

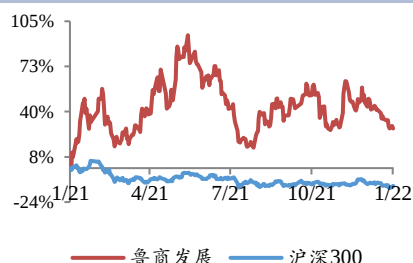
转型大健康成果初显，引战投加速品牌塑造

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-01-18

收盘价（元）	11.98
近 12 个月最高/最低（元）	18.21/9.42
总股本（百万股）	1,009
流通股本（百万股）	1,009
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	121
流通市值（亿元）	121

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王洪岩

执业证书号：S0010521010001

邮箱：wanghy@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 差异化竞争优势凸显，品牌力带动破圈放量

公司旗下福瑞达医药集团拥有瑗尔博士、颐莲等优秀护肤品牌，产品力受到消费者认可。其中，瑗尔博士主打微生态护肤，攻克海藻发酵技术，新成分褐藻酵母抑菌和抗氧化性强。独特的微生态护肤定位和良好的功效性提高了客户粘性，2020 年 7 月瑗尔博士入选由天猫大快消联合阿里数据发布的“GROW 品类健康度榜单”美妆行业复购增加板块 TOP8。颐莲主打玻尿酸护肤，喷雾大单品成为 2021 双十一全网玻尿酸补水喷雾类目冠军。截至 2021 年 Q3 末，2021Q1~Q3，化妆品板块实现营业收入 9.93 亿元，同比大幅增长，化妆品业务有望成为公司新的业绩增长点。

● 成功引入战投，品牌声量提升可期

2021 年 11 月，公司引入战略投资者，由广西腾讯创业、杭州众达源等 5 家公司组成的联合体增资 7.38 亿元，增资完成后合计持股比例为 16.90%。其中，广西腾讯创业、杭州众达源分别为腾讯和壹网壹创子公司。壹网壹创具有丰富的代运营经验，曾经成功运营百雀羚、OLAY、P&G、雅顿等化妆品品牌。公司有望借助其优秀的代运营能力，赋能公司现有及后续新推品牌，实现产品孵化及线上销售表达的双赢。

● 新品牌百阜发布，原料业务预计快速扩张

2019 年公司收购焦点福瑞达，拓展原料业务，打通了公司原料端和品牌端，实现全产业链协同发展。焦点福瑞达目前以化妆品级和食品级透明质酸为主，透明质酸原料年产能 420 吨，位居全球第二。此外，公司在 2022 年年初成立了百阜新品牌，同步推出化妆品级透明质酸钠、焕活小分子、麦角硫因 3 款原料新品。随着麦角硫因等具有高附加值的原料新品推出，公司原料业务预计保持快速扩张。

● 投资建议

公司定位国内领先的大健康产业综合运营商，在生态健康产业和生物医药两大板块实施双轮驱动战略。房地产开发业务以稳为主，非地产业务占比提高，其中化妆品业务表现突出。主打微生态护肤的瑗尔博士和颐莲已逐步实现破圈放量。福瑞达生物引入战投后，壹网壹创等线上代运营的参与有望赋能公司品牌营销端，加快公司化妆品业务品牌孵化。我们预计公司 2021~2023 年 EPS 分别为 0.74、0.90、1.11 元/股，对应当前股价 PE 分别为 18、15、12 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

新品推广不及预期；行业竞争加剧；疫情反复等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	13615	14748	17307	19866
收入同比 (%)	32.3%	8.3%	17.4%	14.8%
归属母公司净利润	639	744	911	1122
净利润同比 (%)	85.4%	16.5%	22.5%	23.2%
毛利率 (%)	20.3%	24.9%	26.2%	28.2%
ROE (%)	15.7%	15.4%	15.9%	16.4%
每股收益 (元)	0.64	0.74	0.90	1.11
P/E	13.31	17.97	14.67	11.91

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 房地产转型大健康，聚势赋能引领发展	7
1.1 地产转型大健康，激发新增长潜力	7
1.2 国资背景加持，增长势头强劲	8
1.3 非地产业务占比提升，营收结构向大健康倾斜	14
2 防守端：地产业务稳扎稳打，稳步推进轻资产转型	17
2.1 后市供需两端均走弱，市场供求保持弱平衡	17
2.2 政策“以稳为主”主线不变，因城施策或带来结构性机会	23
3 细分多维布局雏形已具，差异化产品错位竞争	28
3.1 化妆品行业有望实现量价齐升	28
3.2 产品端：差异化定位，打造新增长曲线	33
3.3 营销端：线上线下齐发力，引入战投有望加速品牌破圈	43
4 HA 原料业务赋能，进军功能性食品拓展版图	50
4.1 收购焦点福瑞达，拓展原料业务	50
4.2 全新推出百阜品牌，开辟麦角硫因新赛道	51
4.3 进军功能性食品，拓展 HA 使用场景	53
盈利预测及投资建议：	54
投资建议	55
风险提示：	55
财务报表与盈利预测	56

图表目录

图表 1 公司发展历程	7
图表 2 公司股权结构	8
图表 3 山东福瑞达医药集团有限公司发展历程	9
图表 4 公司下属控股企业	10
图表 5 公司控股的物业管理性质子公司	10
图表 6 鲁商生活服务主营业务收入 (万元)	11
图表 7 鲁商生活服务主营业务毛利率 (%)	12
图表 8 鲁商生活服务社区增值服务的收入来源构成 (%)	12
图表 9 公司现任董事会及高管	13
图表 10 公司股权激励行权期及考核目标	14
图表 11 公司业务细分	15
图表 12 公司主营业务分行业情况	16
图表 13 公司主要业务毛利率 (%)	16
图表 14 2021 年全国 300 城住宅用地推出与成交同比走势	17
图表 15 2021 年全国 300 城住宅用地流拍宗数及流拍率	17
图表 16 2021 年全国 300 城土地成交楼盘均价及溢价率走势	18
图表 17 2017~2021 年青岛、济南住宅类土地供应面积 (万方)	18
图表 18 2017~2020 年青岛、济南房屋竣工面积及竣工率 (万方, %)	18
图表 19 2020~2021 年山东省商品房月度销售额与销售面积	19
图表 20 2017~2021 年青岛市住宅销售情况	19
图表 21 2017~2021 年济南市住宅销售情况	19
图表 22 2017~2021 年哈尔滨市住宅销售情况	20
图表 23 2021 年部分地区限跌令政策	20
图表 24 2021 年历月各省市政策加码频次	21
图表 25 2017~2021 年 20 个代表城市商品住宅销供比走势	21
图表 26 2021 年境内、境外到期债券规模	22
图表 27 2018~2021 年违约境内债券余额及只数	22
图表 28 2021 年下半年中央房地产相关政策	23
图表 29 2021 年下半年地方房地产相关政策	24
图表 30 2021 年下半年央企、国企发债融资情况	24
图表 31 公司 2017~2020 年山东、哈尔滨土地储备情况 (万方)	25
图表 32 2017~2020 年公司在山东省及哈尔滨销售情况	25
图表 33 2018~2020 年公司在各地级市销售情况	26
图表 34 城市更新相关政策	26
图表 35 2021 年公司旧改项目 5 个小区	27
图表 36 2018~2021H1 公司投销比情况	28
图表 37 2021 年 50 家代表房企各阵营投销比情况	28
图表 38 消费和零售行业营收增速比较	29
图表 39 全球化妆品市场规模及增速	29
图表 40 中国化妆品市场规模及增速	29

图表 41 各国化妆品市场人均消费额 (美元/人/年)	30
图表 42 2019 年化妆品细分市场占比	30
图表 43 中国护肤市场规模及增速	30
图表 44 各国护肤市场人均消费额 (美元/人/年)	31
图表 45 护理产品选择关键考虑因素	31
图表 46 护肤需求热度 TOP10 (2021 年 1 月至 7 月底)	31
图表 47 功效护肤市场规模及增速	32
图表 48 后疫情时代关注肌肤问题	32
图表 49 2020 年 Z 世代购买时尚零售细分品类的频次	32
图表 50 2019 年 12 月各 APP 活跃人数规模比较	32
图表 51 2020 年 Z 世代化妆频次	33
图表 52 2019 年天猫国际美妆品类人均消费水平增速	33
图表 53 福瑞达生物发展历程	34
图表 54 公司主要化妆品品牌	34
图表 55 皮肤微生态菌群	35
图表 56 微生态护肤作用过程	35
图表 57 皮肤屏障的组成部分	35
图表 58 微生态护肤常见作用方式	35
图表 59 微生态护肤部分产品	36
图表 60 海藻发酵液抑制金黄色葡萄球菌	36
图表 61 海藻发酵液与 VC 清除 DPPH 实验对比	36
图表 62 瓊尔博士产品研发	37
图表 63 瓊尔博士明星产品	38
图表 64 瓊尔博士益生菌功效产品价格对比	38
图表 65 酵粹精研肌律水乳套装	39
图表 66 微晶水功效	39
图表 67 颐莲主要产品系列	39
图表 68 颐莲发展历程	40
图表 69 2021 年度天猫金妆奖新品牌入围	40
图表 70 颐莲天猫双十一战报	40
图表 71 富勒烯抗氧化实验	41
图表 72 富勒烯抗氧化机理	41
图表 73 玻尿酸+富勒烯	41
图表 74 三大专利成分	41
图表 75 伊帕尔汗	42
图表 76 善颜	43
图表 77 瓊尔博士皮肤研究院部分城市布局	43
图表 78 公司线上渠道收入及增速	43
图表 79 公司公开挂牌增资扩股交易对手情况	44
图表 80 福瑞达生物引入战投后股权结构	45
图表 81 2017-2021 双十一美妆类销售额前十品牌	45
图表 82 店铺自播模式	46
图表 83 头部&中腰部 KOL 账号粉丝发布评论占比	46
图表 84 超头直播模式, 中腰部 KOL, 店铺自播对比	47

图表 85 电商外各平台 KOL 账号数量占比	47
图表 86 2020 各平台 KOL 投放规模变化	47
图表 87 代运营模式优势	48
图表 88 百雀羚历年成交总额 (亿元)	48
图表 89 百雀羚<1931>	48
图表 90 公司部分代运营品牌线上表现	49
图表 91 壹网壹创服务品牌 (截至 2021 双十一)	49
图表 92 壹网壹创新增战略合作品牌	49
图表 93 全球玻尿酸市场规模	50
图表 94 2019 全球透明质酸市占率	51
图表 95 透明质酸应用场景	51
图表 96 公司原料及添加剂收入	51
图表 97 公司原料及添加剂业务毛利率	51
图表 98 麦角硫因与艾地苯抗氧化能力对比	52
图表 99 百植萃协同使用麦角硫因及其他成分	53
图表 100 珀莱雅将麦角硫因列为 4 大抗氧王牌之首	53
图表 101 天姿玉琢产品	54
图表 102 她语果酒产品	54
图表 103 公司盈利预测	54

1 房地产转型大健康，聚势赋能引领发展

1.1 地产转型大健康，激发新增长潜力

鲁商健康产业发展股份有限公司成立于1993年，由山东省商业集团有限公司控股，定位“国内领先的大健康产业综合运营商”。公司早期主营业务为房地产开发、经营与物业管理。2018年，公司全资收购山东福瑞达医药集团，积极推进健康产业转型。公司目前业务包括房地产销售、物业管理、酒店、药品、化妆品、保健品、原料及添加剂。鲁商发展持续构筑大健康产品链、大健康服务链、大健康生态链三大产业链条，实施生物医药和生态健康产业双轮驱动。公司具体发展历程如下：

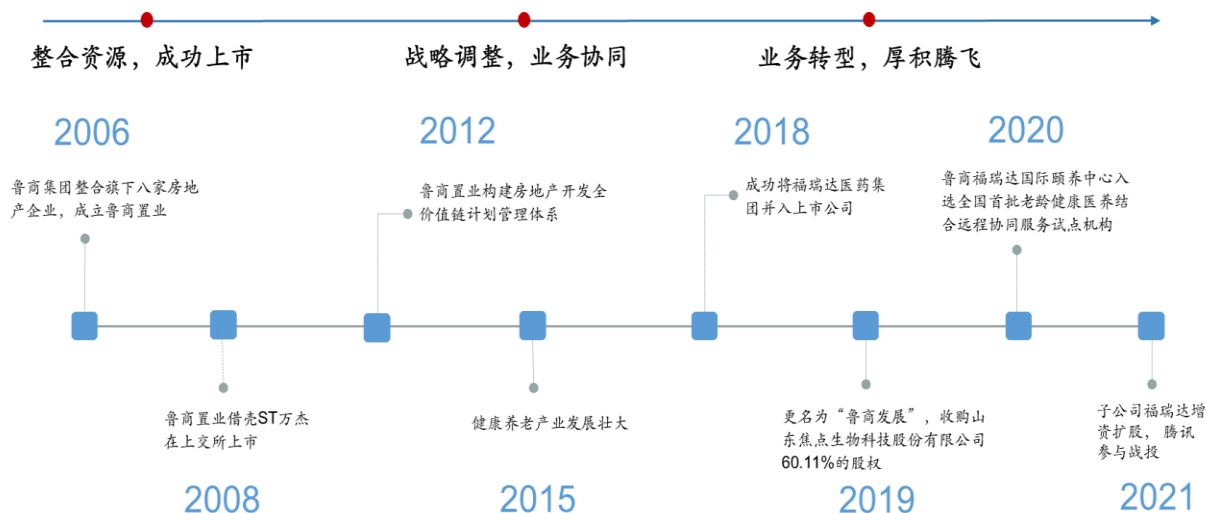
1) 2006~2008：整合资源，成功上市。公司是鲁商集团旗下子公司。2006年鲁商集团提出“突出发展零售主业，重点抓好制药和房地产业，多业态协同发展”的总体思路，整合旗下八家房地产企业。公司负责集团旗下八家房地产企业运营发展，于2008年成功上市。

2) 2009~2017：战略调整，业务协同。公司实现战略发展，谋求多业务协同发展。上市后，公司深化发展地产业务，构建房地产全价值链流程管理体系，并在此基础上尝试健康养老业，将健康养老业发展为公司特色。

3) 2018~至今：业务转型，厚积腾飞。公司开启战略转型，逐步由房地产行业向大健康产业迈进。2018~2020年公司连续收购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（现名山东焦点福瑞达生物股份有限公司）60.11%股权，并实现山东福瑞达生物工程有限公司（现名山东福瑞达生物股份有限公司）100%持股。

2021年12月9日，广西腾讯创业投资有限公司、南通招华贰号新兴产业投资基金合伙企业(有限合伙)等5家公司投资公司的子公司福瑞达生物，合计认购新增股份1538万股，增资金额为7.38亿元。增资完成后，联合购买体合计持股比例为16.9%。至此，公司大步向大健康领域迈进，实现房地产及大健康业务两步走战略规划。

图表 1 公司发展历程

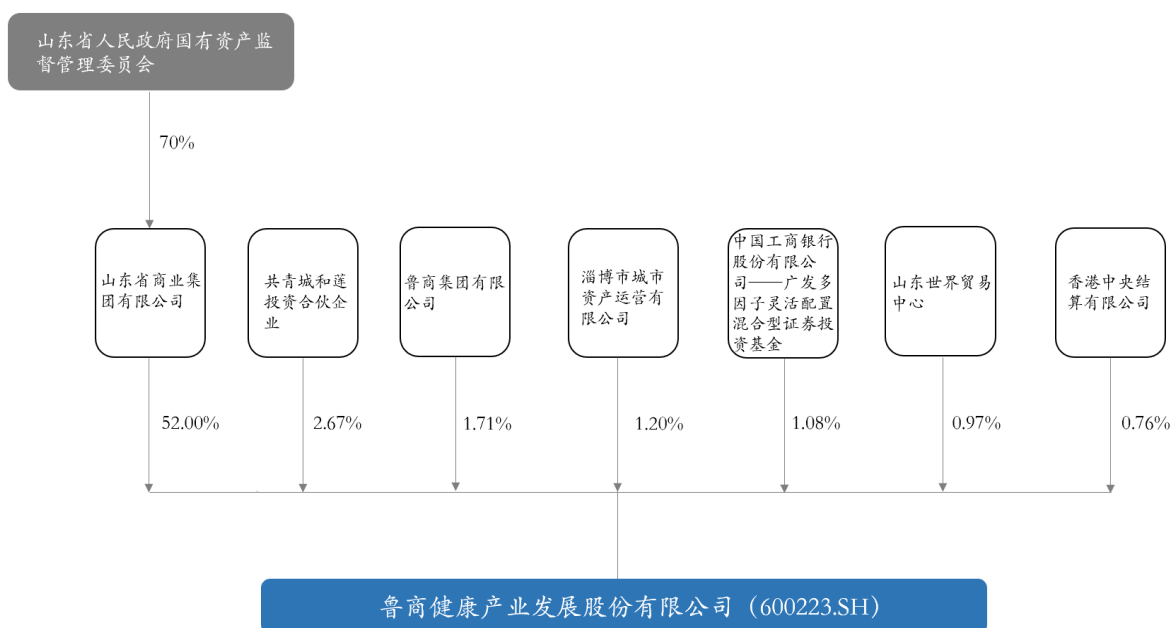


资料来源：wind，公司官网，华安证券研究所

1.2 国资背景加持，增长势头强劲

公司拥有国资背景加持，增长势头强劲，在生物医药和生态健康产业板块实施双轮驱动战略，致力于成长为国内领先的大健康产业综合运营商。截至 2021Q3 末，公司第一大股东为山东省商业集团有限公司，持有公司股份比例为 52.00%，其背后实际控制人为山东省国资委，直接持有山东省商业集团 70% 股份；第二大股东为共青城和莲投资合伙企业，持有公司股份比例为 2.67%；第三大股东为鲁商集团，持有公司股份比例为 1.71%；其他股东山东世界贸易中心持有公司股份 0.97%。

图表 2 公司股权结构



资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

备注：统计数据截至 2021Q3 末

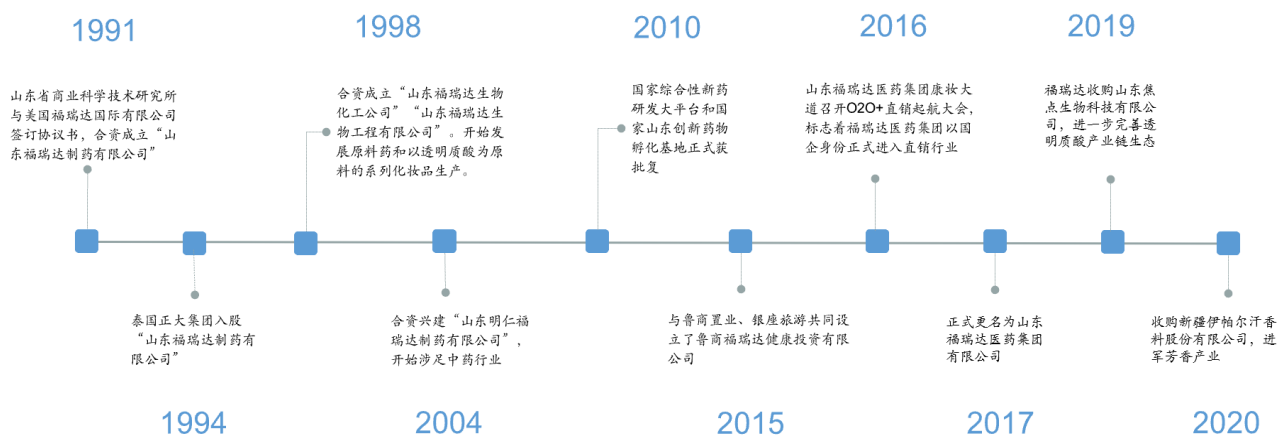
公司发展驶入快车道，优势如下：

1) 公司全资控股子公司山东福瑞达起步于中外合资。

就产品系列看，福瑞达旗下的颐莲“抗皱小蓝瓶”属于玻尿酸产品。截至 2021 年末，福瑞达美业目前拥有颐莲玻尿酸“抗皱小蓝瓶”（多重修复原液）、瑗尔博士益生菌水乳、SHREDA 透明质酸钠修复面膜等产品，在医药健康领域树立了良好的品牌形象。

就历史沿革看：1) 公司的全资子公司山东福瑞达医药集团有限公司拥有强大的研发实力。山东福瑞达医药集团有限公司是以医药和化妆品为核心业务，产学研相结合、科工贸一体化的健康产业集团，是透明质酸研发和应用技术的领跑者。山东福瑞达医药集团有限公司前身山东福瑞达制药有限公司成立于 1991 年，隶属鲁商集团，2018 年通过资产置换成上市公司鲁商发展的全资子公司。

图表 3 山东福瑞达医药集团有限公司发展历程



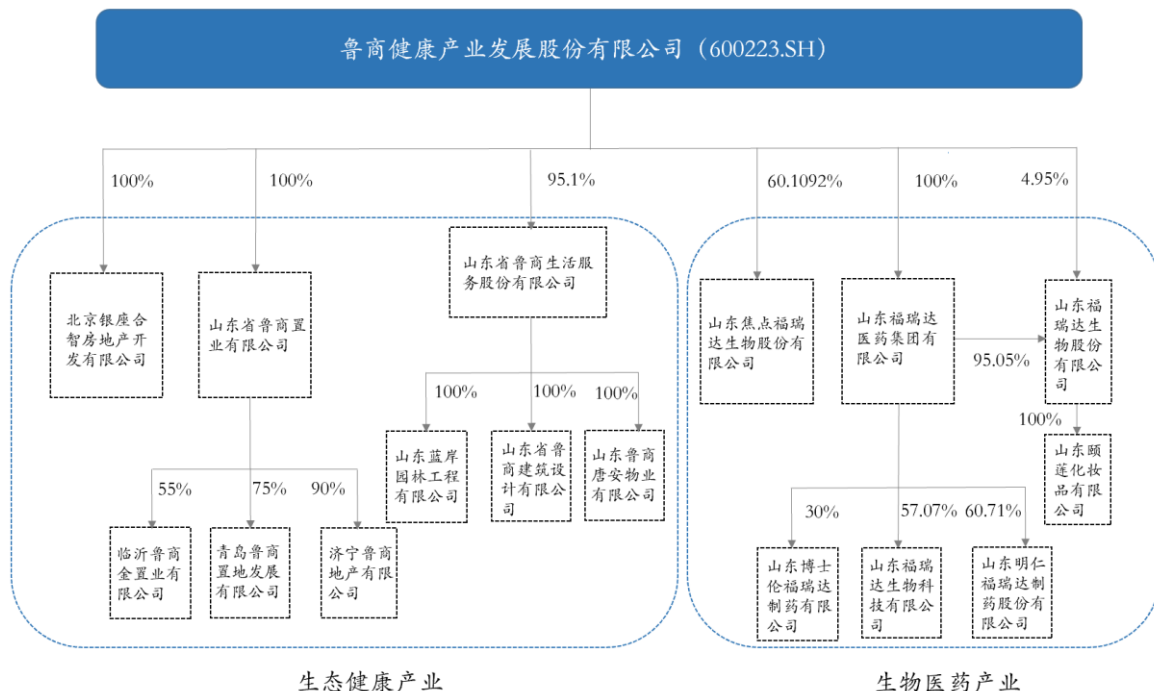
资料来源：公司官网，华安证券研究所

2) 宏观环境变化促使公司转型，从地产开发外拓健康产业，“协同效应”保障公司业务持续发展和产业链延伸。

a) 从行业发展看，随着房地产周期下行压力的积聚，对房企开发实力、资金链条提出了新的挑战，再加上购房者的持续观望，房企信贷成本、建安成本等一系列成本端的提高，迫使行业利润不断压缩，行业将向更透明、更薄利及更倾向发展持有性资产趋势平稳过渡，给房地产行业提出了转型升级的新要求。

b) 从公司发展看，公司控股股东山东省商业集团是地方性大型国企，2020 年上榜中国企业 500 强，位列山东省企业百强第 32 位，拥有强大的经济技术实力和投融资实力。鲁商集团聚焦零售产业和健康产业两大主业，直接或间接带来的产业协同资源、信息资源和资金资源，也构筑了公司一部分的竞争优势。譬如公司的健康产业以福瑞达、山东省药科院、山东省医工设计院为依托，涵盖健康地产、生物制药、药品研发和医药培训等业态。尤其是生物制药方面，公司依托科研平台推动产学研结合，从而促进成果转化，推动产品创新。

