前原有产能 120 吨/年，2019 年 11 月建成投产新增产能 300 吨/年。公司产品 60% 左右用于出口，外贸出口地区主要为东亚、北美、欧盟等，为全球第二大透明质酸原料生产商，占全球原料市场销量的 13%，仅次于华熙生物。目前公司产能主要为食品级和化妆品级领域，医药级资质正处于审核当中，预期未来将会扩充医药级产能。目前公司有多个透明质酸产品新建产能项目，预计未来公司产能将持续扩张。

表 3：焦点生物新建产能情况

项目名称	批准日期	投资金额	占地面积	产能
透明质酸钠医用级冷敷贴、医用级液体敷料项目	2019.10.23	3000 万元	936 平方米	1. 医用冷敷贴 1 亿贴/年 2. 次抛液体敷料 1 亿支/年 3. 医用液体敷料 2000 万支/年
年产 520 吨医药级透明质酸钠项目	2019.08.21	51000 万元	95970 平方米	1. 医药级透明质酸钠 520 吨/年
年产 200 吨透明质酸钠技改及年产 20 吨滴眼液级透明质酸钠项目	2020.01.08	2000 万元	1500 平方米	1. 透明质酸钠 200 吨/年 2. 滴眼液级透明质酸钠 20 吨/年
透明质酸钠免洗消毒凝胶和一次性使用医用口罩项目	2020.05.18	600 万元	1600 平方米	1. 透明质酸钠免洗消毒凝胶 300 吨/年 2. 灭菌型一次性使用医用口罩 3000 万个/年 3. 非灭菌型一次性使用医用口罩 2000 万个/年

数据来源：公司公告，曲阜市人民政府，西南证券整理

图 12：2019 年全球透明质酸原料市场竞争格局



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

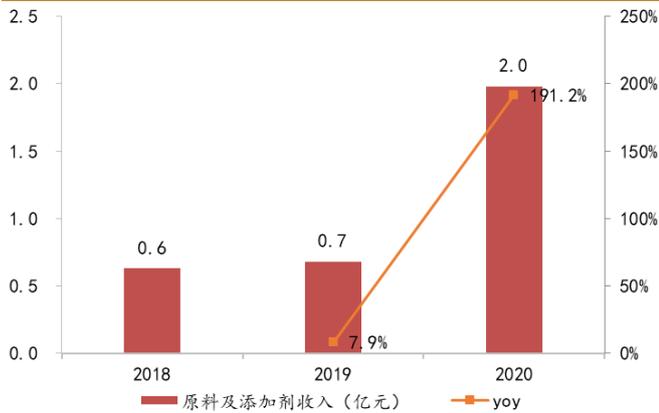
图 13：天姿玉琢成为《辣妈辣么美》节目特别赞助商



数据来源：公司公众号，西南证券整理

率先推出食品级透明质酸产品领先市场。在食品级透明质酸方面，随着 2021 年国家卫健委正式批准透明质酸钠食品级为新食品原料，福瑞达先后推出天姿玉琢、玻小酸、善颜多个系列口服透明质酸钠产品，在天猫、京东等平台销售。其中，“天姿玉琢口服透明质酸钠液态饮”是国内率先上市销售的口服玻尿酸产品，品牌入驻浙江、广东等卫视，并成为《辣妈辣么美》节目特别赞助商，有利于提升品牌知名度和影响力。

协同公司美妆和医药业务形成完整产业链。2020 年原料及添加剂销售收入 2.0 亿元，同比增长 189.7%，毛利率 46.7%，增长 16.7 个百分点，主要由于收购焦点福瑞达后增加并表收入 1.5 亿元。虽然焦点福瑞达直接贡献的营收与利润占比较小，但可与福瑞达旗下美妆和医药业务形成协同，为透明质酸原料采购提供自主生产渠道，形成完整产业链布局。

图 14：2020 年原料及添加剂收入同比增长 191%至 2.0 亿元


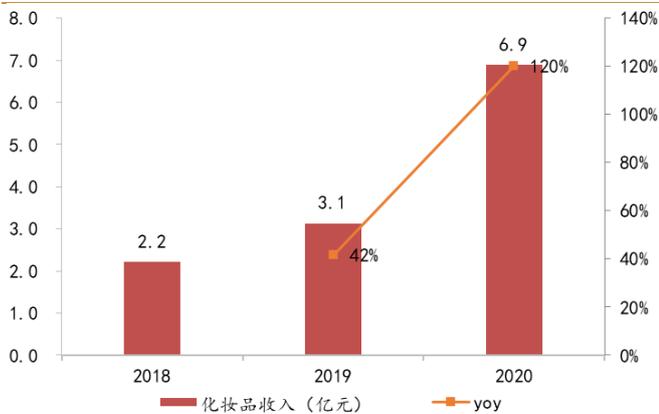
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 15：2020 年原料及添加剂增长 16.7 个百分点至 46.7%

