

以玻尿酸+房地产为基石，构建大健康生态圈

——鲁商发展首次覆盖报告

✍ 分析师: 马莉 S1230520070002 余剑秋 S1230520080007
☎ 联系人: 王长龙、詹陆雨、汤秀洁、周明蕊
✉ mali@stocke.com.cn

报告导读

鲁商发展坚持生物医药和生态健康产业双轮驱动策略，既聚焦玻尿酸管线，布局原料+食品+化妆品+药品的全链路布局；又夯实房地产业优势，着力健康产业基础设施建设开发。以稳健的房地产业务为基，卡位高成长高景气的玻尿酸赛道，值得长期跟踪关注。

投资要点

□ 鲁商发展：“生物医药+健康地产”双轮驱动业绩增长

布局生物医药、健康地产两大业务，2020年实现收入136亿元（+32% YoY），归母净利润6.4亿元（+85% YoY），销售毛利率20.33%，销售净利率4.69%。鲁商发展原为传统房地产公司，于2008年借壳ST万杰上市，2015年初设养老产业，2018年通过收购鲁商集团旗下山东福瑞达医药100%股权开始由房地产为主向健康产业转型，布局生物医药和化妆品产业；2019年收购山东焦点生物科技股份60.11%股权，补充化妆品和食品级玻尿酸原料环节。

□ 生物医药：以玻尿酸领军者的姿态扬帆起航，布局原料+化妆品+医药

(1) 原料业务：2020年原料及添加剂收入1.98亿元，毛利率46.68%。公司收购全球第二大透明质酸原料生产商焦点生物，公司现阶段玻尿酸产能达420吨/年（原有120吨产能+2019年新增300吨产能）。从玻尿酸原料类别看，现阶段产能覆盖化妆品级和食品级两大类，医药级GMP资质正处于审核过程中，预期审核通过将壮大公司原料布局。除玻尿酸外，公司旗下福瑞达生物科技还布局纳他霉素、乳酸链球菌素等食品添加剂，多聚湿、聚谷氨酸、依克多因等化妆品功效原料，以及普鲁兰多糖（药用级）药用原辅料，实现原料产业协同发展。

(2) 化妆品业务：2020年化妆品收入6.89亿元，毛利率59.14%。拥有颐莲、瑗尔博士、善颜、UMT、伊帕尔汗等11个品牌，药企基因赋能产品打造+营销升级，打造协同型的品牌集群。①以医药沉淀赋能化妆品研发迭代：依托国家级新药大平台，坚持用制药的理念进行化妆品研发与打造，福瑞达医药集团内部皮肤科博士+山东省药学科学院科研实力，为公司产品提供强有力的产品人才与产品研发保障。②专业人士共同背书打造“功能性护肤”新锐品牌：积极与院线医生、业内人士及专业美妆KOL合作，创始人凌沛学直播带货，主办首届“皮肤微生态首届美妆&皮肤科医生跨界大会”等，塑造可信赖品牌形象。

(3) 医药业务：2020年药品收入4.98亿元，毛利率61.65%。医药板块主要由持股30%的博士伦福瑞达以及持股60.71%的明仁福瑞达构成。①博士伦福瑞达：布局眼科、骨科透明质酸市场，眼科产品有知名品牌“润舒”“润洁”，2018年以23%的市占率位居眼科手术透明质酸产品行业第二；骨科的代表性产品为用于治疗骨关节炎的注射类药物“施佩特”。②明仁：专业从事中成药以及保健食品的研发，拥有“明仁”、“维固康”、“力虎”、“小明仁”四大品牌。

□ 房地产：“健康两链”赋能转型升级

2020年房地产销售收入115亿元，毛利率14.52%；物业管理收入3.6亿元，毛

评级

增持

上次评级

首次评级

当前价格

¥16.80

单季度业绩

元/股

1Q/2021

0.09

4Q/2020

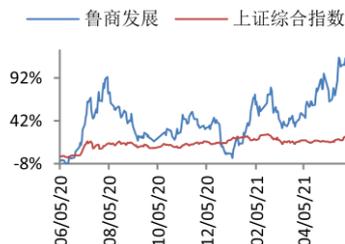
0.18

3Q/2020

0.18

2Q/2020

0.22



公司简介

公司实施生物医药和生态健康产业双轮驱动，发力健康产品研发、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，致力于成长为国内领先的大健康产业综合运营商

相关报告

报告撰写人: 马莉 余剑秋

联系人: 王长龙、詹陆雨、汤秀洁、周明蕊

利率 29.22%；酒店收入 6070 万元，毛利率 76.78%。布局“健康城市建设生态链”及“健康管理服务链”建设，健康城市建设生态链方面，以山东省鲁商置业的代建业务为核心，涉足商业运营、绿色能源、园林绿化、物业管理等业务；健康管理服务链方面，以福瑞达健康投资为依托，打造高端养老机构、和谐社区养老和社区健康驿站体系。

□ 催化剂：玻尿酸原料产能有序释放、功能性护肤高速增长

1) 原料业务：化妆品和食品级产能逐步释放，提升玻尿酸原料市占率；医药级玻尿酸产能有望获批，加深原料端技术护城河、提升盈利水平；2) 化妆品业务：多品牌协调矩阵进一步成熟，品牌知名度提升叠加规模效应增强盈利水平。

□ 盈利预测及估值

公司稳健的房地产业务为基础，卡位高成长高景气的玻尿酸赛道，预计原料+化妆品业务将扬帆起航。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 7/8.14/10.02 亿元，归母净利润同比增速分别为 9.60%/16.29%/23.11%。采用分部估值法，预计房地产板块市值 26 亿元，生物医药板块市值 194 亿元，合计 220 亿元。当前市值 170 亿元，首次覆盖，给予“增持”评级。

□ 风险提示：房地产和生物医药政策变化风险、玻尿酸原料价格波动风险、化妆品市场竞争风险、公司多产业融合的风险等。

财务摘要

(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	13615	16412	19636	23292
(+/-)	32.33%	20.54%	19.64%	18.62%
净利润	639	700	814	1002
(+/-)	85.39%	9.60%	16.29%	23.11%
每股收益(元)	0.63	0.69	0.81	0.99
P/E	27	24	21	17

正文目录

1. “生物医药+健康地产”双轮驱动业绩增长	5
2. 生物医药板块：以透明质酸为核心打造完整产业链，终端应用多点开花	8
2.1. 透明质酸研发基底深厚，福瑞达药学院赋能全业务线	9
2.2. 原料业务：收购焦点生物完善产业链	10
2.2.1. 焦点福瑞达：全球第二的透明质酸原料产商，产能持续升级	11
2.2.2. 福瑞达生物科技：γ-聚谷氨酸等多种生物发酵产品储备中	12
2.3. 化妆品业务：药企基因赋能功能性护肤，品牌矩阵完善	12
2.3.1. 核心品牌颐莲：最早的国产玻尿酸护肤品牌，科技力领先	13
2.3.2. 其他品牌：差异化定位，多品牌全面覆盖消费者需求	14
2.3.3. 入局香料香氛赛道：扩展新的业务增长点	16
2.4. 医药业务：博士伦福瑞达+明仁福瑞达驱动医药发展	17
3. 房地产板块：企业基石，“健康两链”赋能转型升级	19
4. 盈利预测及投资建议	21
5. 风险提示	25

图表目录

图 1: 鲁商发展收入及增速 (亿元, %)	5
图 2: 鲁商发展归母净利润及增速 (亿元, %)	5
图 3: 鲁商发展股权结构及业务图 (截至 2020)	6
图 4: 2020 年鲁商发展收入及利润拆分 (亿元, %)	7
图 5: 2020 年鲁商发展分版块毛利率及净利率 (%)	7
图 6: 透明质酸 (HA) 在人体中的分布	11
图 7: 透明质酸全球销量及增长	11
图 8: 2019 全球透明质酸市占率 (以销量计)	11
图 9: 2020 年化妆品同比增长 120%至 6.9 亿元	13
图 10: 2020 年化妆品业务线上销售占比超 8 成	13
图 11: 颐莲玻尿酸补水喷雾赢得天猫金妆奖	14
图 12: 颐莲维 A 醇精华液赢得天猫金妆奖	14
图 13: 颐莲新零售模式包括产业化互联网+智能门店	14
图 14: 颐莲与国风 IP 跨界合作	14
图 15: 微生态护肤原理	15
图 16: 瑗尔博士皮肤颜究院	15
图 17: 善颜体验店	15
图 18: UMT 彩妆定位精研养肤底妆	16
图 19: 诠润护肤聚焦敏感肌温和修复	16
图 20: 伊帕尔汗布局 120 余种天然香料系列产品	16

图 21: 2018-2020 博士伦福瑞达营业收入及净利润	17
图 22: 博士伦福瑞达旗下“润舒”、“润洁”滴眼液	17
图 23: 中国 60 岁及以上人口占比	17
图 24: 中国眼科手术透明质酸产品市场份额占比	17
图 25: 骨科治疗各类产品规模	18
图 26: 中国骨科透明质酸液市场占比	18
图 27: 明仁福瑞达 2018-2020 年净利润	18
图 28: 明仁福瑞达四大品牌	18
图 29: 明仁福瑞达拥有遍布全国的经销网络	18
图 30: 青岛·鲁商蓝岸丽舍	18
图 31: 2015-2020 鲁商发展房地产储备情况(万平方米)	20
图 32: 2015-2020 地产板块合同销售额、营业收入(亿元)	20
图 33: 2015-2020 房地产业务毛利率及营收占比情况	20
图 34: 普通住宅营收占地产业务总营收超 50%	21
图 35: 2018-2020 房地产业务省内外营收占比及毛利率	21
图 36: 鲁商发展健康城市建设生态链	21
图 37: 鲁商发展健康管理服务链	21
表 1: 鲁商发展历史	5
表 2: 鲁商发展董事及高管	7
表 3: 鲁商发展主要业务及业绩	8
表 4: 鲁商发展生物医药主营业务收入拆分(百万元)	9
表 5: 福瑞达医药集团营业收入及净利润(单位:亿元)	9
表 6: 山东福瑞达医药集团大事件	10
表 7: 焦点福瑞达利润表摘要(单位:百万元)	12
表 8: 化妆品类生物发酵原料储备	12
表 9: 颐莲发展历史	13
表 10: 鲁商发展盈利预测驱动因素拆分(单位:百万元)	23
表 11: 估值同业比较	24
表附录: 三大报表预测值	26

1. “生物医药+健康地产”双轮驱动业绩增长

由房地产业向健康产业转型，带动业绩爆发增长。鲁商发展原为传统房地产公司，于2008年借壳ST万杰上市，2015年初设养老产业，2018年通过收购鲁商集团旗下山东福瑞达医药100%股权开始由房地产为主向健康产业转型，增加了在生物医药及护肤品产业方面的布局。福瑞达成立于1993年，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，旗下拥有“润舒”、“润洁”、“施沛特”、“颐莲”、“善颜”、“瑗尔博士”等多个知名品牌。继福瑞达之后，公司于2019年收购山东焦点生物60.11%股权，完善透明质酸原料产业链，为其福瑞达医药旗下化妆品的原料采购提供新的通道。同年7月公司更名为“鲁商健康产业发展有限公司”（股票简称：鲁商发展），展现其以“生物制药+生态健康”的双轮驱动战略格局。公司2020年营收达136.15亿元，同比增长32.33%，归母净利达6.39亿元，同比增长85.39%，经营业绩创历史最高水平。

表 1：鲁商发展历史

时间	事件
2006	整合旗下8家房地产企业，涉足房地产业
2008	借壳ST万杰上市
2009	公司更名为鲁商置业股份有限公司
2010	公司股票简称变更为“鲁商置业”
2011	加入酒店业务
2015	初涉养老产业并将其与旗下地产资源相结合，进一步完善房产开发全价值链
2016	正式开拓大健康养老产业，打造“医养康护游乐教”结合的多层次立体化的健康养老服务体系
2018	开始由房地产为主向健康产业转型 ，构建起全生态、医养结合的全新颐养模式，嵌入式小微社区养老服务中心在多个项目中正式落地； 年底以9.27亿元收购山东福瑞达医药集团有限公司100%股权 ，正式开启在生物医药及护肤品产业的布局
2019	7月完成公司名称变更，股票简称由“鲁商置业”变更为“鲁商发展”，正式聚焦“健康城市建设生态链、生物医药产业链、健康管理服务链”三大业务链条 房地产业务 ：与中国金茂、华润置地、中航信托和万科成立合资公司，创新“地产+产业”模式 原料业务 ：年底以2.58亿元收购山东焦点生物科技股份有限公司60.11%股权，补足玻尿酸原料产业链条 房地产业务 ：泰安、临沂、济宁等健康地产项目集中交付，提升收入及净利润 化妆品业务 ：6月山东福瑞达医药集团以土地使用权（作价5090.92万元）增资山东福瑞达生物工程有限公司，持股比例由56.25%增至62.83%；7月以1.26亿元收购剩余股权，持股比例增至100%。9月山东福瑞达医药集团将其持有4.95%山东福瑞达生物工程有限公司股权转让公司。化妆品业务2020贡献收入翻倍至6.89亿
2020	香料业务 ：参股新疆伊帕尔汗香料股份有限公司（认购资本608.8万元，占比10%），迅速进入精油芳香行业
2021	原料业务 ：随透明质酸钠获批为新食品原料，福瑞达先后推出天姿玉琢、玻小酸、善颜多系列口服透明质酸钠产品

数据来源：公司官网、公司公告、浙商证券研究所

图 1：鲁商发展收入及增速（亿元，%）



数据来源：Wind、浙商证券研究所

图 2：鲁商发展归母净利及增速（亿元，%）



数据来源：Wind、浙商证券研究所

国资背景，股权集中且稳定。公司第一大股东为山东省商业集团有限公司（鲁商集团），持股比例为 52.01%，实际控制人为山东省国资委。2020 年鲁商集团位列中国前 500 强企业，实力雄厚，为公司提供强大的产业协同及资金资源。

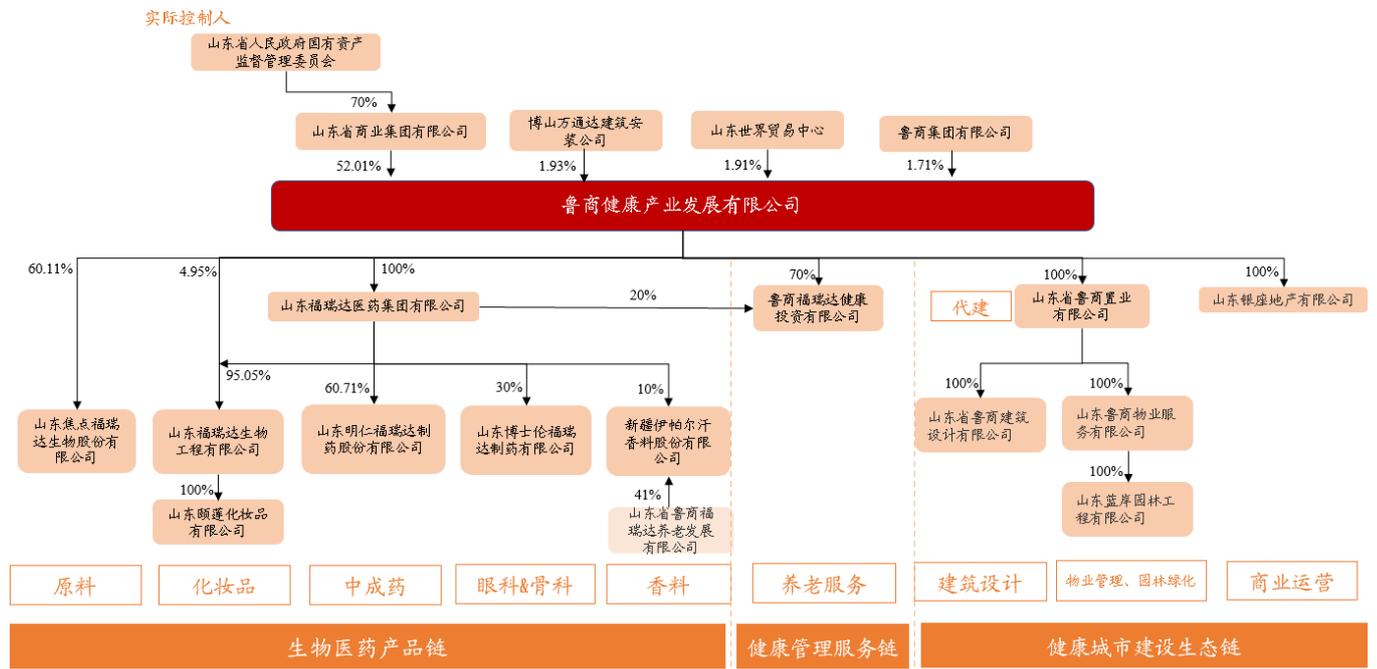
生物医药+健康地产双轮驱动。生物医药主要包括医药和化妆品业务，是公司近年的核心发力点。生态健康主要包括房地产业务，是公司的主要收入来源，又可细分为健康管理与健康城市生态建设产业。

1) 生物医药（医药&化妆品）：2018-2019 年公司陆续收购福瑞达医药集团及焦点生物，新增在原料药、药品、医疗器械、保健食品、食品、化妆品、香料等领域的布局，并围绕透明质酸的生产、研发至应用搭建完整产业链。其中，焦点福瑞达、福瑞达工程(及旗下颐莲化妆品)、博士伦福瑞达分别覆盖透明质酸的原料研发与生产、透明质酸在化妆品、眼科和骨科领域的应用。2020 年公司通过参股新疆伊帕尔汗香料进入精油芳香行业，拓展在香水、香氛类高端化妆品的市场。

2) 健康管理服务链（房地产）：以鲁商福瑞达健康为核心，打造高端养老机构、和谐社区养老和社区健康驿站体系。

3) 健康城市建设生态产业链（房地产）：公司以房地产业务起家，业务涵盖代建、建筑设计、物业管理、园林绿化和商业运营等，其中以山东省鲁商置业的代建业务为核心，开发业态包括保障房社区、中高端住宅、公建展馆、商业公寓、学校、医院颐养等。

图 3：鲁商发展股权结构及业务图（截至 2020）

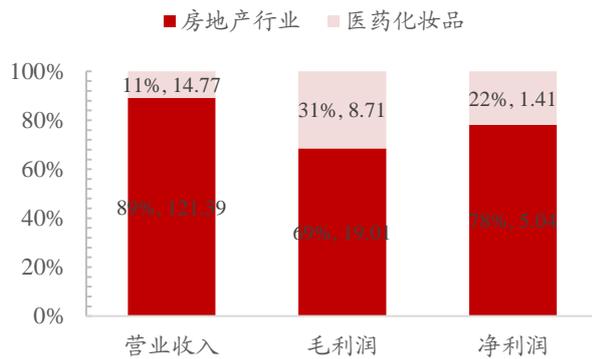


数据来源：公司公告、浙商证券研究所

注：图中仅包括鲁商发展部分主要控股公司；

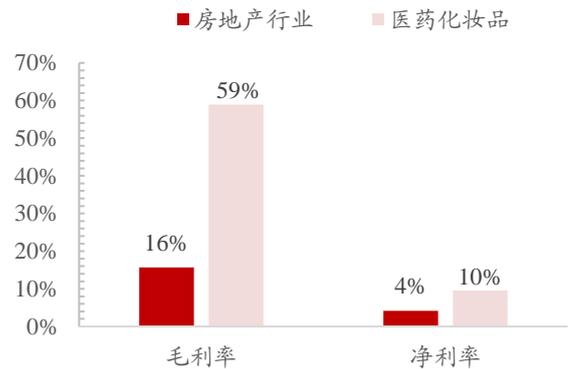
山东省鲁商福瑞达养老发展有限公司是山东省商业集团有限公司的全资子公司，是鲁商发展的关联企业

房地产业务仍为收入主要来源，医药化妆品盈利能力强。18-20 年房地产收入占比下降，但仍是公司收入的主要支撑，2020 年收入占比约为 89%。公司盈利能力稳步提升，毛利率/净利率由 2017 年 14.30%/1.54% 上升至 2020 年 20.33%/4.69%，主要是由于化妆品、药品毛利率及净利率水平较高，拉动公司整体盈利能力提升。

图 4：2020 年鲁商发展收入及利润拆分（亿元，%）


数据来源：公司公告、浙商证券研究所

注：未纳入营收/毛利/净利分别对应的 55/339/664 万元的分部抵消

图 5：2020 年鲁商发展分版块毛利率及净利率（%）


数据来源：公司公告、浙商证券研究所

表 2：鲁商发展董事及高管

高管	职务	主要工作经历
赵衍峰	党委书记、董事长、鲁商集团首席战略官、山东福瑞达医药集团有限公司董事长	公共管理硕士研究生。 2015.4-2017.6: 山东亚特尔控股集团总经理、董事长 2017.6-2018.8: 山东泰山地勘集团有限公司党委委员 2018.8-2019.1: 山东省商业集团有限公司党委政策研究部部长 2018.8-2019.4: 山东鲁商乡村振兴有限公司总经理、董事长; 2019.4-2020.1: 鲁商乡村发展集团有限公司董事长; 2020.1-至今: 山东省商业集团有限公司首席战略官、鲁商健康产业发展股份有限公司党委书记、董事长、山东福瑞达医药集团有限公司董事长
贾庆文	董事、总经理、福瑞达医药集团党委书记	山东中医药大学中药制药专业，山东大学制药工程硕士，主任药师。 2019.1-2021.1: 山东福瑞达医药集团有限公司总经理 2019.3-至今: 公司董事，2021.1-至今: 福瑞达医药集团党委书记;2021.3-至今: 公司总经理
段东	董事	天津财经大学会计专业，硕士，正高级会计师。 2014.6-至今: 山东省国有资产投资控股有限公司财务部部长，2018.6-至今: 德州银行股份有限公司董事，2018.11-至今: 山东省国有资产投资控股有限公司总裁助理，2020.8-至今: 山东山大产业集团有限公司董事，2015.6-至今: 公司董事。
徐涛	副总经理	设计 山东建筑大学建筑学专业，天津大学建筑与土木工程专业工程硕士，国家一级注册建筑师、研究员。 2017.3-2019.1: 兼任公司纪委书记，2019.8-2020.4: 兼任公司工会主席 2014.2-至今: 本公司副总经理 清华大学法学学士、经济管理硕士。
陈莉	副总经理	投资、营销 2013.9-2017.7: 绿地控股集团股份有限公司山东地产事业部总经理助理 2017.7-2019.3: 泰禾集团股份有限公司济南公司总经理 2019.4-2021.3: 四川蓝光发展股份有限公司华北区域公司执行总裁 2021.3-至今: 公司副总经理
李珩	财务总监	财务 澳门城市大学工商管理专业，硕士，高级会计师。 2014.9-2016.10: 山东省商业集团有限公司税务管理中心主任 2016.10-2018.9: 山东银座购物中心有限公司财务总监 2018.11-至今: 公司财务总监 同济大学工商管理专业硕士。
尹炜	副总经理	产业发展 2013.5-2016.11: 山东银座购物中心有限公司北京和谐广场总经理 2016.11-2017.4: 山东银座购物中心有限公司副总经理 2017.4-2018.1: 齐鲁宾馆项目总经理，2018.1-2019.3: 公司产业发展事业部总经理 2019.3-至今: 公司副总经理
周洪波	副总经理	运营、济南城市公司工作 青岛理工大学工程管理专业硕士，暖通工程师。 2014.2-2019.3: 鲁商置业泰安城市公司总经理 2019.9-至今: 济南城市公司总经理，2019.3-至今: 公司副总经理

程晓民	首席发展官	公司发展、临沂城市公司工作	山东经济学院经济管理专业，中级工程师。 2015.10-2020.4: 山东省商业集团有限公司招标中心主任 2020.7-2020.10: 公司招标中心总经理，2020.4-2021.3: 公司副总经理，首席发展官 2020.10-至今: 首席发展官、临沂城市公司党总支书记 青岛大学法律系经济法专业硕士。
孙艳秋	副总经理 首席法务官	法务、人力、行政、审计等工作	2014.5-2017.5: 青岛经济技术开发区商务合作局（金融服务办公室）局长（主任） 2017.5-2020.8: 青岛西海岸新区红石崖街道办事处主任 2020.8-至今: 公司首席法务官

数据来源：公司公告、浙商证券研究所

股权激励提高利润率。成立合资公司打通融资通道。2018年，公司推出股权激励计划，目标为以2017年度归属母公司净利润和ROE为基数，19—21年度归母净利润增长率不低于40%/50%/70%，19—21年度的ROE增长率不低于25%/30%/35%，且均不低于对标企业的75分位值。同时，2014年以来公司拿地项目的平均面积较以前明显减少，意在增加小体量项目以推动项目周转速度。自2016年以来，公司地产业务利润率逐渐向好，预计在股权激励机制变革和项目周转提速的推动下，保持平稳改善趋势。

2019年，公司与中国金茂、华润置地、中航信托和万科成立合资公司，分别获取济南神武、青岛西海岸国际体育中心、青岛即墨蓝谷项目和临沂河东区褚庄4个项目21宗土地，新增土地储备权益建筑面积100余万平方米。同时，公司积极开放项目股权，意在利用合作单位配资，打通融资通道，有效降低了负债和现金流压力。

2. 生物医药板块：以透明质酸为核心打造完整产业链，终端应用多点开花

福瑞达医药+焦点福瑞达，两大主要子公司覆盖原料、化妆品及药品三大业务板块。公司于2018年收购鲁商集团旗下山东福瑞达医药100%股权，正式开启在生物医药及化妆品产业的布局。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，所属行业涉及药品、保健食品、功能性食品、化妆品、原料等。旗下拥有10余家控股子公司，其中主要子公司福瑞达生物工程主要经营化妆品业务，博士伦福瑞达主要经营眼科/骨科透明质酸药品，明仁福瑞达主营中成药。

表3：鲁商发展主要业务及业绩

业务板块	主要对应公司	持股比例	细分业务	对应品牌	对应公司业绩
化妆品	福瑞达生物工程	100%	玻尿酸护肤品、眼部护肤品、彩妆等	颐莲（玻尿酸护肤品）、善颜、瑗尔博士 眼部护肤：心生爱目 彩妆：UMT	20年净利润4618.3万元
	新疆伊帕尔汗香料	10%	香水、香氛、精油、护手霜等	伊帕尔汗	19年营收/净利润4419.1/544.4万元
药品：中成药	明仁福瑞达	60.71%	中药药品、化学药品、保健食品的研发、生产与销售	明仁、维固康、力虎、小明仁	20年净利润1819.8万元
药品：骨科&眼科	博士伦福瑞达	30%	玻璃酸钠系列产品，眼科药品、外科药品、皮肤科药品及内科药品	眼科：“润舒”、“润洁” 骨科：“施沛特”	净利润2.13亿
原料及添加剂	焦点福瑞达	60.11%	透明质酸原料生产、医疗器械等	食品级玻尿酸：玻小酸、天姿玉琢	20年归母净利润2461.2万元
	福瑞达生物科技	57.07%	食品添加剂，化妆品保湿原料等高科技生物发酵产品（亚洲龙头聚谷氨酸原料生产基地）	-	-

资料来源：公司官网、公司公告、浙商证券研究所

外延并购+内生增长，拉动生物医药板块业绩增长。2020年生物医药主营业务收入合计达14.77亿，同比增长42.1%，其中化妆品/药品/原料收入分别为6.89/4.98/1.98亿元，同比+119.8%/-17.0%/+189.7%。外延并购来看，公司2018年收购福瑞达医药集团，正式开启在生物医药板块的布局；2020年收购焦点福瑞达，贡献原料收入1.47亿。

表4：鲁商发展生物医药主营业务收入拆分（百万元）

	2018	2019	2020
化妆品收入	220.92	313.37	688.87
YOY		41.84%	119.83%
收入占比	2.50%	3.05%	5.06%
毛利率	62.21%	61.09%	59.14%
药品收入	508.27	599.23	497.51
YOY		17.90%	-16.98%
收入占比	5.76%	5.82%	3.65%
毛利率	65.82%	65.93%	61.65%
原料及添加剂收入	63.47	68.22	197.63
YOY		7.48%	189.70%
收入占比	0.72%	0.66%	1.45%
毛利率	38.35%	29.94%	46.68%
原料收入	-	-	147.28
添加剂收入	63.47	68.22	50.34
其他收入	65.82	58.15	92.83
YOY		-11.65%	59.63%
生物医药板块收入合计	858.48	1038.97	1476.83
YOY		21.02%	42.14%
收入占比	9.73%	10.10%	10.85%
毛利率	62.85%	63.44%	58.96%

数据来源：公司公告、浙商证券研究所

注：未纳入55万元的营业收入分部抵消

其他收入包括其他生物医药主营收入（2020年为4141万）及非主营收入（2020年为5141万）

内生增长来看，福瑞达医药连续3年超额完成业绩，增长迅猛。公司于2018年收购鲁商集团旗下山东福瑞达医药100%股权，对价为9.27亿元。福瑞达医药集团2020年营收/归母净利分别达13.08/1.06，对应2018-2020年CAGR分别达23.5%/69.3%，内生增长迅猛；2018-2020年扣非归母净利分别为0.31/0.73/0.90亿，连续三年超额完成业绩承诺。

表5：福瑞达医药集团营业收入及净利润（单位：亿元）

	2018	2019	2020
营业收入	8.58	10.39	13.08
YOY	-	21%	26%
归母净利	0.37	0.90	1.06
YOY	-	143%	18%
扣非归母净利润	0.31	0.73	0.90
承诺扣非归母净利润	0.25	0.56	0.85

数据来源：公司公告、浙商证券研究所

注：福瑞达医药集团为2018年12月底合并，由于同一控制下的企业合并视同合并后的报告主体在以前期间一直存在，在合并编制合并财务报表时，对财报的相关项目进行追溯调整

2.1. 透明质酸研发基底深厚，福瑞达药学院赋能全业务线

以山东省药学院为技术依托，透明质酸研发实力雄厚。集团每年投入1~2亿研发资金，成立了550人的研发团队，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、1个山东省服务业创新中心，与中国科学院上海药物所、浙江大学、美国明尼苏达大学、纽约州立大学等国内、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 3 项，国家科技进步三等奖 1 项，透明质酸研究开发水平国际领先。

山东省药学科学院是省属科研机构，主要承担化学药物、中药、天然药物、生物药物的研究与开发工作，汇集医药、化学、生物学等背景的专业研发工程师，并建有院士工作站和博士后科研工作站。2014 年成立山东省药学科学院化妆品研究所（化妆品原料研究室、配方研究室），其中资深化妆品配方工程师 7 名，高级研发工程师 5 名，研究员若干，已获得科技成果 15 项，拥有多项专利技术，成果转化率 90% 以上。

38 年专注玻尿酸研发与应用，“玻尿酸之父”凌沛学为集团创始人。集团创始人凌沛学博士自 1983 年开始进行玻尿酸研究，是玻尿酸国产化的领军人，截至 2019 年，凌沛学共计发表论文 396 篇；申请发明专利 299 项，转化 69 项，授权 138 项；出版著作 9 部。获得山东省最高科技奖、济南市最高科技奖以及 3 次获得国家科技进步奖，被誉为中国的“玻尿酸之父”。

表 6：山东福瑞达医药集团大事件

年份	事件
1983	福瑞达医药集团前身山东省商业科学技术研究所成立 凌沛学在山东医科大学研究院攻读生物药学，将玻尿酸作为主要研究方向
1986	山东省商业科学技术研究所组建生物药物研究室，开始对透明质酸的研究
1989	凌沛学带领科研团队获得“化妆品用玻尿酸的研制及应用研究”省科技进步三等奖和商业部科技进步三等奖
1991	博士伦福瑞达前身山东正大福瑞达制药有限公司成立
1998	合资成立“山东福瑞达生物化工公司”“山东福瑞达生物工程有限公司”。开始发展原料药和以透明质酸为原料的系列化妆品生产。
2000	福瑞达玻尿酸系列产品的研制获山东省重奖科技成果二等奖 用生物提取法生产玻尿酸项目通过国家验收，并获“九五”国家重点科技攻关计划优秀成果奖
2003	凌沛学创立国内第一个以玻尿酸为核心成分的护肤品牌——“颐莲” 福瑞达含有玻尿酸的滴眼液及其制作方法荣获山东省十大专利发明
2005	“山东福瑞达医药集团公司”成立
2007	凌沛学牵头成立山东省药学科学院，这是全国第一家省级药学科研机构，也是福瑞达医药集团的研究机构
2016	山东福瑞达生物工程有限公司研发的“硅烷化玻尿酸的制备及应用研究”荣获中国商业联合会科技进步一等奖（凌沛学为课题负责人） 山东福瑞达医药集团公司入选“国家企业技术中心”
2017	更名为山东福瑞达医药集团有限公司
2020	集团获批省级技术创新示范企业和省医养健康龙头企业、山东省高端品牌培育企业

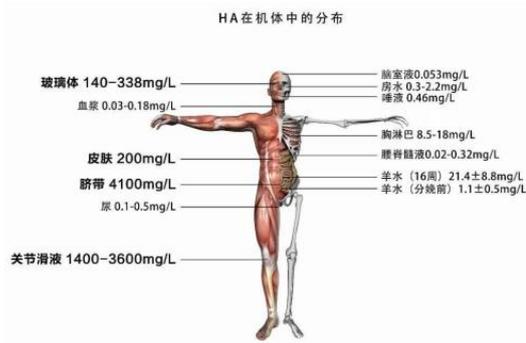
资料来源：山东福瑞达医药集团官网、网络公开资料、浙商证券研究所

2.2. 原料业务：收购焦点生物完善产业链

透明质酸作为人体抗衰重要成分在医疗、化妆品、食品领域应用广泛，19-23 年复合增速有望达到 18%。透明质酸（简称 HA，又名玻璃酸、玻尿酸）是存在于人体及动物组织中的一种天然直链多糖，人体中主要分布在眼玻璃体、关节、脐带、皮肤等部位，随着年龄增长人体内透明质酸含量将自然下降，导致皮肤老化、关节退化、动脉硬化、眼老化等症状。由于透明质酸良好的保水性、润滑性、黏弹性、生物降解性及生物相容性，在医药（骨科、眼科、普外科、泌尿外科、胃肠科、耳鼻喉科、口腔科、整形外科、皮肤科）、化妆品及功能性食品中应用广泛。根据 Frost&Sullivan，2018 年，全球透明质酸原料销量达到 500 吨，14-18 年 CAGR 达到 22.8%，未来 5 年继续保持 18.1% 复合增长率，2023 年销量有望达到 1150 吨；细分来看，截至 2018 年全球食品/化妆品/医药级透明质酸原料销

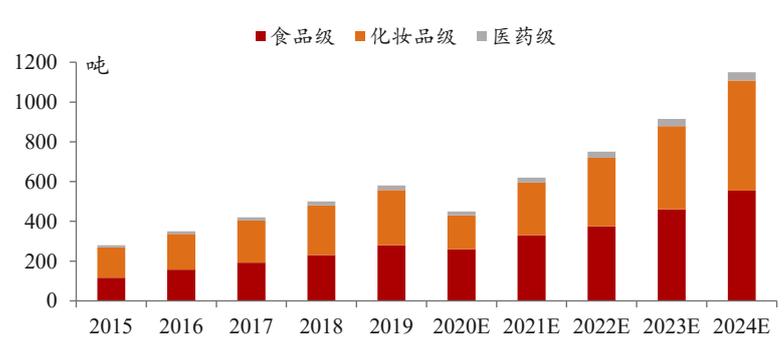
量分别达到 230/250/20 吨，预计 2023 年全球销量可分别增长至 654/455/41 吨。

图 6：透明质酸（HA）在人体中的分布



数据来源：华熙生物招股说明书、浙商证券研究所

图 7：透明质酸全球销量及增长



数据来源：Frost&Sullivan、浙商证券研究所

2.2.1. 焦点福瑞达：全球第二的透明质酸原料产商，产能持续升级

焦点生物作为国内透明质酸原料龙头之一，目前在全球透明质酸销量位列第二。1) 化妆品级、食品级原料：公司透明质酸产量主要集中在化妆品级和食品级领域。2019 年之前产能 120 吨/年，其中 60%左右出口至日本、美国、欧盟等地，2019 年 11 月建成年产 300 吨透明质酸钠生产线并投入试生产，现阶段共有化妆品级和食品级生产能力合计 420 吨/年。2) 医药级原料：目前国内医药级 HA 原料主要供应商为华熙生物、众山生物等，市场集中度相对较高，在此背景下，焦点生物也在积极扩张其在医药级原料的生产目前，医药级 GMP 资质正处于审核过程中，预期审核通过将补充医药级透明质酸产能。

焦点生物利润体量不大，收购的核心意义在于完善透明质酸上游产业链布局。焦点生物由于在管理、研发等费用的投入，以及其主要生产的原料属于附加值较低的化妆品类、食品类，毛利率相比其对标公司华熙生物较低，但随着公司近几年产能不断扩增，规模效应明显，且其生产重心慢慢转向毛利率稍高的化妆品级原料，2018 年毛利率大幅提升，达到 48.36%（同比+12 个百分点）。鲁商发展在 2019 年以 2.58 亿元收购焦点生物 60.11% 股权，其收购之意主要在于填补透明质酸原料生产环节的空缺，一方面可为其福瑞达医药旗下化妆品的透明质酸原料采购提供新的自主采购通道；一方面医药级 HA 生产线的建成投产也可能成为福瑞达医药旗下滴眼液级和注射液级透明质酸原料的潜在采购渠道，完善上游产业链布局。

2021 年开启玻尿酸食品布局，推出天姿玉琢、玻小酸等。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。

图 8：2019 全球透明质酸市占率（以销量计）



数据来源：Frost&Sullivan、浙商证券研究所

表 7：焦点福瑞达利润表摘要（单位：百万元）

	2016	2017	2018	2020	2019H1	2020H1
营业收入	70.99	73.23	116.49	168.63	72.50	77.63
YOY		3%	59%			7%
透明质酸收入	36	39	87		59	
毛利率	56%	43%	60%		54%	
收入占比	51%	54%	75%		82%	
营业成本	48	47	60		39	
毛利率	33%	36%	48%		47%	
净利润	8.42	10.31	28.56	40.95	14.88	23.83
YOY		22%	177%			60%
净利率	12%	14%	25%	24%	21%	31%
归母净利润				24.61		14.32

数据来源：公司公告、浙商证券研究所

注：焦点福瑞达的股权于 2020 年 1 月 19 日取得，净利率按其归母净利率/60.11% 计算

2.2.2. 福瑞达生物科技：γ-聚谷氨酸等多种生物发酵产品储备中

原料储备丰富，γ-聚谷氨酸等壮大原料业务版图。福瑞达生物科技为福瑞达医药集团子公司，公司间接持有其 57.07% 股份。福瑞达生物科技以山东省药学科学院为技术依托，主要致力于生物防腐剂和化妆品原料的研发、生产和销售，产品覆盖纳他霉素、乳酸链球菌素等食品添加剂；多聚湿、聚谷氨酸、依克多因等化妆品功效原料；以及普鲁兰多糖（药用级）药用原辅料，产品应用广泛，协同焦点生物壮大公司原料业务布局，助力公司化妆品、食品及医药业务发展。

表 8：化妆品类生物发酵原料储备

名称	特性	提取方式	来源	原理	功效	应用产品
γ-聚谷氨酸	水溶性好，具有良好的保水能力，肤感滑而不腻。	微生物发酵技术	纳豆中发现的一种大分子聚合物	以谷氨酸为结构单元，通过酰胺键形成的同构型多肽生物高分子。目前发现的唯一能够促进更多天然保湿因子蓄积的化妆品原料。	高分子聚谷氨酸：长效保湿，改良肤感。可单独使用，也与透明质酸复配，改善透明质酸的黏腻肤感 低分子聚谷氨酸：美肤亮白，深层保湿。温和抑制酪氨酸酶活性，减少黑色素产生；抗氧化和色素沉着。	面膜、膏霜、乳液、精华、洗面奶、洗护发等产品
普鲁兰多糖	高分子生物多糖，无色，具有良好的成膜性		高分子生物多糖	普鲁兰多糖水溶液可在皮肤表面成膜，可带给皮肤紧绷的肤感，阻氧透湿。普鲁兰多糖粘度低，但粘附率高，可用于睫毛膏等产品。	保湿增稠、物理抗皱	眼霜、抗皱精华、睫毛膏（轻松拉长睫毛，自由定向）
酵母菌发酵产物滤液（索颜 TM 亮肤液）	加速成纤维细胞分裂，减少黑色素生成	福瑞达专研科技	富含甘露聚糖、银耳多糖、成纤维细胞生长因子、多肽及多种氨基酸		抗衰护肤，减少黑色素生成，使肌肤具有自然光泽	抗衰护肤，光亮肌肤的产品

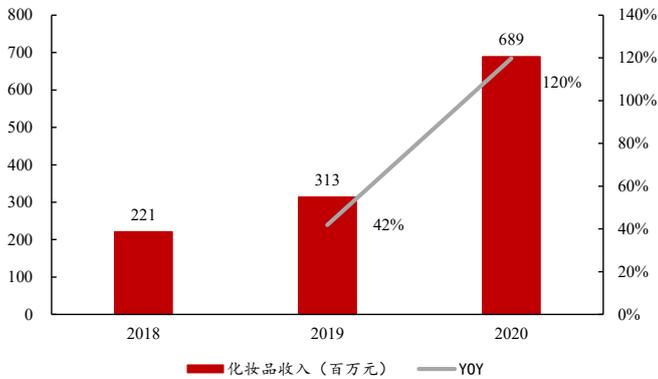
资料来源：公司官网、浙商证券

2.3. 化妆品业务：药企基因赋能功能性护肤，品牌矩阵完善

颐莲、瓊尔博士、善颜等 11 个品牌构建化妆品矩阵，2020 年化妆品实现 6.9 亿元收入。2018 年鲁商发展通过收购福瑞达医药集团，间接控制山东福瑞达生物工程有限公司，布局化妆品业务，2020 年通过股份回购实现 100% 控股。公司旗下目前拥有颐莲、瓊尔博士、善颜、UMT、伊帕尔汗等 11 个品牌，以颐莲为主，贯彻“一托多”、“一带多”的多品牌发展战略及以产品差异化战略，打造协同型的品牌集群。1) 线上渠道贡献主要营收，各渠道均实现增长：2020 年化妆品板块实现销售收入 6.9 亿元（+119.8% YoY），其中线

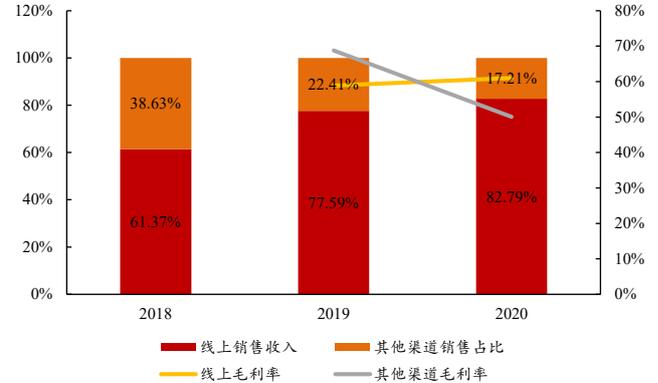
上渠道实现营收 5.7 亿元(+134.6% YoY), 占比 82.8%; 其他渠道实现营收 1.2 亿元(+68.8% YoY), 占比 17.2%; 2) 疫情影响下毛利率小幅下滑: 2020 年化妆品业务毛利率 59.14 (-2.0% YoY), 其中线上渠道毛利率 61.02%(+2.15% YoY), 其他渠道毛利率 50.09%(-18.7% YoY), 整体毛利下滑主要系疫情原因线下业务开展受阻, 多次促销客单价下降。

图 9: 2020 年化妆品同比增长 120%至 6.9 亿元



数据来源: Wind、浙商证券研究所

图 10: 2020 年化妆品业务线上销售占比超 8 成



数据来源: Wind、浙商证券研究所

药企基因赋能产品打造+营销升级。 1) 以医药沉淀赋能化妆品研发迭代: 公司依托国家级新药大平台, 坚持用制药的理念进行化妆品研发与打造, 福瑞达医药集团内部皮肤科博士+山东省药学院科研实力, 为公司产品提供强有力的产品人才与产品研发保障, 2020 年公司开发、创新、在研化妆品原料产品 9 个、3 个、22 项, 各品牌 100 余款肌肤护理产品实现推新上市。2) 专业人士共同背书打造“功能性护肤”新锐品牌: 公司积极与院线医生、业内人士及专业美妆 KOL 合作, 推出创始人凌沛学教授进行直播带货, 主办首届“皮肤微生态首届美妆&皮肤科医生跨界大会”, 与 CBE 中国美博会共同主办“功效元年精准护肤大会”, 扩大美妆护肤行业影响力, 借专业之力, 为品牌提供背书, 迎合当下备受消费者推崇的“功能性护肤”之风, 塑造强化旗下品牌高品质、可信赖的专业形象。

2.3.1. 核心品牌颐莲: 最早的国产玻尿酸护肤品牌, 科技力领先

38 年专研路, 开创玻尿酸护肤先河。 2003 年, “中国玻尿酸之父” 凌沛学依托福瑞达玻尿酸研发实力, 创立“颐莲”品牌, 开启玻尿酸护肤时代。凭借“安全成分配方”的品牌理念, 颐莲以玻尿酸智能保湿科技为核心, 以药企标准做生产和品控, 自 2004 年推出首支玻尿酸护肤品至今, 已打造丰富产品系列、扎实产品实力以及良好用户口碑。

表 9: 颐莲发展历史

年份	事件
2003	凌沛学创立国内第一个以玻尿酸为核心成分的护肤品牌——“颐莲”
2004	颐莲推出首支玻尿酸护肤品
2008	一代玻尿酸原液诞生
2011	颐莲在产品中添加更多低分子量玻尿酸, 让玻尿酸原液更全面、更立体地解决肌肤问题
2015	SHAC 硅烷化玻尿酸的肌初赋活原液诞生, 不仅激发肌肤自身防护力, 更有效深入滋养肌底
2016	将 PGA 聚谷氨酸与玻尿酸融合, 推出首款水光肌日抛原液
2018	2018 年— 实现回款 2.2 亿元, 玻尿酸喷雾年销售额过 1800 万, 进入天猫国货 TOP10。
2020	玻尿酸护肤新一代研发升级, 新产品涵盖保湿、补水、抗皱、修护屏障等抗衰老功效
2021	颐莲斩获天猫金妆奖。颐莲玻尿酸补水喷雾: 金妆奖年度化妆水(单品类奖)、颐莲维 A 醇精华液金妆奖: 年度超级成分奖

资料来源: RELLET 颐莲官网、网络公开资料、浙商证券研究所

大单品提升品牌知名度，高性价比定位抢占大众消费者市场。 颐莲品牌深耕玻尿酸产品研发，在推崇“科技美肤”的同时，聚焦中低价格带，推出系列产品，使玻尿酸护肤理念成为可负担的护肤选择。1) 产品系列丰富，大单品倍受认可：品牌拥有肌初赋活系列、透明质酸保湿系列等 7 大系列产品，在补水、美白、抗老等功效上均有布局，2021 年，旗下产品颐莲玻尿酸补水喷雾、颐莲维 A 醇精华液强势斩获天猫金妆奖年度化妆水（单品类奖）、年度超级成分（A 醇），备受消费者认可。2) 中低档位价格区间，产品性价比高：喷雾、精华两大单品领衔，天猫旗舰店产品约 60 款，品牌产品主要集中于 100 内、100-150 两个价格段，极富性价比优势。

图 11：颐莲玻尿酸补水喷雾赢得天猫金妆奖



数据来源：颐莲天猫旗舰店、浙商证券研究所

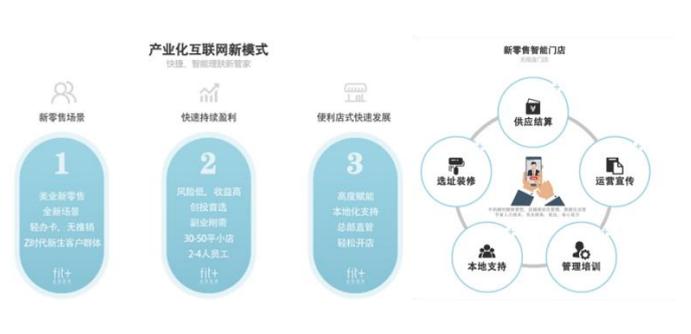
图 12：颐莲维 A 醇精华液赢得天猫金妆奖



数据来源：颐莲天猫旗舰店、浙商证券研究所

聚焦品牌文化营销，实现新营销突破。 1) 解锁新零售场景，创新渠道建设：除对原有天猫、京东等线上渠道，以及化妆品专卖店、KA 渠道等持续建设外，颐莲积极拓展新零售渠道，与“适加智美”品牌达成战略合作，解锁美业新零售场景，旨在通过适加为消费者提供高效性价比的产品与美容服务。2) 品牌文化营销助力扩大销售：2021 年，颐莲品牌从产品促销模式转向品牌文化营销，通过与颐和园、《簪花仕女图》等国风 IP 跨界合作；赞助《知否知否应是绿肥红瘦》等电视剧；抖音、小红书等短视频、软文、直播带货，深挖现有社群及直播资源，围绕品牌文化内核建立联系，吸引年轻客群。

图 13：颐莲新零售模式包括产业化互联网+智能门店



数据来源：颐莲品牌官网、浙商证券研究所

图 14：颐莲与国风 IP 跨界合作



数据来源：颐莲天猫旗舰店、浙商证券研究所

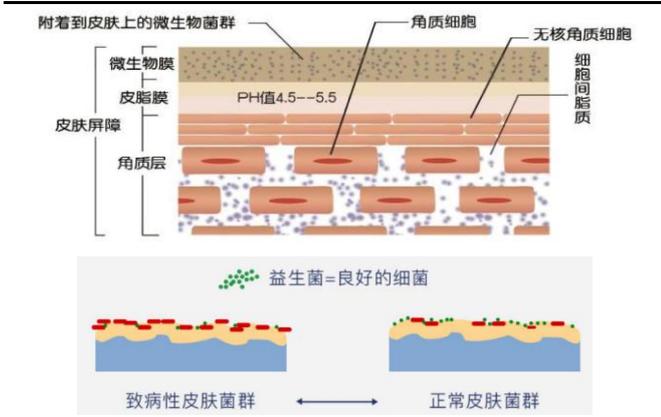
2.3.2. 其他品牌：差异化定位，多品牌全面覆盖消费者需求

公司在化妆品版块推行产品差异化战略，在主品牌颐莲外拓展新锐品牌，打造高端品牌，布局善颜、瓊尔博士、UMT 等品牌，分别定位高端定制、微生态科学护肤、奇幻 U 次元彩妆等，形成差异化品牌矩阵。

➢ **瓊尔博士：微生态科学护肤先发者，踩稳市场热点。** 目前微生态在化妆品中的应用仍处于初期，国内外优质品牌纷纷涉足布局，瓊尔博士于 2018 年创立之初便瞄准

“微生态护肤”概念，专注肌肤微生态平衡护理，重点布局高端系列产品，为轻医美肌肤护理连锁品牌，2021 在天猫益生菌护肤细分品类中拔得头筹。

图 15：微生态护肤原理



数据来源：网络公开资料、瓊尔博士天猫旗舰店、浙商证券研究所

图 16：瓊尔博士皮肤颜究院



数据来源：公司公告、浙商证券研究所

- **善颜：数字化赋能量肤定制，主打高端护肤。**善颜成立于 2004 年，主打“量肤定制，一人一方”，依托东方女性皮肤数据研究平台及福瑞达功效测评实验室数据，积累 20 万临床案例及大数据，为精准肌肤护理高端品牌。目前善颜体验店已覆盖北京、广州、深圳、成都、济南、青岛等十余个城市。2021 年，善颜品牌将进一步建设东方女性肌肤大数据平台，专注精准高端护肤，提高拓店速度，抢占市场。

图 17：善颜体验店



数据来源：善颜官网、浙商证券研究所

- **UMT：定位 Z 世代精致底妆。**UMT 成立于 2020 年，聚焦养肤底妆细分市场，定位“精致底妆”，与 Z 世代共创新生，精准洞察消费者无畏的理想主义，以“无色限·无歧视·无污染”3U 法则进行产品开发，塑造小众、高品质形象，并以底妆品类的场景化视频推广为切入点，重点打造主推品。
- **涇润：定位弱敏修复，聚焦敏感肌市场。**针对弱敏感肌的潜在需求，2018 年涇润品牌应运而生，专注弱敏肌肤修复，主打配方精简、温和低敏、安全有效的面膜及精华产品，完善公司差异化产品体系。该品牌通过头部达人的短视频合作和直播带货，拉动天猫店销售，2021 年将继续与经销商加强合作，利用经销商能力拓展销售规模。

图 18: UMT 彩妆定位精研养肤底妆



数据来源: UMT 天猫旗舰店、浙商证券研究所

图 19: 诠润护肤聚焦敏感肌温和修复



数据来源: 诠润天猫旗舰店、浙商证券研究所

2.3.3. 入局香料香氛赛道: 扩展新的业务增长点

参股新疆伊帕尔汗布局精油芳香领域, 健康美业版图再下一城。2020 年 9 月, 公司旗下福瑞达医药集团联合福瑞达养老发展(山东省鲁商福瑞达养老发展有限公司是山东省商业集团有限公司的全资子公司, 是鲁商发展的关联企业), 共同向伊帕尔汗进行增资, 其中福瑞达医药集团认购其注册资本占比 10%, 福瑞达养老发展占比 41%, 此次交易的完成, 加快了福瑞达医药进入精油芳香行业, 以及凭借伊帕尔汗旗下彩虹瓶精华液、薰衣草精油等产品拓展香水、香氛高端化妆品市场的进程, 丰富公司产业链及产品布局。

伊帕尔汗地处中国薰衣草之乡, 专注天然香氛。伊帕尔汗创立于 2006 年 3 月, 地处新疆伊犁河谷“中国薰衣草之乡”, 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。

1) **种植+研发+生产+销售, 打造薰衣草产业链:**公司拥有薰衣草、椒样薄荷等 10 万亩天然香料种植基地, 以天然香料薰衣草为核心, 持续投入对薰衣草性质及新功效的开发, 已研制出 4 大类 12 个系列 120 多种产品, 覆盖日化、布饰、食品等多个领域; 渠道方面, 线上自设电商公司, 线下直销、代理商、特许加盟店等方式相结合, 实现薰衣草全产业链布局。2019 年实现营业收入 4419 万元, 净利润 544 万元。

2) **拓展观光体验业务, 创建文化产业园:**依托薰衣草产业链与新疆丰富旅游资源, 公司拥有国家 4A 级旅游景区, 在主营业务外可提供薰衣草观光及机票预订等服务, 薰衣草文化产业园项目也预计于今年建成并投入使用, 旅游观光业务的开发有助于吸引客流、提高品牌知名度, 以反哺主营业务利润与营收。

图 20: 伊帕尔汗布局 120 余种天然香料系列产品



数据来源: 天猫、浙商证券研究所

2.4. 医药业务：博士伦福瑞达+明仁福瑞达驱动医药发展

公司旗下的医药板块主要由持股 30%的博士伦福瑞达以及持股 60.71%的明仁福瑞达构成。其中，博士伦福瑞达主要从事眼科、骨科透明质酸产品研究，在市场上处于领先地位。眼科产品有知名品牌“润舒”“润洁”，用于治疗干眼症；骨科的代表性产品为用于治疗骨关节炎的注射类药物“施佩特”。明仁品牌专业从事中成药以及保健食品的研发，产品涵盖骨科、儿科、妇科、内科、眼科五大领域。

博士伦福瑞达：眼科/骨科双管齐下，占据行业领先地位。博士伦福瑞达作为博士伦在中国的三家独立运行公司之一，继承了博士伦在眼睛保健领域百年沉淀的声誉与品质保障，现主要从事透明质酸眼科和骨科药物的生产与研发。2018 年，鲁商发展通过福瑞达医药集团间接持有其 30%股份，涉足眼科及骨科领域。2020 年博士伦福瑞达营收、净利润双双提升，全年实现营收 6.5 亿 (+9.9% YoY)，净利润 2.1 亿 (+55.6% YoY)，鲁商发展享有投资收益 6380 万 (+53.2% YoY)，主要系公司克服疫情影响，积极促销。

图 21：2018-2020 博士伦福瑞达营业收入及净利润



资料来源：Wind、浙商证券研究所

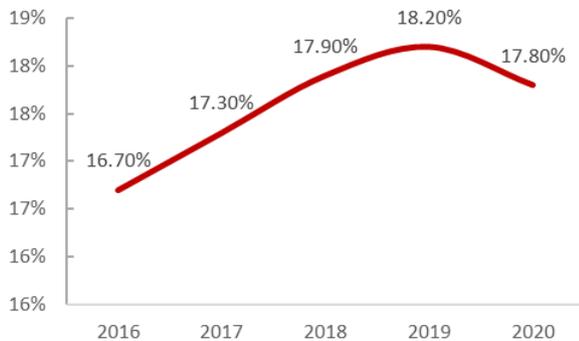
图 22：博士伦福瑞达旗下“润舒”、“润洁”滴眼液



资料来源：淘宝、浙商证券研究所

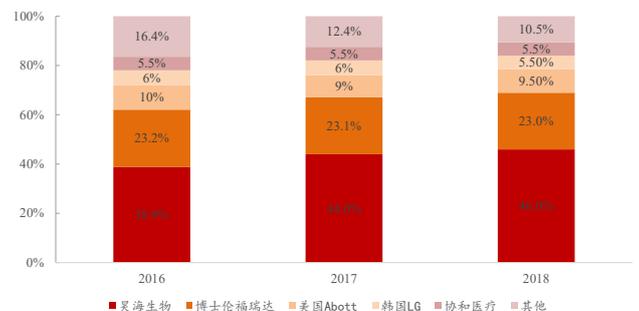
1) **眼科：**旗下拥有“润舒”、“润洁”两大代表性品牌，其中“润舒”首次在国内提出缓解视疲劳概念，为眼干、眼涩、红血丝等症状提供解决方案；“润舒”则主打抗菌消炎，主适应症覆盖沙眼、角膜炎、白内障等，是国内眼科制剂领域首个销售过亿的品种；此外，由于兼具高生物相容性与支撑作用，透明质酸粘弹剂也常常被用于以白内障手术为主的临床操作中，2018 年，博士伦福瑞达以 23%的市占率位居眼科手术透明质酸产品行业第二，未来随老龄化进程加剧，有望享受更大的市场。

图 23：中国 60 岁及以上人口占比



资料来源：国家统计局、浙商证券研究所

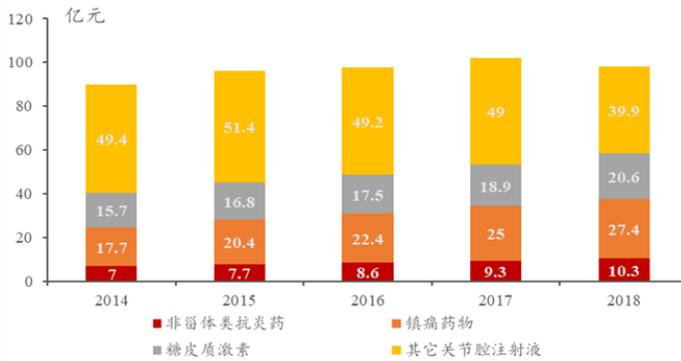
图 24：中国眼科手术透明质酸产品市场份额占比



资料来源：弗若斯特沙利文、浙商证券研究所

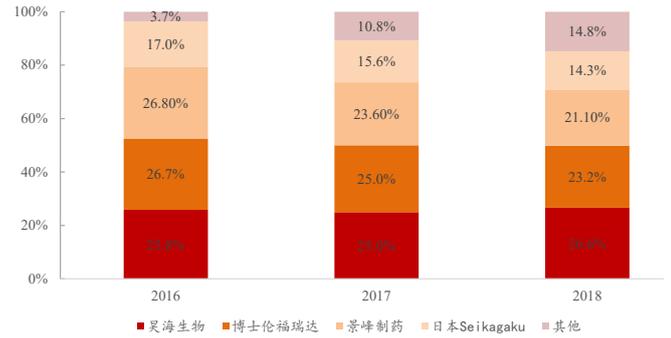
2) 骨科: 公司拥有知名品牌“施沛特”, 代表产品为处方药物玻璃酸钠注射液, 主要用于膝骨关节炎、肩周炎的治疗, 是中国骨科关节腔注射治疗 OA、RA 的领导品牌, 在骨科治疗透明质酸注射液市场也处于领先地位, 16-18 年分别占据 26.7%/25%/23.2% 的市场份额。2018 年中国治疗骨关节炎注射类药物市场规模达 98.2 亿元, 14-18 年四年间其它关节腔注射药物市场减少约 9.5 亿元, 而其中 HA 注射液凭借可保护病损软骨且不良反应较少仍持续保持稳定增长, 14-18 年 CAGR 0.6%, 在前景广阔的市场背景下, 公司骨科产品未来增势值得期待。

图 25: 骨科治疗各类产品规模



资料来源: 卫计委《2018 中国卫生健康统计年鉴》、浙商证券研究所

图 26: 中国骨科透明质酸液市场占比

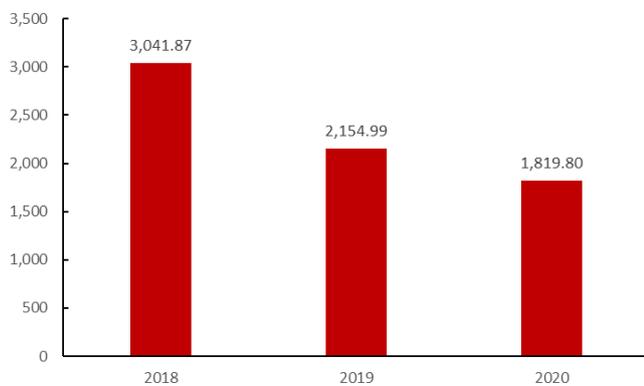


资料来源: 弗若斯特沙利文、浙商证券研究所

明仁福瑞达: 以中成药为基础, 研发实力强劲。明仁福瑞达始建于 1998 年, 专业从事中药、化学药、保健食品的研发、生产与销售, 2018 年, 鲁商发展通过收购福瑞达医药集团间接持有其 60.71% 股份实现控股。2020 年, 公司实现净利润 1820 万 (-15.6% YoY)。

1) 研发实力强劲: 公司始终坚持“产学研相结合”的发展战略, 拥有中药单体及有效部位提取分离纯化、缓控释、β-环糊精包合等核心技术, 并以中成药为基础拓展创新药物研究, 年研发投入超过 6%; 与此同时, 先后主持和承担国家及省部级科研课题 20 项, 获国家授权发明专利 18 项且产品转化率高达 100%。

图 27: 明仁福瑞达 2018-2020 年净利润



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图 28: 明仁福瑞达四大品牌



资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

2) **产品系列丰富**: 多年研发积累塑造公司优质的产品体系, 从适应症角度看, 公司现有 20 个独家产品、101 个产品文号、8 个大剂型, 覆盖骨科、妇科、降糖脑血栓等多个领域; 从品牌角度看, 公司现有“明仁”、“维固康”、“力虎”、“小明仁”四大品牌, 分别以颈痛颗粒、维固欣胶囊、麝香壮骨膏、小儿解感颗粒为各自主打产品, 其中“明仁”颈痛系列产品是国家唯一治疗神经根型颈椎病的中成药, 2020 年初“小明仁”旗下小儿解感颗粒被山东省卫健委列为儿童新冠医学观察期及初期中医治疗的推荐用药。

3) **营销网络布局广泛强大**: 公司拥有超过 600 家经销商及多个办事处, 销售网络遍布全国各地, 实现 1000 余家连锁药店、20000 余家终端门店及 7000 余家基层医疗机构的终端覆盖, 强化企业竞争力。

图 29: 明仁福瑞达拥有遍布全国的经销网络



数据来源: 明仁官网、浙商证券研究所

3. 房地产板块: 企业基石, “健康两链” 赋能转型升级

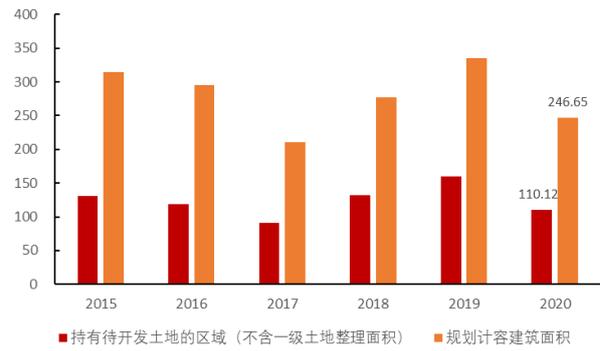
深耕多年, 地产业务为企业发展基石。以 2018 年为界, 鲁商发展通过收购从传统房企迈向地产、大健康齐力发展的新阶段。凭借房地产开发与经营管理经验, 公司已形成省内以济南、青岛为核心, 重点布局烟台、菏泽等; 省外不断拓展北京、重庆等省市的分布格局, 并形成精品住宅、城市综合体、大型购物中心、高端写字楼、星级酒店等产品系列。在 2018 年转型元年, 公司累计地产开发项目 40 余个, 2020 年荣获“中国房地产综合开发专业领先品牌价值 TOP10”表彰。2020 年公司持有待开发土地面积 (不含一级土地整理面积) 110.1 万平方米, 布局余青岛、烟台、哈尔滨等省内外 8 个城市, 规划计容建筑面积达 246.7 万 m²; 全年实现新开工 188.13 万 m², 新获取烟台三滩一号 B 地块、临沂金悦城二期等四个项目, 推动房地产业务稳健发展。

图 30：青岛·鲁商蓝岸丽舍



数据来源：公司官网、浙商证券研究所

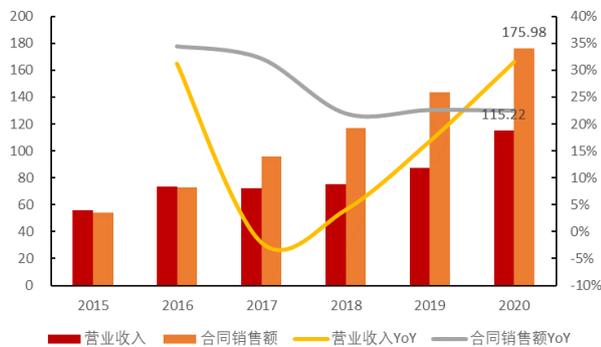
图 31：2015-2020 鲁商发展房地产储备情况（万平方米）



数据来源：公司公告、浙商证券研究所

主业地位不动摇，省内、普通住宅成销售主力。 1) 持续贡献主要营收，为大健康产业提供充裕资金支持：2020 年，公司健康地产板块实现合同销售额达 176 亿元，房地产销售收入 115 亿 (+31.5% YoY)，营收占比虽小幅下降至 84.6% (-0.5% YoY)，但仍保持营收主体地位，并凭借逐年增长毛利为新业务发展提供资金保障。2) 普通住宅 2019 年占地产营收比重高达 72.2%：从类型上看，公司房地产业务可分为普通住宅、高档住宅及商业销售三类，毛利率依次升高，其中普通住宅销售收入占房地产业务总营收比稳定保持 50% 以上，2019 年以 63.2 亿元占比升至 72.2%，成为当之无愧的销售主力。3) 省内销售占比提升明显：主要集中在以济南、青岛、临沂等城市为代表的省内，以及较为发达的重庆、哈尔滨等省外地区。2018-2020 年，省内销售收入及占比双双提升，2020 年实现收入 99.7 亿 (+54.1% YoY)，占房地产业务比重达 86.6% (+12.7% YoY) 提升明显。

图 32：2015-2020 地产板块合同销售额、营业收入（亿元）



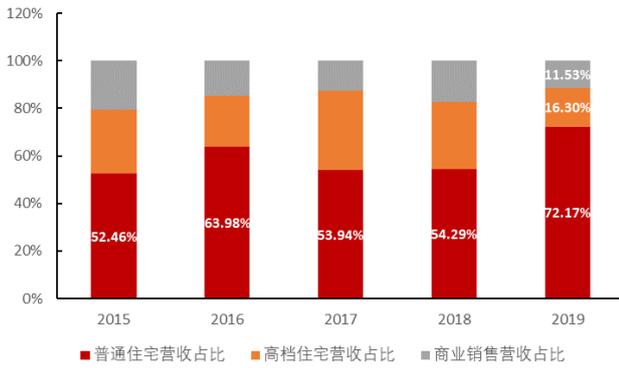
资料来源：Wind、公司公告、浙商证券研究所

图 33：2015-2020 房地产业务毛利率及营收占比情况



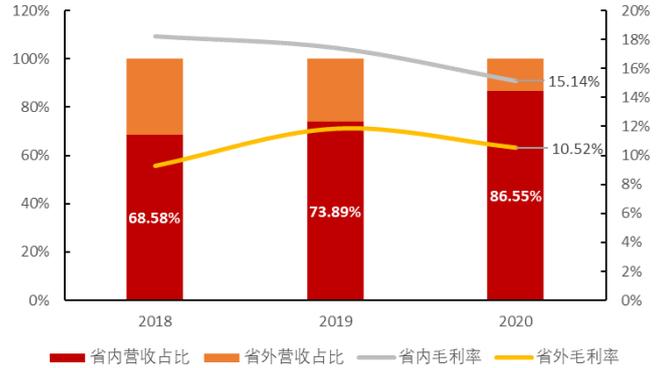
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 34：普通住宅营收占地产业务总营收超 50%



资料来源：Wind、公司公告、浙商证券研究所

图 35：2018-2020 房地产业务省内外营收占比及毛利率



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

打造“健康两链”：应对房地产调控政策，促进大健康与房地产业务融合。做为国民经济的重要行业，近年来房地产调控政策持续深化，“房住不炒”、“租购并举”、“因城施策、分类调控”，政策收紧的同时随城市化率提升等因素影响房地产行业发展的基础依然存在，但行业内公司若想持续发展仍需统筹布局并寻求突破。公司凭借自身房地产业务优势与前瞻性的视角，布局“健康城市建设生态链”及“健康管理服务链”建设。健康城市建设生态链方面，发展代建业务并已成为省内最大的龙头代建企业，与此同时涉足商业运营、绿色能源、园林绿化、物业管理等业务；健康管理服务链则以福瑞达健康投资有限公司为依托，涵盖社区居家养老服务、养老机构服务等业务范畴。两链的打造，使得房地产开发链得以进一步延伸并实现大健康业务的融合，随多元产业协同发展的深入推进，将为企业地产及企业大健康转型提供不竭动力。

图 36：鲁商发展健康城市建设生态链



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 37：鲁商发展健康管理服务链



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

4. 盈利预测及投资建议

化妆品业务：化妆品业务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。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。1) 收入端：颐莲打造喷雾等大单品，积累较优质的客户口碑，并积极布局玻尿酸+富勒烯新成分，预计保持高速增长；同时瑗尔博士、善颜等品牌迅速发力，预计未来三年各渠道销售均维持较快增速。2) 盈利端：核心品牌颐莲定位大众化护肤，毛利率约 60%，

随着善颜、瑗尔博士等高端品牌放量，预计将带动客单价提升，毛利率也随之逐步提升到60%以上水平，预计2021-2023年化妆品毛利率分别为62%、63%、64%。

医药业务：预计眼骨科玻尿酸产品行业增长稳健，公司市占率变化不大，2021-2023年医药业务增长保持平稳，随着疫情影响逐渐消除，预计未来保持10%左右增长，毛利率也稳定在约62%的水平。

原料业务：考虑到食品级玻尿酸添加政策放开和功能性化妆品行业的蓬勃发展，公司2019年11月建成年产300吨透明质酸钠生产线并投入试生产，现阶段共有化妆品级和食品级产能420吨/年。1) 收入端：我们认为公司原料业务规划产能将得到有序释放，2021-2023年原料业务收入有望维持35%-55%增速，直至新增300吨产能的利用提升至行业理想水平。2) 盈利端：化妆品级玻尿酸原料毛利率通常高于食品级，结合焦点生物毛利率提升的历史表现和化妆品行业高景气度，预计化妆品级玻尿酸原料占比有所提升，带动原料业务盈利能力增强。预计2021-2023年原料毛利率分别为48%、49%、50%。

房地产业务：1) 政策端：从长远看，城市的更新升级、人口结构的调整 and 变化、住房改善的需求等因素影响，房地产行业发展的基础依然存在。2) 收入端：公司积极布局“健康城市建设生态链”及“健康管理服务链”建设，两链的打造，使得房地产开发链得以进一步延伸并实现大健康业务的融合。公司累计开发生态健康项目40余个，省内以济南、青岛为核心，重点布局临沂、泰安、烟台、济宁、菏泽、潍坊、淄博等城市，省外已布局至北京、上海、重庆、黑龙江等省市，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。积极探索城市更新业务蓝海，全面实施以“城市复苏计划”为核心的城市更新行动，发起城市更新联盟、城市更新基金和城市更新研究院。公司还积极开展项目代建业务，打造鲁商代建品牌。同时涉足招商运营、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，预计未来房地产业务保持双位数增长。3) 盈利：房地产政策在坚持房住不炒的大基调下，稳定土地及房地产市场，预计成交均价平稳，毛利率整体稳定。

表 10：鲁商发展盈利预测驱动因素拆分（单位：百万元）

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	10289	13615	16412	19636	23292
Yoy	16.64%	32.33%	20.54%	19.64%	18.62%
毛利率	21.07%	20.33%	20.99%	21.94%	22.71%
归母净利润	345	639	700	814	1002
一、生物医药板块					
化妆品收入	313	689	1240	1860	2511
yoy	41.84%	119.83%	80.00%	50.00%	35.00%
占比	3.05%	5.06%	7.56%	9.47%	10.78%
毛利率	61.09%	59.14%	62.14%	63.00%	64.00%
药品收入	599	498	547	602	662
yoy	17.90%	-16.98%	10.00%	10.00%	10.00%
占比	5.82%	3.65%	3.33%	3.07%	2.84%
毛利率	65.93%	61.65%	62.00%	62.00%	62.00%
原料及添加剂收入	68	198	306	429	579
yoy	7.48%	189.70%	55.00%	40.00%	35.00%
占比	0.66%	1.45%	1.87%	2.18%	2.49%
毛利率	29.94%	46.68%	48.00%	49.00%	50.00%
生物医药板块收入小计	981	1384	2094	2891	3752
二、房地产板块					
房地产销售收入	8759	11522	13532	15873	18571
yoy	16.79%	31.55%	17.45%	17.30%	17.00%
占比	85.12%	84.62%	82.45%	80.84%	79.73%
毛利率	15.97%	14.52%	14.52%	14.52%	14.52%
物业管理收入	279	360	434	515	605
yoy	6.89%	29.01%	20.40%	18.77%	17.50%
占比	2.71%	2.65%	2.64%	2.62%	2.60%
毛利率	6.12%	29.22%	13.60%	16.31%	19.71%
酒店收入	65	61	58	56	56
yoy	-7.99%	-6.60%	-5.00%	-3.00%	0.00%
占比	0.63%	0.45%	0.35%	0.28%	0.24%
毛利率	81.70%	76.78%	80.09%	79.52%	78.80%
房地产板块收入小计	9103	11943	14023	16444	19233
三、其他业务收入					
占比	2.00%	2.12%	2.12%	2.08%	2.11%

数据来源：WIND、浙商证券研究所

公司形成了“生物制药+生态健康”的双轮驱动战略格局，考虑到房地产和生物医药业务差异性较大，因此采用分部估值方法，具体如下：

1) 房地产板块：预计 2021 年收入 140.23 亿元，归母净利率预计 3.4%，对应归母净利润约 4.77 亿元。根据万科 A、保利地产、金科股份和金地集团的平均估值，给予鲁商发展房地产板块 2021 年 5-6 倍 PE，对应市值约 23.9-28.6 亿元，取中值 26 亿元。

2) 生物医药板块：预计 2021 年公司归母净利润 7 亿元，其中房地产板块预计实现归母净利润 4.77 亿元，则生物医药板块预计实现归母净利润 2.23 亿元。考虑到华熙生物是玻尿酸市占率 TOP1 的龙头，2021 年 PE 为 145 倍。鲁商发展玻尿酸原料和护肤品的

市占率低于华熙生物，医药级玻尿酸产能布局节奏慢于华熙生物，此外也未布局注射医美市场，给予 60% 估值折价，即 2021 年合理 PE 为 $145 \times 0.6 = 87$ 倍。则公司生物医药板块对应市值为 $2.23 \times 87 = 194$ 亿元。

盈利预测及投资建议： 综上，我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 7 / 8.14 / 10.02 亿元，归母净利润同比增速分别为 9.60% / 16.29% / 23.11%。采用分部估值法，预计房地产板块市值 26 亿元，生物医药板块市值 194 亿元，合计 220 亿元。当前市值 170 亿元，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 11：估值同业比较

行业	上市公司	市值 (亿元)	归母净利 (亿元)				归母净利 YOY				PE			
			2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
标的	鲁商发展	170	6.39	7.00	8.14	10.02	85%	10%	16%	23%	27	24	21	17
玻尿酸	华熙生物	1,176	6.46	8.11	10.96	14.09	10%	26%	35%	29%	182	145	107	83
	昊海生科	302	2.30	4.42	5.86	7.57	-38%	92%	33%	29%	131	68	51	40
	均值										157	107	79	62
	贝泰妮	1,079	5.44	7.95	11.03	14.67	32%	46%	39%	33%	198	136	98	74
化妆品	珀莱雅	348	4.76	5.98	7.40	9.01	21%	26%	24%	22%	73	58	47	39
	丸美股份	228	4.64	5.59	6.57	7.55	-10%	20%	18%	15%	49	41	35	30
	上海家化	378	4.30	5.15	7.81	10.43	-23%	20%	51%	34%	88	73	48	36
	均值										102	77	57	45
地产	万科 A	3,059	415.16	452.10	489.83	544.04	7%	9%	8%	11%	7	7	6	6
	保利地产	1,606	289.48	317.93	354.69	395.99	4%	10%	12%	12%	6	5	5	4
	金科股份	316	70.30	83.84	98.03	113.50	24%	19%	17%	16%	4	4	3	3
	金地集团	485	103.98	116.53	130.10	143.75	3%	12%	12%	10%	5	4	4	3
	均值										6	5	4	4

数据来源：鲁商发展为浙商证券研究所预测，其他来自 Wind 一致预期（2021 年 6 月 5 日）

5. 风险提示

1) 房地产和生物医药市场政策风险: 房地产市场运行面临的政策环境整体仍然偏紧, 城市间调控差异度增大, 政策的变动将对房企的经营发展产生直接影响。生物医药产业是一个受监管程度较高的行业, 关系国计民生, 近年来, 国家及各部委陆续出台了一系列政策, 重塑医药市场的价值链, 大力推动行业的转型升级, 对药品研发、生产、流通和终端等整条产业链产生重要影响。

2) 房地产和生物医药市场竞争风险: 地产行业竞争日趋激烈, 优胜劣汰加剧, 市场份额、土地储备、融资资源进一步向标杆房企集中, 中小房企面临更大的竞争压力。生物医药方面, 行业整体改革方向是: 保质量, 促创新, 降药价, 面临市场竞争加剧的风险。

3) 房地产融资财务风险: 房地产行业作为一个类金融行业, 融资环境的容量和通畅度, 决定着行业的经营逻辑。2020年金融政策, 从“三线四档两观察”到“五级分类两道红杠”形成了供需两端的闭环调控, 也对公司的融资能力提出了更高的要求。

4) 公司整体经营风险: 随着土地红利、刚需红利、金融红利的消失, 房地产行业进入低增长低利润的双低时代。公司生物医药产业在严厉的市场监管与激烈的市场竞争环境下, 行业增速也较之前有所放缓, 公司面临行业新挑战。

5) 化妆品市场需求波动的风险: 化妆品属快速消费品, 消费者偏好变化迅速, 市场竞争较为激烈, 产品差异化小, 消费者忠诚度相对较低, 若公司不能很好把握市场趋势的变动, 则可能在竞争中落于不利地位。

6) 原料市场价格波动的风险: 随着玻尿酸原料市场供给逐渐丰富, 化妆品和食品级原料存在价格波动风险, 可能影响公司盈利水平。

7) 多产业融合的风险: 目前公司处于战略转型的关键时期, 福瑞达医药集团的并入加速了公司的转型速度, 公司将持续构筑城市更新生态链、健康管理服务链、生物医药产业链三大业务链条, 在健康住宅、生物医药、健康养老、城市更新、物业资管等领域展现新作为, 多产业融合有待进一步验证。

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	59117	71415	85715	100079
现金	5074	7278	10212	11682
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	191	261	242	199
其它应收款	400	496	595	698
预付账款	5143	6148	7267	8535
存货	46665	55785	65939	77447
其他	1644	1446	1460	1517
非流动资产	2382	2320	2540	2802
金融资产类	0	33	11	15
长期投资	485	314	365	388
固定资产	954	1129	1215	1337
无形资产	216	258	277	305
在建工程	232	248	279	326
其他	494	338	393	430
资产总计	61499	73735	88254	102880
流动负债	50486	62018	75727	89349
短期借款	4303	2771	3542	3539
应付款项	8388	9707	11631	13686
预收账款	0	8206	15709	23292
其他	37795	41334	44845	48832
非流动负债	4495	4499	4495	4497
长期借款	4427	4427	4427	4427
其他	68	72	68	69
负债合计	54981	66517	80222	93846
少数股东权益	2437	2438	2438	2438
归属母公司股东权	4080	4780	5594	6596
负债和股东权益	61499	73735	88254	102880
现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	4448	3283	2586	2009
净利润	639	700	814	1002
折旧摊销	95	86	98	110
财务费用	68	88	106	121
投资损失	(220)	(140)	(80)	(40)
营运资金变动	1819	11580	11770	12240
其它	2047	(9031)	(10122)	(11425)
投资活动现金流	95	619	331	247
资本支出	(337)	(263)	(203)	(268)
长期投资	(191)	133	(25)	(28)
其他	623	749	560	542
筹资活动现金流	(3551)	(1139)	553	(210)
短期借款	752	(1532)	771	(3)
长期借款	647	0	0	0
其他	(4950)	393	(218)	(207)
现金净增加额	992	2764	3470	2045

利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	13615	16412	19636	23292
营业成本	10847	12967	15327	18002
营业税金及附加	748	935	1178	1444
营业费用	849	1050	1331	1561
管理费用	328	452	507	622
研发费用	77	107	137	175
财务费用	68	88	106	121
资产减值损失	75	38	64	86
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	220	140	80	40
其他经营收益	32	34	36	34
营业利润	875	949	1101	1355
营业外收支	(22)	(13)	(14)	(16)
利润总额	854	935	1088	1339
所得税	215	235	274	337
净利润	639	700	814	1002
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	639	700	814	1002
EBITDA	1353	1531	1630	1872
EPS (最新摊薄)	0.63	0.69	0.81	0.99
主要财务比率				
	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	32.33%	20.54%	19.64%	18.62%
营业利润	52.47%	8.40%	16.06%	23.08%
归属母公司净利润	85.39%	9.60%	16.29%	23.11%
获利能力				
毛利率	20.33%	20.99%	21.94%	22.71%
净利率	4.69%	4.27%	4.15%	4.30%
ROE	11.39%	10.19%	10.68%	11.74%
ROIC	6.06%	7.17%	6.90%	7.52%
偿债能力				
资产负债率	89.40%	90.21%	90.90%	91.22%
净负债比率	20.86%	15.50%	13.75%	11.66%
流动比率	1.17	1.15	1.13	1.12
速动比率	0.25	0.25	0.26	0.25
营运能力				
总资产周转率	0.23	0.24	0.24	0.24
应收帐款周转率	77.96	76.45	74.65	74.77
应付帐款周转率	1.64	1.58	1.57	1.56
每股指标(元)				
每股收益	0.63	0.69	0.81	0.99
每股经营现金	4.41	3.25	2.56	1.99
每股净资产	4.04	4.74	5.54	6.54
估值比率				
P/E	26.55	24.22	20.83	16.92
P/B	4.16	3.55	3.03	2.57
EV/EBITDA	12.88	14.65	12.40	9.96

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>