

鲁商发展 (600223.SH)

坚定大健康转型，化妆品增长可期

投资要点：

➤ **拟剥离地产业务聚焦大健康转型。**公司地产业务起家，历经换帅、引入战投、拟剥离地产业务等动作持续推进大健康转型，聚焦化妆品、原料、医药大健康产业。依托国资背景投融资资源与年轻化的管理运营团队，后续公司将围绕透明质酸全产业链布局，化妆品等健康产业业务将贡献后续主要增长驱动力。

➤ **化妆品：“4+N”多品牌运营，细分赛道优势显著。**2022年Q1-3化妆品业务实现营收14.29亿元，同比+44%，两大旗舰品牌贡献主要增长。**(1) 瓊尔博士：**18年成立后在微生态护肤细分赛道快速崛起，以成熟的科研体系、功效与性价比抗衡国际大牌，2021.8-2022.7销售额位列微生态护肤市场第三，国货第一。**(2) 颐莲：**深耕玻尿酸护肤39年，玻尿酸核心技术历经六次迭代，喷雾类大单品全网累计销售超1500万瓶，有效驱动品牌成长。未来凭借“玻尿酸+”概念、技术迭代与多样化营销持续构建品牌护城河。

➤ **原料/医药：多维布局，产业协同发展。****(1) 原料：**焦点福瑞达透明质酸原料销量全球市占第二，食品级/化妆品级原料产能达420吨/年；福瑞达生物科技生物发酵原料应用广泛，赋能化妆品、食品业务。**(2) 医药：**明仁福瑞达专研中成药，产品矩阵丰富，国内营销网络强大，2021年实现净利润2194万元，同比+20.6%；博士伦福瑞达领军国内眼科、骨科透明质酸产品细分领域。

➤ **盈利预测与投资建议：**预计22-24年营收为127亿元/132亿元/140亿元，归母净利润为2.7亿元/3.7亿元/5.7亿元，22年12月13日收盘价对应PE为41/31/20倍。采用分部估值法，预计化妆品22-23年归母净利润1.79/2.66/3.76亿元，给予23年41倍PE，对应市值108.87亿元。预计医药及原料板块合计贡献净利润0.62亿元/0.68亿元/0.73亿元，给予23年30倍PE，对应市值20.42亿元。截止2022年12月13日收盘，鲁商服务市值为2.74亿元人民币，根据公司持股比例物业板块对应市值2.05亿元人民币。合计目标市值131.35亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

➤ **风险提示：**疫情影响消费需求；化妆品行业竞争加剧；研发及新品推出进程不及预期。

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	13,615	12,363	12,743	13,195	14,006
增长率(%)	32%	-9%	3%	4%	6%
净利润(百万元)	639	362	272	368	567
增长率(%)	85%	-43%	-25%	35%	54%
EPS(元/股)	0.63	0.36	0.27	0.36	0.56
市盈率(P/E)	17.6	31.1	41.3	30.6	19.9
市净率(P/B)	2.8	2.4	2.3	2.2	2.1

数据来源：公司公告、华福证券研究所

买入(首次评级)

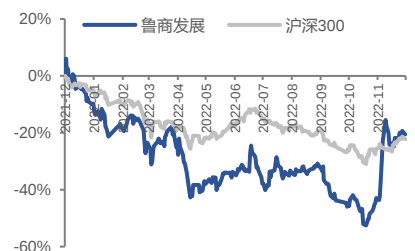
当前价格：11.07元

目标价格：12.92元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1017/1017
总市值/流通市值(百万元)	11253/11253
每股净资产(元)	3.79
资产负债率(%)	90.06
一年内最高/最低(元)	14.53/6.5

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 陈照林
执业证书编号：S0210522050006
邮箱：czl3792@hfzq.com.cn

分析师 高兴
执业证书编号：S0210522110002
邮箱：gx3970@hfzq.com.cn

研究助理 来舒楠
邮箱：lsl3916@hfzq.com.cn

相关报告

投资要件

关键变量

1、公司化妆品业务 4+N 战略稳步推进，雄厚研发实力支撑品牌力，瑗尔博士专研皮肤微生态增速亮眼，颐莲聚焦“玻尿酸+”打造大单品，渠道布局完善，预计化妆品业务 2022-2024 年营收增速分别为 46%/41%/35%。

2、公司坚定大健康转型，高毛利产品的持续推广有望拉升化妆品业务毛利率，预计 2022-2024 年公司化妆品业务毛利率分别为 60%/63%/65%。

3、暂不考虑地产业务剥离，假设房地产销售业务保持稳定收缩态势，预计房地产板块 2022-2024 年营收增速分别为-4%/-4%/-4%。

我们区别于市场的观点

1、市场认为玻尿酸赛道竞争激烈，担心颐莲增速下降，我们认为公司背靠焦点福瑞达，研发和产能优势明显，颐莲品牌有望维持高增，且围绕“玻尿酸+”打开增长空间。

2、基于公司国企背景，市场担心其化妆品运营效率，我们认为公司化妆品品牌负责人经营丰富，团队年轻高效及时捕捉消费者需求。

股价上涨的催化因素

瑗尔博士产品结构升级有望提升品牌盈利能力，颐莲品牌原料和品类拓展有望带动营收增速超预期。

估值和目标价格

我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 127.43 亿元/131.95 亿元/140.06 亿元，归母净利润分别为 2.72 亿元/3.68 亿元/5.67 亿元，2022 年 12 月 13 日收盘价对应 PE 分别为 41/31/20 倍。采用分部估值法进行估值。

化妆品板块：预计化妆品板块 2022-2023 年分别实现净利润 2.18 亿元/3.22 亿元/4.56 亿元，对应归母净利润 1.79/2.66/3.76 亿元，参考化妆品品牌商可比公司珀莱雅、贝泰妮、华熙生物、上海家化、丸美股份，鲁商化妆品业务背靠福瑞达强大研发支撑，具备高成长性，给予化妆品板块 2023 年 41 倍 PE，对应市值 108.87 亿元。

医药及原料板块：预计医药及原料板块合计贡献净利润 0.62 亿元/0.68 亿元/0.73 亿元，参考医药板块公司云南白药、白云山以及原料板块公司华熙生物、昊海生科，焦点福瑞达透明质酸产能规模位居行业前列，博士伦福瑞达眼科骨科产品行业地位领先，给予医药及原料板块 2023 年 30 倍 PE，对应市值 20.42 亿元。

物业板块：截止 2022 年 12 月 13 日收盘，鲁商服务市值为 2.74 亿元人民币，根据公司持股比例 74.99%，对应市值 2.05 亿元人民币。合计目标市值 131.35 亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

投资风险

疫情影响消费需求；化妆品行业竞争加剧；研发及新品推出进程不及预期。

正文目录

一、	拥抱新鲁商，打造国内领先的大健康综合运营商	5
1.1	概况：拟剥离地产业务，大健康转型持续推进	5
1.2	财务：地产收缩，化妆品业务贡献高速增长	7
二、	化妆品：“4+N”多品牌运营，差异化细分赛道优势明显	8
2.1	瓊尔博士：微生态护肤新锐品牌，产品匠心与科技实力并存	10
2.2	颐莲：深耕玻尿酸护肤，概念拓展+技术迭代构建品牌护城河	16
三、	原料：透明质酸原料优势显著，产品终端应用场景广泛	20
3.1	透明质酸：市场空间广阔，“玻尿酸+”概念拓展驱动未来增长	21
3.2	生物活性原料：产品矩阵丰富，终端应用领域广泛	23
四、	医药：明仁+博士伦领军医药细分领域，眼科骨科优势明显	24
4.1	明仁福瑞达：品牌矩阵丰富，深耕中成药，营销网络强大	25
4.2	博士伦福瑞达：领军眼科骨科细分领域	26
五、	盈利预测与估值	27
5.1	盈利预测	27
5.2	相对估值	28
六、	风险提示	29

图表目录

图表 1：公司发展历程	5
图表 2：公司股权结构及重点子公司	6
图表 3：公司管理层背景	6
图表 4：公司营收及增速	7
图表 5：公司归母净利润及增速	7
图表 6：化妆品营收占比增加	8
图表 7：公司分业务毛利率	8
图表 8：化妆品业务带动公司毛利率提升	8
图表 9：品牌打造期销售费用率上升	8
图表 10：公司化妆品业务“4+N”品牌战略布局	9
图表 11：公司化妆品业务营收增速大于行业平均	9
图表 12：公司化妆品毛利率处于行业中位	9
图表 13：两大旗舰品牌实现放量增长	10
图表 14：化妆品业务分销渠道占比	10
图表 15：化妆品分渠道营收占比	10
图表 16：化妆品分渠道毛利率	10
图表 17：微生态护肤原料热门成分产品备案数	11
图表 18：兰蔻二代小黑瓶首次宣传微生态护肤概念	11
图表 19：21.8-22.7 热门护肤概念线上市场规模	12
图表 20：微生态护肤市场预期增速较快	12
图表 21：2021.8-2022.7 微生态护肤品类格局	12
图表 22：2021.8-2022.7 微生态护肤细分品类增速	12
图表 23：2021.8-2022.7 微生态护肤 Top10 榜单	12
图表 24：瓊尔博士科研体系架构	13
图表 25：公司独家专利成分褐藻酵粹	14
图表 26：公司酵萃系列明星单品“闪充精华”	14
图表 27：瓊尔博士产品矩阵	14

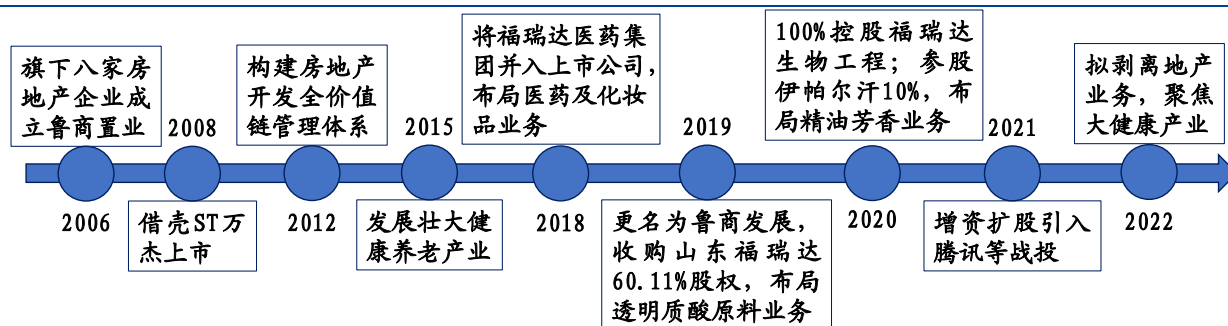
图表 28: 瓊尔博士 1-11 月淘系销售额价格带分布	15
图表 29: 瓊尔博士 1-11 月淘系销量价格带分布	15
图表 30: 瓊尔博士 1-11 月淘系 TOP10 类目结构	15
图表 31: 瓊尔博士淘系销售额及增速	16
图表 32: 瓊尔博士抖音渠道均价及排名	16
图表 33: 瓊尔博士品牌线下专柜	16
图表 34: “瓊尔博士皮肤颜究院”单品牌店	16
图表 35: 颐莲品牌发展历程	17
图表 36: 颐莲产品拓展战略	17
图表 37: 颐莲玻尿酸喷雾大单品	17
图表 38: 颐莲 1-11 月淘系销售额价格带分布	18
图表 39: 颐莲 1-11 月淘系销量价格带分布	18
图表 40: 颐莲喷雾竞品对比	18
图表 41: 2021 中国玻尿酸+富勒烯行业高峰论坛	19
图表 42: 颐莲富勒烯元气精华	19
图表 43: 颐莲首位代言人谭松韵	20
图表 44: 小红书“颐莲蓝随处可染”灵感共创活动	20
图表 45: 公司原料业务板块概览	20
图表 46: 18-21 年公司原料业务收入与增速	21
图表 47: 18-21 年公司原料业务毛利率与收入占比	21
图表 48: 全球透明质酸市场规模稳步提升	22
图表 49: 食品级透明质酸增速领先	22
图表 50: 2021 年全球透明质酸市场竞争格局（按销量）	22
图表 51: 近年来焦点福瑞达透明质酸制备相关专利	23
图表 52: 17-26 年全球食品级透明质酸终端产品市场规模	23
图表 53: “玻小酸”与“天姿玉琢”系列口服产品	23
图表 54: 公司主要生物活性原料功效与应用领域	24
图表 55: 公司医药板块营收	25
图表 56: 公司医药板块毛利率	25
图表 57: 明仁福瑞达主要品牌矩阵	25
图表 58: 明仁福瑞达营销网络	26
图表 59: 博士伦福瑞达主要产品矩阵	26
图表 60: 中国骨科透明质酸钠注射液格局	27
图表 61: 中国眼科透明质酸产品格局	27
图表 62: 分业务收入及毛利率	28
图表 63: 可比公司估值	29
图表 64: 财务预测摘要	30

一、 拥抱新鲁商，打造国内领先的大健康综合运营商

1.1 概况：拟剥离地产业务，大健康转型持续推进

拟置出房地产业务，聚焦大健康产业。2006年，公司整合八家房地产企业成立鲁商置业，2008年借壳ST万杰登陆上交所，2015年涉足健康养老产业，2018年收购福瑞达医药集团拓展生物医药及化妆品业务，化妆品现已打造“颐莲”、“瑗尔博士”等多个品牌，2019年收购焦点福瑞达布局透明质酸原料业务。2022年11月公司发布公告，计划将房地产开发业务相关资产及负债转让至公司控股股东山东省商业集团有限公司或其所属公司。后续公司将继续聚焦大健康业务，围绕透明质酸全产业链布局，并拓展胶原蛋白相关产品。

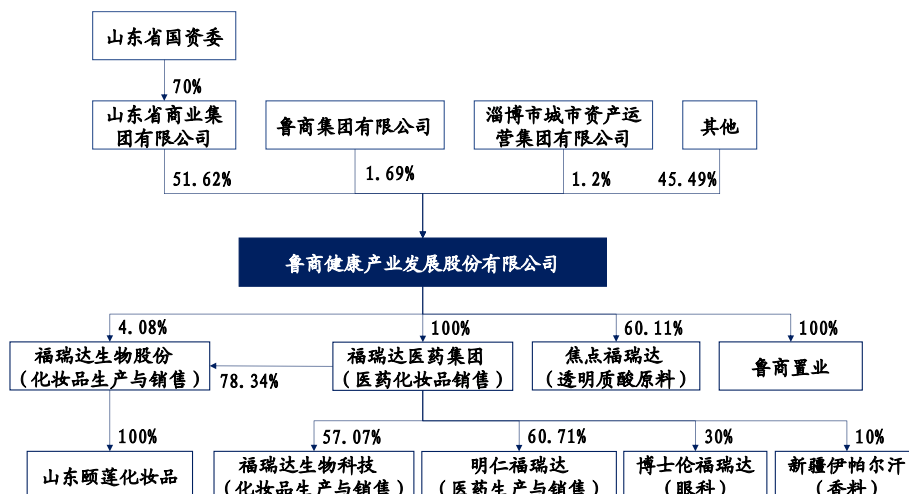
图表 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，公司公告，华福证券研究所

公司背靠山东省国资委，投融资资源丰富。截止2022年Q3末，公司第一大股东山东省商业集团持有公司51.63%股份，公司实控人为山东省国资委，在产业协同资源、信息资源和资金资源方面形成强力支持。通过子公司经营化妆品、医药、原料、地产业务，广泛布局健康城市建设生态链、健康管理服务链、生物医药产品链，其中福瑞达生物股份主要经营化妆品业务，明仁福瑞达及博士伦福瑞达主要经营医药业务，焦点福瑞达主要经营原料及添加剂业务。

图表 2：公司股权结构及重点子公司



数据来源：公司公告，企查查，华福证券研究所（截止 2022 年三季报）

管理层变更赋能大健康转型。2022 年 1 月公司换帅，原福瑞达总经理贾庆文接棒葛健担任公司董事长，原董事长主要经历聚焦房地产业务，新任董事长医药背景丰富，此举彰显公司大健康转型决心，且董事长丰富医药研发及运营经验将有效助力公司大健康战略转型。

图表 3：公司管理层背景

姓名	职位	年龄	简历
贾庆文	董事长	51	山东中医药大学中药制药专业，山东大学制药工程硕士，主任药师。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，2019 年 1 月至 2021 年 1 月任山东福瑞达医药集团有限公司总经理，2019 年 3 月至今任公司董事，2021 年 1 月至 2021 年 9 月任福瑞达医药集团党委书记、副董事长，2021 年 9 月至今任福瑞达医药集团党委书记、董事长，2021 年 3 月至 2022 年 1 月任公司总经理，2022 年 1 月至今任公司董事长。
葛健	董事	54	山东建筑工程学院工系工业与民用建筑专业，高级工程师。2018 年 8 月至 2021 年 9 月任鲁商集团有限公司副总经理，2018 年 8 月至 2019 年 7 月任鲁商发展中心总经理，2019 年 7 月至 2020 年 4 月任山东省鲁商集团产业投资有限公司总经理，2020 年 4 月至 2021 年 9 月任山东省鲁商集团产业投资有限公司党支部书记、董事长，2021 年 10 月至 2022 年 1 月任公司党委书记、董事长，2021 年 10 月至今任公司董事。
陈莉	总经理	45	经济管理硕士。2017 年 7 月至 2019 年 3 月任泰禾集团股份有限公司济南公司总经理，2019 年 4 月至 2021 年 3 月任四川蓝光发展股份有限公司华北区域公司执行总裁，2021 年 3 月至 2022 年 1 月任公司副总经理，2022 年 1 月至今任公司总经理。
李璐	董秘	46	山东大学软件工程专业，硕士，经济师。2011 年 6 月至今任公司董事会秘书。
杨云龙	CFO	41	毕业于山东经济学院会计学专业，本科，高级会计师，注册会计师。2016 年 5 月至 2018 年 2 月任山东电力管道公司财务产权部副主任，2018 年 3 月至 2021 年 6 月任山东电力管道公司财务产权部主任，2021 年 7 月至今任公司财务总监。

数据来源：公司公告，华福证券研究所

国企背景但品牌运营充分放权至年轻高效团队。公司虽属于以地产业务起家的国有企业，但化妆品业务管理运营团队偏年轻化，瑗尔博士品牌运营团队整体架构为 4: 3，其中 80 后技术研发团队人员占 4，90 后产品、营销团队人员占 3，公司依托年轻化的运营团队，能在营销端提高与消费者沟通效率，将品牌产品与理念有效传达

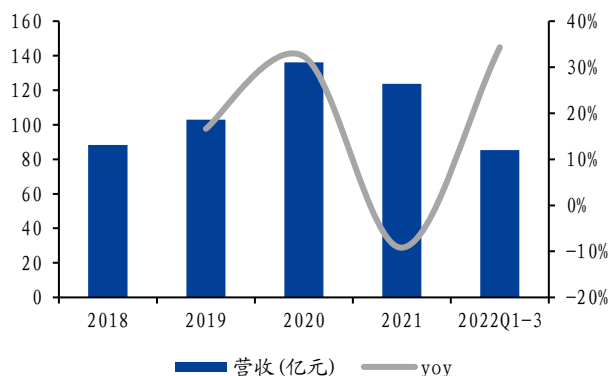
给消费者，并听取相关反馈，不断打磨产品，真正解决消费者痛点与需求。

引入战投多方位赋能化妆品业务发展。2021 年 12 月，福瑞达生物通过增资扩股引入战略投资者，联合购买体由广西腾讯创业投资有限公司（腾讯子公司，增资后持股 8.04%）、南通招华贰号新兴产业投资基金合伙企业（股东为招商局资本，2.29%）、杭州众达源企业管理合伙企业（壹网壹创子公司，2.29%）、济南动能嘉福投资合伙企业（股东为山东省新动能，3.21%）、上海众源二号私募投资基金合伙企业（股东为众源资本，1.07%）五家企业组成，合计认购新增股份 1538 万股，增资额为 7.38 亿元，增资完成后联合购买体合计持股比例为 16.9%。本次投资方背景多元，在优化资本结构的同时有望为公司化妆品业务注入多方位资源，全面助力化妆品发展，腾讯与公司在化妆品私域渠道加强合作，壹网壹创有望赋能公司化妆品业务新品牌的打造。

1.2 财务：地产收缩，化妆品业务贡献高速增长

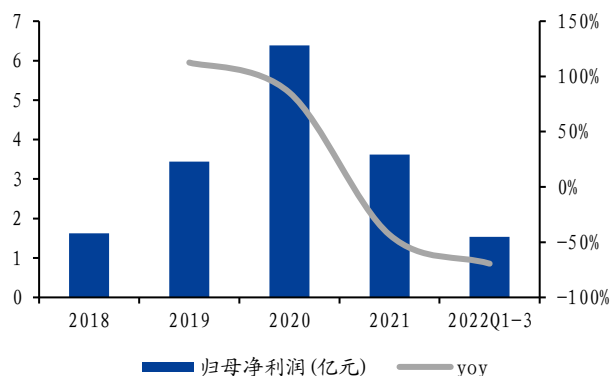
坚定健康产业转型，化妆品贡献高增速。2018-2020 年，公司营收和归母净利润稳健增长，2021 年营收同比下降 9.2%至 123.6 亿元，归母净利润同比-43%至 3.6 亿元，主要系地产行业下行影响收入，计提 1.88 亿资产减值准备拖累业绩。2022 年 Q1-3，公司实现营收 85.29 亿元，同比+34%；实现归母净利润 1.54 亿元，同比-69%。其中化妆品业务营收占比由 2018 年的 2.5%提升至 2022 年前三季度的 16.8%，健康产业转型显现成效，2021 年/2022 年 Q1-3 化妆品业务分别实现营收 14.95 亿元/14.29 亿元，同比分别 117%/+44%，伴随颐莲、瑗尔博士的品牌打造，化妆品等健康产业将贡献后续增长驱动力。

图表 4：公司营收及增速



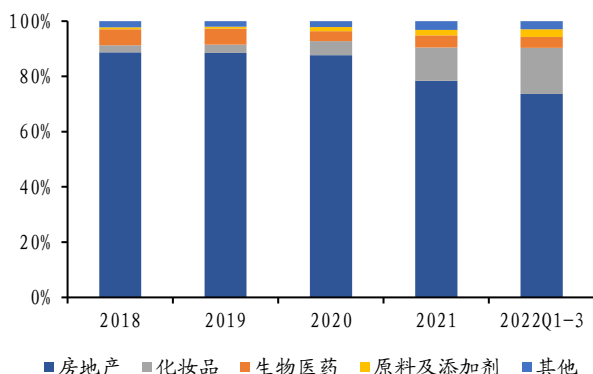
数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 5：公司归母净利润及增速



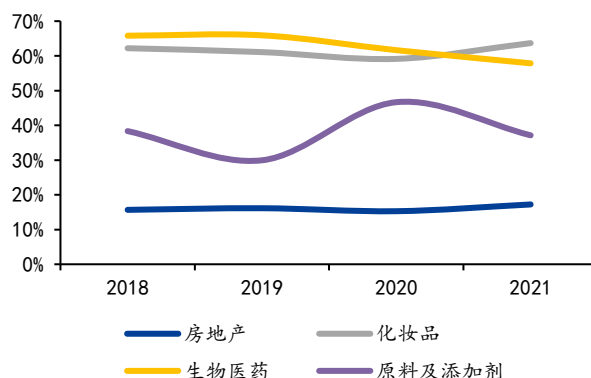
数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 6：化妆品营收占比增加



