

## 业绩整体有所承压，生物医药表现亮眼

### 投资要点

- 业绩整体有所下滑，生物医药表现亮眼。**公司2021年实现营收123.6亿元(-9.0%)，实现归母净利润3.6亿元(-43.3%)，业绩整体有所下滑，主要是由于公司地产业务受市场下滑影响较大。公司深化业务结构变化，逐渐转型健康产业。旗下医药集团山东福瑞达2021年实现营收21.8亿元(+66.7%)，占公司营业收入的17.6%(+8.03pp)，实现归母净利润1.8亿元(+69.3%)，收入、利润占比均呈现提高。
- 生物医药布局三大业务，化妆品业务呈现快速增长。**1) 化妆品：2021年公司通过全渠道协同营销，实现营收14.9亿元(+117%)，其中颐莲品牌实现营收6.5亿元(+73.1%)，占比43.2%；瑷尔博士实现营收7.4亿元(+272.1%)，占比49.7%，增长态势强劲。目前，公司基于对化妆品产品前景判断，于2021年竣工投产智美科创园，含生产线35条，年产值将超过40亿元。2) 医药：2021年公司营收5.4亿元(+8.7%)，目前已成功引进3个药品和1个医疗器械权益，为未来发展奠定良好基础。3) 原料及添加剂：2021年公司营收2.4亿元(+22.0%)，主要产品纳他霉素和乳链销售同比增速40%左右，业务有序平稳发展。
- 地产业务受市场影响有所下降，物业服务积极拓展轻资产业务。**2021年公司全年实现合同销售额146.5亿元(-16.8%)，销售面积137万方(-18.2%)，全年新开工138万方(-26.8%)，表现均不及往期。2021年地产营收92.8亿元(-19.5%)，毛利率17.2%，受市场下行影响较大。物业管理营收4.2亿元(+15.4%)，在管面积2287万方，公司通过代建、招商与康养业务拓展轻资产业务，已拓展莱芜鲁商广场项目、金茂国际广场项目等多个商管业务。2021年公司总代建面积200万方，已完成140万方，目前在建70万方。另外，公司下属康养企业获得山东省首批医养结合示范单位，备受市场欢迎。
- 盈利预测与投资建议。**预计2022-2024年公司归母净利润复合增速为40.7%。考虑公司是透明质酸龙头生产商，生物医药业务快速发展，维持“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         | 2021A    | 2022E    | 2023E    | 2024E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)     | 12363.27 | 13838.57 | 15595.87 | 17253.17 |
| 增长率           | -9.20%   | 11.93%   | 12.70%   | 10.63%   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 361.90   | 668.91   | 840.66   | 1008.51  |
| 增长率           | -43.34%  | 84.83%   | 25.68%   | 19.97%   |
| 每股收益EPS(元)    | 0.36     | 0.66     | 0.83     | 1.00     |
| 净资产收益率ROE     | 6.06%    | 11.69%   | 13.18%   | 14.10%   |
| PE            | 29.03    | 15.71    | 12.50    | 10.42    |
| PB            | 1.62     | 1.69     | 1.52     | 1.35     |

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 沈猛

执业证号: S1250519080004

电话: 021-58351679

邮箱: smg@swsc.com.cn

联系人: 池天惠

电话: 13003109597

邮箱: cth@swsc.com.cn

联系人: 刘洋

电话: 18019200867

邮箱: ly21@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) | 9.56-18.44 |
| 总市值(亿元)     | 105.05     |
| 总资产(亿元)     | 614.15     |
| 每股净资产(元)    | 3.79       |

### 相关研究

1. 鲁商发展(600223): 福瑞达生物引入战投，赋能化妆品业务发展 (2021-11-26)
2. 鲁商发展(600223): 多赛道打造大健康生态，医药化妆品优势渐显 (2021-08-27)
3. 鲁商发展(600223): 地产医药双轮驱动，大健康产业稳步拓展 (2021-07-14)

## 盈利预测

### 关键假设：

假设 1：2022-2024 年由于公司营收结算节奏影响，结算金额增速分别为 2%/8%/6%，毛利率为 14%；物业管理业务收入增速分别为 13%/10%/8%，毛利率为 20%；

假设 2：2022-2024 年公司药品板块收入增速分别为 8%/7%/6%，毛利率为 55%；化妆品板块收入增速分别为 70%/30%/25%，毛利率为 60%；原料及添加剂板块收入增速分别为 20%/18%/15%，毛利率为 37%；

假设 3：2022-2024 年其他业务收入增速为 25%/20%/15%，毛利率为 39%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表：分业务收入及毛利率

| 单位：百万元 |     | 2021A   | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
|--------|-----|---------|---------|---------|---------|
| 物业销售   | 收入  | 9279.7  | 9465.3  | 10222.5 | 10835.8 |
|        | 增速  | -19.5%  | 2.0%    | 8.0%    | 6.0%    |
|        | 毛利率 | 17.8%   | 14.0%   | 14.0%   | 14.0%   |
| 物业管理   | 收入  | 415.9   | 469.9   | 516.9   | 558.3   |
|        | 增速  | 15.4%   | 13.0%   | 10.0%   | 8.0%    |
|        | 毛利率 | 21.1%   | 20.0%   | 20.0%   | 20.0%   |
| 药品     | 收入  | 540.9   | 584.1   | 625.0   | 662.5   |
|        | 增速  | 8.7%    | 8.0%    | 7.0%    | 6.0%    |
|        | 毛利率 | 57.9%   | 55.0%   | 55.0%   | 55.0%   |
| 化妆品    | 收入  | 1494.9  | 2541.4  | 3303.8  | 4129.7  |
|        | 增速  | 117.0%  | 70.0%   | 30.0%   | 25.0%   |
|        | 毛利率 | 63.7%   | 60.0%   | 60.0%   | 60.0%   |
| 原料及添加剂 | 收入  | 241.0   | 289.2   | 341.3   | 392.5   |
|        | 增速  | 22.0%   | 20.0%   | 18.0%   | 15.0%   |
|        | 毛利率 | 37.1%   | 37.0%   | 37.0%   | 37.0%   |
| 其他     | 收入  | 390.9   | 488.6   | 586.4   | 674.3   |
|        | 增速  | 35.3%   | 25.0%   | 20.0%   | 15.0%   |
|        | 毛利率 | 38.9%   | 39.0%   | 39.0%   | 39.0%   |
| 合计     | 收入  | 12363.3 | 13838.6 | 15595.9 | 17253.2 |
|        | 增速  | -9.2%   | 11.9%   | 12.7%   | 10.6%   |
|        | 毛利率 | 25.7%   | 25.7%   | 27.0%   | 28.3%   |

数据来源：公司公告，西南证券

### 预测与评级：

预计 2022-2024 年公司归母净利润复合增速为 40.7%。考虑公司是透明质酸龙头生产商，生物医药业务快速发展，维持“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。

**附表：财务预测与估值**

| 利润表 (百万元)          | 2021A           | 2022E           | 2023E           | 2024E           | 现金流量表 (百万元)       | 2021A          | 2022E           | 2023E          | 2024E          |
|--------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|----------------|-----------------|----------------|----------------|
| 营业收入               | 12363.27        | 13838.57        | 15595.87        | 17253.17        | 净利润               | 393.80         | 727.07          | 913.76         | 1096.21        |
| 营业成本               | 9187.24         | 10275.77        | 11380.35        | 12374.07        | 折旧与摊销             | 100.53         | 119.87          | 129.84         | 139.81         |
| 营业税金及附加            | 588.31          | 802.64          | 920.16          | 1069.70         | 财务费用              | 90.87          | 99.96           | 109.95         | 120.95         |
| 销售费用               | 1253.40         | 1383.86         | 1559.59         | 1725.32         | 资产减值损失            | -195.56        | -150.00         | -150.00        | -150.00        |
| 管理费用               | 379.88          | 415.16          | 467.88          | 517.60          | 经营营运资本变动          | -347.86        | 11642.60        | 5676.93        | 6096.87        |
| 财务费用               | 90.87           | 99.96           | 109.95          | 120.95          | 其他                | 6806.44        | -1851.32        | 107.64         | 48.86          |
| 资产减值损失             | -195.56         | -150.00         | -150.00         | -150.00         | 经营活动现金流净额         | 6848.23        | 10588.19        | 6788.12        | 7352.70        |
| 投资收益               | 201.34          | 210.83          | 221.37          | 232.44          | 资本支出              | -202.05        | -120.00         | -130.00        | -130.00        |
| 公允价值变动损益           | 0.00            | -0.17           | -0.08           | -0.10           | 其他                | -249.77        | 210.83          | 221.23         | 232.36         |
| 其他经营损益             | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 投资活动现金流净额         | -451.81        | 90.83           | 91.23          | 102.36         |
| <b>营业利润</b>        | <b>677.67</b>   | <b>1221.85</b>  | <b>1529.24</b>  | <b>1827.88</b>  | 短期借款              | -1084.20       | 1280.90         | 100.00         | 100.00         |
| 其他非经营损益            | -33.94          | -29.93          | -31.27          | -30.82          | 长期借款              | -676.61        | 0.00            | 0.00           | 0.00           |
| <b>利润总额</b>        | <b>643.73</b>   | <b>1191.92</b>  | <b>1497.97</b>  | <b>1797.06</b>  | 股权融资              | 575.70         | 0.00            | 0.00           | 0.00           |
| 所得税                | 249.93          | 464.85          | 584.21          | 700.85          | 支付股利              | -3159.54       | -108.57         | -200.67        | -252.20        |
| <b>净利润</b>         | <b>393.80</b>   | <b>727.07</b>   | <b>913.76</b>   | <b>1096.21</b>  | 其他                | -2444.60       | -838.30         | 63.03          | 64.14          |
| 少数股东损益             | 31.90           | 58.17           | 73.10           | 87.70           | 筹资活动现金流净额         | -6789.25       | 334.03          | -37.65         | -88.06         |
| 归属母公司股东净利润         | 361.90          | 668.91          | 840.66          | 1008.51         | <b>现金流量净额</b>     | <b>-393.24</b> | <b>11013.05</b> | <b>6841.71</b> | <b>7367.00</b> |
| <b>资产负债表 (百万元)</b> | <b>2021A</b>    | <b>2022E</b>    | <b>2023E</b>    | <b>2024E</b>    | <b>财务分析指标</b>     | <b>2021A</b>   | <b>2022E</b>    | <b>2023E</b>   | <b>2024E</b>   |
| 货币资金               | 5138.51         | 16151.55        | 22993.26        | 30360.26        | <b>成长能力</b>       |                |                 |                |                |
| 应收和预付款项            | 3502.75         | 5946.70         | 6178.23         | 6079.83         | 销售收入增长率           | -9.20%         | 11.93%          | 12.70%         | 10.63%         |
| 存货                 | 48203.82        | 35793.34        | 33900.73        | 31900.44        | 营业利润增长率           | -22.59%        | 80.30%          | 25.16%         | 19.53%         |
| 其他流动资产             | 1825.03         | 1383.86         | 1403.63         | 1380.25         | 净利润增长率            | -38.36%        | 84.63%          | 25.68%         | 19.97%         |
| 长期股权投资             | 730.25          | 730.25          | 730.25          | 730.25          | EBITDA 增长率        | -16.26%        | 65.89%          | 22.71%         | 18.07%         |
| 投资性房地产             | 8.65            | 8.49            | 8.54            | 8.53            | <b>获利能力</b>       |                |                 |                |                |
| 固定资产和在建工程          | 1328.36         | 1333.14         | 1330.80         | 1321.34         | 毛利率               | 25.69%         | 25.75%          | 27.03%         | 28.28%         |
| 无形资产和开发支出          | 383.01          | 381.15          | 386.44          | 388.88          | 三费率               | 13.95%         | 13.72%          | 13.71%         | 13.70%         |
| 其他非流动资产            | 295.06          | 292.27          | 289.48          | 286.69          | 净利率               | 3.19%          | 5.25%           | 5.86%          | 6.35%          |
| <b>资产总计</b>        | <b>61415.46</b> | <b>62020.75</b> | <b>67221.38</b> | <b>72456.48</b> | ROE               | 6.06%          | 11.69%          | 13.18%         | 14.10%         |
| 短期借款               | 3219.10         | 4500.00         | 4600.00         | 4700.00         | ROA               | 0.64%          | 1.17%           | 1.36%          | 1.51%          |
| 应付和预收款项            | 28184.44        | 29594.77        | 32152.45        | 34767.88        | ROIC              | 3.86%          | 13.39%          | -59.91%        | -15.76%        |
| 长期借款               | 3750.83         | 3750.83         | 3750.83         | 3750.83         | EBITDA/销售收入       | 7.03%          | 10.42%          | 11.34%         | 12.11%         |
| 其他负债               | 19761.29        | 17956.86        | 19786.71        | 21462.38        | <b>营运能力</b>       |                |                 |                |                |
| <b>负债合计</b>        | <b>54915.67</b> | <b>55802.46</b> | <b>60290.00</b> | <b>64681.09</b> | 总资产周转率            | 0.20           | 0.22            | 0.24           | 0.25           |
| 股本                 | 1009.15         | 1009.15         | 1009.15         | 1009.15         | 固定资产周转率           | 11.03          | 10.73           | 12.08          | 13.43          |
| 资本公积               | 616.38          | 616.38          | 616.38          | 616.38          | 应收账款周转率           | 52.77          | 50.36           | 52.60          | 51.44          |
| 留存收益               | 2201.60         | 2761.93         | 3401.92         | 4158.23         | 存货周转率             | 0.19           | 0.23            | 0.31           | 0.36           |
| 归属母公司股东权益          | 4727.13         | 4387.47         | 5027.45         | 5783.77         | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 139.61%        | —               | —              | —              |
| 少数股东权益             | 1772.66         | 1830.83         | 1903.93         | 1991.62         | <b>资本结构</b>       |                |                 |                |                |
| <b>股东权益合计</b>      | <b>6499.79</b>  | <b>6218.29</b>  | <b>6931.38</b>  | <b>7775.39</b>  | 资产负债率             | 89.42%         | 89.97%          | 89.69%         | 89.27%         |
| 负债和股东权益合计          | 61415.46        | 62020.75        | 67221.38        | 72456.48        | 带息债务/总负债          | 12.69%         | 14.79%          | 13.85%         | 13.07%         |
| <b>业绩和估值指标</b>     | <b>2021A</b>    | <b>2022E</b>    | <b>2023E</b>    | <b>2024E</b>    | 流动比率              | 1.15           | 1.14            | 1.14           | 1.15           |
| EBITDA             | 869.07          | 1441.68         | 1769.03         | 2088.64         | 速动比率              | 0.20           | 0.45            | 0.54           | 0.62           |
| PE                 | 29.03           | 15.71           | 12.50           | 10.42           | 股利支付率             | 873.04%        | 16.23%          | 23.87%         | 25.01%         |
| PB                 | 1.62            | 1.69            | 1.52            | 1.35            | <b>每股指标</b>       |                |                 |                |                |
| PS                 | 0.85            | 0.76            | 0.67            | 0.61            | 每股收益              | 0.36           | 0.66            | 0.83           | 1.00           |
| EV/EBITDA          | 16.52           | 3.32            | -1.01           | -4.25           | 每股净资产             | 6.44           | 6.16            | 6.87           | 7.70           |
| 股息率                | 30.08%          | 1.03%           | 1.91%           | 2.40%           | 每股经营现金            | 6.79           | 10.49           | 6.73           | 7.29           |
|                    |                 |                 |                 |                 | 每股股利              | 3.13           | 0.11            | 0.20           | 0.25           |

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

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

### 行业评级

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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 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

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 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 | 总经理助理<br>销售总监   | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@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  |
|    | 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     |
| 北京 | 王昕宇 | 销售经理            | 17751018376  | 17751018376 | wangxy@swsc.com.cn   |
|    | 李杨  | 销售总监            | 18601139362  | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn     |
|    | 张岚  | 销售副总监           | 18601241803  | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
|    | 王兴  | 销售经理            | 13167383522  | 13167383522 | wxing@swsc.com.cn    |
|    | 来趣儿 | 销售经理            | 15609289380  | 15609289380 | lqe@swsc.com.cn      |
|    | 王一菲 | 销售经理            | 18040060359  | 18040060359 | wyf @swsc.com.cn     |
|    | 王宇飞 | 销售经理            | 18500981866  | 18500981866 | wangyuf@swsc.com     |
| 广深 | 郑龑  | 广州销售负责人<br>销售经理 | 18825189744  | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
|    | 陈慧玲 | 销售经理            | 18500709330  | 18500709330 | chl@swsc.com.cn      |
|    | 杨新意 | 销售经理            | 17628609919  | 17628609919 | yxy@swsc.com.cn      |
|    | 张文锋 | 销售经理            | 13642639789  | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn      |
|    | 龚之涵 | 销售经理            | 15808001926  | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn   |