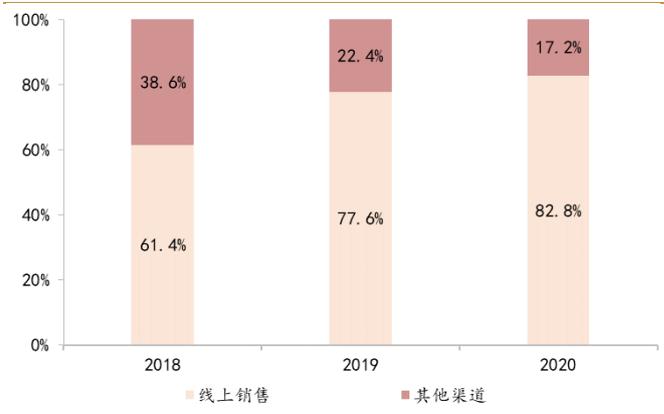

数据来源：公司公告，西南证券整理

2.2 品牌矩阵完善，产品叠加营销升级助力品牌长青

化妆品业务收入高增，线上销售贡献主要营收。2020 年公司加大了化妆品各渠道促销推广力度，实现收入 6.9 亿元，同比增长 119.8%。从销售渠道来看，线上销售贡献收入 5.7 亿元，同比增长 134.6%，占比 82.8%，其他渠道实现收入 1.2 亿元，同比增长 68.8%，占比 17.2%，线上销售占比提高。

图 16：2020 年化妆品业务同比增长 120%至 6.9 亿元


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 17：线上销售占比提高至 82.8%


数据来源：公司公告，西南证券整理

品牌矩阵完善，打造丰富产品线。公司依托国家级新药大平台，用制药的理念做化妆品，以用户需求精准品牌定位，以产品差异化战略，形成公司品牌矩阵，旗下目前拥有颐莲、瑗尔博士、善颜、心生爱目、UMT、诠润、伊帕尔汗等 11 个品牌，形成协同型的品牌集群。

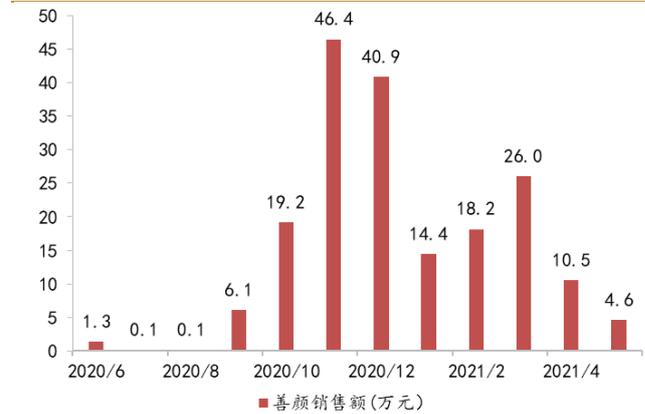
图 18：公司美妆品牌矩阵

品牌名称	颐莲	善颜	瑛尔博士	诠润	UMT
创立时间	2003年	2004年	2018年	2018年	2020年
产品定位	玻尿酸智能保湿护肤	高端精准护肤	微生态护肤	弱敏肌肤修复	奇幻色彩彩妆
代表产品	颐莲玻尿酸补水喷雾	善颜稳健肌修护精华水	瑛尔博士益生菌水乳	诠润保湿多效修复精华	UMT持妆柔焦控油粉底
产品图					

数据来源：公司公告，天猫，西南证券整理

图 19：颐莲天猫平台月度销售额


数据来源：淘数据，西南证券整理

图 20：善颜天猫平台月度销售额


数据来源：淘数据，西南证券整理

核心品牌颐莲专注玻尿酸护肤 18 年，是玻尿酸类护肤产品的开创者。颐莲是将玻尿酸应用于化妆品领域的第一个品牌，以专研玻尿酸护肤为品牌定位，于 2004 年上市，已经有 18 年的历史。旗下明星产品颐莲玻尿酸补水喷雾全网累计售出 720 万瓶，是全网销量第一的玻尿酸补水喷雾，蝉联天猫保湿爽肤水热销榜第一，在热销、回购、好评多个维度也夺得了榜首之位。2021 年 618 活动期间，颐莲在天猫渠道实现 108.4% 的同比增长，位居天猫美妆店铺热销榜第三，全网累计成交额超 8352 万元，同比增长 98.1%。

图 21：公司明星产品“颐莲玻尿酸补水喷雾”



数据来源：天猫，西南证券整理

图 22：颐莲旗舰店位居美妆热销榜第三位



数据来源：天猫，西南证券整理

产品创新叠加营销升级助力品牌长青。 1) **产品创新**：在福瑞达生物和上海 CBE 联合举办的 2021 中国玻尿酸+富勒烯行业高峰论坛上,福瑞达与福纳康正式达成战略合作,开辟“玻尿酸+”品类新赛道,并推出首个“玻尿酸+”产品—颐莲玻尿酸活颜焕亮精华液。2) **营销升级**：“颐莲”品牌从产品促销模式转向品牌文化营销,通过国风 IP 跨界合作、直播带货、短视频等方式,深挖现有的社群及直播资源,扩大销售。公司先后同天猫、抖音、小红书等签订战略合作,聚焦线上,快速拓展受众人群,联动线下,开展体验门店及专属服务,给消费者带来更多的护理体验,助力实现销售增长。

图 23：颐莲首款“玻尿酸+”产品



数据来源：天猫，西南证券整理

图 24：颐莲推出“簪花仕女图”联名礼盒



数据来源：天猫，西南证券整理

参股新疆伊帕尔汗切入香料香氛赛道。伊帕尔汗是国内首家集种植、生产、观光旅游于一体的天然芳香领域生产企业,也是全国唯一拥有“薰衣草精油”地理标志保护的企业。福瑞达医药集团联合福瑞达养老发展(公司的关联企业)向伊帕尔汗进行增资,其中福瑞达医药集团参股 10%。公司通过参股新疆伊帕尔汗切入香料香氛赛道,进一步完善健康美妆产业布局。

2.3 医药产品多领域领先，研发势力雄厚

博士伦福瑞达和明仁福瑞达两大子公司打造生物医药的全产业链集群优势。生物医药方面，公司建有生物发酵原料、药物制剂等多个工业生产基地，形成了贯穿生物医药的全产业链集群优势，旗下有从事透明质酸眼科和骨科药物的博士伦福瑞达和从事现代中药、化学药和保健食品的明仁福瑞达两个主要子公司。2020年公司医药业务实现收入5.0亿元，同比下降16.9%，毛利率61.7%，下降4.3个百分点，主要是受疫情影响，医院就诊需求受到一定冲击，门诊量下降，同时疫情期间全国各地零售药店禁售退烧药、止咳药，使得药品销售有所下降。

图 25：2020 年药品收入 5.0 亿元



数据来源：公司公告，西南证券整理

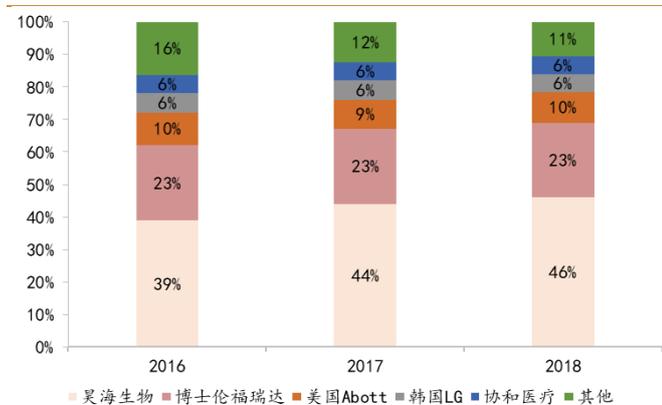
图 26：2020 年药品毛利率 61.7%



数据来源：公司公告，西南证券整理

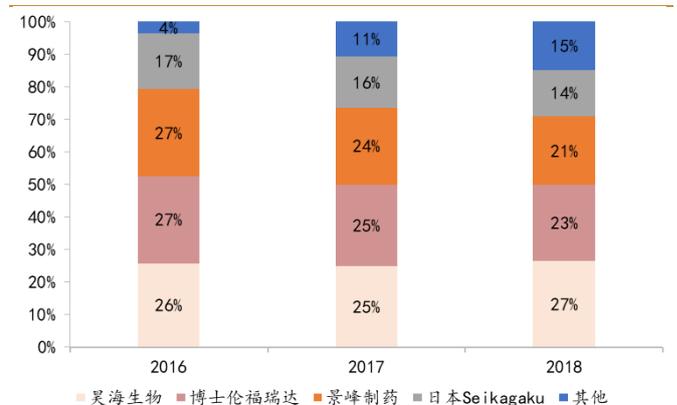
博士伦福瑞达在眼科和骨科领域处于领先地位。在眼科领域，博士伦福瑞达生产的润洁滴眼液家族主要治疗眼干、眼涩、眼痒、酸胀、红血丝等症状，在国内首次提出缓解视疲劳概念；润舒系列产品抗菌消炎，帮助治疗缓解沙眼、角膜炎、结膜炎、白内障等，是国内眼科制剂领域首个销售过亿的品种。在骨科领域，施沛特注射剂是中国骨科关节腔注射治疗 OA、RA 的领导品牌。据统计 2018 年博士伦福瑞达眼科手术透明质酸产品和骨科透明质酸液市场占有率分别为 23.0% 和 23.2%，均位居第二位。

图 27：博士伦福瑞达眼科手术透明质酸产品市占率第二



数据来源：弗若斯特沙利文，西南证券整理

图 28：博士伦福瑞达骨科透明质酸液市占率第二



数据来源：弗若斯特沙利文，西南证券整理

图 29：“润舒”和“润洁”滴眼液



数据来源：博士伦瑞达官网，西南证券整理

图 30：明仁福瑞达四大品牌



数据来源：明仁福瑞达官网，西南证券整理

明仁福瑞达产品覆盖众多领域，研发势力雄厚。公司旗下的明仁福瑞达主要从事骨科、儿科、呼吸科等疾病的中成药、化学药物及保健食品的研究开发，历经十余年的创新发展，形成了多项关键技术和成果，通过了国家新版药品 GMP 认证、保健食品 GMP 认证，现有 20 个独家产品、101 个产品文号、8 个大剂型。

1) 品牌：旗下拥有明仁、维固康、力虎和小明仁四大品牌，其主导品种颈痛系列产品是国家唯一治疗神经根型颈椎病的系列中成药，入选山东省火炬计划、被列为国家重点新产品；小儿解感颗粒用于治疗儿童风热感冒，被山东省卫健委列入新冠肺炎的儿童中医治疗（医学观察期和初期）两个阶段的推荐中成药。

2) 营销网络：明仁福瑞达已在全国各大城市设置多个办事处，形成遍布全国近百个重点城市的销售网络，并通过近 600 家经销商覆盖了 1000 多家医院，1000 多家连锁药店，7000 多家基层医疗机构，2 万多家终端门店。公司依托遍布全国的销售网络，形成突出的销售能力。

图 31：明仁福瑞达营销网络



数据来源：明仁福瑞达官网，西南证券整理

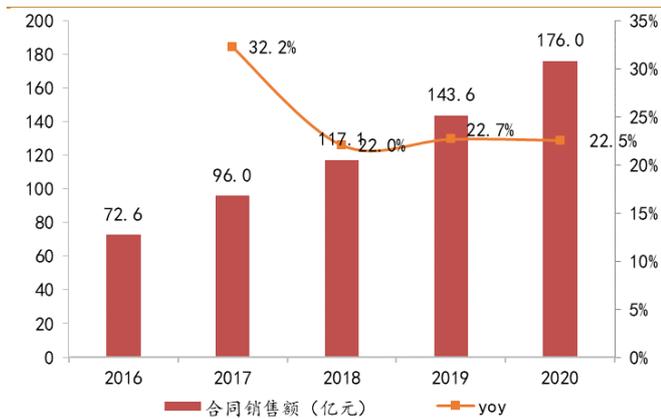
3) 研发实力: 明仁福瑞达拥有 2000 多平方米的研究实验室, 配备了国际、国内先进的检验仪器、试验设备, 总价值超过千万元。公司现建有“山东省认定企业技术中心”和“山东省骨科疼痛类药物工程研究中心”2 个省级创新平台和“济南市骨科药物工程技术研究中心”1 个市级创新平台, 并积极与山东省药学院、山东中医药大学等科研院所合作。

3 销售营收再创新高, 生态链+服务链促进大健康深度融合

3.1 销售营收再创新高, 优质土储支撑未来发展

地产业务稳定发展, 销售额再创新高。2020 年公司积极转变销售思路, 健康购房节、健康红六月、金秋拾惠季+双节放价嘉年华等营销活动成效显著, 实现销售的快速增长, 全年实现销售额 176.0 亿元, 同比增长 22.5%, 实现销售面积 167.6 万平, 同比增长 33.3%。

图 32: 2020 年房地产销售额增长 22.5%至 176.0 亿元



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

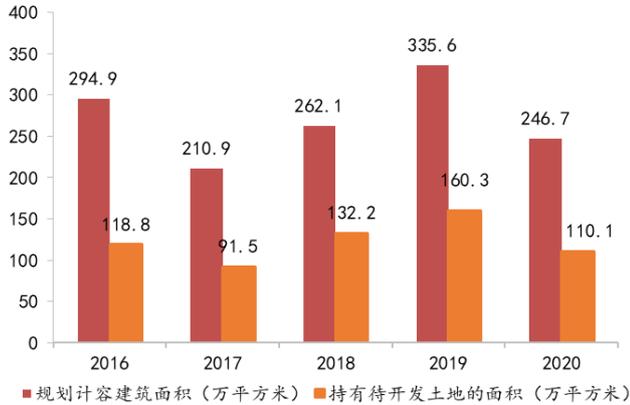
图 33: 2020 年房地产销售面积增长 33.3%至 167.6 万平方米



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

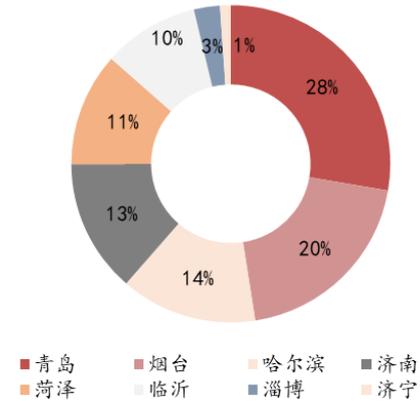
优质土地储备充沛支撑公司未来发展。2020 年公司新获取烟台三滩一号 B 地块, 临沂金悦城二期, 济南市区大涧沟和烟台蓬莱市委党校四个项目。截至 2020 年底, 公司持有待开发土地面积 (不含一级土地整理面积) 110.1 万平方米, 规划计容建筑面积达 246.7 万平方米, 主要布局省外哈尔滨省及省内青岛, 烟台, 济南等七大经济人口发达城市, 优质土储支撑公司房地产业务稳健发展。

图 34：2020 年土地储备 246.7 万平



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 35：公司土地储备面积分布



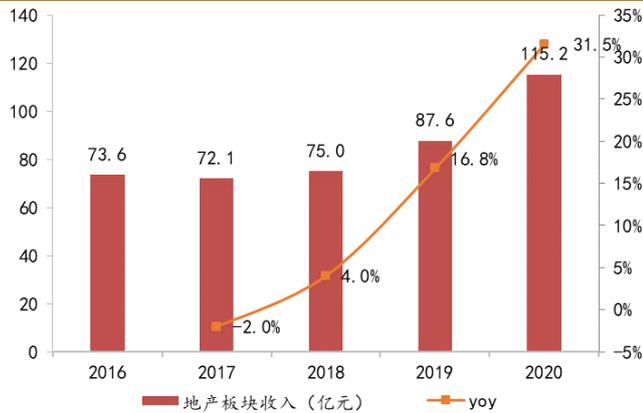
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 36：公司项目分布图

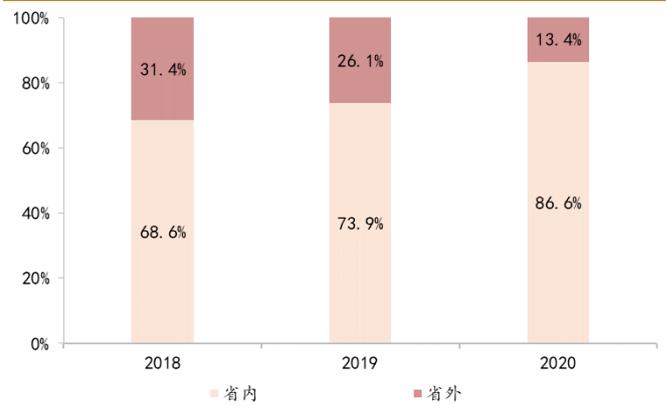


数据来源：公司公众号，西南证券整理

收入稳定增长，聚焦省内深耕。2020 年公司地产业务实现营业收入 115.2 亿元，同比增长 31.5%，2016-2020 年 CAGR 为 11.85%，增速呈现加快。从地区上看，省内营收占比提升明显，由 2018 年的 68.6% 升至 2020 年的 86.6%，主要集中于青岛，济南，烟台等人口经济发达城市，省外市场主要为哈尔滨等，占比由 2018 年的 31.4% 降至 2020 年的 13.4%。