数据来源：公司公告，华福证券研究所

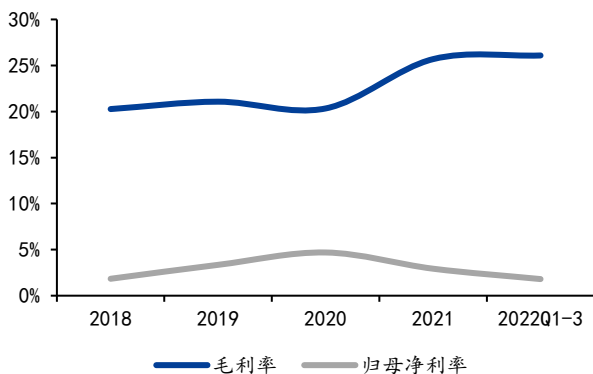
图表 7：公司分业务毛利率



数据来源：公司公告，华福证券研究所

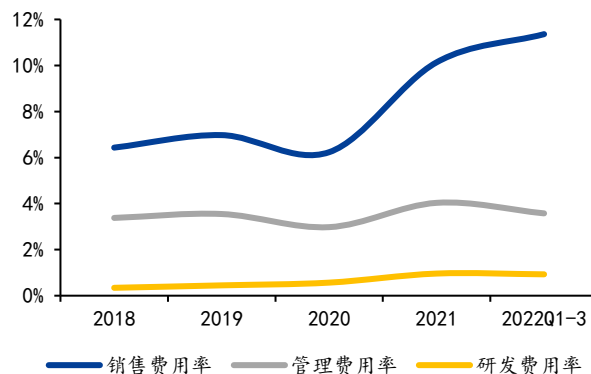
化妆品业务带动公司毛利率提升，品牌建设期销售费用投放加大。2020 年-2022 年 Q1-3，公司化妆品业务毛利率分别为 59.1%/63.7%/58.6%，公司整体毛利率由 20.3%增至 26.1%，主要系毛利率较高的化妆品、生物医药、原料添加剂业务占比提升拉动；费用率方面，因公司化妆品处于品牌打造期，投入营销推广导致公司销售费用率提升，2018 年-2022 年 Q1-3，销售费用率由 6.4%提升至 11.4%。

图表 8：化妆品业务带动公司毛利率提升



数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 9：品牌打造期销售费用率上升



数据来源：Wind，华福证券研究所

二、 化妆品：“4+N”多品牌运营，差异化细分赛道优势明显

“4+N”战略主打品牌差异化布局，覆盖护肤、香氛、彩妆多领域。近年来公司化妆品业务坚持“4+N”多品牌发展战略，“4”指四大主力品牌及相对应的护肤技术细分赛道，包括专研玻尿酸护肤品牌“颐莲”，专注微生态护肤品牌“瑗尔博士”，精准护肤品牌“善颜”，以及以油养肤品牌“伊帕尔汗”；“N”指依托主品牌与公司核心技术原料优势所孵化的众多中小品牌。公司众多品牌主要覆盖护肤业务板块，且大多切入玻尿酸护肤、微生态护肤、弱敏肌修复等细分赛道，具备差异化竞争优势，其中

旗舰品牌瑗尔博士、颐莲贡献主要营收，增速亮眼。不同品牌之前研发平台共用，共享公司科研背景优势，渠道相互独立，保障团队的自主性与灵活性。

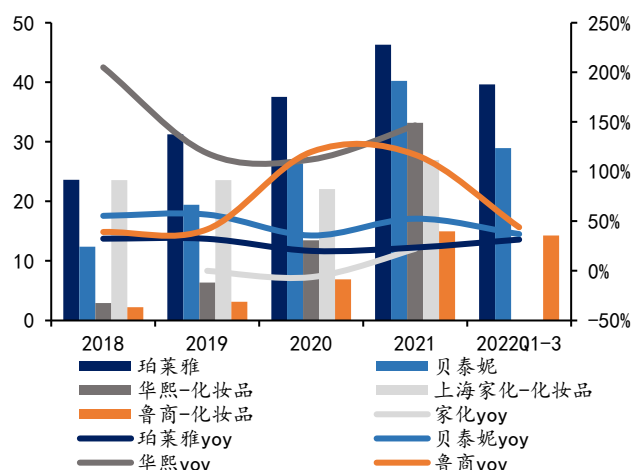
图表 10：公司化妆品业务“4+N”品牌战略布局

战略布局	品牌名称	业务板块	品牌定位	主要品类	主要销售渠道
“4”大主力品牌	颐莲	护肤	专研玻尿酸护肤	喷雾、水乳、原液、精华、面膜、隔离、防晒、洁面卸妆等	线上渠道为主：天猫、京东直营渠道双线并行、分销渠道全力跟进 线下渠道为辅：KA 全国范围内站点布局与 CS 高势能集合店全面入驻（入驻品牌包括：KKV、调色师、三福、OLE 等）
	瑗尔博士	护肤	微生态护肤	面膜、水乳、洁面乳、营养液、保湿霜、精华液、修护水等	线上线下全面布局、多渠道共同发展 线上：以天猫旗舰店为主，抖音起量迅速线下：构建新零售体系，以单品牌店+商圈店布局全国
	善颜	护肤	精准护肤	精华、爽肤水、面霜、水乳、面膜、原液等	线下品牌门店为主
	伊帕尔汗	精油/香氛	薰衣草精油科学养肤	薰衣草精华、薰衣草精油、薰衣草菁萃清肌水	线下品牌门店为主
“N”个子品牌	UMT	彩妆	分肤专研·养肤底妆	粉底、高光、唇釉、眼影盘、眉笔等	线上渠道为主
	詮润	护肤	专注弱敏肌肤健康护理	面膜、面霜、精华液、爽肤水、洁面乳等	线上渠道为主
	贝润	护肤	坚持功效抗衰老	水乳、精华液、面霜、面膜等	线上以直播渠道为依托，结合天猫及私域社群 线下主要布局 CS 渠道矩阵销售和推广

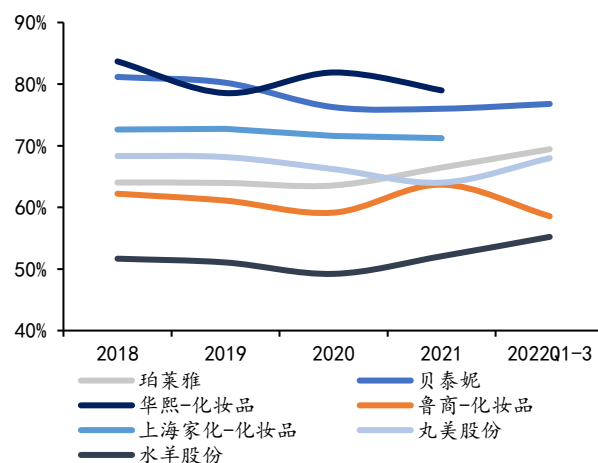
数据来源：公司公告，华福证券研究所

营收增速亮眼，盈利能力未来增长可期。公司自 2018 年收购福瑞达医药集团后开始发力化妆品业务，2020 年-2022 年 Q3 化妆品营收分别为 6.9/15.0/14.3 亿元，同比增长 119.8%/117.0%/43.9%，增速亮眼，主要源于瑗尔博士、颐莲两大旗舰品牌实现放量增长；公司化妆品业务毛利率整体处于行业低位，2022 年 Q1-3 毛利率为 58.7%，同比下降近 3%，主要系旗舰品牌分销渠道占比增加影响，以瑗尔博士为例，2022 年前 3 季度公司将其分销渠道占比增加至 30%，以此增加消费者人群覆盖率与借助合作商的定价来完善渠道建设，预计后续随着渠道建设趋于稳定以及精华类等高毛利产品的推出，公司化妆品业务盈利能力有望进一步提升。

图表 11：公司化妆品业务营收增速大于行业平均



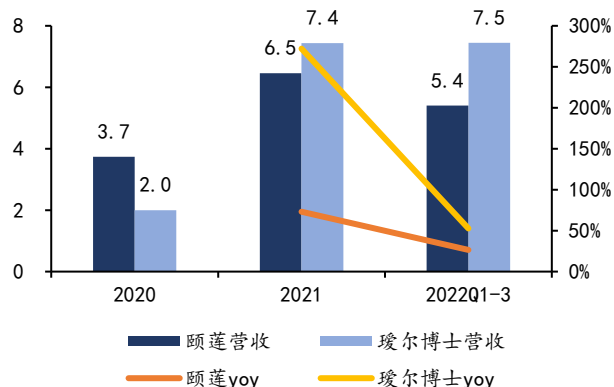
图表 12：公司化妆品毛利率处于行业中位



数据来源: Wind, 公司公告, 华福证券研究所

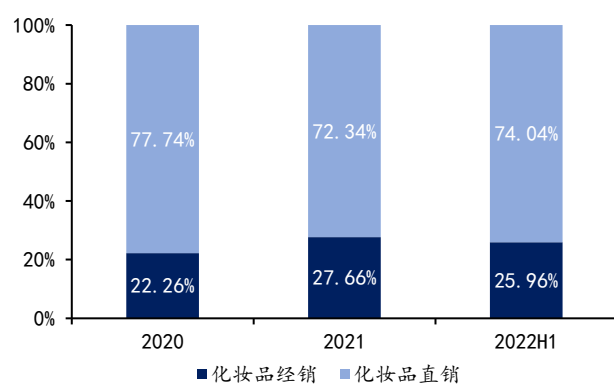
数据来源: Wind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 13: 两大旗舰品牌实现放量增长



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

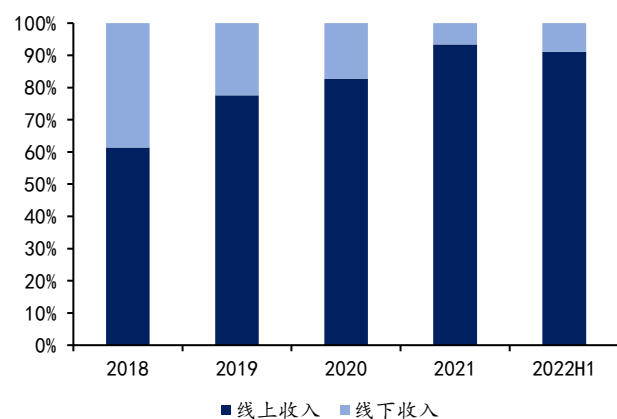
图表 14: 化妆品业务分销渠道占比



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

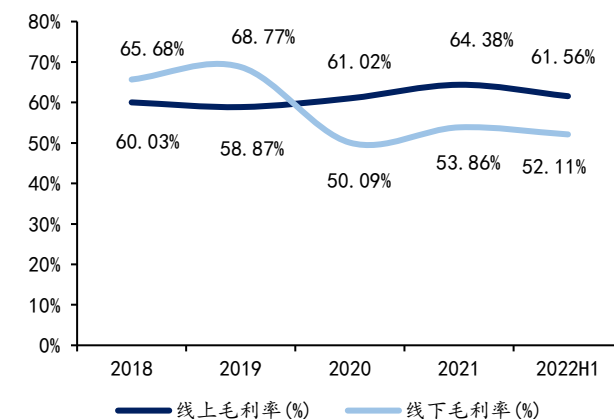
线上渠道为主, 线下布局加速拓展。公司近三年化妆品业务线上销售占比逐年提升, 截至 2022 年 H1 达 91%, 其中颐莲以线上渠道为主; 瑗尔博士线上线下双线并行, 实现多渠道共同发展, 线上以天猫旗舰店为核心, 抖音迅速起量, 线下布局调色师、KKV、三福时尚、喜燃等 CS 渠道以及在一二线城市核心商圈开设单品牌店。2020-2022H1 公司化妆品业务线上渠道毛利率分别为 61.0%/64.4%/61.6%, 线下渠道毛利率维持在 50%以上, 未来公司计划进一步加速线下渠道拓展, 以更高的效率为消费者提供优质服务, 以此打造自身品牌护城河。其中 2020 年起线下毛利率下降主要系疫情影响线下业务开展, 公司为提振销售多次组织促销活动加大价格折扣力度。

图表 15: 化妆品分渠道营收占比



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 16: 化妆品分渠道毛利率



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

2.1 瑗尔博士: 微生态护肤新锐品牌, 产品匠心与科技实力并存

微生态护肤概念兴起，国内消费者关注度提升。微生态护肤指通过护肤产品促进有益菌增长，抑制/减少有害菌，帮助皮肤维持微生物组平衡，进而达到健康皮肤状态的一种新兴护肤方式。产品主要包含三大类原料：益生元、后生元与益生菌萃取物。国际品牌欧莱雅、雅诗兰黛、SK-II 等在该领域率先布局，但大多数品牌并非一开始便宣称这一概念，而是在产品后续更新迭代后逐渐引入。2019 年 7 月 13 日，兰蔻首推第二代小黑瓶，其成分增加了 7 种益生元&酵母精粹，并在微博上首次发表“护肤进入微生态时代”话题，至此将微生态护肤概念引入国人视角。随后在小红书、抖音等新兴社交媒体上，相关科普文章与话题阅读量急速攀升，消费者对这一概念的认知趋于成熟。

