

鲁商发展 (600223.SH) 生物医药+生态健康双轮驱动，打造大健康生态链

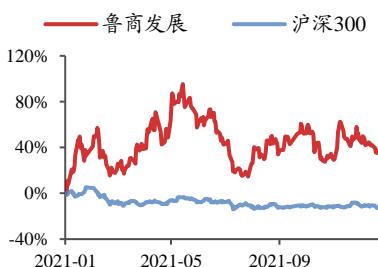
2022 年 01 月 16 日

一一公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

日期	2022/1/14
当前股价(元)	11.98
一年最高最低(元)	19.10/9.29
总市值(亿元)	120.90
流通市值(亿元)	120.90
总股本(亿股)	10.09
流通股本(亿股)	10.09
近 3 个月换手率(%)	128.31

股价走势图



530 数据来源：聚源

黄泽鹏（分析师）

huangzepeng@kysec.cn

证书编号: S0790519110001

杨妍（联系人）

yangyan@kysec.cn

证书编号: S0790121010071

● 生物医药+生态健康双轮驱动，首次覆盖给予“买入”评级

鲁商发展以地产业务起家，后逐步切入医药、化妆品、原料等领域，目前已形成生物医药+生态健康双轮驱动布局。我们认为，公司生物医药板块药品和原料业务竞争力突出，化妆品业务深耕多年厚积薄发，优质大单品带动高增长，引入战投赋能，未来有望打开进一步成长空间。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润为 7.41/9.47/11.11 亿元，对应 EPS 为 0.73/0.94/1.10 元，当前股价对应 PE 为 16.3/12.8/10.9 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 化妆品业务深耕多年厚积薄发；药品、原料业务稳健

公司 2018 年收购福瑞达医药集团切入医药、化妆品领域，2019 年收购山东焦点福瑞达（60% 股权）加码透明质酸原料。化妆品：公司通过“玻尿酸+”品牌颐莲和主打“微生态护肤”品牌瑷尔博士切入功能性护肤品高景气赛道，其中瑷尔博士打造了反重力酵萃水乳套装、前导精华液等优质大单品，带动公司化妆品业务高增长，2021 年前三季度实现销售收入 9.93 亿元（+174.6%）。药品：公司通过明仁福瑞达、博士伦福瑞达（联营企业）布局药品板块，涵盖中药、化学药和保健食品、眼科和骨科透明质酸产品，疫情后恢复较快（2021H1 同比+45.4%）。原料：焦点福瑞达透明质酸原料销量位居全球第二（2019 年市占率 13%），截至 2021H1 产能已达到 420 吨/年，产能优势明显。

● 生物医药板块化妆品业务引入战投高速增长可期；生态健康板块积极转型

生物医药板块：（1）化妆品：2021 年 12 月公司引入战投落地，战略投资者阵容强大，包括腾讯创投、壹网壹创等（合计持股 16.9%），有望多方面赋能公司化妆品业务发展，未来高增长可期。（2）原料：公司年产 520 吨医用级透明质酸钠及衍生项目处于建设中，未来产能有望持续释放；同时国内透明质酸作为新食品原料获批，公司积极布局有望打开新成长空间。（3）药品：随着疫情恢复，有望实现稳健增长。生态健康板块：公司积极转型，物业、酒店收入占比持续上升。

● 风险提示：地产行业政策变化风险、化妆品行业竞争加剧、核心人员流失等。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10,289	13,615	13,715	14,765	15,657
YOY(%)	16.6	32.3	0.7	7.7	6.0
归母净利润(百万元)	345	639	741	947	1,111
YOY(%)	112.6	85.4	16.0	27.8	17.3
毛利率(%)	21.1	20.3	28.6	31.1	33.1
净利率(%)	3.3	4.7	5.4	6.4	7.1
ROE(%)	8.4	9.8	10.5	12.0	12.6
EPS(摊薄/元)	0.34	0.63	0.73	0.94	1.10
P/E(倍)	35.1	18.9	16.3	12.8	10.9
P/B(倍)	4.4	3.8	3.3	2.7	2.2

596 数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 公司概览：生物医药+生态健康双轮驱动	4
1.1、 公司概览：生物医药+生态健康双轮驱动	4
1.2、 公司股权结构稳定，化妆品公司引入战略投资者有望腾飞	6
2、 化妆品业务：多品牌矩阵有望快速发展	9
2.1、 经营情况：化妆品业绩持续较快增长	9
2.2、 品牌战略：建立品牌矩阵，切入差异化细分赛道	10
2.3、 瑰尔博士&颐莲：产品升级转型高端，渠道优化持续放量	11
2.4、 其他品牌：专注细分赛道，具备成长潜力	12
3、 药品：明仁福瑞达+博士伦福瑞达布局中药药品、透明质酸眼科骨科等药品领域	13
3.1、 明仁福瑞达：涵盖骨科、妇科、内科、眼科、儿科五大领域	13
3.2、 博士伦福瑞达：眼科、骨科透明质酸药物领军企业	14
4、 原料：焦点生物透明质酸原料销量位居全球第二，产能领先	15
5、 生态健康产业链：物业板块表现较好	17
6、 盈利预测与估值	18
6.1、 关键假设	18
6.2、 盈利预测和估值	19
7、 风险提示	19
附：财务预测摘要	20

图表目录

图 1： 公司已形成生物医药+生态健康双轮驱动	4
图 2： 公司化妆品业务高速增长	4
图 3： 公司 2021 年前三季度营业收入同比下降	5
图 4： 公司 2021 年前三季度归母净利润同比+21.90%	5
图 5： 公司毛利率、净利率提升	5
图 6： 公司加大营销、研发投入	5
图 7： 公司化妆品业务快速发展，营收占比提升	6
图 8： 公司生物医药板块毛利率带动整体毛利率上行	6
图 9： 公司具备深厚国资背景，股权结构稳定（截至 2021 年 Q3）	6
图 10： 化妆品业务营收快速增长	9
图 11： 化妆品业务净利润较快增长	9
图 12： 线上渠道是公司化妆品业务主要渠道	9
图 13： 化妆品业务盈利能力小幅上升	9
图 14： 瑰尔博士主打微生态护肤，涵盖四大产品系列	11
图 15： 瑰尔博士 6.18 获天猫美妆新品牌排行榜前五名	11
图 16： 专注玻尿酸护肤，品牌迭代升级	11
图 17： 联名国风 IP，打造国潮形象	11
图 18： 善颜：量肤定制，一人一方	12
图 19： 诠润：专注敏感肌肤修复	12
图 20： UMT 精研养肤底妆	12
图 21： 参股伊帕尔汗，切入香氛赛道	12

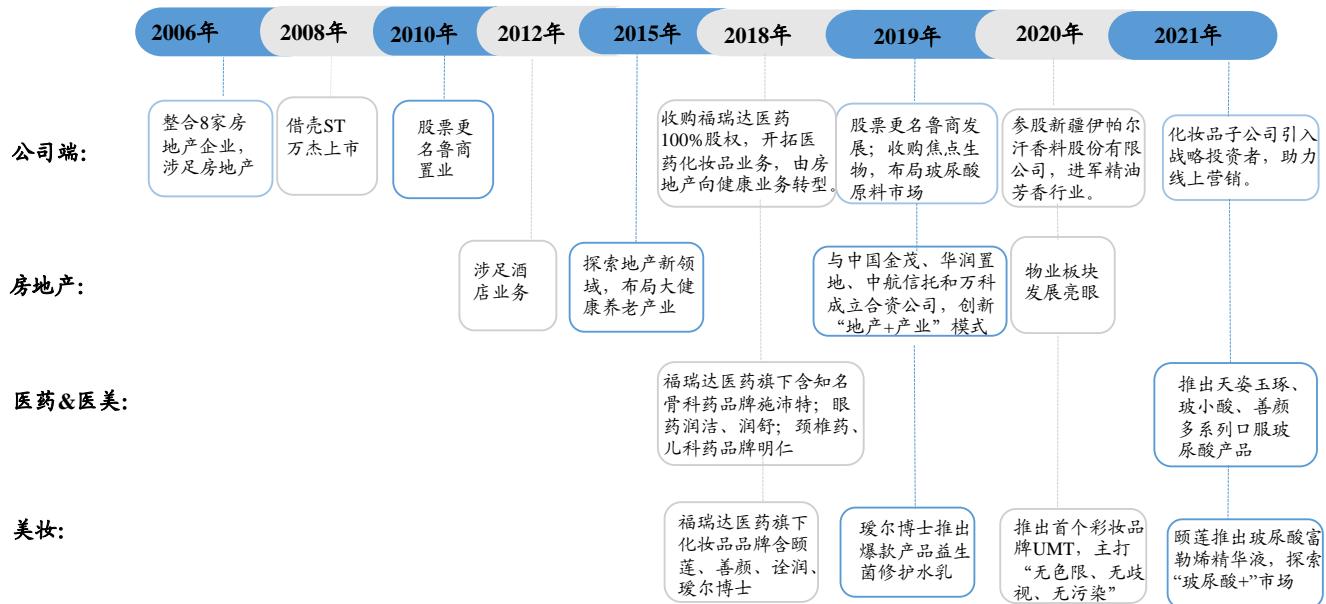
图 22: 公司药品板块 2021H1 增速较高	13
图 23: 药品板块毛利率受产品结构调整下降	13
图 24: 明仁福瑞达旗下涵盖多款产品	13
图 25: 博士伦福瑞达旗下打造知名眼科产品润舒、润洁	14
图 26: 博士伦福瑞达打造骨科产品施沛特注射剂	14
图 27: 博士伦福瑞达眼科透明质酸产品市占率领先	14
图 28: 博士伦福瑞达骨科透明质酸产品市占率领先	14
图 29: 2019 年全球玻尿酸销量达到 580 吨	15
图 30: 我国企业占据全球玻尿酸原料销量前五 (2019)	15
图 31: 公司原料板块营收保持较高增速	15
图 32: 2020 年以来原料板块毛利率水平在 40% 以上	15
图 33: 福瑞达推出天姿玉琢口服透明质酸钠液态饮	16
图 34: 福瑞达推出玻小酸	16
图 35: 公司生态健康业务打造健康城市生态链	17
图 36: 公司打造健康管理服务链	17
图 37: 公司物业板块收入提升较快	17
图 38: 2019 年以来物业、酒店板块毛利率较高	17
表 1: 公司通过山东福瑞达生物股份有限公司布局化妆品业务	7
表 2: 管理层深耕地产、医药行业	7
表 3: 公司化妆品子公司福瑞达生物股份引入腾讯创投等战略投资者	8
表 4: 公司打造品牌矩阵, 切入差异化细分赛道	10
表 5: 公司分业务营收增速关键假设	18
表 6: 公司各业务版块可比公司估值情况	19

1、公司概览：生物医药+生态健康双轮驱动

1.1、公司概览：生物医药+生态健康双轮驱动

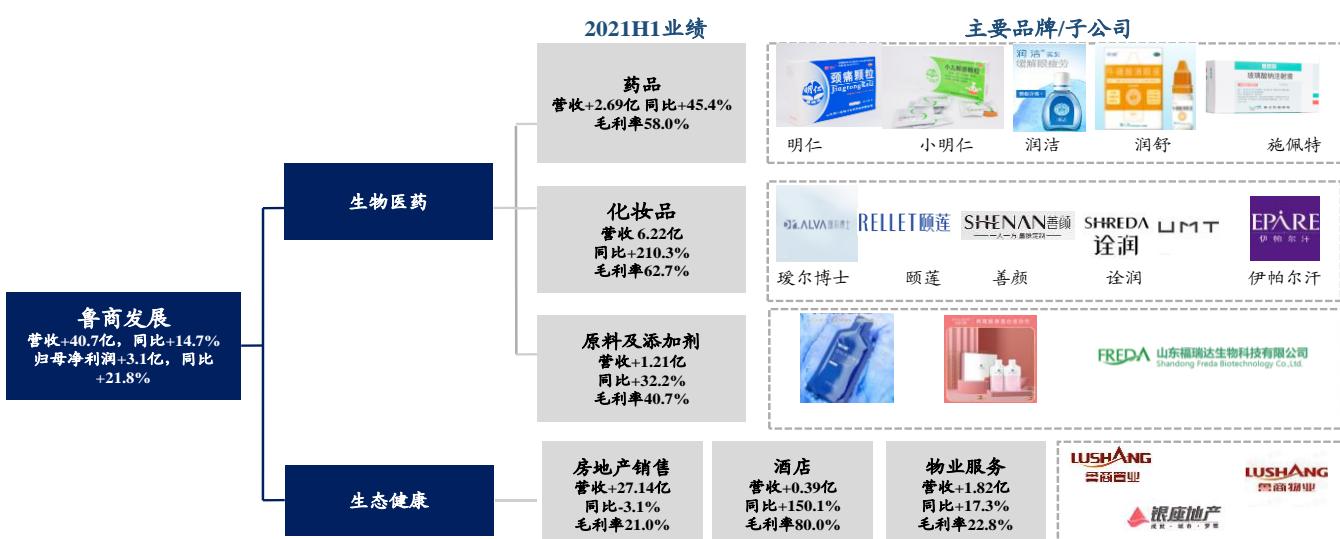
公司以地产业务起家，已形成生物医药和生态健康双轮驱动。公司 2008 年借壳 ST 万杰上市；2018 年收购福瑞达医药集团，布局医药、化妆品领域；2019 年更名鲁商发展，收购焦点生物（60.11% 股权），加码透明质酸原料领域；2021 年公司化妆品子公司山东福瑞达生物股份引入腾讯创投、壹网壹创等战略投资者。截至目前，公司已经形成生物医药（2021H1 收入占比 25%，含药品、化妆品、原料及添加剂三大细分板块）+生态健康的双轮驱动，未来随着战略投资者引入，公司有望打开新成长空间。

图1：公司已形成生物医药+生态健康双轮驱动



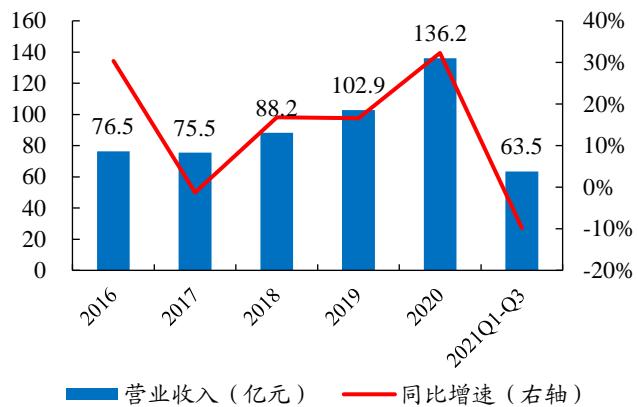
资料来源：公司公告、开源证券研究所

图2：公司化妆品业务高速增长

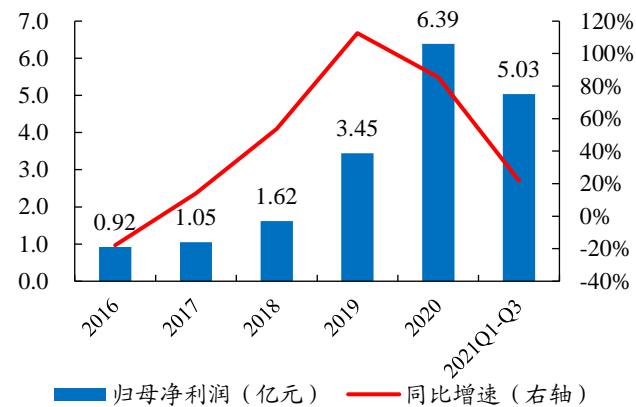


资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司生物医药板块快速增长。2020 年，公司营收为 136.15 亿元 (+32.33%)，实现归母净利润 6.39 亿元 (+85.39%)；2021 年 Q1-Q3，公司实现营收 63.5 亿元 (-9.75%)，归母净利润 5.03 亿元 (+21.90%)，总体看公司归母净利润保持较快增速。分板块看，公司生物医药板块快速增长，2021 年前三季度公司化妆品板块实现营业收入 9.93 亿元 (+174.58%)；医药板块实现营业收入 3.96 亿元 (+22.14%)；原料板块实现营业收入 1.76 亿元 (+35.26%)。

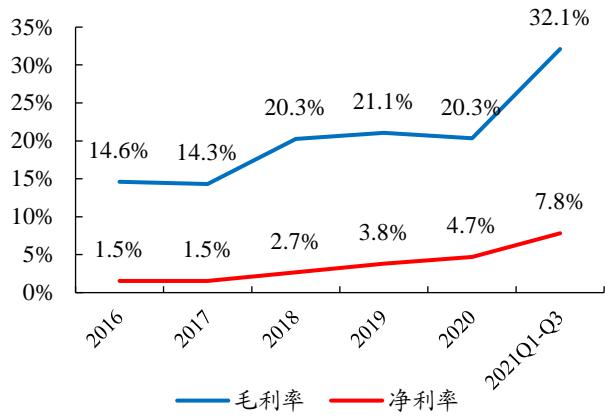
图3：公司 2021 年前三季度营业收入同比下降


数据来源：公司公告、开源证券研究所

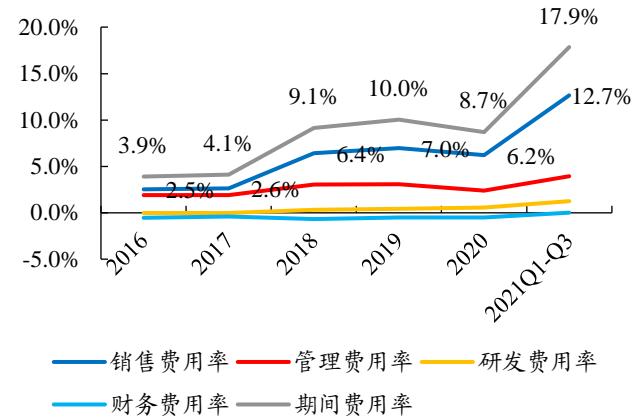
图4：公司 2021 年前三季度归母净利润同比+21.90%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司毛利率、净利率提升。2021 年前三季度公司毛利率为 32.1%，提升较为明显，主要是由于毛利率较高的生物医药板块占比提升所致。期间费用率方面，公司 2021 年前三季度期间费用率为 17.9%，费用率上升较为显著主要系销售费用率、研发费用率上升导致：(1)前三季度公司销售费用为 8.0 亿元(+54.5%)，销售费用率为 12.7%，公司制药及化妆品宣传及产品推广费有所增加；(2)研发费用为 8035 万元(+73.3%)，研发费用率为 1.3%，公司研发项目投入增加。

图5：公司毛利率、净利率提升


数据来源：公司公告、开源证券研究所

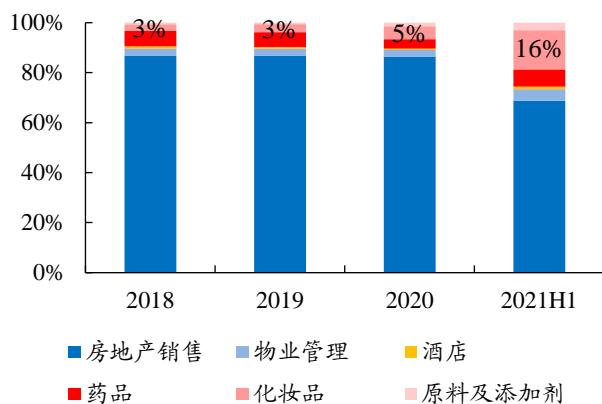
图6：公司加大营销、研发投入


数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司化妆品业务占比持续提升，毛利率水平高。从营收占比看，公司生物医药板块收入占比持续提升，2021H1 在营收占比中达到 25% (较 2020 全年提升 15pct)。具体分板块看：(1)化妆品板块 2021H1 实现营业收入 6.2 亿元 (+210%)，在营业收入中占比达 16%，持续高速增长；(2)药品板块 2021H1 实现营业收入 2.7 亿元 (+45%)，在营业收入中占比为 7%；(3)原料及添加剂 2021H1 实现营业收入 1.21 亿元 (+32%)，

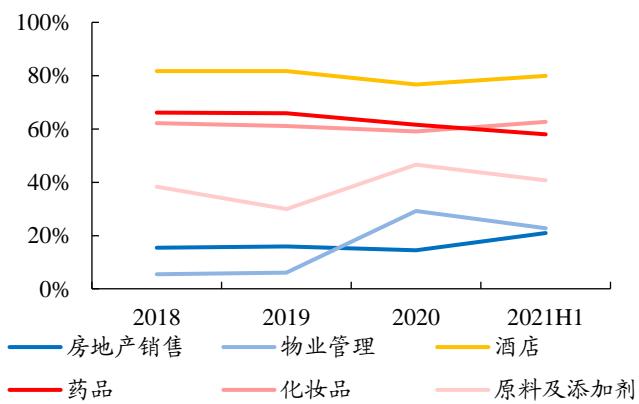
在营业收入中占比为 3%。2021 年上半年，公司地产板块收入合计占比为 75%。从毛利率角度看，公司生物医药板块毛利率较高，带动公司整体毛利率上行。

图7：公司化妆品业务快速发展，营收占比提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图8：公司生物医药板块毛利率带动整体毛利率上行

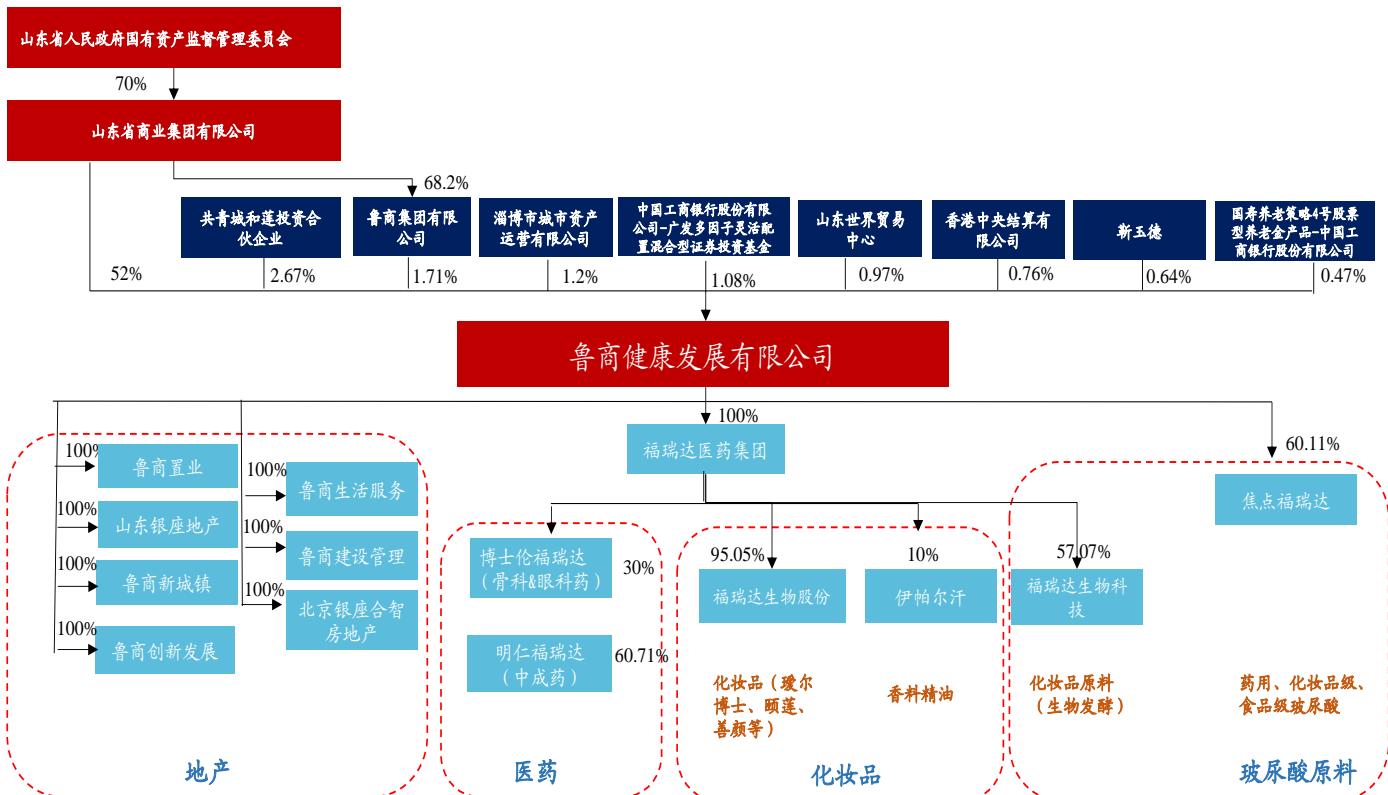


数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.2. 公司股权结构稳定，化妆品公司引入战略投资者有望腾飞

公司具备深厚国资背景，股权集中结构稳定。公司第一大股东为山东省商业集团有限公司（持股 52%），实控人及最终受益人为山东国资委。公司国资背景深厚，母公司实力雄厚，在科研合作、零售渠道等方面具备良好的产业协同资源，为公司长期发展保驾护航。

图9：公司具备深厚国资背景，股权结构稳定（截至 2021 年 Q3）



资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司通过收购等方式布局生物医药板块。公司 2018 年以 9.27 亿元（其中 8.06 亿元以公司持有的泰安银座房地产开发有限公司 97% 股权、东营银座房地产开发有限公司 100% 股权和济宁鲁商置业有限公司 100% 股权支付，剩余 1.21 亿元以现金支付）收购山东福瑞达医药集团，布局药品、化妆品领域。公司药品领域主要通过山东福瑞达医药集团（母公司，主要产品为玻璃酸钠注射液）、山东明仁福瑞达制药（中成药、化学药）、山东博士伦福瑞达（滴眼液）制药布局。化妆品领域主要通过山东福瑞达生物股份布局（山东福瑞达医药集团子公司），旗下设立山东颐莲化妆品有限公司。2019 年公司以 2.58 亿元收购山东焦点生物 60.11% 股权，布局透明质酸原料领域。

表1：公司通过山东福瑞达生物股份有限公司布局化妆品业务

分类	控股关系	直接持股比例	收入（百万元）		利润（百万元）	
			2020	2021H1	2020	2021H1
山东福瑞达医药集团有限公司	子公司	100%	476		66.98	19.23
药品			498	269		
山东明仁福瑞达制药股份有限公司	间接控股子公司	60.71%			18.20	14.72
山东博士伦福瑞达制药有限公司	联营企业		652		213	127
化妆品			689	622		
山东福瑞达生物股份有限公司	间接控股子公司	95.05%	600		44.5	75
原料及添加剂			198	121		
山东焦点福瑞达	控股子公司	60.11%	169		19.13	10.72
福瑞达生物科技	间接控股子公司					

资料来源：公司公告、开源证券研究所（博士伦福瑞达公司按照利润 30% 享有投资收益，山东福瑞达医药集团、山东焦点福瑞达采用母公司数据口径）

公司管理层深耕地产、医药行业经验丰富。公司核心管理层深耕地产、医药行业多年，经验丰富。其中，董事兼总经理贾庆文具备丰富的医药研究背景，把舵公司生态健康产业发展方向，为公司药品、功效性化妆品品牌发展起到良好的背书作用。

表2：管理层深耕地产、医药行业

姓名	职务	简介
葛健	董事长	鲁商集团有限公司副总经理兼鲁商发展中心总经理；山东省鲁商集团产业投资有限公司董事长、总经理；中国共产党山东省鲁商集团产业投资有限公司支部委员会书记。
贾庆文	董事、总经理	2014 年 1 月至 2019 年 1 月任山东省药学科学院副院长兼新药评价中心主任，2019 年 1 月至 2021 年 1 月任山东福瑞达医药集团有限公司总经理，2019 年 3 月至今任鲁商健康产业发展股份有限公司董事，2021 年 1 月至今任福瑞达医药集团党委书记、副董事长，2021 年 3 月至今任鲁商健康产业发展股份有限公司总经理。
段东	董事	2014 年 6 月至今任山东省国有资产投资控股有限公司财务部部长，2015 年 6 月至今任鲁商健康产业发展股份有限公司董事。
周洪波	副总经理	2014 年 2 月至 2019 年 3 月任鲁商置业泰安城市公司总经理，2019 年 9 月至今任济南城市公司总经理，2019 年 3 月至今任鲁商健康产业发展股份有限公司副总经理。
尹炜	副总经理	2016 年 11 月至 2017 年 4 月任山东银座购物中心有限公司副总经理，2018 年 1 月至 2019 年 3 月任公司产业发展事业部总经理，2019 年 3 月至今任鲁商健康产业发展股份有限公司副总经理。
徐涛	副总经理	国家一级注册建筑师、工程技术应用研究员。2017 年 3 月至 2019 年 1 月兼任公司纪委书记，2019 年 8 月至 2020 年 4 月兼任公司工会主席，2014 年 2 月至今任鲁商健康产业发展股份有限公司副总经理。
陈莉	副总经理	2021 年 3 月至今任鲁商健康产业发展股份有限公司副总经理。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司化妆品子公司引入腾讯创投等战略投资者，助力业务发展。公司 2021 年 9 月发布子公司山东福瑞达生物公开挂牌引入战略投资者的公告，12 月正式落地，引入的战略投资者包括腾讯创投、壹网壹创等。我们认为本次公司化妆品子公司增资扩股，一方面可以增加公司的流动资金，另一方面引入的产业资本阵容强大，可以从多方面赋能公司化妆品业务发展。除此之外，公司员工持股平台参与者包括重要技术人员和经营管理人员，可以充分调动核心骨干的积极性。

表3：公司化妆品子公司福瑞达生物股份引入腾讯创投等战略投资者

项目	具体事项
增资计划	福瑞达生物股份有限公司拟通过山东产权交易中心公开挂牌增资扩股引入战略投资者，本次新增股本占增资后股本不高于 17.58%。其中，战略投资者通过山东产权交易中心挂牌交易认购不高于 16.90%，员工可按引进战略投资者的价格协议认购不高于 0.68%。投前估值为 36 亿元，对应战略投资者挂牌底价不低于 7.38 亿元。 战略投资者合计认购新增股份 1,538 万股， 增资额 7.38 亿元，合计持股比例为 16.9% 。
实际增资金额及方案	福瑞达生物核心骨干员工以自有或自筹合法资金，设立员工持股平台济南明瑞投资合伙企业（有限合伙）、济南伟达投资合伙企业（有限合伙），员工持股平台按照引进战略投资者的价格协议合计认购 62 万股， 增资额为 2976 万元，持股比例为 0.68% 。
增资方案及增资价款具体数据	(1) 广西腾讯创业投资有限公司认购腾讯新增注册资本的价格为人民币 35,134.4 万元； (2) 南通招华贰号新兴产业投资基金合伙企业（有限合伙）认购南通招华新增注册资本的价格为人民币 10,000 万元； (3) 杭州众达源企业管理合伙企业（有限合伙）认购杭州众达源新增注册资本的价格为人民币 10,000 万元； (4) 济南动能嘉福投资合伙企业（有限合伙）认购济南动能新增注册资本的价格为人民币 14,000 万元； (5) 上海众源二号私募投资基金合伙企业（有限合伙）认购上海众源新增注册资本的价格为人民币 4,689.6 万元； (6) 济南明瑞投资合伙企业（有限合伙）认购济南明瑞新增注册资本的价格为人民币 1,656 万元； (7) 济南伟达投资合伙企业（有限合伙）认购济南伟达新增注册资本的价格为人民币 1,320 万元。
投资方资格条件	1、战略投资方须以联合体方式参与，由 2-5 家战略投资者组成，联合体成员应明确各自的投资比例，其中核心领投方在标的企业增资后，所占股比为 7-15%。 2、联合体成员须为依法设立并有效存续的、具有完全民事行为能力的企业法人或其他经济组织。 (1) 联合体成员至少有一家在中国证券投资基金业协会备案的股权投资基金，其基金管理人（含基金管理顾问或基金实际控制人）在管基金规模不低于 10 亿元人民币，同时，基金管理人（含基金管理顾问或基金实际控制人）所管理的基金近两年具有消费品牌领域的投资案例，且案例数量不低于 3 个。 (2) 联合体成员（或其关联方）之一须具备丰富的品牌运营经验，控股 2 个以上（含）或参股 5 个以上（含）消费品牌公司，或为 6 个以上（含）消费品牌公司提供营销、广告投放等服务，能够为标的企业提供品牌运营管理、品牌形象升级等方面的支持。 3、同等条件下，联合体成员（或其同一控制下关联方）具备下列条件之一的优先： (1) 联合体成员（或其同一控制下关联方）具备参与国企混合所有制改革案例； (2) 联合体成员（或其同一控制下关联方）拥有电商平台，能够为标的企业在平台交易费率、平台流量引导、核心用户推荐等方面提供资源支持； (3) 联合体成员（或其同一控制下关联方）能够为标的企业在化妆品研发、营销渠道拓展、品牌高端化运营等方面提供资源支持； (4) 联合体成员（或其同一控制下关联方）有为市场知名美妆企业提供智慧零售和私域客户运营的经验，持有支付牌照，能够协助标的企业沉淀用户数据，加快标的企业数字化转型，提升标的企业业务管理与运营效率。

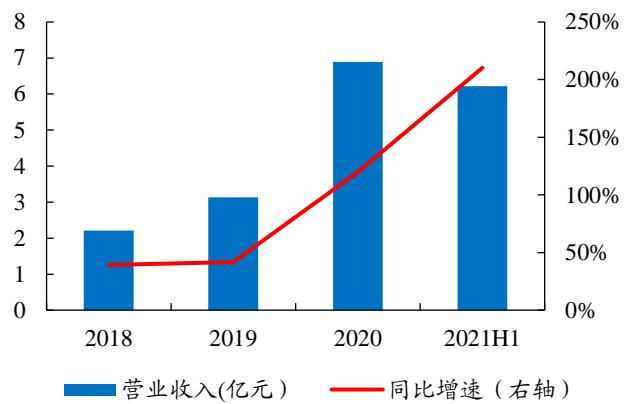
资料来源：公司公告、山东产权交易中心、开源证券研究所

2. 化妆品业务：多品牌矩阵有望快速发展

2.1、经营情况：化妆品业绩持续较快增长

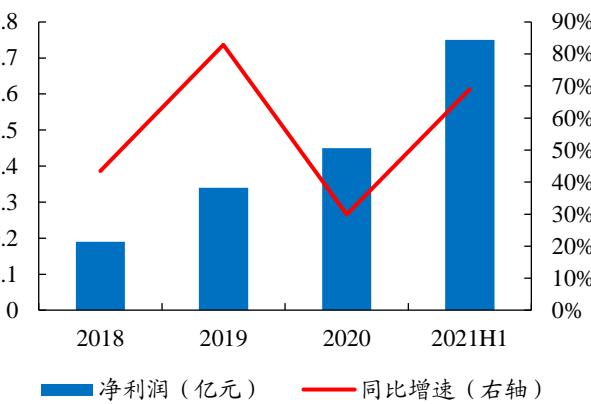
公司化妆品业务营收、净利润持续较快增长。2020年，公司化妆品业务营收为6.89亿元(+119.8%)，营收端2018-2020年CAGR达77.6%；2020年实现净利润0.45亿元(+29.9%)，两年CAGR达53.9%。2021年随着公司加大品牌建设，化妆品业务快速扩张，2021H1实现营收6.22亿元(+210.3%)，净利润0.75亿元(+69.0%)，营收与净利润规模均快速增长。

图10：化妆品业务营收快速增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

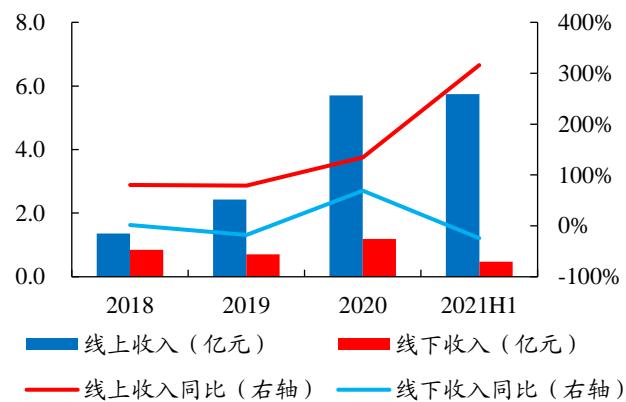
图11：化妆品业务净利润较快增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所(净利润采用山东福瑞达生物股份数据测算)

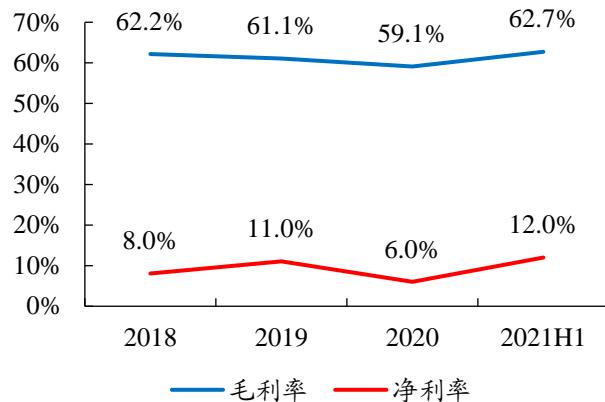
线上渠道是公司化妆品业务主要销售渠道，化妆品业务盈利能力小幅上升。2021H1线上渠道实现营收5.75亿元(占比92%)，同比+315.8%，线上渠道营收快速增长，收入占比持续提升。盈利能力方面，近年来公司化妆品业务毛利率水平稍有上升，从2019年的61.1%上升到2021H1的62.7%；净利率方面，我们以山东福瑞达生物股份数据进行测算，2021H1公司化妆品子公司净利率已上升至12.0%，我们认为未来公司化妆品业务净利率有望进一步上升。

图12：线上渠道是公司化妆品业务主要渠道



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图13：化妆品业务盈利能力小幅上升



数据来源：公司公告、开源证券研究所(净利润采用山东福瑞达生物股份数据测算)

2.2、品牌战略：建立品牌矩阵，切入差异化细分赛道

公司以多品牌战略切入差异化细分赛道。当前，福瑞达生物股份旗下共有爱尔博士、颐莲、善颜、诠润、UMT、伊帕尔汗等11个化妆品品牌，品牌矩阵完善，全面覆盖大众需求与高端需求，品类方面涵盖护肤、彩妆、香氛精油多个品类。护肤品方面，爱尔博士引领微生态护肤，颐莲专注玻尿酸护肤、善颜主打“量肤定制，一人一方”，诠润侧重于敏感肌。同时，涵盖定位养肤底妆的新锐彩妆品牌UMT及专注天然香氛的香氛精油品牌伊帕尔汗，扎根细分赛道，品牌矩阵丰富。

表4：公司打造品牌矩阵，切入差异化细分赛道

类别	品牌	品牌介绍	客群定位	主价格区间（元）	明星产品
		引领微生态护肤	大众向高端转型	【128-368】	
	爱尔博士 2018				爱尔博士
护肤		专注玻尿酸护肤	大众为主	【147-499】	
	颐莲 2003				颐莲玻尿酸补水喷雾
		量肤定制，一人一方	高端	【268-596】	
	善颜 2004				善颜舒颜多效修护精华蜜
		专注弱敏肌肤修复	大众	【68-228】	
	诠润 2014				诠润 B5 保湿修护精华
彩妆		定位精研养肤底妆	大众	【109-178】	
	UMT 2020				小金殿长效持妆养肤粉底液
香氛精油		专注天然香氛产业	大众	【88-190】	
	伊帕尔汗 2006				太空蓝薰衣草修护精华液

资料来源：公司公告、公司官网、爱尔博士等品牌官方旗舰店、开源证券研究所

2.3. 瑰尔博士&颐莲：产品升级转型高端，渠道优化持续放量

瑷尔博士：引领微生态护肤，发力高端化转型，线上线下全面布局。瑷尔博士主打微生态护肤，打造熬夜修护、洗卸滋养、初老对抗、屏障修护四个产品系列矩阵。公司明星大单品包括玻尿酸补水保湿积雪草熬夜面膜、瑷尔博士前导精华液、瑷尔博士洁颜蜜氨基酸洗面奶等。营销方面，公司在线上线下充分布局，线上主要在天猫、抖音渠道布局，6.18 获天猫美妆新品牌排行榜前五名；线下主要依托“瑷尔博士皮肤颜究院”及大型商超连锁店和 kkv、三福时尚、调色师、喜燃等 CS 渠道新业态开展。2021H1 瑰尔博士品牌实现收入 3.0 亿元（同比+628%）。

图14：瑷尔博士主打微生态护肤，涵盖四大产品系列



资料来源：瑷尔博士官网、开源证券研究所

图15：瑷尔博士 6.18 获天猫美妆新品牌排行榜前五名



资料来源：福瑞达生物官方微信公众号

颐莲：专注玻尿酸护肤 38 年，多重专利打造爆款单品，积极探索品牌升级。公司深耕玻尿酸领域，颐莲品牌产品添加多项专利玻尿酸配方、专利益生元配方，打造出多款爆款产品。2021 年颐莲发力品牌升级，积极探索“玻尿酸+富勒烯”新成分，围绕“玻尿酸+”思路向高端化妆品布局。营销方面，2021 年“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，深挖现有社群及直播资源。2019 年开始，跨界联名中创文旅颐和园、荣宝斋簪花仕女图、十二天宫 IP，从定位东方之美到打造国潮形象，通过深度绑定国风文化，吸引 Z 世代年轻客群。2021H1 颐莲品牌营收 2.70 亿元，同比增长 141%，毛利率同比+3pct。

图16：专注玻尿酸护肤，品牌迭代升级



资料来源：颐莲官网、开源证券研究所

图17：联名国风 IP，打造国潮形象



资料来源：凤凰财经、颐莲官方旗舰店

2.4、其他品牌：专注细分赛道，具备成长潜力

善颜：主打“量肤定制，一人一方”。善颜品牌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，打造精准肌肤护理高端品牌，主要产品有透明质酸肌底修护精华液、善颜逆龄换肤能量水等。2021年，善颜品牌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。

诠润：专注弱敏感肌肤修复。诠润品牌主打配方精简、温和低敏、安全有效的面膜及精华产品，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年诠润品牌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：善颜：量肤定制，一人一方



资料来源：善颜官方公众号

图19：诠润：专注敏感肌肤修复



资料来源：诠润天猫官方旗舰店

UMT：定位精致养肤底妆。UMT品牌于2020年初创，产品定位于“精致底妆”，2021年彩妆品牌将精研养肤底妆的细分市场定位，走小众高品质路线，以底妆品类的场景化视频推广为切入点，重点打造主推品。

伊帕尔汗：专注天然香氛产业。2020年，福瑞达医药参股伊帕尔汗，正式切入精油香氛细分赛道，当前品牌主要产品包括4大类9个系列，涵盖120余种天然香料系列产品，涉及芳香理疗、芳香护肤、芳香保健、芳香养生等多个领域。2021年上半年，伊帕尔汗推出太空蓝薰衣草修护精华液、太空蓝薰衣草修护沐浴油、薰衣草菁萃清肌水乳，品牌知名度和曝光度不断提高。

图20：UMT 精研养肤底妆



资料来源：UMT 天猫官方旗舰店

图21：参股伊帕尔汗，切入香氛赛道

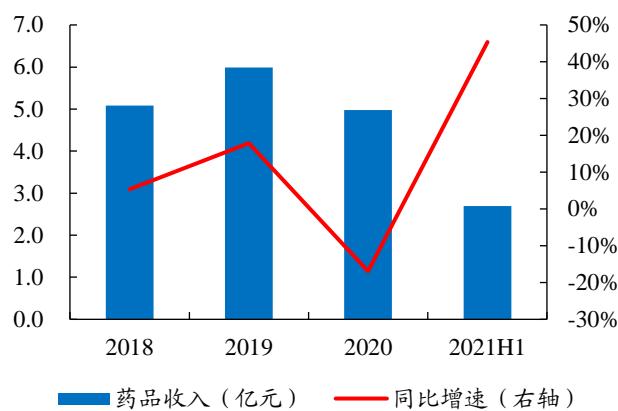


资料来源：伊帕尔汗公众号

3. 药品：明仁福瑞达+博士伦福瑞达布局中药药品、透明质酸眼科骨科等药品领域

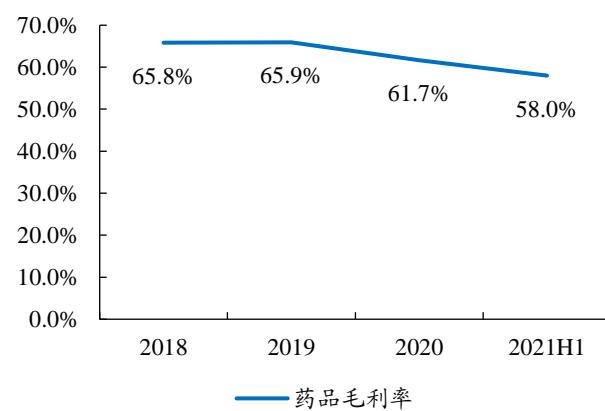
公司通过明仁福瑞达、博士伦福瑞达布局药品板块。药品方面，明仁福瑞达涵盖现代中药、化学药和保健食品品类，博士伦福瑞达从事透明质酸眼科和透明质酸骨科药品。从营收规模看，2020年/2021H1公司药品板块分别实现营业收入4.98亿元/2.69亿元，同比分别-17%/+45%，2021H1疫情缓和后，公司通过组织学术会议、加强开发医疗终端、推进代理商拓展市场等方式，增加市场份额、拓展产品销售渠道，带来销售额上升。毛利率方面，2021H1公司药品板块毛利率为58.0%，同比下降5.15pct，主要是受到销售结构变化影响，毛利率较高的产品销售收入占比下降。

图22：公司药品板块2021H1增速较高



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图23：药品板块毛利率受产品结构调整下降



数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.1、明仁福瑞达：涵盖骨科、妇科、内科、眼科、儿科五大领域

明仁福瑞达产品涵盖骨科、妇科、内科、眼科、儿科五大领域。明仁福瑞达成立于1998年，在中药药品、化学药品、保健食品领域深耕。其中，颈痛系列产品是国内首个专业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，是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。利润角度看，2020年/2021H1明仁福瑞达分别实现净利润1820万元/1473万元。

图24：明仁福瑞达旗下涵盖多款产品



维固康牌维固欣胶囊

维固康牌维固欣片

明仁颈痛颗粒

明仁颈痛片

明仁颈痛胶囊

资料来源：明仁福瑞达官网、开源证券研究所

3.2. 博士伦福瑞达：眼科、骨科透明质酸药物领军企业

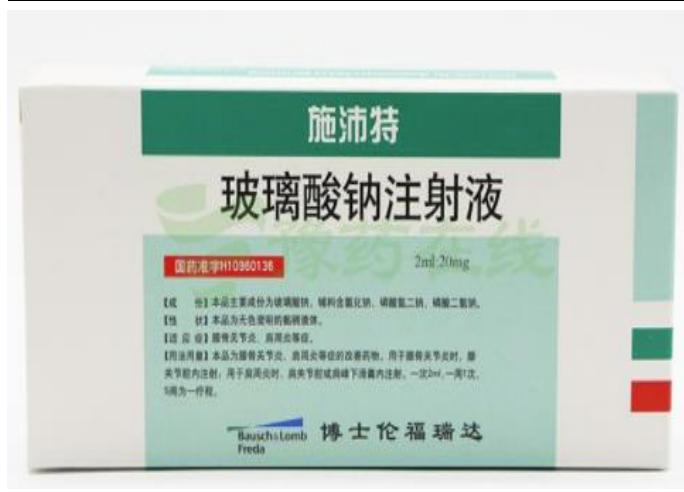
公司联营企业博士伦福瑞达(公司持股 30%)是眼科、骨科透明质酸药物领军企业。博士伦福瑞达制药旗下拥有知名眼科透明质酸产品润洁、润舒，其中润洁系列产品用于治疗眼干、眼涩、眼痒、酸胀、红血丝等症状；润舒系列主打抗菌消炎，用于治疗沙眼、角膜炎、结膜炎、白内障等，是国内首个销售过亿的眼科制剂品种。从市占率角度看，根据 Frost&Sullivan 数据，2019 年公司眼科透明质酸市占率 13%，处于行业领先地位。骨科方面，公司施沛特注射剂是中国骨科关节腔注射治疗 OA、RA 的领导品牌，根据 Frost&Sullivan 数据，2019 年公司骨科透明质酸市占率 15.3%，位居行业前三。从业绩贡献角度看，2020 年/2021H1 博士伦福瑞达营业收入分别为 6.52 亿元/3.68 亿元，净利润分别为 2.13 亿元/1.28 亿元，贡献公司投资收益分别为 6380 万元/3825 万元。

图25：博士伦福瑞达旗下打造知名眼科产品润舒、润洁



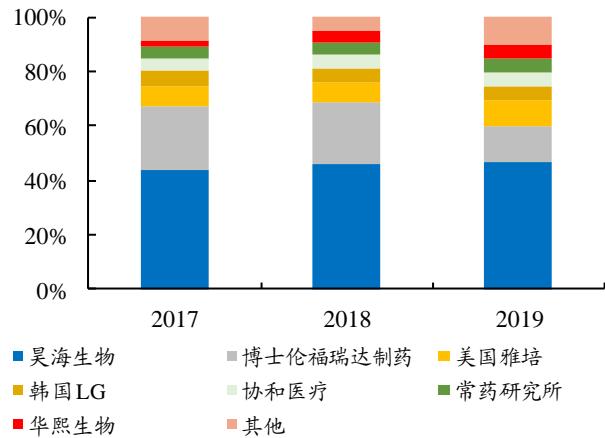
资料来源：阿里健康大药房

图26：博士伦福瑞达打造骨科产品施沛特注射剂



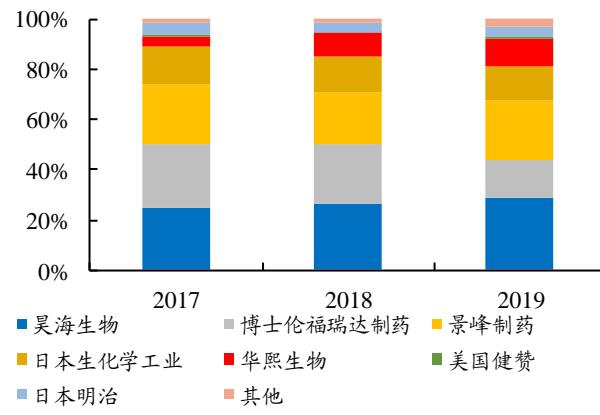
资料来源：博士伦福瑞达网站

图27：博士伦福瑞达眼科透明质酸产品市占率领先



数据来源：Frost&Sullivan、开源证券研究所

图28：博士伦福瑞达骨科透明质酸产品市占率领先

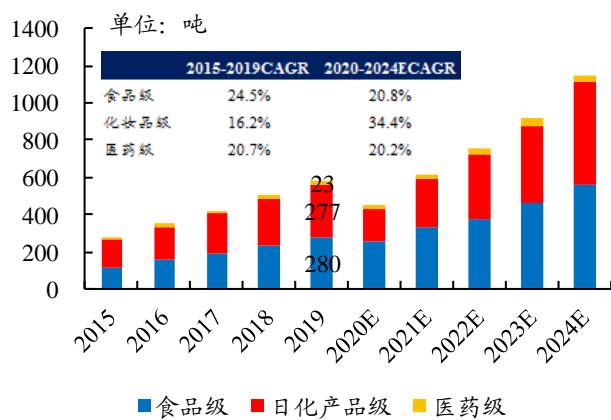


数据来源：Frost&Sullivan、开源证券研究所

4. 原料: 焦点生物透明质酸原料销量位居全球第二, 产能领先

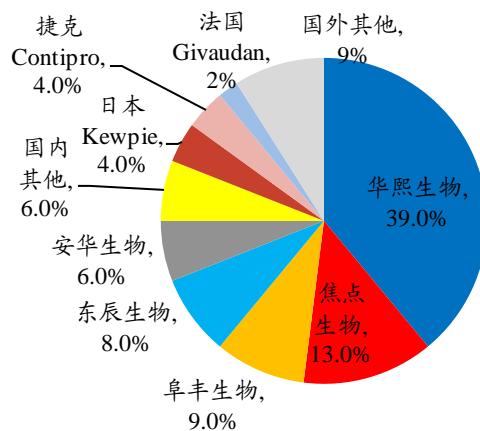
焦点生物透明质酸原料销量位居全球第二。根据艾瑞咨询数据, 2019 年全球透明质酸原料销量达到 580 吨, 其中食品级、日化产品级、医药级销量占比分别为 48.3%/47.8%/4.0%, 2015-2019 年 CAGR 分别为 24.5%/16.2%/20.7%, 行业高速增长, 且未来仍有望保持较高增速。从市占率角度看, 2019 年玻尿酸原料销量前五均为中国企业, 合计市占率超 70%。2019 年资生堂宣布将在未来 3 年逐步退出医药级透明质酸市场, 我们认为, 未来我国龙头公司有望在行业中继续占据主导地位。焦点生物 2019 年透明质酸原料销量市占率达 13%, 位居全球第二。

图29: 2019年全球玻尿酸销量达到 580 吨



数据来源: 艾瑞咨询、开源证券研究所

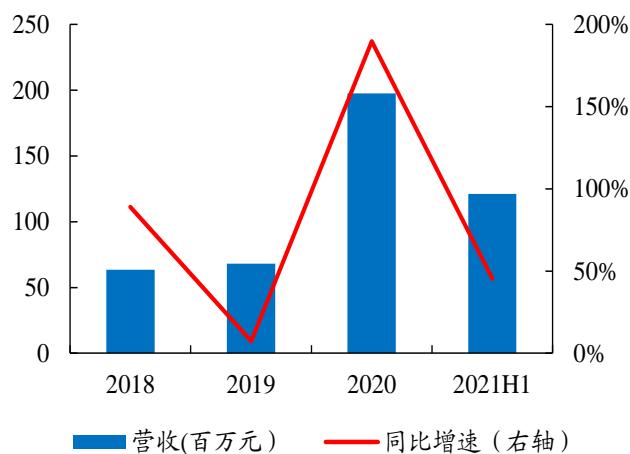
图30: 我国企业占据全球玻尿酸原料销量前五 (2019)



数据来源: Frost&Sullivan、开源证券研究所

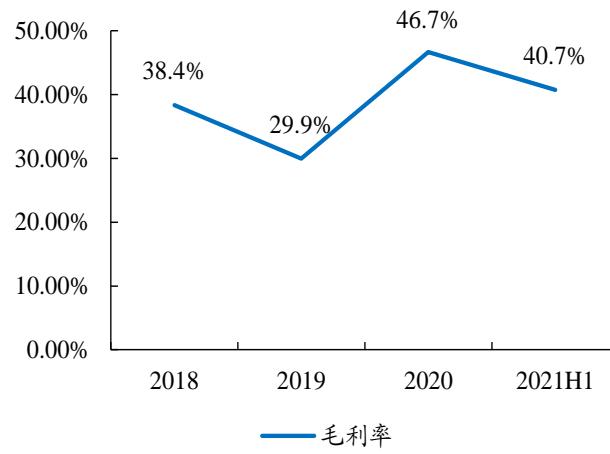
公司 2019 年收购焦点生物, 原料业务快速发展。公司原料业务主要通过山东福瑞达生物科技和焦点生物布局。山东福瑞达生物科技 (福瑞达医药集团控股 57.07%) 生产生物防腐剂和化妆品原辅料 (主要产品包括纳他霉素、乳酸链球菌素、聚谷氨酸等)。2019 年公司以 2.58 亿元收购山东焦点生物科技有限公司, 原料业务开始迅速发展。2020 年/2021H1 公司原料板块业务分别实现收入 1.98 亿元/1.21 亿元, 分别同比+190%/+32%, 保持较高增速; 毛利率方面, 公司原料业务毛利率 2020 年以来保持在 40%以上。

图31: 公司原料板块营收保持较高增速



数据来源: 艾瑞咨询、开源证券研究所

图32: 2020年以来原料板块毛利率水平在 40%以上



数据来源: Frost&Sullivan、开源证券研究所

焦点生物产能持续扩张，有望推动未来发展。焦点生物主营化妆品级、食品级透明质酸，2019年收购时产能为120吨/年，处于全球领先地位，公司原料产品60%左右出口，出口地包括日本、美国、欧盟、韩国等地。公司产能处于持续扩张状态，2019年公司全资子公司焦点生物医药有限公司投资新建化妆品透明质酸生产线(产能300吨/年)，目前已经投产，2020年公司拥有食品级和化妆品级原料产能420吨/年。公司年产520吨医用级透明质酸钠及衍生项目目前正处于建设中。山东焦点福瑞达生物股份已取得《医疗器械生产许可证》、《食品生产许可证》及玻璃酸钠原料药《药品生产许可证》，正在进行玻璃酸钠原料药的国内外注册手续办理工作。

国内透明质酸作为新食品原料获批，未来有望打开新成长空间。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，布局天猫、京东等线上渠道。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33：福瑞达推出天姿玉琢口服透明质酸钠液态饮



资料来源：天姿玉琢官方旗舰店

图34：福瑞达推出玻小酸



资料来源：玻小酸官方旗舰店

5、生态健康产业链：物业板块表现较好

公司生态健康产业链主要涵盖房地产销售、物业管理、酒店三大板块，物业板块表现较好。2021H1 公司围绕大健康生态链，发力健康产业基础设施建设开发，经营模式以自主开发、销售为主，稳步推进合作开发等多种模式；物业管理板块方面，公司旗下鲁商生活服务具有物业服务一级资质，收入涵盖物业管理服务、非业主增值服务和社区增值服务三类。具体业绩层面，2020 年/2021H1 公司生态健康板块分别实现收入 119.4 亿元 (+31%) /29.35 亿元，在总收入中占比分别为 88%/75%。从细分板块看，2021H1 房地产销售、物业管理、酒店三大板块在生态健康产业链的收入占比分别为 92%/6.2%/1.3%，在 2021 年上半年中央调控和地方政策监管趋严的背景下，公司物业板块、酒店板块表现较好，上半年营业收入同比增速分别为 17%/150%，未来具备较大增长潜力。

图35：公司生态健康业务打造健康城市生态链



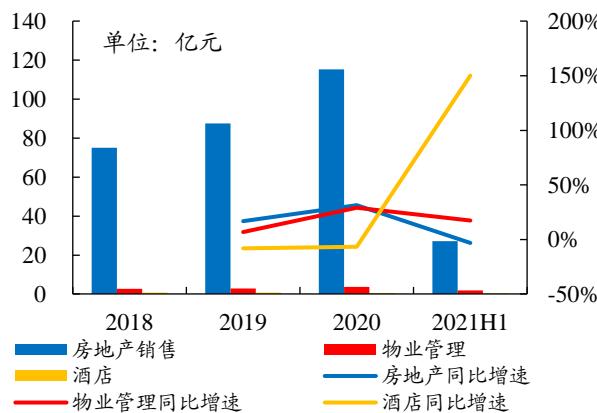
资料来源：公司官网

图36：公司打造健康管理服务链



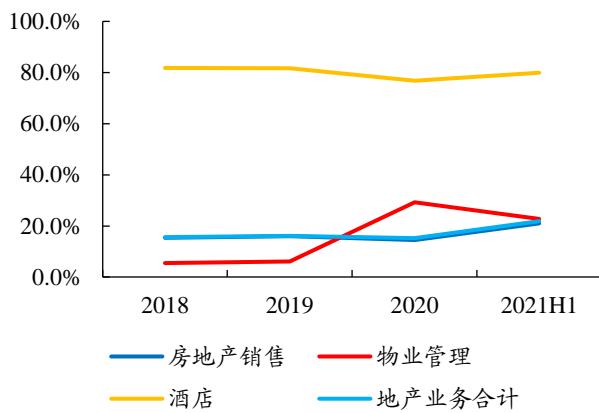
资料来源：公司官网

图37：公司物业板块收入提升较快



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图38：2019 年以来物业、酒店板块毛利率较高



数据来源：公司公告、开源证券研究所

6、盈利预测与估值

6.1、关键假设

生物医药:

- (1) **药品:** 2021Q1-Q3 公司药品业务同比+22%，我们预计 2021 年公司药品业务恢复较好；2022、2023 年增速保持稳健。
- (2) **化妆品:** 2021Q1-Q3 公司化妆品业务同比+22%，我们预计 2021 年公司化妆品业务高速增长；公司化妆品业务旗下涵盖“玻尿酸+”品牌颐莲和主打“微生态护肤”品牌瑷尔博士，切入功能性护肤品高景气赛道，并打造了多品牌矩阵，同时引入战投也可从多方面赋能化妆品业务发展，未来高速增长可期；2022 年、2023 年也有望保持较高增长。利润率方面，随着公司品牌形象升级，利润率具备上升空间，我们预计未来化妆品业务净利率呈上升趋势。
- (3) **原料:** 2021Q1-Q3 公司原料业务同比+35%，我们预计 2021 年公司原料业务保持较高增速；未来公司原料产能释放、透明质酸食品打开新成长空间，2022 年、2023 年保持高于行业整体增速。

生态健康:

受行业政策影响，公司生态健康业务存在一定不确定性，采取保守估计。我们预计 2021-2023 年收入端分别-5%/+0%/+0%。利润端受板块业务结构影响，整体利润率小幅上升。

表5：公司分业务营收增速关键假设

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入合计	8821	10289	13615	13715	14765	15657
YoY		17%	32%	1%	8%	6%
生物医药	793	981	1384	2369	3420	4312
YoY		24%	41%	71%	44%	26%
占比	9%	10%	10%	17%	23%	28%
药品	508	599	498	597	687	790
YoY	5%	18%	-17%	20%	15%	15%
化妆品	221	313	689	1516	2425	3152
YoY		42%	120%	120%	60%	30%
原料及添加剂	63	68	198	257	308	370
YoY		7%	190%	30%	20%	20%
生态健康	7831	9103	11943	11345	11345	11345
YoY		16%	31%	-5%	0%	0%
占比	89%	88%	88%	83%	77%	72%
净利润率						
药品				15%	15%	15%
化妆品	8.0%	11.0%	6.0%	12.0%	13.0%	13.5%
原料				10%	10%	10%
生态健康				4.00%	4.50%	4.80%

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润(归母口径)						
药品				90	103	118
化妆品				182	315	426
原料				15	18	22
生态健康				454	511	545
合计净利润				741	947	1111

数据来源:公司公告、开源证券研究所(蓝色为假设项,化妆品历史净利率数据采用山东福瑞达生物股份数据测算,原料业务按照 60.11% 持股比例测算利润)

6.2、盈利预测和估值

我们预计公司 2021-2023 年营业收入为 137.15/147.65/156.57 亿元(同比增速 0.7%/7.7%/6.0%), 2021-2023 年归母净利润为 7.41/9.47/11.11 亿元, 对应 EPS 为 0.73/0.94/1.10 元, 当前股价对应 PE 为 16.3/12.8/10.9 倍。化妆品业务 2022 年行业可比公司估值水平为 PE48.3x, 药品及原料业务行业可比公司估值为 PE44.8x, 地产业务行业可比公司估值为 PE5.5x。目前公司 2022 年整体估值水平较行业平均水平略低, 未来公司生态健康板块加速转型、生物医药板块药品稳健增长、原料业务竞争力突出, 化妆品业务公司深耕多年厚积薄发, 引入战投有望赋能打开新成长空间, 高速增长可期。

首次覆盖, 给予“买入”评级。

表6: 公司各业务版块可比公司估值情况

	证券代码	股票简称	评级	总市值	收盘价	EPS			PE			同比增速		
						2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
化妆品	300957.SZ	贝泰妮	买入	715	168.70	1.97	2.7	3.66	85.6	62.5	46.1	53.1%	37.4%	35.6%
	603605.SH	珀莱雅	买入	371	184.49	2.91	3.67	4.54	63.4	50.3	40.6	23.5%	26.4%	23.7%
	600315.SH	上海家化	未评级	255	37.57	0.78	1.17	1.56	48.3	32.1	24.1	22.9%	50.6%	32.9%
A 股平均									65.8	48.3	37.0			
药品及原料	688363.SH	华熙生物	买入	656	136.70	1.73	2.43	3.27	79.0	56.3	41.8	28.7%	40.6%	34.2%
	688366.SH	昊海生科	未评级	178	116.94	2.63	3.50	4.63	44.4	33.4	25.3	101.9%	33.0%	32.1%
A 股平均									61.7	44.8	33.5			
地产	600048.SH	保利发展	买入	1,790	14.95	2.30	2.89	3.14	6.5	5.2	4.8	-4.7%	14.3%	7.8%
	000002.SZ	万科 A	未评级	2,321	20.70	3.42	3.59	3.87	6.1	5.8	5.4	-4.3%	5.0%	7.9%
A 股平均									6.3	5.5	5.1			
	600223.SH	鲁商发展	买入	121	11.98	0.73	0.94	1.10	16.3	12.8	10.9	16.0%	27.8%	17.3%

数据来源: Wind、开源证券研究所(收盘价日期为 2022/01/14, 其中华熙生物、贝泰妮、珀莱雅、保利发展 EPS 采用开源证券预测数据, 上海家化、昊海生科、万科 A 公司 EPS 使用 Wind 一致预期预测数据)

7、风险提示

地产行业政策变化风险;

化妆品行业竞争加剧;

核心人员流失等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	54393	59117	61977	68726	66348	营业收入	10289	13615	13715	14765	15657
现金	3635	5074	9674	14410	17045	营业成本	8122	10847	9790	10167	10472
应收票据及应收账款	208	191	210	222	237	营业税金及附加	646	748	617	664	705
其他应收款	322	400	327	456	374	营业费用	718	849	1783	2141	2427
预付账款	4501	5143	4571	5887	5203	管理费用	319	328	549	591	626
存货	44438	46665	45552	46108	41845	研发费用	46	77	165	177	189
其他流动资产	1290	1644	1644	1644	1644	财务费用	51	68	14	16	16
非流动资产	1626	2382	2676	3011	3296	资产减值损失	-4	-4	0	0	0
长期投资	294	485	685	885	1085	其他收益	41	32	30	30	30
固定资产	838	954	981	1073	1144	公允价值变动收益	-1	0	0	0	0
无形资产	178	218	233	252	277	投资净收益	167	220	200	200	200
其他非流动资产	316	725	777	801	790	资产处置收益	-2	0	0	0	0
资产总计	56019	61499	64654	71738	69644	营业利润	574	875	978	1230	1442
流动负债	47480	50486	52211	57433	53995	营业外收入	4	4	0	0	0
短期借款	3552	4303	4303	4303	4303	营业外支出	9	26	0	0	0
应付票据及应付账款	6266	8388	4838	8896	5251	利润总额	569	854	978	1230	1442
其他流动负债	37663	37795	43070	44233	44441	所得税	175	215	237	283	332
非流动负债	3844	4495	3610	2724	1839	净利润	394	639	741	947	1111
长期借款	3780	4427	3542	2656	1771	少数股东损益	50	0	0	0	0
其他非流动负债	64	68	68	68	68	归母净利润	345	639	741	947	1111
负债合计	51324	54981	55821	60157	55834	EBITDA	997	1349	1230	1323	1409
少数股东权益	1954	2437	2437	2437	2437	EPS(元)	0.34	0.63	0.73	0.94	1.10
股本	1001	1009	1009	1009	1009						
资本公积	110	41	41	41	41	主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
留存收益	1631	2130	2696	3364	4150	成长能力					
归属母公司股东权益	2742	4080	6395	9143	11373	营业收入(%)	16.6	32.3	0.7	7.7	6.0
负债和股东权益	56019	61499	64654	71738	69644	营业利润(%)	21.9	52.5	11.7	25.8	17.3
						归属于母公司净利润(%)	112.6	85.4	16.0	27.8	17.3
						获利能力					
						毛利率(%)	21.1	20.3	28.6	31.1	33.1
						净利率(%)	3.3	4.7	5.4	6.4	7.1
						ROE(%)	8.4	9.8	10.5	12.0	12.6
						偿债能力					
						ROIC(%)	4.8	6.0	6.5	7.1	7.5
现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率(%)	91.6	89.4	86.3	83.9	80.2
经营活动现金流	-3307	4448	5953	4063	2607	净负债比率(%)	151.3	99.0	-12.6	-82.6	-113.4
净利润	394	639	741	947	1111	流动比率	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2
折旧摊销	72	95	81	92	104	速动比率	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3
财务费用	51	68	14	16	16	营运能力					
投资损失	-167	-220	-200	-200	-200	总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
营运资金变动	-3746	3784	5317	3209	1576	应收账款周转率	53.0	68.3	68.3	68.3	68.3
其他经营现金流	89	82	0	0	0	应付账款周转率	1.3	1.5	1.5	1.5	1.5
投资活动现金流	548	95	-176	-227	-189	每股指标(元)					
资本支出	60	157	176	227	189	每股收益(最新摊薄)	0.34	0.63	0.73	0.94	1.10
长期投资	-114	-16	-200	0	-200	每股经营现金流(最新摊薄)	-3.28	4.41	5.90	4.03	2.58
其他投资现金流	494	237	-200	0	-200	每股净资产(最新摊薄)	2.72	3.15	3.69	4.50	5.46
筹资活动现金流	2544	-3551	-1177	900	218	估值比率					
短期借款	3093	752	1776	1922	1264	P/E	35.1	18.9	16.3	12.8	10.9
长期借款	-2106	647	-885	-885	-885	P/B	4.4	3.8	3.3	2.7	2.2
普通股增加	0	8	0	0	0	EV/EBITDA	21.2	15.5	11.1	6.1	3.2
资本公积增加	6	-69	0	0	0						
其他筹资现金流	1550	-4889	-2068	-137	-160						
现金净增加额	-215	991	4600	4736	2635						

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

20 / 22

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上;
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%;
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在 -5% ~ +5%之间波动;
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现;
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平;
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号
楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号
楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn