



Research and
Development Center

化妆品业务高增，大步迈进大健康产业

—鲁商发展(600223.SH)公司深度报告

2021年11月9日

汲肖飞 纺织轻工行业首席分析师

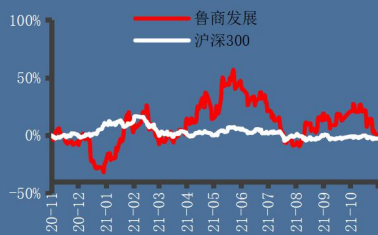
S1500520080003

jixiaofei@cindasc.com

李媛媛 研究助理

185 1658 2264

LiYuanyuan1@cindasc.com

证券研究报告
公司研究
公司深度报告
鲁商发展 (600223. SH)
投资评级 买入
首次覆盖


资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	11.87
52周内股价波动区间(元)	7.87-18.86
最近一月涨跌幅(%)	-16.3
总股本(亿股)	10.09
流通A股比例(%)	100
总市值(亿元)	119.8

资料来源：信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

化妆品业务高增，大步迈进大健康产业

2021年11月9日

本期内容提要：

- ◆山东省大型国企，2018年转型实现地产+大健康产业双轮驱动。**公司为山东国资委旗下一家集房地产、生物制药、化妆品等多业务共同发展的大型国企；2018年公司进行业务转型，先后收购福瑞达医药集团100%股权、焦点福瑞达生物60%股权布局大健康领域，目前公司经营“瓊尔博士”、“颐莲”、“善颜”、“伊帕尔汗”、“润舒”等品牌。公司2018年以来收入加速增长，盈利质量不断改善，截止2020年公司收入、归母净利润分别为136.2亿元、6.4亿元，17-20年复合增速分别为21.7%、82.3%，在大健康业务板块带动下，20年归母净利率较17年提升3.3pct至4.7%；21年前三个季度实现收入、归母净利润分别为63.5亿元、5.0亿元，同比增速分别为-9.7%、21.9%，收入下滑主要受疫情影响地产项目未完成交付，业绩仍实现双位数增长主要由于大健康业务快速增长。
- ◆化妆品业务高增长，原料及添加剂业务快速扩张，医药业务平稳。**公司分业务板块看：1) 房地产及相关业务为公司第一大业务，20年收入119.4亿元，收入占比87.7%，毛利额占比65.9%，受政策调控等因素影响，未来增长或将承压；2) 化妆品业务为公司第二大业务，通过公司全资子公司福瑞达医药集团旗下美业事业部运营，经营“瓊尔博士”、“颐莲”、“善颜”等品牌，20年收入6.9亿元，收入占比5.1%，毛利额占比14.7%，18-20年复合增速为76.6%，21年前三季度加速增长，增速达174.6%；3) 医药业务通过公司全资子公司福瑞达医药集团旗下医药事业部运营，经营明仁福瑞达中成药保健食品、海佑福瑞达化学原料药以及博士伦福瑞达(参股公司)眼科骨科等产品，20年收入5.0亿元，收入占比3.7%，毛利额占比11.1%，近年来平稳发展；4) 原料及添加剂业务主要通过福瑞达生物科技及焦点福瑞达运营，主要销售食品级与化妆品级玻尿酸、生物防腐剂、化妆品原料等，2020年收入2.0亿元，伴随产能扩张完成，获得快速增长。
- ◆赛道高景气度、强研发背书、激励灵活推动化妆品业务高成长性。**公司化妆品业务主要通过瓊尔博士、颐莲贡献收入，21年前三季度收入分别达4.9亿元、4.3亿元。其中瓊尔博士专注微生态护肤，以其独特原理成为功能性护肤领域新秀，团队善于运用新媒体营销，ROI把控力度强，多平台联合发力，增长势头佳；颐莲专注玻尿酸护肤，借助福瑞达医药超过30年玻尿酸研发实力不断升级产品，塑造专业产品形象，以爆款喷雾产品为核心，抓取市场热点成分延展产品系列快速占领市场。我们认为公司化妆品板块将持续爆发活力，主要在于：1) 功能性护肤品赛道红利，根据Frost&Sullivan数据细分行业16-20年复合增速达26%，微生态护肤等新锐市场景气度更高；2) 依靠福瑞达医药集团强研发背景，助力核心成分研发、产品推新升级；3) 化妆品团队激励灵活，年度超额业绩分成、新品牌设立项目负责人跟投、引进战投员工可跟投等措施激发团队活力；4) 拟引进战投有望进一步提升营销及渠道竞争力，有望打开新局面。
- ◆原料及添加剂业务快速发展，物业服务成为地产板块新看点，医美业务正在布局。**公司拥有全球第二大透明质酸钠原料产能，从销量视角，2020年公司透明质酸钠原料销量超过190吨，与全球第一大HA原料厂商华熙生物接近。根据Frost&Sullivan，15-19年全球透明质酸钠市场销量复合增速为20%，公司旗下焦点福瑞达已获得医药级HA生产资质，正在推进销售资质，同时公司产品定位具备性价比且产能充裕，有望持续获得市占率提升。其二，物业服务成为大地产板块新看点，20年公司旗下鲁商服务在管面积超过1800万平方米，收入3.6亿元，16-20年复合增速达21%，

未来有望借助集团资源优势获得更多优质物业项目，实现快速增长。其三，公司目前着手三类透明质酸钠注射产品研发，布局一类医疗器械喷雾、敷料，与国内领先机构合作胶原蛋白产品，未来新领域开拓有望推动业务稳定增长。

◆**盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2021-2023 年收入分别 126.0 亿元/135.7 亿元/146.1 亿元，同比增速分别为-7.5%/7.7%/7.7%，公司归母净利润分别为 7.5 亿元/8.9 亿元/10.6 亿元，对应增速为 17.9%/18.7%/18.3%，对应估值分别为 15.9 倍、13.4 倍、11.3 倍。分部估值法下，我们给予化妆品业务 144 亿市值，药品及原料添加剂业务 12 亿市值，地产业务 25 亿市值，合理市值为 181 亿元，对应目标股价为 17.9 元/股，较当前股价存在低估，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

◆**股价催化剂：**化妆品业务收入及利润率超预期；医药及原料添加剂业务增长超预期。

◆**风险因素：**竞争加剧导致化妆品业务增长不及预期；线上流量成本提升影响利润率；地产业务受政策等因素影响存在下滑风险。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	10,289	13,615	12,596	13,566	14,611
增长率 YoY %	16.6%	32.3%	-7.5%	7.7%	7.7%
归属母公司净利润(百万元)	345	639	753	894	1,057
增长率 YoY%	112.6%	85.4%	17.9%	18.7%	18.3%
毛利率%	21.1%	20.3%	30.2%	32.1%	33.8%
净资产收益率ROE%	12.6%	15.7%	15.2%	15.0%	14.8%
EPS(摊薄)(元)	0.34	0.63	0.75	0.89	1.05
市盈率 P/E(倍)	24.69	13.46	15.90	13.40	11.33
市净率 P/B(倍)	3.10	2.11	2.42	2.01	1.67

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 11 月 8 日收盘价

目 录

投资聚焦.....	6
公司概况：大健康产业转型，“地产+大健康”双轮驱动.....	7
1.1 山东省大型国企，18年转型实现地产+大健康双轮驱动.....	7
1.2 2018年以来收入加速增长，盈利质量改善.....	10
看点一：化妆品业务突飞猛进，卡位细分赛道未来可期.....	11
2.1 布局瓊尔博士、颐莲等品牌，卡位细分领域差异化显著.....	11
2.2 功能性护肤赛道高景气度，品牌放量大有可为.....	16
2.3 强研发实力背书、灵活团队激励机制助力化妆品业务快速发展.....	18
看点二：原料添加剂业务快速发展，物业服务成为新看点.....	19
3.1 全球领先透明质酸钠产能，原料及添加剂业务快速发展.....	19
3.2 物业管理服务快速发展成为地产业务新亮点，着手布局医美业务.....	21
看点三：完善激励机制，引进战投有望打开新局面.....	22
盈利预测、估值与投资评级.....	23
5.1 盈利预测.....	23
5.2 估值与投资评级.....	24
风险因素.....	25

表 目 录

表 1：公司 2017-2021 年前三季度 ROE 变化情况.....	11
表 2：公司化妆品品牌布局情况.....	12
表 3：瓊尔博士天猫旗舰店热销商品情况.....	13
表 4：瓊尔博士独家专利技术储备及应用情况.....	14
表 5：颐莲天猫旗舰店热销商品情况.....	15
表 6：国内功能性化妆品代表品牌情况.....	18
表 7：公司原料及添加剂业务涉及公司及产能、产品布局情况.....	20
表 8：公司 2018 年股权激励考核条件及完成情况.....	23
表 9：公司收入成本拆分及预测（单位：百万元）.....	24
表 10：公司所处细分板块预期市盈率情况（整体法、剔除负值）.....	25

图 目 录

图 1：公司发展历程.....	7
图 2：公司 2020 年分业务收入及增速（单位：亿元）.....	8
图 3：公司 2020 年分业务毛利润及比重（单位：亿元）.....	8
图 4：公司业务结构与子公司情况（截止 2020 年）.....	9
图 5：2018-2021 年前三季度福瑞达医药集团收入及归母净利润情况（亿元）.....	9
图 6：焦点福瑞达收入及净利润情况（亿元）.....	9
图 7：公司股权结构（截止 21Q3）.....	10
图 8：2017 年-2021 年前三季度公司收入及增速.....	10
图 9：2017 年-2021 年前三季度公司归母净利润及增速.....	10
图 10：2017 年-2021 年前三季度公司毛利率及归母净利率.....	11
图 11：2017 年-2021 年前三季度公司期间费用率.....	11
图 12：2018-2021 年前三季度公司化妆品业务收入及增速（百万）.....	12
图 13：2018-2021 年前三季度公司化妆品业务毛利率.....	12
图 14：2018-2020 年公司化妆品业务渠道结构及毛利率（百万）.....	12
图 15：瓊尔博士精研熬夜修复产品图.....	13
图 16：瓊尔博士 20 年 11 月-21 年 10 月天猫旗舰店产品结构.....	13
图 17：瓊尔博士品牌发展历程.....	13
图 18：瓊尔博士达人投放三角模型.....	14
图 19：瓊尔博士社交媒体上粉丝数量及内容数量.....	14
图 20：颐莲爆款产品系列情况.....	15
图 21：颐莲 20 年 11 月-21 年 10 月天猫旗舰店产品结构.....	15
图 22：中国皮肤护理领域划分.....	17
图 23：中国功能性皮肤护理市场规模及增速.....	17
图 24：功能性化妆品高景气度传导路径.....	17
图 25：成分党用户年龄结构情况.....	17
图 26：2017 年功能性化妆品渗透率情况.....	18
图 27：2016-2020 年中国功能性皮肤护理市场规模渗透率.....	18
图 28：2019-2021 前三季度公司研发费用及占比收入情况.....	19
图 29：公司化妆品医药领域的在研项目变化情况.....	19
图 30：2018-21 年前三季度公司原料及添加剂业务收入及增速.....	20

图 31: 2018-21 年前三季度公司原料及添加剂业务毛利率情况.....	20
图 32: 全球透明质酸钠原料销量及增速 (吨)	21
图 33: 2018 年全球透明质酸钠竞争格局.....	21
图 34: 2016-2021 前三季度公司房地产及相关业务收入情况.....	21
图 35: 2016-2021 前三季度公司房地产及相关业务毛利率情况.....	21
图 36: 2018-2021 年前三季度公司医药业务收入及增速.....	22
图 37: 2018-2021 年前三季度公司医药业务毛利率变化情况.....	22

投资聚焦

我们与市场主流认识不同的是：

公司功能性化妆品业务具备高成长潜力，盈利状况良好。市场低估了公司化妆品业务未来增长潜力以及盈利质量，我们认为：1) 功能性化妆品行业持续高景气度，根据 Frost&Sullivan 数据细分行业 16-20 年复合增速达 26%，本质上是精致护肤需求的放大，17 年以来社交媒体助力线上需求爆发，对标国内 HFP、海外 The Ordinary 等功能性化妆品品牌超 20 亿元体量，公司旗下单品牌未突破十亿元，集团拥有强研发背书，核心成分研发、产品持续升级以及快速推新等方面具备优势，同时品牌矩阵打法差异化，具备较高天花板；2) 公司化妆品品牌精准营销能力强，在线上竞争白热化时代通过多平台灵活布局、高效流量投放模型等方式维持健康 ROI，业务盈利状况良好；3) 化妆品板块员工激励机制良好，年度利润分成、新品牌项目负责人跟投等激发团队活力，同时拟引进战投提升营销及渠道实力，有望打开新局面。

原料及添加剂业务份额有望突破，医美业务正在布局，物业服务成为新看点。受地产业务影响，市场低估了公司化妆品业务之外的其他业务未来的增长亮点，我们认为：1) 公司拥有全球第二大透明质酸钠产能，医药级透明质酸钠生产资质具备，销售资质正在推进，未来焦点福瑞达产品凭借高性价比、充裕产能有望获得市占率持续提升；2) 公司自去年开始推进医疗器械三类注射类玻尿酸研发，与国内领先厂家深度合作胶原蛋白产品，正在布局医疗器械一类喷雾、敷料产品，未来有望涉足医美领域获得一定市场；3) 物业服务成为大地产板块新亮点，公司旗下子公司鲁商服务在管面积超 1800 万方，未来有望借助集团优势获得优质项目，推动业务稳定发展。

公司概况：大健康产业转型，“地产+大健康”双轮驱动

1.1 山东省大型国企，18年转型实现地产+大健康双轮驱动

2018年起公司进行战略调整，布局大健康产业谋求转型。鲁商发展成立于1993年，是一家房地产、生物制药、化妆品等多业务共同发展的大型国企，旗下经营“瓊尔博士”、“颐莲”、“善颜”、“悦己”、“伊帕尔汗”、“润舒”、“润洁”、“施沛特”、“明仁”等品牌。复盘公司发展历程，公司2018年起进行业务转型，布局大健康产业谋求转型，具体发展历程如下：

1) 1992-2008年，房地产领域资源积累与整合，成功上市。鲁商发展是鲁商集团旗下子公司，集团以培植发展地产及零售业务为主，并涉足生化制药为代表的高科技产业。2006年集团提出“突出发展零售主业，重点抓好制药和房地产业，多业态协同发展”的总体思路，整合旗下八家房地产企业，鲁商发展负责集团旗下八家房地产企业运营发展，于2008年实现主板上市。

2) 2009-2017年，战略发展期，谋求多业务协同发展。上市后，公司构建房地产全价值链家化管理体系，整合效率提升；2014年先后成立临沂区域公司、青岛公司，深化发展地产业务；2015年，公司在地产业务基础上尝试健康养老业，将健康养老业发展为公司特色。总体而言，公司开始探索多业务发展，以应对复杂的外部环境。

3) 2018年至今，战略转型期，向大健康产业迈进。2018公司以9.3亿元收购山东福瑞达医药集团有限公司100%股份，正式进入生物医药和生态健康产业；2019年以2.6亿元继续收购山东焦点生物科技股份有限公司60.11%股权，夯实在透明质酸钠原料领域地位。至此，鲁商发展大步向大健康领域迈进，成为透明质酸钠研发和应用领域的龙头厂家，同时布局化妆品、生物医药、透明质酸钠原料等领域，实现房地产及大健康业务双轮驱动。

图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

地产、医药、原料添加剂以及化妆品业务共同发展。公司转型大健康产业以来，多业务获得良好发展，截止2020年公司实现收入136.2亿元，同增32.3%，实现归母净利润6.4亿元，同增85.4%，分业务板块来看：

1) 房地产及相关（物业管理与酒店服务）业务：公司2020年房地产及相关业务实现收

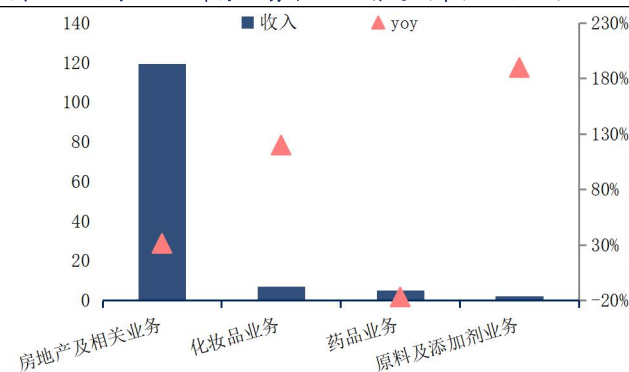
入 119.4 亿元，同增 31.2%，收入占比 87.7%，毛利额为 18.2 亿元，同增 24.2%，毛利率为 15.3%，毛利额占比为 65.9%，是公司收入及毛利额占比最高的业务。公司旗下临沂鲁商置业、泰安鲁商地产、济宁鲁商地产等十余个子公司均属于房地产相关业务板块。

2) **化妆品业务板块**：公司 2020 年化妆品业务实现收入 6.9 亿元，同增 119.8%，收入占比为 5.1%，毛利额为 4.1 亿元，同增 112.8%，毛利率为 59.1%，毛利占比为 14.7%，是公司第二大业务。公司涉足化妆品板块的子公司为福瑞达医药集团旗下的福瑞达生物工程（化妆品品牌）、福瑞达生物科技（化妆品相关原料）等，主要经营的品牌为瓊尔博士、颐莲、善言、伊帕尔汗等。

3) **药品板块**：公司 2020 年药品业务实现收入 5.0 亿元，同降 17.0%，收入占比为 3.7%，毛利额为 1.9 亿元，同降 6.5%，毛利率为 61.7%，毛利占比为 11.1%，是公司第三大业务。公司涉足药品板块的子公司为福瑞达医药集团旗下明仁福瑞达、博士伦福瑞达等，主要经营的品牌为明仁、润洁、润舒等多个知名品牌。

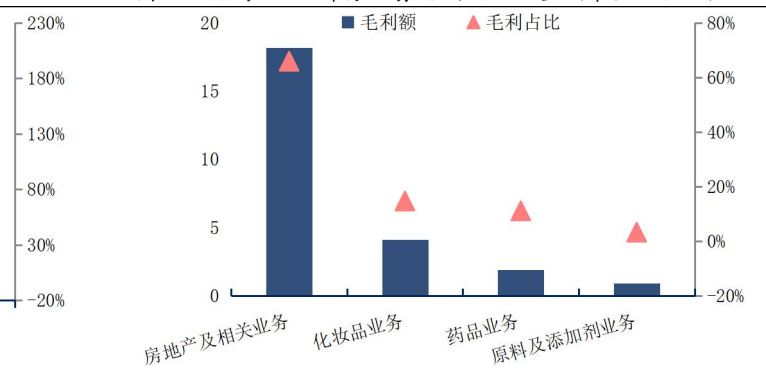
4) **原料及添加剂板块**：公司 2020 年原料及添加剂业务实现收入 2.0 亿元，同增 189.7%，收入占比为 1.5%，毛利额为 0.9 亿元，同增 120.5%，毛利率为 46.7%，毛利占比为 3.3%。公司涉足原料销售的主要子公司为焦点福瑞达，主要销售化妆品级与食品级透明质酸钠原料。

图 2：公司 2020 年分业务收入及增速（单位：亿元）



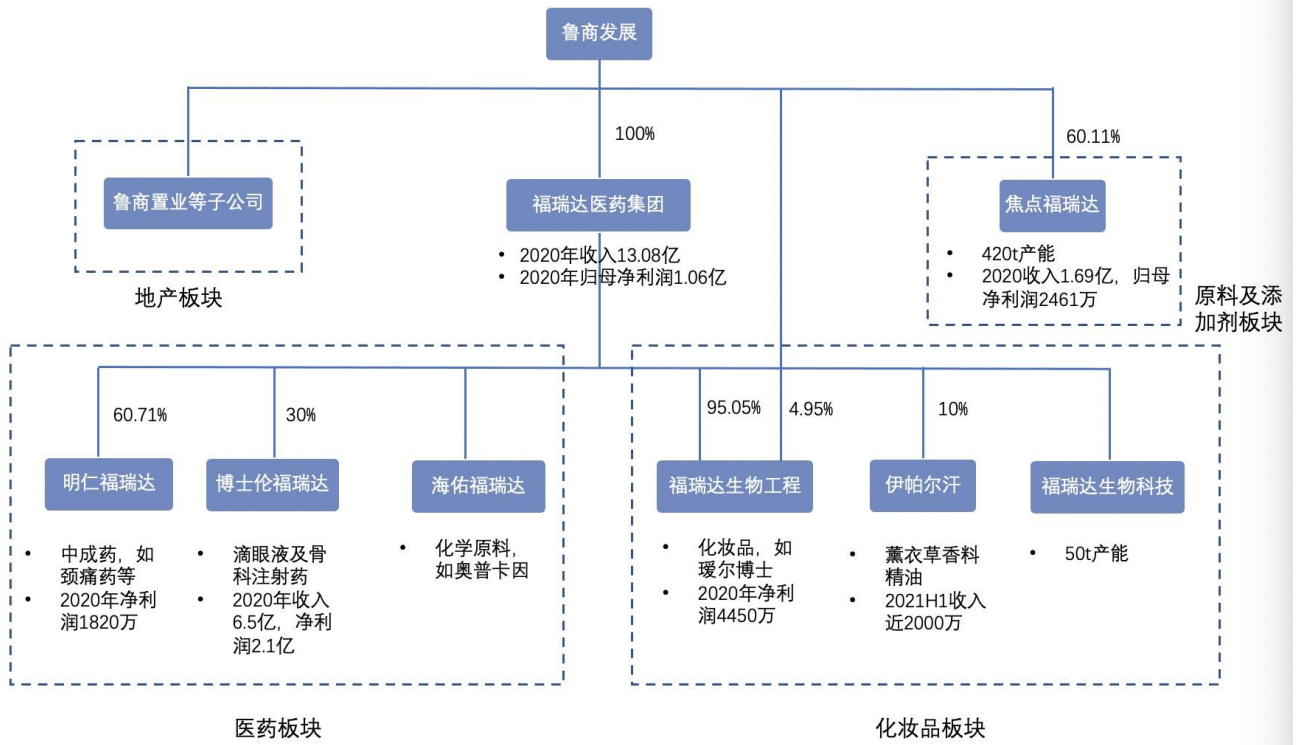
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 3：公司 2020 年分业务毛利润及比重（单位：亿元）

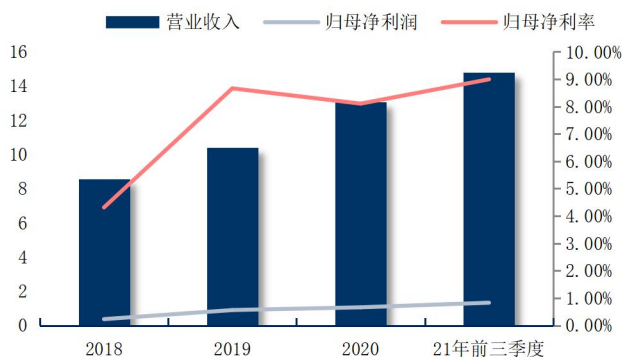


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

从公司重点子公司来看：1) **福瑞达医药集团**是公司 2018 年收购的全资子公司，旗下拥有生物制药、化妆品以及原料业务，2020 年实现收入 13.1 亿元，实现归母净利润 1.1 亿元；其中美业板块中，子公司福瑞达生物工程主要负责化妆品业务的生产销售，2020 年实现 4450 万净利润，子公司伊帕尔汗专注薰衣草香料精油的生产销售，21H1 实现收入近 2000 万，子公司福瑞达生物科技主营化妆品级原料自供及销售，拥有 50 吨产能；制药板块中，控股子公司（持股比例 60.7%）明仁福瑞达主要负责颈痛药等中成药生产销售，2020 年实现净利润 1820 万，参股子公司（持股比例 30%）博士伦福瑞达主要负责滴眼液、骨科注射液等产品，2020 年实现收入 6.5 亿元，净利润 2.1 亿元。2) **焦点福瑞达**是公司 2019 年收购的子公司，持股比例为 60.1%，主要负责化妆品级、食品级透明质酸钠原料生产销售，2020 年实现收入 1.7 亿元，归母净利润为 2461 万元。

图 4：公司业务结构与子公司情况（截止 2020 年）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

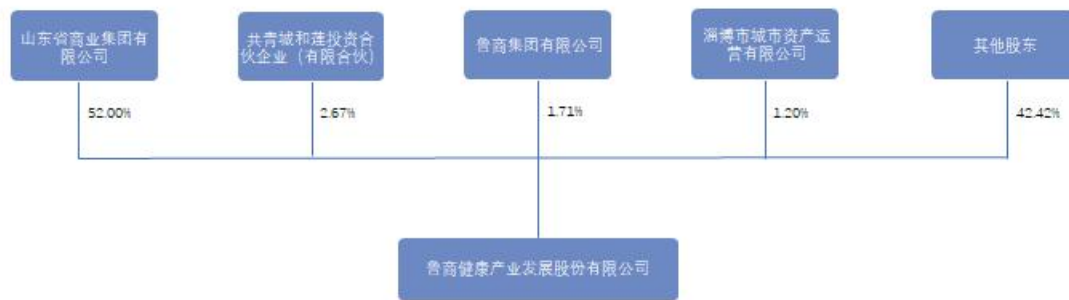
图 5：2018-2021 年前三季度福瑞达医药集团收入及归母净利润情况（亿元）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 6：焦点福瑞达收入及净利润情况（亿元）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司第一大股东持股比例为 52%，背后实际控制人山东省国资委。截止 21Q3，公司第一大股东为山东省商业集团，持有公司股份比例为 52.00%，其背后实际控制人为山东省国资委，直接持有山东省商业集团 70% 股份；第二大股东为博山万通达建筑安装，持有公司股份比例为 1.93%；第三大股东为鲁商集团，持有公司股份比例为 1.71%，其实际控制人为山东省国资委；其他股东山东世界贸易中心持有公司股份 0.97%，实际控制人为山东省国资委。

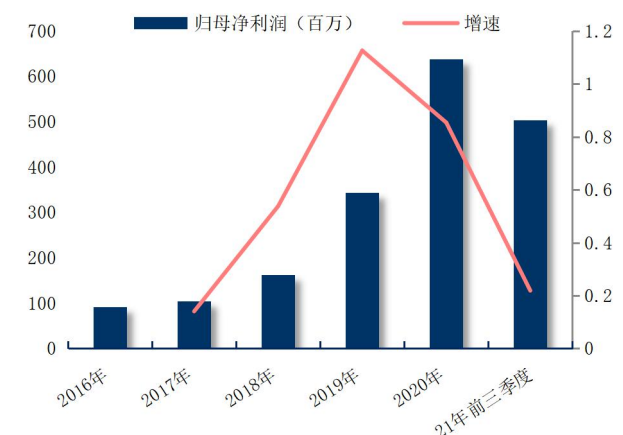
图 7：公司股权结构（截止 21Q3）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

1.2 2018 年以来收入加速增长，盈利质量改善

18 年以来收入加速增长，业绩持续高增。公司 2020 年收入、归母净利润分别为 136.2 亿元、6.4 亿元，17-20 年复合增速分别为 21.7%、82.3%。公司 2018 年以来收入增长有所加速，业绩获得高增长，主要由于收购山东福瑞达医药集团，完善医药康养产业链条，实现双轮驱动。公司 2021 年前三个季度实现收入、归母净利润分别为 63.5 亿元、5.0 亿元，同比增速分别为-9.7%、21.9%，收入下滑主要由于地产业务中哈尔滨项目受疫情影响 9 月未完成交付，带来地产业务收入双位数下滑，业绩仍实现双位数增长，主要由于全资子公司福瑞达医药集团化妆品业务高增长推动归母净利润实现 169%增长。

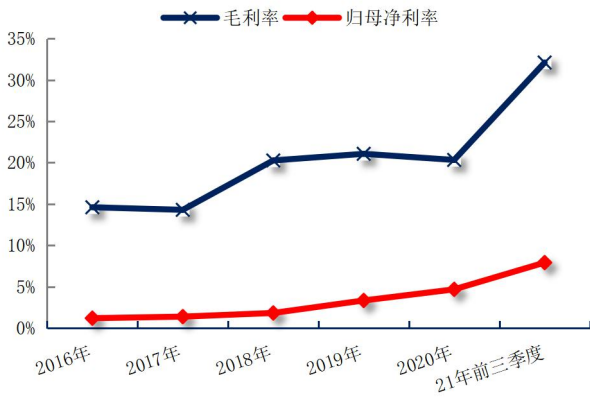
图 8：2017 年-2021 年前三季度公司收入及增速

图 9：2017 年-2021 年前三季度公司归母净利润及增速


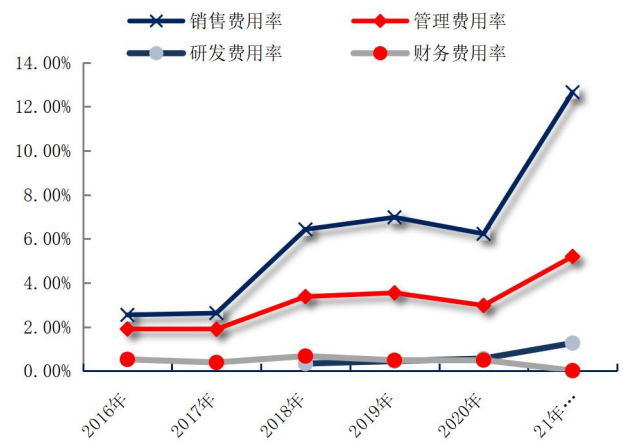
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

扩展大健康领域，18 年以来盈利能力有所提升。公司 2020 年毛利率及归母净利率分别为 20.3%、4.69%，18 年以来归母净利率稳步提升，主要由于：公司 18 年和 19 年先后收购山东福瑞达医药集团和山东焦点生物科技，以 2020 年为例，两大子公司归母净利率分别为 8.1%、14.6%，高于地产业务整体盈利水平。2021 年前三个季度公司毛利率及归母净利率分别为 32.1%、7.9%，较上年同期分别提升 6.2pct、2.0pct，主要由于：1) 业务结构变化，地产业务受疫情影响交付延迟占比下降，化妆品等大健康业务保持高增长；2) 化妆品业产品结构优化带动毛利率提升幅度超过 6pct。

图 10：2017 年-2021 年前三季度公司毛利率及归母净利润率


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 11：2017 年-2021 年前三季度公司期间费用率


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2018 年以来净资产收益率逐步提升。公司 ROE 自 2018 年起稳步提升，截止 2020 年达 18.7%，主要得益于大力发展化妆品、制药等大健康产业带来盈利水平改善，未来伴随业务结构不断优化，ROE 有望进一步提升。

表 1：公司 2017-2021 年前三季度 ROE 变化情况

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 前三季度
净资产收益率 (%)	4.24	4.62	6.8	13.3	18.72	11.97
销售净利率 (%)	1.54	1.54	2.66	3.83	4.69	7.82
资产周转率 (次)	0.2	0.18	0.19	0.2	0.23	0.1
权益乘数	17.72	18.85	19.35	20.25	17.23	14.89

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

看点一：化妆品业务突飞猛进，卡位细分赛道未来可期

2.1 布局瓊尔博士、颐莲等品牌，卡位细分领域差异化显著

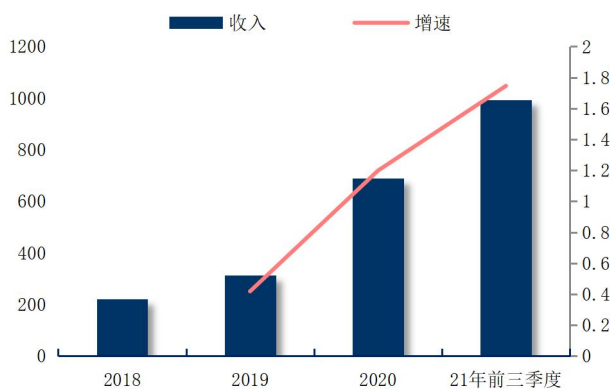
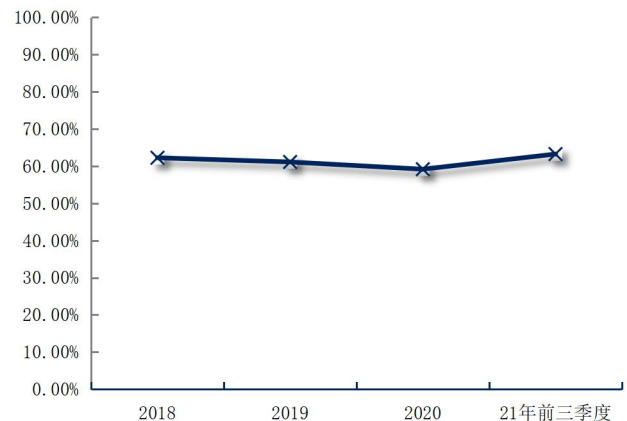
差异化布局瓊尔博士、颐莲、善颜、伊帕尔汗等美妆品牌。公司 2018 年通过收购福瑞达医药集团开始切入化妆品领域，福瑞达医药集团具备多年化妆品运营经验，旗下美业事业部运营瓊尔博士、颐莲、善颜、伊帕尔汗等品牌。四大美妆品牌各具特色，差异化打法显著：1) 瓊尔博士专注于微生态护肤，主打益生菌等菌群调节皮肤微生态，产品以线上销售为主，定价大众化，是具备科技感的功效性护肤品牌；2) 颐莲依托集团原料优势专注于玻尿酸护肤，产品以线上销售为主，定价大众化，是功效性护肤品品牌；3) 善颜独创量肤定制，一人一方，根据消费者的肌肤状态为其精准定制产品，客单价较高，在济南等地区设立 100 余家专营店，以线下为主；4) 伊帕尔汗是福瑞达医药集团收购的品牌，专注于薰衣草香氛及精油产品，在新疆伊犁拥有原产地，跻身国内天然香氛领先品牌，线上线双布局。

表 2：公司化妆品品牌布局情况

品牌	推出时间	主打特色	定价策略	渠道结构
瑷尔博士	2018 年	专注微生态护肤	大众化定价为主	线上占比 98% 以上
颐莲	2003 年	专注玻尿酸护肤	大众化定价为主	线上占比 95% 以上
伊帕尔汗	2006 年	专注薰衣草香氛精油	大众化定价	线下为主
善颜	2004 年	量肤定制一人一方	高客单价	线下为主
诠润	2014 年	专注敏感肌修复	大众化定价	线上为主
UNT	2020 年	精致彩妆	大众化定价	—

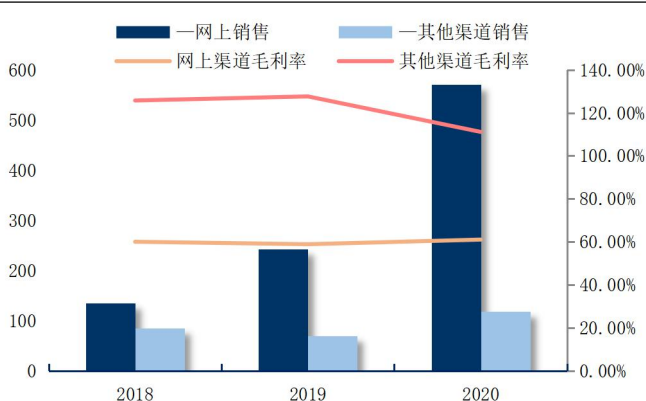
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

化妆品业务高增长，线上占据主导地位。公司 2020 年化妆品业务实现收入 6.9 亿元，18-20 年复合增速为 76.6%，其中线上销售收入占比达 82.8%，较 2018 年提升 21.4pct；2020 年化妆品业务毛利率为 59.1%，其中线上毛利率为 61.0%，线下毛利率为 50.1%。2021 年前三季度化妆品业务实现收入 9.9 亿元，同增 174.6%，毛利率提升 6pct 以上达 63.2%，其中瑷尔博士收入 4.9 亿元，颐莲收入 4.3 亿元，其他品牌收入 0.8 亿元。

图 12：2018-2021 年前三季度公司化妆品业务收入及增速（百万）

图 13：2018-2021 年前三季度公司化妆品业务毛利率


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 14：2018-2020 年公司化妆品业务渠道结构及毛利率（百万）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

➤ **瑷尔博士：微生态护肤新理念，抓住社媒红利快速超车**

以益生菌为核心的精研熬夜修复系列产品成为瑗尔博士爆品，产品布局精简。以瑗尔博士天猫旗舰店产品为例，双十一期间畅销商品合计 14 款，其中以益生菌复合物为核心的单品共 6 款，单品定价 79-109 元/件，定位大众化，益生菌熬夜修复面膜、益生菌水乳套装为旗舰店排名前二的爆款产品；此外，品牌布局洗面奶、精华、眼霜、喷雾、身体精油等产品，整体品类丰富，SKU 精简。根据淘数据，瑗尔博士天猫旗舰店近一年（20 年 11 月-21 年 10 月）产品结构中，面部护理套装、贴片面膜、洗面奶、液态精华 GMV 占比分别为 34.1%、27.4%、19.4%、10.5%，产品销售集中。

表 3：瑗尔博士天猫旗舰店热销商品情况

系列	SKU 及定价	主打成分
熬夜修复	6 款经典 SKU：益生菌熬夜修复面膜（89 元/10 片）；益生菌平衡乳（109 元/110ml）；益生菌清爽平衡水（99 元/140ml）；益生菌滋养平衡水（99 元/140ml）；肌底前导精华露（99 元/20ml）；益生菌平衡身体乳（79 元/200g）	益生菌复合物、透明质酸钠、二裂酵母发酵物、积雪草提取物等
洗卸滋养	2 款经典 SKU：氨基酸洗面奶（61 元/120ml）；角鲨烷净透身体磨砂膏（99 元/180ml）；	氨基酸、烟酰胺、角鲨烷等
初老对抗	3 款 SKU：维 A 醇精华液（188 元/45ml）；蓝铜胜肽安瓶次抛精华（318 元/39ml）；多肽紧致眼霜（360 元/16g）	维 A 醇、蓝铜胜肽、透明质酸钠
屏障修复	3 款 SKU：玻尿酸特护凝胶（178 元/125g）；神经酰胺修复喷雾（188 元/110g）；精研多效身体精油（238 元/50g）	透明质酸钠、神经酰胺等

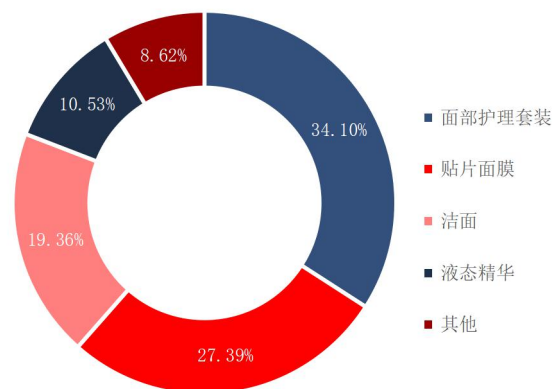
资料来源：天猫旗舰店，信达证券研发中心

图 15：瑗尔博士精研熬夜修复产品图



资料来源：信达证券研发中心

图 16：瑗尔博士 20 年 11 月-21 年 10 月天猫旗舰店产品结构



资料来源：淘数据，信达证券研发中心

独特产品力、高效营销力、灵活渠道力推动瑗尔博士高速增长。瑗尔博士品牌成立于 2018 年 6 月，2019 年 7 月天猫旗舰店正式运营，2019 年 9 月首家线下皮肤管理门店开业，运营仅一年时间（2020 年 7 月）即进入天猫年度 618 全品类 GROW TOP10 榜单，我们认为，瑗尔博士高速增长主要驱动力在于：

图 17：瑗尔博士品牌发展历程



资料来源：信达证券研发中心

1) 扎实产品实力，卡位独特细分赛道。一方面，瓊尔博士首发爆款产品系列以益生菌复合物为核心成分，精准定位微生态护肤，为科技护肤领域新秀。微生态护肤指人体皮肤屏障除皮脂膜、角质层所形成的物理屏障外，还存在最外层的微生物屏障，即附在皮肤表面的微生物菌群，这些菌群分为有害菌与有益菌，当皮肤表皮微生态菌群失调，有害菌盛行，将带来过敏、脂溢性皮炎、湿疹等一些列皮肤问题，合理调节菌群将有助于维持皮肤微生态循环，构建皮肤屏障系统，为抗衰等需求构建基础。微生态护肤最早由兰蔻提出，应用于兰蔻小黑瓶第二代产品中，伴随精致护肤理念盛行，近年微生态护肤以其独特原理成为市场新秀，当前主打微生态护肤成熟品牌较少，蓝海市场有待开发。另一方面，福瑞达集团涉足肠道菌群研究较久，大胆创新将菌群研究应用转入皮肤领域，集团背靠山东省药学院，瓊尔博士在上海东方美谷成立“皮肤微生态研究室”，与全球国际顶尖专业研发机构开展合作，在美国、以色列拥有实验室及研发中心，研发实力扎实。目前，瓊尔博士拥有 Micro-Balanotic（独家益生菌复合成分）、褐藻（品牌独家专利）、荷叶黄酮、硅烷化玻尿酸四大专利成分，为产品力打造保驾护航。

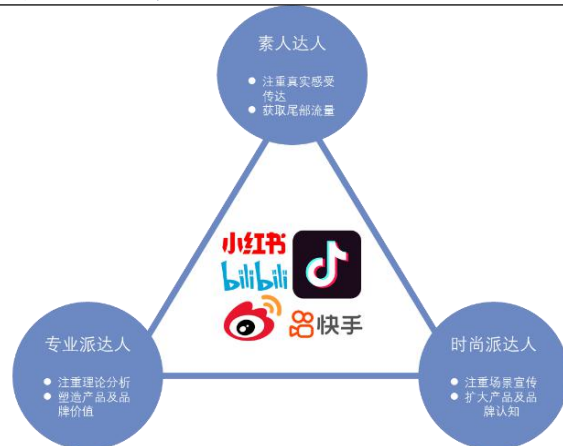
表 4：瓊尔博士独家专利技术储备及应用情况

专利成分	时间	成分功效	产品应用
Micro-Balanotic	2019 年及之前	舒缓、抗炎抑菌、抗氧化	爆款产品益生菌精研平衡水乳等
褐藻	2021 年 4 月	抗初老、修复	爆款产品益生菌精研平衡水乳以及新品酵萃精研肌律水乳
荷叶黄酮	—	抗氧化、抗衰老	蓝铜胜肽次抛等
硅烷化玻尿酸	2015 年	高保湿、预防皮肤损伤、抗初老	玻尿酸凝胶等

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2) 高效流量投放模型，借助新媒体放大声量。瓊尔博士擅于运营新媒体营销扩大市场认知，传达品牌价值。天猫期间店运营初期，与小红书、B 站、微博、抖音、快手等新媒体达人合作，构建稳固的三角内容曝光结构，即素人达人注重真实感受传达、获取尾部流量，专业派达人注重理论分析、塑造产品及品牌价值，时尚派达人注重场景宣传、扩大产品及品牌认知。此外，品牌对 ROI 把控力度较强，平衡品牌扩张效率，不通过超头直播带货形式迅速做大声量，而是集中资源打爆首款产品系列，宣传品牌价值。整体而言，强产品背书下，借助新媒体平台，高效流量投放模型下公司品牌获得快速增长。

图 18：瓊尔博士达人投放三角模型



资料来源：信达证券研发中心

图 19：瓊尔博士社交媒体上粉丝数量及内容数量

	微博	小红书	抖音	B站
注册时间	2019/2	2020/6	2021/4	2021/9
粉丝数量(万)	3.4	7.3	13.6	0.11
笔记数量(个)	597	278	210	1
	天猫		京东	
注册时间	2019/7		2020/5	
粉丝数量(万)	147.6		16	

资料来源：各 APP 平台，信达证券研发中心

3) 灵活渠道策略，多平台齐步发力。 瓊尔博士早期主要通过站外营销投放，站内（天猫旗舰店）收割流量实现 GMV 成交，面对行业环境变化，公司逐步打造线上多平台销售，线下前瞻布局。截止 2021 年 9 月，瓊尔博士线下“皮肤颜究院”加盟店为 179 家，同时进驻大型商超连锁店 kkv、三福时尚、调色师、喜燃等 CS 渠道，覆盖全国 53 个城市；线上布局淘系、抖音、快手等渠道，2021 年抖音旗舰店开设，21 年 10 月 GMV 超过 2000 万，线上多平台发力。

➤ **颐莲：专注玻尿酸护肤元老品牌，不断深化技术为长期发展保驾护航**

以玻尿酸原料为核心，产品系列不断延展。以颐莲天猫旗舰店为例，品牌拥有嘭润系列、水光肌系列、多重系列、鲜养系列、肌源系列、凝时系列六大产品系列，涉及水乳霜、洁面、面膜、防晒等多种类型，产品成分主打玻尿酸+，产品矩阵丰富；畅销商品主要为玻尿酸喷雾、玻尿酸水乳套装以及玻尿酸分体修复面膜等商品，定价大众化。根据淘数据，颐莲天猫旗舰店近一年（20 年 11 月-21 年 10 月）产品结构中，化妆水（含喷雾）、面部护理套装、液态精华、贴片面膜 GMV 占比分别为 47.5%、16.0%、15.5%、11.8%，产品销售较为集中。

表 5：颐莲天猫旗舰店热销商品情况

热销商品	类型	成分	定价	主打功效
玻尿酸喷雾	喷雾	玻尿酸、冰川矿物水	109 元/400ml	补水保湿、舒缓皮肤
玻尿酸水乳套装	水乳	玻尿酸、神经酰胺	178 元/150ml 水+100g 乳	保湿舒缓、水油平衡
玻尿酸分体修复面膜	面膜	5 重玻尿酸、3 重神经酰胺、专利益生元	99 元/10 片	补水舒缓、调节毛孔
玻尿酸富勒烯精华	精华	玻尿酸、富勒烯、荷叶黄酮等	218 元/30ml	水润、修复光损、提亮肤色

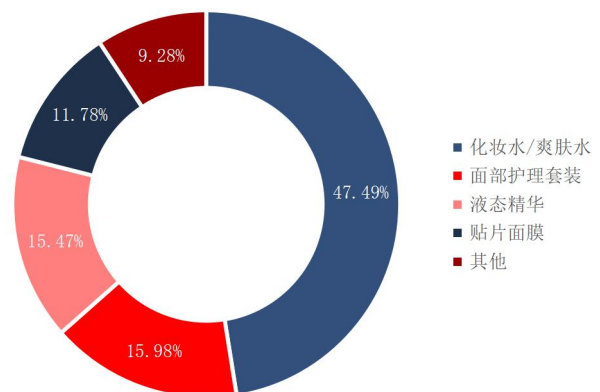
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 20：颐莲爆款产品系列情况



资料来源：天猫旗舰店，信达证券研发中心

图 21：颐莲 20 年 11 月-21 年 10 月天猫旗舰店产品结构



资料来源：淘数据，信达证券研发中心

强玻尿酸研发背景，玻尿酸升级至第五代，为品牌提供产品支撑。 颐莲是国内最早专注于玻尿酸护肤品品牌，成分研发已有 38 年历史，亦是“玻尿酸原液”产品的开创者。颐

莲依托福瑞达医药集团强大研发背景，其玻尿酸成分在护肤领域应用至今已升级至第五代：1) 第一代玻尿酸于 2008 年研发问世，主打润滑保湿；2) 2011 年升级至第二代玻尿酸，在第一代基础上复配低分子 HA，更好吸收；3) 第三代玻尿酸添加寡聚 HA+水解 HA，具备抗氧化功效；4) 第四代玻尿酸为硅烷化玻尿酸 (SHAC)，新增预防与修复皮肤损伤功效；5) 第五代玻尿酸为“高分子 HA+交联 HA”，在长效补水保湿同时，可隔离污染更好保护皮肤。不断升级迭代的玻尿酸成分为品牌产品品质及创新提供保障，产品力保持领先。

各大社交平台活跃，突出专业品牌形象，快速推新为品牌赋能。营销上，颐莲全面覆盖各个社交平台，选择成分党派、医学风格类达人，重点宣传“山东省药学科学院”、“福瑞达医药集团”、“研究玻尿酸 37 年”等研发背景，塑造品牌专业形象；通过爆款喷雾产品带动其他产品销售，善于抓取成分热点，如烟酰胺、虾青素、冻干精华等，利用供应链优势产品更新速度快，通过长尾效应占领市场。

➤ **伊帕尔汗：基于新疆基地，挖掘文化底蕴，打造天然香氛领先品牌**

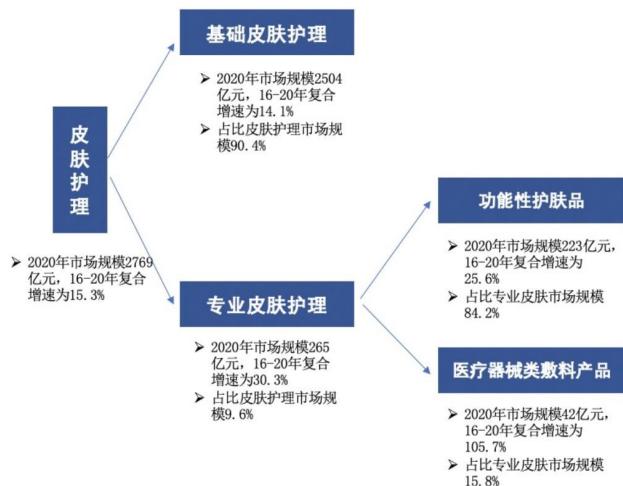
伊帕尔汗是公司参股公司，国内首家以天然香料为核心，集产地种植、研发、生产、销售、旅游观光于一体，依托世界最大的薰衣草产业种植基地 (6 万亩)，是全国唯一获准使用“伊犁薰衣草精油”地理标志保护的企业。品牌主要产品包括 4 大类 9 个系列 120 余种天然香料系列产品，涉及芳香理疗、芳香护肤、芳香保健、芳香养生等多个领域。2021H1 伊帕尔汗公司实现收入近 2000 万元，同比增长 37%。未来，伊帕尔汗将围绕“美在新疆、秀在伊犁、醉在伊帕尔汗”，持续挖掘文化底蕴，努力跻身国内天然香氛领先品牌。

➤ **善颜：独特模式，针对东方女性肌肤问题一人一肤量肤定制**

善颜以“东方女性肌肤大数据平台”为基础，致力于实现皮肤精细化管理，为精准肌肤护理高端品牌。品牌主要针对皮肤敏感、缺水、痘痘、轻熟、衰老、暗沉等问题，分肤质、分肌龄、分肌层，研发生产了舒颜、润颜、清颜、娇颜、塑颜、亮颜 6 大系列产品。目前“善颜皮肤管理中心”已经在全国开设 100 多家，未来将进一步升级线上线下融合的营销模式，加快善颜品牌线下店的拓展，实现线上线下互动型的新零售模式。

2.2 功能性护肤赛道高景气度，品牌放量大有可为

功能性皮肤护肤市场是护肤品板块高景气度赛道。根据 Frost&Sullivan，中国皮肤护理市场分为基础皮肤护理市场及专业皮肤护理市场，专业皮肤护理市场根据监管类别可分为医疗器械类敷料产品及妆字号或特字号（美白淡斑为主）功能性护肤品，前者具备严格审批流程，需获得医疗器械批文方可入市，包括拥有医研共创背景的皮肤学护肤品以及强功效性护肤品。根据 Frost&Sullivan，2020 年中国功能性护肤品市场规模为 223 亿元，16-20 年复合增速为 26%，占皮肤护理市场规模 8.1%，同期皮肤护理市场 16-20 年复合增速仅 15%，细分赛道景气度高于护肤品板块景气度。

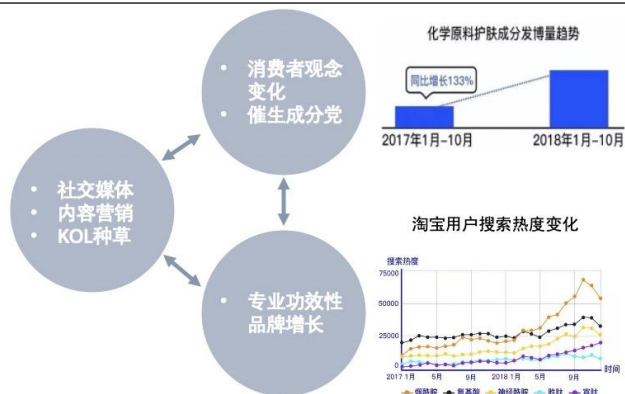
图 22：中国皮肤护理领域划分


资料来源: Frost&Sullivan 信达证券研发中心

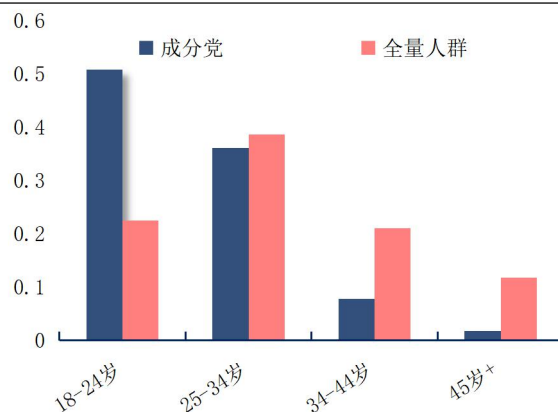
图 23：中国功能性皮肤护理市场规模及增速


资料来源: Frost&Sullivan 信达证券研发中心

社媒助力年轻消费者底层变化，成分党风起云涌，驱动功能性护肤品高景气度。小红书、微博等社交媒体助力消费者更加关注化妆品成分及功效，根据 CBNDData 数据，2017 年 1-10 月以来微博护肤品化学原料发文数量提升幅度超过 100%，淘宝用户关键词搜索烟酰胺等成分热度提升。通过各大社媒 KOL 的广泛种草，叠加成分本身的功效性，越来越多的消费者加入成分党阵营。根据个推大数据对 19 年 2 月-20 年 2 月、超过 500w 人群（偏好美丽修行等成分类测评 app 的用户）数据分析，年轻化是成分党主要特征，成分党人群中 18-24 岁用户占比超过 5 成，高于全量人群中 18-24 岁人群 2 成以上的比重。

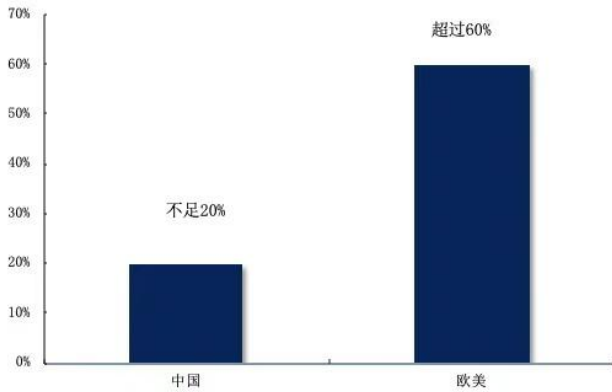
图 24：功能性化妆品高景气度传导路径


资料来源: 聚美丽, 信达证券研发中心

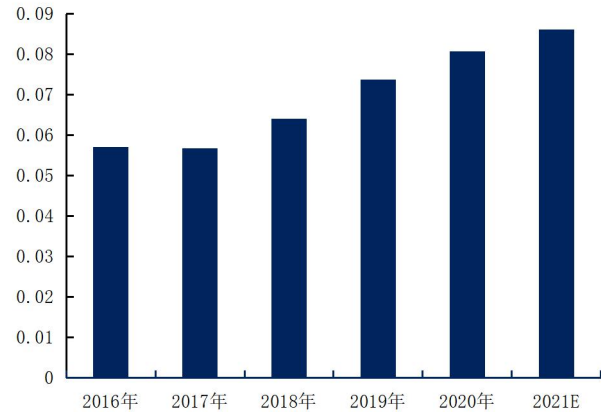
图 25：成分党用户年龄结构情况


资料来源: 个推大数据, 信达证券研发中心

功效性化妆品是对产品力要求更高的精致护肤需求，对标海外成熟市场具备更高天花板。伴随化妆品行业人群渗透率不断提升，消费者对产品诉求从普及使用到精致护理转变，功效性护肤品符合美妆消费升级趋势，本质是对产品力更高要求。根据华经产业研究及前瞻产业研究，2017 年欧美发达市场功能性化妆品渗透率超过 60%，中国市场渗透率仅 17%；而参考 Frost&Sullivan 数据，2020 年功能性皮肤护理市场渗透率不足 10%，未来品牌不断夯实产品力，通过新潮营销方式推广放大声量，功效性化妆品细分赛道具备更高天花板。

图 26：2017 年功能性化妆品渗透率情况


资料来源: 华经产业研究, 信达证券研发中心

图 27：2016-2020 年中国功能性皮肤护理市场规模渗透率


资料来源: Frost&Sullivan, 信达证券研发中心

小而美新锐品牌抢占蓝海市场，发展初期品牌成长可期。国内市场来看，HFP、修丽可、润百颜等品牌具备一定规模体量，其中 HFP2019 年零售额达 22.0 亿元，修丽可 21 年前三季度仅淘系 GMV 超过 10 亿元，润百颜 21 年前三季度收入 7.8 亿元；国际市场看，The Ordinary 具备一定规模体量，其所在母公司 Deciem 集团 2020 年销售额为 4.6 亿美元，约 30 亿元。功效性护肤品市场尚在发展初期，本土品牌 2014 年陆续进入，打造差异化卖点，2017 年开始借助微信、小红书、B 站、抖快等新媒体放大品牌声量，未来兼具产品实力及营销能力的品牌有望借助赛道红利快速成长。

表 6：国内功能性化妆品代表品牌情况

公司	品牌	国家	成立时间	销售额	定位
蛋壳科技	HFP	中国	2014 年	19 年零售额 22.0 亿元；21Q1-Q3 淘系 GMV 为 5.2 亿元	大众定位，原液为主
华熙生物	润百颜	中国	2016 年	21Q1-Q3 收入 7.8 亿元, 同增 163%	中高端定位，次抛+其他
	夸迪	中国	2014 年	21 Q1-Q3 收入 4.8 亿元, 同增 160%	高端定位，次抛+其他
	肌活	中国	2018 年	21 Q1-Q3 收入 2.5 亿元, 同增 119%	大众化定位，原液为主
	米蓓尔	中国	2018 年	21 Q1-Q3 收入 1.9 亿元, 同增 143%	大众化定位，精华水等基础护理
鲁商发展	瑗尔博士	中国	2018 年	21Q1-Q3 收入 4.9 亿元	大众化定位，水乳面膜等基础护理
	颐莲	中国	2003 年	21Q1-Q3 收入 4.3 亿元	大众化定位，喷雾等基础护理
欧莱雅	修丽可	美国	2010 年进入中国	19 年中国零售额 6.2 亿元；21Q1-Q3 淘系 GMV 为 10.2 亿元	高端定位，原液为主
雅诗兰黛	The Ordinary 等	加拿大	2013 年	20 年全球销售额 4.6 亿美元，人民币约 30 亿元	大众化定位，原液为主

数据来源: 公司公告, 淘数据, 信达证券研发中心

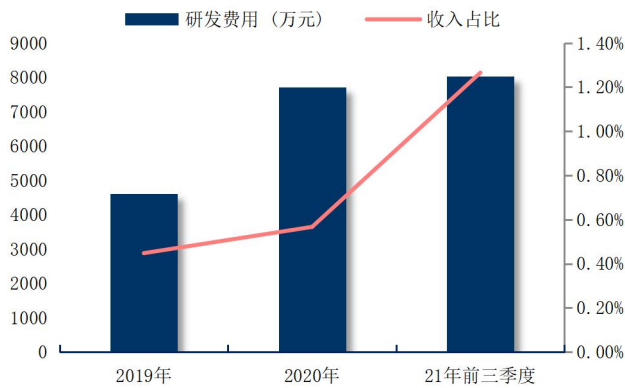
2.3 强研发实力背书、灵活团队激励机制助力化妆品业务快速发展

依托福瑞达医药强研发背景，注重人才培育，品牌放量可期。我们认为，未来瑗尔博士、颐莲等品牌在细分赛道具备竞争优势：

1) **福瑞达医药集团研发沉淀雄厚，为品牌产品力提供背书。**福瑞达医药集团拥有 1 个国家企业技术中心、1 个院士工作站、1 个省级重点实验室等，与中科院、浙大、美国明尼苏达大学等高校长期合作，先后承担省部级重大科技专利 30 余项，获授权专利 142 项；化妆品领域，2020 年公司完成化妆品及原料产品 9 个，创新化妆品及原料 3 个，各品牌推出 100 余款肌肤护理新品上市。2020 年，公司研发人员 291 人，研发费用 7737 万元，

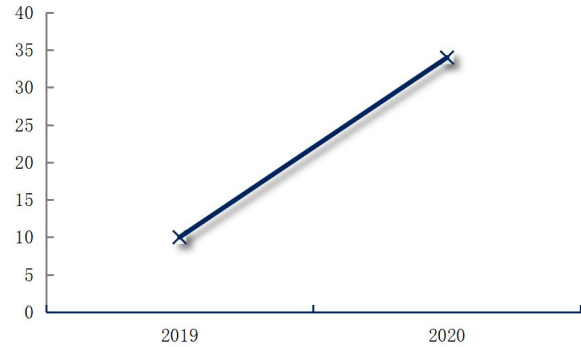
占比总收入 0.57%，其中医药化妆品研发投入占医药化妆品收入 4.95%，研发人员占医药化妆品业务人员的 11.6%；21 年前三季度，公司研发费用为 8035 万，占比收入 1.27%，研发投入不断增长。

图 28：2019-2021 前三季度公司研发费用及占比收入情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 29：公司化妆品医药领域的在研发项目变化情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2) 化妆品板块激励灵活，注重人才培育。化妆品业务拥有全集团最灵活的激励机制，各个品牌在品牌负责人带领下独立运营，享受集团研发、生产资源。一方面，对于各品牌团队，根据品牌所处的行业环境及自身发展曲线年初设定低、中、高三档目标，不同档次对应不同激励，除日常奖金外，超额完成目标将提取利润的一定比例作为团队奖金，激发团队活力，注重品牌投入产出比；另一方面，新品牌设立虚拟股权形式，团队负责人需跟投，交一定保证金，达成任务后保证金双倍返还，且绑定品牌与项目负责人利益。目前，公司旗下自创三大美妆品牌瑷尔博士、颐莲、善颜团队负责人均为内部培训、提拔，线上以自营为主，团队活力与忠诚度兼备。

看点二：原料添加剂业务快速发展，物业服务成为新看点

3.1 全球领先透明质酸钠产能，原料及添加剂业务快速发展

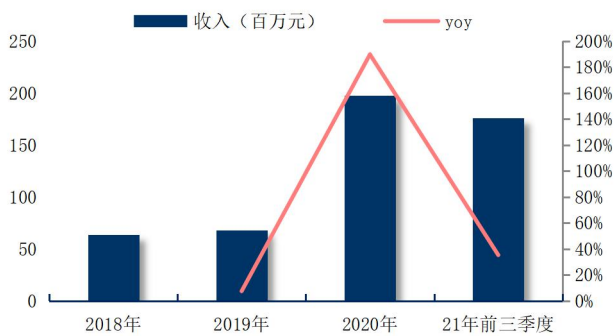
福瑞达生物科技及焦点福瑞达贡献原料及添加业务稳定收入业绩。公司原料及添加剂业务主要销售化妆品与食品级透明质酸钠原料、生物防腐剂、化妆品功效原料等产品。其中控股子公司焦点福瑞达是全球领先的透明质酸钠原料生产基地，拥有 420 吨产能，主要生产食品级和化妆品级透明质酸，已获得医药级透明质酸钠原料生产许可证，正在推进国内外销售许可证；福瑞达医药集团旗下的福瑞达生物科技主要开展生物防腐剂以及化妆品原料研发生产销售，产品包括纳他霉素、乳酸链球菌、复配食品防腐剂、聚谷氨酸、普鲁兰多糖、依克多因等，其中纳他霉国内市占率超过 40%。

表 7：公司原料及添加剂业务涉及公司及产能、产品布局情况

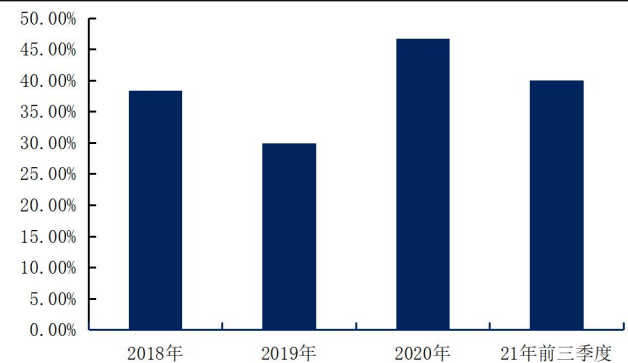
公司	产品	产能/销量	收入
焦点福瑞达生物	化妆品级玻尿酸、食品级玻尿酸	420 吨产能	20 年子公司实现收入 1.69 亿元
福瑞达生物科技	1) 生物防腐剂：纳他霉素、乳酸链球菌、复配食品防腐剂； 2) 化妆品原料：聚谷氨酸、普鲁兰多糖、依克多因	—	20 年倒推收入为 0.29 亿元

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

原料及添加剂业务快速发展。得益于收购焦点福瑞达，公司原料及添加剂业务快速发展，2020 年实现收入 2.0 亿元，同增 189.7%，毛利率较上年同期提升 16.7pct 至 46.7%。分内外销来看，内销收入达 1.1 亿元，占比 55%，外销收入达 0.9 亿元，占比 45%；分产品类型看，焦点福瑞达实现收入 1.69 亿元，预计添加剂相关实现收入 0.29 亿元。21 年前三季度，公司原料及添加剂业务实现收入 1.8 亿元，同增 35.3%，毛利率微降至 40%。

图 30：2018-21 年前三季度公司原料及添加剂业务收入及增速


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

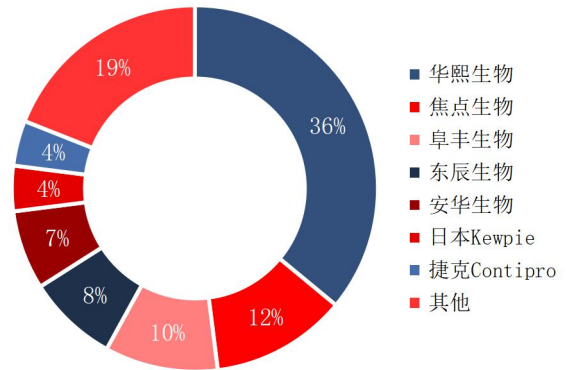
图 31：2018-21 年前三季度公司原料及添加剂业务毛利率情况


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

透明质酸钠原料行业平稳增长，公司充足产能布局及医药级资质获批有望进一步抢占市场份额。市场需求方面，根据 Frost&Sullivan 数据，2020 年全球透明质酸钠市场销量为 600 吨，剔除疫情影响，15-19 年复合增速为 20%，其中化妆品级透明质酸钠销量为 276 吨，15-19 年复合增速为 16%；食品级透明质酸钠销量为 300 吨，15-19 年复合增速为 24%，是比重高且增速高的细分赛道；根据 Frost&Sullivan 预测，未来透明质酸钠原料市场保持较高景气度，预计 2021-2025 年行业复合增速将达 15%。竞争格局方面，根据 Frost&Sullivan 数据，2018 年华熙生物以 44%（考虑收购东辰生物）份额稳居第一，焦点生物以 12% 份额为行业第二；从公司财务视角，2020 年华熙生物原料业务收入 7.0 亿元，同减 7.6%，透明质酸钠销量为 195 吨，鲁商发展原料及添加剂业务收入 2.0 亿元，业务高增长，考虑到公司产品结构类型（更低单价的食品及化妆品级透明质酸钠原料为主）及高性价比定价策略，我们预计从销量视角鲁商发展正在逐步追赶。我们认为，公司旗下焦点福瑞达产能充足，定价具备性价比，医药级透明质酸钠原料销售资质正在推进，未来有望提升市占率获得稳定增长。

图 32: 全球透明质酸钠原料销量及增速 (吨)


资料来源: FROST&SULLIVAN, 信达证券研发中心

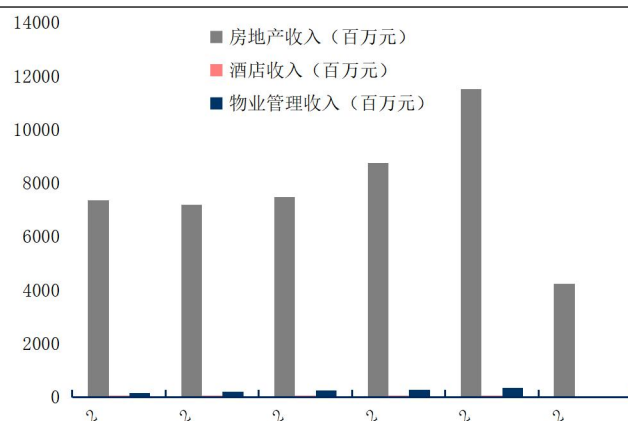
图 33: 2018 年全球透明质酸钠竞争格局


资料来源: FROST&SULLIVAN, 信达证券研发中心

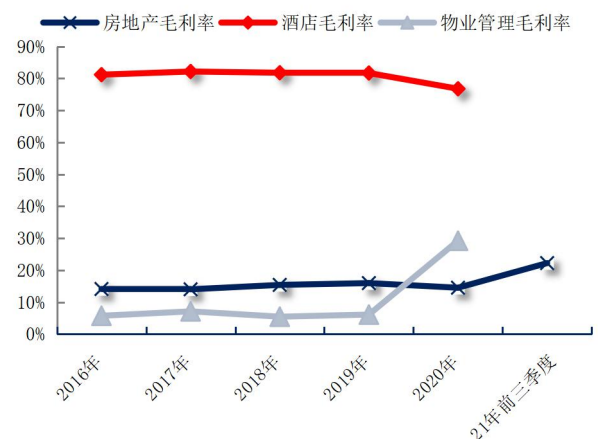
3.2 物业管理服务快速发展成为地产业务新亮点, 着手布局医美业务

房地产业务受调控影响有所承压, 物业管理服务快速增长成为新亮点。公司地产板块累计开发地产项目 40 余个, 省内以济南、青岛为核心, 重点布局烟台、临沂、泰安、济宁、菏泽、潍坊等城市, 省外布局至北京、上海、重庆等市, 覆盖精品住宅、城市综合体、购物中心、高端写字楼、星级酒店等产品系列。

2020 年公司地产板块实现合同销售额 176.0 亿元, 销售面积 167.6 万平方米, 分别同增 22.5%、33.3%, 年底在建面积 470.1 万平方米。地产及相关业务中, 20 年房地产销售收入 115.2 亿元, 毛利率为 14.5%, 16-20 年复合增速为 11.9%, 受政策调控等影响, 未来地产销售业务或将承压; 20 年酒店板块收入 0.6 亿元, 毛利率 76.8%, 16-20 年复合增速为 -1.7%, 维持平稳; 20 年物业管理收入 3.6 亿元, 毛利率 29.2%, 16-20 年复合增速为 21.0%, 物业服务成为大地产板块景气度最高的子赛道, 在管面积超过 1800 万平方米, 未来有望成为健康地产板块新亮点。

图 34: 2016-2021 前三季度公司房地产及相关业务收入情况


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

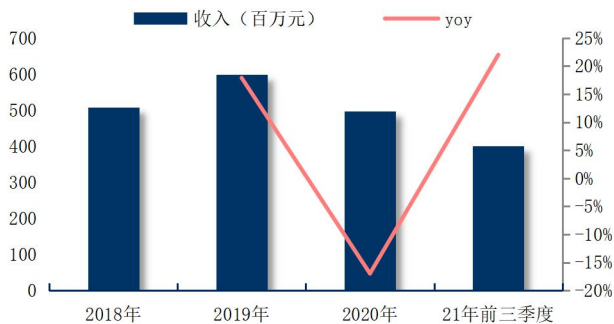
图 35: 2016-2021 前三季度公司房地产及相关业务毛利率情况


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

医药业务保持稳定, 着手布局医美领域, 未来有望积极开拓市场维持平稳增长。公司药

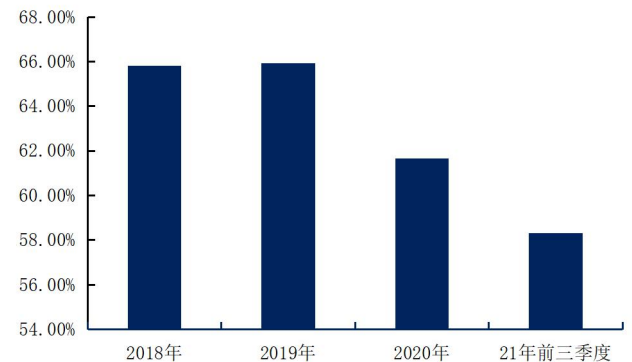
品业务主要生产销售明仁福瑞达旗下中成药、保健食品等，以及海佑福瑞达旗下化学原料药，包括明仁牌颈痛系列产品、奥普卡因等产品；此外，公司参股孙公司博士伦福瑞达主要产品润舒、润洁眼科/骨科用药，施沛特玻尿酸钠注射液为板块贡献业绩。2020年，公司药品业务实现收入5.0亿元，毛利率为61.7%，18-20年业务基本保持稳定；21年前三季度，医药板块实现收入4.0亿元，同增22.1%。福瑞达医药去年开始推动医疗器械三类注射透明质酸钠产品自研，一类喷雾敷料产品已在布局，同时与国内领先的机构深度合作胶原蛋白类产品，未来福瑞达医药集团将不断夯实医药板块产品研发，积极开拓市场维持业务稳定增长。

图 36：2018-2021 年前三季度公司医药业务收入及增速



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 37：2018-2021 年前三季度公司医药业务毛利率变化情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

看点三：完善激励机制，引进战投有望打开新局面

2018年8月推行股权激励计划，员工激励到位。公司2018年8月推行股权激励计划（上市以来首次推行），授予公司高管及核心骨干264人合计2911万份股票期权，预留92万份股票期权，合计约占公司总股本的3%，授予价格为2.47元/股（2021年9月23日调整价格）。本次股权激励分为三个行权期（分别为2020年/2021年/2022年），其业绩考核目标为：以2017年归母净利润及ROE为基数，2019年、2020年、2021年归母净利润增速分别不低于40%、50%、70%，ROE增长率分别不低于25%、30%、35%，且分别不低于对标企业的75分位值。截止2020年，公司第一个行权期与第二个行权期的业绩目标已达成，员工激励充分，不断激发团队活力。

表 8：公司 2018 年股权激励考核条件及完成情况

期限	业绩考核目标	实际达成情况
第一个行权期	以 2017 年度归属母公司净利润为基数，2019 年度归母净利润增长率不低于 40%； 以 2017 年 ROE 为基数，2019 年度的 ROE 增长率不低于 25%； 且均不低于对标企业的 75 分位值	19 年归母净利润基于 17 年增长率为 169.00%；19 年 ROE 基于 17 年增长率为 172.75%；均大于对标企业 75 分位数，满足行权条件。
第二个行权期	以 2017 年度归属母公司净利润为基数，2020 年度归母净利润增长率不低于 50%； 以 2017 年 ROE 为基数，2020 年度的 ROE 增长率不低于 30%； 且均不低于对标企业的 75 分位值	20 年归母净利润基于 17 年增长率为 398.69%；20 年 ROE 基于 17 年增长率为 310.45%，均大于对标企业 75 分位数，满足行权条件。
第三个行权期	以 2017 年度归属母公司净利润为基数，2021 年度归母净利润增长率不低于 70%； 以 2017 年 ROE 为基数，2021 年度的 ROE 增长率不低于 35%； 且均不低于对标企业的 75 分位值	—

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2021 年 9 月，拟引进战投且员工可跟投，进一步绽放组织活力。2021 年 9 月，公司公告旗下全资孙公司福瑞达生物（全资子公司福瑞达医药集团 100%控股）拟通过山东产权交易中心公开挂牌引进战略投资者，新增股本占增资后股本比例不高于 17.58%，其中战略投资者通过山东省产权交易中心挂牌交易认购不高于 16.9%，员工可按引进战投价格协议认购不高于 0.68%。截至 21H1，公司对福瑞达生物投前估值定为 36 亿元，对应战投底牌挂价额不低于 7.38 亿元；21H1 福瑞达生物合并报表收入为 6.2 亿元，净利润为 0.73 亿元。未来，公司有望通过引进战略提升化妆品业务行业竞争力，同时员工跟投可激励核心人员，进一步释放组织活力。

盈利预测、估值与投资评级

5.1 盈利预测

我们预计公司 2021-2023 年收入分别 126.0 亿元、135.7 亿元、146.1 亿元，同比增速分别为 -7.5%、7.7%、7.7%，其中房地产销售收入分别为 94.5 亿元、94.5 亿元、94.5 亿元，同比增速分别为 -18%、0%、0%，化妆品业务收入分别为 16.5 亿元、23.7 亿元、31.5 亿元，同比增速分别为 139%、44%、33%，医药相关收入分别为 6.0 亿元、6.7 亿元、7.4 亿元，同比增速分别为 21%、12%、10%，原料及添加剂业务收入分别为 2.7 亿元、3.3 亿元、4.0 亿元，同比增速分别为 35%、25%、20%。预计公司归母净利润为 7.5 亿元/8.9 亿元/10.6 亿元，对应增速为 18%/19%/18%，对应估值为 15.9 倍、13.4 倍、11.3 倍。

表 9：公司收入成本拆分及预测（单位：百万元）

	2019 年	2020 年	2021E	2022E	2023E
收入（百万）	10,289.21	13,615.48	12,595.78	13,566.28	14,611.13
yoy	16.64%	32.33%	-7.49%	7.70%	7.70%
毛利率	21.07%	20.33%	30.17%	32.08%	33.81%
—房地产销售（百万）	8,758.57	11,521.57	9,447.69	9,447.69	9,447.69
yoy	16.79%	31.55%	-18.00%	0.00%	0.00%
毛利率	15.97%	14.52%	22.23%	22.23%	22.23%
收入占比	85.12%	84.62%	75.01%	69.86%	65.12%
—化妆品（百万）	313.37	688.87	1,645.25	2,370.53	3,148.41
yoy	41.85%	119.83%	138.83%	44.08%	32.81%
毛利率	61.08%	59.14%	63.20%	63.20%	63.20%
收入占比	3.05%	5.06%	13.06%	17.53%	21.70%
—医药相关（百万）	599.23	497.51	601.99	674.23	741.65
yoy	17.90%	-16.98%	21.00%	12.00%	10.00%
毛利率	65.93%	61.65%	58.00%	58.00%	58.00%
收入占比	5.82%	3.65%	4.78%	4.99%	5.11%
—原料及添加剂（百万）	68.22	197.63	266.80	333.50	400.20
yoy	7.48%	189.70%	35.00%	25.00%	20.00%
毛利率	29.95%	46.68%	40.70%	40.70%	40.70%
收入占比	0.66%	1.45%	2.12%	2.47%	2.76%

数据来源：信达证券研发中心预测

5.2 估值与投资评级

公司业务涵盖地产、化妆品、医药及原料等多业务领域，我们采用分部估值法给公司进行估值，具体如下：

- 1) 化妆品板块：公司 2021 年中报化妆品业务所属子公司福瑞达医药集团归母净利率为 10.0%，而申万行业分类中，品牌化妆品相关上市公司 2020 年算数平均净利率为 12.0%；公司化妆品业务毛利率水平高于医药业务，我们认为化妆品业务具备更高净利率，参考化妆品业务所在子公司净利率水平以及上市化妆品品牌商算术平均净利率水平，我们假设化妆品业务归母净利率为 12%，则 2021-2023 年化妆品板块归母净利润预测为 2.0 亿元、2.8 亿元、3.8 亿元；根据申万品牌化妆品板块 PE 情况，2021-2023 年板块平均 PE 为 72 倍、53 倍、40 倍，参考 21 年同业估值，化妆品板块市值为 144 亿元。
- 2) 药品及原料添加剂业务：根据公司 2020 年年报，焦点福瑞达归母净利率为 15%，21 年上半年受价格战影响毛利率下降约 7pct；而 21 年上半年在假设化妆品业务 12% 净利率情况下，福瑞达医药集团药品及其他业务归母净利率为 6%，我们假设药品及原料添加剂业务归母净利率为 7%，则 2021-2023 年药品及原料添加剂归母净利润预测为 0.6 亿元、0.7 亿元、0.8 亿元；根据申万化学制药板块 PE 情况，2021-2023 年板块 PE 分别为 33.9 倍、27.5 倍、22.2 倍，我们认为，公司目前药品及原料添加剂业务尚未形成绝对龙头地位，可给予一定折价，给予板块 2021 年 20 倍 PE，则对应市值为 12 亿元。
- 3) 地产及相关板块：我们预计 2021-2023 年地产及相关业务归母净利润为 5.0 亿元、5.4 亿元、6.0 亿元，根据申万化学制药板块 PE 情况，2021-2023 年板块 PE 分别为 5.1 倍、4.6 倍、4.1 倍，我们给予地产板块 2021 年 5 倍 PE，则对应市值为 25 亿。

综上，我们认为公司合理市值为 181 亿元，对应目标价为 17.9 元/股，当前股价存在低估，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 10：公司所处细分板块预期市盈率情况（整体法、剔除负值）

	2021E	2022E	2023E
申万房地产板块	5.1	4.6	4.1
申万化学制药板块	33.9	27.5	22.2
申万品牌化妆品板块	72.1	52.6	40

数据来源：万得，信达证券研发中心（更新至 2021 年 11 月 8 日）

风险因素

竞争加剧导致化妆品业务增长不及预期：尽管近年来功效性肤受社交媒体兴起需求旺盛，但是众多小众化品牌陆续进入市场，同时畅销成分存在变化，终端竞争激励；若公司旗下的品牌未能抓住流量变化趋势持续获取新客户，同时不断提升产品力维持高复购率，影响公司化妆品业务持续高增长。

线上流量成本提升影响利润率：近年来化妆品行业线上竞争加剧，获客成本不断提升，影响各品牌的盈利水平；若公司未能不断提升线上精细化运营能力，应对行业环境变化，将对化妆品业务维持稳定的净利率水平带来一定冲击。

地产业务受政策等因素影响存在下滑风险：目前公司地产板块贡献绝大部分利润体量，公司为山东省国资委旗下大型国企，具备良好的企业背景及信用水平，地产业务潜在风险较低，但仍将受政策调控等因素影响，未来存在板块收入利润下滑风险。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	54,393	59,117	48,872	49,084	51,758	
货币资金	3,635	5,074	6,606	4,870	5,420	
应收票据	49	0	0	0	0	
应收账款	158	191	173	186	200	
预付账款	4,501	5,143	3,958	4,146	4,352	
存货	44,438	46,665	36,146	37,866	39,742	
其他	1,612	2,044	1,989	2,015	2,044	
非流动资产	1,626	2,382	2,508	2,658	2,807	
长期股权投资	294	485	485	485	485	
固定资产(合计)	838	954	1,072	1,210	1,349	
无形资产	177	216	212	208	204	
其他	317	727	740	755	770	
资产总计	56,019	61,499	51,380	51,742	54,565	
流动负债	47,480	50,486	39,490	38,834	40,476	
短期借款	3,552	4,303	2,409	129	0	
应付票据	514	888	699	732	768	
应付账款	5,752	7,500	6,024	6,311	6,624	
其他	37,663	37,795	30,357	31,662	33,084	
非流动负债	3,844	4,495	4,495	4,495	4,495	
长期借款	3,780	4,427	4,427	4,427	4,427	
其他	64	68	68	68	68	
负债合计	51,324	54,981	43,985	43,330	44,972	
少数股东权益	1,954	2,437	2,438	2,438	2,439	
归属母公司股东权益	2,742	4,080	4,957	5,974	7,155	
负债和股东权益	56,019	61,499	51,380	51,742	54,565	

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	10,289	13,615	12,596	13,566	14,611
同比 (%)	16.6%	32.3%	-7.5%	7.7%	7.7%
归属母公司净利润	345	639	753	894	1,057
同比 (%)	112.6%	85.4%	17.9%	18.7%	18.3%
毛利率 (%)	21.1%	20.3%	30.2%	32.1%	33.8%
ROE%	12.6%	15.7%	15.2%	15.0%	14.8%
EPS(摊薄)(元)	0.34	0.63	0.75	0.89	1.05
P/E	24.69	13.46	15.90	13.40	11.33
P/B	3.10	2.11	2.42	2.01	1.67
EV/EBITDA	30.31	17.41	13.52	12.80	11.04

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	10,289	13,615	12,596	13,566	14,611	
营业成本	8,122	10,847	8,796	9,214	9,671	
营业税金及附加	646	748	579	624	672	
销售费用	718	849	1,511	1,899	2,265	
管理费用	319	328	542	610	658	
研发费用	46	77	126	136	146	
财务费用	51	68	325	201	124	
减值损失合计	-4	-4	0	0	0	
投资净收益	167	220	252	271	292	
其他	23	-38	36	39	43	
营业利润	574	875	1,005	1,192	1,411	
营业外收支	-5	-22	0	0	0	
利润总额	569	854	1,005	1,192	1,411	
所得税	175	215	251	298	353	
净利润	394	639	754	894	1,058	
少数股东损益	50	0	0	0	1	
归属母公司净利润	345	639	753	894	1,057	
EBITDA	511	861	1,105	1,125	1,243	
EPS(当年)(元)	0.34	0.63	0.75	0.89	1.05	

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金	-3,307	4,448	3,630	626	680
净利润	394	639	754	894	1,058
折旧摊销	72	95	64	43	43
财务费用	80	93	389	285	225
投资损失	-167	-220	-252	-271	-292
营运资金变动	-3,724	3,790	2,676	-324	-353
其它	37	51	0	0	0
投资活动现金流	548	95	185	203	224
资本支出	-57	-156	-52	-54	-54
长期投资	-114	-251	0	0	0
其他	719	503	237	256	277
筹资活动现金流	2,544	-3,551	-2,283	-2,565	-353
吸收投资	1,478	1,395	0	0	0
借款	1,069	759	-1,894	-2,280	-129
支付利息或股息	-1,933	-2,300	-389	-285	-225
现金流净增加额	-215	991	1,532	-1,736	550

研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，六年证券研究经验，2016年9月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得16/17/19年新财富纺织服装行业最佳分析师第3名/第2名/第5名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，行业研究经验丰富，从长周期研判行业发展趋势。

李媛媛，复旦大学金融硕士，四年消费品行业研究经验，2020年加入信达证券，从事化妆品&医美行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副总监(主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监(主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

评级说明

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。