图 4 公司下属控股企业



资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

备注：公司 2020 年年报提到“报告期内实施生物医药和生态健康产业双轮驱动”；统计数据截至 2021H1 末

截至 2021H1 末，公司拥有 2 家物业管理性质的子公司。第一家是鲁商生活服务股份有限公司，由公司全资控股；第二家是山东鲁商唐安物业有限公司，由公司持有 41% 股权，考虑到该公司另一股东持股比例为 10%，将表决权委托鲁商发展行使，故鲁商发展对山东鲁商唐安物业有限公司拥有实际控制权。

图 5 公司控股的物业管理性质子公司



资料来源：公司半年报，华安证券研究所

备注：公司持有山东鲁商唐安物业有限公司 41% 股权，该公司另一股东持股比例为 10%，将表决权委托鲁商发展行使，故鲁商发展对山东鲁商唐安物业有限公司拥有实际控制权

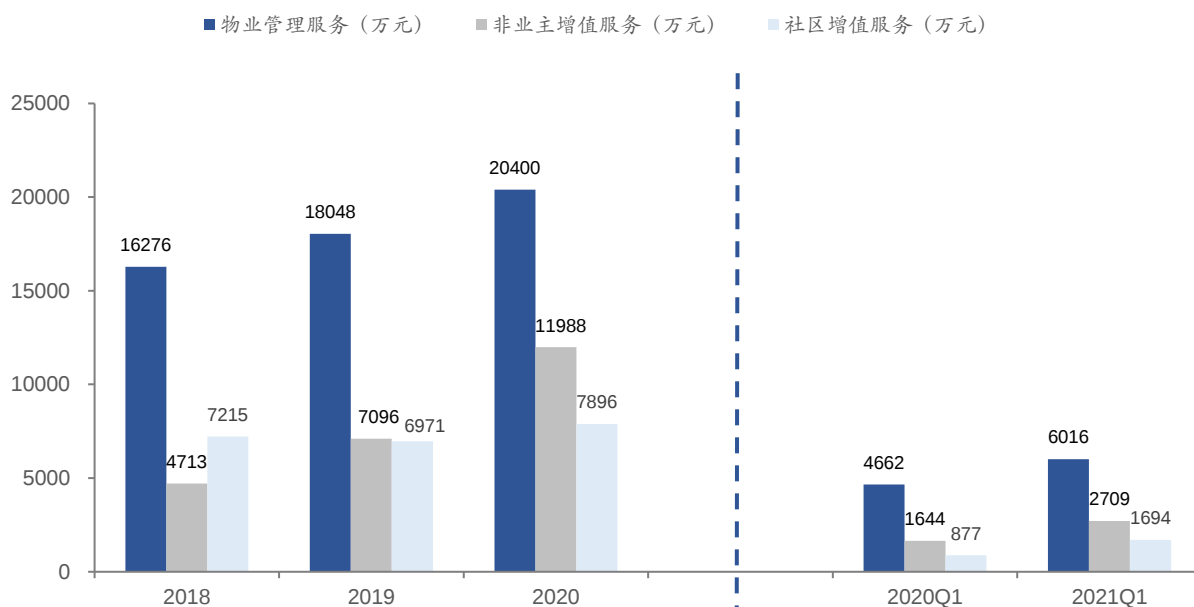
鲁商生活服务的分拆上市，有利于进一步提高公司发展速度和核心竞争力，促

进业务协同。2021 年 4 月 27 日晚间，公司发布鲁商生活服务申请到境外上市相关事项的公告，并于 2021 年 9 月 17 日收到中国证监会出具的批复(证监许可[2021] 3013 号)，核准鲁商生活服务发行不超过 4928.9 万股 境外上市外资股，每股面值人民币 1 元，全部为普通股。完成本次发行后，鲁商生活服务可到香港联合交易所主板上市。该批复自核准之日起 12 个月内有效。鲁商生活服务 2021 年 7 月 2 日在港交所递交招股书，农银国际为独家保荐人。鲁商生活服务的经营情况如下：

a) 就总体看，鲁商生活服务是山东省具有领先市场地位的综合物业管理服务提供商。鲁商生活服务获认可为“2021 物业管理行业多元化运营优秀企业”及“2021 物业服务专业化运营领先品牌企业”之一。**截至 2021 年 3 月 31 日，鲁商生活服务已签约管理 65 个物业，已签约总建筑面积超 2150 万平方米，在管总建筑面积约 1790 万平方米，覆盖中国的 12 个城市。**其中，61 个已签约物业（已签约建筑面积 1940 万平方米）及 61 个在管物业（在管总建筑面积约 1580 万平方米）位于山东省，服务近 8 万户家庭和企业客户。2018~2020 年，鲁商生活服务已签约建筑面积、在管建筑面积、收入及净利润的 CAGR 分别为 27.5%、24.6%、19.5%、36.1%，增长势头强劲。

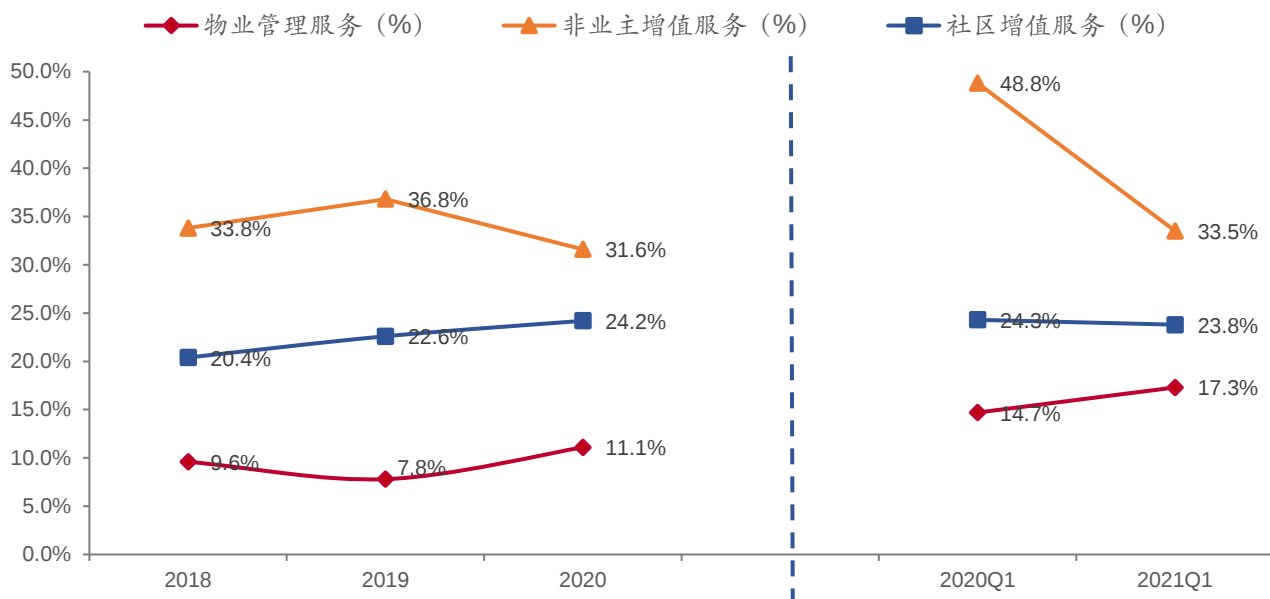
b) 就主营业务收入看，鲁商生活服务提供的服务包括物业管理服务、非业主增值服务、社区增值服务。截至 2020 年末，鲁商生活服务物业管理收入 2.04 亿元，同比增长 13%，毛利率为 11.1%；非业主增值服务收入 1.20 亿元，同比增长 68.9%，毛利率为 31.6%；社区增值服务 0.79 亿元，同比增长 13.3%，毛利率为 24.2%。非业主增值服务 2020 年同比大增是由于景观美化服务收入随着公司持续扩展园林工程服务而增加。

图表 6 鲁商生活服务主营业务收入 (万元)



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

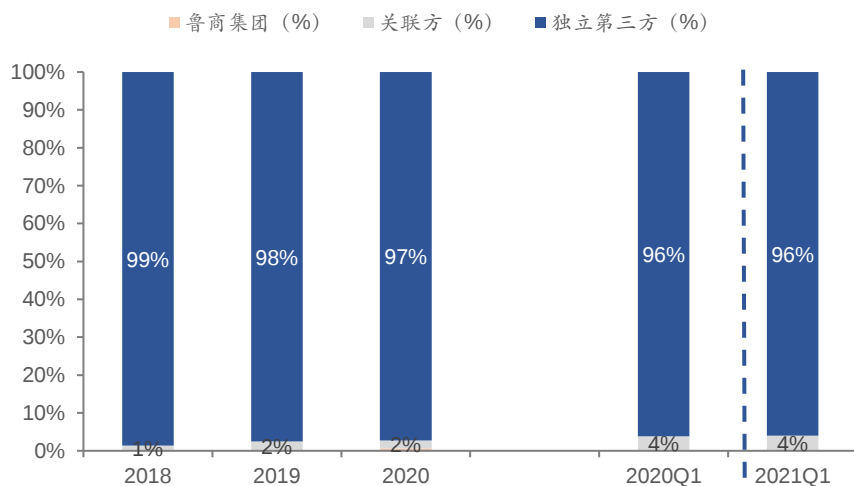
图表 7 鲁商生活服务主营业务毛利率 (%)



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

c) 就收入来源看，就物业管理服务而言，2020 年鲁商生活服务来自鲁商集团的收入为 911 万元，来自关联方的收入 277 万元，来自独立第三方的收入 1.92 亿元；就社区增值服务而言，2020 年鲁商生活服务来自独立第三方占 97.2%，来自关联方占 2.1%，来自鲁商集团占 0.7%。

图表 8 鲁商生活服务社区增值服务的收入来源构成 (%)



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

d) 就协同效应看，鲁商生活服务的成功上市将有利于促进与公司之间的业务协同。根据鲁商生活服务公开招股书，物业管理服务的毛利率由 2018 年的 9.6% 下降至 2019 年的 7.8%，主要由于 2019 年的雇员福利及薪酬增加导致该业务线的毛利减少。物业管理服务的毛利率由 2019 年的 7.8% 上升至 2020 年的 11.1%，主要由

于鲁商发展集团开发的物业应占毛利增加。物业管理服务的毛利率由截至 2020Q1 的 14.7% 上升至 2021 年同期的 17.3%，主要由于鲁商生活服务在扩张业务的过程中实现了更大的规模经济。公司为鲁商生活服务的持续经营与持续盈利能力提供良好支撑。而 COVID-19 将促使鲁商生活服务的物业管理服务提供商更注重优质、安全和服务。例如社区学童关怀服务，鲁商生活服务通过提供空间和协助组织活动与专业合格机构合作，以及社区餐厅，为在管社区的住户提供健康、方便的餐饮。鲁商生活服务的高质量服务，也提升了公司资产的价值。彼此之间产生协同效应，形成一个良性循环圈。

图表 9 公司现任董事会及高管

领域	所属架构	姓名	职务	任职日期	学历	出生年份	简介
生态健康 产业（原房 地产开发）	董事 会成 员	葛健	董事长， 董事	2021/10/27	本科	1968	历任山东银座购物中心有限公司副总经理，鲁商集团副总经理，山东省鲁商集团产业投资有限公司董事长、总经理
		段东	董事	2015/6/30	硕士	1977	现任山东省国有资产投资控股有限公司总裁助理、鲁资创业投资有限公司董事长、公司董事等
		徐涛	副总经理	2014/2/10	硕士	1970	历任公司纪委书记、工会主席，2014 年 2 月至今任公司副总经理
	高管	尹炜	副总经理	2019/3/6	硕士	1973	历任山东银座购物中心有限公司副总经理、齐鲁宾馆项目总经理等，现任公司副总经理
		周洪波	副总经理	2019/3/6	硕士	1973	现任济南城市公司总经理、公司副总经理
		陈莉	副总经理	2021/3/25	硕士	1977	历任泰禾集团济南公司总经理、蓝光发展华北区域执行总裁等，现任公司副总经理
		杨云龙	财务总监	2021/7/7	本科	1981	高级会计师、注册会计师，历任山东电力管道公司财务产权部副主任、主任
		李璐	董事会 秘书	2011/6/10	硕士	1976	现任公司董事会秘书
生物 医药 产业	董事 会成 员兼 高管	贾庆文	董事	2019/3/6	硕士	1971	历任山东省药科学院副院长、山东福瑞达医药集团有限公司总经理，现任公司董事、福瑞达医药集团党委书记、副董事长、公司总经理
			总经理	2021/3/9			
	监事 会	王泽	职工 监事	2019/3/2	—	1971	中共党员，现就职于山东福瑞达医药集团有限公司审计部

资料来源：wind，华安证券研究所

备注：统计结果未展示独立董事，仅展示部分监事；统计数据截至 2022 年 1 月

从公司治理层架构角度看,公司高管团队有所调整,从而推进大健康战略布局,为转型保驾护航。2019 年之前,董事会及高管团队深耕地产领域,拥有丰富的房地产开发相关经验。2019 年 3 月,曾任山东省药科学院副院长兼新药评价中心主任、山东福瑞达医药集团总经理的贾庆文接任公司董事,并于 2021 年 3 月 9 日升任公司总经理,为公司开辟新健康业务注入新的增长动力。2020 年 1 月 20 日至 2021 年 10 月 11 日,赵衍峰任公司董事长。在此之前,赵衍峰曾担任泰山地勘集团副总经理、亚特尔控股集团董事长、鲁商乡村董事长等职务。赵衍峰曾在乡村振兴战略大背景下,大力推广公司的品牌效应和产业效应。2021 年 10 月 27 日,历任山东银座购物中心有限公司副总经理、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兼书记的葛健升任公司董事长兼董事,继续执行公司向大健康产业转型的战略。

公司通过授予股票期权,促进业绩增长。2018 年,鲁商发展(原鲁商置业)拟向激励对象授予 3002.9 万份股票期权,涉及的标的股票种类为人民币 A 股普通股,约占激励计划草案公告日公司股本总额 10.0 亿股的 3%。

图表 10 公司股权激励行权期及考核目标

行权期	业绩考核目标	行权时间	可行权数量 占获授权益 数量比例	行权情况
2020	以 2017 年度归属母公司净利润和 ROE 为基数,2019 年度归母净利润增长率不低于 40%,2019 年度的 ROE 增长率不低于 25%,且均不低于对标企业的 75 分位值。	自授予日起 24 个月后的首个交易日起至授予日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	1/3	满足行权条件。 可行权的预留授予激励对象达 58 名。首次授予的股票期权行权价格为 3.42 元/股
2021	以 2017 年度归属母公司净利润和 ROE 为基数,2020 年度归母净利润增长率不低于 50%,2020 年度的 ROE 增长率不低于 30%,且均不低于对标企业的 75 分位值。	自授予日起 36 个月后的首个交易日起至授予日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	1/3	满足行权条件。 可行权的预留授予激励对象 53 名。预留授予的股票期权行权价格为 3.22 元/股
2022	以 2017 年度归属母公司净利润和 ROE 为基数,2021 年度归母净利润增长率不低于 70%,2021 年度的 ROE 增长率不低于 35%,且均不低于对标企业的 75 分位值。	自授予日起 48 个月后的首个交易日起至授予日起 60 个月内的最后一个交易日当日止	1/3	—

资料来源:公司公告,华安证券研究所

1.3 非地产业务占比提升,营收结构向大健康倾斜

2021 年,公司以“转型年”为抓手,定位国内领先的大健康产业综合运营商,加速非地产业务转型,激发健康产业增长新动能。截至 2021H1 末,公司主营收入构成中,房地产销售占 68.8%,物业管理 4.6%,酒店 1.0%,药品 6.8%,化妆品 15.8%,

原料及添加剂 3.1%。公司主营业务按行业细分为以下 7 类：

1) 房地产开发业务转型大健康：

a) 房地产业务方面，2020 年，公司上榜“中国房地产综合开发专业领先品牌价值 TOP10”。2021 年 1~9 月，健康地产实现签约金额 117.44 亿元，同比增加 11.05%；实现营业收入 42.50 亿元，同比减少 25.80%，毛利率 22.23%。

b) 物业管理方面，鲁商生活服务具有物业服务一级资质，收入主要来自物业管理服务、非业主增值服务及社区增值服务三条业务线。截至 2021H1 末，在管面积约 1800 万平米。

c) 酒店方面，2011 年鲁商发展介入酒店业务，其后探索“文旅+康养”新模式，为可持续发展提供保障。2018~2020 年酒店业务营业收入分别为 7063.96 万元、6499.47 万元、6070.36 万元，毛利率分别为 81.79%、81.70%、76.78%。2020 年 1~6 月，因疫情影响，酒店停业时间长，酒店营业收入 1557.90 万元，同比下降 50.42%，毛利率为 79.24%。2021 年 1~6 月，酒店营业收入 3894.43 万元，同比增长 149.98%，毛利率达 79.95%。

2) 健康产业领域展现新作为：

d) 药品方面，公司拥有“施沛特”、“明仁”等骨科领域知名品牌，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，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。根据 2021 年中报，福瑞达医药集团 2021 年 1~6 月实现营业收入 9.49 亿元，实现利润总额 1.16 亿元，实现归属于母公司所有者的净利润 9445.57 万元，分别同比增长 114.29%、226.23%和 299.32%。

e) 化妆品方面，福瑞达医药集团在济南、临沂、济宁、新疆伊宁等地建有生物发酵原料、植物提取原料、化学合成原料药、药物制剂、肌肤及香氛护理化妆品等生产基地，建立了与 ICH、FDA、EDQM、PMDA 等国际质量监管理念接轨的质量保证体系。

f) 保健品方面，公司上线福瑞达保健品旗舰店线上平台，启航新零售业务。

g) 原料及添加剂方面，公司旗下拥有透明质酸原料年产能 420 吨的焦点福瑞达和从事生物发酵技术的福瑞达生物科技。

图表 11 公司业务细分

细分业务	主要子公司/事业部/平台
房地产销售	鲁商置业
物业管理	鲁商生活服务
酒店	银座地产
药品	明仁福瑞达、博士伦福瑞达
化妆品	福瑞达生物
保健品	福瑞达保健品旗舰店线上平台
原料及添加剂	焦点福瑞达、福瑞达生物科技

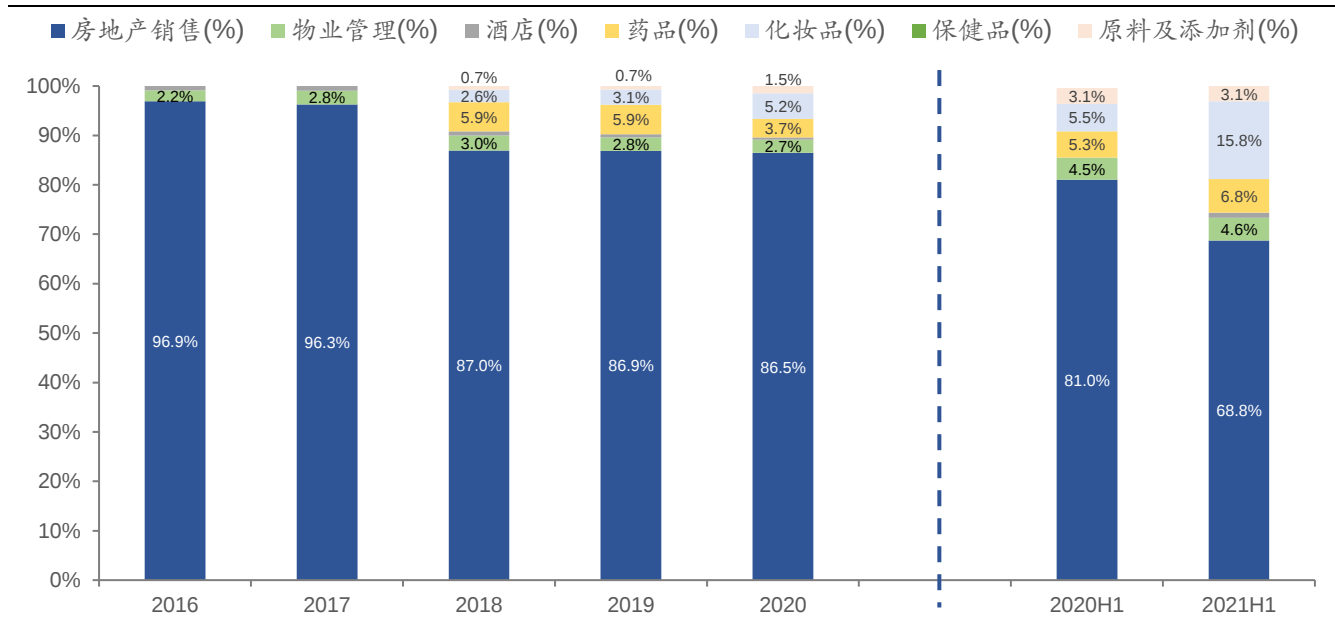
资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

备注：山东省商业集团有限公司是银座股份（600858）的第一大股东，也是鲁商发展（600223）的第一大股东。山东银座地产有限公司是公司的全资子公司。

1) 从主营业务结构看，公司的主营结构向健康产业倾斜加速，2021H1 非地产业务发展提速。房地产销售占主营业务的比例由 2016 年的 96.9%下降至 2020 年的 86.5%；而截至 2021H1 末，化妆品占主营业务的比例已迅速提升至 15.8%，药品

提升至 6.8%，原料及添加剂提升至 3.1%。截至 2021H1 末，虽然房地产销售占公司主营收入 68.8%，位列第一，但是健康产业已经具备持续增长动能。

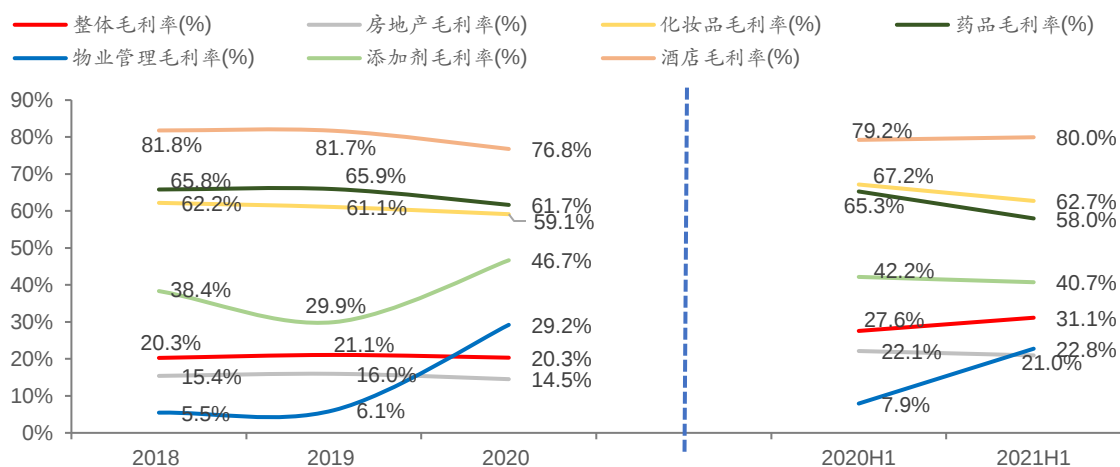
图表 12 公司主营业务分行业情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

2) 从毛利率看，2018 年公司积极推进健康产业转型，药品、化妆品、添加剂业务毛利率显著高于传统房地产、物业管理毛利率，开启新的高增长通道。2018~2020 年，公司药品毛利率分别为 65.8%、65.9%、61.7%，化妆品毛利率分别为 62.2%、61.1%、59.1%，添加剂毛利率分别为 38.4%、29.9%、46.7%，处于较高水平；而 2018~2020 年房地产毛利率分别为 15.4%、16.0%、14.5%，物业管理毛利率分别为 5.5%、6.1%、29.2%，增长动能显著落后于健康产业赛道。公司坚持生物医药和生态健康产业双轮驱动，乘健康产业之东风，加速驶入高增长赛道。

图表 13 公司主要业务毛利率 (%)



资料来源：wind，华安证券研究所

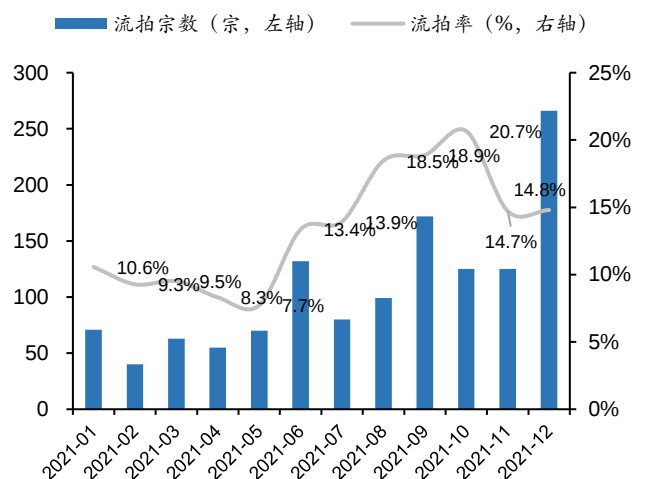
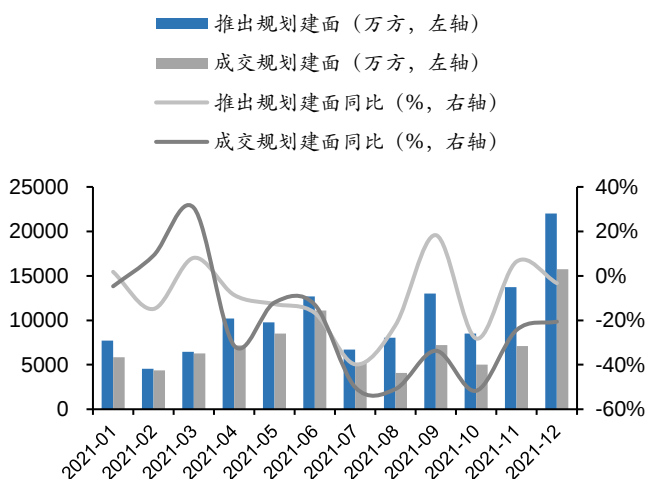
2 防守端：地产业务稳扎稳打，稳步推进轻资产转型

2.1 后市供需两端均走弱，市场供求保持弱平衡

从供应端看，2021 年土地成交量出现冰火两重天现象，上半年火爆，下半年显著转冷，总体成交金额规模收缩至近三年最低水平。受 2020 年 8 月三条红线、2021 年 2 月土拍新规的影响，叠加三条红线与贷款集中度管理影响，土地成交量及溢价率也明显回调。1) 成交量下行，流拍率有所提升。根据中指研究院统计，2021 年全国 300 城推出住宅用地规划建筑面积 12.34 亿方（同比-9.57%）；成交规划建筑面积 8.77 亿方（同比-25.15%）。同时，2021 年 300 城共流拍地块 1298 宗，流拍率高达 13.53%，较去年同期增长 3.93 pct。2) 溢价率下半年大幅收窄，主要受两方面影响：a) 第二批集中供地为了降温土地市场，多地设置 15% 溢价率上限；b) 低能级城市受大环境政策及房企暴雷影响，销售端走弱反逼土地市场迅速降温，因此土地溢价率明显收窄。

图表 14 2021 年全国 300 城住宅用地推出与成交同比走势

图表 15 2021 年全国 300 城住宅用地流拍宗数及流拍率



资料来源：中指研究院，华安证券研究所

资料来源：中指研究院，华安证券研究所

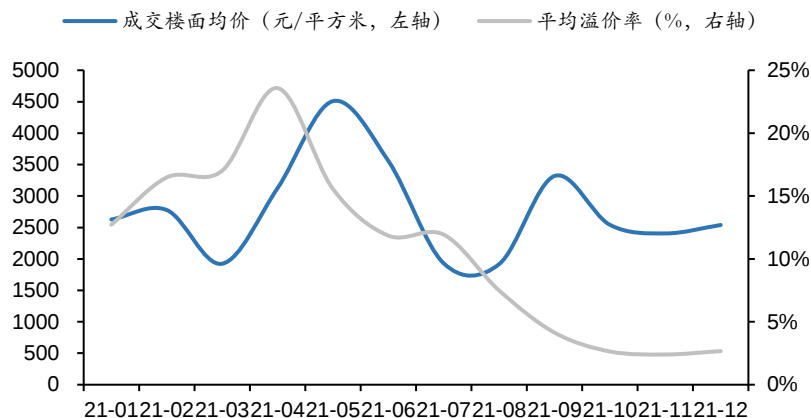
备注：流拍率=流拍地块宗数/（流拍地块宗数+成交地块宗数）

土地缩量将拖累行业新开工规模，市场活跃度不足，因需求端走弱房企拿地动力不足，加之政策秉持“以稳为主”基调，大收大放的可能性较小，该现象的持续性有待观察。

从土地供应结构来看，高能级城市受集中供地影响较大。根据中指研究院统计，20 个代表城市商品住宅 2021 年全年土地供应与之前相比，总体有所下降。月均新批上市面积为 1991.5 万方，同比下降 5.1%。12 月，20 个代表城市商品住宅新批上市面积为 782.59 万方，环比下降 55.2%，同比下降 71.88%。山东省参与集中供地的青岛、济南土地供应端则呈现间断、量高的特点，但整体供应面积较低。相比 2017~2020 年，2021 年青岛和济南住宅类用地供地频率从连续到间断，整体上供地面积较前几年有提升，但仍处低位，青岛在 8 月 1 日供地最多，达 242.38 万方，济南则在 11 月 7 日供地达最高峰，为 223.38 万方。而在“两集中”供地方面，两市 2021 年出让土地居低位，济南供地量相对升高，青岛则有所下降。2021 年济南出让 296 宗土地，建设用地面积达 920.73 万方，规划建筑面积 2011.89 万方，其中住宅用地和综合用地（含住宅）共 207 宗，建

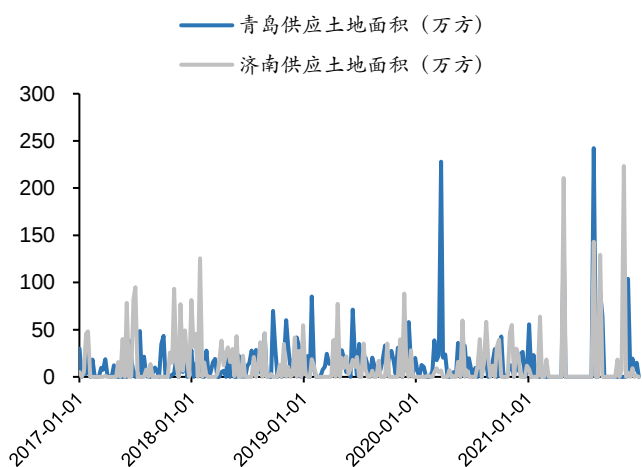
设用地面积和规划建筑面积分别为 674.98 万方、1443.69 万方。青岛共出让 295 宗土地，建设用地面积达 891.77 万方，规划建筑面积 2152.3 万方，其中住宅用地和综合用地（含住宅）共 244 宗，建设用地面积和规划建筑面积分别为 760.54 万方、1832.39 万方。

图表 16 2021 年全国 300 城土地成交楼面均价及溢价率走势



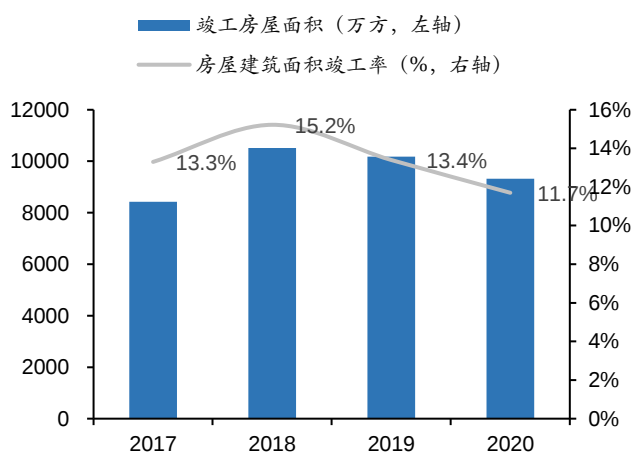
资料来源：中指研究院，华安证券研究所

图表 17 2017~2021 年青岛、济南住宅类土地供应面积(万方)



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 18 2017~2020 年青岛、济南房屋竣工面积及竣工率(万方，%)



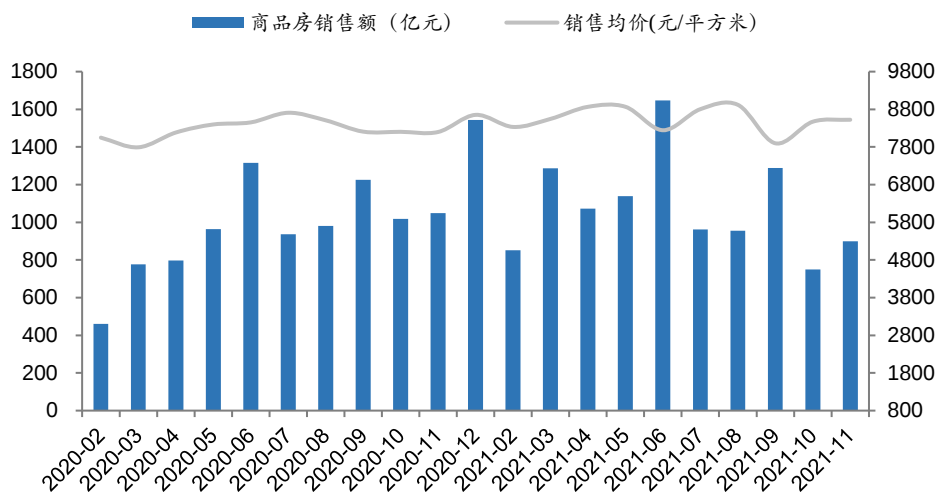
资料来源：wind，华安证券研究所

同时，今年全国项目竣工情况有所改善，2021 年 1~11 月，全国房屋竣工面积为 6.9 亿平方米，同比增长为 16.2%。其中，住宅竣工面积为 5.0 亿平方米，同比增长 16.2%。在竣工方面，预计青岛和济南房屋竣工情况保持下行趋势。2017~2020 年，青岛、济南的竣工房屋面积和房屋建筑面积竣工率持续缓慢下降，预计此种趋势短期内将保持。

在需求端，2021 年商品房销售也呈现“先热后冷”局面。据国家统计局公布数据，1~11 月，商品房销售面积同比+4.8%(1~10 月+7.3%)，11 月单月-14.0%(10 月-21.7%)；销售金额同比+8.5%(1~10 月+11.8%)，11 月单月-16.3%(10 月-22.6%)。价格维度，2021 年 1~11 月全国销售均价同比-0.64%(1~10 月为-0.51%)，售价增速环比持续下行。山东省 2021 年全年销售额与销售面积较 2020 年有略微上升，2021 年 9 月后市场

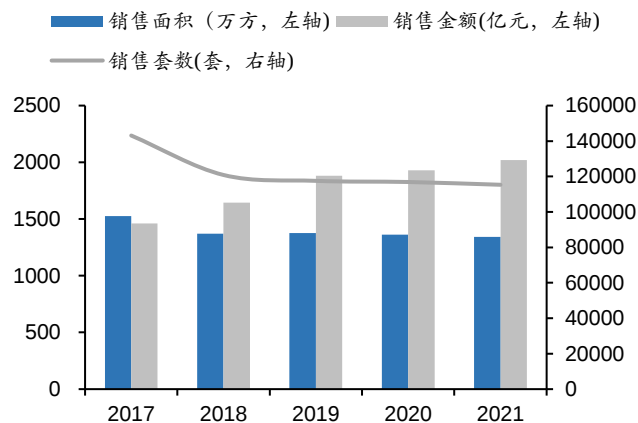
转冷明显。2021 年 Q4 虽然银行按揭房贷提速，部分楼盘降价促销，但是主要的购房人群对后续房价走势的预期和期房是否可以按期交付的担忧等因素，使得市场热度仍未恢复。

图表 19 2020~2021 年山东省商品房月度销售额与销售面积



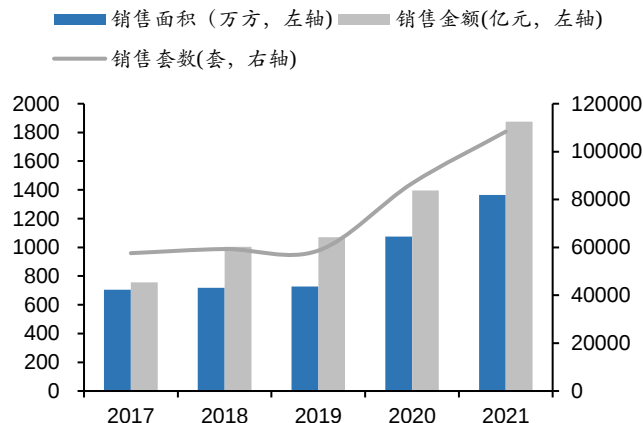
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 20 2017~2021 年青岛市住宅销售情况



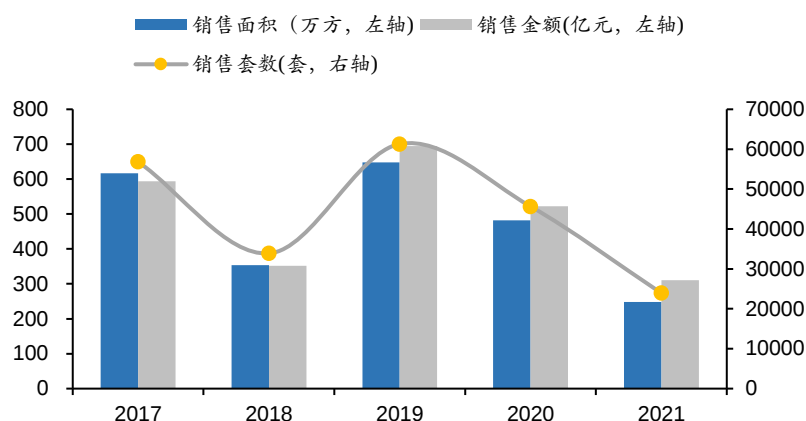
资料来源: 中指研究院, 华安证券研究所

图表 21 2017~2021 年济南市住宅销售情况



资料来源: 中指研究院, 华安证券研究所

图表 22 2017-2021 年哈尔滨市住宅销售情况



资料来源：中指研究院，华安证券研究所

债务融资政策边际放松有望遏制供应端走弱趋势。

a) 抑制房企过度借贷，是房地产行业平稳发展的必然要求。2021 年 3 月，银保监会要求加强经营贷的管理，严防经营贷违规流入房地产领域，同时多地下发文件要求严查经营贷流向；5 月基金业协会叫停了基金子公司对房地产的非标融资项目等，均是之前融资严管政策的延续和补充，目的是促进房地产行业平稳健康发展和良性循环。

b) 适度放松融资端，同时也是保障房企正常经营的前提，也能更好地满足购房者合理住房需求。房企暴雷的主因是房地产企业自身经营管理不善、举债杠杆过高。2021 年下半年的政策以调整、修复、矫正为主，对融资进行弹性回调的指导，如引导金融机构满足房企合理融资、鼓励收并购类债券发行等，均释放了融资边际放松的积极信号，目的是保障房企的正常经营和合理融资需求。

为抑制房地产企业违规降价促回款行为带来房价盲目走低，影响房地产市场的正常销售，并避免土地出让价格带来负面拉动，全国多地出台了房价限跌政策，预计未来不利于当地房地产企业通过大幅下调售价提振购房需求以改善销售情况的计划。

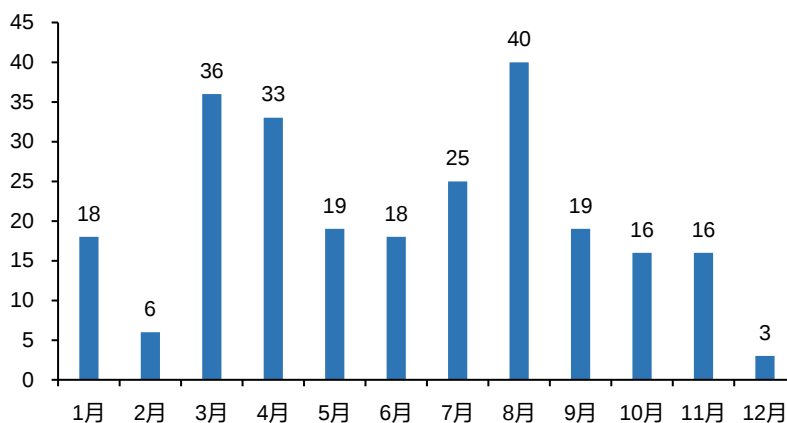
图表 23 2021 年部分地区限跌令政策

城市	日期	主要政策内容
长春	7 月 1 日	不得低于 9 折销售
菏泽	7 月 2 日	对个别房企楼盘定价远低于市场价格的行为：进行调查处理
沈阳	8 月 6 日	约谈部分房企，要求企业尽量避免以价格优势吸引购房者达到销售目的
孝感	10 月 9 日	涨价或降价超过备案价 10% 的浮动，需要重新备案
天津	11 月 19 日	约谈各大开发商，要求降幅达 5% 者必须上报区住建委，达 10% 者上报市住建委，而达到 15% 的楼盘将被禁止销售：关闭网签

资料来源：克尔瑞，华安证券研究所

放眼全国，截至 12 月 20 日，73 省市、249 次政策加码，各地政策内容主要涉及升级限购、升级限贷、升级限价、升级限售、增加房地产交易税费、落地二手房参考价、新房积分摇号和强化预售资金监管这 8 个方面。

图表 24 2021 年历月各省市政策加码频次



资料来源：中指研究院，华安证券研究所

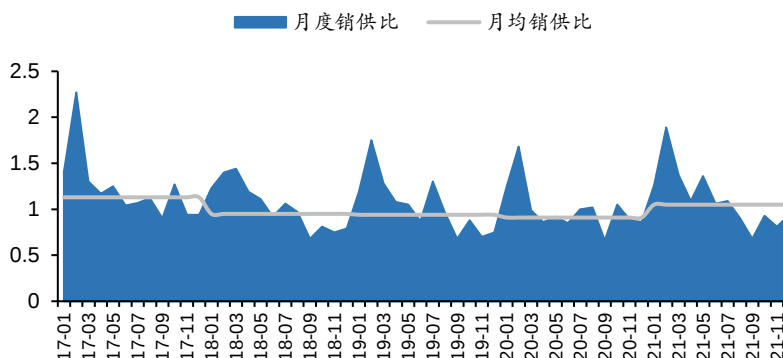
虽然全国政策的边际改善将有助于提振低落的购房情绪、拉动市场购房需求，但就市场下行的情况来看，短期内市场回暖较为困难，2022 年初的销售情况出现较大提升存在阻碍。

a) 就山东集中土拍看，土地供给市场有望回暖。根据中指研究院数据，2021 年 1~12 月山东各地市共成交宅地 2646 宗，规划建面 1.8 亿 m^2 。部分城市的集中供地政策实施以来，月度变化趋势转化为批次变化，导致 5 月份、9 月份、12 月份呈现出波峰形态。12 月份青岛、济南等城市都经历了第三次集中土拍，最终全市合计成交建面 4117.1 万 m^2 ，环比上涨 117.2%。

b) 就山东销售看，房企销售同比上涨。根据中指研究院数据，2021 年 1~12 月整体来看，全省宅地成交总量相比去年同期下降 20.1%。根据中指研究院数据，2021 年 1~12 月份，山东房地产企业销售金额 TOP20 企业合计销售金额为 4086.3 亿元，同比上涨 7.6%；销售面积 TOP20 企业合计销售面积 3517.5 万平，同比上涨 9.4%。

c) 就投资者情绪看，市场存在缓慢回升机会。根据中指研究院调查数据，2022 年置业者认为楼市运行偏弱，市场存缓慢回升机会，超七成受访者将在 2022 年进行置业，整体购房意愿更强。

图表 25 2017~2021 年 20 个代表城市商品住宅销供比走势



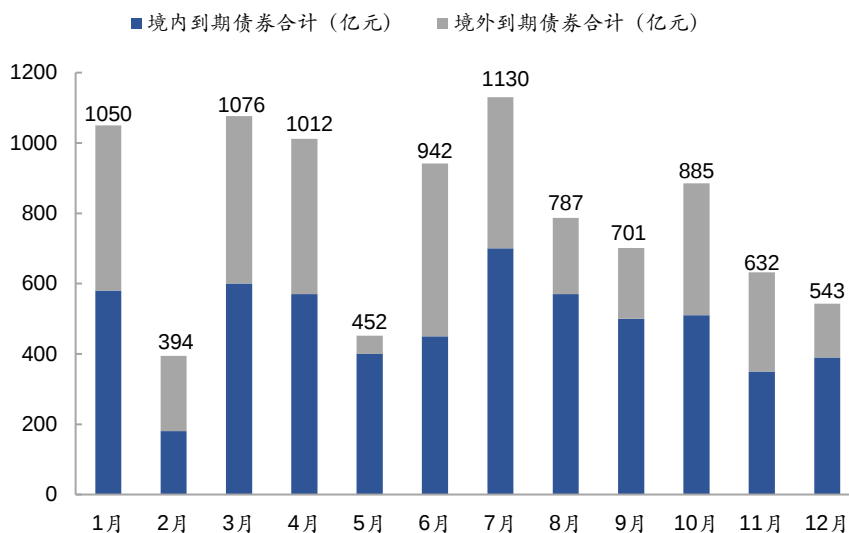
资料来源：中指研究院，华安证券研究所

备注：日期截至 2021 年 12 月 31 日；20 个代表城市包括北京、上海、广州、深圳、杭州、武汉、南京、苏州、青岛、合肥、重庆、天津、成都、沈阳、郑州、长沙、福州、西安、长春、温州

总体来看，拿地需求提升动力不足，土地供应端仍有积余趋势，新开工规模较低，导致房地产市场供应处于低位，同时市场购房需求不高，提升力量疲软，短期内销售市场活跃度提高较难，但供销比有所改善，整体来看，市场供需关系处于弱式平衡。

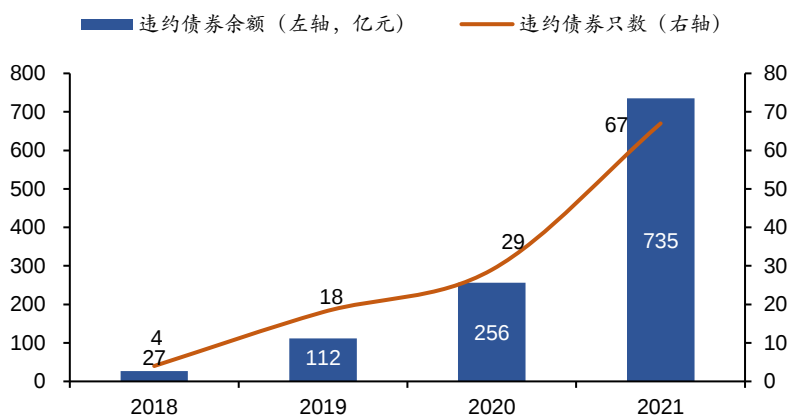
2021 年房地产行业到期债务规模扩大，房企频繁暴雷，违约债券大幅扩增。2021 年房企到期债务达 12822 亿元，相比 2020 年同比上升 45.79%，其中 2021 年上半年到期债务金额高于下半年，到期债券中境内债券占比更多。在行业债务规模扩大的情况下，违约债务占比也大幅增多，2021 年违约境内债券相较前几年显著提高，违约余额达 735 亿，较 2020 年上升 187.11%，违约债券共 67 只，同比上升 131.03%。据贝壳研究院统计，目前 2022 年、2023 年到期债务规模分别为 9603 亿、8348 亿，预计未来到期债务规模将小幅收紧，并显现下降趋势。

图表 26 2021 年境内、境外到期债券规模



资料来源：贝壳研究院，华安证券研究所

图表 27 2018~2021 年违约境内债券余额及只数



资料来源：贝壳研究院，华安证券研究所

2.2 政策“以稳为主”主线不变，因城施策或带来结构性机会

从 2021 年年末开始，从中央到地方层面对房企融资端频吹暖风，侧面反映出行业景气度处于低谷期时，资金面压力叠加销售受阻等因素下，房企持续出现流动性紧张现象将会得到缓解。政策主要体现为以下特点：**1) 中央层面主要是强调“以稳为主”主线不变**，即保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性，2021 年 11 月 9 日中国人民银行出具的《三季度货币政策执行报告》里重提“稳地价、稳房价、稳预期”。**2) 以提振需求为目标的政策已经初步显现，各地方政府“因城施策”的相应调整正有序开展。**
间接手段譬如长春、哈尔滨及成都等地对预售资金监管方面有所放松，河北保定对低碳项目取消限价限购等；直接手段譬如江苏海安、芜湖等城市对各类青年人才进行购房款补贴等。

图表 28 2021 年下半年中央房地产相关政策

时间	单位	会议/文件	具体内容
2021/10/20	人民银行、银保监会、证监会	2021 金融街论坛年会	目前房地产市场出现了个别问题，但风险总体可控，合理的资金需求正在得到满足，房地产市场健康发展的整体态势不会改变
2021/10/26	发改委外资司、外汇局资本司	部分重点行业企业外债座谈会	继续在外债备案登记、资金出境等方面满足企业合理合规的外债置换和偿付需求，同时要求企业不断优化外债结构，严格按照批准用途使用外债募集资金，自觉遵守财务纪律和市场规则，积极主动做好境外债券本息兑付准备，共同维护企业自身信誉和市场整体秩序
2021/11/9	中国银行间市场交易商协会	房地产企业代表座谈会	部分参会的房企有计划近期在银行间市场注册发行债务融资工具房企，融资“冰封”状态有所解封
2021/11/19	中国人民银行	《三季度货币政策执行报告》	坚持稳地价、稳房价、稳预期，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性，实施好房地产金融审慎管理制度
2021/12/6	中共中央政治局	中共中央政治局会议	推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环，释放出很强政策信号意义
2021/12/10	中央工作经济会议	—	要坚持“房住不炒”的定位，探索新的发展模式，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。
2021/12/20	人民银行、银保监会	《关于做好重点房地产企业风险处置项目并购金融服务的通知》	加大债券融资的支持力度，支持优质房地产企业在银行间市场注册发行债务融资工具，募集资金用于重点房地产企业风险处置项目的兼并收购。鼓励银行业金融机构积极为并购企业发行债务融资工具提供服务，提高发行效率。鼓励银行业金融机构投资并购债券、并购票据等债务融资工具

资料来源：各级政府官网，华安证券研究所

图表 29 2021 年下半年地方房地产相关政策

时间	单位	会议/文件	具体内容
2021/8/31	长春房地产业协会	长春市房地产市场 稳定发展媒体通报 会	为防止开发企业因资金不足，导致项目烂尾，允许符合条件的商业银行为房地产开发企业出具保函，以保函替代预售资金监管
2021/9/29	哈尔滨市住房和城乡建设局等	《关于促进我市房地产市场平稳健康发展的实施意见》	2022 年 12 月 31 日前，对于已实施商品房预售资金监管的房地产开发项目，满足返还条件的，应尽快予以返还。同时，根据企业信用和项目建设进展实际，监管资金入账金额在扣除 5% 留存监管资金后仍有余额的，在返还各阶段监管资金的基础上，每阶段提高原来应返额度的 20%
2021/10/28	徐州市住房和城乡建设局	《关于调整市区商品住房预售项目建设规模的补充通知》	房地产开发企业每批次申请商品住房预售许可或现房销售备案的建筑面积由 4 万平方米调整至不低于 2 万平方米（尾盘除外）
2021/11/23	成都市住房和城乡建设局	《关于精准应对疫情冲击全力实现年度目标的通知》	成都在促进房地产平稳健康发展方面提出：提高房地产审批效率、鼓励项目加快上市销售、提高预售资金监管使用效率和协调金融机构加大支持力度。
2021/11/23	保定市人民政府办公室	《保定市全面推进被动式超低能耗建筑产业发展实施方案》	在保障供地、取消销售价格限制、购买被动房不受区域性商品住房限购政策限制、住房公积金贷款额度上浮 20% 等方面提出了政策优惠
2021/12/7	海安市住建局、自然资源局等	海安市房博会新闻发布会	与本地用人单位签订 1 年以上劳动合同，缴纳社保满 6 个月的人才以及自主创业的各类人才，在海安购置首套预售商品房的，按学历、职称高低可获每平方米 300 至 600 元不等的优惠。原籍不在海安当地，因工作或上学等各种原因来海安的新市民，在购置首套预售商品房时享受每平方米 200 元的优惠
2021/12/13	芜湖市住房和城乡建设局	《关于印发芜湖市青年英才购房补贴发放实施细则的通知》	在芜湖暂无自有住房的博士、35 岁以下的硕士、毕业 3 年内全日制本科和专科（含中职、技工院校）毕业生在芜湖市区范围内购买首套普通商品住房，可以给予购房款最高 10% 的补贴

资料来源：各级政府官网，华安证券研究所

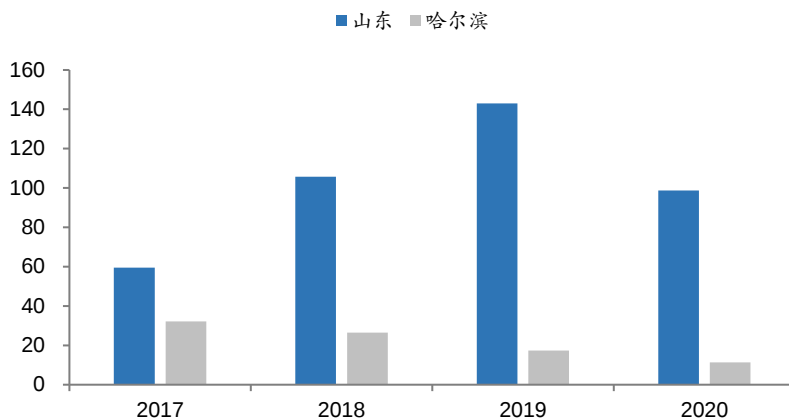
图表 30 2021 年下半年央企、国企发债融资情况

时间	公司	发行债券规模 (亿元)	利率 (%)	年限 (年)
2022/11/15	招商蛇口	10.4	4.15%	5
2021/11/23	中国金茂	90	—	—
2021/11/23	保利发展	98	协商确定	10
2021/12/24	华润置地	25	3.05%	3
2022/1/12	招商蛇口	30	—	—
2022/1/12	珠海华发集团	10	—	3+2

资料来源：公司公告，上交所公司债平台，华安证券研究所

企业资金来源进一步丰富。公司在近年来也加大了债务发行规模，吸纳资金充足土储。从2017~2020年公司土地储备的分布来看，公司外省(哈尔滨市)土储也逐年降低，企业地产项目仍聚焦于山东省内。

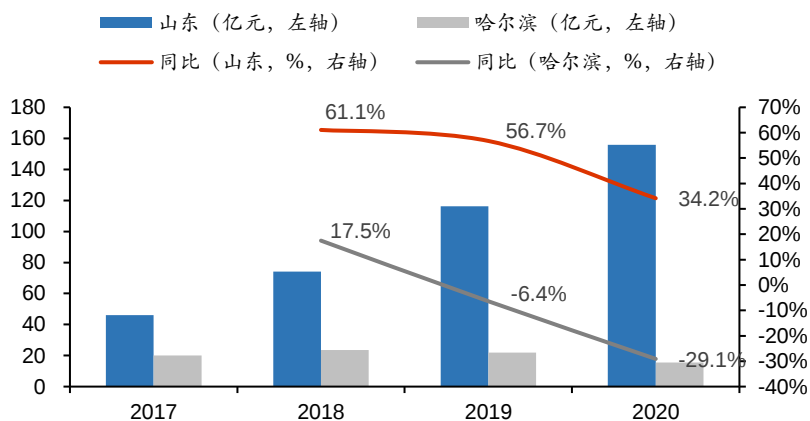
图表 31 公司 2017~2020 年山东、哈尔滨土地储备情况 (万方)



资料来源: wind, 华安证券研究所

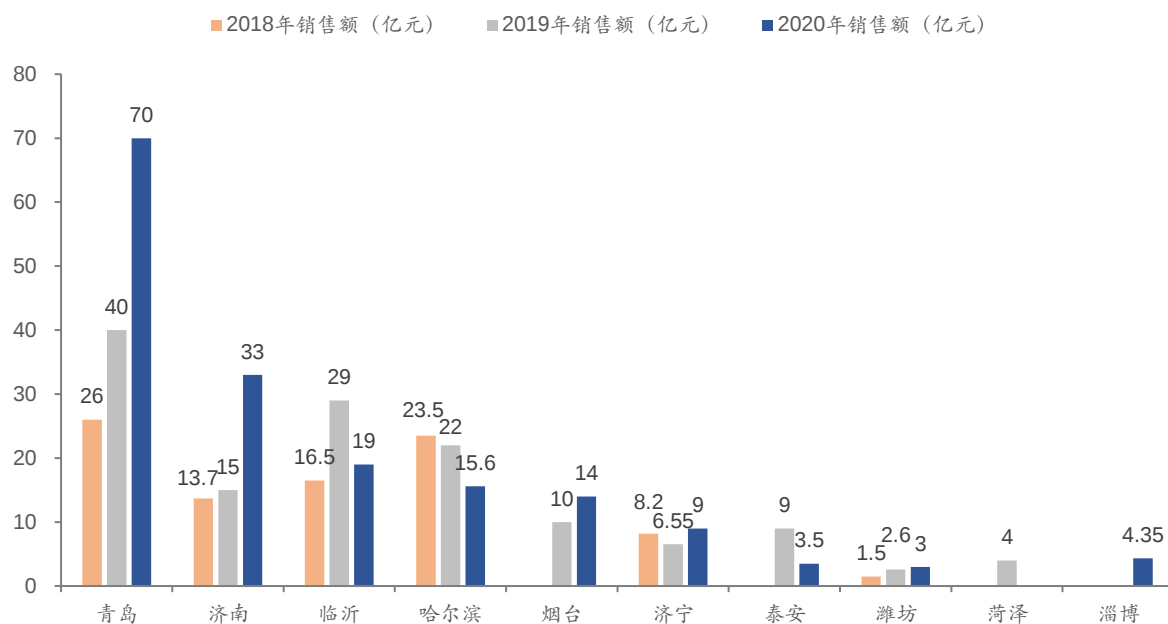
2017~2020 年公司在山东省和哈尔滨市的销售情况为山东省内逐年递增，如济南 4 年销售额 CAGR 高达 76.5%，青岛 4 年销售 CAGR 达 32.6%；而哈尔滨市呈递减趋势，4 年销售 CAGR 为-8.0%。预计未来公司将继续深耕本省项目，相应减少哈尔滨的土地储备量，优化投资结构。原因在于：1) 山东省近年来整体销售情况在全国范围内属于较好水平，其中青岛和济南的销售情况呈稳步提升态势，济南近几年提升动力相较青岛更大，其他预期例如烟台、济宁等市也享受到了人口流入红利，市场整体向好。2) 哈尔滨市场较为冷淡，销售短期回升较为困难。并且限跌令下哈尔滨市的房价也有一定的限制，使得企业难以通过大幅下调售价进行促销。综上，公司将稳住本省业务基本盘，继续增加两市及山东省其他市区的土地储备，深耕本省项目建设。

图表 32 2017~2020 年公司在山东省及哈尔滨销售情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 33 2018~2020 年公司在各地级市销售情况



资料来源：公司年报，公司半年报，华安证券研究所

往后看，公司极有可能在政策放松下针对济南、青岛集中供地两城进行土储补充。

自 2021 年 2 月，22 城供地“两集中”政策出台，重点城市集中供地市场热度呈现“前高后低”态势。根据中指研究院统计，受市场调整和房企拿地意愿降低影响，重点城市第二批集中供地成交规模和土地出让金均较首批大幅降低近四成，土拍规则优化下稳地价效果显现。公司在业务范围包括济南、青岛，在国企融资条件改善下，公司极有可能针对济南、青岛两地补充土储，且 22 年集中供地价格大概率延续 21 年第三批风格，对房企地块保证金比例、配建和品质要求、土地款缴纳时间等方面有所放松，有利于改善公司土储结构，进而有利于改善公司后期房地产开发业务的盈利情况。

城市更新首批试点落地至山东两市，公司抓住机遇积极响应。随着“十四五”规划明确提出实施城市更新行动，城市更新已上升为国家战略。中央城市更新相关政策陆续密集出台，梳理政策发现城市更新逐步从一线城市推广到了二三线城市，范围逐步扩宽。住建部在 2021 年 11 月发布了《住房和城乡建设部办公厅关于开展第一批城市更新试点工作的通知》，其中山东省烟台市、潍坊市成为城市更新首批试点，而公司业务范围包括两市，其可发挥国企优势积极参与城市更新项目，响应政策，扩展业务范围。

图表 34 城市更新相关政策

时间	政策内容
2020.10	第十四个五年规划和 2035 年远景目标的建议：实施城市更新行动，加强城镇老旧小区改造和社区建设。
2020.12	全国住房和城乡建设工作会议：提出要全力实施城市更新行动。推动城市高质量发展。
2021.3	第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要：实施城市更新行动推动城市空间结构优化和品质提升。
2021.4	公布《2021 年新型城镇化和城乡融合发展重点任务》：在老城区推进以老旧小区、老旧厂区、老旧街区、城中村等“三区一村”改造为主要内容的城市更新行动。

2021.8	公布《关于在实施城市更新行动中防止大拆大建问题的通知》：严格控制大规模拆除，除违法建筑和被鉴定为危房的以外，不大规模、成片集中拆除现状建筑。
2021.11	住建部发布《住房和城乡建设部办公厅关于开展第一批城市更新试点工作的通知》：北京等21个城市（区）成为首批试点。试点城市（区）包括：北京市、河北省唐山市、内蒙古自治区呼和浩特市、辽宁省沈阳市、江苏省南京市、江苏省苏州市、浙江省宁波市、安徽省滁州市、安徽省铜陵市、福建省厦门市、江西省南昌市、江西省景德镇市、 山东省烟台市、山东省潍坊市 、湖北省黄石市、湖南省长沙市、重庆市渝中区、重庆市九龙坡区、四川省成都市、陕西省西安市和宁夏回族自治区银川市。

资料来源：中指研究院，华安证券研究所

2020 年年初，公司将城市更新纳入企业战略范畴。随着城市开发建设由增量建设为主转向存量提质改造和增量结构调整并重，在老旧小区改造、城市更新方面将有更大空间，所以管理层计划积极推进小区改造和工业园项目。

在 2020 年 10 月，公司发布了“城市更新暨城市复苏计划”，近来还成立了山东鲁兴城市更新研究院，组建城市更新产业联盟。公司采取投资+建设+运营（F+EPC+O）的模式，导入各种城市要素，以生态共享化、业态智慧化、形态地标化为目标，复苏、更新老旧城市空间，打造面向未来的生产园区、生活社区、生态住区。

近几年，国家出台了相应政策以引导、鼓励更多企业参与进城市更新项目中来。2020 年 8 月，住建部就《关于在实施城市更新行动中防止大拆大建问题的通知（征求意见稿）》公开征求意见，明确提出“四项底线”：1) 拆旧比例不应高于 20%；2) 拆建比不宜大于 2；3) 就近安置率不宜低于 50%；4) 住房租金年度涨幅不超过 5%。此项限制措施有利于确保住房租赁市场供需平稳，严格控制短时间、大规模拆迁城中村等连片旧区，防止住房租赁市场供需失衡，加剧新市民、低收入困难群众租房困难，这有利于公司在进行城市更新项目建设中仍能保持一定的盈利能力以补充公司现金流，使得城市更新进程得以按期完成。

目前，鲁商集团已在山东打造了鲁商银座和谐广场、“山 6 创意园”“D17 文化创意产业园”等城市更新样板。同时在 2021 年 2021 年 4 月 1 日，公司所属鲁商设计院联合泰安城市公司，顺利中标泰安市泰山区 2021 年度老旧小区改造项目。此次老旧小区改造项目涉及 5 个老旧小区改造项目，总楼栋数 165 栋，总建筑面积 48.8 万平方米，涉及 5862 户。改造内容涵盖了交通、基础设施建设、电力、景观等内容。

图表 35 2021 年公司旧改项目 5 个小区

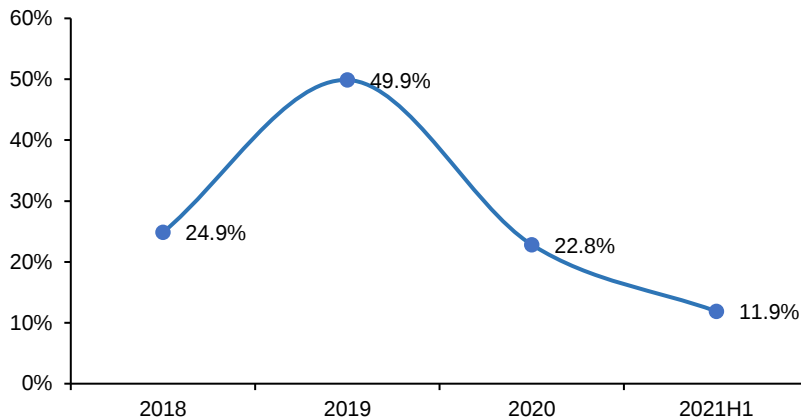
项目名称	坐落县市区名称	坐落街道（镇）名称	建筑面积（万方）	户数（户）
车站小区	泰安市泰山区	财源街道	3	450
北关小区（一期）	泰安市泰山区	岱庙街道	6.51	1008
嘉德现代城	泰安市泰山区	泰前街道	12	928
凤凰小区	泰安市泰山区	上高街道	13	1486
灵芝小区	泰安市泰山区	徐家楼街道	14.3	1990

资料来源：政府网站，华安证券研究所

受 2021 年大环境影响，公司投销比下降。根据公司年报与半年报数据显示，公司 2019 年是拿地大年，总计拿地金额 71.6 亿元，投销比高达 49.9%；2021H1 投销比下降至 10.6%，上半年仅拿地 4 宗，分别为泰安泰山佑、济宁太白湖、江苏高邮和灵山湾壹号插花地四个地块。2021 年受三条红线和贷款集中度管理影响，房地产行业投资力度

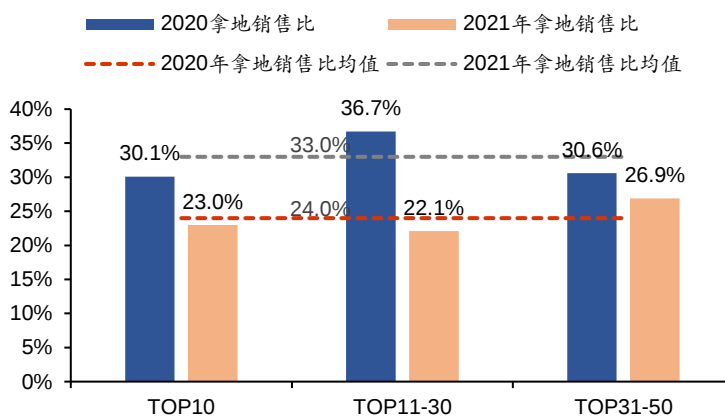
减小，各阵营房企拿地销售比均有下降。根据贝壳研究院统计，2021 年行业 top50 房企拿地销售比均降低，其中，top11~30 阵营降幅最大，较 2020 年下降 39.78%，行业整体投资有所收紧。

图表 36 2018~2021H1 公司投销比情况



资料来源：公司年报，公司半年报，华安证券研究所

图表 37 2021 年 50 家代表房企各阵营投销比情况



资料来源：贝壳研究院，华安证券研究所

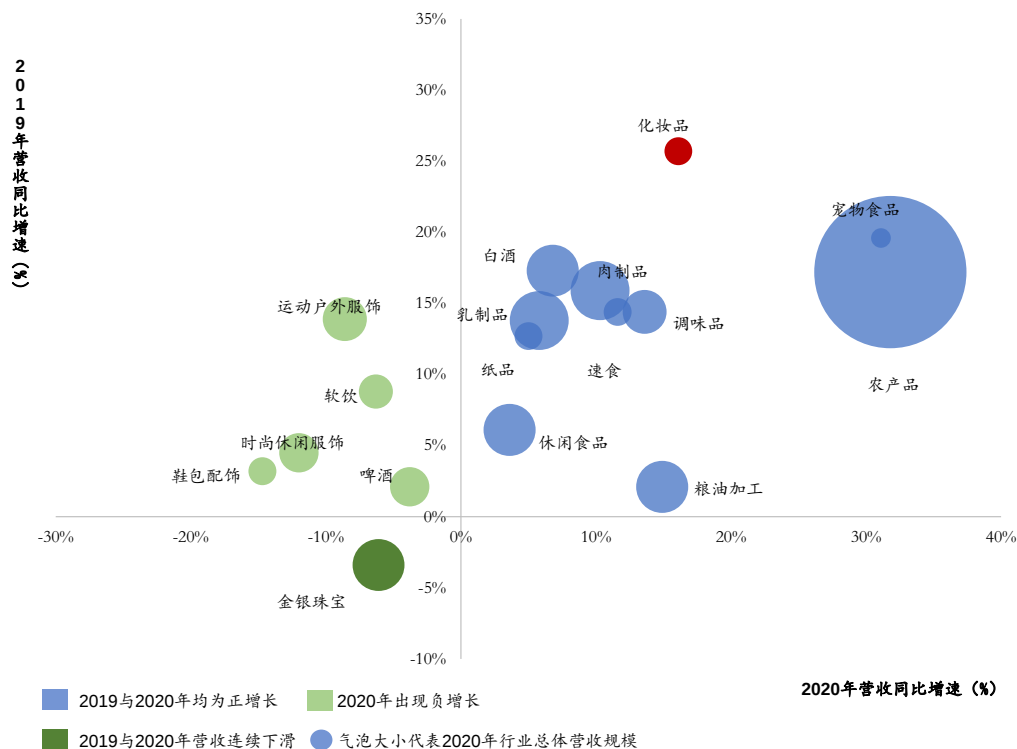
3 细分多维布局雏形已具，差异化产品错位竞争

3.1 化妆品行业有望实现量价齐升

3.1.1 行业现状：增速快、渗透低、护肤占比高

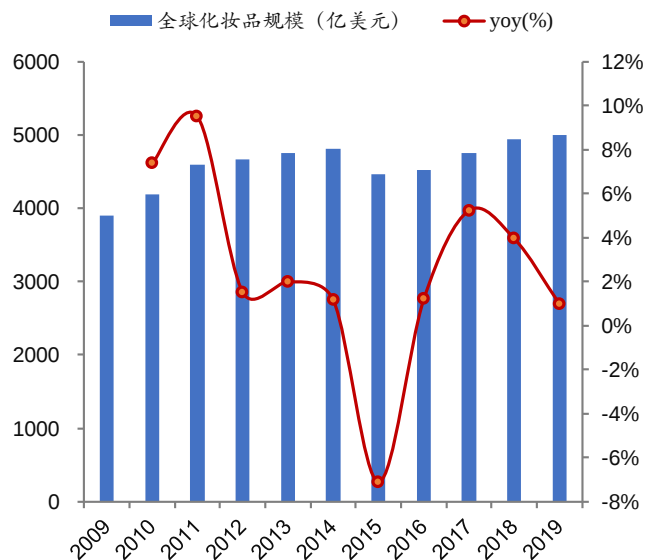
中国化妆品市场处于高速增长阶段：随着中国“颜值经济”迅速崛起，化妆品行业规模快速增长。根据《德勤中国消费品和零售行业纵览》，2019 年消费和零售行业中，化妆品行业营收增速最高，2020 年增速仅次于宠物食品和农产品。根据欧睿的数据，2019 年中国化妆品市场规模达到 4777 亿元，同比增速为 14%，远高于全球市场的 1%。其中高端市场增速达到 31%，大众市场增速为 8%。

图表 38 消费和零售行业营收增速比较



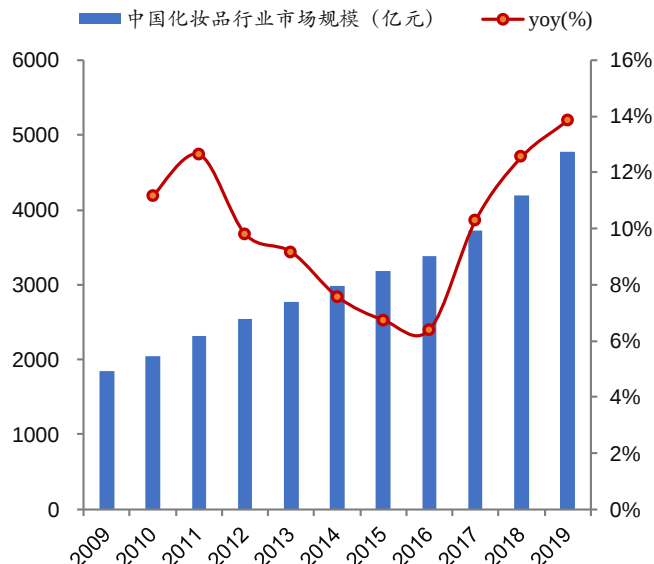
资料来源：《德勤中国消费品和零售行业纵览》，华安证券研究所

图表 39 全球化妆品市场规模及增速



资料来源：欧睿，前瞻产业研究院，华安证券研究所

图表 40 中国化妆品市场规模及增速

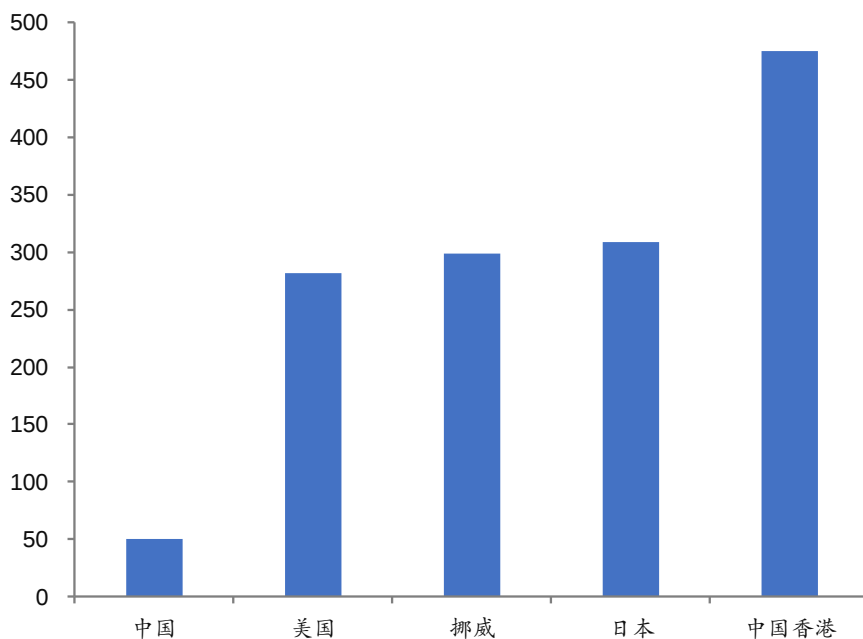


资料来源：欧睿，前瞻产业研究院，华安证券研究所

对标海外，中国化妆品单客价值有待继续挖掘：中国化妆品市场起步较晚，市场教育还在进行中，2019 年中国化妆品市场人均消费额 50 美元，美国、挪威、日本的人均消费额分别为 282/299/309 美元，而中国香港的人均消费额达到了 475 美元，

与美国、挪威、日本相比，中国人均消费额还有 6 倍增长空间，与中国香港相比则还有 8 倍以上增长空间。

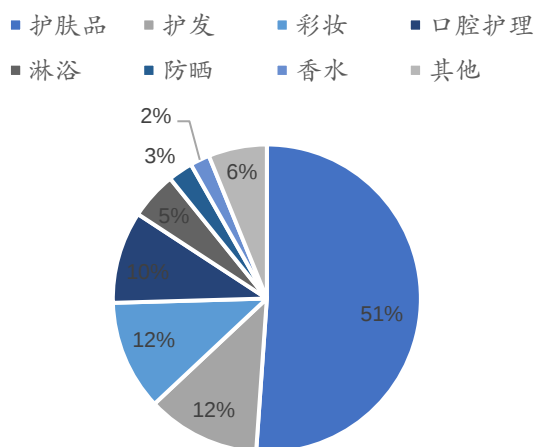
图表 41 各国化妆品市场人均消费额（美元/人/年）



资料来源：欧睿，华安证券研究所

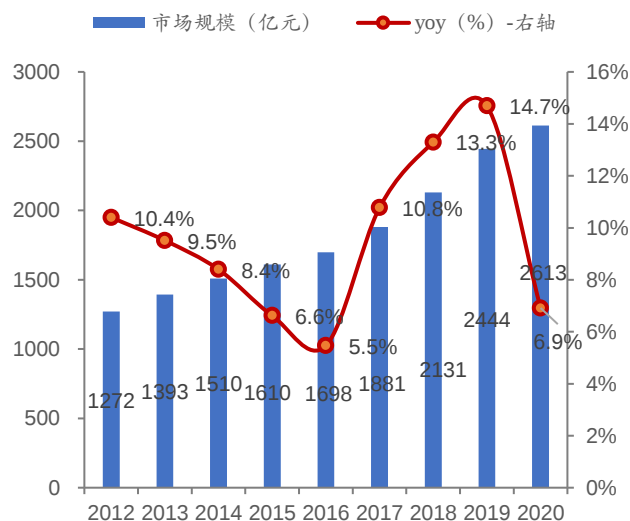
护肤品在化妆品市场中占比过半：护肤品是化妆品市场中占比最大的品类，2019 年中国护肤品市场占比达到 51%。2020 年中国护肤品市场规模达到 2613 亿元，增速为 7%。从单客价值来看，中国护肤品人均消费金额与发达国家还有较大差距，2019 年中国护肤品人均消费金额 25 美元，约为美国的 40%，韩国的 21%，日本的 18%，中国护肤品市场增长潜力巨大。

图表 42 2019 年化妆品细分市场占比



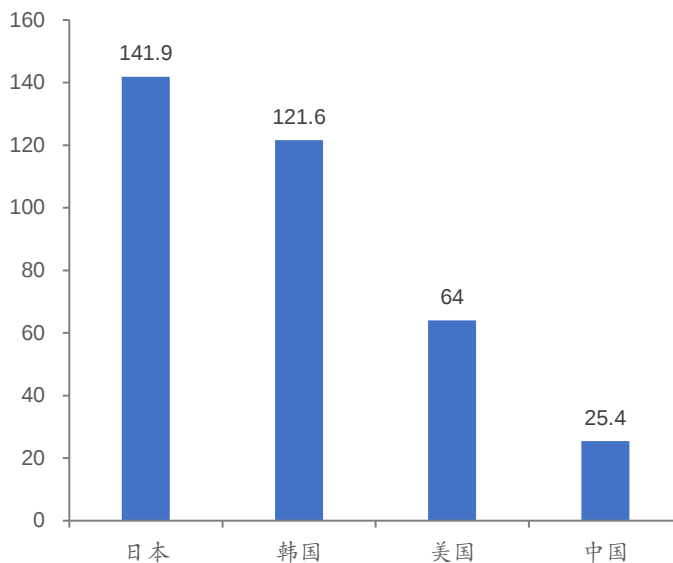
资料来源：欧睿，前瞻产业研究院，华安证券研究所

图表 43 中国护肤市场规模及增速



资料来源：欧睿，华安证券研究所

图表 44 各国护肤市场人均消费额 (美元/人/年)



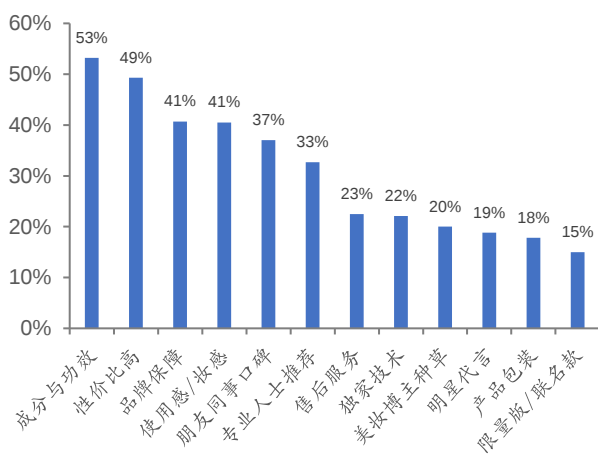
资料来源：欧睿，华安证券研究所

3.1.2 “Z 世代”异军突起，有望实现量价齐升

(1) 消费更加理性，功效护肤需求快速增长

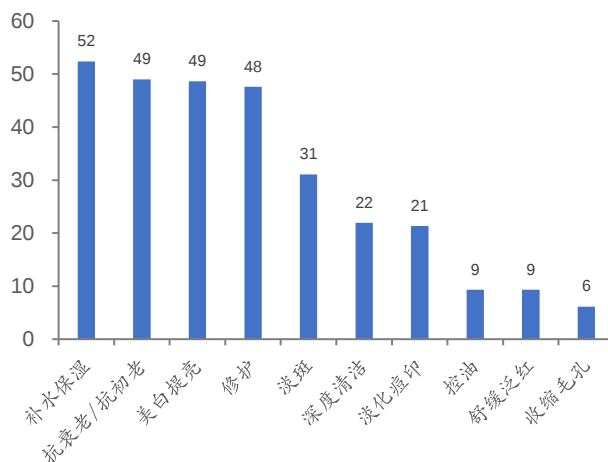
新一代的美妆护肤人群的消费更加理性，购买护肤品时，他们更加看重产品的成分和功效性，性价比已经成为第二考虑的因素。根据艾瑞咨询，2020 年美妆消费者购买时考虑的因素中，53%的消费者考虑成分与功效，49%的消费者考虑性价比高的产品。并且随着对于化妆品成分的了解加深，具有简单功能如保湿、卸妆等的化妆品已经不能满足年轻消费者的需求。根据微热点研究院的统计数据，2021 年前 7 个月护肤需求 top10 中，除保湿补水外，抗衰老、美白提亮和修护的需求也较高。

图表 45 护理产品选择关键考虑因素



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

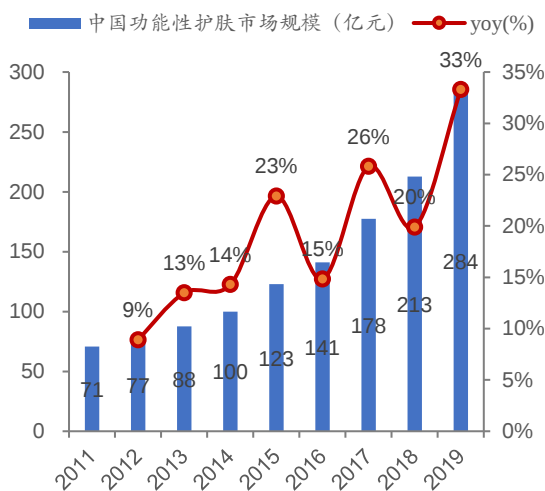
图表 46 护肤需求热度 top10 (2021 年 1 月至 7 月底)



资料来源：微热点研究院，华安证券研究所

功效性护肤需求持续增长, 根据头豹研究院的数据, 2019 年中国功效护肤市场规模为 284 亿元, 增速为 33%。尤其是后疫情时代, 由于长期佩戴口罩引发皮肤敏感、泛红、致痘、毛孔粗大等一系列肌肤问题, 引起消费者高度关注, 2020 年上半年肌肤修护相关产品消费增速超过 60%。

图表 47 功效护肤市场规模及增速



资料来源: 头豹研究院, 华安证券研究所

图表 48 后疫情时代关注肌肤问题

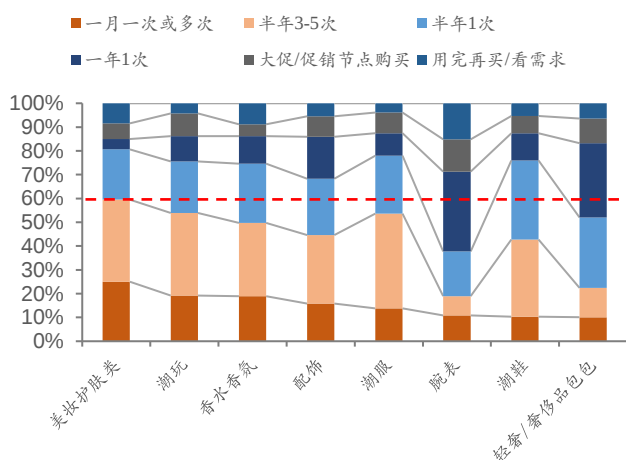


资料来源: CBNdata, 华安证券研究所

(2) 化妆品易形成使用惯性, 有望实现量价齐升

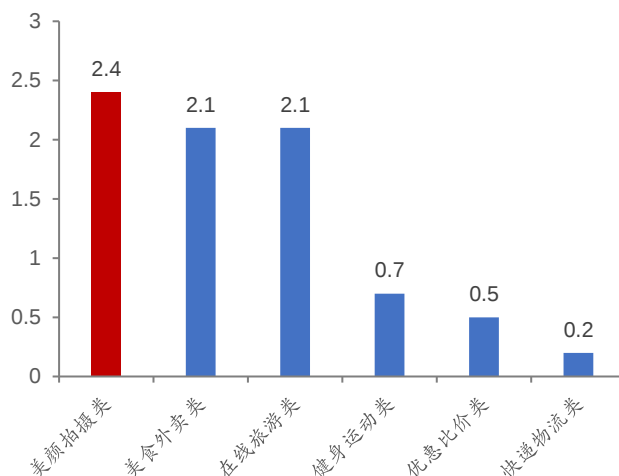
美妆护肤购买频次高, 行为具有惯性: 根据艾瑞咨询, 相对于服装鞋帽类零售产品, 美妆护肤品购买频率最为频繁。一月一次或多次的占比达到 24.5%, 半年购买 3~5 次以上的比例为 58.5%, 远高于其他零售产品。我们认为, 化妆品的使用具有一定的“惯性”, 即消费者通过使用化妆品不仅提升了外在, 也由外而内的促进悦己的情绪, 因此使用习惯会持续很长时间。从各类 APP 的月活跃用户规模可以看到, 美颜拍摄类 APP 的月活数明显高于其他类 APP。

图表 49 2020 年 Z 世代购买时尚零售细分品类的频次



资料来源: 艾瑞咨询, 华安证券研究所

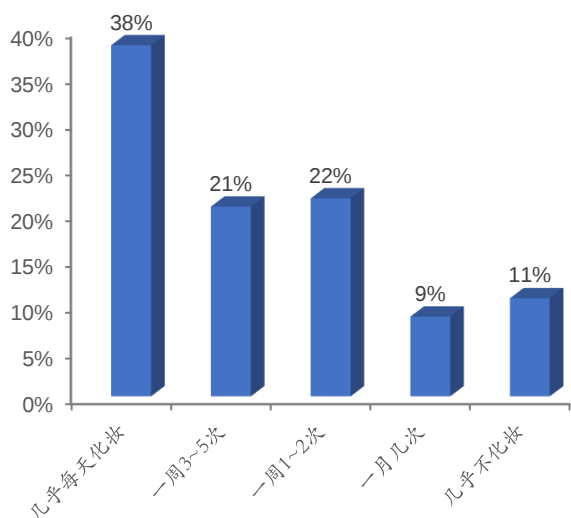
图表 50 2019 年 12 月各 APP 活跃人数规模比较



资料来源: 艾瑞咨询, 华安证券研究所

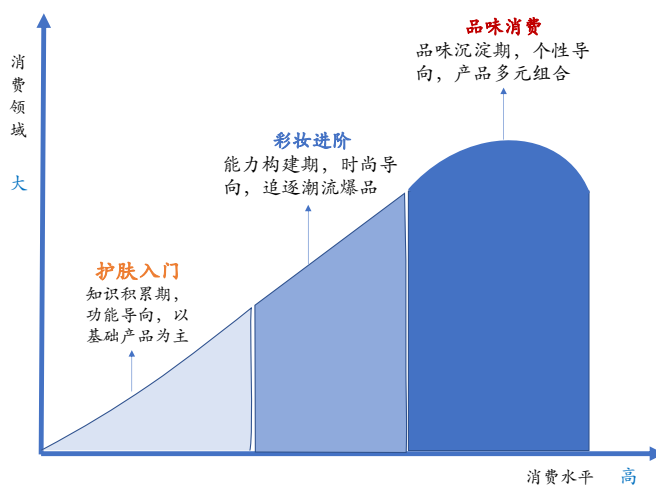
Z 世代化妆习惯已经养成，未来有望量价齐升：QuestMobile 《“Z 世代”洞察报告》显示，2020 年 11 月典型美妆用户中，“Z 世代”占比达到了 44%，Z 世代逐渐成长为化妆品消费的主力人群。根据艾瑞咨询，2020 年 Z 世代几乎每天化妆的占比为 38%，仅有 11% 几乎不化妆，其化妆的习惯已经养成。并且由于目前 Z 世代最大的 26 岁，大多还在读书，人均消费额相对于白领人群还有较大增长空间。预计随着 Z 世代更多的走向职场，对于化妆品的消费将会更加多元化，且人均消费将会增长，未来化妆品行业存在量价齐升的可能性。

图表 51 2020 年 Z 世代化妆频次



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

图表 52 2019 年天猫国际美妆品类人均消费水平增速



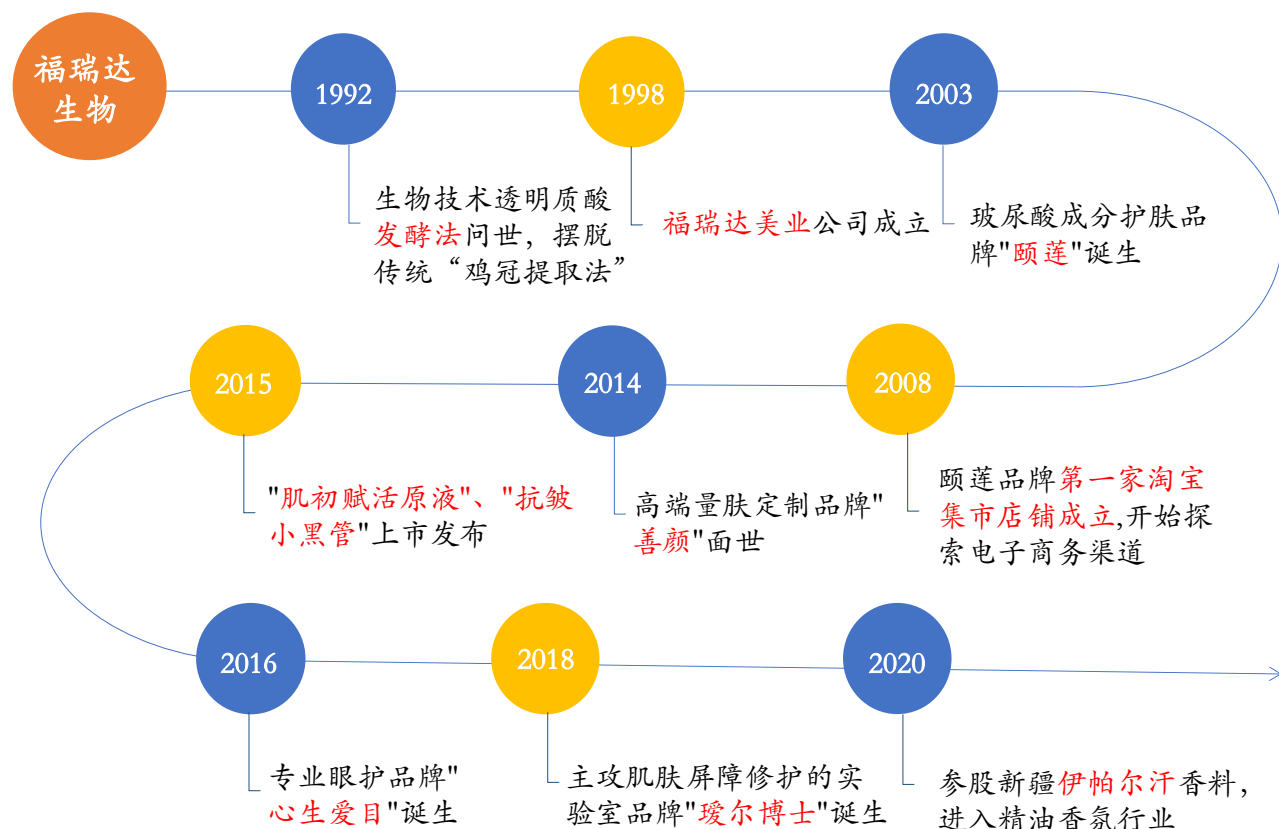
资料来源：亿邦动力网，华安证券研究所

3.2 产品端：差异化定位，打造新增长曲线

3.2.1 化妆品赛道多维布局

2018 年底，公司收购山东福瑞达医药集团 100% 股权，布局化妆品行业。目前福瑞达旗下拥有颐莲、瑗尔博士、伊帕尔汗、善言、诠润等化妆品品牌，其中，颐莲品牌构建了玻尿酸技术护肤强壁垒，瑗尔博士品牌深挖皮肤微生态护肤科技，伊帕尔汗依托原产地优势打造高端薰衣草生态产业链，善颜品牌依托东方女性大数据系统构建精准护肤技术平台，产品矩阵搭建逐渐完成。

图表 53 福瑞达生物发展历程



资料来源：公司官网，天猫旗舰店，华安证券研究所

图表 54 公司主要化妆品品牌

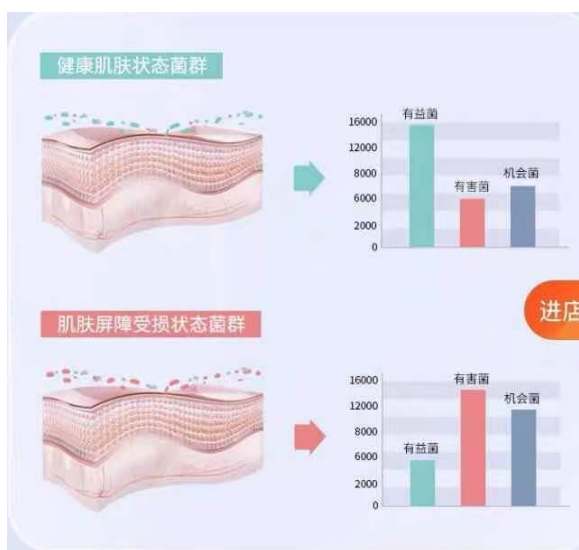
品牌名称	定位	主要产品
颐莲	玻尿酸护肤品牌	玻尿酸补水喷雾、维 a 醇面部精华液、玻尿酸嘭润乳
瑗尔博士	微生态科学护肤	反重力水乳、益生菌水乳套装、前导精华液
伊帕尔汗	薰衣草精油科学养肤	太空蓝薰衣草精华、薰衣草精油、薰衣草菁萃清肌水
善颜	中国高端量肤定制品牌	温润舒颜修护水、壳聚糖美肤定制保湿舒缓面膜、亮颜臻皙晶透水
涇润	专注敏感肌护理	蜂巢玻尿酸保湿修护面膜
UMT	专研养肤底妆的科研型品牌	长效持妆养肤粉底液、奶盖隔离、虾青素滋养妆前乳
贝润	专注高端成分护肤	寡聚玻尿酸原生水光日抛、海茴香轻龄蕴活礼盒
心生爱目	专注眼部护理品牌	透明质酸润颜睛采精华液、绿茶透明质酸洗眼液

资料来源：公司官网，天猫旗舰店，华安证券研究所

3.2.2 瓊尔博士：专研微生态护肤，品牌进入放量期

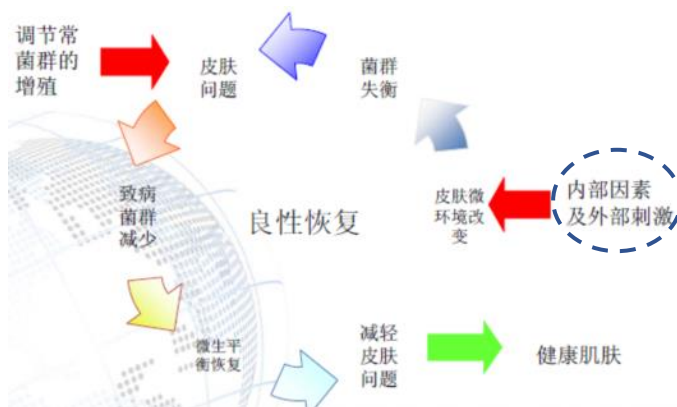
微生态平衡被打乱是出现皮肤疾病的重要原因：微生物层是我们皮肤的第一道屏障，具有调节肌肤代谢；保护肌肤避免有害细菌的滋生；改善伤口愈合、修复皮肤屏障等功能。若微生态平衡打破，将产生皮肤疾病，如湿疹皮肤，金黄色葡萄球菌(*S. aureus*)的检出率较高，痤疮、皮疹、色素沉积等皮肤疾病，都与痤疮丙酸杆菌和表皮葡萄球菌失衡有关。因此，与传统护肤通过调节和修复皮肤组织相比，微生态护肤关注附着在皮脂膜外层的微生物菌群，不仅解决现有的肌肤问题，还能使恢复微生态的平衡，护肤更为全面和彻底。微生态护肤中常用的是通过添加益生菌、益生元、后生元三种方式扶持有益于皮肤健康的微生物，抑制造成皮肤紊乱的病原菌，以维护和改善皮肤微生态，更有效地保护皮肤屏障，促进皮肤年轻化。

图表 55 皮肤微生态菌群



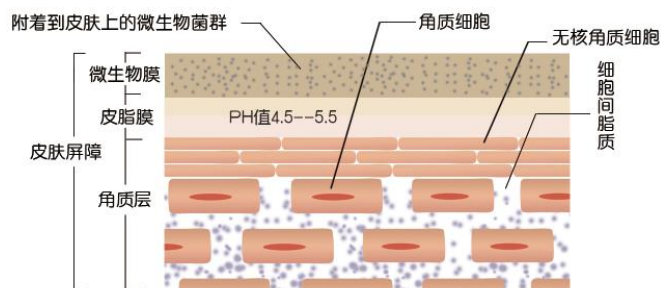
资料来源：瓊尔博士天猫旗舰店，华安证券研究所

图表 56 微生态护肤作用过程



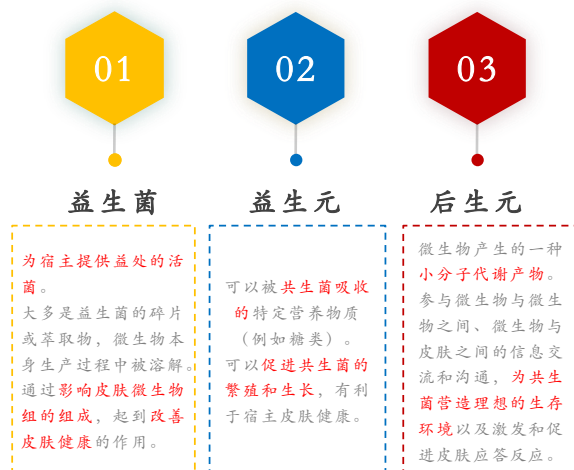
资料来源：浦瑞生物，华安证券研究所

图表 57 皮肤屏障的组成部分



资料来源：浦瑞生物，华安证券研究所

图表 58 微生态护肤常见作用方式



资料来源：聚美丽，华安证券研究所

自 2019 年欧莱雅中国首次公开肌肤微生态研究进展以来，多个品牌推出应用相关概念的产品。热门产品兰蔻第二代小黑瓶（兰蔻全新肌底精华液）重点宣传修护微生态皮肤屏障；SK-II 神仙水明星成分是二裂酵母发酵产物溶胞物；碧欧泉“冻龄小蓝瓶”主打的成分是 Life Plankton 透明颤菌发酵产物，有屏障修护、舒缓镇定和抗老功能；2020 年上市的理肤泉 Lipikar Baume AP+M 身体乳添加了改善微生态的成分。雅诗兰黛、资生堂、强生等行业巨头也纷纷布局，大力推动“微生态护肤”的兴起。而国内企业布局微生态护肤领域的企业还较少，目前公司瑗尔博士品牌是其中的领军品牌。

图表 59 微生态护肤部分产品

	益生菌	益生元	后生元
代表成分	乳酸杆菌	菊粉、低聚果糖	二裂酵母发酵产物溶胞物
代表产品	荷诺乳酸菌焕肤系列 赫莲娜绿宝瓶系列 aurelia 浓缩益生菌精华	兰蔻小黑瓶 HFP 低聚糖保湿乳液	雅诗兰黛小棕瓶 sk-ii 神仙水 瑗尔博士前导精华

资料来源：聚美丽，华安证券研究所

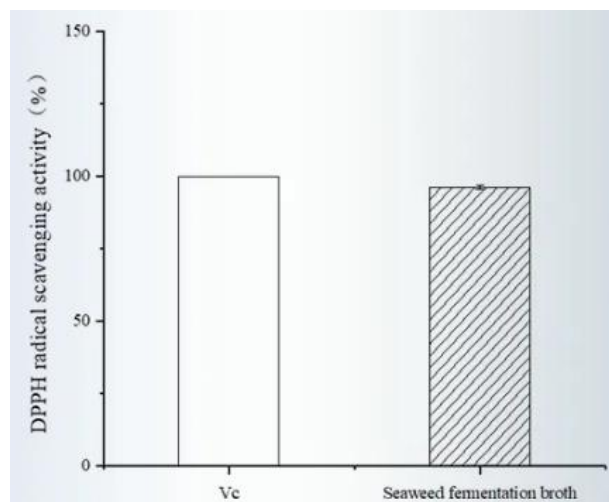
瑗尔博士攻克海藻发酵技术，新成分褐藻酵粹抑菌和抗氧化性强：很多热门的护肤品成分都是海藻提取物，如半乳糖酵母、海茴香、二裂酵母等。瑗尔博士历经四年的时间攻克了海藻发酵技术，并获得相关专利。新成分褐藻酵粹经实验印证对于皮肤表面的金黄色葡萄球菌具有很好的抑制作用。并且在同样的浓度下，褐藻酵粹清除自由基的能力是 VC 的 5 倍，抗氧化能力明显优于 VC。

图表 60 海藻发酵液抑制金黄色葡萄球菌



资料来源：瑗尔博士公众号，华安证券研究所

图表 61 海藻发酵液与 VC 清除 DPPH 实验对比



资料来源：瑗尔博士公众号，华安证券研究所

定位微生态护肤，品牌进入放量期：瓊尔博士成立于2018年，自诞生以来就精准定位微生态护肤。目前瓊尔博士熬夜修护、洗卸净肌、初老对抗等系列产品中，主打的熬夜修护系列占据半数以上SKU，且均涉及益生菌、二裂酵母溶胞物等微生态护肤成分。根据天猫旗舰店的数据，明星单品洁颜蜜氨基酸洗面奶和积雪草熬夜面膜月销量均9万+，成分中的乳酸杆菌/豆浆发酵产物滤液有助于调节肌表紊乱菌群；与微生态护肤直接相关的益生菌水乳月销量3万+。2021年上半年，瓊尔博士品牌实现销售收入3.01亿元，同比增长628%，品牌进入放量期。

公司持续深入微生态护肤领域研究，2020年鲁商发展作为国内化妆品原料企业唯一受邀单位出席第678次香山科学会议，布局基于多组学的皮肤研究、皮肤微生态与皮肤健康状态的相关性等微生态护肤研究，与山东大学、江南大学、上海东方美谷等高校院所、专业机构建立长期合作关系，公司产品力有望进一步提升。

图表 62 瓊尔博士产品研发



资料来源：天猫旗舰店，华安证券研究所

图表 63 瑗尔博士明星产品

系列	代表产品	价格 (元)
熬夜修护	益生菌水乳	193
	益生菌面膜	89
	前导精华	109
	益生菌修护水	104
	益生菌修护乳	114
	益生菌修护霜	133
	磨砂膏	104
洗卸净肌	护手霜	69
	洁颜蜜	68
	玻尿酸凝胶	96
对抗初老	反重力酵粹水乳	438
	酵粹微晶水	218
	维 a 醇精华	203

资料来源：天猫旗舰店，华安证券研究所

产品定价较为中端，复购率较高，发力高端产品：主打产品价格基本位于 100-300 元之间，定价较为中端。可负担的价格、独特的微生态护肤定位和医研共创的功效性使瑗尔博士的产品具有较高的复购率。2020 年 7 月瑗尔博士作为榜单中唯一一个新锐线国货品牌，入选由天猫大快消联合阿里数据发布的品牌增长健康度榜单复购力 TOP8。2021 年 4 月，公司全新推出反重力水乳等重磅新品，布局高端产品，瑗尔博士销售额有望进一步增长。

图表 64 瑗尔博士益生菌功效产品价格对比

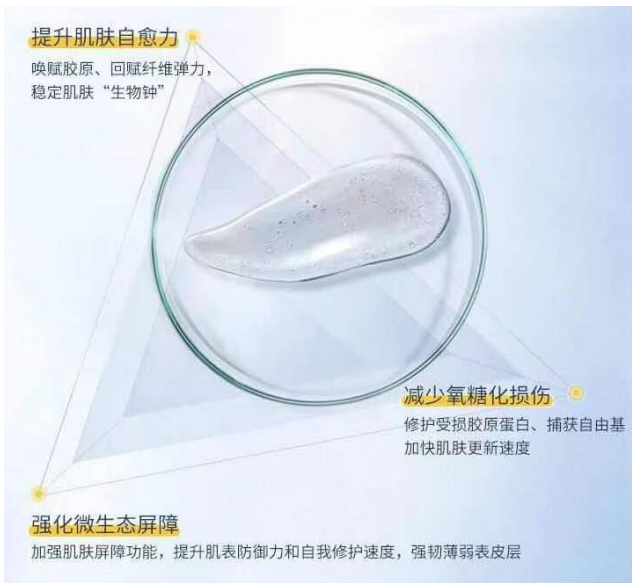
品牌	产品名称	规格 (ml/g)	售价 (元)	单价 (元/ml/g)
NYAS 妮雅丝	益生菌水乳护肤品套装	220	149	0.68
荷诺	荷诺益生元益生菌水乳 2 件套	250	178	0.71
XDG 栖朵嘉	益生菌修复修护水乳套装	240	186	0.78
瑗尔博士	益生菌水乳护肤品套装	250	198	0.79
YULN 妤龄	大米乳酸菌益生菌水乳套装	220	198	0.90
蜜多蜜尔	酵母微生态护肤套装	240	219	0.91
珂然	敏感肌益生菌水乳护肤品套装	200	219	1.10

资料来源：天猫旗舰店，华安证券研究所

图表 65 酵粹精研肌律水乳套装



图表 66 微晶水功效



资料来源：瑷尔博士公众号，华安证券研究所

资料来源：瑷尔博士天猫旗舰店，华安证券研究所

3.2.3 颐莲：补水大单品出圈，“玻尿酸+”延伸产品布局

专研玻尿酸护肤，产品性价比高：颐莲品牌成立于 2003 年，是福瑞达美业旗下专研玻尿酸护肤品牌。目前共有八大产品系列，主要功效覆盖补水保湿、美白淡斑、紧致抗老、密集修护等。以公司玻尿酸补水喷雾为例，根据天猫旗舰店其单价约为 0.3 元/ml，产品价格与润百颜、理肤泉、雅漾等喷雾相比处于较低水平，具有高性价比。

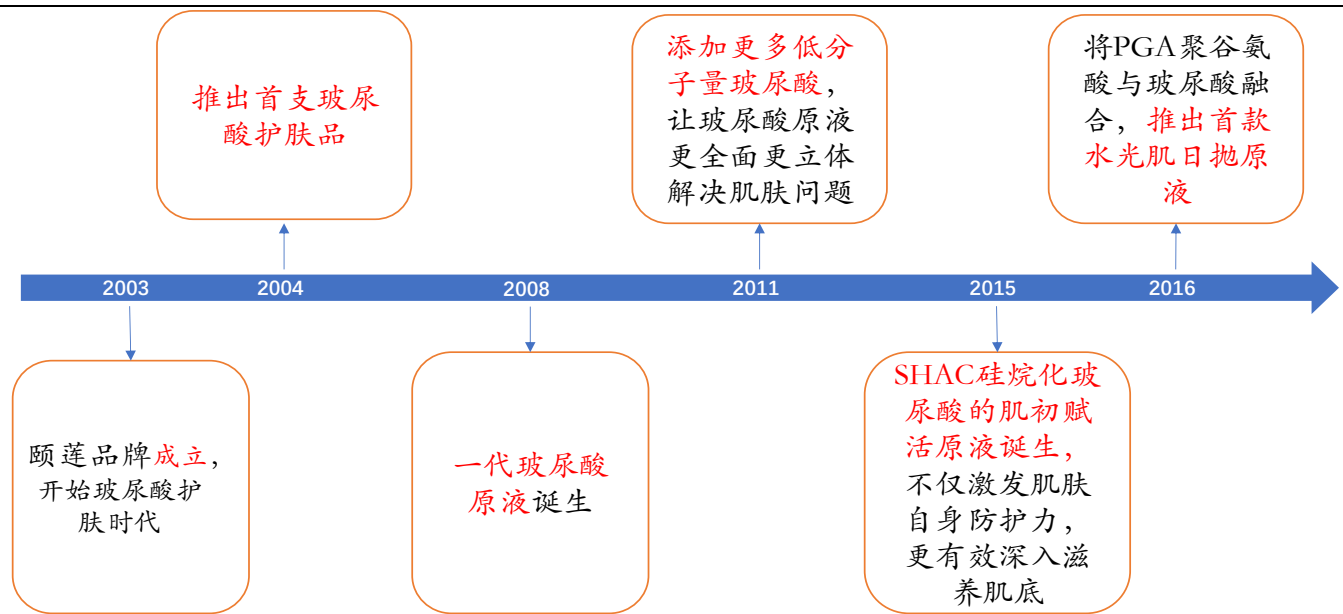
图表 67 颐莲主要产品系列



资料来源：公司官网，华安证券研究所

产品持续更新换代，成功打造喷雾大单品：颐莲品牌自成立以来，产品经过多次更新换代，产品力不断增强。2021 双十一期间颐莲斩获喜人战绩。据颐莲电商营销部数据统计，颐莲天猫旗舰店销售额迎来新高的同时，京东颐莲旗舰店双 11 当天前一小时成交额超去年十倍，颐莲旗舰店位居店铺热销榜 TOP2。其明星产品玻尿酸补水喷雾在天猫旗舰店双十一期间累计售出 60 余万瓶，高居全网玻尿酸补水喷雾类目 TOP1。

图表 68 颐莲发展历程



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 69 2021 年度天猫金妆奖新品牌入围



资料来源：公司官方公众号，华安证券研究所

图表 70 颐莲天猫双十一战报

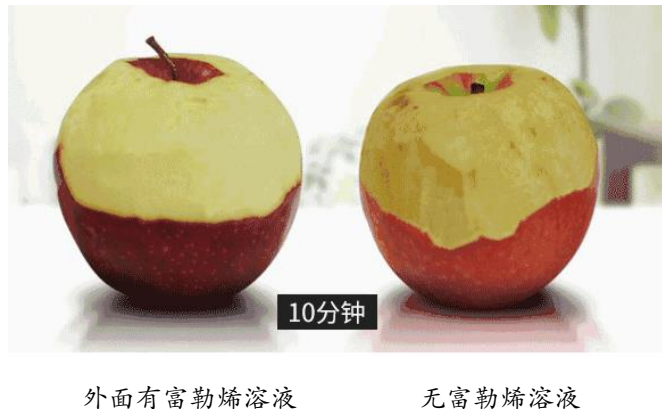


资料来源：公司官方公众号，华安证券研究所

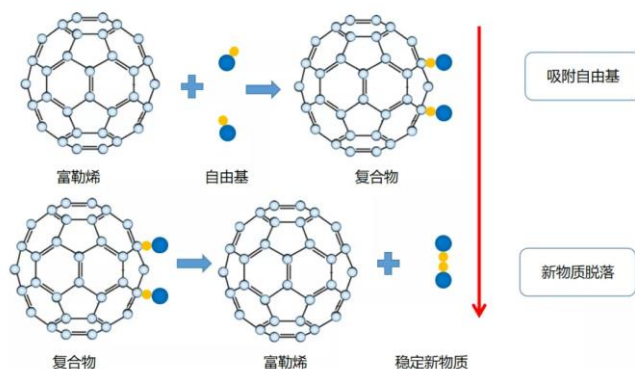
富勒烯抗氧化能力强，有效对抗肌肤衰老：清除自由基是对抗衰老的关键。而富勒烯是目前清除肌肤自由基问题有效的成分之一，其抗氧化时长可达 11 小时。

以上，氧化能力约等于维 C 的 172 倍。长期使用，对肤色不均，色斑，有痘肌，肌肤老化等皮肤问题有明显的逆转和修复功能，并能有效从根源上呵护改善后的肌肤新生状态。

图表 71 富勒烯抗氧化实验



图表 72 富勒烯抗氧化机理



资料来源：森林之钥官网，华安证券研究所

资料来源：仙瑟国际公众号，华安证券研究所

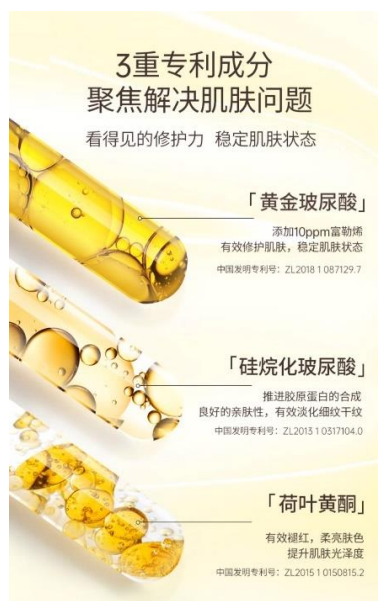
“玻尿酸+富勒烯”新品推出，科技复配发挥 1+1>2 功效：2021 年 6 月颐莲发布玻尿酸+富勒烯新品——颐莲玻尿酸活颜焕亮精华液。该产品蕴含三大专利成分，其中，富勒烯玻尿酸原料能够长达 20 小时持续淬灭自由基，能够、有效改善因过量的自由基损伤造成的肤色暗沉、衰老、敏感等问题；二甲基甲硅烷醇透明质酸酯能够减少皮肤表层水分蒸发、软化角质层，打通肌肤的补水系统，令肌肤持久湿润；荷叶黄酮则能够较好地清除 DPPH 自由基，抵抗肌肤氧化，实现美白肤色、晒后修护、减缓皮肤衰老的功效。

图表 73 玻尿酸+富勒烯



资料来源：颐莲天猫旗舰店，华安证券研究所

图表 74 三大专利成分



资料来源：颐莲天猫旗舰店，华安证券研究所

3.2.4 拓展新锐品牌，蓄势增长

伊帕尔汗专注薰衣草精油科学养肤：公司参股的新疆伊帕尔汗香料股份有限公司是国内首家以天然香料为核心，集产地种植、研发、生产、销售、旅游观光于一体的香料企业，依托世界最大的薰衣草产业种植基地（6 万亩），是全国唯一获准使用“伊犁薰衣草精油”地理标志保护的企业。主要产品包括 4 大类 9 个系列 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。公司拥有从种植薰衣草到提取精油到开发系列产品的完整生产线，今年上半年，伊帕尔汗公司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、薰衣草夜间修护面膜 4 款新产品，并亮相第五届中国品牌日活动，品牌的知名度和曝光度不断提高。2021 年上半年，伊帕尔汗公司实现销售收入近 2000 万元，同比增长 37%。未来，伊帕尔汗将围绕“美在新疆、秀在伊犁、醉在伊帕尔汗”，持续挖掘文化底蕴，有望跻身国内天然香氛领先品牌。

图表 75 伊帕尔汗



资料来源：公司官网，华安证券研究所

善颜主打“量肤定制”：以“东方女性肌肤大数据平台”为基础，致力于实现皮肤精细化管理，成为精准肌肤护理高端品牌。针对女性肌肤敏感、缺水、痘痘、轻熟、衰老、暗沉等问题，分肤况、分肌龄、分肌层，研发生产了舒颜、润颜、清颜、娇颜、塑颜、亮颜 6 大系列产品。善颜目前主要销售途径为线下品牌专营店，“善颜皮肤管理中心”已经在全国开设 100 多家。未来，善颜品牌将加快线下门店拓展，同时促进线上线下营销融合，实现线上线下互动型的新零售模式。

图表 76 善颜



资料来源：公司官网，华安证券研究所

3.3 营销端：线上线下齐发力，引入战投有望加速品牌破圈

3.3.1 线上多点布局，线下开设皮肤颜究院

聚焦线上，先后同天猫、抖音、小红书等签订战略合作，快速拓展受众人群。如颐莲在抖音进行搞怪日常等活动，使消费者更加了解品牌调性。瑗尔博士在小红书与中腰部 KOL 合作，以成分和高性价比吸引众多的消费者。2021 上半年，公司化妆品线上渠道 GMV 达到 5.75 亿元，同比增长 316%。

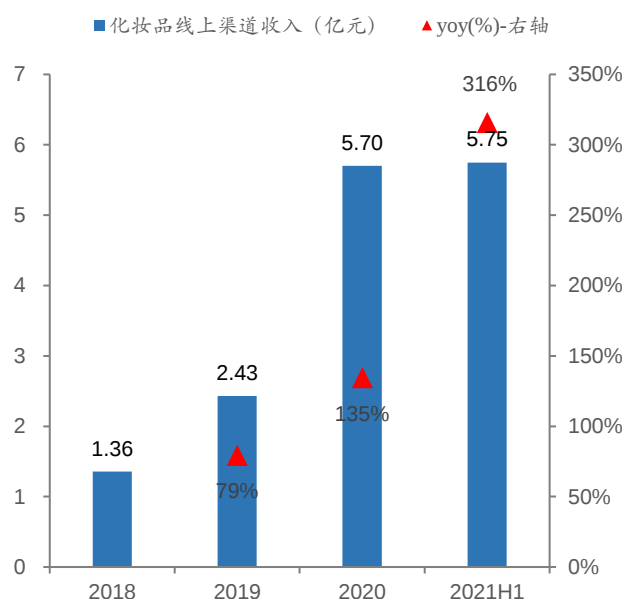
线下，开展体验门店及专属服务，给消费者带来更多的护理体验，助力实现销售增长。创建了品牌店瑗尔皮肤颜究院，目前瑗尔皮肤颜究院总店数量超 300 家，加盟商已经覆盖全国 53 个城市。线下零售店分销网点覆盖 60+城市，辐射全国 756 个核心商圈与调色师、kkv、三福时尚、健康星球等新零售连锁品牌达成深度合作。

图表 77 瑗尔博士皮肤颜究院部分城市布局



资料来源：瑗尔博士公众号，华安证券研究所

图表 78 公司线上渠道收入及增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.3.2 引入战投，赋能营销端

2021 年 9 月 24 日至 2021 年 11 月 23 日，福瑞达在山东产权交易中心公开挂牌增资扩股。增资后公司股本为不高于 9,100 万股，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%。挂牌底价以评估值为基础，综合考虑行业现状、公司发展阶段等因素，对应战略投资者挂牌底价不低于 7.38 亿元。

目前，由 5 家公司组成的联合购买体合计认购新增股份 1538 万股，增资额 7.38 亿元，合计持股比例为 16.90%。五家联合体由广西腾讯创业投资有限公司、杭州众达源企业管理合伙企业、南通招华贰号新兴产业投资基金合伙企业、济南动能嘉福投资合伙企业和上海众源二号私募投资基金合伙企业组成。其中，广西腾讯创业投资有限公司系腾讯投资的全资控股子公司，在本次交易中持股比例达到 8.04%，正式成为福瑞达的第二大股东。而杭州众达源企业管理合伙企业是壹网壹创旗子公司，壹网壹创作为国内一流的代运营服务商，不仅能为福瑞达提供资金支持，还能给予其宝贵的运营、营销经验。

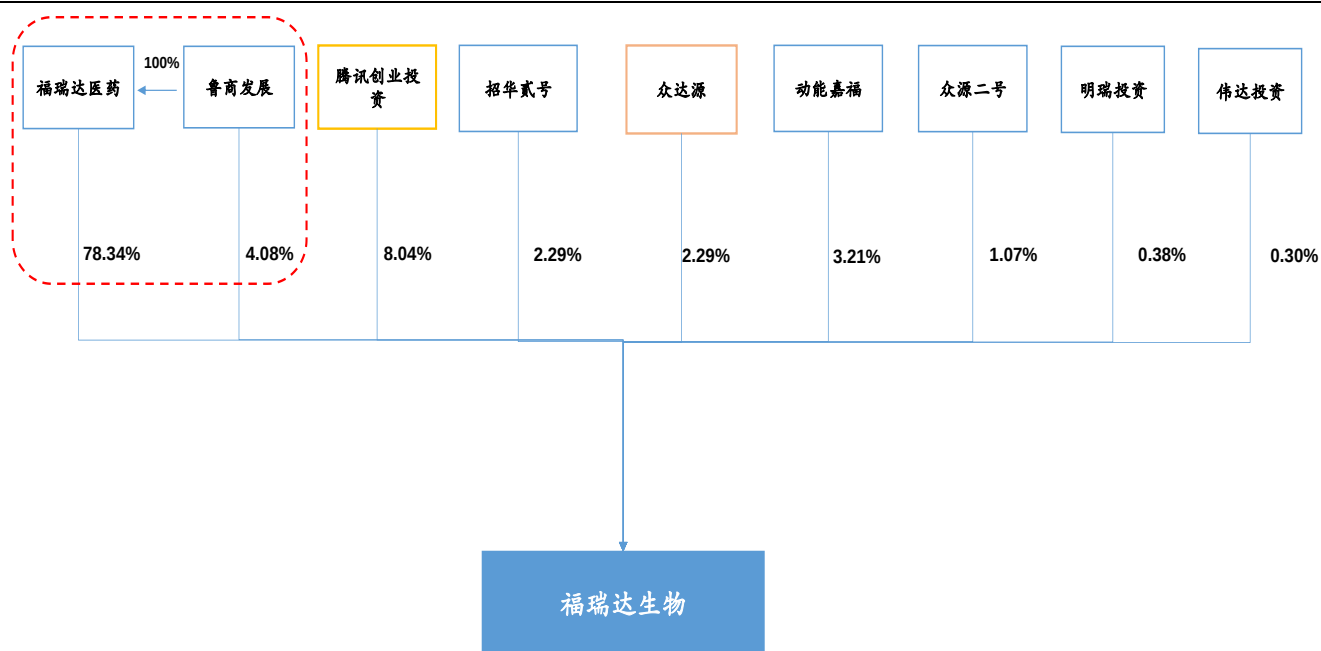
在引入战投完成增资扩股后，福瑞达生物的资本实力得到极大提升，有利于优化资本结构，拓宽融资渠道，实现与投资者的产业资源协同，从而增强化妆品业务竞争力，提升经营效益。

图表 79 公司公开挂牌增资扩股交易对手情况

交易对手	成立时间	执行事务合伙人/法定代表人	经营范围
南通招华贰号新兴产业投资基金合伙企业（有限合伙）	2021 年 9 月 10 日	深圳市招商国协贰号股权投资基金管理有限公司	以私募基金从事股权投资、投资管理、资产管理等活动
广西腾讯创业投资有限公司	2020 年 1 月 6 日	李朝晖	创业投资业务等
杭州众达源企业管理合伙企业（有限合伙）	2021 年 11 月 10 日	宁波壹起商业发展有限公司	企业管理；企业管理咨询；信息咨询服务（不含许可类信息咨询服务）等
济南动能嘉福投资合伙企业（有限合伙）	2021 年 11 月 4 日	山东省新动能股权投资管理有限公司	以自有资金从事投资活动
上海众源二号私募投资基金合伙企业（有限合伙）	2021 年 6 月 21 日	上海众源二期企业管理中心（有限合伙）	以私募基金从事股权投资、投资管理、资产管理等活动

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 80 福瑞达生物引入战投后股权结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.3.3 直播去中心化，代运营模式助力品牌塑造

注重品牌塑造已成为整个化妆品行业的一个大趋势。大部分国产化妆品品牌缺少非对称竞争优势，仅仅依靠平价实惠无法在与进口品牌的竞争中占据上风。譬如一些国外大牌，如雅诗兰黛、兰蔻等，通过品牌塑造，将其独特的品牌魅力植入消费者内心，培养了一批忠实的客户。以历年双十一销售额前十的美妆类品牌为例，2017年以来，国产品牌逐步被从这份榜单中挤出，2017年时尚能占据前十中的三席，2021年已仅剩一席。相应地，品牌认可度更高的雅诗兰黛、兰蔻等大牌，则已坐稳了销售前三的宝座。因此，国产品牌将持续进行品牌塑造，树立品牌形象。

图表 81 2017-2021 双十一美妆类销售额前十品牌

排序	2017	2018	2019	2020	2021
Top1	百雀羚	兰蔻	欧莱雅	雅诗兰黛	欧莱雅
Top2	自然堂	OLAY	兰蔻	兰蔻	雅诗兰黛
Top3	兰蔻	欧莱雅	雅诗兰黛	欧莱雅	兰蔻
Top4	雅诗兰黛	雅诗兰黛	OLAY	后	后
Top5	SK-II	SK-II	SK-II	OLAY	资生堂
Top6	OLAY	百雀羚	百雀羚	SK-II	OLAY
Top7	欧莱雅	自然堂	自然堂	雪花秀	薇诺娜
Top8	一叶子	HomeFacialPro	后	资生堂	SK-II
Top9	悦诗风吟	薇诺娜	薇诺娜	薇诺娜	海蓝之谜
Top10	资生堂	悦诗风吟	修丽可	海蓝之谜	赫莲娜

资料来源：淘数据，华安证券研究所

随着直播行业去中心化趋势显著，品牌在营销方面的选择也更加多元化：

(1) 预计品牌将加大店铺自播力度：采用店铺自播是品牌近几年常用的推广方式。相比超头直播模式，店铺自播在定价及优惠方面有更多自主权，顾客更关注产品本身，留存度更高，更契合公司品牌塑造的目的。

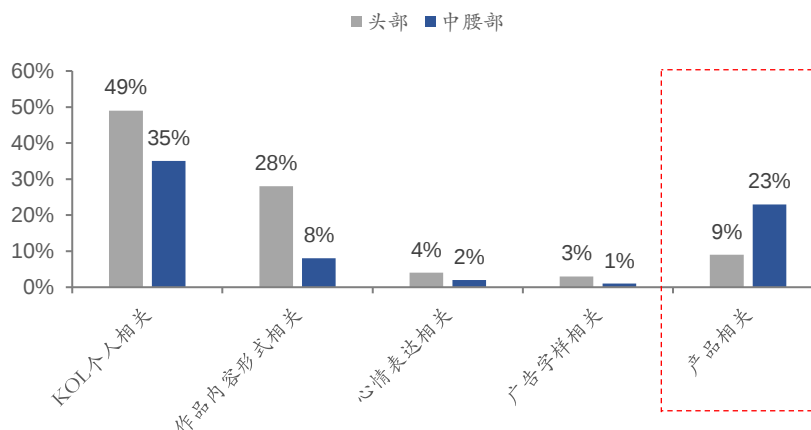
图表 82 店铺自播模式



资料来源：飞瓜智投，华安证券研究所

(2) 品牌将更多地选择中腰部 KOL：主要原因有 (1) 合作成本更低：根据《小个体大势能——2020 年中腰部 KOL 营销发展报告》，头部主播的坑位费约为中腰部主播的 2.2 倍，与中腰部 KOL 合作成本更低。(2) 中腰部 KOL 在 ROI 方面整体表现出色，且增长迅速，根据《2020 年中腰部 KOL 营销发展报告》，2019 年中腰部 KOL ROI 达到 15%，相比 2018 年增长 87.6%。(3) 中腰部 KOL 大部分具有出色的情感引导能力，能有效引导顾客购买商品，提升消费者对于品牌的认知度，更加有助于企业进行品牌塑造。

图表 83 头部&中腰部 KOL 账号粉丝发布评论占比



资料来源：《2020 年中腰部 KOL 营销发展报告》，华安证券研究所

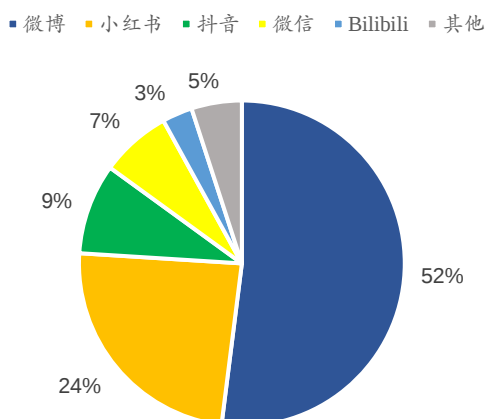
图表 84 超头直播模式，中腰部 KOL，店铺自播对比

分项	超头直播模式	中腰部 KOL	店铺自播
流量	大	较大	较小
成本	高	较低	低
定价自主权	低	较高	高
短期销售额提升	较高	中等	低
长期销售额提升	低	较高	高
顾客留存率	低	中等	较高
顾客对产品的关注	低	中等	高
品牌认可度提升	低	中等	高

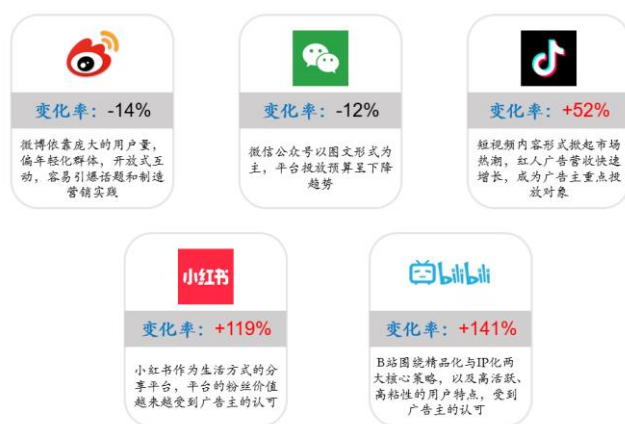
资料来源：《2020 中腰部 KOL 营销发展报告》，华安证券研究所

(3) 抖音、快手等淘外平台发展迅速：根据《中国 KOL 市场营销白皮书洞察报告》，微博、小红书和抖音是 2020 年除电商外 KOL 账号数量最多的三个平台，分别占比 52%、24%和 9%。Bilibili、小红书和抖音是增长最快的三个平台，2020 年增速分别达到 141%、119%和 52%。在这些平台投放推广，成本更低，可实现从单一渠道投放向多渠道 KOL 组合矩阵式投放的转变，并可根据平台目标人群的喜好进行精准投放，高效获客。

图表 85 电商外各平台 KOL 账号数量占比



图表 86 2020 各平台 KOL 投放规模变化



资料来源：《中国 KOL 市场营销白皮书洞察报告》，华安证券研究所

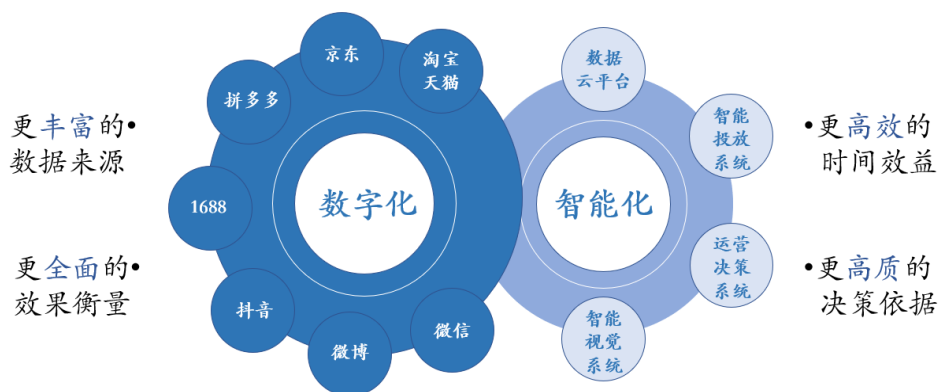
资料来源：《中国 KOL 市场营销白皮书洞察报告》，华安证券研究所

可以看到随着品牌营销方式及运营平台多元化，对公司的运营能力也提出了更高的要求。自主进行品牌运营，需要搭建专业的团队，对于专业能力要求较高，考验公司的管理能力和资金实力。而代运营能为公司提供一站式的系统化运营，极大的提高运营效率，因此代运营模式越发受到化妆品品牌的欢迎。

代运营为客户提供全链路的品牌运营服务，更为专业和高效：代运营公司（1）首先会对甲方品牌的运营进行整体规划，以数据挖掘为基础，分析市场情况、竞争对手、消费者偏好，对于目标用户以及预期成本、收益等作出初步判断，落实成一份可执行的战略实施计划。（2）之后，代运营公司会锁定目标消费者，依托多平台多种形

式进行推广, 确保用最低成本达到最大成效, 实现销量和品牌双提升。(3) 在有了用户购买数据之后, 代运营公司利用大数据辅助分析, 通过用户历史搜索记录、用户在商品上停留的时间、历史购买习惯等绘制用户画像, 同时通过对比实际与预期销售情况来不断优化运营策略, 以提升顾客满意度, 实现良性循环。与自己运营相比, 代运营具有更丰富的数据来源、更全面的效果衡量、更高质的决策依据和更高效的时间收益。

图表 87 代运营模式优势

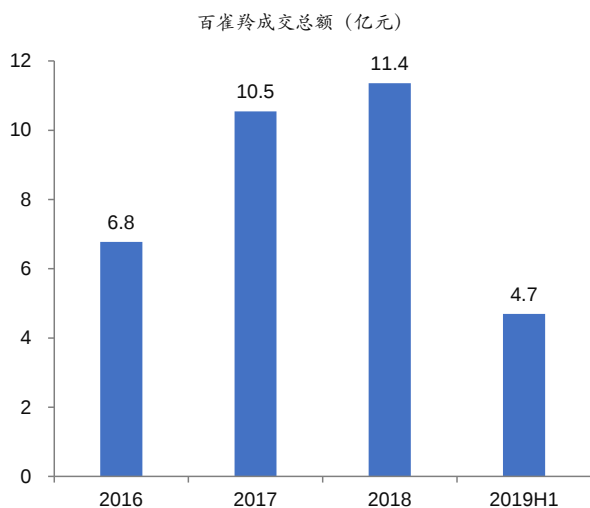


资料来源:《中国电商代运营行业概览》, 华安证券研究所

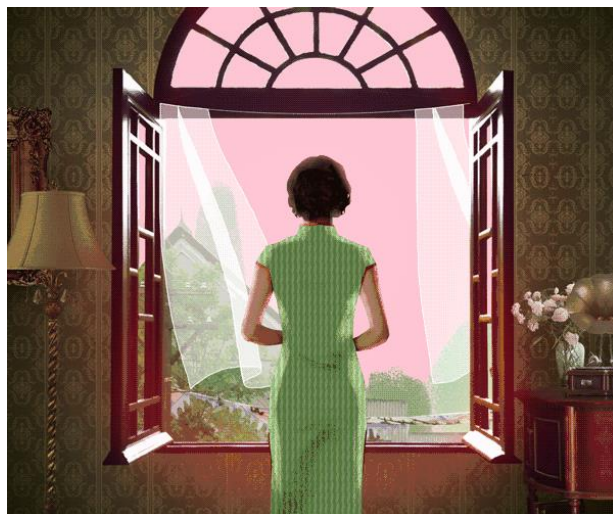
3.3.4 壹网壹创代运营能力强, 公司品牌力增强可期

助力百雀羚品牌焕发活力: 从壹网壹创展示的案例作品来看, 壹网壹创成功运营了百雀羚品牌。2015 年百雀羚旗舰店获得天猫双十一美妆冠军; **2016 年蝉联冠军**, 同时获得全年天猫美妆店铺冠军, 实现**双冠王**; **2017、2018 年又实现四连冠**。此外, 还依靠着<1931>长图引爆社交媒体点击破 5000 万次, 据公司官网介绍【1931 长图】的相关文章达 2481 篇, 微博和各客户端相关文章近千篇, 保守估计曝光量在 8000 万以上, 品牌活力被重新焕发。

图表 88 百雀羚历年成交总额 (亿元)



图表 89 百雀羚<1931>



资料来源：壹网壹创招股说明书，华安证券研究所

资料来源：壹网壹创招股说明书，华安证券研究所

此外，壹网壹创成功运营了OLAY、P&G、雅顿等品牌，可以看出其在化妆品品牌打造方面具有丰富的成功经验。2020年壹网壹创成立首个自有品牌“每鲜说”，并提出品牌加速器战略，将在新消费产品的发展初期，通过其全域电商服务能力加速其发展。根据壹网壹创双十一战报，公司旗下伊帕尔汗已经成为壹网壹创服务品牌，并且福瑞达生物股份是其新增战略合作品牌。福瑞达生物引入壹网壹创子公司为战投后，双方合作进一步加深，有望借助其运营能力，在线上实现公司化妆品品牌的产品孵化及销售表达的双赢。

图表 90 公司部分代运营品牌线上表现



资料来源：天猫，壹网壹创招股说明书，公司官网，华安证券研究所

图表 91 壹网壹创服务品牌（截至 2021 双十一）



资料来源：壹网壹创公众号，华安证券研究所

图表 92 壹网壹创新增战略合作品牌



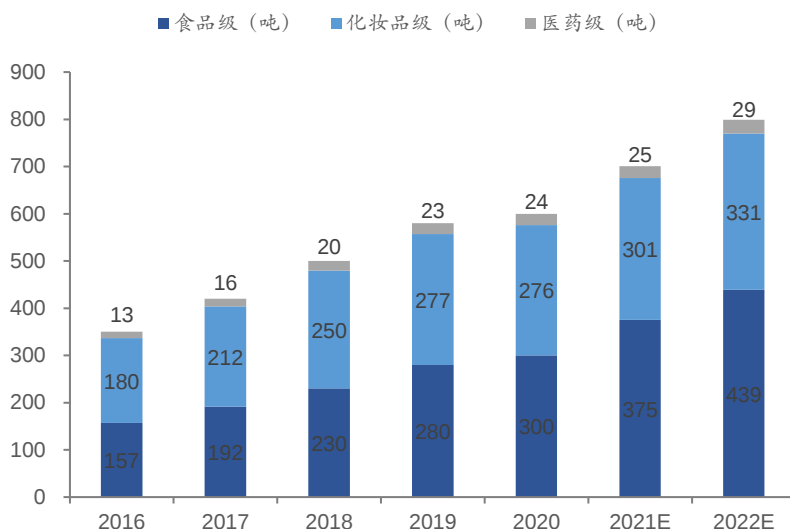
资料来源：壹网壹创公众号，华安证券研究所

4 HA 原料业务赋能，进军功能性食品拓展版图

4.1 收购焦点福瑞达，拓展原料业务

全球范围内来看，透明质酸原料的需求量逐年攀升：根据弗若斯特沙利文的数据，2020 年全球透明质酸市场规模为 600 吨，其中化妆品级透明质酸销量为 276 万吨，食品级销量为 300 万吨。由于疫情影响，2020 年透明质酸市场增速放缓，在此之前，2015 至 2019 年整个市场的复合增速为 20%，其中化妆品级透明质酸复合增速为 16%，食品级复合增速为 24%。根据弗若斯特沙利文预测，未来五年内透明质酸赛道仍将保持快速增长，增长率可维持在 15%左右的水平，预计 2022 年全球透明质酸市场规模可达 800 吨。

图表 93 全球玻尿酸市场规模

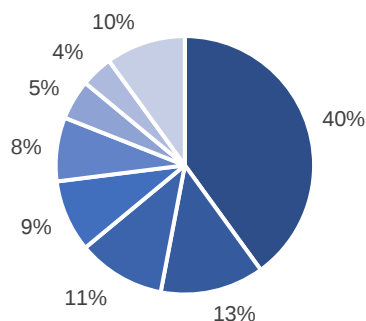


资料来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所

焦点福瑞达产能位居全球第二：在竞争格局方面，2019 年，福瑞达医药以 2.59 亿元收购焦点生物（后更名焦点福瑞达）60.11% 股权，成为其第一大股东。焦点福瑞达目前以化妆品级和食品级透明质酸为主，透明质酸原料年产能 420 吨，位居全球第二，2019 年市占率 13%，仅次于华熙生物。作为整个透明质酸行业的引领者之一，焦点福瑞达有望充分享受 HA 原料终端应用场景拓展带来的红利。

图表 94 2019 全球透明质酸市占率

■ 华熙生物 ■ 焦点生物 ■ 阜丰生物 ■ 东辰生物
■ 安华生物 ■ 日本Kewpie ■ 捷克Contipro ■ 其他



资料来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所

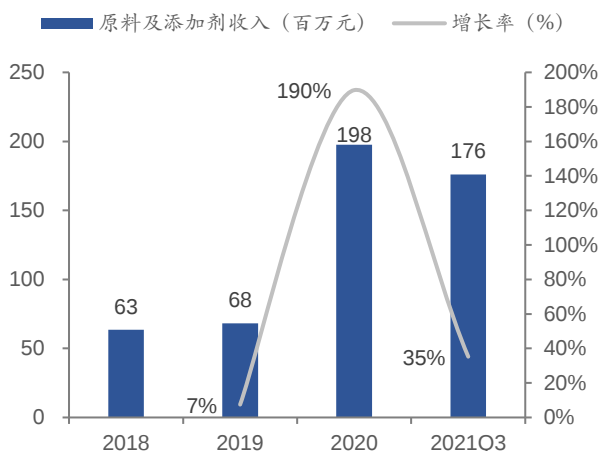
图表 95 透明质酸应用场景



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

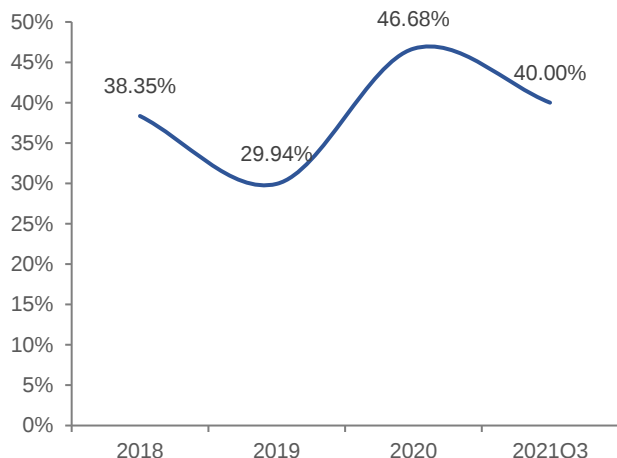
通过收购焦点福瑞达，鲁商发展在原料及添加剂业务方面实现高速增长，2020 年公司 HA 原料收入达到 1.98 亿元，同比 2019 年增长 189.7%；毛利率达到 46.7%，同比 2019 年增长 16.74pct。进入 2021 年，鲁商发展在原料及添加剂业务方面的增长渐趋平缓，但在 21 年前三季度也取得了 35.3%的稳健增长，可以预见未来原料及添加剂业务将仍是公司营收增长的重要动力之一。

图表 96 公司原料及添加剂收入



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 97 公司原料及添加剂业务毛利率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

4.2 全新推出百阜品牌，开辟麦角硫因新赛道

2021年1月7日，福瑞达举办2022品牌发布会暨焦点福瑞达十周年庆典，顺势推出原料业务新品牌百阜，并同步推出化妆品级透明质酸、焕活小分子、麦角硫因3款原料新品。

麦角硫因抗氧化能力强,适用于化妆品领域:作为一种强效抗氧化剂,其在医药、食品、化妆品等领域均有应用,其中化妆品是运用麦角硫因最广泛的领域,如雅诗兰黛、倩碧等高端化妆品中都有使用该成分。相比其他抗氧化剂,麦角硫因主要有以下优点:(1) **抗氧化能力极强**,甚至有“地表最强”之称。麦角硫因主要通过皮肤产生的

转运蛋白 OCTN-1 进入线粒体内，直接清除自由基，并保护线粒体，同时其还能抑制脂质过氧化反应，以及由紫外线引发的细胞凋亡，有效对抗辐射、自由基和活性氧对皮肤与机体的损害。Dong 等人在 2010 年的研究表明，麦角硫因的抗氧化性明显强于艾地苯。(2) **安全性高**。麦角硫因是自然界中天然存在的氨基酸，人体中也有存在，因此亲和人体，对所有肌肤均无过敏反应，适合各类配方，使用安全有保障。(3) **稳定性好**。麦角硫因的光稳定性和热稳定性均良好，并且在人体内不参与代谢，在人体内达到一半浓度时间为 30 天，效果较为持久。(4) **协同作用**。麦角硫因能够稳定维生素以及衍生物、虾青素等，与其他成分产生协同作用，达到 1+1>2 的效果。由于这些特点，麦角硫因主要被运用于**防晒、修复、抗衰老**等产品中。

图表 98 麦角硫因与艾地苯抗氧化能力对比

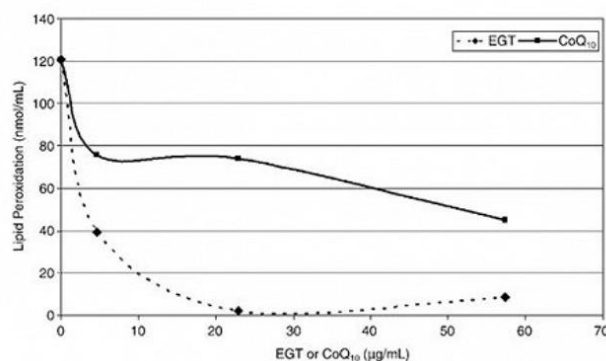


Figure 2 Lipid peroxidation of phosphatidylcholine liposomes after treatment with 10 mM Alloxan and 4.6 to 57.3 μg/mL of either L-ergothioneine or coenzyme Q₁₀.

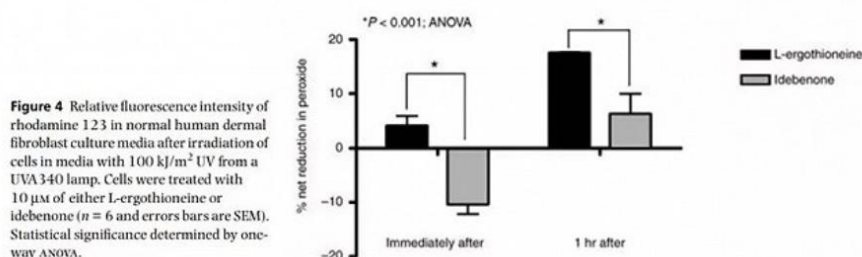


Figure 4 Relative fluorescence intensity of rhodamine 123 in normal human dermal fibroblast culture media after irradiation of cells in media with 100 kJ/m² UV from a UVA 340 lamp. Cells were treated with 10 μM of either L-ergothioneine or idebenone (n = 6 and errors bars are SEM). Statistical significance determined by one-way ANOVA.

资料来源：Dong K K, Damaghi N, Kibitell J, et al. A comparison of the relative antioxidant potency of L-ergothioneine and idebenone[J]. Journal of Cosmetic Dermatology, 2010, 6(3):183-188, 华安证券研究所

麦角硫因成分逐渐成为新潮流：麦角硫因刚开始运用于化妆品领域时，一度只有国际最顶尖的化妆品品牌在产品里添加该成分。目前，国内外化妆品品牌陆续将麦角硫因加入产品配方，但总体而言添加该成分的产品还是偏高端，典型的产品有雅诗兰黛的倩碧、悦木之源、海蓝之谜等各线产品，珀莱雅招牌的双抗精华，百植萃的夜间修护精华液等。其中，珀莱雅的双抗精华使用了虾青素和麦角硫因的搭配，百植萃夜间修护精华液则使用了艾地苯+麦角硫因+松茸提取物的抗氧化搭配，可以看到在产品中发挥麦角硫因与其他成分的协同作用已成为一种潮流，而百卓的理念正是同时发挥透明质酸与麦角硫因的优势，无疑是契合市场发展趋势的。

图表 99 百植萃协同使用麦角硫因及其他成分



资料来源：百植萃官方旗舰店，华安证券研究所

图表 100 珀莱雅将麦角硫因列为 4 大抗氧王牌之首



资料来源：珀莱雅官方旗舰店，华安证券研究所

4.3 进军功能性食品，拓展 HA 使用场景

2021 年 1 月 7 日，国家卫生健康委员会发布公告，透明质酸钠被获批为新食品原料，可应用于普通食品添加。仅 4 天后，焦点福瑞达就取得了透明质酸钠食品生产许可证。2021 年 1 月 28 日，福瑞达推出中国市场上第一款透明质酸钠饮品“天姿玉琢”；2021 年 3 月，“玻小酸”品牌问世，推进了口服透明质酸市场进程；2021 年 9 月，焦点福瑞达推出新品“果蔬酵素轻颜饮”，此后围绕“透明质酸+”概念，开发透明质酸钠及其衍生物系列产品，不断拓展产品矩阵。

目前，福瑞达旗下已有玻小酸、天姿玉琢、酒和 ta、她语果酒、迦美博士、21Beauty、凌丹、HENTIME 时空纪等透明质酸钠食品产品，并还在不断推出新品。在国内功能性食品市场潜力充足的大环境下，以及公司自身透明质酸研发能力的加持下，公司有机会通过透明质酸钠食品实现业务新突破。

图表 101 天姿玉琢产品



资料来源：天姿玉琢旗舰店，华安证券研究所

图表 102 她语果酒产品



资料来源：她语酒类旗舰店，华安证券研究所

盈利预测及投资建议：

盈利预测

- 化妆品：**品牌瓊尔博士、颐莲经过多年验证，产品力受到消费者认可。福瑞达生物引入战投后，预计营销端投入加大，品牌力逐渐形成。此外，善颜、诠润、伊帕尔汗等新锐品牌有望加速拓展，预计化妆品业务营收保持高速增长。
- 原料：**玻尿酸原料主要生产企业陆续扩产，行业竞争加剧。并且公司化妆品级和食品级原料结构调整，预计 HA 原料平均单价下降。公司 HA 原料出口量超过一半，预计随着国外疫情缓解，销量将持续增长。
- 房地产：**预测主要基于房地产开发链条，结合公司 2018~2020 年合同销售额及公司 2021 年新增土储，假设 1) 开发业务聚焦山东省内项目，不再在哈尔滨市新增土储；2) 2021 年结算考虑到山东省内集中结算交付项目增加，且主要为改善性住房，因而带动毛利率上升；3) 2022 年和 2023 年考虑哈尔滨低毛利项目结转及全部项目开展促销活动，毛利率有所回调。综上，预测公司 2021~2023 年总营收 yoy 分别达 8.23%/ 17.35%/ 14.78%，结转毛利率分别为 16.45%/ 15.92%/ 15.40%。

图表 103 公司盈利预测

分行业	2020	2021E	2022E	2023E
总营收(百万元)	13615	14748	17307	19866
yoy(%)	32.33%	8.32%	17.35%	14.78%
总营业成本 (百万元)	10847	11080	12780	14272
yoy(%)	33.56%	2.15%	15.34%	11.67%
毛利率 (%)	20.33%	24.87%	26.16%	28.16%
房地产销售				
营业收入 (百万元)	11522	11493	12870	13760

yoy(%)	31.55%	-0.25%	11.98%	6.92%
占比 (%)	84.62%	77.93%	74.36%	69.27%
物业服务				
营业收入 (百万元)	360	390	420	450
yoy(%)	29.01%	8.25%	7.69%	7.14%
占比 (%)	2.65%	2.64%	2.43%	2.27%
化妆品				
营业收入 (百万元)	689	1657	2668	4162
yoy(%)	119.83%	140.50%	61.04%	56.00%
占比 (%)	5.06%	11.23%	15.42%	20.95%
原料及添加剂				
营业收入 (百万元)	198	235	279	337
yoy(%)	189.70%	18.80%	18.75%	20.78%
占比 (%)	1.45%	1.59%	1.61%	1.70%
其他				
营业收入 (百万元)	847	974	1071	1157
yoy(%)	-2.64%	15%	10%	8%
占比 (%)	6.22%	6.60%	6.19%	5.82%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

投资建议

公司定位国内领先的大健康产业综合运营商，在生态健康产业和生物医药两大板块实施双轮驱动战略。房地产开发业务以稳为主，非地产业务占比提高，其中化妆品业务表现突出。主打微生态护肤的瓊尔博士和颐莲已逐步实现破圈放量。福瑞达生物引入战投后，壹网壹创等线上代运营的参与有望赋能公司品牌营销端，加快公司化妆品业务品牌孵化。我们预计公司 2021~2023 年 EPS 分别为 0.74、0.90、1.11 元/股，对应当前股价 PE 分别为 18、15、12 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：

新品推广不及预期：公司每年会有多个重磅产品上新，若新品上市后，营销推广节奏不及预期，将影响该业务总体发展，减缓化妆品业务转型。

行业竞争加剧：随着国内化妆品行业的持续扩容，差异化的本土新品牌不断推出。同时，更多的国际大牌将目光放到中国市场，行业竞争激烈。若公司不能成功塑造品牌形象，实现品牌破圈，将影响化妆品业务营收增长。

疫情反复：西安、天津等地疫情反复，若疫情恢复情况不及预期，将影响公司线下销售。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	59117	67832	75737	83445	营业收入	13615	14748	17307	19866
现金	5074	17025	24487	34099	营业成本	10847	11080	12780	14272
应收账款	191	214	251	286	营业税金及附加	748	841	991	1128
其他应收款	400	444	521	596	销售费用	849	1003	1381	1788
预付账款	5143	5987	6653	7413	管理费用	328	405	554	755
存货	46665	42500	42018	39101	财务费用	68	413	450	486
其他流动资产	1644	1662	1807	1949	资产减值损失	-4	0	0	0
非流动资产	2382	3074	3687	4331	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	485	652	820	992	投资净收益	220	210	263	298
固定资产	954	1170	1286	1411	营业利润	875	1189	1376	1690
无形资产	216	264	301	341	营业外收入	4	0	0	0
其他非流动资产	727	988	1280	1587	营业外支出	26	0	0	0
资产总计	61499	70906	79424	87776	利润总额	854	1189	1376	1690
流动负债	50486	58572	65613	72265	所得税	215	368	399	490
短期借款	4303	4500	4800	4900	净利润	639	821	977	1200
应付账款	7500	7947	9037	10103	少数股东损益	0	77	66	78
其他流动负债	38683	46125	51775	57262	归属母公司净利润	639	744	911	1122
非流动负债	4495	4995	5495	5995	EBITDA	764	1465	1643	1966
长期借款	4427	4927	5427	5927	EPS (元)	0.64	0.74	0.90	1.11
其他非流动负债	68	68	68	68					
负债合计	54981	63568	71108	78260					
少数股东权益	2437	2514	2581	2659					
股本	1009	1009	1009	1009					
资本公积	41	41	41	41					
留存收益	3030	3774	4685	5807					
归属母公司股东权	4080	4824	5735	6857					
负债和股东权益	61499	70906	79424	87776					

现金流量表				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	4448	12268	7594	9990
净利润	639	744	911	1122
折旧摊销	95	118	130	145
财务费用	93	413	450	486
投资损失	-220	-210	-263	-298
营运资金变动	3790	11125	6298	8456
其他经营现金流	-3100	-10304	-5319	-7255
投资活动现金流	95	-601	-481	-492
资本支出	-156	-580	-513	-556
长期投资	-251	-230	-231	-235
其他投资现金流	503	210	263	298
筹资活动现金流	-3551	284	350	114
短期借款	752	197	300	100
长期借款	647	500	500	500
普通股增加	8	0	0	0
资本公积增加	-69	0	0	0
其他筹资现金流	-4889	-413	-450	-486
现金净增加额	991	11951	7462	9612

资料来源：公司公告，华安证券研究所

主要财务比率				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	32.3%	8.3%	17.4%	14.8%
营业利润	52.5%	35.8%	15.8%	22.8%
归属于母公司净利	85.4%	16.5%	22.5%	23.2%
获利能力				
毛利率 (%)	20.3%	24.9%	26.2%	28.2%
净利率 (%)	4.7%	5.0%	5.3%	5.6%
ROE (%)	15.7%	15.4%	15.9%	16.4%
ROIC (%)	2.8%	4.8%	5.0%	5.6%
偿债能力				
资产负债率 (%)	89.4%	89.7%	89.5%	89.2%
净负债比率 (%)	843.6%	866.2%	855.1%	822.4%
流动比率	1.17	1.16	1.15	1.15
速动比率	0.14	0.33	0.41	0.51
营运能力				
总资产周转率	0.22	0.21	0.22	0.23
应收账款周转率	71.33	68.95	69.01	69.37
应付账款周转率	1.45	1.39	1.41	1.41
每股指标 (元)				
每股收益	0.64	0.74	0.90	1.11
每股经营现金流	4.41	12.16	7.53	9.90
每股净资产	4.04	4.78	5.68	6.80
估值比率				
P/E	13.31	17.97	14.67	11.91
P/B	2.11	2.77	2.33	1.95
EV/EBITDA	19.62	15.81	13.12	8.64

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。