图表 17：微生态护肤原料热门成分产品备案数

原料种类	热门成分	2021.8-2022.7 产品备案数
益生元	黄原胶	74709
	海藻糖	42436
	β-葡聚糖	23788
	葡萄糖	19365
后生元	二裂酵母发酵产物溶胞产物	8785
	精氨酸/赖氨酸多肽	8006
	二裂酵母发酵产物滤液	7057
益生菌提取物	乳酸菌发酵产物	3723
	酵母菌发酵产物滤液	3012
	乳酸菌发酵溶胞产物	2061

数据来源：聚美丽，华福证券研究所

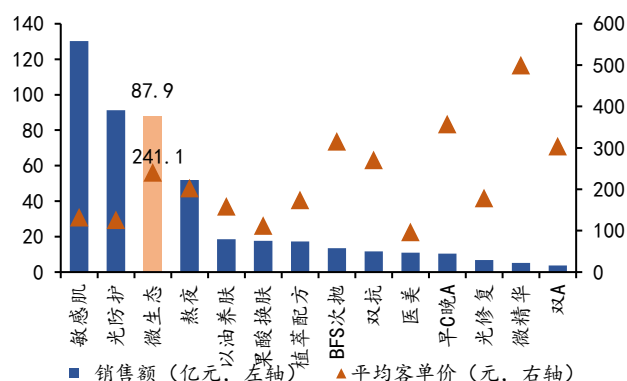
图表 18：兰蔻二代小黑瓶首次宣传微生态护肤概念



数据来源：兰蔻官方微博，华福证券研究所

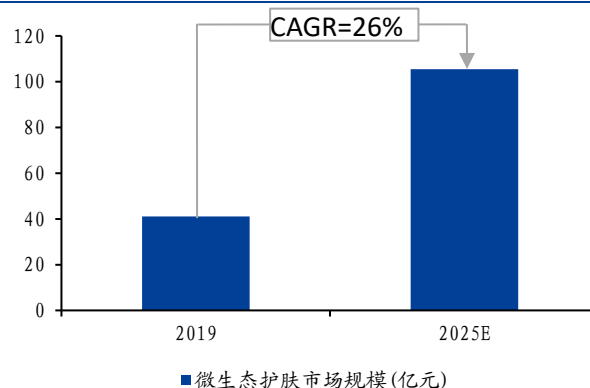
线上市场规模接近 90 亿，面护为主要驱动品类。根据美业颜究院《2022 微生态护肤市场趋势洞察》报告显示，MAT2022 微生态护肤概念产品线上市场规模达 87.9 亿，仅次于敏感肌与光防护，远超“早 C 晚 A”、“以油养肤”等护肤热门概念，且产品客单价达 241 元，在 Top6 护肤概念中位居第一。产品品类以面部护理为主，精华类产品占据半壁江山，洁面类产品近年来加速渗透，增速领先。市场整体处于快速成长期，行业天花板尚远，未来微生态概念产品线有望拓展至敏感肌、抗衰等领域，以及延伸到头皮、身体护理、肠道等多方面，有较大成长空间。根据美业颜究院预测，我国皮肤“微生态”市场规模有望从 2019 年的 41 亿元，增长到 2025 年的 105.4 亿元，复合增长率为 26%，细分赛道增长空间广阔。

图表 19: 21.8-22.7 热门护肤概念线上市场规模



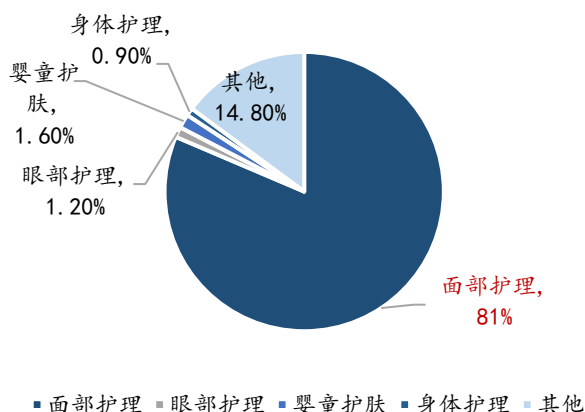
数据来源: 美业研究院, 华福证券研究所

图表 20: 微生态护肤市场预期增速较快



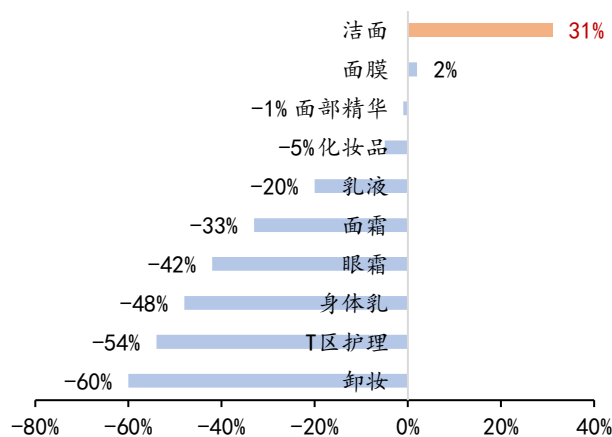
数据来源: 美业研究院, 华福证券研究所

图表 21: 2021.8-2022.7 微生态护肤品类格局



数据来源: 聚美丽, 华福证券研究所

图表 22: 2021.8-2022.7 微生态护肤细分品类增速



数据来源: 聚美丽, 华福证券研究所

瓊尔博士作为新锐国货品牌,在微生态细分领域赛道快速崛起。国际品牌虽然依托自身的原料技术优势与多年的品牌沉淀,率先在护肤品内加入益生菌代谢产物,入局微生态护肤市场,但前期并未在这一概念上做过多的宣传与消费者教育。瓊尔博士2018年创立后,作为国内首个明确定位“微生态护肤”的品牌,通过深厚的技术背景优势、突出的爆品打造能力迅速在国货品牌中崛起,2021.8-2022.7销售额同比增加92.6%,超越欧莱雅位列市场第三,占据8.2%的市场份额,在所有国货品牌中处于绝对领先。

图表 23: 2021.8-2022.7 微生态护肤 Top10 榜单

排名	品牌	销售额(千万元)	销售额同比增速	占比变化	排位变化
1	雅诗兰黛	163.7	11.60%	2.90%	-
2	SK-II	88.8	-7.70%	-0.20%	-
3	瓊尔博士	72.4	92.60%	4.20%	↑3
4	欧莱雅	64.4	-14.30%	-0.70%	↓1
5	资生堂	59.7	-3.90%	0.10%	-

6	兰蔻	59.3	-11.40%	-0.40%	↓ 2
7	赫莲娜	33.8	38.60%	1.20%	-
8	悦木之源	28.5	18.30%	0.70%	-
9	百雀羚	17.8	5.60%	0.20%	↑ 1
10	PMPM	11.2	35.80%	0.40%	↑ 7

数据来源：聚美丽，华福证券研究所

微生态护肤科研体系成熟完善，成果显著。 瓊尔博士母公司福瑞达生物股份成立于 1998 年，系国内最早进行玻尿酸、聚谷氨酸成分护肤品的研发、生产、品牌营销的化妆品科技企业，拥有深厚的科研技术沉淀与储备。瓊尔博士基于母公司科研基础，打造了适合自身的产品研发体系，即从对皮肤微生态的基础研究，到独家专利生物发酵成分的创新研究，再到各项专利成分形成科学组方的应用研究，以及最后通过功效评价来证明产品效果四大板块。截至目前公司已获得独家专利成分“益生菌发酵褐藻”、“双菌双珠发酵技术”、“益生菌平衡科技”等多项研究成果，走通了皮肤问题-自主原料-配方技术-功效评价这一链路。

图表 24：瓊尔博士科研体系架构

科研体系	主要研究内容	研究成果
01 基础研究体系	专研中国人皮肤微生态，探求不同类型皮肤相关性	✓ 与上海应用技术大学完成“皮肤微生态与皮肤生理参数相关性”数据库建设 ✓ 有效揭示了中国人群衰老皮肤、熬夜人群、敏感性皮肤、黄褐斑皮肤间的相关性
02 创新研究体系	研发“益生菌发酵褐藻”等独家专利成分	✓ 2021年4月公布独家专利成分“益生菌发酵褐藻” ✓ 采用双菌双珠发酵技术，将迟罗芽孢杆菌和植物乳杆菌双重发酵，并获得分子量更小的褐藻成分，该技术突破了国际垄断，属于国内首创
03 应用研究体系	以多种功效配方组合打造高品质明星产品	✓ 益生菌水乳系列添加独家“益生菌平衡科技”，促进益生菌增值，形成益生菌保护膜 ✓ 闪充精华复配了硅烷化透明质酸、奥婷敏等10余种专利成分，通过三大组方来增强皮肤弹性、促进常驻菌群平衡以及隐退、预防皱纹，首发上市3月销量破千万
04 功效评价体系	组织消费者功效评价试验，关注菌群变化趋势	✓ 益生菌水乳人群使用后28天后显示皮肤菌群优势物种丰富下降，其他物种丰富更均匀 ✓ 闪充精华使用试验4周后明显表现出抗皱（眼角皱纹平均深度-10.3%）、紧致（皮肤弹性+11.9%）等作用

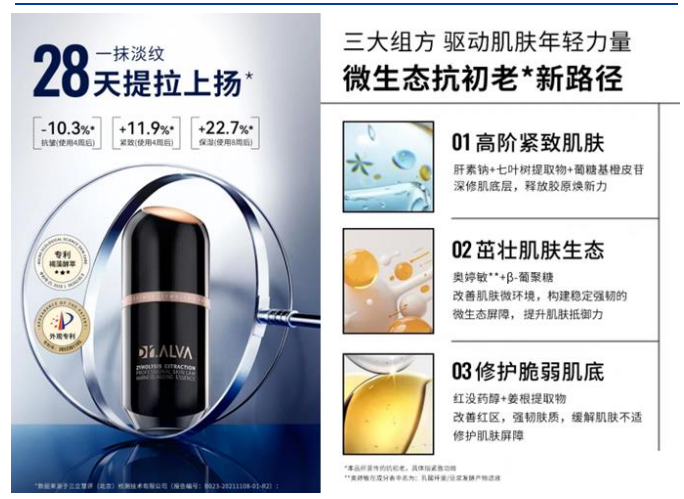
数据来源：聚美丽官方微博，华福证券研究所

图表 25: 公司独家专利成分褐藻酵粹



数据来源: 美业研究院, 华福证券研究所

图表 26: 公司酵萃系列明星单品“闪充精华”



数据来源: 天猫旗舰店, 华福证券研究所

SKU 精简, 以功效与性价比抗衡国际大牌。 瓊尔博士整体产品 SKU 较少, 注重研发和产品质量的打磨, 截至 2022 年 12 月 1 日, 品牌天猫旗舰店产品数 40+个, 按需求可划分为焕亮、抗初老、修护、补水四大系列。定价策略上, 一方面覆盖多价格带, 早期益生菌系列产品价格带在百元左右, 新推出褐藻系列闪充精华涵盖 300-400 元价格带; 另一方面相对国际品牌突出性价比优势: 在研发实力基础上打造极致功效的同时, 制定阶梯性价格, 承接消费回流需求。后续新产品线布局上公司将围绕两大主线, 一是定位国货里面抗衰线天花板, 二是在边缘性品类里做极致性价比。

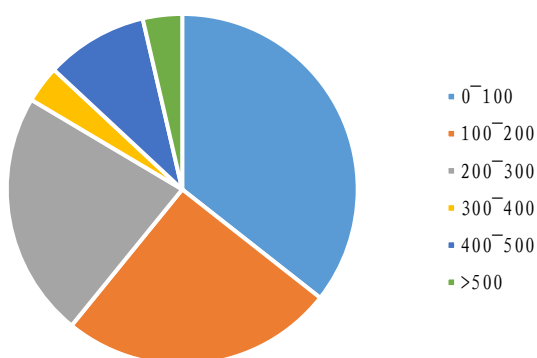
图表 27: 瓊尔博士产品矩阵

产品系列	人气产品	价格区间	主要成分
益生菌系列	益生菌水乳	198-228 元 (110g)	益生菌复合物, SymReboot L19, 硅烷化玻尿酸, 透明质酸钠, 积雪草苷, 神经酰胺 NP 等
	益生菌补水保湿面膜	89 元 (10 片)	
	益生菌补水保湿面霜	168-178 元 (50g)	
	酸奶面膜	228-278 元 (100g)	
	益生菌卸妆霜	54-59 元 (85g)	
酵萃系列	赋颜乳 (反重力水乳套装)	278 元 (140g)	褐藻酵粹、硅烷化玻尿酸 GP4G、奥婷敏等
	微晶水 (反重力水乳套装)	238 元 (159ml)	
	闪充精华	368-468 元 (30g)	
	酵萃绷带面膜	138 元 (1 片)	
	酵萃眼部精华液	268 元 (15g)	
	酵萃洁面乳	128-138 (100g)	
	洁颜氨基酸洗面奶	68 元 (120ml)	
精研系列	前导精华	208-218 元 (45g)	月桂酰基氨基酸钠、硅烷化玻尿酸、二裂酵母发酵产物、蓝铜胜肽等
	次抛精华	428-528 元 (30 支)	
	润唇膏	32-27 元 (8g)	
	磨砂膏	109 元 (180g)	
	舒安面膜	109 元 (10 片)	
	身体油	288 元 (50ml)	
	护手霜	79 元 (50g)	

数据来源: 淘宝天猫旗舰店, 魔镜, 华福证券研究所 (标红类目为 2022.11 月销过万产品)

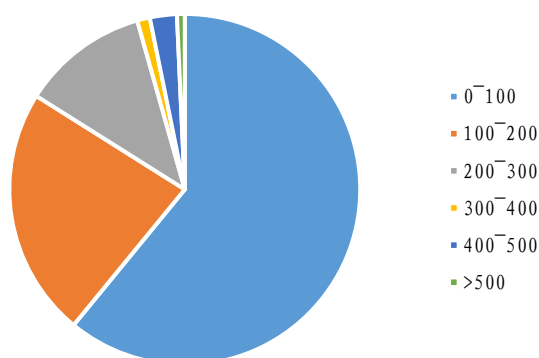
高价值单品带动产品结构升级。根据魔镜数据，2022 年 1-11 月瑗尔博士品牌在淘系平台的销售中 300 元以下产品占据大头，其中 0-100 元产品销售额/销量占比分别为 36%/61%，100-200 元产品销售额/销量占比分别为 25%/23%，200-300 元产品销售额/销量占比分别为 23%/12%。400-500 元产品销售额占比 9%，闪充精华等高价格带产品贡献销售额，优化产品结构。从品类来看，2022 年 1-11 月瑗尔博士销售额中高毛利的面部精华占比达到 11%，均价为 229 元，预计随着公司后续对高毛利产品的重点推广，品牌均价及盈利能力将持续提升。

图表 28: 瑗尔博士 1-11 月淘系销售额价格带分布



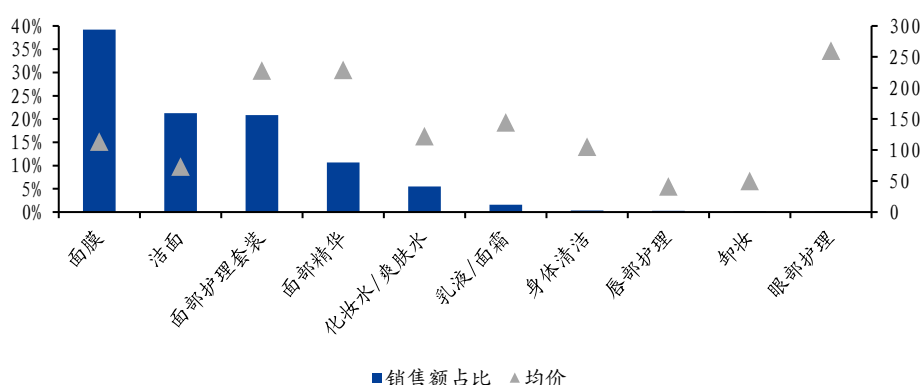
数据来源：魔镜数据，华福证券研究所

图表 29: 瑗尔博士 1-11 月淘系销量价格带分布



数据来源：魔镜数据，华福证券研究所

图表 30: 瑗尔博士 1-11 月淘系 TOP10 类目结构

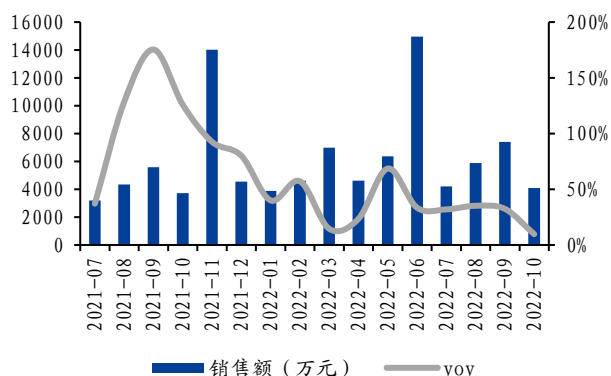


数据来源：魔镜数据，华福证券研究所

线上渠道起家，积极布局线下打造品牌护城河。瑗尔博士品牌成立初期实行“全网营销，天猫成交”战略，2020 年前锚定的主渠道均是天猫旗舰店，在益生菌水乳系列等爆款单品实现放量增长后，公司将视线转至线下；2021 年开始精细化布局线下 CS、KA 等渠道，在一、二线城市做形象和销售，开设“品牌线下专柜”与“瑗尔

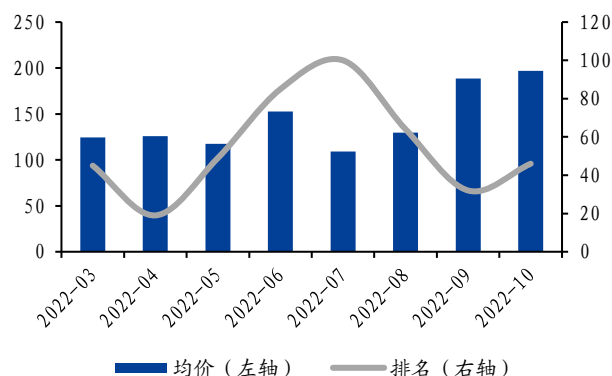
博士皮肤颜究院”的直营和加盟，线下消费群体年龄集中在 30-35 岁，以抗衰、修复为主要诉求，消费能力更强，客单价在 400-500 元左右，公司开设线下渠道能更好承接线上粉丝的线下体验，创造更多私域流量消费，形成闭环消费生态圈；2022 年公司开始注重每个渠道的精细化运营，在抖音等战略增长渠道积极布局成效显著，2022 年 3 月-10 月抖音渠道产品均价呈上升态势。

图表 31：瑗尔博士淘系销售额及增速



数据来源：魔镜数据，华福证券研究所

图表 32：瑗尔博士抖音渠道均价及排名



数据来源：蝉妈妈，华福证券研究所

图表 33：瑗尔博士品牌线下专柜



数据来源：美业颜究院，华福证券研究所

图表 34：“瑗尔博士皮肤颜究院”单品牌店



数据来源：美业颜究院，华福证券研究所

2.2 颐莲：深耕玻尿酸护肤，概念拓展+技术迭代构建品牌护城河

领跑国货玻尿酸护肤赛道，产业背景技术深厚。“颐莲”品牌诞生于 2003 年，系福瑞达医药集团旗下第一个美妆品牌，其母公司福瑞达早在 1983 年成功从动物组织中提取透明质酸，并在 1992 年实现工业化生产。依托集团玻尿酸技术优势，品牌自成立之初便专研玻尿酸护肤赛道，玻尿酸技术经历六次迭代，在第二个 10 年迎来

了高速增长。

图表 35: 颐莲品牌发展历程



数据来源：颐莲公司官网，华福证券研究所

爆品驱动品牌成长，面膜等子品类增速可观。玻尿酸补水喷雾作为颐莲的战略单品，全网累计销量突破 1500 万瓶，连续 5 年蝉联天猫化妆水类目第一，2021 年斩获天猫金妆奖“2021 年度化妆水”（单品类奖），2021 美伊大赏 TOP 护肤类喷雾大奖等多项奖项，成为行业内经典产品，赢得众多消费者认可，为品牌成长发展打下坚实基础。在成功打造喷雾类爆品后，公司一方面对原有产品进行升级迭代，推出玻尿酸深层补水喷雾 2.0，加入独家专利成分硅烷化玻尿酸增加补水功效；另一方面推出面膜精华等新品类，采取场景化策略，在包裹物料、产品推广上做到统一，以喷雾人群带动面膜等其他品类人群消费，2022 年双十一前半段颐莲面膜销售贡献超过喷雾，成长速度较快。

图表 36: 颐莲产品拓展战略



数据来源：淘宝天猫旗舰店，华福证券研究所

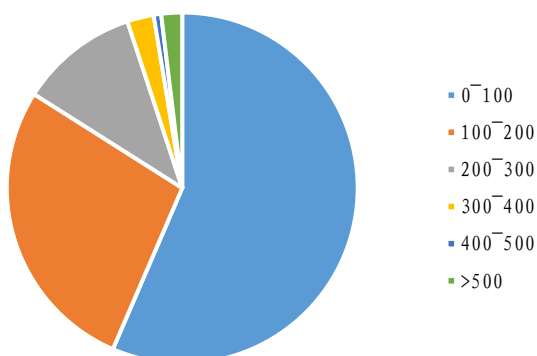
图表 37: 颐莲玻尿酸喷雾大单品



数据来源：淘宝天猫旗舰店，华福证券研究所

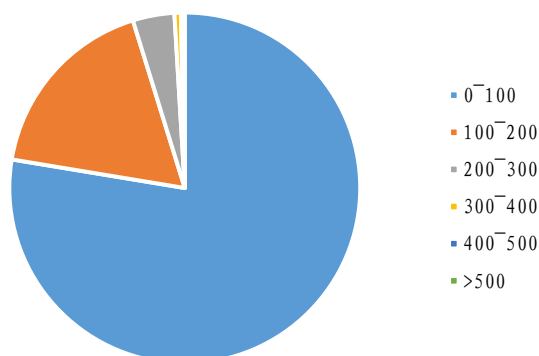
产品集中在 200 元以下价格带主打性价比。根据魔镜数据，2022 年 1-11 月颐莲品牌在淘系平台的销售价格带集中在 200 元以下价位，其中 0-100 元产品销售额/销量占比分别为 56%/78%，100-200 元产品销售额/销量占比分别为 28%/18%。其中，核心单品颐莲喷雾在天猫双 12 喷雾热卖榜中排名第一，其单毫升价格低于国际品牌及头部国货品牌，在喷雾细分赛道中性价比优势凸显；同时在掌握消费者心智，筑牢品牌力的基础上，对经典产品进行迭代提价。

图表 38：颐莲 1-11 月淘系销售额价格带分布



数据来源：魔镜数据，华福证券研究所

图表 39：颐莲 1-11 月淘系销量价格带分布



数据来源：魔镜数据，华福证券研究所

图表 40：颐莲喷雾竞品对比

产品	主要功效成分	价格	单毫升价格
颐莲玻尿酸补水喷雾 1.0	双重玻尿酸（小分子+大分子），冰川矿物水	69 元/300ml	0.23 元/ml
颐莲玻尿酸补水喷雾 2.0 （2022 年 5 月上市）	三重玻尿酸（硅烷化+低分子+水解）、依克多因、海藻糖	89 元/300ml	0.30 元/ml
雅漾舒泉调整喷雾	圣尔迪奥泉水	93 元/300ml	0.31 元/ml
MEDSPA 法国美帕 B5 喷雾	法国孚日山泉，维生素原 B5	221 元/150ml	1.47 元/ml
至本特安修护喷雾	自研活性成分 CICAPACK、多肽复配组合、泛醇+肝素钠、白花蛇舌草提取物等	61 元/150ml	0.41 元/ml
欧缦丽葡萄籽喷雾	天然葡萄萃取物	148 元/200ml	0.74 元/ml
薇诺娜马齿苋舒缓保湿喷雾	马齿苋精萃、甜菜碱&银耳多糖提取物	108 元/150ml	0.72 元/ml
米蓓尔大白水玻尿酸喷雾	大分子玻尿酸、乙酰化玻尿酸、熙敏修、密罗木精粹等	159 元/260ml	0.58 元/ml
可丽金胶原蛋白健肤喷雾	Human-like 重组胶原蛋白、三重神经酰胺	208 元/150ml	1.39 元/ml
真丽斯舒缓大绿喷 2.0	二裂酵母、依克多因、积雪草、马齿苋提取物等	59 元/300ml	0.20 元/ml
伊肤泉莱菲思壳聚糖舒缓补水喷雾	壳聚糖、神经酰胺等	29 元/100ml	0.29 元/ml
阿芙精油保湿补水喷雾	大马士革玫瑰纯露	175 元/300ml	0.58 元/ml
Heir 赫艾途冰川保湿喷雾	加拿大冰川水、海藻糖、挪威云山叶提取物	99 元/150ml	0.66 元/ml

数据来源：天猫旗舰店，华福证券研究所

“玻尿酸+”理念拓展，科技迭代构建品牌差异化壁垒。公司于 2021 年推出“玻尿酸+”战略，希望用技术迭代不断拓宽玻尿酸原有的价值边界，在竞争白热化的玻

尿酸护肤赛道取得差异化竞争优势。颐莲玻尿酸技术已发展至第六代，联合中科院分子纳米实验室首次将玻尿酸与富勒烯结合，成功获取水溶性富勒烯外用组合物“黄金玻尿酸”，并先后将其运用新品颐莲元气瓶与颐莲富勒烯面膜。目前国内主打富勒烯成分的护肤品牌较少，公司在此赛道长线布局，目前正在与中科院做科研成果的提升与现有产品优化，未来将对内容输出、以及这款原料与玻尿酸结合关键的价值链做重新包装和塑造。

图表 41：2021 中国玻尿酸+富勒烯行业高峰论坛



数据来源：搜狐网，华福证券研究所

图表 42：颐莲富勒烯元气精华



数据来源：淘宝天猫旗舰店，华福证券研究所

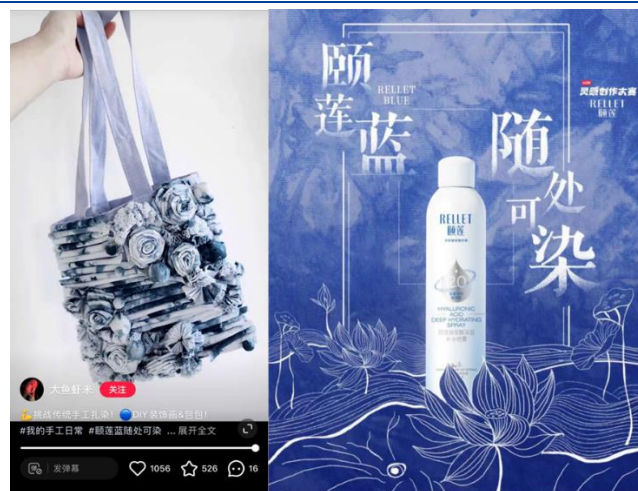
多样化营销完成 Z 世代客群用户迭代。近年来，颐莲发力抖音、B 站、小红书、微博等社交平台，为品牌带来大量曝光。Z 世代目前已成为护肤品消费中坚力量，价值观与生活态度逐渐成为购买决策主要因素，对志趣、文化底蕴也愈加重视。公司营销以此为出发点，选择谭松韵作为颐莲玻尿酸深层补水喷雾首位代言人，并携手三元食品打造精致露营等系列营销传播，深入年轻群体日常生活；在小红书端，公司推出“颐莲蓝随处可染”灵感共创活动，选择“扎染”这一非物质文化遗产作为品牌文化传播主线，活动后品牌相关搜索量提升 803%+，话题总浏览量超过 169 万+，品牌笔记数破 2.6 万篇。通过多渠道多样化营销，颐莲在近两年内已逐渐完成新用户迭代，目前 18-24 岁的年轻用户占比超 60%。

图表 43: 颐莲首位代言人谭松韵



数据来源: 颐莲官方微博, 华福证券研究所

图表 44: 小红书“颐莲蓝随处可染”灵感共创活动

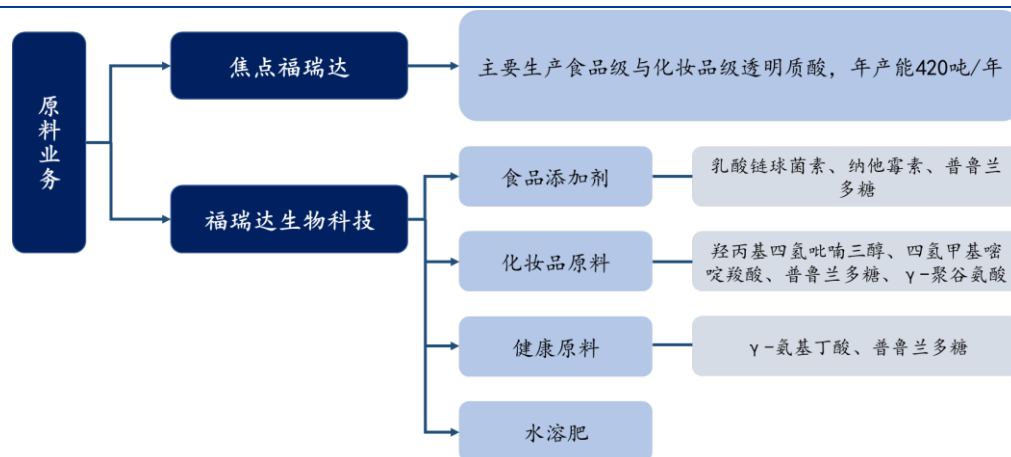


数据来源: 淘宝天猫旗舰店, 华福证券研究所

三、 原料: 透明质酸原料优势显著, 产品终端应用场景广泛

两大业务线布局, 主要覆盖化妆品原料、食品添加剂领域。公司通过焦点福瑞达与福瑞达生物科技积极布局原料业务。其中焦点福瑞达主要负责透明质酸原料生产, 成功填补了公司在这一领域的空缺, 目前焦点福瑞达已成为全球第二大透明质酸原料生产基地, 产能达 420 吨/年; 福瑞达生物科技主要负责聚谷氨酸、普鲁兰多糖、依克多因等化妆品功效原料与食品原料的研发、生产与销售。

图表 45: 公司原料业务板块概览

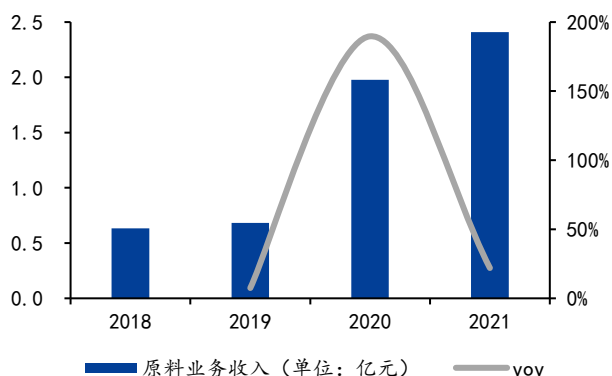


数据来源: 公司官网, 华福证券研究所

原料业务整体盈利状况稳定, 收入占比逐年提升。公司自 2018 年收购福瑞达医药后开始布局原料业务, 2019-2021 营收分别为 0.68/1.98/2.41 亿元, 同比增加 7.5%/189.7%/22.0%, 2020 年增速较高系收购焦点福瑞达后透明质酸产能释放影响。公司生产的透明质酸主要集中于食品级与化妆品级, 相比于医药级毛利率较低, 近三

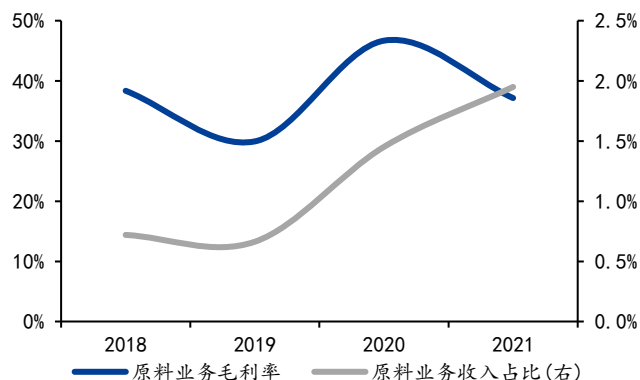
年公司原料业务毛利率维持在 30%-45% 水平，盈利状况稳定，且原料收入占比稳步提升，分别为 0.7%/1.5%/2.0%，随着公司未来逐渐剥离地产业务，向大健康产业转型加速，原料业务盈利能力与收入占比有望持续提升。医药级透明质酸原料积极布局，目前焦点福瑞达已取得玻璃酸钠原料药《药品生产许可证》，正在办理玻璃酸钠原料药的国内外注册手续。

图表 46：18-21 年公司原料业务收入与增速



数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 47：18-21 年公司原料业务毛利率与收入占比

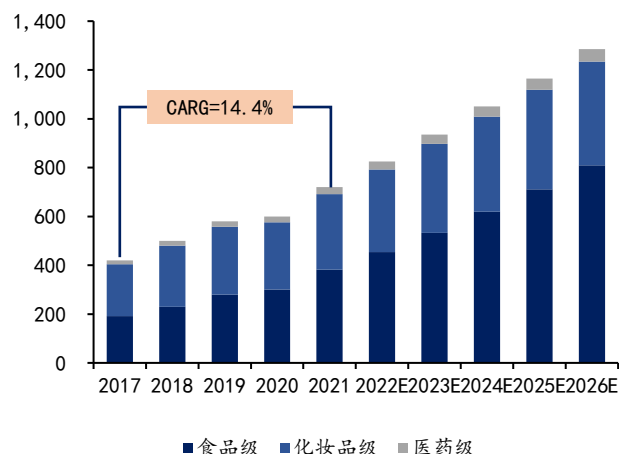


数据来源：Wind，华福证券研究所

3.1 透明质酸：市场空间广阔，“玻尿酸+”概念拓展驱动未来增长

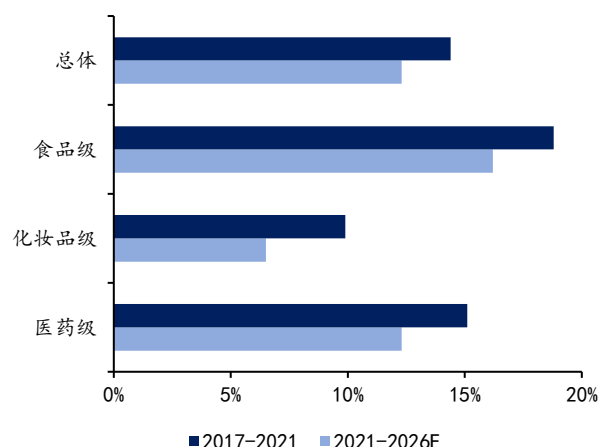
全球玻尿酸原料市场空间增长稳定，国内市场份额占比超 8 成。根据弗若斯特沙利文数据，2021 年全球透明质酸原料市场销量达 720 吨，同比+20%，17 年-21 年 CAGR 达 14.4%，预计未来将保持 12.3% 的复合增长率，至 2026 年达到 1285.2 吨的市场规模。中国目前为全球最大的透明质酸原料与生产销售国，国内发酵技术、产量与质量均已达到国际先进水平，2021 年产量 590.4 吨，占全球总销量的 82%，随着相关政策红利的释放与终端应用领域的不断扩展，未来国内市场规模空间有望进一步提升。分品类来看，预计 2021-2026 年医药级/化妆品级/食品级透明质酸原料复合增长率分别为 12.3%/6.5%/16.2%，食品级透明质酸增速明显领先。

图表 48: 全球透明质酸市场规模稳步提升



数据来源: 弗若斯特沙利文, 华福证券研究所

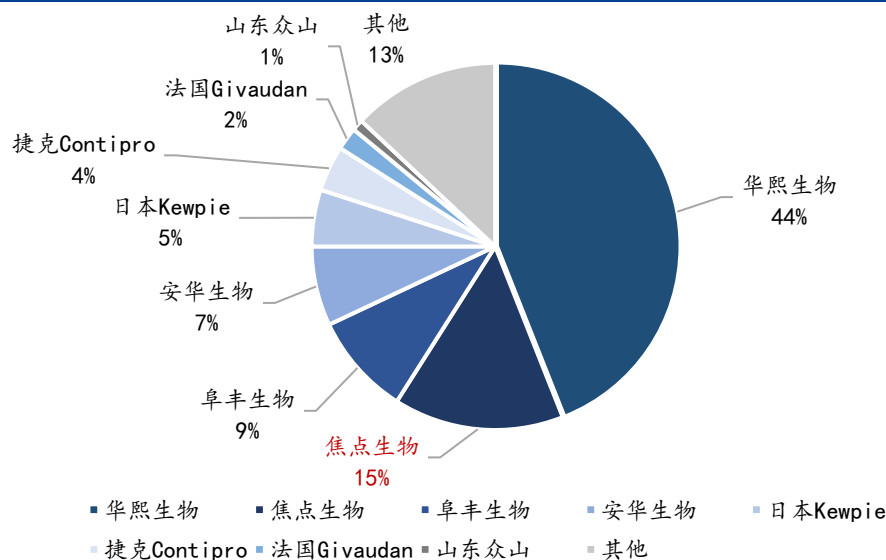
图表 49: 食品级透明质酸增速领先



数据来源: 弗若斯特沙利文, 华福证券研究所

市场集中度高, 中国龙头企业规模化优势凸显。根据弗若斯特沙利文数据, 全球透明质酸原料市场竞争格局尤为集中, CR4 占比达 75%, 且均为中国企业, 其中华熙生物以 44% 市占率占据行业龙头地位, 焦点生物、阜丰生物、安华生物分别占比 15%、9%、7%, 头部企业在资本助力下加速整合, 未来龙头企业规模化所带来的低成本优势将进一步凸显。

图表 50: 2021 年全球透明质酸市场竞争格局 (按销量)



数据来源: 弗若斯特沙利文, 华福证券研究所

核心技术创新支撑未来增量空间。透明质酸具有黏度高的特点, 作为原料在后期用于加工的过程中会有溶解速度慢, 或因加工工序不当出现变质的情况, 这将直接影响下游生产商所生产产品的效率与质量。公司“一种速溶透明质酸钠制备方法”(专利号 ZL201910841457.8) 很大程度解决了这一问题, 并荣获第二十三届中国专利优

秀奖。此外公司在基础研究方面不断加强产学研合作力度，与江南大学、北京工商大学等多所院校建立了产学研合作关系，其中与江南大学在无锡建立焦点福瑞达-江南大学联合实验室，相互赋能，未来有望在核心技术上不断取得攻关，提升经济效益。

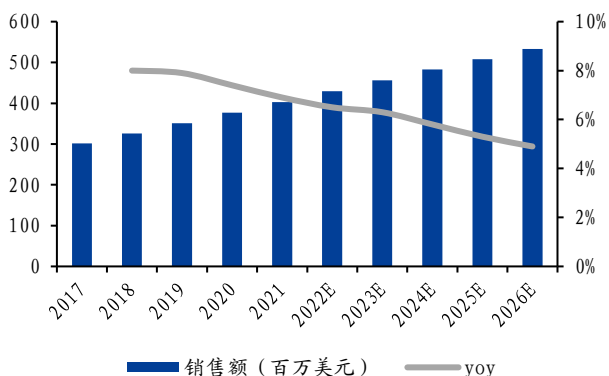
图表 51：近年来焦点福瑞达透明质酸制备相关专利

专利名称	授权时间
一种耐高渗菌的驯化及提高透明质酸产量的生产方法	2020.4.14
一种速溶透明质酸钠制备方法	2020.6.16
一种利用植物蛋白生产医药级透明质酸钠的方法	2020.9.8
一种低分子透明质酸钠制备工艺	2021.2.5
一种乙酰化透明质酸钠的制备方法	2022.2.15
一种连续制备酶切超低分子量透明质酸或其盐的方法	2022.6.14

数据来源：焦点福瑞达官网，华福证券研究所

由 To B 向 To C 转型，积极赋能功能性食品等“玻尿酸+”新赛道。根据弗若斯特沙利文数据，2021 年全球食品级透明质酸终端产品市场规模达 4.03 亿美元，同比 +6.9%，17 年-21 年 CAGR 达 7.53%。2021 年 1 月 11 日，公司依托成熟的透明质酸产业链和技术支持，率先取得透明质酸钠的食品生产许可证，正式进军食品级透明质酸钠市场，掘金国产“口服玻尿酸”新蓝海，随后公司围绕“玻尿酸+”概念陆续推出“玻小酸”、“天姿玉琢”、“伽美博士纯露”系列透明质酸饮品，引领消费者观念改变。“玻小酸”系列产品自 2021 年 8 月上市以来连续多个月位居天猫口服透明质酸类目第一名。

图表 52：17-26 年全球食品级透明质酸终端产品市场规模



数据来源：弗若斯特沙利文，华福证券研究所

图表 53：“玻小酸”与“天姿玉琢”系列口服产品



数据来源：天猫，华福证券研究所

3.2 生物活性原料：产品矩阵丰富，终端应用领域广泛

专注于生物发酵，原料广泛应用于食品化妆品药品等细分产品。除玻尿酸以外，公司集团旗下福瑞达生物科技主营生物防腐剂与化妆品研发、生产、销售，产品系列包含化妆品原料、食品添加剂、健康原料与水溶肥四大板块，主要原料普鲁兰多糖、 γ -聚谷氨酸可广泛应用于食品饮料、医药与面膜、面霜、乳液精华、洗护用品等美妆护肤领域。同时公司在山东省临沭经济开发区建立了现代化生产基地，占地面积 218 亩，以产品质量为核心为不同需求客户提供定制化产品与服务。

图表 54：公司主要生物活性原料功效与应用领域

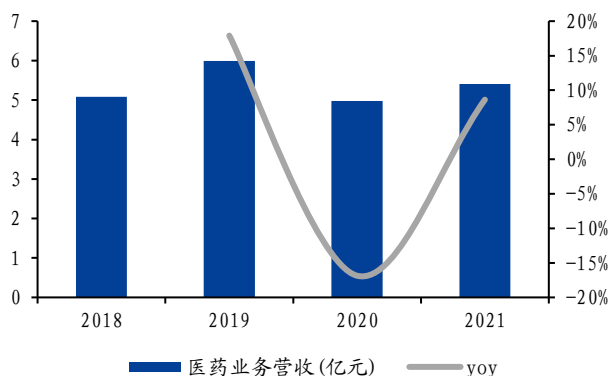
原料类型	原料名称	功效	应用领域
食品添加剂	普鲁兰多糖	由芽短梗霉发酵产生的一种水溶性多糖，它具备优良的黏附性，阻氧性等性能，能够迅速溶解于水中，溶液呈中性，具备不离子化，不凝胶化的特点，与其他食品胶体互溶	糖果、巧克力、预制水等饮料等
	纳他霉素	一种由链霉菌发酵产生的抗真菌化合物，属于多烯大环内酯类，既可以广泛的抑制霉菌、酵母菌的生长，又能抑制真菌毒素的产生，可广泛用于食品防腐保鲜	干酪、糕点、多种肉制品类等
	乳酸链球菌素	一种微生物发酵产生的多肽，能有效抑制革兰氏阳性细菌及病原菌的繁殖，对耐热芽孢杆菌及孢子有强烈抑制作用	乳制品、罐头、米面杂粮制品等
化妆品原料	γ -聚谷氨酸	水溶性好，具有良好的保水能力，PGA-HMW 侧链含有大量亲水基团，锁水能力强，肤感爽滑，能有效降低透明质酸的黏腻感；PGA-LMW 可以抑制皮肤中 HA 酶的活性，提高皮肤中 HA 的稳定性，增加 HA 含量，抑制酪氨酸酶活性，起到温和养白的效果；PGA-Oligo 拥有较低的分子量，分子 NMF 量 < 10kDa，皮肤渗透率更高，使肌肤充盈水润，提高角质层 NMF 含量，进而提升皮肤水合力	面膜、膏霜、乳液、精华、洗面奶、洗护发等产品
	普鲁兰多糖	是由微生物发酵产生的高分子生物多糖。具有良好的成膜性，其水溶液具有良好的黏着性和泡沫稳定性	护肤，护发，彩妆和面部清洁等化妆品
	羟丙基四氢吡喃三醇	一种具有抗衰老功效的木糖衍生物，能有效促进细胞外基质中糖胺聚糖（GAG，如透明质酸）的产生，增加皮肤细胞间水含量，玻璃因还能促进胶原蛋白的合成，使皮肤重现饱满，紧致有弹性	各类抗衰老功效性护肤品与化妆品
	依克多因	一种环状的氨基酸衍生物。可以高效束缚周围的水分子，在细胞膜表面形成保护层，充分保护胞内物质，具有保湿修护舒缓作用	各类化妆品
健康原料	普鲁兰多糖	由麦芽三糖单体结构聚合而成，具有易溶于水、无色无味、天然绿色的特性，同时有良好的成膜性、极低的透氧率、优良的黏合力、稳定的黏附力等	药品外膜、食品表面涂膜
	γ -氨基丁酸	是动物中枢神经系统内最主要的抑制性神经递质，其生理作用十分广泛，具有舒缓神经，调节血压，助睡眠等功效	各类食品与保健品

数据来源：福瑞达生物科技官网，华福证券研究所

四、医药：明仁+博士伦领军医药细分领域，眼科骨科优势明显

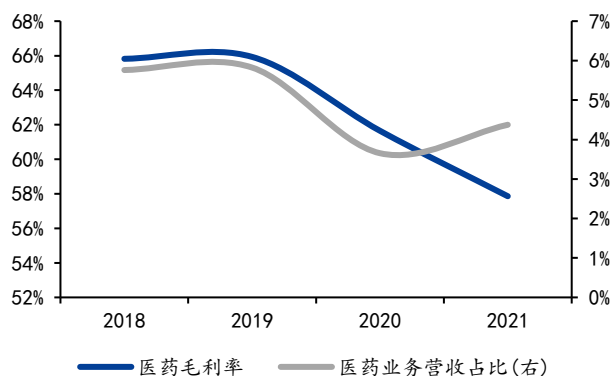
明仁和博士伦多元布局医药板块。在医药方面，公司涵盖中药及化药制剂（明仁福瑞达）、生化药品（博士伦福瑞达）及销售团队（医药事业部），拥有明仁、小明仁、施沛特等多个知名品牌。2021 年，福瑞达医药集团医药事业部成功引进 3 个药品和 1 个医疗器械权益。在疫情后的 2021 年，公司医药业务发展趋势良好，实现营业收入 5.41 亿元，同比增长 8.71%；医药业务毛利率为 57.9%，较 2020 年略有下降，主要系产品结构调整的影响。

图表 55: 公司医药板块营收



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 56: 公司医药板块毛利率



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

4.1 明仁福瑞达: 品牌矩阵丰富, 深耕中成药, 营销网络强大

明仁福瑞达主营中成药, 研发创新能力强。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, 包括明仁、维固康、力虎、小明仁四大品牌。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, 被列为国家重点新产品; 小儿解感颗粒用于治疗儿童风热感冒, 拥有多项核心发明专利技术, 被认证为儿童新冠肺炎防治的推荐中成药。2021 年, 明仁福瑞达积极推进新产品研发, 盐酸二甲双胍缓释片通过仿制药质量和疗效一致性评价, 四季感冒胶囊质量提升获得国家补充申请通过, 围绕中药+新型功能因子布局功能性食品, 大健康产品新立项产品 24 个, 新增压片糖果、风味固体饮料生产资质, 出品五味畅舒压片糖果、丹颜奶茶等“中药+”功能食品 14 项。2021 年, 明仁福瑞达实现净利润 2,194 万元, 同比增长 20.6%。

图表 57: 明仁福瑞达主要品牌矩阵

品牌	明仁	维固康	力虎	小明仁
主要产品	明仁颈痛颗粒 	维固康牌维固欣胶囊 	力虎麝香壮骨膏 	小明仁小儿解感颗粒 

数据来源: 明仁福瑞达公司官网, 华福证券研究所

销售网络布局全国。公司已在全国各大城市设置多个办事处, 形成遍布全国近百个重点城市的销售网络, 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 58: 明仁福瑞达营销网络



数据来源：明仁福瑞达公司官网，华福证券研究所

4.2 博士伦福瑞达：领军眼科骨科细分领域

博士伦福瑞达聚焦眼科和骨科的产品研发，利润率持续提升。博士伦福瑞达聚焦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，明星产品包括润洁滴眼液、润舒滴眼液、施沛特注射液。2018年至2021年，博士伦福瑞达净利润由1.09亿元上升到2.4亿元，2021年较2020年同比增加13.9%。

图表 59: 博士伦福瑞达主要产品矩阵

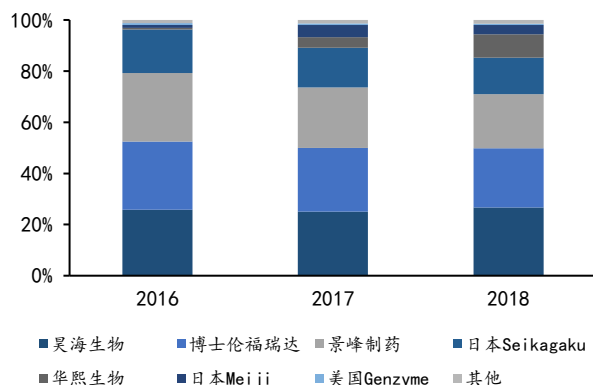
品牌	润洁	润舒	施沛特
明星产品	润洁滴眼液 	润舒滴眼液 	施沛特玻璃酸钠注射液 
功效	治疗眼干、眼涩、眼痒、酸胀、红血丝等症状，在国内首次提出缓解视疲劳概念	抗菌消炎，帮助治疗缓解沙眼、角膜炎、结膜炎、白内障等，是国内眼科制剂领域首个销售过亿的品种	用于骨关节腔注射治疗，是中国骨科关节腔注射治疗OA、RA的领导品牌

数据来源：明仁福瑞达公司官网，华福证券研究所

在眼科和骨科细分医药领域，博士伦福瑞达处于行业领先地位。博士伦福瑞达在中国骨科透明质酸钠注射液中地位领先，2018年市占率23.2%排名第二。2016-2018

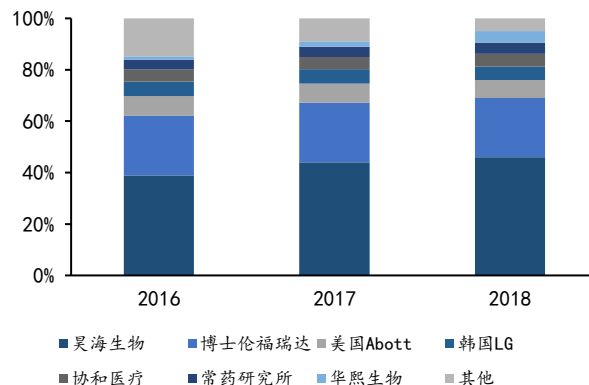
年，博士伦福瑞达在我国眼科透明质酸产品销售中市场份额均超 23%，市占率仅次于昊海生物。

图表 60：中国骨科透明质酸钠注射液格局



数据来源：沙利文，华福证券研究所

图表 61：中国眼科透明质酸产品格局



数据来源：沙利文，华福证券研究所

五、盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键变量 1：公司化妆品业务 4+N 战略稳步推进，雄厚研发实力支撑品牌力，瑗尔博士专研皮肤微生态增速亮眼，颐莲聚焦“玻尿酸+”打造大单品，渠道布局完善，预计化妆品业务 2022-2024 年营收增速分别为 46%/41%/35%。

关键变量 2：公司坚定大健康转型，高毛利产品的持续推广有望拉升化妆品业务毛利率，预计 2022-2024 年公司化妆品业务毛利率分别为 60%/63%/65%。

关键变量 3：暂不考虑地产业务剥离，假设房地产销售业务保持稳定收缩态势，预计房地产板块 2022-2024 年营收增速分别为 -4%/-4%/-4%。

费用率方面：由于公司化妆品处于品牌打造期，公司将加大销售费用投放助推品牌力提升，预计 2022-2024 年销售费用率将小幅上涨，分别为 11.5%/13%/15%。

图表 62：分业务收入及毛利率

	单位	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
化妆品	百万元	688.87	1,494.93	2,177.17	3,068.43	4,148.41
yoy	%	119.83%	117.01%	45.64%	40.94%	35.20%
毛利率	%	59.14%	63.68%	60.00%	63.00%	65.00%
生物医药	百万元	497.51	540.85	567.90	596.29	626.11
yoy	%	-16.98%	8.71%	5%	5%	5%
毛利率	%	61.65%	57.86%	52.00%	53.00%	54.00%
原料及添加剂	百万元	197.63	241.01	313.32	375.98	413.58
yoy	%	189.70%	21.96%	30%	20%	10%
毛利率	%	46.68%	37.14%	32.00%	33.00%	34.00%
房地产	百万元	11,942.55	9,695.56	9,293.96	8,924.91	8,588.67
yoy	%	31.20%	-18.81%	-4.14%	-3.97%	-3.77%
毛利率	%	15.28%	17.22%	16.00%	16.00%	16.00%
其他	百万元	96.85	229.06	229.06	229.06	229.06
其他业务	百万元	192.08	161.85	161.85	161.85	161.85
合计营业收入	百万元	13,615.48	12,363.27	12,743.25	13,194.68	14,005.83
Yoy	%	32.33%	-9.20%	3.07%	3.54%	6.15%
毛利率	%	20.33%	25.69%	26.22%	28.73%	32.41%

数据来源：公司公告，华福证券研究所

5.2 相对估值

基于以上假设，我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 127.43 亿元/131.95 亿元/140.06 亿元，归母净利润分别为 2.72 亿元/3.68 亿元/5.67 亿元，2022 年 12 月 13 日收盘价对应 PE 分别为 41/31/20 倍。

采用分部估值法进行估值。

化妆品板块：根据子公司净利率水平，预计化妆品板块 2022-2023 年分别实现净利润 2.18 亿元/3.22 亿元/4.56 亿元，根据公司持股比例，对应归母净利润 1.79/2.66/3.76 亿元，参考化妆品品牌商可比公司珀莱雅、贝泰妮、华熙生物、上海家化、丸美股份，鲁商化妆品业务背靠福瑞达强大研发支撑，具备高成长性，给予化妆品板块 2023 年 41 倍 PE，对应市值 108.87 亿元。

医药及原料板块：根据子公司净利率水平及公司筹划重大资产出售的公告，预计医药及原料板块合计贡献净利润 0.62 亿元/0.68 亿元/0.73 亿元，参考医药板块公司云南白药、白云山以及原料板块公司华熙生物、昊海生科，焦点福瑞达透明质酸产能规模位居行业前列，博士伦福瑞达眼科骨科产品行业地位领先，给予医药及原料板块

2023 年 30 倍 PE，对应市值 20.42 亿元。

物业板块：截止 2022 年 12 月 13 日收盘，鲁商服务市值为 2.74 亿元人民币，根据持股比例 74.99%，对应市值 2.05 亿元人民币。

合计目标市值 131.35 亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 63：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	归母净利润（百万元）				PE（倍）			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
化妆品										
603605.SH	珀莱雅	161.50	576.12	748.61	961.84	1,207.65	83.90	65.56	51.02	40.64
300957.SZ	贝泰妮	133.74	862.92	1,186.60	1,585.18	2,072.93	94.39	47.74	35.74	27.33
688363.SH	华熙生物	125.40	782.33	1,026.53	1,348.47	1,731.75	95.28	58.77	44.74	34.84
600315.SH	上海家化	29.35	649.25	572.17	791.86	945.70	42.30	34.82	25.16	21.07
603983.SH	丸美股份	37.34	247.92	253.15	303.52	356.06	51.65	59.21	49.39	42.10
化妆品平均值							73.51	53.22	41.21	33.19
医药及原料										
000538.SZ	云南白药	59.00	2,803.62	3,594.44	4,505.56	5,320.38	47.88	29.49	23.53	19.93
600332.SH	白云山	34.83	3,719.88	3,939.00	4,347.00	-	14.95	14.38	13.03	-
688363.SH	华熙生物	125.40	782.33	1,026.53	1,348.47	1,731.75	95.28	58.77	44.74	34.84
688366.SH	昊海生科	84.75	352.24	304.82	435.77	572.03	62.84	48.41	33.87	25.80
医药及原料平均值							55.24	37.76	28.79	26.85

数据来源：Wind，华福证券研究所（除珀莱雅外均为 Wind 一致预期，收盘价截止 2022 年 12 月 13 日）

六、风险提示

疫情影响消费需求：若疫情管控改善进度不及预期，将直接影响可选消费需求；

化妆品行业竞争加剧：化妆品消费者追新热情高涨，新品牌或将对现有竞品造成冲击；

研发及新品推出进程不及预期：若无法及时推出适应市场需求的新品或对产品进行迭代，将影响后续长期增长驱动力。

图表 64: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	5,139	5,097	5,278	5,602	营业收入	12,363	12,743	13,195	14,006
应收票据及账款	278	286	296	315	营业成本	9,187	9,402	9,403	9,466
预付账款	1,999	2,046	2,046	2,060	税金及附加	588	691	724	741
存货	48,204	49,332	47,557	46,944	销售费用	1,253	1,465	1,715	2,101
合同资产	0	0	0	0	管理费用	380	382	396	420
其他流动资产	3,051	3,145	3,256	3,457	研发费用	119	153	185	224
流动资产合计	58,670	59,906	58,433	58,377	财务费用	91	245	212	157
长期股权投资	730	730	730	730	信用减值损失	-101	-50	-40	-30
固定资产	1,287	1,953	2,574	3,154	资产减值损失	-196	-60	-55	-50
在建工程	41	55	69	83	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	210	212	220	220	投资收益	201	196	196	198
商誉	160	160	160	160	其他收益	28	28	28	28
其他非流动资产	316	316	313	310	营业利润	678	518	688	1,042
非流动资产合计	2,745	3,427	4,067	4,658	营业外收入	5	5	6	5
资产合计	61,415	63,333	62,500	63,036	营业外支出	39	39	39	39
短期借款	3,219	4,963	4,334	3,854	利润总额	644	484	655	1,008
应付票据及账款	8,694	8,897	8,640	8,821	所得税	250	188	255	391
预收款项	0	0	0	0	净利润	394	296	400	617
合同负债	21,686	22,352	23,144	24,567	少数股东损益	32	24	32	50
其他应付款	13,409	13,409	13,409	13,409	归属母公司净利润	362	272	368	567
其他流动负债	4,085	4,103	4,109	4,124	EPS (按最新股本摊薄)	0.36	0.27	0.36	0.56
流动负债合计	51,093	53,725	53,637	54,775	主要财务比率				
长期借款	3,751	2,851	1,951	1,051		2021A	2022E	2023E	2024E
应付债券	0	0	0	0	成长能力				
其他非流动负债	72	72	72	72	营业收入增长率	-9.2%	3.1%	3.5%	6.1%
非流动负债合计	3,823	2,923	2,023	1,123	EBIT 增长率	-20.3%	-0.7%	18.8%	34.5%
负债合计	54,916	56,648	55,660	55,898	归母公司净利润增长率	-43.3%	-24.8%	35.2%	54.0%
归属母公司所有者权益	4,727	4,888	5,011	5,259	获利能力				
少数股东权益	1,773	1,797	1,829	1,879	毛利率	25.7%	26.2%	28.7%	32.4%
所有者权益合计	6,500	6,685	6,840	7,138	净利率	3.2%	2.3%	3.0%	4.4%
负债和股东权益	61,415	63,333	62,500	63,036	ROE	5.6%	4.1%	5.4%	7.9%
现金流量表					ROIC	5.2%	4.8%	6.2%	9.0%
单位:百万元	2021A	2022E	2023E	2024E	偿债能力				
经营活动现金流	6,848	69	2,768	2,773	资产负债率	89.4%	89.4%	89.1%	88.7%
现金收益	585	653	769	972	流动比率	1.1	1.1	1.1	1.1
存货影响	-1,539	-1,128	1,775	613	速动比率	0.2	0.2	0.2	0.2
经营性应收影响	3,253	5	45	18	营运能力				
经营性应付影响	-1,353	203	-257	180	总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2
其他影响	5,902	336	436	990	应收账款周转天数	7	8	8	8
投资活动现金流	-452	-598	-601	-592	存货周转天数	1,859	1,867	1,855	1,797
资本支出	-237	-794	-800	-792	每股指标 (元)				
股权投资	-245	0	0	0	每股收益	0.36	0.27	0.36	0.56
其他长期资产变化	30	196	199	200	每股经营现金流	6.74	0.07	2.72	2.73
融资活动现金流	-6,789	488	-1,986	-1,857	每股净资产	4.65	4.81	4.93	5.17
借款增加	-2,189	844	-1,529	-1,380	估值比率				
股利及利息支付	-2,047	-628	-678	-680	P/E	31	41	31	20
股东融资	800	0	0	0	P/B	2	2	2	2
其他影响	-3,353	272	221	203	EV/EBITDA	41	40	33	25

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区滨江大道 5129 号陆家嘴滨江中心 N1 幢

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn