

聚焦大健康产业，化妆品“5+N”战略升级

增持(首次)

——福瑞达(600223)首次覆盖

2024年06月20日

投资要点:

概况:原山东国资房企，剥离地产业务聚焦大健康产业。公司早前是山东省国资委下的房地产企业，2018年收购山东福瑞达医药集团有限公司，实行“地产+医养”发展模式，2023年，公司置出房地产业务，聚焦大健康产业。目前，公司主要业务为化妆品、医药和原料。2023年，公司化妆品/医药/原料及添加剂收入占比分别为52.76%/11.35%/7.67%。

化妆品业务:品牌战略升级为“5+N”，布局“生美+医美”新生态。公司化妆品业务主要通过福瑞达生物股份公司开展，目前旗下有颐莲、瑗尔博士、善颜、伊帕尔汗、UMT、诠润、贝润等多个不同定位的品牌。其中，颐莲和瑗尔博士为两大主力品牌，近年收入增长亮眼。颐莲专注“玻尿酸保湿护肤”，不断强化品牌心智；瑗尔博士品牌升级闪充水乳，并不断提升摇醒精华、闪充品线等高毛利产品销售占比，毛利率有望进一步提升。2023年，公司推出医学美容品牌“珂谧KeyC”，切入高成长的胶原蛋白医学美容赛道，未来有望打造第二成长曲线。

原料业务:业务发展稳健，积极开拓多领域的应用。公司原料业务发展稳健，2018-2023年原料业务收入CAGR为40.99%，收购焦点生物后产能扩大。近期公司积极调整焦点福瑞达的销售战略，提升毛利较高的化妆品级透明质酸销售占比，开拓海外市场，并拓展透明质酸在医美、纸巾、洗护等领域的应用。

医药业务:多领域布局，线上+线下全渠道模式。公司医药板块旗下拥有施沛特、颈痛颗粒、小儿解感颗粒等多个知名品牌。2024Q1，公司医药板块营业收入同比-23.25%，主因23Q1应急保供品导致基数较高以及24Q1业务调整，随着医药业务逐步打通线上产品链路以及业务调整结束，预计医药业务将重回向上通道。

盈利预测与投资建议:公司聚焦大健康产业，化妆品业务品牌战略升级为“5+N”，主力品牌颐莲和瑗尔博士收入保持增长亮眼，2023年推出新品牌切入胶原蛋白医美赛道；原料业务调整销售战略，积极开拓海外市场和多领域的应用，未来有望继续保持稳健增长；医药业务随着线上产品链路

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4578.75	4342.23	4992.39	5673.04
增长比率(%)	-64.65	-5.17	14.97	13.63
归母净利润(百万元)	303.39	347.08	424.58	527.36
增长比率(%)	567.44	14.40	22.33	24.21
每股收益(元)	0.30	0.34	0.42	0.52
市盈率(倍)	25.20	22.03	18.01	14.50
市净率(倍)	1.90	1.80	1.70	1.58

数据来源:携宁科技云估值,万联证券研究所

基础数据

总股本(百万股)	1,016.57
流通A股(百万股)	1,016.57
收盘价(元)	7.55
总市值(亿元)	76.75
流通A股市值(亿元)	76.75

个股相对沪深300指数表现



数据来源:聚源,万联证券研究所

相关研究

分析师:

陈雯

执业证书编号: S0270519060001

电话: 02032255207

邮箱: chenwen@wlzq.com.cn

分析师:

李滢

执业证书编号: S0270522030002

电话: 15521202580

邮箱: liying1@wlzq.com.cn

打通和未来业务调整的结束，有望重回向上通道。我们预计，公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.34/0.42/0.52 元/股，对应 2024 年 6 月 17 日股价的 PE 分别为 22/18/15 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

风险因素：宏观经济恢复不及预期风险、行业竞争加剧风险、渠道拓展不达预期风险、品牌品类拓展不达预期风险。

正文目录

1 公司概况：原山东国资房企，聚焦大健康产业	5
1.1 公司简介：剥离地产业务，聚焦大健康产业.....	5
1.2 股权结构：国资委为实控人，新任董事长具医药背景.....	6
1.3 财务概况：战略转型剥离地产业务，资产结构进一步优化.....	8
2 化妆品业务：品牌战略升级为“5+N”，布局“生美+医美”新生态	9
3 原料业务：业务发展稳健，积极开拓多领域的应用	13
3.1 透明质酸行业：市场增速快，行业集中度高.....	13
3.2 原料业务发展稳健，收购焦点生物扩大市占率.....	15
4 医药业务：多领域布局，线上+线下全渠道模式	16
5 盈利预测	19
6 投资建议	20
7 风险因素	21
图表 1: 公司发展历程.....	5
图表 2: 2023 年公司业务概况.....	5
图表 3: 公司股权结构.....	6
图表 4: 公司部分管理层介绍.....	7
图表 5: 历年来公司营业收入及其同比增速情况.....	8
图表 6: 历年来公司归母净利润及其同比增速情况.....	8
图表 7: 历年来公司毛利率和净利率情况.....	8
图表 8: 历年来公司销售/管理/财务/研发费用率情况.....	8
图表 9: 营业收入分产品占比情况.....	9
图表 10: 2018-2023 年各产品毛利率情况.....	9
图表 11: 公司化妆品板块品牌矩阵.....	10
图表 12: 化妆品板块营业收入及同比.....	11
图表 13: 化妆品营业收入占比.....	11
图表 14: 化妆品毛利率.....	11
图表 15: 颐莲营业收入及同比.....	12
图表 16: 瑗尔博士营业收入及同比.....	12
图表 17: 化妆品业务线上/线下收入情况.....	12
图表 18: 化妆品业务线上/线下收入占比情况.....	12
图表 19: 化妆品业务经销/直销收入情况.....	12
图表 20: 化妆品业务经销/直销收入占比情况.....	12
图表 21: 透明质酸应用领域图示.....	13
图表 22: 透明质酸在机体中的分布.....	13
图表 23: 2017-2026 全球透明质酸原料市场规模及增长率.....	13
图表 24: 2017-2026 中国透明质酸原料市场规模及增长率.....	13
图表 25: 2021 年透明质酸原料市场占比（按销售量）.....	14
图表 26: 2017-2026E 全球各类原料销量预计保持高增速（吨）.....	14
图表 27: 2021 年全球透明质酸原料市场竞争格局.....	14
图表 28: 公司近年原料业务收入及增速.....	15
图表 29: 公司近年原料业务毛利率.....	15

图表 30: 原料业务产品线及产品.....	15
图表 31: 透明质酸产能对比.....	16
图表 32: 生物医药业务收入及同比增速.....	17
图表 33: 生物医药业务毛利率.....	17
图表 34: 明仁福瑞达净利润及同比增速.....	17
图表 35: 明仁福瑞达主要品牌.....	17
图表 36: 明仁福瑞达主要药品.....	17
图表 37: 明仁福瑞达营销网络.....	18
图表 38: 博士伦福瑞达主要产品.....	19
图表 39: 博士伦福瑞达收入及同比增速.....	19
图表 40: 博士伦福瑞达净利润及同比增速.....	19
图表 41: 收入拆分及预测.....	20
图表 42: 可比公司估值表.....	20

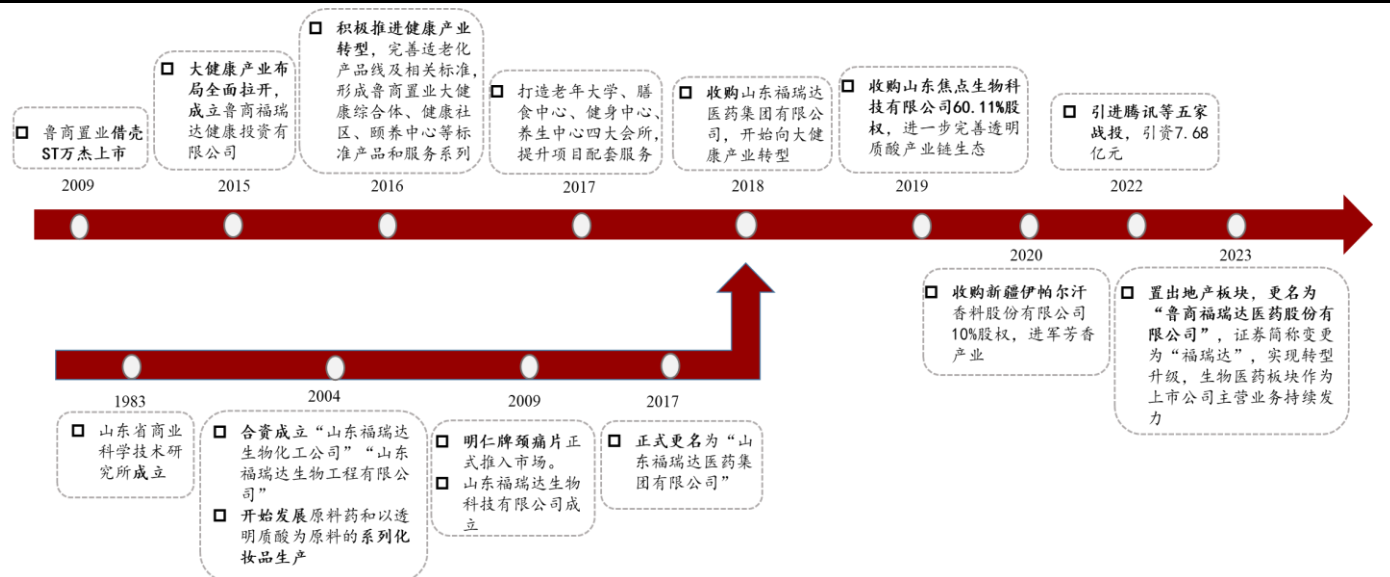
1 公司概况：原山东国资房企，聚焦大健康产业

1.1 公司简介：剥离房地产业务，聚焦大健康产业

原山东国资房企，转型大健康产业。公司早前是山东省国资委下的房地产企业，主要从事房地产开发与经营管理、物业管理等业务。2009年借壳ST万杰上市，2018年收购山东福瑞达医药集团有限公司，实行“地产+医养”发展模式。山东福瑞达医药集团主要从事化妆品、药品、保健食品、生物技术产品等的研发、生产与销售。2019年底，收购山东焦点生物科技股份有限公司60.11%股权，进一步完善透明质酸产业链。2020年，公司收购新疆伊帕尔汗10%股权，进军芳香产业。2023年，公司置出房地产业务，更名为鲁商福瑞达医药股份有限公司（证券简称福瑞达），聚焦大健康产业，实现转型升级。

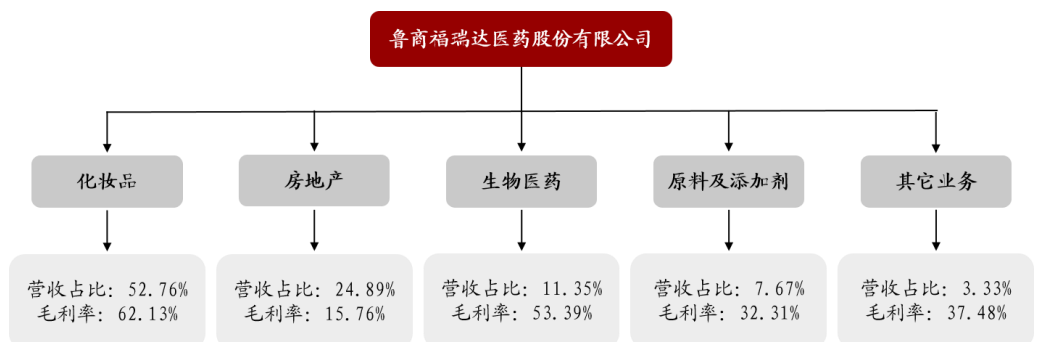
目前，公司以医药和化妆品为核心业务，产学研相结合、科工贸一体化，所属行业涉及原料药、药品、医疗器械、保健食品、食品、化妆品等。2023年，公司化妆品业务收入占比52.76%，房地产/生物医药/原料及添加剂业务收入分别占比24.89%/11.35%/7.67%。

图表1:公司发展历程



资料来源：公司公告、公司官网、万联证券研究所

图表2:2023 年公司业务概况



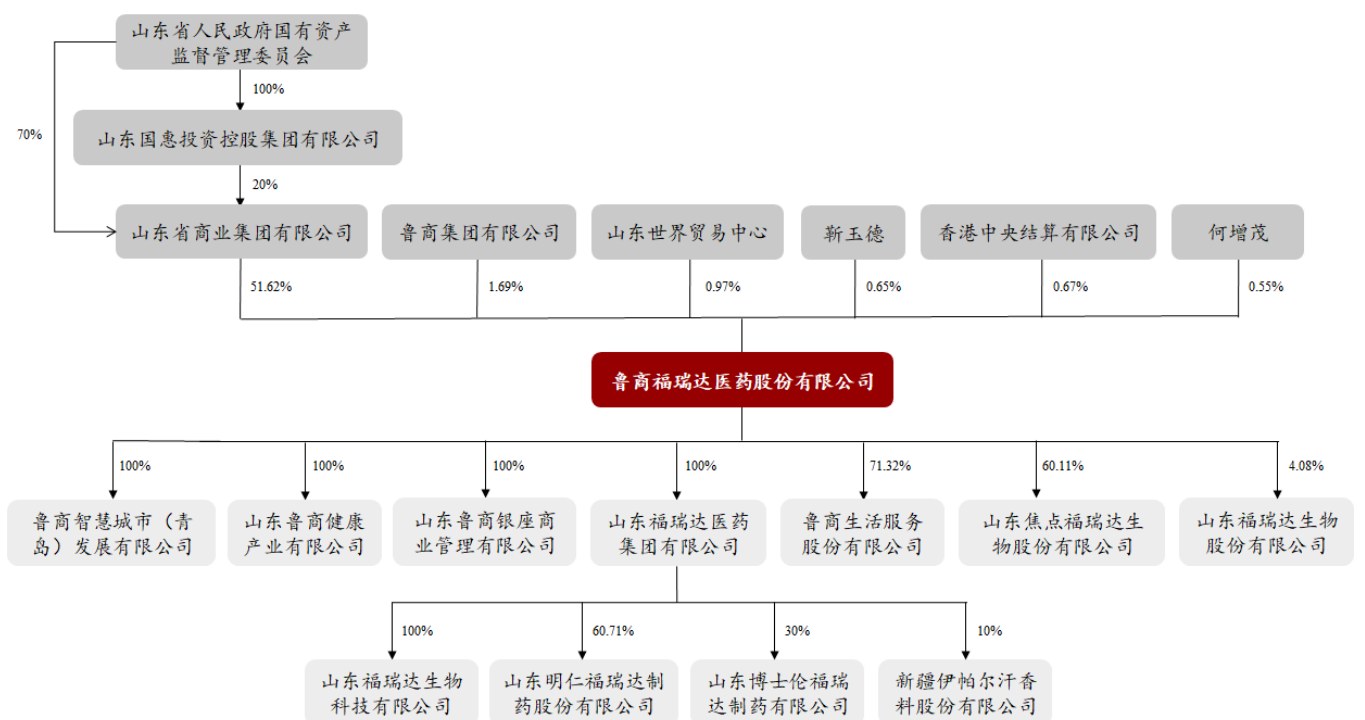
资料来源：公司公告、万联证券研究所

1.2 股权结构：国资委为实控人，新任董事长具医药背景

股权结构较为集中，国资委为实际控制人。公司实控人为山东省国资委，山东省国资委通过直接以及控股山东国惠投资控股集团有限公司持有山东省商业集团有限公司股份。截止2024年6月20日，山东省商业集团有限公司持有公司51.62%的股权。此外，鲁商集团有限公司、山东世界贸易中心分别持股1.69%、0.97%。

上市公司置出房地产业务，以生物医药板块为主业。2023年2月，上市公司将公司及其全资子公司鲁健产业、鲁商健康持有的鲁商置业100%股权、新城镇100%股权、创新发展100%股权、菏泽置业100%股权、临沂地产100%股权、临沂置业51%股权、临沂金置业44.10%股权、临沂发展32%股权，以及公司对标的公司及其下属公司的全部债权，转让给商业集团下属全资企业山东城发集团，交易价格为59.07亿元。资产交易后，上市公司置出房地产开发相关业务，发展转型为以生物医药板块为主业。

图表3:公司股权结构



资料来源：同花顺iFinD、万联证券研究所

注：数据取自2024年6月20日

董事长具备丰富的医药背景，管理层年轻化注入新活力。2022年1月起，具有丰富医药背景的贾庆文出任公司董事长。在这之前，董事长由葛健担任，其具有工学背景，现任公司董事以及战略委员会委员。2022年初董事长的变更和2023年底部分董事和高管的变更凸显了公司战略转型的决心和努力。此外，公司核心管理层的年龄在50岁左右。管理层年轻化给公司战略转型注入了朝气和活力。

图表4:公司部分管理层介绍

姓名	职务	任职日期	年龄	个人简历
贾庆文	董事长、董事	2022-01-20	53	大学学历，主任药师，具备丰富的医药研究背景和经营管理经验，获“山东省担当作为好干部”、“山东省五一劳动奖章”荣誉称号，是济南市专业技术拔尖人才、济南高新区“科技领军人物”和第三届“影响济南”科技人物；担任山东省医药商会会长、山东省中医药学会副会长。历任山东省药学科学院副院长兼新药评价中心主任，山东福瑞达医药集团有限公司总经理、党委书记、董事长，鲁商福瑞达医药股份有限公司总经理、党委书记，2022年1月至今任鲁商福瑞达医药股份有限公司董事、董事长。
段东	董事	2015-06-30	47	硕士，正高级会计师。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，2018年6月至今任德州银行股份有限公司董事，2018年11月至今任山东省国有资产投资控股有限公司总裁助理，2020年8月至今任山东华特控股集团有限公司董事，现兼任鲁资创业投资有限公司董事长、山东省泰富资产经营有限公司监事会主席，2015年6月至今任鲁商福瑞达医药股份有限公司董事。
周明	董事、战略与ESG委员会委员	2023-12-28	52	硕士，中共党员，鲁商福瑞达医药股份有限公司董事，硕士。历任银座集团股份有限公司河北石家庄东购店总经理、山东福瑞达医药集团有限公司党委委员、纪委书记。2023年12月至今任鲁商福瑞达医药股份有限公司董事。
张红阳	副总经理，董事会秘书	2023-10-12	45	硕士，中共党员，鲁商福瑞达医药股份有限公司副总经理、董事会秘书，工商管理硕士，注册会计师，正高级会计师。历任山东明仁福瑞达制药股份有限公司副总经理、财务总监，山东福瑞达医药集团有限公司投资发展中心总监，山东福瑞达生物股份有限公司财务总监，山东福瑞达医药集团有限公司党委委员、副总经理。2023年10月至今任鲁商福瑞达医药股份有限公司副总经理、董事会秘书。
窦茜茜	副总经理	2023-10-12	42	中共党员，鲁商福瑞达医药股份有限公司副总经理，硕士研究生，副主任药师。历任山东福瑞达医药集团有限公司科技发展部副部长，山东福瑞达医药集团有限公司项目拓展部部长，山东福瑞达医药集团有限公司总经理助理。2023年10月至今任鲁商福瑞达医药股份有限公司副总经理。
郑德强	副总经理	2023-10-12	46	中共党员，鲁商福瑞达医药股份有限公司副总经理，硕士研究生，工程技术应用研究员。历任山东海佑福瑞达制药有限公司总经理，山东福瑞达医药集团有限公司总经理助理、党委委员、副总经理。2023年10月至今任鲁商福瑞达医药股份有限公司副总经理。
高春明	副总经理	2023-10-12	56	中共党员，大专学历，鲁商福瑞达医药股份有限公司副总经理，工程师。历任山东福瑞达生物股份有限公司总经理，山东福瑞达医药集团有限公司总经理助理、副总经理。2023年10月至今任鲁商福瑞达医药股份有限公司副总经理。

许百强

财务总监

2023-10-12

47

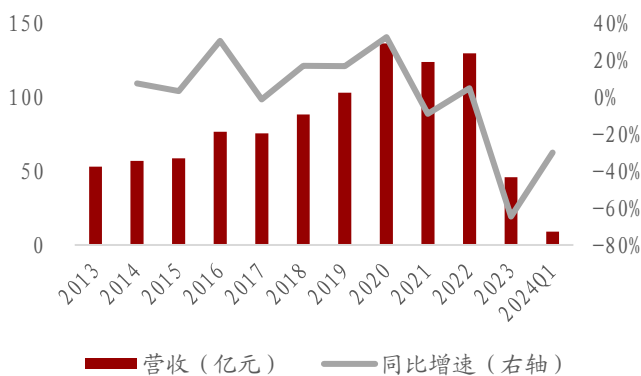
本科，鲁商福瑞达医药股份有限公司财务总监，高级会计师。历任山东福瑞达医药集团有限公司医药事业部副总经理，山东福瑞达医药集团有限公司财务管理部部长，山东福瑞达医药集团有限公司财务总监。2023年10月至今任鲁商福瑞达医药股份有限公司财务总监。

资料来源：同花顺iFinD、公司公告、万联证券研究所

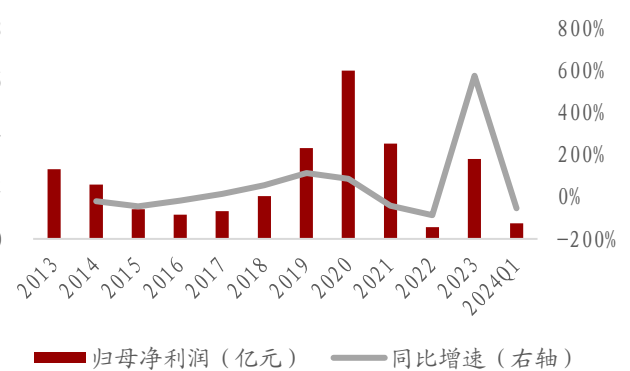
1.3 财务概况：战略转型剥离地产业务，资产结构进一步优化

战略转型剥离地产业务，23年扣非归母净利润同比+137%。2016-2020年，公司业绩稳中向好，营业收入/归母净利润的CAGR分别为+15.52%/+62.16%。2021-2022年，受疫情反复、地产项目结算减少、地产市场需求下行等因素的影响，公司归母净利润出现连续下滑。2023年，公司实行战略转型聚焦大健康业务，出售重大资产，剥离地产业务。2024Q1，公司营收为8.91亿元，同比-29.99%，归母净利润0.59亿元，同比-54.35%，业绩下滑主要原因是23Q1地产业务剥离产生投资收益影响导致高基数所致，扣非归母净利润0.52亿元，同比+242.48%，主因化妆品业务利润增加以及23Q1地产业务亏损影响所致。

图表5:历年来公司营业收入及其同比增速情况



图表6:历年来公司归母净利润及其同比增速情况

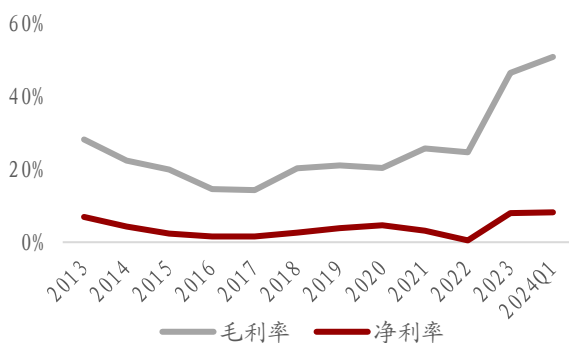


资料来源：同花顺iFinD、万联证券研究所

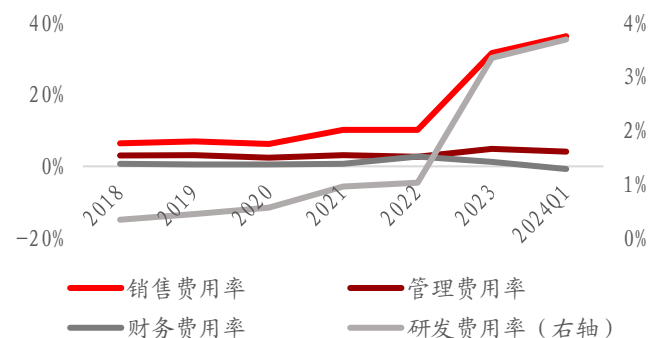
资料来源：同花顺iFinD、万联证券研究所

地产业务剥离拉升2023年利润率，医药化妆品推广致公司销售费用提升。利润率方面，公司毛利率呈现U型变化趋势，2023年公司剥离地产业务，毛利率与净利率分别提升至46.49%/8.00%。费用率方面，近年来由于医药与化妆品品牌宣传、产品推广费等增加，致使公司销售费用率提升。2023年由于剥离地产业务导致总体收入下降，因此销售费用率大幅跳升至31.59%；此外，公司近年来研发费用率亦持续上升，从2018年的0.34%上升至2023年的3.35%，管理费用率和财务费用率较为稳定。

图表7:历年来公司毛利率和净利率情况



图表8:历年来公司销售/管理/财务/研发费用率情况

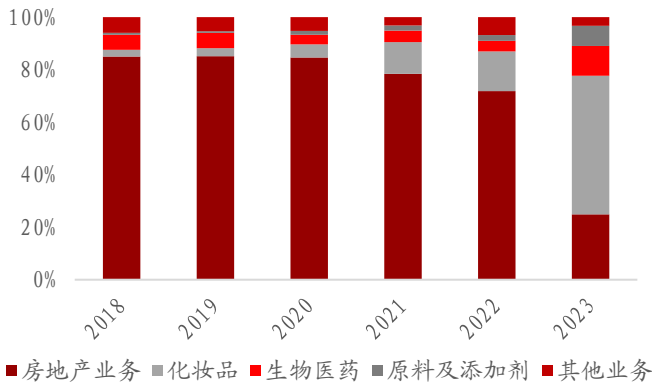


资料来源：同花顺iFinD、万联证券研究所

资料来源：同花顺iFinD、万联证券研究所

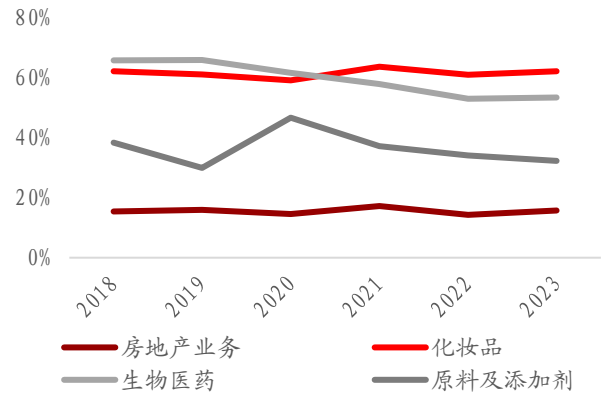
分产品：高毛利的化妆品、生物医药业务营收占比提升。自2015年以来，公司一直谋求向大健康产业转型，近年来房地产业务收入占比下降，并在2023年分两批次完成剥离；化妆品业务的营收占比上升，从2018年的2.5%上升至2023的52.76%。毛利率方面，2018年-2023年，房地产业务的毛利率在公司所有业务中最低，生物医药、化妆品毛利率领先。公司战略剥离房地产业务，聚焦高成长、高附加值的大健康业务，有助于提高整体毛利率，增强盈利能力。

图表9:营业收入分产品占比情况



资料来源：同花顺iFinD、万联证券研究所

图表10:2018-2023年各产品毛利率情况



资料来源：同花顺iFinD、万联证券研究所

2 化妆品业务：品牌战略升级为“5+N”，布局“生美+医美”新生态

品牌发展战略升级，形成“生美+医美”双美新生态。公司化妆品业务主要通过福瑞达生物股份公司开展，目前旗下有颐莲、瑗尔博士、善颜、伊帕尔汗、UMT、诠润、贝润等多个不同定位的品牌，专注于玻尿酸保湿修护、微生态护肤、精准护肤、以油养肤等科技护肤赛道，以科技研发为先导，先后推出硅烷化玻尿酸、褐藻等专利成分，构筑了品牌和技术壁垒。2023年，公司推出医学美容品牌“珂谧KeyC”，切入胶原蛋白医学美容赛道，品牌发展战略从“4+N”升级为“5+N”，由单一美妆主业升级为“生美+医美”双美新生态。

- **颐莲：**聚焦“玻尿酸保湿修护”心智，在稳守喷雾市场占有率基础上，提升以面霜为代表的第二梯队产品销售占比，继续聚焦“中国高保湿”话题内容破圈，以兴趣化内容夯实品牌定位。
- **瑗尔博士：**主打微生态护肤，坚持在微生态护肤领域探索，其爆款产品包括益生菌面膜、氨基酸洗面奶、益生菌水乳和前导精华。
- **善颜：**定位高端护肤，致力于实现皮肤精细化管理。善颜研发了舒颜、润颜、清颜、娇颜、塑颜、亮颜6大系列产品，代表单品包括塑颜精华液、舒颜益肌微精水、透明质酸钠液态饮和舒颜多效修护精华蜜。
- **伊帕尔汗：**以天然香料为核心，聚焦薰衣草精油科学养肤。伊帕尔汗推出的主要产品有薰衣草精油、薰衣草面膜、薰衣草菁萃清肌水和玫瑰精油等。
- **UMT：**主推养肤底妆概念，推出持妆粉底液、双拼粉饼、养肤隔离乳等产品。
- **诠润：**专注弱敏肌护理，主推产品包括透明质酸钠面膜，B5保湿精华等。
- **珂谧：**专注轻医美围术期，创造第二生长曲线，以“小而美”打好“双美”新生

态发展基础，推出重组胶原蛋白修护系列面膜、面霜、精粹水、精华液等。

图表11:公司化妆品板块品牌矩阵

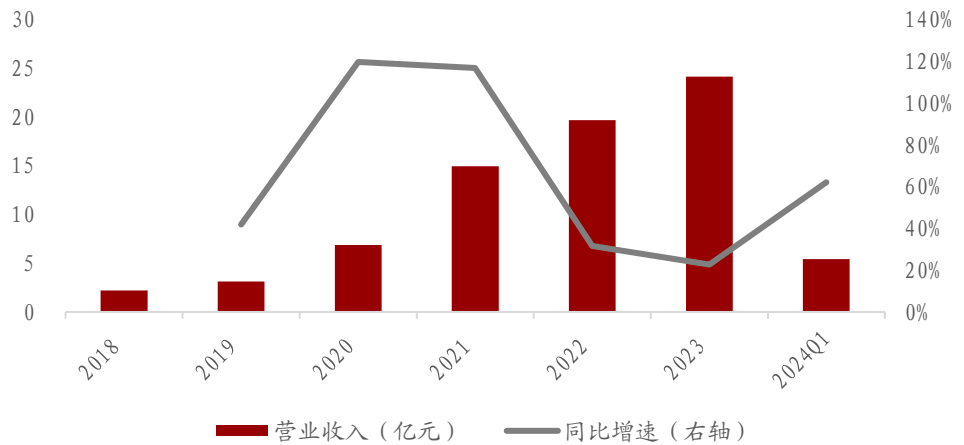
类型	品牌	品牌定位	主要产品及定价			
生活美容	颐莲	专研玻尿酸护肤	 玻尿酸补水喷雾 79元/300ml	 玻尿酸焕亮精华 188元/30g	 玻尿酸嘭润水 79元/150ml	 玻尿酸原液面膜 89元/10片
生活美容	媛尔博士	微生态护肤	 益生菌面膜 89元/10片	 氨基酸洗面奶 63元/120ml	 益生菌水乳 208元/250ml	 摇醒精华油 308元/30ml
生活美容	善颜	高端精准护肤	 塑颜精华液 799元/30支	 塑颜御时菁萃日晚霜 1359元/50g	 透明质酸钠饮品 208元/500ml	 舒颜多效修护精华蜜 208元/30ml
生活美容	伊帕尔汗	薰衣草精油科学养肤	 薰衣草精油 129元/10ml	 玫瑰精油 658元/10ml	 薰衣草面膜 199元/30g	 薰衣草清肤水 109元/120ml
生活美容	UMT	分肤专研·养肤底妆	 持妆粉底液 188元/30g	 植萃冻干精华散粉 59元/7g	 抗皱紧致素颜面霜 198元/30g	 粉底气垫霜 188元/10g
生活美容	诠润	专注弱敏肌肤健康护理	 透明质酸钠面膜 79元/220g	 B5保湿修护精华 108元/110g	 皮脂膜神经酰胺面霜 79元/100ml	 焕颜调理精华露 138元/110ml
医学美容	珂滋	专业愈护，械妆同效，胶原美塑年轻化	 重组胶原蛋白修护面膜 118元/5片	 重组胶原蛋白精华 59元/5支	 重组胶原蛋白面霜 359元/50g	 重组胶原蛋白精粹水 149元/140ml

资料来源：天猫旗舰店、公司公告、万联证券研究所

注：数据取自2024年4月28日

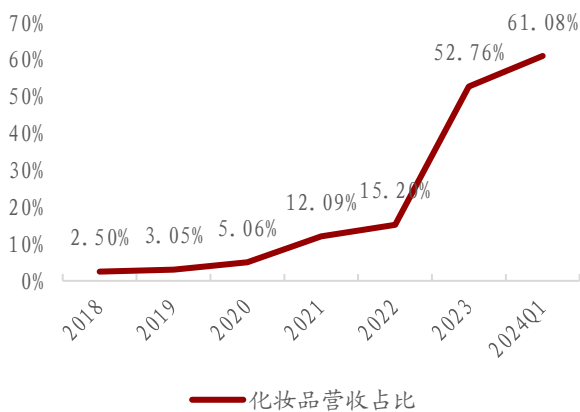
化妆品板块收入占比持续提高。2018-2023年公司化妆品营收规模不断扩大，CAGR达到61.35%，2021年后虽增速放缓，但占比持续提高。2023年化妆品营收规模达到24.16亿元，同比增长22.71%。化妆品收入占比持续增加，由2018年的2.50%增长到2023年的52.76%。毛利率方面，近年来较为稳定，维持在60%左右。2024Q1，公司化妆品板块营业收入为5.44亿元，同比+15.12%，毛利率为62.19%。

图表12:化妆品板块营业收入及同比



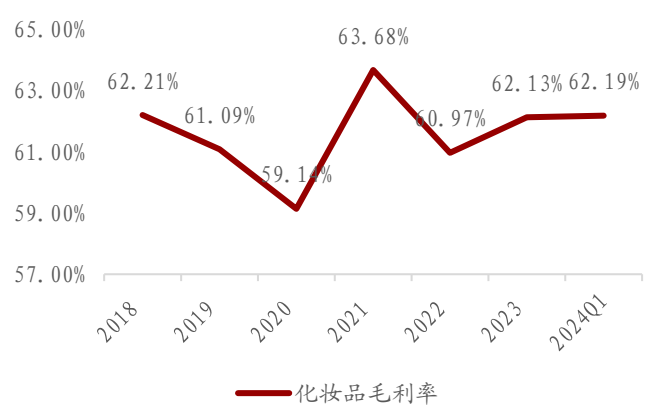
资料来源: 同花顺iFind、公司公告、万联证券研究所

图表13:化妆品营业收入占比



资料来源: 同花顺iFind、公司公告、万联证券研究所

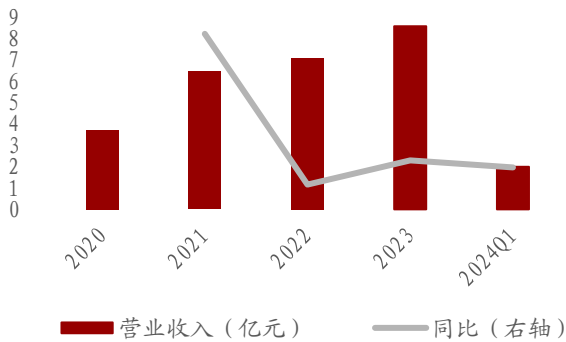
图表14:化妆品毛利率



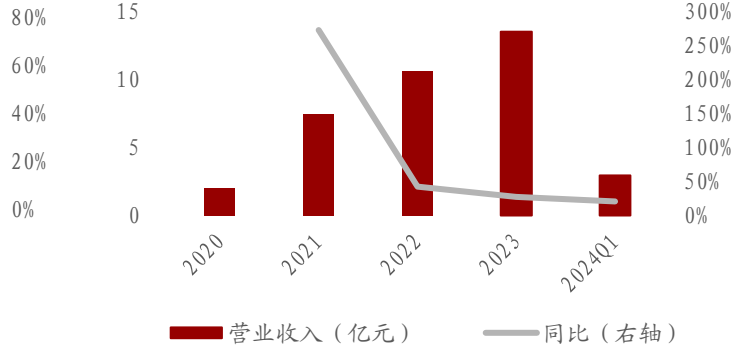
资料来源: 同花顺iFind、公司公告、万联证券研究所

营销: 在多个行业论坛发声提升影响力, 旗舰品牌收入增长亮眼。2023年, 公司举办重组胶原蛋白技术峰会、第四届皮肤微生态大会等, 在中国玻尿酸大会等行业论坛发声, 参加中国国际化妆品原料大会等多个国内外展会, 行业影响力不断扩大。此外, 公司旗舰品牌颐莲、瑗尔博士营收亮眼, 爆品驱动战略推动品牌势能持续放大。其中, **颐莲品牌**2023年实现营收8.57亿元, 同比增长20.35%, 2024Q1实现营收2亿元, 同比增长17.45%, 完成从玻尿酸大厂到中国高保湿心智切换, 未来将继续聚焦“玻尿酸保湿修护”心智, 打好“喷雾阻击战”“面霜攻击战”“心智持久战”三大战役, 在稳守喷雾市场占有率基础上, 提升以面霜为代表的第二梯队产品销售占比, 继续聚焦“中国高保湿”话题内容破圈, 以兴趣化内容夯实品牌定位。此外, 依托“微生态护肤”理念, **瑗尔博士**营收持续增加, 2022年、2023年瑗尔博士营收均超过10亿元, 分别同比+42.25%、+27.33%。2024Q1瑗尔博士品牌实现收入2.94亿元, 同比+20.63%。未来瑗尔博士品牌将持续占位微生态科学护肤赛道, 进一步完善产品线, 闪充、益生菌系列两大产品线全面升级, 摇醒系列、清肌控油系列扩充品类, 新增防晒系列新品及渠道定制品。借助“微生态+”, 深耕多产品线运营, 益生菌系列巩固破圈, 打造微晶水超级大单品, 以摇醒精华触达新人群。

图表15:颐莲营业收入及同比



图表16:瓊尔博士营业收入及同比

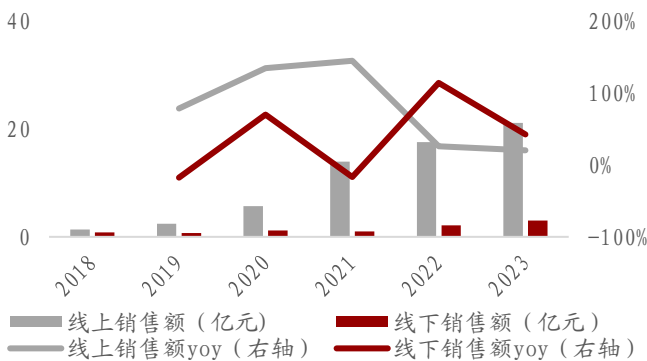


资料来源:公司公告、万联证券研究所

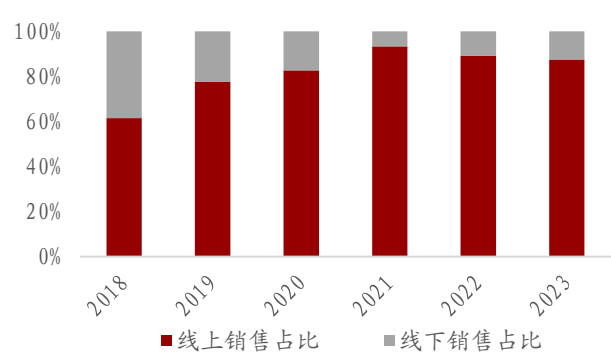
资料来源:公司公告、万联证券研究所

渠道: 线上线下渠道全面布局, 线上渠道为主, 线下为辅。公司的化妆品业务目前已建立起线上+线下全渠道销售网络。(1) 线上销售方面, 公司积极拓展电商以及社交媒体等新型零售渠道, 在天猫、淘宝、京东、有赞等电商平台开设多家旗舰店, 并与抖音、快手、微信、微博、小红书等新型短视频及社交平台进行深度合作。(2) 线下销售方面, 公司主要依靠化妆品专卖店、商超渠道和经销商渠道, 目前已入驻屈臣氏、银泰百货等传统商超, KKV、调色师等新零售渠道, 以及化妆品连锁专营店等渠道。2023年, 公司化妆品业务线上/线下收入占比分别为87.50%/12.50%, 化妆品经销/直销业务收入占比分别为24.43%/75.57%。

图表17:化妆品业务线上/线下收入情况



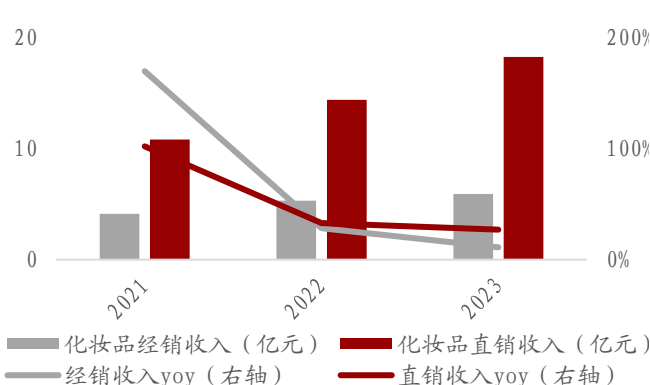
图表18:化妆品业务线上/线下收入占比情况



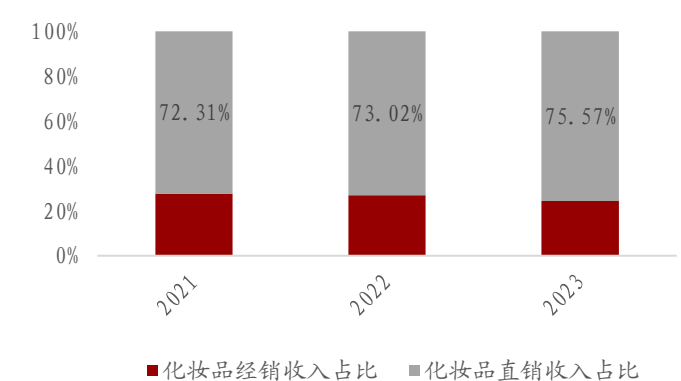
资料来源:公司公告、万联证券研究所

资料来源:公司公告、万联证券研究所

图表19:化妆品业务经销/直销收入情况



图表20:化妆品业务经销/直销收入占比情况



资料来源:公司公告、万联证券研究所

资料来源:公司公告、万联证券研究所

3 原料业务：业务发展稳健，积极开拓多领域的应用

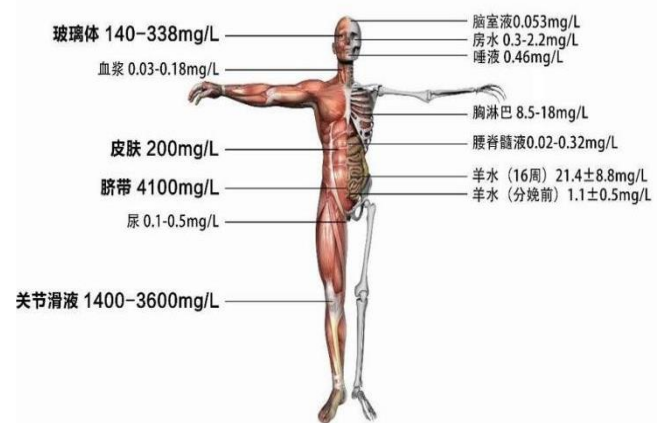
3.1 透明质酸行业：市场增速快，行业集中度高

透明质酸又称玻尿酸，是一种由N-乙酰氨基葡萄糖和D-葡萄糖醛酸为结构单元的天然高分子粘多糖，广泛存在于脊椎动物结缔组织和体液中。透明质酸具有良好的保水性、润滑性、黏弹性、生物降解性及生物相容性等理化性能和生物功能，在医疗、化妆品及功能性食品领域应用广泛。透明质酸作为构成细胞间和细胞外基质的主要成分，广泛存在于人体的关节腔、皮肤等组织中，是人体中不可缺少的重要物质。

图表21:透明质酸应用领域图示



图表22:透明质酸在机体中的分布



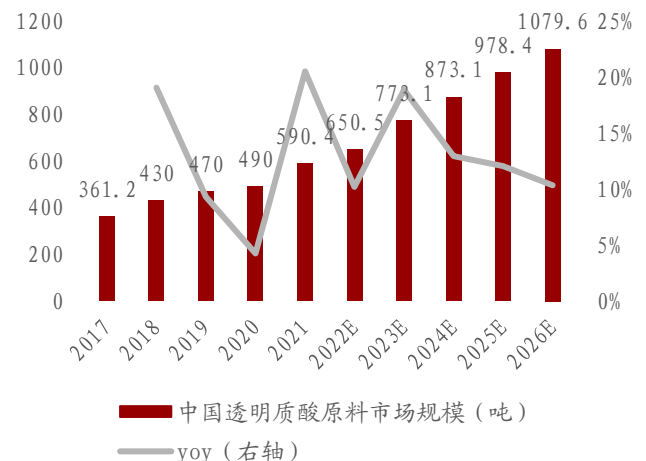
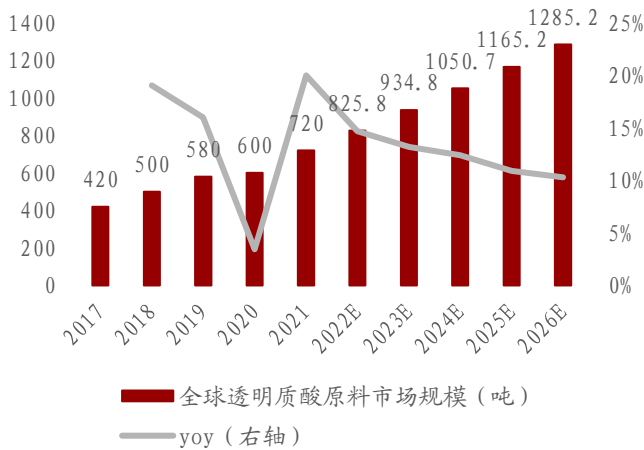
资料来源：华熙生物招股说明书、万联证券研究所

资料来源：华熙生物招股说明书、万联证券研究所

全球透明质酸原料市场销量快速增长，中国为第一大消费市场。根据Frost & Sullivan发布的《2021全球及中国透明质酸（HA）行业市场研究报告》数据显示，2021年全球透明质酸原料市场销量达720吨，2017-2021年CAGR为14.42%，预计未来将保持快速增长。2021年中国透明质酸原料市场销量达590.4吨，2017-2021年为CAGR11.56%，预计2021-2026年的增长与全球市场增速基本一致。从占比来看，2017-2021年，中国市场的透明质酸销量占全球市场的81%-91%，为全球第一大透明质酸消费市场。

图表23:2017-2026 全球透明质酸原料市场规模及增长率

图表24:2017-2026 中国透明质酸原料市场规模及增长率

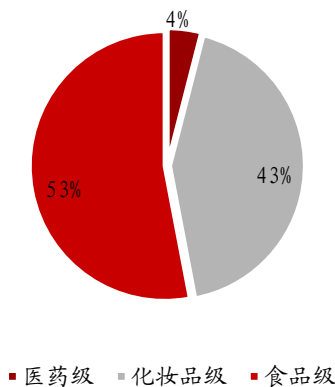


资料来源：Frost & Sullivan《2021全球及中国透明质酸（HA）行业市场研究报告》、万联证券研究所

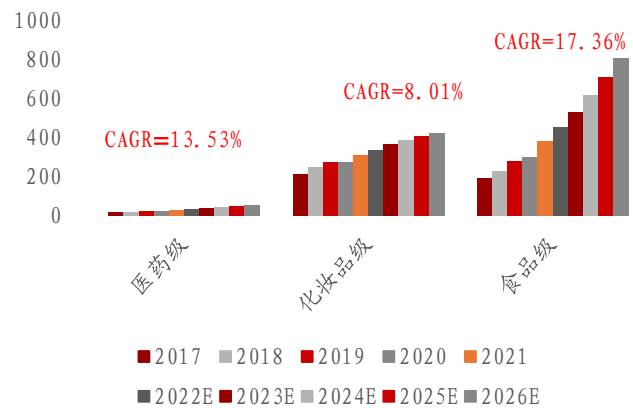
资料来源：Frost & Sullivan《2021全球及中国透明质酸（HA）行业市场研究报告》、万联证券研究所

全球透明质酸原料销量结构较为稳定，食品级透明质酸原料占比持续扩大。根据Frost & Sullivan《2021全球及中国透明质酸（HA）行业市场研究报告》的数据，2021年医药级/化妆品级/食品级透明质酸原料市场占比（按销售量）约为4%/43%/53%，预计2026年医药级/化妆品级/食品级透明质酸原料市场占比（按销售量）为4%/33%/63%，食品级原料市场的占比持续扩大，医药级原料市场占比基本保持不变。从各原料销量增速来看，2017-2021年医药级/化妆品级/食品级透明质酸原料市场CAGR约为15.12%/9.94%/18.78%。2020年受疫情影响各类原料销售增速均有所下降，随后几年预计食品级原料将有大幅增长，2022-2026年CAGR达15.55%成为增速最大的透明质酸原料品类。

图表25:2021年透明质酸原料市场占比（按销售量）



图表26:2017-2026E 全球各类原料销量预计保持高增速（吨）

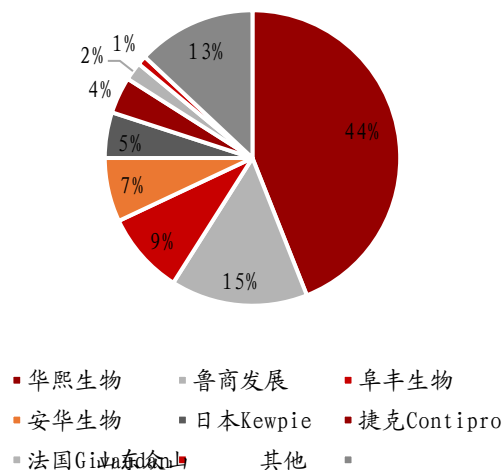


资料来源: Frost & Sullivan《2021全球及中国透明质酸（HA）行业市场研究报告》、万联证券研究所

资料来源: Frost & Sullivan《2021全球及中国透明质酸（HA）行业市场研究报告》、万联证券研究所

全球透明质酸原料市场集中度高，中国龙头企业占据全球领先地位。根据Frost& Sullivan《2021全球及中国透明质酸（HA）行业市场研究报告》的数据显示，中国透明质酸销量占全球总销量的八成以上，销量前四均为中国企业，四家企业总市占率高达75%。其中，华熙生物2021年以44%的市占率保持世界第一，紧接着为福瑞达、阜丰生物、安华生物，市占率分别为15%、9%、7%。

图表27:2021年全球透明质酸原料市场竞争格局

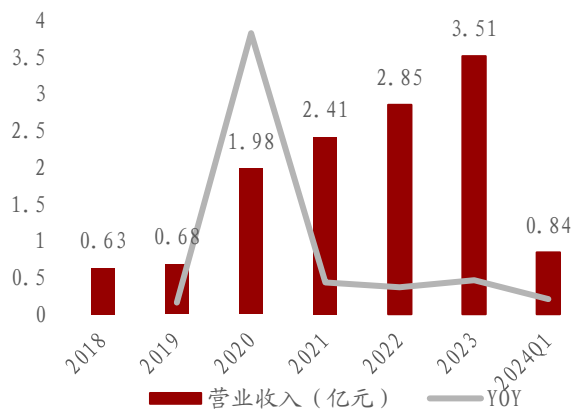


资料来源: Frost & Sullivan《2021全球及中国透明质酸（HA）行业市场研究报告》、万联证券研究所

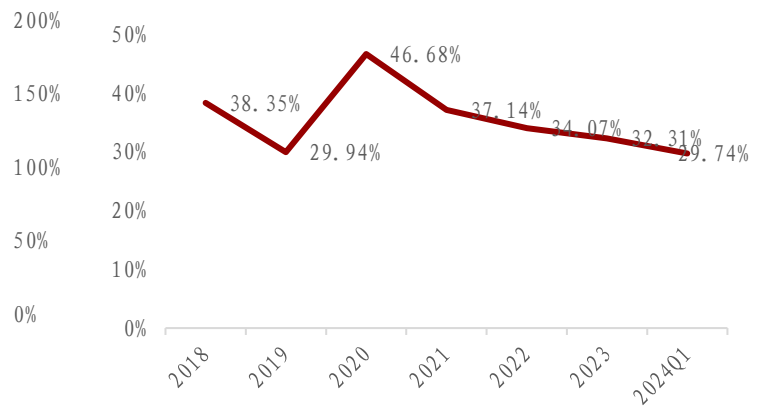
3.2 原料业务发展稳健，收购焦点生物扩大市占率

公司原料业务发展稳健，收购焦点生物后产能扩大。公司2018-2023年原料业务收入CAGR为40.99%，受益于收购焦点生物后透明质酸产能释放，2020年收入高增。2023年，公司原料业务收入3.51亿元，同比增加23.16%，原料业务毛利率为32.31%，近年来原料业务毛利率基本维持在30%以上，盈利状况稳定。2024Q1，公司原料及添加剂板块营业收入为0.84亿元，同比+10.26%，毛利率为29.74%。

图表28:公司近年原料业务收入及增速



图表29:公司近年原料业务毛利率



资料来源: iFind、公司公告、万联证券研究所

资料来源: iFind、公司公告、万联证券研究所

公司原料及添加剂业务主要包括焦点福瑞达及福瑞达生物科技两个板块:

- **焦点福瑞达:** 主要开展透明质酸的研发、生产和销售。2019年底，公司收购焦点福瑞达（原名山东焦点生物科技股份有限公司）60.11%股权，进一步完善了健康产业上下游链条。焦点福瑞达是全球领先的透明质酸原料生产基地之一，集透明质酸研发、生产、销售为一体，在透明质酸行业产量及销量均名列前茅。通过开发透明质酸钠发酵高产技术，并自主开发高端植物氮源作为发酵原料，发酵产率 and 产品品质方面在行业保持领先水平，已成为全球70多个国家和地区的透明质酸钠产品供应商。焦点福瑞达现拥有透明质酸原料420吨/年的产能，目前拥有医药级、食品级、化妆品级透明质酸生产车间，外贸出口地区主要为东亚、北美、欧盟等。
- **福瑞达生物科技:** 主要开展生物防腐剂和化妆品原料的研发、生产和销售。食品添加剂方面，主要产品有纳他霉素、乳酸链球菌素和复配食品防腐剂等，其中纳他霉素市场占有率在40%以上。化妆品功效原料方面，主要产品有聚谷氨酸、普鲁兰多糖、依克多因等。

图表30:原料业务产品线及产品

类别	产品
透明质酸原料	化妆品级 Hyaskin® 化妆品级透明质酸钠、5M Hyaskin® 多重玻尿酸精华液、Hyaoligo® 超低分子透明质酸钠、Hyrinse® 透明质酸溶液
	食品级 Hyafood 透明质酸钠
	医药级 SH-MDE、SH-MDI、药用辅料级玻璃酸钠、滴眼液酸钠
其他原料	化妆品原料 聚谷氨酸钠、玻瑞因、依克多因、明颜净痘植粹

健康原料	γ-氨基丁酸、酸枣仁粉（提取物）、金银花粉（提取物）
食品添加剂	纳他霉素、乳酸链球菌素、普鲁兰多糖

资料来源：公司公告，万联证券研究所

截至到2023年，焦点福瑞达透明质酸产能达到420吨/年，仅次于华熙生物的770吨/年，为全球第二大透明质酸供应商。焦点福瑞达原产能120吨/年，2019年11月其全资子公司焦点生物医药有限公司投资新建成一条产能300吨/年的生产线。2019-2022年焦点福瑞达在拥有食品级和化妆品级透明质酸420吨/年产能的基础上，不断推进医药级产品的资质认证和应用研究工作。目前年产520吨医用级透明质酸钠及其衍生物项目正在建设中，项目投产后，透明质酸产能将快速提升。

图表31:透明质酸产能对比

	福瑞达	华熙生物
现有产能	420 吨/年	770 吨/年
在建产能	520 吨/年	在建无菌 HA 生产线

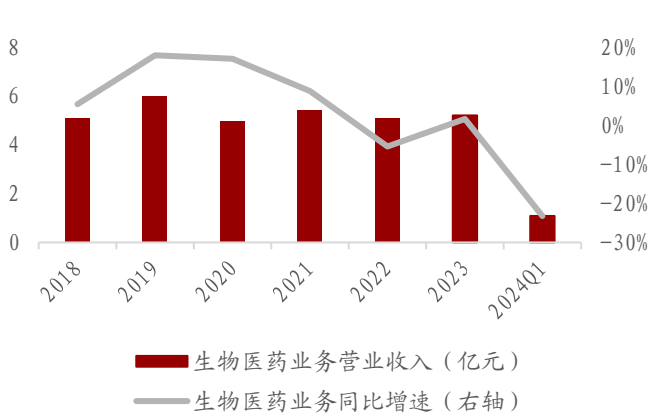
资料来源：各公司公告，万联证券研究所

积极参加行业展会强化品牌，调整产品结构提升毛利率。品牌方面，2024Q1，公司成功举办2024PCHI企业卫星会（中国国际化妆品个人及家庭护理用品原料展览会），以专业视角推介透明质酸、功效型植物原料等产品，联合参加 2024FIC 展（中国国际食品添加剂和配料展览会），全方位展示在“口服美容、食品保鲜、药食同源”食品原料领域。销售方面，焦点福瑞达积极调整销售战略，调整销售产品结构，提升毛利较高的化妆品级透明质酸销售占比，积极开发原料药业务海外市场，并通过抖音、快手等平台提升口服产品销量。另外，公司推进原料板块一体化销售，整体亮相食品添加剂配料展，并拓展透明质酸在医美、纸巾、洗护等领域的应用。

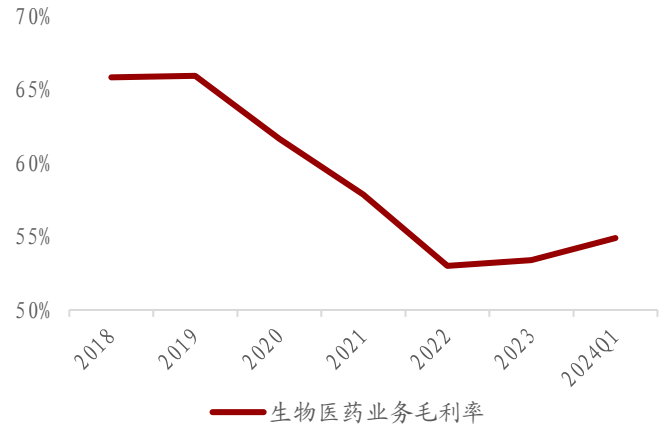
4 医药业务：多领域布局，线上+线下全渠道模式

医药板块旗下拥有多个知名品牌，未来将继续探索医药电商新模式。公司涵盖中药及化药制剂（明仁福瑞达）、生化药品（博士伦福瑞达）及销售团队（医药事业部），拥有施沛特、颈痛颗粒、小儿解感颗粒等多个知名品牌。公司生物医药板块业务收入从2018年5.08亿元增长到2023年5.20亿元，CAGR为0.47%。受疫情影响，2022年医药板块收入有所下滑，同比-5.44%；2023年，公司持续拓展医院、基层医疗机构、连锁药店等销售渠道，并通过线上渠道拓展医药新零售业务模式，扩大功能性食品布局，完成18款新品上市，搭建药品CDMO（中试及生产转化）平台，引进合作项目8项。渠道方面，医院渠道重点“保份额”，施沛特开拓未带量采购区域、已入院未上量医院、三终端及院外药店市场，探索医院销售新模式；药店渠道重点“做增量”，聚焦大品种销售，以大品种带小品种，通过深化供应链管理降低成本；线上渠道“做突破”，围绕互联网销售快速增长的骨科、皮肤科等品类，整合内外部产品资源，探索专科大药房的医药电商新模式。2024Q1，公司医药板块营业收入为1.09亿元，同比-23.25%，收入下滑主因23Q1应急保供品导致基数较高以及24Q1业务调整，随着业务调整的落地，未来医药业务有望恢复稳健增长。

图表32:生物医药业务收入及同比增速



图表33:生物医药业务毛利率



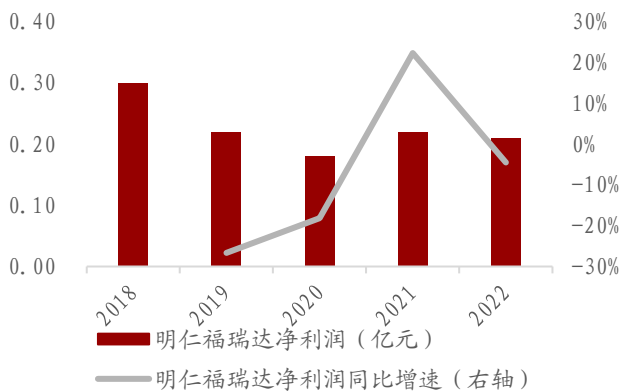
资料来源:公司公告, 万联证券研究所

资料来源:公司公告, 万联证券研究所

► 明仁福瑞达: 专注中药研发, 产品品类丰富, 营销渠道强劲

专注中药研发, 产品质量突出。公司旗下的明仁福瑞达致力于中成药、化学药、保健食品的研发、生产和销售, 产品涵盖骨科、妇科、内科、眼科、儿科五大领域, 拥有明仁、维固康、小明仁、力虎四大品牌。其中, 明仁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, 连续两年被评为“品质鲁药”, 入选山东省制造业单项冠军产品; 小儿解感颗粒用于治疗儿童风热感冒, 拥有多项核心发明专利技术。

图表34:明仁福瑞达净利润及同比增速



图表35:明仁福瑞达主要产品



资料来源:公司公告, 万联证券研究所

资料来源:公司官网, 万联证券研究所

药品产能充足, 产品布局多元。公司位于山东福瑞达医药产业园区, 占地280余亩, 拥有前处理车间、提取车间、口服固体车间、外用制剂车间、口服液车间、包装车间等, 且通过了国家新版药品GMP认证、保健食品GMP认证。每年可生产颗粒剂1亿袋、胶囊剂20亿粒、片剂20亿片、口服液2500万支、软膏剂和凝胶剂5000万支、膏药500万贴。公司现有20个独家产品, 101个产品文号, 8个大剂型, 产品涵盖了骨科、呼吸科、儿科、妇科、内科、皮肤科、眼科、心血管科等多个领域。

图表36:明仁福瑞达主要药品

产品类目	药品名称	保健功能/功能主治
骨科	维固康牌维固欣胶囊	增加骨密度。
	明仁®颈痛颗粒	活血化瘀、行气止痛。用于神经根型颈椎病属血瘀气滞、脉络闭阻证。

感冒	小明仁®小儿解感颗粒	清热解表，消炎止咳。用于感冒发烧，头痛鼻塞，咳嗽喷嚏，咽喉肿痛。
	明仁®四季感冒胶囊	清热解表。用于四季风寒感冒引起的发热头痛，鼻流清涕，咳嗽口干，咽喉疼痛，恶心厌食。
外用膏药	力虎®麝香壮骨膏	镇痛，消炎。用于风湿痛，关节痛，腰痛，神经痛，肌肉酸痛，扭伤，挫伤。
	力虎®关节止痛膏	活血散瘀，温经镇痛。用于寒湿瘀阻经络所致风湿关节痛及关节扭伤。
降糖脑血栓	明仁®盐酸二甲双胍缓释片	适用于单用饮食和运动治疗不能获良好控制的2型糖尿病患者，本品可单独用药，也可与磺酰脲类或胰岛素合用。
	明仁®平渴颗粒	益气养阴，清热生津。用于气阴两虚证糖尿病的辅助治疗，可改善口渴多饮，多食易饥，尿频量多，倦怠乏力等症状。
妇科	明仁®盆炎净片	清热利湿，和血通络，调经止带。用于湿热下注，白带过多。
	明仁®更年期灵片	温肾益阴，调补阴阳。用于妇女更年期综合症属阴阳两虚者。
补益	明仁®雪莲归芪口服液	滋阴助阳，补气养血。适用于阴阳两虚、气血亏损所致的神疲体倦，头晕目眩，腰膝酸软，心悸气短，健忘失眠。
	明仁®杞菊地黄口服液	滋肾养肝。用于肝肾阴亏的眩晕、耳鸣、目涩畏光、视物昏花。

资料来源：公司官网，万联证券研究所

代理经销和自主招商并行，销售网络遍布全国。在销售战略上，公司采用下属公司代理经销和自主招商两种渠道。公司凭借遍布全国的销售网络，一方面，凭借经销商渠道将产品销往全国各地医院、药店及基层医药机构等医疗服务终端，另一方面，公司产品进行全国招商，布局多渠道市场拓展。目前公司已在全国各大城市设置业务办事处，销售网络遍布全国近百个重点城市，并通过近600家经销商覆盖了1000多家医院，1000多家连锁药店，7000多家基层医疗机构，2万多家终端门店。

图表37:明仁福瑞达营销网络



资料来源：公司官网，万联证券研究所

➤ **博士伦福瑞达：玻璃酸钠产品专家，发力眼科、骨科治疗**

公司参股的博士伦福瑞达致力于生物技术产品和生化药品的研究开发、生产和销售，产品涵盖眼科、骨科、皮肤科等领域，玻璃酸钠系列产品的研究及应用技术达到国际先进水平，眼科产品“润舒”“润洁”及骨关节炎治疗用药“施沛特”为国内知名品牌。

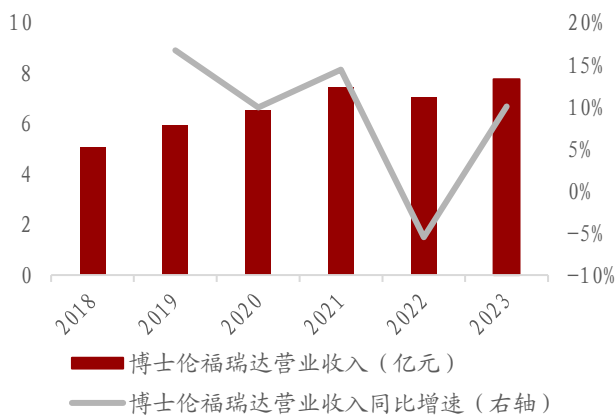
图表38:博士伦福瑞达主要产品



资料来源: 公司官网, 万联证券研究所

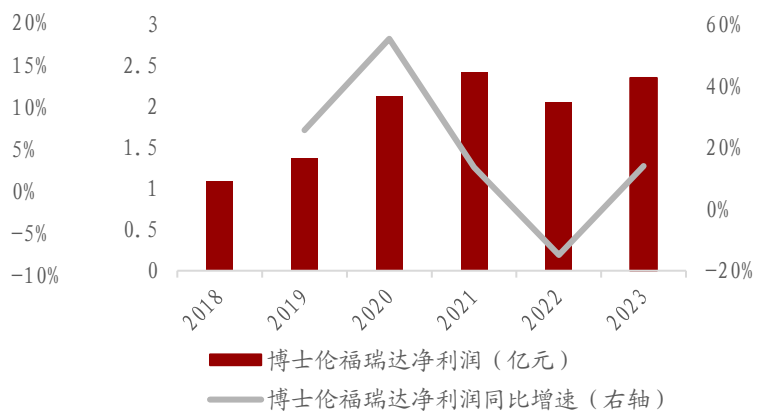
润舒、润洁、施沛特三大品牌齐发力, 助力公司营收稳步增长。2018-2023年, 博士伦福瑞达营业收入由5.08亿元上升到7.76亿元, CAGR达8.84%, 同期净利润由1.09亿元上升至2.35亿元, CAGR高达16.61%。2022年受疫情影响, 公司营收和净利润分别为7.05亿元和2.06亿元, 同比减少5.50%和14.88%, 2023年营收与净利润双回升。

图表39:博士伦福瑞达收入及同比增速



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

图表40:博士伦福瑞达净利润及同比增速



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

5 盈利预测

我们将公司收入按照主营业务分拆为化妆品、医药、原料及添加剂、其他业务(包含物业、其他等)。

化妆品: 2023年公司剥离房地产业务后, 化妆品成为公司的主要业务, 2023年营收占比超过50%。目前化妆品板块聚焦颐莲和瓊尔博士两大主营产品, 两大品牌用户心智成熟, 近年来业绩增长亮眼。其中, 颐莲品牌专注“玻尿酸保湿护肤”, 瓊尔博士品牌升级闪充水乳, 并不断提升摇醒精华、闪充品线等高毛利产品销售占比, 毛利率有望进一步提升。预计公司2024-2026年化妆品业务收入分别同比+18%/+18%/+16%, 毛利率逐步提升。

医药: 公司医药板块旗下拥有施沛特、颈痛颗粒、小儿解感颗粒等多个知名品牌。2024Q1, 公司医药板块营业收入同比-23.25%, 主因23Q1应急保供品导致基数较高以及24Q1业务调整, 随着医药业务逐步打通线上产品链路以及业务调整结束, 预计2024-2026年公司医药业务收入分别同比-15%/+10%/+8%, 毛利率维持在50%以上水平。

原料及添加剂: 公司原料业务发展稳健, 收购焦点生物后产能扩大。近期公司积极调整焦点福瑞达的销售战略, 提升毛利较高的化妆品级透明质酸销售占比, 开拓海外市

场，并拓展透明质酸在医美、纸中、洗护等领域的应用。预计2024-2026年，原料及添加剂收入分别同比+15%/+15%/+15%。

图表41:收入拆分及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营收(百万元)	12951.44	4578.75	4342.23	4992.39	5673.04
yoy	4.76%	-64.65%	-5.17%	14.97%	13.63%
化妆品					
收入(百万元)	1968.58	2415.69	2850.52	3363.61	3901.79
yoy	31.68%	22.71%	18.00%	18.00%	16.00%
收入占比	15.20%	52.76%	65.65%	67.37%	68.78%
医药					
收入(百万元)	511.41	519.66	441.71	485.89	524.76
yoy	-5.44%	1.61%	-15.00%	10.00%	8.00%
收入占比	3.95%	11.35%	10.17%	9.73%	9.25%
原料及添加剂					
收入(百万元)	285.20	351.24	403.93	464.52	534.19
yoy	18.33%	23.16%	15.00%	15.00%	15.00%
收入占比	2.20%	7.67%	9.30%	9.30%	9.42%
其他(包括物业等)					
收入(百万元)	10186.26	1292.15	646.07	678.38	712.30
yoy	0.99%	-87.31%	-50.00%	5.00%	5.00%
收入占比	78.65%	28.22%	14.88%	13.59%	12.56%

资料来源:公司公告,万联证券研究所

6 投资建议

公司聚焦大健康产业,化妆品业务品牌战略升级为“5+N”,主力品牌颐莲和瑗尔博士收入保持增长亮眼,2023年推出新品牌切入胶原蛋白医美赛道;原料业务调整销售战略,积极开拓海外市场和多领域的应用,未来有望继续保持稳健增长;医药业务随着线上产品链路打通和未来业务调整的结束,有望重回向上通道。我们预计,公司2024-2026年EPS分别为0.34/0.42/0.52元/股,对应2024年6月17日股价的PE分别为22/18/15倍,首次覆盖给予“增持”评级。

图表42:可比公司估值表

		收盘价(元/股)			EPS			PE			
		2024/6/17	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
688363.SH	华熙生物	59.49	1.72	2.13	2.57	34.66	27.94	23.13			
603605.SH	珀莱雅	105.89	3.83	4.70	5.76	27.66	22.55	18.39			
300957.SZ	贝泰妮	50.65	2.57	3.18	3.75	19.71	15.92	13.51			
603983.SH	丸美股份	29.62	0.94	1.19	1.46	31.37	24.82	20.25			
600315.SH	上海家化	18.93	0.91	1.07	1.22	20.77	17.74	15.47			
行业平均						26.83	21.79	18.15			
600223.SH	福瑞达	7.52	0.34		0.52	22.03	18.01	14.50			

资料来源: iFind、万联证券研究所

注: 福瑞达EPS取自我们团队预测,其余公司EPS采用同花顺一致预测,PE为2024年6月17日收盘价除以一致预测的EPS所得出

7 风险因素

宏观经济恢复不及预期风险、行业竞争加剧风险、渠道拓展不达预期风险、品牌品类拓展不达预期风险。

利润表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4579	4342	4992	5673
同比增速 (%)	-64.65	-5.17	14.97	13.63
营业成本	2450	2082	2355	2643
毛利	2129	2260	2638	3030
营业收入 (%)	46.49	52.05	52.84	53.41
税金及附加	36	36	40	45
营业收入 (%)	0.80	0.82	0.80	0.80
销售费用	1446	1555	1772	1986
营业收入 (%)	31.59	35.80	35.50	35.00
管理费用	223	239	270	301
营业收入 (%)	4.87	5.50	5.40	5.30
研发费用	153	161	180	199
营业收入 (%)	3.35	3.70	3.60	3.50
财务费用	57	0	0	0
营业收入 (%)	1.25	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-16	-10	-15	-20
信用减值损失	-30	-25	-48	-50
其他收益	39	37	41	45
投资收益	214	200	225	244
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	-1	1	1	1
营业利润	419	473	580	720
营业收入 (%)	9.16	10.89	11.62	12.69
营业外收支	-6	-1	-3	-3
利润总额	413	472	577	717
营业收入 (%)	9.02	10.86	11.56	12.63
所得税费用	47	54	65	81
净利润	366	418	512	635
营业收入 (%)	8.00	9.63	10.25	11.20
归属于母公司的净利润	303	347	425	527
同比增速 (%)	567.44	14.40	22.33	24.21
少数股东损益	63	71	87	108
EPS (元/股)	0.30	0.34	0.42	0.52

基本指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS	0.30	0.34	0.42	0.52
BVPS	3.95	4.17	4.43	4.74
PE	25.20	22.03	18.01	14.50
PEG	0.04	1.53	0.81	0.60
PB	1.90	1.80	1.70	1.58
EV/EBITDA	23.74	13.14	9.94	6.98
ROE	7.56%	8.18%	9.42%	10.93%
ROIC	3.53%	7.33%	8.59%	10.08%

资产负债表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1734	1176	1756	2631
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	523	457	471	476
存货	525	539	583	616
预付款项	52	52	54	53
合同资产	53	52	60	68
其他流动资产	3098	2456	2116	1600
流动资产合计	5984	4734	5040	5444
长期股权投资	139	159	169	174
固定资产	1055	1038	1020	1000
在建工程	131	141	151	161
无形资产	149	154	152	150
商誉	154	152	150	148
递延所得税资产	24	26	26	26
其他非流动资产	182	169	162	160
资产总计	7818	6573	6871	7263
短期借款	705	505	455	405
应付票据及应付账款	453	382	399	411
预收账款	0	0	0	0
合同负债	108	109	125	142
应付职工薪酬	96	94	94	106
应交税费	26	26	30	28
其他流动负债	1719	753	713	672
流动负债合计	2402	1364	1361	1359
长期借款	665	165	115	85
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	3	3	3	3
其他非流动负债	68	64	62	62
负债合计	3138	1595	1541	1509
归属于母公司的所有者权益	4015	4242	4506	4824
少数股东权益	665	736	823	931
股东权益	4680	4978	5330	5755
负债及股东权益	7818	6573	6871	7263

现金流量表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	474	896	689	993
投资	2687	-12	-8	-8
资本性支出	-207	-73	-66	-66
其他	194	204	228	247
投资活动现金流净额	2673	119	153	173
债权融资	434	-752	-2	0
股权融资	3	0	0	0
银行贷款增加 (减少)	-3115	-700	-100	-80
筹资成本	-516	-120	-160	-210
其他	97	-1	0	0
筹资活动现金流净额	-3097	-1573	-262	-290
现金净流量	49	-558	580	875

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场