

公司研究/首次覆盖

2020年09月23日

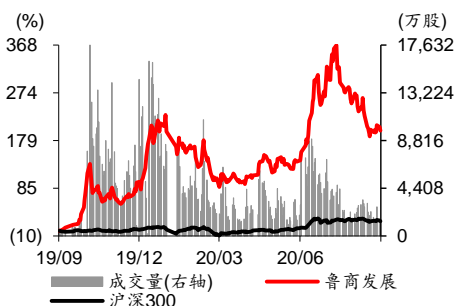
房地产/房地产开发 II

投资评级：增持（首次评级）

当前价格(元): 10.11  
目标价格(元): 13.85

**陈慎** SAC No. S0570519010002  
研究员 chenshen@htsc.com  
**孙丹阳** SAC No. S0570519010001  
研究员 021-28972038  
sundanyang@htsc.com  
**沈晓峰** SAC No. S0570516110001  
研究员 SFC No. BCG366  
021-28972088  
shenxiaofeng@htsc.com  
**林正衡** SAC No. S0570520090003  
研究员 021-28972087  
linzhengheng@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

## 布局玻尿酸产业链,转型大健康生态圈 鲁商发展(600223)

### 区域房企转型大健康生态圈, 发展可期, 增持评级

公司起步于区域地产业务, 18/19 年陆续收购福瑞达/焦点生物, 布局玻尿酸产业链, 逐步构建融合健康地产、生物医药、健康管理等的复合型健康产业生态圈, 股权激励有望释放国企活力。化妆品业务乘流量红利东风, 收入有望维持高增; 药品收入有望稳健增长; 地产业务土储充沛, 盈利能力有改善空间。预计 20-22 年 EPS0.35/0.53/0.76 元, 首次覆盖给予增持。

### 福瑞达: 以透明质酸为核心, 着力打造中国骨科药物、化妆品领导品牌

山东福瑞达集团成立于 1993 年, 以玻尿酸原料为核心从事药品/保健食品/玻尿酸高端化妆品等业务。18 年 12 月上市公司受让福瑞达 100% 股权, 积极向健康产业转型, 着力打造中国骨科药物、化妆品领导品牌。19 年福瑞达营收 10.4 亿元/yoy21.1%, 归母净利 0.9 亿元/yoy140.1%。19 年化妆品收入 3.13 亿/yoy+41.84%, 电商占比 78%, 拥有颐莲/善颜/瑗尔博士等品牌, 三者收入占比分别为 60%/30%/10%。化妆品流量红利有望延续, 小品牌迎来崛起机遇, 公司化妆品业务增量盈利贡献可期。药品业务 19 年收入 5.99 亿元/yoy17.90%, 骨科/眼科产品市场地位领先, 有望稳健发展。

### 焦点生物: 透明质酸原料龙头, 产能有望扩张

焦点生物是透明质酸原料龙头之一, 现已有化妆品级和食品级生产能力合计 420 吨/年, 接近满负荷生产。19H1 收入/净利润分别为 0.73/0.15 亿元。19 年 12 月, 鲁商发展公告拟以 2.58 亿现金收购焦点生物 60.11% 股权, 有助于完善透明质酸上游原料布局、扩充福瑞达原料供应来源(此前福瑞达原料主要源自华熙生物等外部采购)。焦点生物拟投资 5.1 亿元建设 520 吨/年的医药级透明质酸生产线, 第一期 260 吨建设周期为 2019 年 7 月至 2020 年 6 月(目前还在申报阶段), 若项目完全投产有望打开市场空间。

### 地产业务: 仍有发展潜力, 盈利有望改善

公司地产业务深耕山东市场, 土地储备充沛, 我们预计可售货值约 1600 亿元, 以 2020 年 200 亿元销售目标计算, 现有土地储备足以支撑 8 年。2020 年推货较为积极, 全年新开工目标 200 万平/yoy+11.06%; 销售金额目标 200 亿元/yoy+39.25%, 若实现将创下 2010 年以来的最高增速。截至 1H20, 已实现新开工面积 100.01 万平, 同比增长 7.35%; 销售面积 67.82 万平, 同比下滑 1.35%; 销售金额 71.67 亿元, 同比增长 3.00%。公司地产业务盈利能力有望在项目周转提速和激励机制变革的推动下平稳改善。

### 区域房企布局玻尿酸产业链, 转型大健康生态圈, 增持评级

我们预计 20-22 年公司 EPS 分别为 0.35/0.53/0.76 元, 因各板块发展差异较大, 采用分部估值法, 估算公司房地产/化妆品/药品/玻尿酸原料估值分别为 55/36/38/9.6 亿元, 合计总市值 139 亿元, 对应目标价 13.85 元, 首次覆盖给予增持评级。

风险提示: 国企改革进展较慢; 化妆品增速放缓; 地产业务大幅波动。

## 公司基本资料

总股本(百万股)	1,001
流通 A 股(百万股)	1,001
52 周内股价区间(元)	3.41-15.82
总市值(百万元)	10,120
总资产(百万元)	59,779
每股净资产(元)	2.87

资料来源: 公司公告

## 经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,821	10,289	12,655	15,219	19,589
+/-%	16.86	16.64	22.99	20.26	28.71
归属母公司净利润(百万元)	162.06	344.51	349.42	529.94	757.91
+/-%	53.81	112.58	1.42	51.66	43.02
EPS(元, 最新摊薄)	0.16	0.34	0.35	0.53	0.76
PE(倍)	62.44	29.37	28.96	19.10	13.35

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 正文目录

核心推荐逻辑 .....	4
山东房企转型布局大健康生态圈 .....	5
起步于山东房企，逐步构建健康产业生态圈 .....	5
山东国资委实控人，股权激励有望释放活力 .....	6
福瑞达：着力打造中国骨科药物、化妆品领导品牌 .....	7
18 年上市公司受让福瑞达 100% 股权 .....	7
化妆品：乘流量红利东风，有望高速增长 .....	9
品牌序列完善，化妆品业务高速增长 .....	9
发展空间较大，增量盈利贡献或可期 .....	10
药品：骨科/眼科双轮驱动，市场地位领先 .....	11
焦点生物：透明质酸原料龙头，产能有望扩张 .....	13
收购透明质酸原料龙头，完善上下游产业链 .....	13
透明质酸市场景气延续，医药有望成新亮点 .....	14
地产业务：仍有发展潜力，盈利有望改善 .....	16
深耕山东市场，土地储备充沛，销售规模有望稳步成长 .....	16
项目周转提速，激励机制变革，盈利能力有望改善 .....	17
物业管理和健康产业资源尚待挖掘 .....	17
投资建议：布局玻尿酸产业链，转型大健康生态圈，增持评级 .....	18
盈利预测 .....	18
分部估值 .....	19
风险提示 .....	21
PE/PB - Bands .....	21

## 图表目录

图表 1：公司发展历程 .....	5
图表 2：鲁商发展业务版图 .....	6
图表 3：鲁商发展股权结构 .....	6
图表 4：福瑞达医药集团发展历程 .....	7
图表 5：福瑞达历年营业收入及增速 .....	7
图表 6：福瑞达历年归母净利润及增速 .....	7
图表 7：山东福瑞达医药集团股权结构 .....	8
图表 8：福瑞达集团领导团队主要成员 .....	8
图表 9：福瑞达化妆品子品牌简介 .....	9
图表 10：颐莲淘系月度销售额 .....	9
图表 11：瑗尔博士淘系月度销售额 .....	9
图表 12：福瑞达化妆品销售渠道分布 .....	10

图表 13:	传统供应链模型.....	10
图表 14:	数字经济时代的新模型提升效率.....	10
图表 15:	中国历年终端销售额品牌 TOP5.....	11
图表 16:	2019 年中国不同收入体量的品牌数量.....	11
图表 17:	华熙生物功能性护肤品历年收入及毛利率.....	11
图表 18:	贝泰妮护肤品业务历年收入及毛利率.....	11
图表 19:	博士伦福瑞达历年财务数据.....	11
图表 20:	中国眼科治疗透明质酸产品市场规模.....	12
图表 21:	中国眼科手术透明质酸产品市场份额占比.....	12
图表 22:	中国用于治疗骨关节炎注射类药物市场规模.....	12
图表 23:	中国骨科治疗玻璃酸钠注射液市场份额占比.....	12
图表 24:	中国医药级透明质酸终端产品——眼科治疗类市场规模.....	12
图表 25:	中国医药级透明质酸终端产品——骨科治疗类市场规模.....	12
图表 26:	焦点生物发展历程.....	13
图表 27:	焦点生物财务数据.....	13
图表 28:	焦点生物新建产能情况.....	14
图表 29:	透明质酸产品分类.....	14
图表 30:	全球透明质酸原料市场销量.....	15
图表 31:	中国透明质酸原料市场销量.....	15
图表 32:	2018 年全球透明质酸原料市场竞争格局（按销量）.....	15
图表 33:	中国进出口医药级透明质酸原料销量对比.....	15
图表 34:	中国医药级透明质酸终端产品市场规模.....	15
图表 35:	公司拿地建面.....	16
图表 36:	公司拿地总价.....	16
图表 37:	公司销售面积和同比增长.....	16
图表 38:	公司销售金额和同比增长.....	16
图表 39:	公司房地产开发营收占比.....	17
图表 40:	公司房地产开发业务毛利率和归母净利率.....	17
图表 41:	公司分项业务收入预测（单位：百万元，特殊注明除外）.....	19
图表 42:	主流房企 NAV 折价情况（A 股上市单位为人民币，港股上市单位为港元）.....	20
图表 43:	可比公司估值对照表.....	20
图表 44:	公司分部估值.....	20
图表 45:	报告涉及公司一览表.....	21
图表 46:	鲁商发展历史 PE-Bands.....	21
图表 47:	鲁商发展历史 PB-Bands.....	21

## 核心推荐逻辑

公司起步于区域地产业务，18/19年陆续收购福瑞达/焦点生物，布局玻尿酸产业链，逐步构建融合健康地产、生物医药、健康管理等的复合型健康产业生态圈，股权激励有望释放国企活力。化妆品业务乘流量红利东风，收入有望维持高速增长；药品业务收入有望稳健增长；地产业务土储充沛，盈利能力有改善空间。

### 与市场不同的观点：

市场认为公司地产板块盈利能力表现不佳，形成拖累；地产、医药、化妆品业务协同不大；化妆品市场竞争激烈，公司福瑞达旗下“颐莲”、“善颜”、“瓊尔博士”等品牌竞争优势不够显著；焦点生物目前产能仅有化妆品和食品级，市场竞争力不足。我们认为：

**项目周转提速，激励机制变革，地产业务盈利能力有望改善。**截至2019年末，公司未结算土地储备达到1329.23万平，分布于10个城市（山东省内9城+哈尔滨）。我们预计公司可售货值达到1600亿元，凭借山东市场的充裕土储和深耕经验，销售金额有望延续稳健扩张态势。公司地产板块盈利能力表现不佳，一方面是盈利能力偏低的普通住宅营收占比提升压制毛利率，另一方面是周转和经营效率有待改善。2014年以来小体量项目增加有望推动周转提速，2018年推出股权激励计划，2019年建立项目跟投机制，并在济南神武、即墨蓝谷、临沂褚庄、烟台于家滩4个项目落地实施。公司房地产业务利润率相较行业平均水平有较大提升空间，有望在项目周转提速和激励机制变革的推动下平稳改善。

**打造生物医药和生态健康产业双轮驱动发展战略。**公司先后收购福瑞达医药集团和焦点生物后，确立了生物医药和生态健康产业双轮驱动发展战略。医药、化妆品、原料业务围绕玻尿酸建立上下游完整产业链，一体化协同有望不断彰显。地产业务方面，公司积极推进福瑞达国际颐养中心、鲁商知春湖等康养项目，公司医药康养产业有望不断发展。

**化妆品业务乘流量红利东风，有望高速增长。**社媒崛起带来的流量红利有望加速小品牌的裂变式增长。据福瑞达集团官网，其秉承“科技智慧打造肌肤生态美学”的企业愿景，已成为山东省研发、生产实力最强的化妆品生产企业，依托山东省药学院和山东省医药工业设计院两家省级科研院所，专业背书较强。福瑞达旗下颐莲、善颜、瓊尔博士等品牌差异化定位，覆盖不同群体；生产研发实力雄厚，福瑞达生物工程配有专业研发团队，自主生产研发，用制药标准做化妆品，产品质量有充分保障；化妆品团队人员已超300人，品牌运作经验有望不断积累；各品牌线上渠道为主，公司也在积极探索网红带货等新方式，发展空间较大。

**焦点生物作为透明质酸原料龙头，产能有望向医药级产品扩张。**焦点生物是国内透明质酸原料龙头之一，现阶段已有化妆品级和食品级生产能力合计420吨/年，上市公司于20年2月完成收购60.11%的股权。收购焦点生物有助于在福瑞达医药集团的基础上继续完善透明质酸上游产业链，扩大以透明质酸为核心的化妆品和骨科产品品牌优势。据曲阜市人民政府网站，焦点生物拟投资5.1亿元建设520吨/年的医药级透明质酸生产线（目前还在申报阶段，尚未投产），若能成功投产我们预计可贡献可观业绩增量。

我们预计20-22年公司EPS分别为0.35/0.53/0.76元，因各板块发展差异较大，采用分部估值法，估算公司房地产/化妆品/药品/玻尿酸原料估值分别为55/36/38/9.6亿元，合计总市值139亿元，对应目标价13.85元，首次覆盖给予增持评级。

## 山东房企转型布局大健康生态圈

### 起步于山东房企，逐步构建健康产业生态圈

鲁商发展成立于1993年，主营房地产开发和经营，2008年借壳上市。2018年收购鲁商集团旗下山东福瑞达医药集团有限公司100%股权；2019年收购山东焦点生物科技股份有限公司60.11%股权，逐步构建融合健康地产、生物医药、健康管理等领域的复合型健康产业生态圈。公司1H20收入35.46亿元/yoy-11.76%，归母净利润2.40亿元/yoy135.08%。

**健康地产及健康管理：**截止1H20累计开发地产项目40余个，已形成精品住宅、城市综合体、大型购物中心、高端写字楼、星级酒店等完善产品系列。旗下鲁商福瑞达健康投资有限公司全力打造“医养康护游乐教”的健康服务体系，鲁商福瑞达国际颐养中心成为山东省首批医养结合示范单位。1H20房地产业务收入28.01亿元/yoy-15.42%，占收入比重78.98%，毛利率22.13%；酒店收入0.16亿元/yoy-50.42%，占收入比重0.44%，毛利率79.24%。

**生物医药：**旗下福瑞达医药集团主要从事药品、玻尿酸高端化妆品等的研发、生产与销售。药品方面，拥有“明仁”、“润舒”、“润洁”、“施沛特”等品牌。化妆品方面，拥有“颐莲”、“善颜”、“瓊尔博士”等品牌。1H20药品收入1.84亿元/yoy-37.01%，占收入比重5.19%，毛利率65.29%；化妆品收入1.92亿元/yoy26.27%，占收入比重5.41%，毛利率67.17%。

**物业管理：**鲁商物业具有物业服务一级资质，在管项目40余个，在管建筑面积逾千万平方米。1H20物业管理收入1.55亿元/yoy17.71%，占收入比重4.37%，毛利率7.93%。

图表1：公司发展历程

聚焦房地产行业，构建全价值链体系			地产与健康养老产业相结合				地产+生物医药双栖发展			
2008年借壳ST万杰上市，控股股东变更为山东省商业集团有限公司，实现公司主营业务由化纤、医疗、热电向房地产开发转型，主要从事房地产开发与经营管理、物业管理等业务。			公司股票简称由ST鲁置业变更为鲁商置业。		积极探索养老地产模式，进一步完善代建管理模式。		开拓大健康养老产业，搭建医养康护游乐教结合的多层次立体化的健康养老服务体系。		更名为鲁商健康产业发展股份有限公司，证券简称变更为鲁商发展。构建医药板块，聚焦药品和化妆品。年底2.58亿元收购焦点生物60.11%股权，完善公司健康产业上下游链条。	
2008	2009	2010	2012	2014	2015	2016	2018	2019	2020	
	公司更名为鲁商置业股份有限公司，股票简称变更为ST鲁置业。		初步构建房地产开发全价值链计划体系，加入酒店业务。		新介入健康养老产业并与地产结合，有示范项目落地，进一步延伸了房地产开发链。		推进健康产业转型，年底9.27亿元收购山东福瑞达医药集团有限公司100%股权，进一步完善医药康养产业链条，“地产+医养”发展模式基本成型。		精耕生物医药和生态健康的细分领域，以医药、医美、康养、投资为业务模块，向综合型健康生活服务集团转型。	

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表2：鲁商发展业务版图

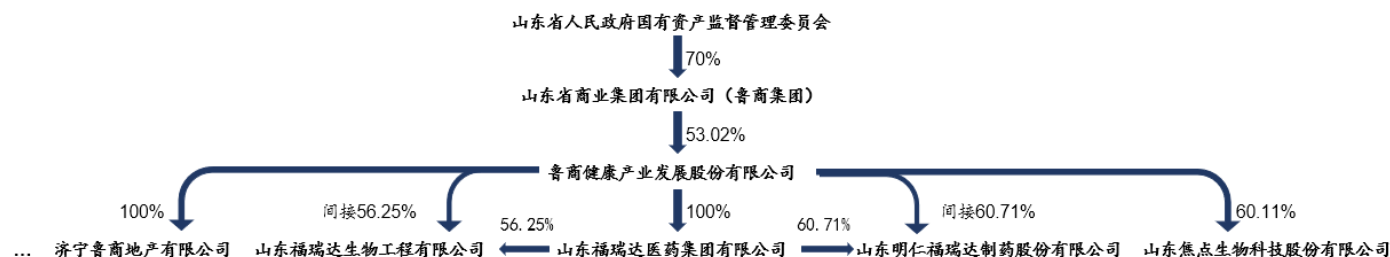
业务板块	主要细分业务	业务子公司（持股比例）	代表项目&品牌	19年财务数据	1H20财务数据
健康地产 & 健康管理	LUSHANG 鲁商置业 房地产销售 LUSHANG 鲁商健康	哈尔滨鲁商置业有限公司 (90%)	哈尔滨松江新城项目	收入87.59亿元 占比85.31% 毛利率15.97%	收入28.01亿元 占比78.98% 毛利率22.13%
		鲁商置业青岛有限公司 (75%)	青岛鲁商中心项目		
		.....	.....		
		鲁商福瑞达健康投资有限公司 (90%)	鲁商福瑞达国际颐养中心		
	LUSHANG 鲁商置业 酒店	山东省鲁商置业有限公司 (100%)	国奥城	收入0.65亿元 占比0.63% 毛利率81.70%	收入0.16亿元 占比0.44% 毛利率79.24%
生物医药	FREDA 福瑞达医药 药品	山东明仁福瑞达制药股份有限公司 (60.71%)	明仁	收入5.99亿元 占比5.82% 毛利率65.93%	收入1.84亿元 占比5.19% 毛利率65.29%
		山东博士伦福瑞达制药有限公司 (30%)	润舒、润洁、施沛特		
	FREDA 福瑞达美妆 化妆品	山东福瑞达生物工程有限公司 (100%)	颐莲、善颜、瓊尔博士	收入3.13亿元 占比3.05% 毛利率61.09%	收入1.92亿元 占比5.41% 毛利率67.17%
		济南康妆大道经贸有限公司 (100%)	悦己		
	焦点生物 Focus Biochem 原料产品	山东焦点生物科技股份有限公司 (60.11%)	5M Hyaskin	暂未并表	
其他业务	LUSHANG 鲁商物业 物业管理	山东鲁商物业服务有限公司 (100%)	鲁商旗下众多地产项目配套的物业项目	收入2.76亿元 占比2.71% 毛利率6.21%	收入1.55亿元 占比4.38% 毛利率7.93%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 山东国资委实控人，股权激励有望释放活力

山东省商业集团有限公司为公司第一大股东，截止 1H20 持股比例为 53.02%；山东省国资委为公司实际控制人。鲁商集团现涉足商贸及电子商务业、文旅业、健康业，拥有银座股份、鲁商发展两家上市公司。公司主攻医养健康产业，是鲁商集团近年来转型发展的重要方向。

图表3：鲁商发展股权结构



注：鲁商发展旗下拥有众多地产项目公司和福瑞达旗下子公司，此处用省略号表示。

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

股权激励有望释放国企活力。2018 年公司实行股权激励，首次授予对象为公司董事、高级管理人员等核心骨干人员 264 人，预留部分授予对象为财务总监等核心骨干人员 64 人，目标为以 2017 年度归属母公司净利润和 ROE 为基数，19-21 年度归母净利润增长率不低于 40%/50%/70%，19 年度的 ROE 增长率不低于 25%/30%/35%，且均不低于对标企业的 75 分位值。19 年相较 17 年归母净利润增长率 169.5%，ROE 增长率 188.1%，超额达成目标。

## 福瑞达：着力打造中国骨科药物、化妆品领导品牌 18年上市公司受让福瑞达100%股权

**2018年12月鲁商发展受让山东福瑞达医药集团100%股权。**为落实上市公司战略转型规划，深化国有企业改革，公司受让鲁商集团旗下的山东福瑞达医药集团有限公司100%股权。鲁商集团承诺，山东福瑞达医药集团有限公司2018年、2019年、2020年实现的净利润总数分别不低于2537.00万元、5555.74万元、8493.43万元。如未达到利润承诺数，鲁商集团须按约定向上市公司补偿，当期应补偿金额=（截至当期期末累计承诺的标的公司净利润数-截至当期期末累计实现的标的公司的实际净利润数）÷承诺期限内各年承诺的标的公司净利润数总和×标的资产交易价格-累计已补偿金额。其中，山东福瑞达医药集团有限公司2018年实现净利润1751.26万元，未达成承诺；2019年实现净利润6451.79万元，达成承诺。

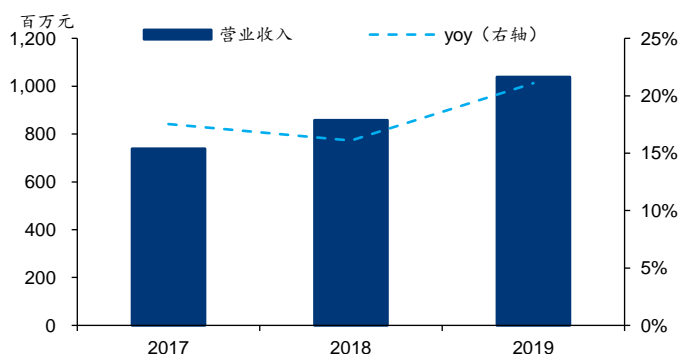
福瑞达医药集团主要业务为以玻尿酸为原料的化妆品与药品，具体从事药品、保健食品、玻尿酸高端化妆品、生物技术产品等的研发、生产与销售。福瑞达起源于1993年创立的山东省生化药品公司，凌沛学教授通过生物技术实现了玻璃酸钠的大规模生产，依托山东省药学科学院和山东省医药工业设计院两家省级科研院所，经过二十余年发展壮大，成长为科工贸一体化的健康产业集团。福瑞达旗下以化妆品为主要业务的公司是山东福瑞达生物工程有限公司（持股100%），拥有“颐莲”、“善颜”、“瓊尔博士”等品牌；以药品为主要业务的公司是山东明仁福瑞达制药股份有限公司（持股60.71%），山东博士伦福瑞达制药有限公司（持股30%），拥有“明仁”、“润舒”等品牌。19年营收10.4亿元/yoy21.1%，归母净利润0.9亿元/yoy140.1%。化妆品和药品分别占收入约25%和60%，保健食品等其余业务为15%。

图表4：福瑞达医药集团发展历程



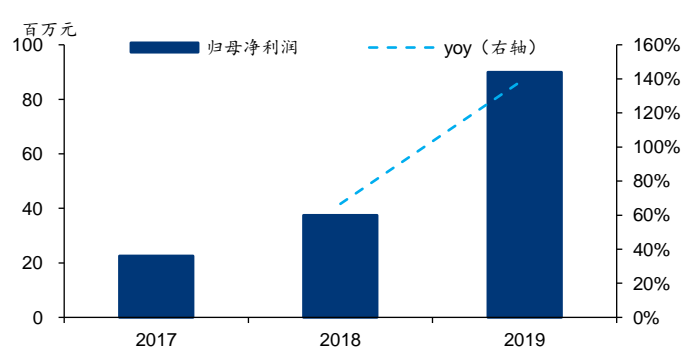
资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表5：福瑞达历年营业收入及增速



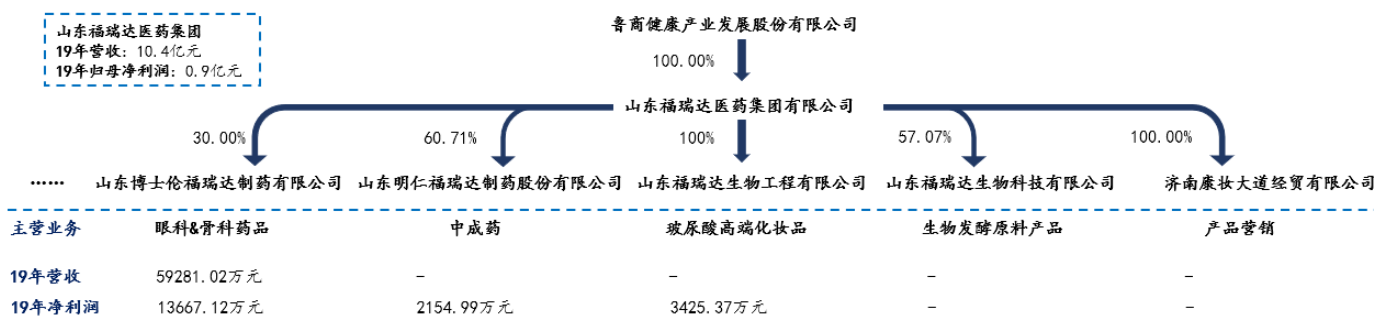
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表6：福瑞达历年归母净利润及增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表7：山东福瑞达医药集团股权结构



注：2020年7月5日起山东福瑞达医药集团有限公司开始100%控股山东福瑞达生物工程有限公司。鲁商发展旗下拥有众多地产项目公司和福瑞达旗下子公司，此处用省略号表示。

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**福瑞达集团新一届领导班子阵容强大，集团目标“十四五”期间收入累计百亿规模。**目前福瑞达集团由上市公司董事长亲自掌舵、前山东药科院副院长任总经理、“玻尿酸之父”凌沛学为首席科学家。据福瑞达官网，集团将大力实施“创新驱动、人才引领、品牌带动”三大战略，着力打造中国骨科药物、化妆品领导品牌，努力实现轻资产、智能化、资本化、合作化、科技化发展。20年5月集团召开《“十四五”规划编制阶段性研讨会》，提出了福瑞达医药集团未来五年的总体发展思路、战略核心策略，并初步确立了福瑞达医药集团“十四五”战略规划框架雏形，其“十四五”期间的战略目标是累计实现收入百亿规模。

**赵衍峰：**2020年1月至今担任山东福瑞达医药集团有限公司董事长，同时任鲁商集团首席战略官、鲁商健康产业发展股份有限公司党委书记与董事长。曾获公共管理硕士学位，15-19年间先后任山东亚特尔控股集团董事长、山东泰山地勘集团副总经理、鲁商乡村董事长，有丰富的管理经验。

**贾庆文：**2019年1月至今任山东福瑞达医药集团有限公司总经理。毕业于山东大学制药工程硕士专业，2014年1月至2019年1月任山东省药学院副院长兼新药评价中心主任，曾参与药明康德/昭衍新药/康龙化成/美迪西等公司的药物非临床研究质量管理规范认证，对生物医药领域有着专业的认识。

**凌沛学：**2020年6月至今任鲁商集团首席科学家。毕业于中国海洋大学药物化学专业，取得博士学位，是山东福瑞达医药集团创始人，因开创玻尿酸大规模制备技术而被称为中国“玻尿酸之父”，是该领域的资深专家。曾担任山东省药学院院长、山东省食品公司总经理、鲁商集团工会主席等职务，13-20年任鲁商集团总经理，20年6月转任鲁商集团首席科学家。

图表8：福瑞达集团领导团队主要成员

姓名	职务	任职日期	履历简介
赵衍峰	董事长	2020年1月20日	公共管理硕士研究生。曾任山东亚特尔控股集团总经理、董事长，鲁商乡村发展集团有限公司董事长等职务，2020年1月至今担任鲁商集团首席战略官、鲁商健康产业发展股份有限公司党委书记、董事长、山东福瑞达医药集团有限公司董事长。
贾庆文	党委副书记、总经理	2019年1月	山东大学制药工程硕士。曾任山东省药学院副院长兼新药评价中心主任。曾参与药明康德/昭衍新药/康龙化成/美迪西等公司的药物非临床研究质量管理规范认证。2019年1月至今任山东福瑞达医药集团有限公司总经理。
凌沛学	鲁商集团首席科学家	2020年6月20日	中国海洋大学药物化学专业博士。山东福瑞达医药集团创始人，被称为中国“玻尿酸之父”。曾担任山东省药学院院长、山东省食品公司总经理等职务，2013年起任鲁商集团总经理，2020年6月20日转任鲁商集团首席科学家。

资料来源：公司官网，华泰证券研究所



## 化妆品：乘流量红利东风，有望高速增长

### 品牌序列完善，化妆品业务高速增长

福瑞达旗下的化妆品业务主要为山东福瑞达生物工程有限公司旗下的颐莲、善颜、瑷尔博士等品牌。19年化妆品收入为3.13亿元/yoy41.84%，福瑞达生物工程实现净利润3,425万元/yoy82.83%。19年颐莲、善颜、瑷尔博士品牌的收入占比分别约为60%、30%、10%。1H20化妆品收入1.92亿元/+26.27%，占收入比重5.41%，毛利率67.17%。

**颐莲：**创立于2003年，定位玻尿酸护肤品牌，主要产品有玻尿酸补水喷雾、玻尿酸面膜等，1H20年客单价约为99元。

**善颜：**创立于2006年，定位高端定制护肤品牌，主要产品有透明质酸肌底修护精华液、善颜逆龄焕肤能量水等，1H20年客单价约为250-400元。

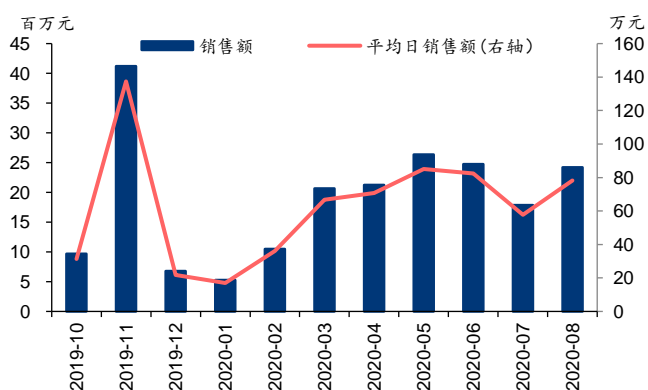
**瑷尔博士：**创立于2018年，定位新锐护肤品牌，主要为美容院渠道，已经覆盖全国140家美容院，主要产品有益生菌精研深层修护面膜、益生菌精研平衡修护水乳等，1H20年客单价约为100-200元。

图表9：福瑞达化妆品子品牌简介

品牌名称	颐莲				善颜				瑷尔博士		
创立时间	2003年				2006年				2018年		
产品定位	专研玻尿酸护肤				高端护肤品牌				新锐护肤品牌		
19年收入占比	60%				30%				10%		
代表性产品	玻尿酸补水喷雾	玻尿酸面膜	玻尿酸膨润水乳	玻尿酸水漾新肌日抛精华液	温润舒颜修护水	温润舒颜修护精华液	温润舒颜修护乳	美肤定制检测包	益生菌精研深层修护面膜	益生菌精研平衡修护水乳	精研肌底前导精华露
产品图											
单价	79元/300ml	99元/盒	198元/套	399元/30ml	268元/150ml	408元/30g	358元/80g	198元/次	89元/10片	198元/套	109元/20g

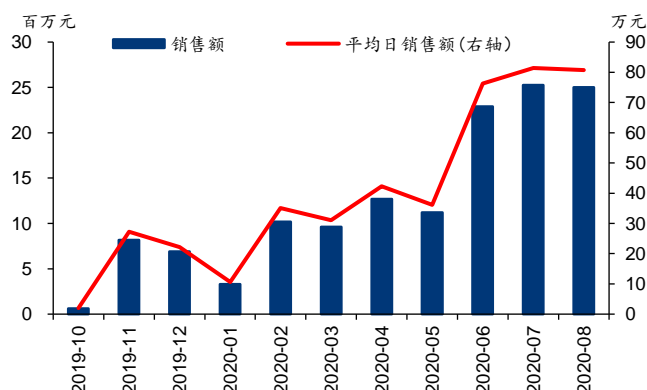
资料来源：淘数据，华泰证券研究所

图表10：颐莲淘系月度销售额



资料来源：淘数据，华泰证券研究所

图表11：瑷尔博士淘系月度销售额



资料来源：淘数据，华泰证券研究所

福瑞达旗下各化妆品品牌差异化定位，覆盖不同群体；生产研发实力雄厚，已积累较完善运作团队，后续有望持续较快发展。研发：福瑞达生物工程配有专业研发团队，自主生产研发，用制药标准做化妆品。产品以透明质酸智能保湿为核心科技，水乳膏霜中透明质酸钠添加量接近10%。产能：目前生产基地占地13000m<sup>2</sup>，拥有万级、十万级标准配置车间。团队：化妆品业务团队有300多人，团队整体年轻化，由福瑞达生物工程总经理高春明负责，高总先后从事过药品、化妆品和啤酒等行业的销售和市场策划工作，大消费行业经验丰富。

线上渠道为主，积极探索网红带货等新方式。福瑞达生物工程目前有电商、商超、CS、美容院线等渠道。19年电商渠道占比78%，以天猫、京东、拼多多为主，据我们调研，20年上半年天猫旗舰店同比增长超过30%，另外，自营微信商城在电商中占比3%-5%；电商渠道以自营为主，分销店铺销售额占比8%-9%；19年线下渠道占比22%，包括商超、CS、美容院线等。目前正积极开拓网红等网上带货新渠道，目前已有薇娅等多位淘宝、抖音、快手主播推荐颐莲主打产品，明星吉杰在一场淘宝直播中以69元每瓶的直播价格销售颐莲玻尿酸补水喷雾，实现10万销售额；未来线上占比有望继续增高。

图表12：福瑞达化妆品销售渠道分布

年份	渠道	销售额(亿元)	销售额 yoy	销售额占比	毛利率
2020H1	网上渠道	1.44	9.88%	75%	70.56%
	其他渠道	0.48	-33.84%	25%	56.89%
2019	网上渠道	2.43	79.32%	78%	58.87%
	其他渠道	0.70	-17.70%	22%	68.77%
2018	网上渠道	1.36		61%	60.03%
	其他渠道	0.85		39%	65.68%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**发展空间较大，增量盈利贡献或可期**

社媒崛起带来的流量红利有望加速小品牌的裂变式增长。美妆品类具有高客单价、SKU标准化的特点，且能够生成开箱/测评/种草/教程等多元内容加强与粉丝互动，各大平台正加大流量扶持。据天猫官网，在4月13日第六届金妆奖上，阿里“春雷计划”在天猫美妆洗护落地，2020年天猫将加大扶持中小品牌力度，帮助外贸工厂品牌化转型，加速孵化1000个年销售额超过1000万的新开店品牌。同时，壹网壹创/有赞/微盟等服务商依托天猫/微信生态为品牌提供多元化解决方案赋能。我们认为，平台方/品牌方/服务方的全面数字化转型浪潮开启，也将倒逼品牌方加大流量精细化运营/加大消费者运营/供应链提效升级，理论上小品牌裂变式增长的可能性变大。

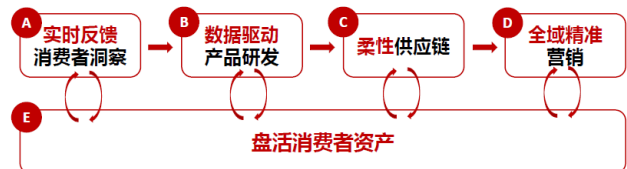
图表13：传统供应链模型



- 新品开发周期长：快消的新品开发需要18-24个月
- 新品获得反馈滞后：推出市场后才获得消费者反馈
- 营销活动不定向：营销投放面广，难以投放到目标人群
- 会员资产未盘活：会员信息有限，且未充分运营

资料来源：天猫，华泰证券研究所

图表14：数字经济时代的新模型提升效率



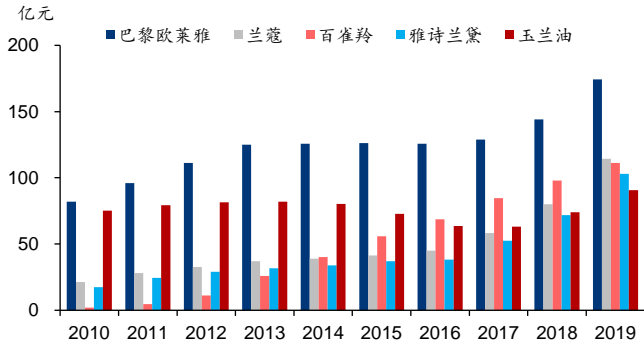
- 缩短新品开发周期：快消的新品开发从18-24个月缩短到9个月
- 新品获得实时反馈：从预售甚至开发阶段消费者就深度参与并反馈
- 营销活动精准定向：可精准锁定目标人群
- 盘活消费者资产：打通线上线下的会员信息，并持续运营品牌粉丝

资料来源：天猫，华泰证券研究所

若高增长态势延续，参照行业格局，单一品牌仅依托线上收入规模达20-30亿无较大瓶颈。据欧睿，19年我国最大体量的美妆品牌巴黎欧莱雅终端零售额达174.37亿，收入规模在20亿以上的品牌有58个。另据用户说统计，19年淘系终端销售额最大的本土国货品牌莱贝规模达43.4亿，在20亿以上的品牌有2个。福瑞达旗下的颐莲、善颜、瓊尔博士等品牌研发能力雄厚、产业链条完善，依托电商渠道处高速增长期，集团重视程度高，我们认为中远期收入体量存在达到20亿的可能。

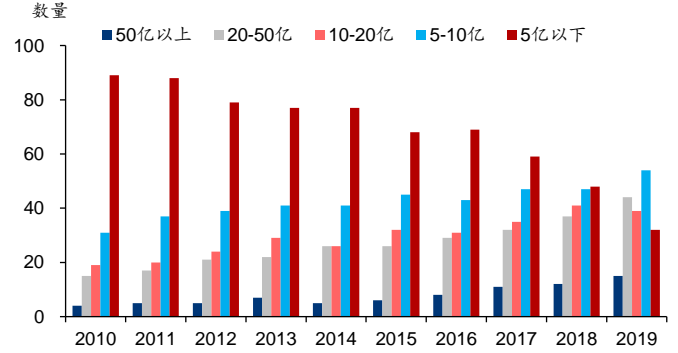
定位功效护肤、依托线上渠道增长的护肤品牌理论盈利空间较大。以华熙生物为例，其功能性护肤品业务拥有“润百颜”、“米蓓尔”、“润月雅”等多个品牌系列，19年营业收入6.34亿元/yoy118.54%，毛利率78.54%/yoy-5.14pct，20年1-6月润百颜天猫旗舰店累计销售额达到1.52亿元。定为敏感肌修复的护肤品牌“薇诺娜”母公司贝泰妮19年营业收入19.44亿元/yoy56.69%，毛利率80.32%/yoy-1.17pct，净利率21.25%/yoy-0.05pct，19年线上自营销售总额达到10.75亿元/yoy71.18%。

**图表15: 中国历年终端销售额品牌TOP5**



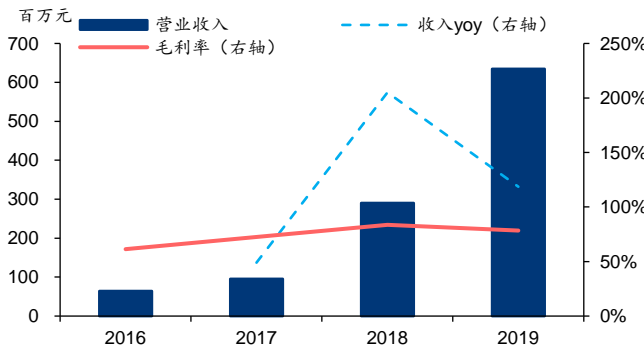
资料来源: 欧睿数据, 华泰证券研究所

**图表16: 2019年中国不同收入体量的品牌数量**



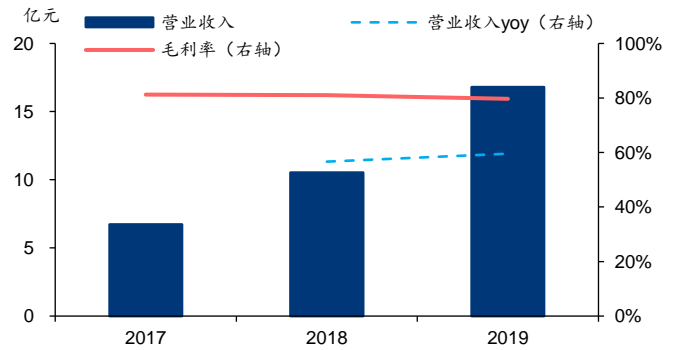
资料来源: 欧睿数据, 华泰证券研究所

**图表17: 华熙生物功能性护肤品历年收入及毛利率**



资料来源: 华熙生物公司公告, 华泰证券研究所

**图表18: 贝泰妮护肤品业务历年收入及毛利率**



资料来源: 贝泰妮招股书, 华泰证券研究所

**药品: 骨科/眼科双轮驱动, 市场地位领先**

骨科和眼科为公司药品业务的主要收入来源, 市场地位领先。公司药品业务主要为山东博士伦福瑞达制药有限公司旗下的“润洁”、“润舒”、“施沛特”以及山东明仁福瑞达制药股份有限公司旗下的“明仁”, 其中, 博士伦福瑞达 19 年收入 5.93 亿元/ yoy16.68%, 净利润 1.37 亿元/ yoy25.00%, 净利率 23.05%/ yoy 1.53pct; 1H20 收入 3.09 亿元/ yoy -25.33%, 净利润 1.11 亿元/ yoy 150.81%, 净利率 35.83%/ yoy 25.16pct。明仁福瑞达 19 年净利润 0.22 亿元/ yoy -29.16%, 1H20 净利润 0.07 亿元/ yoy- 45.83%。

**图表19: 博士伦福瑞达历年财务数据**

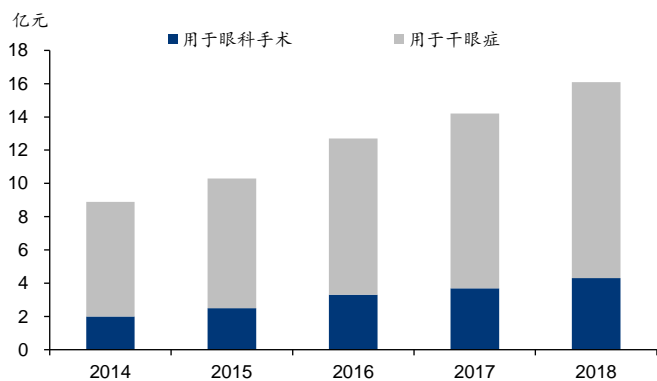
	2017	2018	2019	2020H1
营业收入	505.64	508.06	592.81	308.61
营业收入 yoy	1.00%	0.48%	16.68%	-25.33%
净利润	104.43	109.34	136.67	110.57
净利润 yoy	1.00%	4.70%	25.00%	150.81%

资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

**眼科:** 主要经营眼科手术中使用的透明质酸粘弹剂和治疗干眼症等症的透明质酸人工泪液, 代表性品牌有“润舒”、“润洁”。据弗若斯特沙利文, 2018 年博士伦福瑞达所处的眼科治疗透明质酸产品市场规模达到 16.1 万亿元人民币, 2014-2018 年 CAGR 达到 16.1%, 公司在眼科手术透明质酸产品行业内处于领先地位, 2018 年市场份额占比达 23.0% (按销售金额占比)。

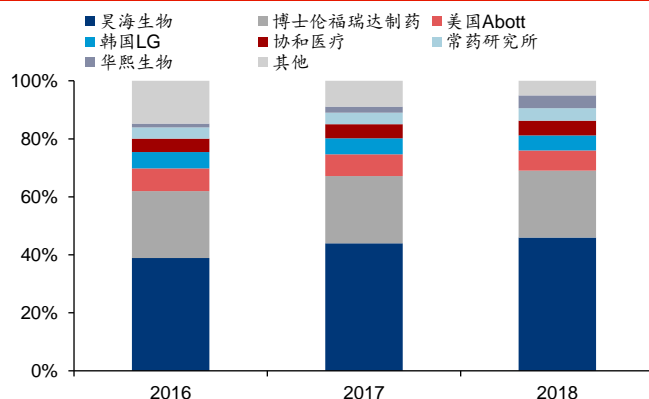
**骨科:** 代表性品牌是博士伦福瑞达旗下的“施沛特”, 该品牌药品是以玻璃酸钠为原料, 主要用于治疗骨关节炎的注射类药物。目前我国用于治疗骨关节炎的注射类药物有四类: 非甾体类抗炎药、镇痛药物、糖皮质激素和其它关节腔注射液 (包括玻璃酸钠注射液), 据弗若斯特沙利文, 骨关节炎注射药物市场规模在 2018 年达到 98.2 亿元, 14-18 年复合增长率为 2.2%, 博士伦福瑞达作为该行业龙头之一, 2018 年市场份额占比为 23.2% (按销售金额占比)。

图表20: 中国眼科治疗透明质酸产品市场规模



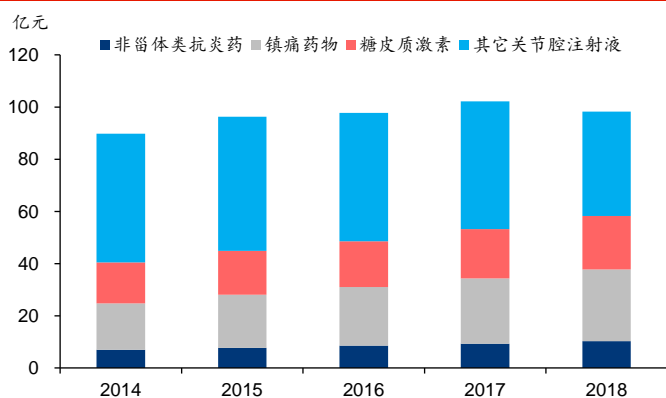
资料来源: 弗若斯特沙利文, 华泰证券研究所

图表21: 中国眼科手术透明质酸产品市场份额占比



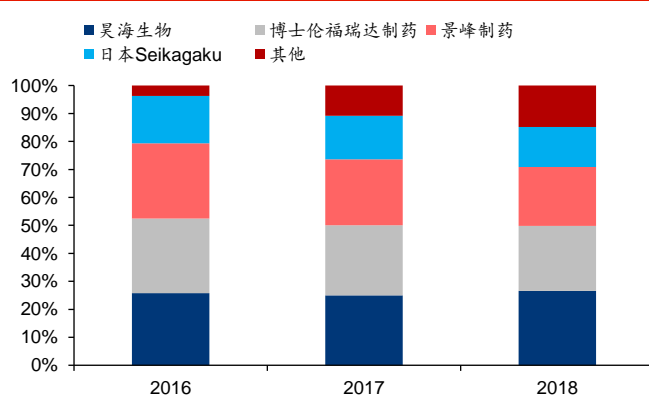
资料来源: 弗若斯特沙利文, 华泰证券研究所

图表22: 中国用于治疗骨关节炎注射类药物市场规模



资料来源: 弗若斯特沙利文, 华泰证券研究所

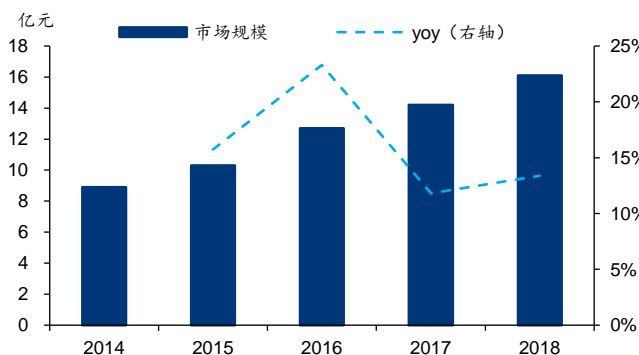
图表23: 中国骨科治疗玻璃酸钠注射液市场份额占比



资料来源: 弗若斯特沙利文, 华泰证券研究所

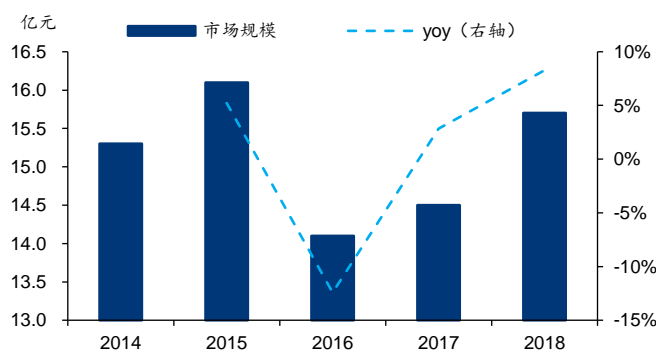
透明质酸药品市场需求量大, 安全性能好, 其下游市场有望保持增长。眼科: 据弗若斯特沙利文, 眼科治疗类透明质酸终端产品 18 年市场规模 16.1 亿元/yoy13.38%, 增长较快。骨科: 透明质酸注射液作为关节补充滑液, 具备良好的生物相容性, 不良反应少, 据弗若斯特沙利文, 2018 年医药级透明质酸骨科终端产品的市场规模约 15.7 亿元, 占骨关节炎注射类药物市场的 16.0%。

图表24: 中国医药级透明质酸终端产品——眼科治疗类市场规模



资料来源: 弗若斯特沙利文, 华泰证券研究所

图表25: 中国医药级透明质酸终端产品——骨科治疗类市场规模



资料来源: 弗若斯特沙利文, 华泰证券研究所

## 焦点生物：透明质酸原料龙头，产能有望扩张 收购透明质酸原料龙头，完善上下游产业链

焦点生物是国内透明质酸原料龙头之一，现阶段已有化妆品级和食品级生产能力合计420吨/年，上市公司于20年2月完成收购60.11%的股权。焦点生物为透明质酸原料龙头企业之一，成立于2007年，目前占地面积5万多平方米，总投资1.4亿元（据公司官网），原化妆品级、食品级透明质酸产能为120吨/年，其全资子公司焦点生物医药有限公司2019年投资新建一条化妆品级透明质酸生产线（产能300吨/年），已于2019年11月建成并开始试生产，目前总产能为420吨/年。19年12月，鲁商发展公告拟以2.58亿现金收购焦点生物60.11%股权。20年2月，交易价款已支付完毕，焦点生物已登记在上市公司名下。

图表26：焦点生物发展历程

2007年	2012年	2013年	2015年	2017年	2018年	2019年	2020年
8月，公司前身曲阜福克斯商贸公司成立	3月，山东焦点生物科技有限公司成立，当年建厂并投产运营，总投资达1.4亿元	人才队伍建设取得巨大成效	6月，公司进行改扩建，引进诸多先进设备，产量和质量再次提升	<ul style="list-style-type: none"> <li>4月，公司股改完成</li> <li>8月，完成第一次核心员工股权激励</li> <li>12月，获得“国家级高新技术企业”荣誉称号</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>5月，公司获得A轮融资2500万</li> <li>12月，公司与江南大学、曲阜师范大学、济宁学院建立产学研合作、大学生实践基地等</li> </ul>	上半年完善体系认证，先后获得EFfCI GMP认证，保健食品生产许可证、HACCP认证、BRC认证、相关ISO认证等等	2月，公司被鲁商发展集团以2.58亿元收购60.11%股权

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

利润体量不大，核心意义在于完善透明质酸上游产业链布局。焦点生物19H1收入0.73亿元，净利润0.15亿元，18年收入1.16亿元/yoy+59.09%，净利润0.29亿元/yoy+177.03%。收购焦点生物有助于在福瑞达医药集团的基础上继续完善透明质酸上游产业链，扩大以透明质酸为核心的化妆品和骨科产品品牌优势。

图表27：焦点生物财务数据

	2016	2017	2018	2019H1
营业总收入	70.99	73.23	116.49	72.50
yoy		3.16%	59.09%	
分项收入				
透明质酸	36.05	39.41	87.27	59.49
透明质酸 yoy		9.33%	121.43%	
硫酸软骨素	24.93	22.35	14.77	6.54
硫酸软骨素 yoy		-10.31%	-33.93%	
硅烷	9.00	9.69	12.66	5.82
硅烷 yoy		7.74%	30.65%	
其他	1.01	1.76	1.79	0.65
其他 yoy		73.96%	1.36%	
毛利率				
透明质酸	55.88%	42.88%	60.19%	53.63%
硫酸软骨素	9.90%	37.80%	11.14%	14.74%
硅烷	15.24%	12.95%	16.02%	9.24%
其他	-74.44%	-2.46%	7.50%	70.24%
四项费用率				
销售费用率	5.92%	6.14%	5.44%	7.00%
管理费用率	7.43%	8.62%	10.99%	11.20%
财务费用率	0.11%	0.39%	-0.47%	-0.35%
研发费用率	2.33%	3.18%	3.56%	4.31%
净利率	11.87%	14.08%	24.52%	20.52%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

投资 5.1 亿元进军医药级产品线，市场空间有望打开。据曲阜市人民政府网站，焦点生物拟投资 5.1 亿元建设 520 吨/年的医药级透明质酸生产线，其中第一期 260 吨建设周期为 2019 年 7 月至 2020 年 6 月（医药级产能目前还在申报阶段）。

图表28：焦点生物新建产能情况

建设项目	建设起止时间	投资金额	占地面积	主要产品	设计产能
透明质酸钠医用级冷敷贴、医用级液体敷料项目	2019 年 12 月开工建设	3000 万元	936 平方米	医用冷敷贴 次抛液体敷料 医用液体敷料	1 亿贴/年 1 亿支/年 2000 万支/年
年产 520 吨医药级透明质酸钠项目	一期 2019 年 7 月 -2020 年 6 月 二期 2021 年 9 月 -2022 年 12 月	20000 万元 19000 万元	95970 平方米	医药级透明质酸钠	260 吨/年 260 吨/年
年产 200 吨透明质酸钠技改及年产 20 吨滴眼液级透明质酸钠项目	2020 年 2 月 -2020 年 8 月	8500 万元	依托现有厂房区域 改扩建	化妆品级透明质酸钠 滴眼液级透明质酸钠	200 吨/年（其中新增 140 吨/年） 20 吨/年

资料来源：公司公告，曲阜市人民政府，华泰证券研究所

### 透明质酸市场景气延续，医药有望成新亮点

化妆品级、食品级产品为透明质酸主要应用领域，医药级产品附加值更高。根据用途和技术，透明质酸可以分为医药级、化妆品级、食品级，化妆品级和食品级透明质酸产品占主导地位，18 年全球销量分别在 250 吨、230 吨，医药级销量则在 20 吨，占比较低。而从单价来看，医药级产品因对生产技术、质量控制、注册的要求相对最严格，所以售价远高于化妆品级和食品级透明质酸；化妆品级次之，食品级产品单价最低。

图表29：透明质酸产品分类

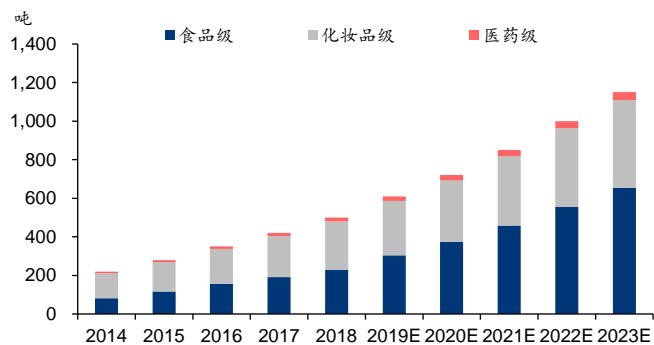
原料产品类别	主要应用领域	产品功能	技术要求				平均售价	毛利率
			透明质酸含量	杂质水平	18 年全球销量			
医药级	注射级透明质酸	作为填充剂应用于医疗美容 作为关节补充滑液应用于保护病损软骨 作为粘弹剂应用于眼科手术 作为隔离物质应用于手术防粘连	95%-105%	内毒素<0.05IU/mg	20 吨(与滴眼液级合计)	11.38 万元/kg	91.03%	
	滴眼液级透明质酸	作为人工泪液用于治疗干眼症	95%-105%	内毒素<0.5IU/mg	-	1.88 万元/kg	87.28%	
化妆品级	外敷透明质酸	作为保湿成分应用于护肤品中	≥95%	无内毒素控制； 蛋白质≤0.05%	250 吨	0.24 万元/kg	74.63%	
食品级	食品用透明质酸	应用于营养保健食品中	≥91%	无内毒素、无蛋白质控制	230 吨	0.13 万元/kg	53.44%	

注：技术要求、平均售价和毛利率均参考 18 年华熙生物披露的数据

资料来源：华熙生物招股书，弗若斯特沙利文，华泰证券研究所

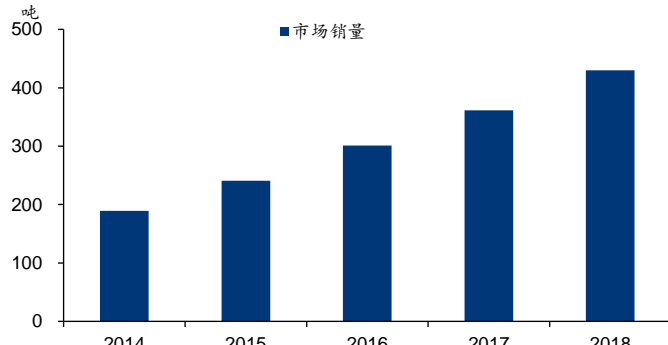
中国为全球第一大透明质酸产销国，伴随技术进步、需求拓展，下游市场有望持续拓展。据弗若斯特沙利文，18 年全球透明质酸市场总销量为 500 吨，其中食品级/化妆品级/医药级原料市场销量为 230 吨/250 吨/20 吨，同年我国透明质酸总销量为 430 吨，全球份额占比 86%，2014-2018 年销量复合增速 22.8%。

**图表30: 全球透明质酸原料市场销量**



资料来源: 弗若斯特沙利文, 华泰证券研究所

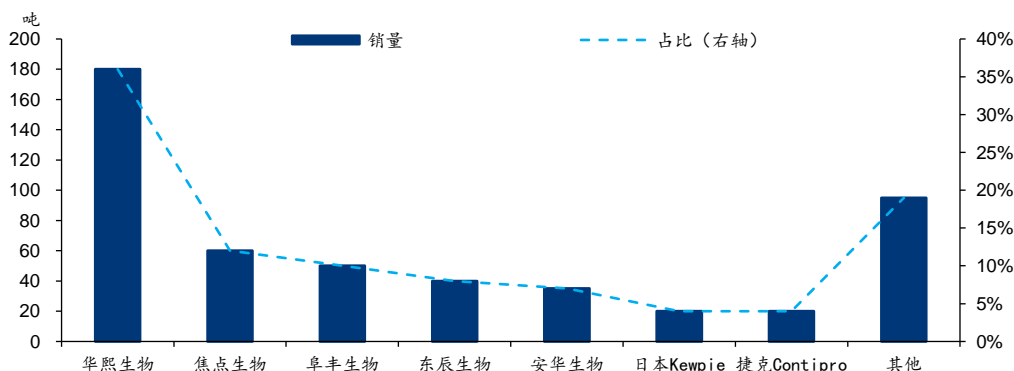
**图表31: 中国透明质酸原料市场销量**



资料来源: 弗若斯特沙利文, 华泰证券研究所

透明质酸原料市场集中度相对较高, 但产量主要集中在化妆品级和食品级, 医药级产品头部竞争者寥寥。据弗若斯特沙利文, 18 年全球透明质酸销量前五分别为华熙生物、焦点生物、阜丰生物、东辰生物、安华生物, 其中华熙生物以 180 吨销量位列第一, 份额 36%。焦点生物以 60 吨销量位居第二, 份额 12%, 华熙生物 18 年医药级产品销量为 7.72 吨, 份额 38.59%, 其他参与者医药级产品则较少。

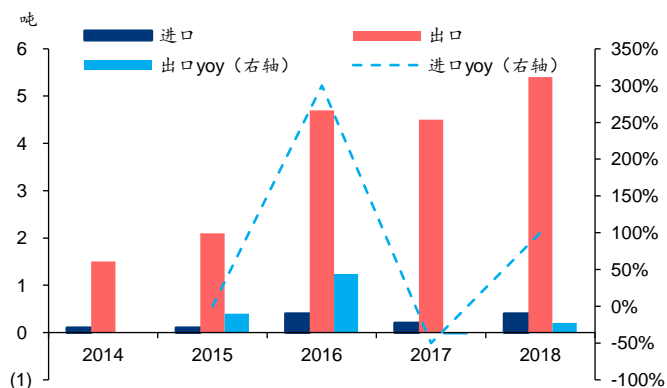
**图表32: 2018 年全球透明质酸原料市场竞争格局 (按销量)**



资料来源: 弗若斯特沙利文, 华泰证券研究所

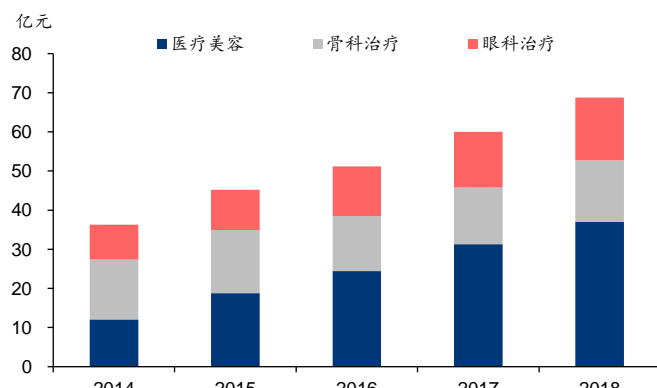
在医药级原料领域, 主要供应商为华熙生物、众山生物, 过半产品用于出口。据弗若斯特沙利文, 2018 年中国医药级透明质酸原料销量占世界总销量的 50%, 中国医药级透明质酸原料 54.1% 用于出口, 国内主要供应商为华熙生物、众山生物等, 其中华熙生物处于绝对领先地位, 2018 年华熙生物销量在全球占比 38.59%, 在国内占比约为 77%; 众山生物主营业务覆盖化妆品原料、医药原料等原料类产品。

**图表33: 中国进出口医药级透明质酸原料销量对比**



资料来源: 弗若斯特沙利文, 华泰证券研究所

**图表34: 中国医药级透明质酸终端产品市场规模**

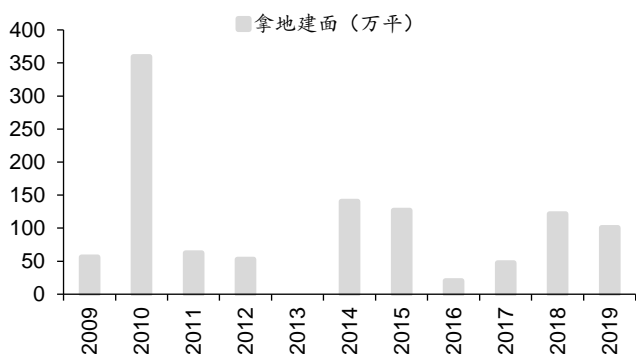


资料来源: 弗若斯特沙利文, 华泰证券研究所

## 地产业务：仍有发展潜力，盈利有望改善 深耕山东市场，土地储备充沛，销售规模有望稳步成长

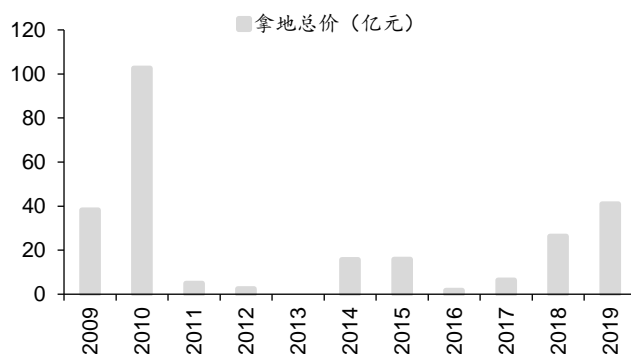
**深耕山东市场，土地储备充沛。**公司自2010年拿下哈尔滨南岗区214.67万平计容建面的地块后，土地拓展均位于山东省内，拿地节奏有所波动。2018年起，公司重新加强省内青岛、济南、烟台、菏泽等城市的拿地力度。截至2019年末，公司未开工计容建面335.59万平，在建计容建面993.64万平，合计未结算土地储备达到1329.23万平，分布于10个城市（山东省内9城+哈尔滨）。其中青岛、哈尔滨、临沂、菏泽占比最高，分别为32%、18%、15%、11%，均为2012年之前就已经进入的城市。我们结合2019年报土地储备数据和房天下网站的房价数据，测算公司可售货值约1600亿元，以2020年200亿元销售金额计算，现有土地储备足以支撑8年。

图表35：公司拿地建面



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表36：公司拿地总价

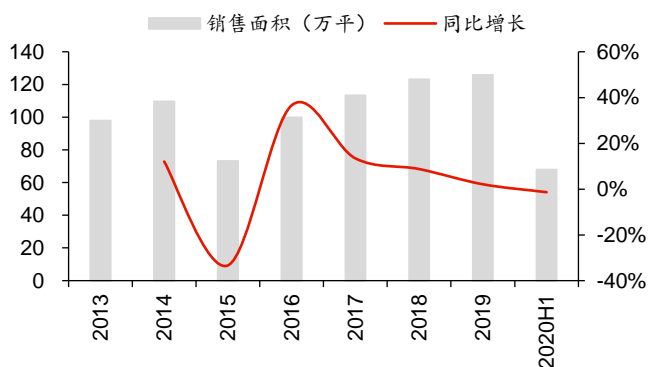


资料来源：Wind，华泰证券研究所

**房地产销售规模成长稳健，凭借充裕土储和深耕经验有望延续扩张态势。**2009-2019年公司销售金额CAGR为13.64%，仅在2015年由于山东市场表现不佳出现下滑，其余年份均实现正增长。2019年公司实现销售面积125.75万平，同比增长2.11%，山东省占比提升至87%；销售金额143.62亿元，同比增长22.66%，位居克而瑞房企销售榜单第137位。我们认为公司凭借充沛的土地储备和区域深耕带来的经验优势，未来销售规模有望延续稳健扩张的态势。

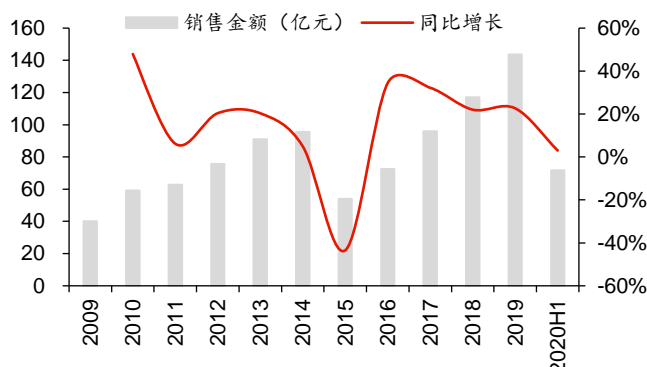
公司2020年以来推货较为积极，以应对新冠疫情造成的不利影响，全年新开工目标200万平，同比增长11.06%；销售金额目标200亿元，同比增长39.25%，若实现将创下2010年以来的最高增速。截至上半年，公司已实现新开工面积100.01万平，同比增长7.35%；销售面积67.82万平，同比下滑1.35%；销售金额71.67亿元，同比增长3.00%。

图表37：公司销售面积和同比增长



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表38：公司销售金额和同比增长



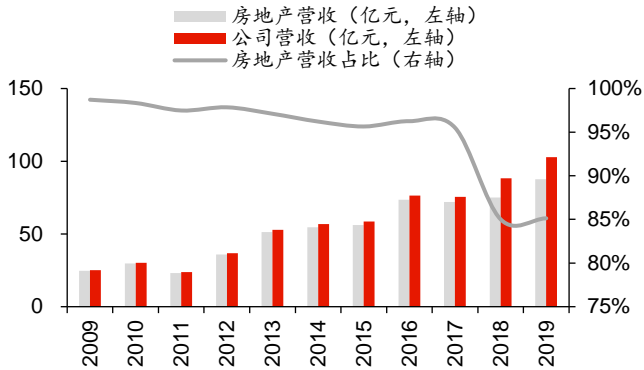
资料来源：公司公告，华泰证券研究所



### 项目周转提速，激励机制变革，盈利能力有望改善

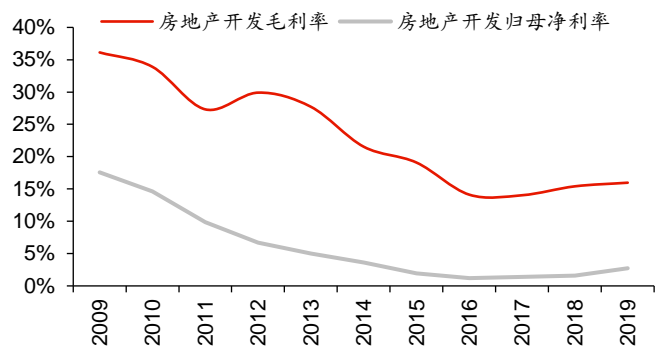
公司 2017 年之前房地产业务营收占比一直高于 95%，2018 年收购福瑞达医药后，营收占比下降至 85%。但作为公司营收的重要支撑，地产板块盈利能力表现不佳，尽管 2016 年后有所改善，但 2019 年毛利率和归母净利率分别只有 15.97%、2.76%，较 77 家 A 股上市房企 31.59%、9.22% 的平均水平仍有明显差距，一方面是盈利能力偏低的普通住宅营收占比提升压制毛利率，另一方面是周转和经营效率有待改善。

图表39：公司房地产开发营收占比



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表40：公司房地产开发业务毛利率和归母净利率



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**项目周转提速，激励机制变革，房地产业务盈利能力有望平稳改善。** 周转方面，小体量项目增加有望推动周转提速：2014 年以来公司拿地项目平均建面较此前明显减小，2018 年后开工的 10 个项目，有 7 个预计将在 4 年内竣工。激励方面，股权激励和跟投机制落地：2018 年公司推出股权激励计划，目标为以 2017 年度归属母公司净利润和 ROE 为基数，19-21 年度归母净利润增长率不低于 40%/50%/70%，19 年度的 ROE 增长率不低于 25%/30%/35%，且均不低于对标企业的 75 分位值；2019 年公司在股权激励计划的基础上进一步建立项目跟投机制，并在济南神武、即墨蓝谷、临沂褚庄、烟台于家滩 4 个项目落地实施。公司房地产业务利润率相较行业平均水平有较大提升空间，我们预计在项目周转提速和激励机制变革的推动下，有望保持 2016 年以来的平稳改善趋势。

### 物业管理和健康产业资源尚待挖掘

**物业管理方面，在管规模未来有望随公司销售规模扩张而持续增长。** 公司全资子公司山东省鲁商置业有限公司成立于 2006 年，负责公司开发的房地产项目的物业管理，主要经营范围涉及物业服务、房屋出租、庭院绿化、广告等业务。根据公司公告，截至 2020H1 物业在管项目 40 余个，在管建筑面积约 1300 万平，业务范围遍及济南、青岛、北京、哈尔滨、烟台、临沂、泰安、济宁、东营、菏泽等 10 余个大中城市。

**健康产业方面，旗下资源未来有望与地产开发进一步结合。** 根据公司年报，公司旗下鲁商福瑞达国际颐养中心是山东省首批医养结合示范单位，也是济南市首家养老机构内设医疗机构的单位，被评为“济南市五星级养老机构”；鲁商知春湖项目健康秘书、生活秘书、快乐秘书三大服务体系正式落地，知春湖温泉酒店、膳食中心和养生中心开业，康养配套服务功能日益完善；鲁商福瑞达成功接管烟台福缘老年公寓和福康医院，济南社区健康驿站和济宁社区健康服务中心开业，实现社区（居家）健康服务模式落地。

## 投资建议：布局玻尿酸产业链，转型大健康生态圈，增持评级 盈利预测

我们分业务预测如下：

房地产业务方面，根据公司年报，2020年目标竣工面积180万平，同比增长40.24%，2020-2022年分别将有7、4、9个项目竣工。我们假设竣工项目多数将在3-5年内均匀结算完毕（根据项目体量而定，个别超大体量项目结算周期更长），并结合各个项目的售价（来自房天下网站）、地价（来自克而瑞）、建安成本（通过毛利率倒算）等信息，测算得出房地产业务2020-2022年营收分别为108.72、129.28、167.65亿元，毛利率分别为17.91%/18.54%/19.08%。我们预计部分新竣工项目得益于周转提速和激励机制变革，建安成本将有所降低，从而推高结算毛利率。

物业管理业务方面，考虑到其主要服务于公司开发的地产项目，我们预计公司销售面积的绝大部分均会转化为物管业务的在管面积。结合现有土地储备和2015年以来的年化增速，我们预计公司2020-2022年销售面积CAGR为15%左右，在管面积年化增速达到15%左右。考虑到第三方项目拓展、新项目交付和部分存量项目提价带动的平均物业费上涨以及2015-2019年物业管理业务21%的营收CAGR，我们预计物管业务2020-2022年在管面积年化增速16.5%，物业费年化增速3%（头部物管公司2017-2019物业费年化增速5%，考虑到公司新项目增量较少，给予低于平均的增速），对应营收年化增速为20%。2016年后公司物管业务平均毛利率稳定在6.12%左右，我们预计物管业务将延续内部服务部门的定位，毛利率仍将维持现有水平，即6.12%。

化妆品业务方面，19年收入3.13亿元/yoy+41.84%，1H20收入同比增26%，2H20有双11、双12等大型电商促销活动，我们预计2H增长有望进一步提速。借助直播、KOL种草等新营销方式，行业流量红利持续，20-22年收入同比增速分别为60%/50%/35%，预计20-22年线上同比增速80%/55%/38%，为主力增长引擎；20年受疫情影响，21年增长提速，预计线同比下增速-9%/16%/7%；毛利率方面，考虑2020年公司收购焦点生物后实现原材料内部供应，成本降低，同时公司产品结构有望升级、盈利能力更强的线上占比提升，预计20-22年分别为62%/62.5%/63%。

药品业务方面，受疫情影响医院及基层医疗经营活动受限，药品销售短期承压，1H20药品收入同比下滑37%，我们判断下半年伴随疫情好转增速有望转正，公司全力打造中国骨科药物领导品牌、全国最重要眼科药品生产基地，21/22年有望恢复较快增长，综合预计20-22年药品收入同比增速-21%/10%/8%；伴随产品升级、议价力提升，我们预计20-22年毛利率分别为66%/66.5%/67%，不断优化。

添加剂业务方面，公司致力于食品添加剂的研发、生产和销售，目前纳他霉素、乳酸链球菌素、普鲁兰多糖的产能分别为每年100吨、100吨、1000吨，公司正在努力把生物技术类原辅料产品做大做精，扩大现有市场容量，我们预计添加剂业务将维持增长，增速会逐渐放缓，20-22年收入同比增速分别为10.00%、8.00%、7.00%；基于原辅料产品特性，考虑成本和定价都较为稳定，20-22年毛利率分别为30.00%、30.00%、30.00%。

其他业务方面，公司主要提供租赁、咨询、代建等服务，未来将进一步开发化妆品OEM代加工业务，我们预计其他业务将维持较快增长，20-22年收入同比增速分别为10%/15%/20%；其他业务包括材料销售及运费收入、租赁费收入等，历史毛利率存在一定波动性，我们参考10-19年均值，预计20-22年毛利率约在36%。

考虑到20年公司化妆品业务体量尚小，需投入较多直播等市场费用扩大份额，销售费用率可能较高，后续伴随体量增长，规模效应有望显现，费用投放效率有望逐渐提升，预计20-22年销售费用率7.5%/7.3%/7.1%；多元业务的协同有望逐渐显现，预计20-22年管理费用率2.9%/2.8%/2.7%；融资结构有望优化，20-22年财务费用率0.45%/0.44%/0.43%，略有下行。

**图表41： 公司分项业务收入预测（单位：百万元，特殊注明除外）**

	2018	2019	2020 E	2021 E	2022 E
<b>房地产</b>	7499.19	8758.57	10872.32	12928.19	16764.69
yoy	4.01%	16.79%	24.13%	18.91%	29.68%
毛利率	15.41%	15.97%	17.91%	18.54%	19.08%
<b>物业管理</b>	261.25	279.25	335.10	402.12	482.55
yoy	25.29%	6.89%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	5.47%	6.12%	6.12%	6.12%	6.12%
<b>酒店</b>	70.64	64.99	32.50	34.12	35.83
yoy	3.10%	-7.99%	-50.00%	5.00%	5.00%
毛利率	81.79%	81.70%	81.70%	81.70%	81.70%
<b>药品</b>	508.27	599.23	471.89	519.08	560.61
yoy	5.34%	17.90%	-21.25%	10.00%	8.00%
毛利率	65.82%	65.93%	66.00%	66.50%	67.00%
<b>化妆品</b>	220.92	313.37	501.39	752.08	1015.31
yoy	39.17%	41.84%	60.00%	50.00%	35.00%
毛利率	62.21%	61.09%	62.00%	62.50%	63.00%
<b>添加剂</b>	63.47	68.22	75.04	81.04	86.71
yoy	89.03%	7.48%	10.00%	8.00%	7.00%
毛利率	38.35%	29.94%	30.00%	30.00%	30.00%
<b>其他业务</b>	164.55	205.57	226.13	260.05	291.25
yoy	187.22%	24.93%	10.00%	15.00%	12.00%
毛利率	24.37%	44.59%	36.00%	36.00%	36.00%
<b>收入合计</b>	8821.31	10289.21	12655.05	15219.34	19589.18
	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020 E</b>	<b>2021 E</b>	<b>2022 E</b>
综合业务毛利率	20.27%	21.07%	22.61%	23.82%	24.28%
销售费用率	6.43%	6.98%	7.50%	7.30%	7.10%
管理费用率	3.04%	3.10%	2.90%	2.80%	2.70%
财务费用率	0.68%	0.49%	0.45%	0.44%	0.43%
研发费用率	0.34%	0.45%	0.70%	0.50%	0.30%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 分部估值

我们对公司采用分部估值法，测算公司各项业务合计合理估值在 139 亿元，对应目标价 13.85 元。据我们测算，截至 2019 年末公司房地产业务净权益增加值为 67.75 亿元，房地产业务归母净资产为 23.13 亿元，则 NAV 为 90.88 亿元。考虑到主流房企市值相对 NAV 通常有 20%-60% 折价，我们以 40% 计算，房地产业务合理价值 54.53 亿元。考虑公司为地产、医药、化妆品等多元业务布局，针对化妆品业务我们给予 10% 的估值折价，我们预计至 2021 年化妆品业务贡献归母净利润在 0.9 亿元，可比公司 Wind 一致预期均值 PE44 倍，给予公司 21 年 40 倍 PE，估值 36 亿元；药品业务贡献归母利润在 1.2 亿元，可比公司 Wind 一致预期均值 PE37 倍，同样考虑公司为地产、医药、化妆品等多元业务布局，针对药品业务我们给予 10% 的估值折价，给予公司 21 年 33 倍 PE，估值 38 亿元；玻尿酸原料业务（即焦点生物）贡献归母利润 3209 万元，可比公司 Wind 一致预期均值 PE53 倍，因公司现有产能主要为化妆品级和食品级，附加值相对较低，理应有更高的估值折价，给予 21 年 30 倍 PE，估值 9.6 亿元。

图表42: 主流房企 NAV 折价情况 (A股上市单位为人民币, 港股上市单位为港元)

股票代码	房企	评级和目标价	9月22日		
			收盘价	每股 NAV	折价
2007 HK	碧桂园	无评级	9.5	19.58	51%
000002 CH	万科 A	买入, 35.87 元	28.96	39.84	27%
3333 HK	中国恒大	无评级	16.3	24.47	33%
600048 CH	保利地产	无评级	16.84	25.12	33%
1918 HK	融创中国	无评级	31.4	70.06	55%
0688 HK	中国海外发展	无评级	20.1	45.13	55%
0813 HK	世茂集团	无评级	33.15	44.35	25%
1109 HK	华润置地	无评级	35.55	41.37	14%
001979 HK	招商蛇口	无评级	15.62	31.28	50%
0960 HK	龙湖集团	无评级	43.8	43.45	-1%
600383 HK	金地集团	买入, 19.43 元	15.41	20.76	26%

注: NAV 数据依据各公司 19 年业务数据测算;

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表43: 可比公司估值对照表

证券代码	证券简称	评级	目标价 (元)	总市值 (亿元)	预测 PE 2020	预测 PE 2021
603605 CH	珀莱雅	买入	195.17	283.99	59.36	46.16
603983 CH	丸美股份	买入	101.26	265.62	47.00	39.18
600315 CH	上海家化	增持	46.88	259.44	60.05	46.06
	化妆品平均值			269.68	55.47	43.80
000908 CH	景峰医药	无评级		45.92	71.22	32.89
603707 CH	健友股份	无评级		406.45	47.15	35.39
300009 CH	安科生物			217.10	54.37	42.66
	医药平均值	无评级		223.16	57.58	36.98
688363 CH	华熙生物	买入	148.18	582.10	83.33	61.41
688366 CH	昊海生科	无评级		161.06	69.35	44.46
	玻尿酸平均值			371.58	76.34	52.93

注: 交易日期截至 9 月 22 日, 评级、目标价均来自华泰研究所, 预测 PE 来自 Wind 一致盈利预测。

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表44: 公司分部估值

业务 (单位: 百万元)	估值情况	
房地产业务	19 年末房地产业务净权益增加值	6775.00
	19 年末房地产业务归母净资产	2313.00
	NAV 估值	9088.00
	NAV 折价	40.00%
	分部估值	5452.80
	化妆品业务	福瑞达生物工程净利润 (100%)
PE		40.00
分部估值		3609.98
药品业务		福瑞达医药净利润 (100%)
	明仁福瑞达净利润 (60.71%)	10.85
	博士伦福瑞达净利润 (30%)	48.59
	合计	116.22
	PE	33.00
玻尿酸原料	分部估值	3835.33
	焦点生物 (60.11%)	32.09
	PE	30.00
整体估值	分部估值	962.68
		13860.80
对应目标价 (元)	13.85	

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表45: 报告涉及公司一览表

公司名称	股票代码	目标价(元)	评级	公司名称	股票代码	目标价(元)	评级
珀莱雅	603605 CH	195.17	买入	Seikagaku	4548 JP		无评级
上海家化	600315 CH	46.88	增持	碧桂园	2007 HK		无评级
华熙生物	688363 CH	148.18	买入	中国恒大	3333 HK		无评级
丸美股份	603983 CH	101.26	买入	融创中国	1918 HK		无评级
壹网壹创	300792 CH	191.55	买入	中国海外发展	0688 HK		无评级
万科 A	000002 CH	35.87	买入	世茂集团	0813 HK		无评级
金地集团	600383 CH	19.43	买入	华润置地	1109 HK		无评级
保利地产	600048 CH		无评级	招商蛇口	001979 CH		无评级
景峰医药	000980 CH		无评级	龙湖集团	0960 HK		无评级
银座股份	600858 CH		无评级	常药研究所			未上市
健友股份	603707 CH		无评级	协和医疗			未上市
安科生物	300009 CH		无评级	贝泰妮			未上市
有赞	8083 HK		无评级	百雀羚			未上市
微盟集团	2013 HK		无评级	阜丰生物			未上市
昊海生科	688366 CH		无评级	东辰生物			未上市
韩国 LG 生命科学	068870 KS		无评级	安华生物			未上市
ABBOTT	ABT US		无评级	众山生物			未上市

注: 评级、目标价均来自于华泰研究所;

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

### 风险提示

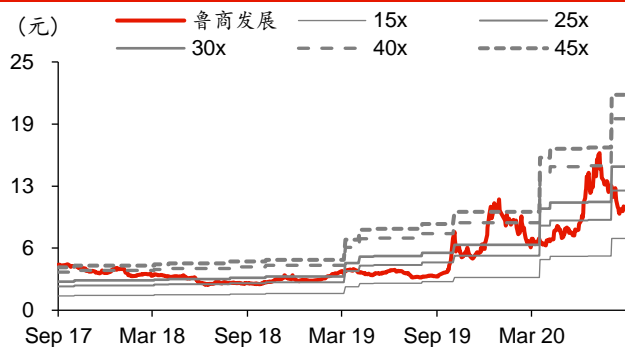
**国企改革进展不顺利。**公司是区域性国有企业,受山东省国资委实际控制,与民营企业相比较可能存在业绩释放动力不足的风险。公司目前处于战略转型的关键时期,且原主营业务与生物医药、化妆品等新布局板块相关性较弱,协同效应较低。若国企改革进展缓慢,公司的组织架构、激励机制不适应市场化业务发展需求,可能导致员工积极性不足,影响公司业绩释放节奏。

**化妆品业务增速放缓。**公司化妆品业务主要为福瑞达旗下品牌,这些品牌尚处于市场培育期,品牌知名度有待建立。若化妆品市场需求减弱,或消费者需求发生变化,公司产品创新无法适应市场需求,将使得公司化妆品业务增长放缓,影响业绩释放。

**房地产业务大幅波动。**房地产业务是公司的支柱性业务板块,1H20 收入占比仍高达 81%。公司房地产业务项目主要位于三四线城市,盈利能力偏弱低于行业平均值,且毛利率不稳定,10 年以来呈现波动下行趋势。未来房地产业务业绩若大幅波动,将拖累公司整体业绩。

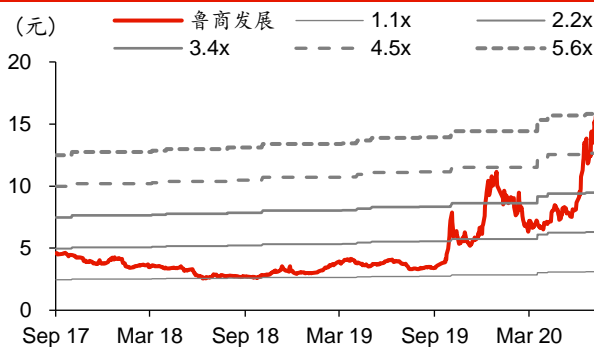
### PE/PB - Bands

图表46: 鲁商发展历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表47: 鲁商发展历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	47,387	54,393	67,453	76,624	106,127
现金	3,827	3,635	4,991	5,376	6,920
应收账款	125.03	158.41	166.39	183.15	244.65
其他应收账款	264.84	321.81	399.74	468.02	648.89
预付账款	5,004	4,501	7,190	6,869	11,227
存货	36,703	44,438	53,416	62,418	85,772
其他流动资产	1,462	1,339	1,290	1,309	1,316
非流动资产	1,491	1,626	2,149	2,698	3,401
长期投资	163.64	294.24	584.84	875.45	1,166
固定投资	848.03	837.88	984.31	1,151	1,465
无形资产	180.66	178.39	189.58	202.96	220.26
其他非流动资产	298.89	315.69	390.15	468.40	548.98
资产总计	48,878	56,019	69,602	79,322	109,528
流动负债	40,021	47,480	59,684	67,935	96,323
短期借款	458.50	3,552	3,552	10,166	8,375
应付账款	5,716	5,752	8,131	8,466	12,792
其他流动负债	33,846	38,177	48,001	49,303	75,156
非流动负债	5,969	3,844	4,903	5,768	6,689
长期借款	5,886	3,780	4,840	5,704	6,625
其他非流动负债	83.26	63.62	63.62	63.62	63.62
负债合计	45,989	51,324	64,587	73,703	103,011
少数股东权益	451.67	1,954	2,033	2,148	2,337
股本	1,001	1,001	1,001	1,001	1,001
资本公积	103.42	109.84	109.84	109.84	109.84
留存公积	1,333	1,631	1,993	2,511	3,226
归属母公司股东权益	2,437	2,742	2,981	3,471	4,179
负债和股东权益	48,878	56,019	69,602	79,322	109,528

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	2,095	(3,307)	3,030	(7,031)	2,534
净利润	234.91	394.11	428.97	644.85	947.28
折旧摊销	75.63	72.10	73.20	88.39	109.88
财务费用	59.91	50.55	56.95	66.97	84.23
投资损失	(38.75)	(167.12)	(164.92)	(166.11)	(167.58)
营运资金变动	1,724	(3,746)	2,637	(7,662)	1,565
其他经营现金	39.71	88.80	(1.50)	(2.61)	(4.54)
投资活动现金	(1.00)	548.05	(433.26)	(474.14)	(648.83)
资本支出	33.66	60.20	305.30	346.80	521.93
长期投资	(49.72)	(114.14)	(290.60)	(290.60)	(290.60)
其他投资现金	82.38	722.39	162.64	163.26	163.70
筹资活动现金	(1,870)	2,544	(1,240)	1,276	1,449
短期借款	458.50	3,093	0.00	6,614	(1,791)
长期借款	(212.31)	(2,106)	1,060	864.01	921.29
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(193.42)	6.43	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,922)	1,550	(2,300)	(6,203)	2,319
现金净增加额	224.18	(215.18)	1,356	(6,229)	3,335

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

### 利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	8,821	10,289	12,655	15,219	19,589
营业成本	7,034	8,122	9,794	11,594	14,832
营业税金及附加	454.77	646.36	794.74	955.77	1,230
营业费用	567.40	717.69	949.13	1,111	1,391
管理费用	267.80	318.97	367.00	426.14	528.91
财务费用	59.91	50.55	56.95	66.97	84.23
资产减值损失	4.25	(4.03)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(7.71)	(1.01)	(2.18)	(2.73)	(3.41)
投资净收益	38.75	167.12	164.92	166.11	167.58
营业利润	471.11	574.15	804.22	1,188	1,660
营业外收入	7.14	3.85	9.66	6.04	6.67
营业外支出	20.43	9.05	23.99	25.97	19.86
利润总额	457.82	568.96	789.88	1,168	1,647
所得税	222.91	174.85	360.91	523.44	699.56
净利润	234.91	394.11	428.97	644.85	947.28
少数股东损益	72.85	49.61	79.56	114.91	189.37
归属母公司净利润	162.06	344.51	349.42	529.94	757.91
EBITDA	834.88	996.74	1,134	1,743	2,399
EPS (元, 基本)	0.16	0.34	0.35	0.53	0.76

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	16.86	16.64	22.99	20.26	28.71
营业利润	57.28	21.87	40.07	47.75	39.71
归属母公司净利润	53.81	112.58	1.42	51.66	43.02
获利能力 (%)					
毛利率	20.27	21.07	22.61	23.82	24.28
净利率	2.66	3.83	3.39	4.24	4.84
ROE	8.13	8.39	8.55	11.48	14.54
ROIC	4.87	6.82	8.34	6.21	9.84
偿债能力					
资产负债率 (%)	94.09	91.62	92.80	92.92	94.05
净负债比率 (%)	202.87	151.27	93.21	218.64	161.66
流动比率	1.18	1.15	1.13	1.13	1.10
速动比率	0.11	0.09	0.09	0.09	0.08
营运能力					
总资产周转率	0.19	0.20	0.20	0.20	0.21
应收账款周转率	91.64	53.03	62.84	68.89	69.10
应付账款周转率	1.32	1.33	1.36	1.35	1.34
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.16	0.34	0.35	0.53	0.76
每股经营现金流(最新摊薄)	2.09	(3.30)	3.03	(7.02)	2.53
每股净资产(最新摊薄)	2.43	2.74	2.98	3.47	4.18
估值比率					
PE (倍)	62.44	29.37	28.96	19.10	13.35
PB (倍)	4.15	3.69	3.39	2.92	2.42
EV_EBITDA (倍)	19.68	19.24	14.84	14.09	9.59

## 免责声明

### 分析师声明

本人，陈慎、孙丹阳、沈晓峰、林正衡，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。  
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

## 美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

## 美国-重要监管披露

- 分析师陈慎、孙丹阳、沈晓峰、林正衡本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

## 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

### 行业评级

**增持：**预计行业股票指数超越基准

**中性：**预计行业股票指数基本与基准持平

**减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级

**买入：**预计股价超越基准 15%以上

**增持：**预计股价超越基准 5%~15%

**持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

**卖出：**预计股价弱于基准 15%以上

**暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

**无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



### 法律实体披露

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

### 华泰证券股份有限公司

#### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

### 华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

### 华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司

#### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com