图 37：2020 年房地产收入增长 31.5%至 115.2 亿元


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 38：地产业务聚焦省内深耕


数据来源：公司公告，西南证券整理

结算资源充足锁定未来收入，毛利率稳定支撑利润增长。截至 2020 年底，公司合同负债 185.6 亿元，可结算资源充足，为未来业绩提供保障。近年来公司房地产业务毛利率基本保持稳定，2020 年公司房地产业务毛利率为 14.5%，较 2019 年降低 1.45 个百分点，主要由于 2020 年结转刚需住宅及回迁房比例较大，改善性住宅占比较少，影响毛利率略有下降。

图 39：2020 年底合同负债 185.6 亿元


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 40：公司房地产业务毛利率较为稳定


数据来源：公司公告，西南证券整理

3.2 生态链+服务链双向驱动，地产与大健康深度融合

公司以房地产业务为基础打造大健康生态链和服务链。

1) 大健康生态链：公司围绕大健康生态链，着力健康产业基础设施建设开发，累计开发生态健康项目 40 余个，形成了健康住宅、健康商业综合体、大型购物中心、高端写字楼、星级酒店等产品系列。公司积极探索城市更新业务蓝海，并广泛开展项目代建、招商运营、设计服务、园林绿化等业务，进一步延伸了生态健康开发链条，为公司持续健康发展提供更多支撑。

2) 健康管理服务链：发展生态商业运营、健康物业服务，不断增强健康运营服务能力。公司深耕绿色产业运营，完成“五智”系列产业园区策划，重新包装落地了鲁商·数字产业港园区项目。物业管理的经营规模不断扩大，在管面积已超过 1800 万平米，上榜 2020 物

业服务企业综合实力 500 强。公司打造更加完备的健康管理能力，拥有完善的健康生态城、高端养老机构、和谐社区养老和社区健康驿站体系，是山东省十强产业领军企业（储备库），2020 年鲁商福瑞达国际颐养中心入选全国首批老龄健康医养结合远程协同服务试点机构，荣获首届“影响济南”医养健康“最具影响力”品牌。

图 41：公司大健康生态链



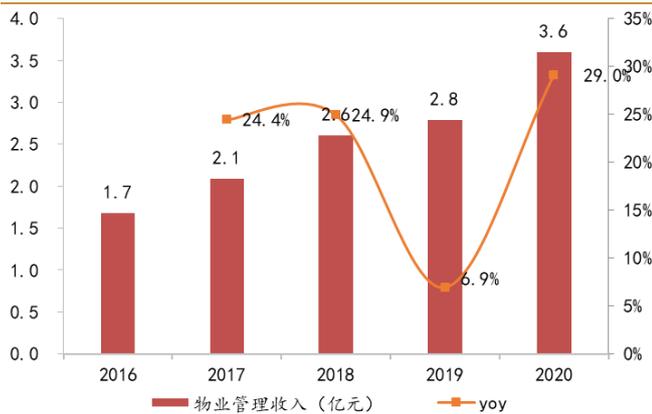
数据来源：公司官网，西南证券整理

图 42：公司大健康服务链



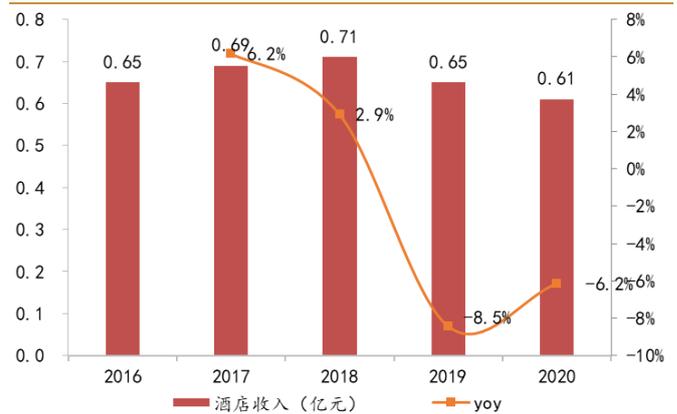
数据来源：公司官网，西南证券整理

图 43：2020 年物业管理收入同比增长 29%至 3.6 亿元



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 44：2020 年酒店收入 0.61 亿元



数据来源：公司公告，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

假设 1: 地产板块地产销售业务 2021 年到 2023 年收入增速分别为 20.0%/18.0%/15.0%，毛利率分别为 14.0%/13.5%/13.0%；物业管理业务 2021 年到 2023 年收入增速分别为 20.0%/18.0%/16.0%，毛利率分别为 27.0%/25.0%/25.0%；酒店业务 2021 年到 2023 年收入增速分别为 5.0%/3.0%/3.0%，毛利率分别为 75.0%/70.0%/65.0%。

假设 2: 医美板块药品业务 2021 年到 2023 年销售额增速分别为 15.0%/10.0%/10.0%，毛利率分别为 60.0%/60.0%/60.0%；化妆品业务 2021 年到 2023 年销售额增速分别为

80.0%/50.0%/40.0%，毛利率分别为 59.0%/59.0%/59.0%；原料及添加剂业务 2021 年到 2023 年销售额增速分别为 60.0%/40.0%/30.0%，毛利率分别为 45.0%/45.0%/45.0%。

假设 3：公司其他业务 2021 年到 2023 年收入增速为 5%，毛利率为 45%。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 4：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
合计	营业收入	13615.5	16753.6	20140.9	23628.6
	增速	32.3%	23.0%	20.2%	17.3%
	营业成本	10847.1	13299.8	15947.4	18635.7
	毛利率	20.3%	20.6%	20.8%	21.1%
地产销售	营业收入	11521.6	13825.9	16314.5	18761.7
	增速	31.5%	20.0%	18.0%	15.0%
	营业成本	9848.5	11890.3	14112.1	16322.7
	毛利率	14.5%	14.0%	13.5%	13.0%
物业管理	营业收入	360.3	432.3	510.2	591.8
	增速	29.0%	20.0%	18.0%	16.0%
	营业成本	255.0	315.6	382.6	443.8
	毛利率	29.2%	27.0%	25.0%	25.0%
酒店	营业收入	60.7	63.7	65.7	68.9
	增速	-6.6%	5.0%	3.0%	3.0%
	营业成本	14.1	15.9	19.7	24.1
	毛利率	76.8%	75.0%	70.0%	65.0%
药品	收入	497.5	572.1	629.4	692.3
	增速	-17.0%	15.0%	10.0%	10.0%
	成本	190.8	228.9	251.7	276.9
	毛利率	61.6%	60.0%	60.0%	60.0%
化妆品	收入	688.9	1240.0	1859.9	2603.9
	增速	119.8%	80.0%	50.0%	40.0%
	成本	281.5	508.4	762.6	1067.6
	毛利率	59.1%	59.0%	59.0%	59.0%
原料及添加剂	收入	197.6	316.2	442.7	575.5
	增速	189.7%	60.0%	40.0%	30.0%
	成本	105.4	173.9	243.5	316.5
	毛利率	46.7%	45.0%	45.0%	45.0%
其他	收入	288.9	303.4	318.5	334.5
	增速	40.5%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本	151.8	166.9	175.2	184.0
	毛利率	47.4%	45.0%	45.0%	45.0%

数据来源：Wind, 西南证券

4.2 相对估值

预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 6.94/8.15/9.49 亿元，增速分别为 8.69%/17.34%/16.53%，EPS 分别为 0.69/0.81/0.94 元。考虑到公司是透明质酸龙头生产商，生物医药业务快速发展，首次覆盖，给予“持有”评级。

表 5：可比公司估值

代码	可比公司	市值 (亿元)	归母净利润(百万元)				市盈率 PE			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
000615.SZ	奥园美谷	155	-135	169	322	487	-	92	48	32
000718.SZ	苏宁环球	238	1,038	1,323	1,658	2,000	10	18	14	12
688366.SH	昊海生科	383	230	448	591	764	69	85	65	50
688363.SH	华熙生物	1,371	646	817	1,111	1,444	109	168	123	95
平均值							63	91	63	47

数据来源：Wind，西南证券整理（截止日期 2021 年 7 月 12 日，业绩数据均采取 wind 一致预期）

5 风险提示

- 1) 房地产行业政策调控风险；
- 2) 医药和化妆品市场需求波动风险；
- 3) 原料市场价格波动风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	13615.48	16753.63	20140.86	23627.28	净利润	638.89	766.06	873.96	1015.49
营业成本	10847.10	13299.80	15947.38	18635.20	折旧与摊销	94.71	139.40	149.37	159.34
营业税金及附加	747.88	971.71	1188.31	1464.89	财务费用	67.72	74.50	70.77	67.23
销售费用	848.78	1105.74	1349.44	1606.66	资产减值损失	-4.49	-4.00	-4.00	-4.00
管理费用	328.21	469.10	624.37	708.82	经营营运资本变动	-3402.03	4057.33	354.29	139.89
财务费用	67.72	74.50	70.77	67.23	其他	7053.22	-2015.19	-57.46	-117.22
资产减值损失	-4.49	-4.00	-4.00	-4.00	经营活动现金流净额	4448.02	3018.09	1386.94	1260.74
投资收益	219.55	230.67	241.80	253.49	资本支出	-490.57	-120.00	-130.00	-130.00
公允价值变动损益	0.00	-1.62	-0.98	-1.03	其他	585.80	228.96	240.85	252.45
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	95.23	108.96	110.85	122.45
营业利润	875.40	1065.82	1205.42	1400.95	短期借款	751.60	196.70	100.00	100.00
其他非经营损益	-21.90	-16.33	-18.19	-17.57	长期借款	647.38	0.00	0.00	0.00
利润总额	853.50	1049.49	1187.23	1383.38	股权融资	-60.98	0.00	0.00	0.00
所得税	214.61	283.44	313.27	367.88	支付股利	-110.11	-204.12	-221.87	-260.33
净利润	638.89	766.06	873.96	1015.49	其他	-4778.74	-782.87	134.27	152.16
少数股东损益	0.22	71.87	59.43	66.34	筹资活动现金流净额	-3550.83	-790.29	12.41	-8.17
归属母公司股东净利润	638.67	694.19	814.53	949.15	现金流量净额	990.87	2336.77	1510.19	1375.03
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	5073.95	7410.72	8920.91	10295.93	成长能力				
应收和预付款项	5734.23	6757.29	7289.54	7597.55	销售收入增长率	32.33%	23.05%	20.22%	17.31%
存货	46664.87	46679.35	48057.57	48804.49	营业利润增长率	52.47%	21.75%	13.10%	16.22%
其他流动资产	1643.74	1675.36	1812.68	1890.18	净利润增长率	62.11%	19.90%	14.09%	16.19%
长期股权投资	485.39	485.39	485.39	485.39	EBITDA 增长率	48.94%	23.31%	11.40%	14.17%
投资性房地产	8.16	8.24	8.21	8.22	获利能力				
固定资产和在建工程	1186.42	1179.89	1166.23	1145.46	毛利率	20.33%	20.62%	20.82%	21.13%
无形资产和开发支出	381.97	372.70	370.58	365.61	三费率	9.14%	9.84%	10.15%	10.08%
其他非流动资产	319.86	316.26	312.66	309.06	净利率	4.69%	4.57%	4.34%	4.30%
资产总计	61498.58	64885.19	68423.77	70901.88	ROE	9.80%	12.40%	12.79%	13.39%
短期借款	4303.30	4500.00	4600.00	4700.00	ROA	1.04%	1.18%	1.28%	1.43%
应付和预收款项	27751.69	30821.51	33415.34	35858.12	ROIC	5.49%	6.65%	8.23%	9.50%
长期借款	4427.44	4427.44	4427.44	4427.44	EBITDA/销售收入	7.62%	7.64%	7.08%	6.89%
其他负债	18498.75	18956.89	19149.55	18329.72	营运能力				
负债合计	54981.17	58705.84	61592.33	63315.28	总资产周转率	0.23	0.27	0.30	0.34
股本	1009.15	1009.15	1009.15	1009.15	固定资产周转率	15.20	17.62	21.41	25.58
资本公积	40.68	40.68	40.68	40.68	应收账款周转率	77.96	77.31	75.85	75.22
留存收益	2130.21	2620.28	3212.95	3901.77	存货周转率	0.23	0.27	0.33	0.37
归属母公司股东权益	4080.05	3670.12	4262.78	4951.61	销售商品提供劳务收到现金营业收入	121.82%	—	—	—
少数股东权益	2437.36	2509.23	2568.66	2635.00	资本结构				
股东权益合计	6517.41	6179.34	6831.44	7586.61	资产负债率	89.40%	90.48%	90.02%	89.30%
负债和股东权益合计	61498.58	64885.19	68423.77	70901.88	带息债务/总负债	15.88%	15.21%	14.66%	14.42%
					流动比率	1.17	1.15	1.16	1.17
					速动比率	0.25	0.29	0.32	0.34
					股利支付率	17.24%	29.40%	27.24%	27.43%
					每股指标				
					每股收益	0.63	0.69	0.81	0.94
					每股净资产	6.46	6.12	6.77	7.52
					每股经营现金	4.41	2.99	1.37	1.25
					每股股利	0.11	0.20	0.22	0.26
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	1037.83	1279.72	1425.56	1627.52					
PE	23.92	22.01	18.76	16.10					
PB	2.34	2.47	2.24	2.01					
PS	1.12	0.91	0.76	0.65					
EV/EBITDA	20.59	15.17	12.77	10.54					
股息率	0.72%	1.34%	1.45%	1.70%					

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn	
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn