



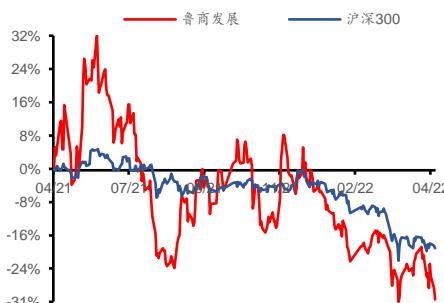
买入（首次）

行业:	房地产
日期:	2022年04月20日
分析师:	彭毅
Tel:	021-53686136
E-mail:	pengyi@shzq.com
SAC 编号:	S0870521100001
联系人:	王盼
Tel:	021-53686243
E-mail:	wangpan@shzq.com
SAC 编号:	S0870121120007

基本数据

最新收盘价 (元)	9.64
12mth A 股价格区间 (元)	9.56-18.44
总股本 (百万股)	1,009.15
无限售 A 股/总股本	100.00%
流通市值 (亿元)	97.28

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告:

化妆品业务加速推进，打造大健康生态平台

■ 主要观点:

转型大健康产业，生态健康&生物医药双轮驱动

鲁商发展早期以地产为主业，通过并购等方式，逐渐形成以房地产、化妆品、药品及玻尿酸原料等业务于一体的综合型健康服务集团。公司于2018和2019年收购山东福瑞达医药和山东焦点生物，布局化妆品和玻尿酸产业链。公司引入腾讯等知名战投，增资扩股后，公司化妆品业务有望通过优化资本结构与拓宽融资渠道，增强资源协同效应朝向纵深方向发展。公司形成生态健康&生物医药双轮驱动，各业务板块均取得较高质量发展。

化妆品业务多点开花，收入高增盈利优化

依托“4+N”品牌运营战略，公司化妆品业务专注微生态护肤、玻尿酸护肤、精准护肤、以油养肤、香氛、彩妆等细分赛道。2021年化妆品业务实现营收14.95亿元，同比+117.01%。其中，瑷尔博士为“产学研”全链路的微生态科学护肤品牌，旗下多款明星产品拉动业绩增长，2021年营收达到7.44亿元，同比+272.14%；颐莲专注“玻尿酸+”护肤理念，依托补水喷雾等明星产品实现营收6.46亿元，同比+73.08%；子品牌：伊帕尔汗、诠润、善颜、UMT分别在薰衣草精油养护、高端美容护理、养肤美妆等细分赛道蓄势成长，打造全新增长曲线。

布局玻尿酸产业链，骨科、眼科药品市场占优

收购焦点福瑞达，加速进军透明质酸领域。焦点福瑞达透明质酸产能达420吨/年，规模全球领先。公司不断布局玻尿酸终端产品，2021年原料添加剂营收达2.41亿元，同比+21.96%。医药方面，博士伦福瑞达、明仁福瑞达产品结构完整，博士伦福瑞达骨科领域市场份额行业领先，眼科领域市占率在20%以上；明仁福瑞达产品覆盖骨科、儿科、妇科等多领域，营销研发能力强大。2021年公司药品业务营收5.41亿元，同比+8.71%。

■ 投资建议:

预计2022~2024年公司营收同比增长11.83%、13.81%、11.67%，归母净利润为6.70、9.14、9.53亿元，同比增长85.1%、36.4%、4.3%，对应EPS为0.66、0.91、0.94元，对应当前股价PE为15、11、10倍。公司构建大健康产品链、大健康服务链、大健康生态链产业生态圈，形成生物医药和生态健康产业双轮驱动。地产业务基本为公司存量业务，公司通过收购等方式布局化妆品、药品及玻尿酸产业链等业务，化妆品双子星瑷尔博士和颐莲已具备一定品牌声量，驱动公司业绩不断增长。旗下福瑞达引入优质战投，有望后续在产业资源及品牌营销方面给予公司一定倾斜。首次覆盖，给予“买入”评级。

■ 风险提示:

化妆品行业竞争加剧；地产业务经营风险；疫情不确定性风险；行业监管政策趋严。

■ 数据预测与估值

单位: 百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	12363	13826	15736	17572
年增长率	-9.2%	11.8%	13.8%	11.7%
归母净利润	362	670	914	953
年增长率	-43.3%	85.1%	36.4%	4.3%
每股收益 (元)	0.36	0.66	0.91	0.94
市盈率 (X)	36.81	14.52	10.65	10.20
市净率 (X)	2.83	1.91	1.59	1.40

资料来源: Wind, 上海证券研究所 (2022 年 04 月 19 日收盘价)

目 录

1 生态健康&生物医药双轮驱动，构筑大健康生态体系	6
1.1 山东国资房地产企业，积极转型大健康产业	6
1.2 国资控股，股权结构稳定	6
1.3 战投落地，换帅引资布局大健康	7
1.4 化妆品业务收入持续高增，带动整体业绩盈利改善	8
2 化妆品业务：品牌矩阵完善，精准卡位细分赛道.....	10
2.1 瑰尔博士：深研微生态护肤，塑造品牌竞争力	11
2.2 颐莲：聚焦玻尿酸护肤，补水喷雾引领业绩增长	14
2.3 善颜：量肤定制，卡位精准护肤	17
2.4 其他品牌：多元布局，打造新增长曲线	18
3 医药业务：博士伦&明仁福瑞达多元布局医药领域	21
3.1 博士伦福瑞达：眼科、骨科领域行业领先	23
3.2 明仁福瑞达：产品覆盖多领域，营销研发能力强大	24
4 原料业务：玻尿酸产能全球领先，积极拓展终端产品矩阵	26
4.1 焦点福瑞达：登上透明质酸销量第一宝座	26
4.2 福瑞达生物科技：专注生物发酵原料研发	28
5 地产业务：围绕大健康生态链，轻资产物业表现较好.....	29
6 盈利预测&投资建议.....	31
6.1 盈利预测	31
6.2 投资建议	33
7 风险提示	34

图

图 1 公司发展历程	6
图 2 鲁商发展股权结构图	7
图 3 福瑞达股权变动后股权结构图	8
图 4 2016-2021 年营收、归母净利润及增速	9
图 5 2016-2021 年净利率、毛利率提升	9
图 6 2016-2021 鲁商发展各业务收入占比，%	10
图 7 2021 年公司各项业务毛利润占比，%	10
图 8 微生态护肤关系	11
图 9 皮肤微生态模型图	11
图 10 消费者护肤类关键词搜索量，万次	12
图 11 中国皮肤科学百人论坛大会	12
图 12 欧莱雅 SCI 期刊相关论文	12
图 13 微生态与免疫系统作用	12
图 14 瑰尔博士主要明星单品	13
图 15 瑰尔博士获天猫金妆奖年度 Top 品牌	14
图 16 瑰尔博士皮肤研究所门店	14
图 17 瑰尔博士洁面代言人	14
图 18 合作带货主播	14
图 19 旗下明星产品荣获天猫金妆奖	15

图 20 颐莲玻尿酸产品迭代历程.....	16
图 21 颐莲八大产品系列及代表产品图	16
图 22 部分产品价格	16
图 23 颐莲与荣宝斋簪花仕女图联名限量版礼盒	17
图 24 颐莲“天宫作美”限量定制礼盒	17
图 25 赵露思带货补水喷雾	17
图 26 明星代言&产品携手银座集团	17
图 27 善颜 Tri-BioBoost™核心专利技术产品	18
图 28 线下美肤定制体验	18
图 29 打造文旅发展特色	19
图 30 公司结合社会热点推介产品	19
图 31 福瑞达集团发展历程	22
图 32 2018-2021 年福瑞达医药集团营收及增速	22
图 33 2018-2021 年福瑞达医药归母净利润及增速	22
图 34 “润洁”、“润舒”代表产品	23
图 35 中国眼科治疗类透明质酸市场规模趋势	24
图 36 中国眼科透明质酸市场竞争格局（按销售额占比），%	24
图 37 骨科关节腔粘弹补充剂市场规模	24
图 38 中国骨科透明质酸注射液市场占比，%	24
图 39 明仁福瑞达营销网络	25
图 40 透明质酸在机体的分布	26
图 41 2015-2023 年全球透明质酸原料占比和销量	26
图 42 2020 年全球透明质酸原料市场竞争格局（按销量），%	27
图 43 2018-2021 年原料板块营收及增速	27
图 44 2018-2021 年原料板块毛利率	27
图 45 焦点福瑞达旗下口服透明质酸钠产品	28
图 46 2016-2023E 全球食品级透明质酸市场规模	28
图 47 焦点福瑞达加快创新研发	28
图 48 公司打造健康城市建设生态链	29
图 49 公司打造健康管理服务链	29
图 50 2017-2021 年地产行业营业收入及增速	30
图 51 2012-2020 年地产销售及物业营收及增速	30

表

表 1 公司品牌概况	11
表 2 国内外含微生物成分品牌对比	13
表 3 善颜天猫销量 Top4 产品概况	18
表 4 伊帕尔汗主要产品	19
表 5 诠润主要产品	20
表 6 UMT 主要产品	21
表 7 2021E 中国实体药店终端化学药眼科用药品牌 TOP7 销售情况	23

表 8 明仁福瑞达产品系列	25
表 9 公司化妆品类生物发酵原料储备	29
表 10 公司关键业务拆分与毛利预测（单位：百万元人民币）	32
表 11 鲁商发展相关可比公司估值对照表	33

1 生态健康&生物医药双轮驱动，构筑大健康生态体系

1.1 山东国资房地产企业，积极转型大健康产业

战略转型顺利，积极布局大健康产业。鲁商发展成立于 1993 年，是山东省商业集团有限公司旗下两所上市公司之一，集房地产、生物制药、化妆品等三大业务于一体。公司以打造“全国一流的房地产开发企业”为目标，将旗下 8 家房地产公司进行整合积累，于 2008 年上市；2009-2017 年，公司进入战略发展期，探索发展多元业务，在地产业务的基础上，尝试发展健康养老业务；2018-2020 年，公司进入战略转型期，收购山东福瑞达医药集团、山东焦点生物科技 60.11% 股权，并对山东福瑞达生物工程 100% 控股。公司逐步构建大健康产品链、大健康服务链、大健康生态链产业生态圈，形成生物医药和生态健康产业双轮驱动，致力于成长为科工贸一体、产学研结合的综合型健康生活服务集团。

图 1 公司发展历程



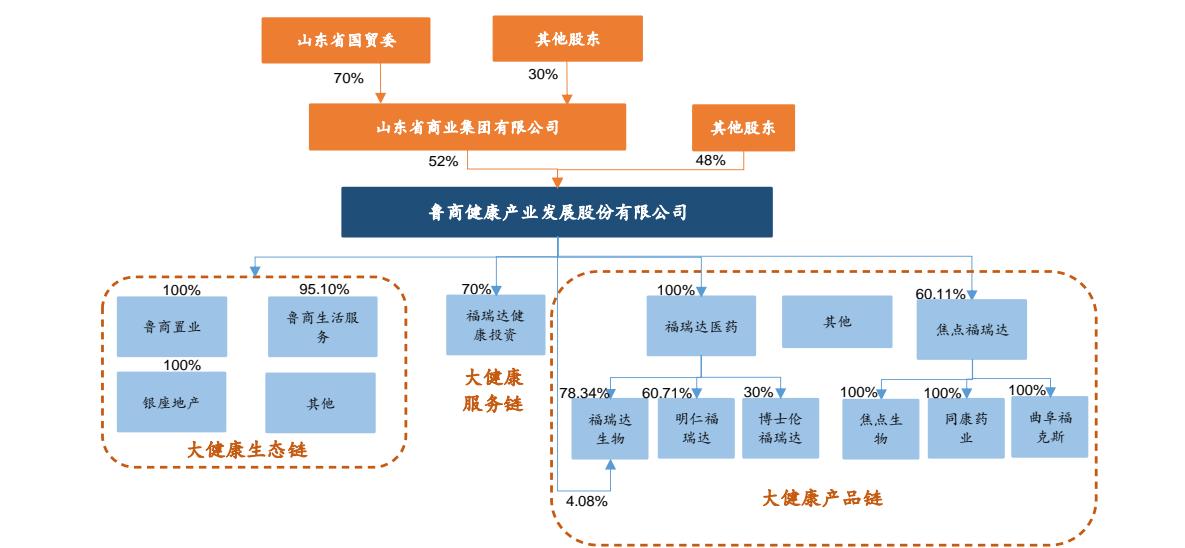
资料来源：公司官网，上海证券研究所

1.2 国资控股，股权结构稳定

公司实控人为山东省国资委，国资背景加持股权稳定。截至 2021 年年末，公司第一大股东为山东省商业集团有限公司，持有鲁商发展 52% 的股份。山东省商业集团有限公司背后实际控制人为山东省国资委，其持有山东省商业集团有限公司 70% 的股份。鲁商发展剩余 48% 的股份由多个不同股东持有，其中鲁商集团有限公司持股 1.71%，为鲁商发展第二大股东。淄博市城市资产运营有限公司为第三大股东，持股比例达到 1.20%。公司旗下的鲁商置业、银座地产、鲁商生活服务（包括蓝岸园林、鲁商建筑设计）等构成了大健康生态链，负责项目代建、商业运营、园林绿化、

地产设计和物业服务。2015 年，公司成立鲁商福瑞达健康投资，拓展养老健康产业。2018 年，公司收购福瑞达集团所有股权，开始进行大健康产业转型，布局医药、美护业务。2019 年，公司收购山东焦点生物科技 60.11% 股权，拓展玻尿酸产业链。

图 2 鲁商发展股权结构图

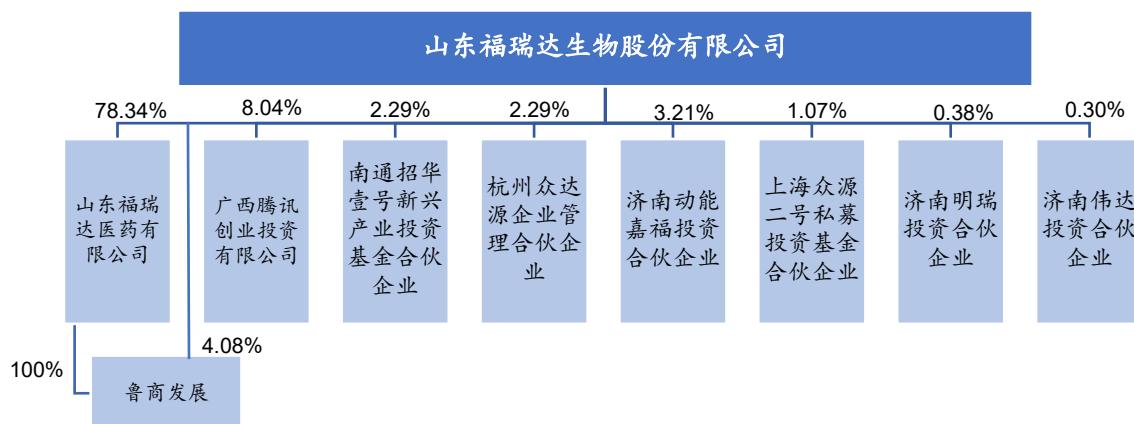


资料来源：Wind, 上海证券研究所

备注：数据统计至 2021 年末

1.3 战投落地，换帅引资布局大健康

引入腾讯等知名战投，化妆品业务朝向纵深发展。公司旗下福瑞达生物引入 5 家战略投资者，合计认购新增股份 1538 万股，增资额为 7.4 亿元，增资完成后联合购买体合计持股比例为 16.9%。5 家公司构成的联合购买主体及持股比例分别为广西腾讯创业投资（8.04%）、济南动能嘉福投资（3.21%）、南通招华贰号新兴产业投资基金（2.29%）、杭州众达源企业管理（2.29%）、上海众源二号私募投资基金（1.07%）。腾讯创投背景多元化，拥有丰富的消费品领域的投资孵化经验以及互联网、新媒体等领域的运营渠道。增资扩股后，公司化妆品板块业务有望通过优化资本结构与拓宽融资渠道，增强资源协同效应。同时，公司两家员工持股平台分别由 44 名、47 名福瑞达生物骨干技术和经营管理人员出资设立，分别是济南明瑞投资（0.38%）和济南伟达投资（0.30%），出资额分别为 1656 万元、1320 万元，有利于充分激励员工积极性。

图 3 福瑞达股权变动后股权结构图


资料来源：Wind，上海证券研究所

1.4 化妆品业务收入持续高增，带动整体业绩盈利改善

营收保持稳定增长，盈利质量趋于改善。2016-2021 年，公司营收由 76.46 亿元增至 123.63 亿元，CAGR 为 10.09%，营收保持迅速增长。2018 年底公司股东大会批准受让福瑞达议案，2019 年收购焦点生物，进军生物医药和生态健康产业。福瑞达医药公司主营医药和化妆品，是透明质酸研发和应用技术领域的领跑企业，其透明质酸产能充足。山东焦点科技主营透明质酸钠的生产和销售业务，为福瑞达医药提供原材料，公司内部形成生产、销售产业链协同，为化妆品业务扩展奠定基础。

化妆品、医药方面毛利润较高，2020 年公司归母净利润达 6.4 亿元，同比+85.4%；2021 年归母净利润 3.62 亿元，同比减少 43.34%，受房地产市场低迷环境影响，公司地产业务占比多，导致整体增速放缓。2020-2021 年，公司化妆品收入持续增长，同比增长分别为 119.83%、117.01%，线上渠道贡献了主要营收。因公司新布局的化妆品和药品业务毛利率较高，2016-2021 年，公司综合毛利率由 14.61% 上升至 2021 年 25.69%。其中，房地产业务毛利率水平稳定在 14%-17% 左右，化妆品和药品的毛利率水平稳定在 60% 左右。公司新增的化妆品和药品业务提升了整体盈利质量，2021 年化妆品和药品的毛利率分别为 63.68% 和 57.86%，房地产业务毛利率为 17.05%。

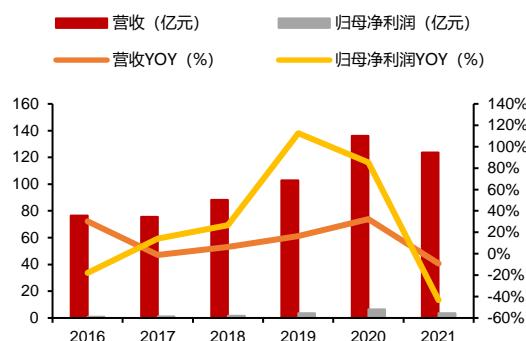
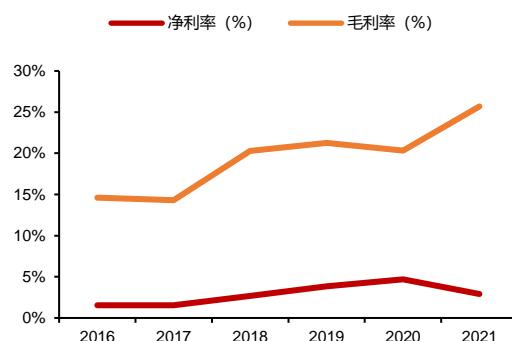
图 4 2016-2021 年营收、归母净利润及增速

资料来源：Wind, 上海证券研究所

图 5 2016-2021 年净利率、毛利率提升

资料来源：Wind, 上海证券研究所

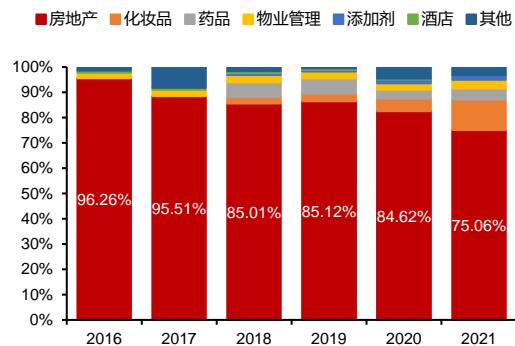
公司转型大健康领域，地产、原料、医药、化妆品多板块协同发展，收入利润保持稳定增长，各业务板块均取得较高质量发展。2021年公司营收 123.63 亿元，同比下降 9.20%，归母净利润 3.62 亿元，同比下降 43.34%。分板块来看：

1) 房地产与物业管理板块：公司该板块下设临沂鲁商置业、泰安鲁商置业等十余家房地产子公司，依托公司房地产项目基础，公司逐步往物业管理与酒店服务业方向发展，建设大健康生态链。公司 2021 年房地产相关板块业务收入为 92.80 亿元，同比下降-19.46%，收入占总公司比重达 75.06%，为公司营收占比最大业务板块；

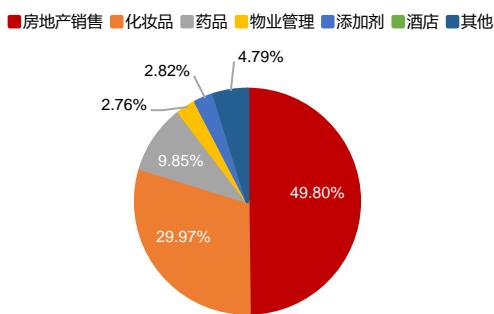
2) 化妆品板块：该板块为福瑞达医药集团子公司福瑞达生物等，主营品牌颐莲、瑷尔博士、伊帕尔汗等。2021 年化妆品板块收入 14.95 亿元，同比增长 117.01%。公司持续推出新产品，并进行有效的成本控制来提高公司收入和利润水平；

3) 药品板块：医药板块主要由公司参股 30% 的博士伦福瑞达以及持股 60.71% 的明仁福瑞达构成，主营品牌有明仁、润洁等多个知名品牌。公司 2021 年药品业务收入为 5.41 亿元，同比增长 8.71%，为公司第三大经营业务。明仁福瑞达积极推进中药“全链条+多元化”高质量发展模式创新；

4) 原料板块：原料板块子公司主要为焦点福瑞达，主营化妆品与食品级透明质酸钠原料。2021 年该板块营收 2.41 亿元，同比增长 21.95%。公司已具备化妆品级和食品级玻尿酸产能，年产量可达 420 万吨/年。目前公司透明质酸原料产能充足，份额有望继续提升。

图 6 2016-2021 鲁商发展各业务收入占比, %


资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 7 2021 年公司各项业务毛利润占比, %


资料来源: Wind, 上海证券研究所

2 化妆品业务：品牌矩阵完善，精准卡位细分赛道

道

构筑多品牌矩阵，差异化定位细分市场。公司于 2018 年年底收购山东福瑞达医药集团 100% 股权，布局化妆品业务。福瑞达医药旗下化妆品业务核心品牌包括颐莲、瑷尔博士、伊帕尔汗、善颜四个品牌，及善言、诠润、UMT 等其他品牌，品牌涉及护肤、香氛、彩妆等多个领域。颐莲品牌主打玻尿酸护肤，瑷尔博士品牌聚焦皮肤微生态护肤科技，伊帕尔汗立足新疆原产地优势打造高端薰衣草生态产业链，善颜品牌通过大数据系统构建精准护肤技术平台。总体上，公司品牌矩阵丰富且具有差异化细分赛道定位，瑷尔博士&颐莲定位中低端，为营收双子星；伊帕尔汗&善颜打造新增长点，延展公司高端化妆品的市场边界；彩妆 UMT 品牌打造养肤成分党底妆。山东省商业集团承诺福瑞达医药 2018-2020 年实现扣非后归母净利润不低于 2537 万元、5555.74 万元、8493.43 万元，福瑞达业绩连续三年超额实现，实际完成率分别为 122.29%、132.28% 和 106.41%。

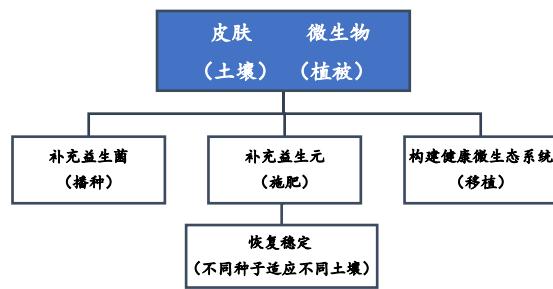
表 1 公司品牌概况

品牌名称	颐莲	善颜	瑷尔博士	伊帕尔汗	诠润	UMT
创立时间	2003 年	2004 年	2018 年	2016 年	2018 年	2020 年
产品定位	专研玻尿酸护肤	高端量肤定制	微生态科学护肤	打造高端香氛	专研敏感肌	专业养肤底妆
代表产品	颐莲玻尿酸补水喷雾	善颜舒颜益肌修护微精水	瑷尔博士益生菌水乳	彩虹瓶	诠润保湿修护精华	UMT 持妆粉底液
产品图						

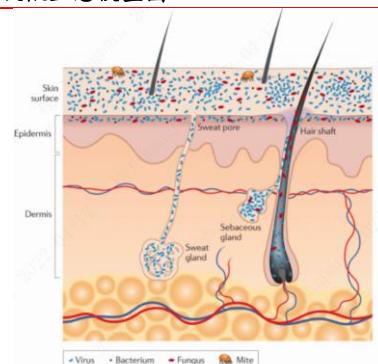
资料来源：公司官网，公司公告，天猫，上海证券研究所

2.1 瑷尔博士：深研微生态护肤，塑造品牌竞争力

微生态护肤通过改善皮肤菌群组成，提高有益菌群且降低有害菌群，达到皮肤表面的菌群平衡。目前微生态调节剂可以分为三大类——益生菌、益生元、合生元，益生菌中的乳杆菌具有调节免疫力作用，对炎症痤疮具有明显改善作用。益生元可以刺激益生菌的繁殖，提高益生菌的活性。合生元是益生菌和益生元的合成制剂，既可以发挥益生菌的作用，又可以使其作用持久显著。皮肤中的菌群分为有害菌群和有益菌群两种，随着年龄的增长和不良生活作息方式，有害菌群过度繁殖或有益菌群缺乏，这种情况下，益生菌作为“植被”有效的保护皮肤这层“土壤”。

图 8 微生态护肤关系


资料来源：聚美丽，上海证券研究所

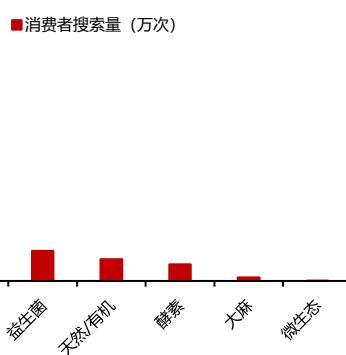
图 9 皮肤微生态模型图


资料来源：中国经济新闻网，上海证券研究所

“微生态”护肤成热门概念，学术背书支撑发展。据美丽修行大数据显示，相对于“修护”、“烟酰胺”等其他长期占据消费者搜索的热门词汇，“益生菌”和“微生态”的主动搜索前期相对较少。但 2019 年至今，微生态相关产品的关键词搜索量、浏览量整体呈现爬坡式增长，近两年主动搜索行为增加和相关产品的浏览量显著提升。2021 年 9 月，由瑷尔博士总冠名的第二届中国皮肤科学百人论坛暨皮肤微生态大会上文件——《皮肤微生态与皮

肤健康中国专家共识》发布，标志“皮肤微生态”研究理论体系得到医学界高度认同，具有里程碑作用。

图 10 消费者护肤类关键词搜索量，万次



资料来源：美丽修行大数据，上海证券研究所

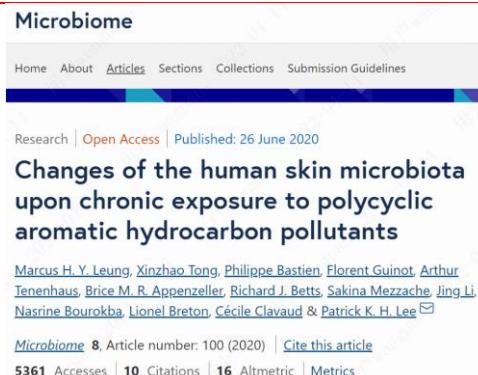
图 11 中国皮肤科学百人论坛大会



资料来源：中华网，上海证券研究所

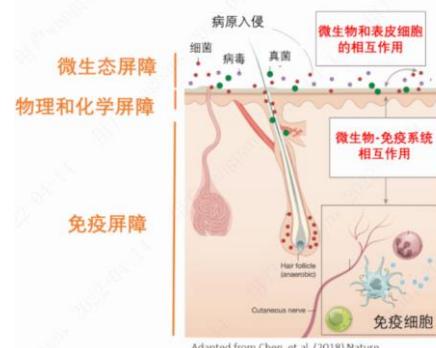
国际大牌、国产品牌纷纷入局，市场热度空前。益生菌代谢产物或溶胞物添加到化妆品中的先例最早可以追溯到 1980 年，SK-II 推出的“神仙水”（护肤精华露）中添加的核心成分 Pitera（半乳糖酵母样菌发酵产物滤液），就是微生态护肤的第一款代表性产品。1982 年雅诗兰黛推出历史上第一瓶“小棕瓶”，采用二裂酵母发酵产物溶胞物作为其主要成分，以维持皮肤菌群稳定，后畅销至今已升级到第 7 代。继“小棕瓶”后，集团又打造多款“微生态”产品，包括雅诗兰黛“樱花微精华露”。旗下朵梵、倩碧、悦木之源等品牌均含微生态概念。2015 年欧莱雅发现特应性皮炎（AD）的发病机制与皮肤屏障及皮肤微生态之间的关系，并与香港城市大学教授合作，针对空气污染对中国消费者皮肤微生态的影响展开了专题研究，并在 2020 年于 SCI 期刊上发表了相关论文。同时旗下品牌兰蔻的第二代“小黑瓶”成功添加二裂酵母发酵产物溶胞物，将微生态护肤推上热度。旗下赫莲娜、理肤泉、碧欧泉等品牌的产品均成功应用到了微生态护肤的成分。

图 12 欧莱雅 SCI 期刊相关论文



资料来源：聚美丽，上海证券研究所

图 13 微生态与免疫系统作用

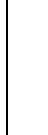


资料来源：聚美丽，上海证券研究所

国货化妆品牌也紧随其后。2021 年，瑷尔博士全年实现营业收入 7.44 亿元，同比增长 272.14%，四大热门单品占总销售额 70%

左右。瑷尔博士水乳、面膜、洁颜蜜等多个产品销量过亿元；21年4月推出反重力水乳新品，数月销售额就过千万。而其他国货化妆品品牌 XDG 栖朵嘉的益生菌水乳套装在某电商平台上月销量亦接近2万件，也广受年轻消费者欢迎。

表 2 国内外含微生物成分品牌对比

品牌	SK-II	雅诗兰黛	兰蔻	朵梵	赫莲娜	瑷尔博士
产品名称	嫩肤轻盈露	修护肌透精华露	全新基底精华液	多效舒缓精华液	强韧修护精华露	前导精华露
产品图片						
添加成分	Pitera	二裂酵母发酵产物溶胞物	2重酵母精粹 5大益生元	交替单胞菌、 乳酸杆菌	益生菌防御 复合因子	二裂酵母 发酵产物溶胞物
功效	保湿舒缓	修复屏障	保湿修复	稳定皮肤状态	强化皮肤屏障	补水保湿修护

资料来源：京东，公司官网，上海证券研究所

瑷尔博士创立于2018年，是福瑞达生物旗下深研微生态的科学护肤品牌，依托山东省药学院的深厚科研实力，近年来发展迅猛，成功跻身国产化妆品行业前列。2021年，瑷尔博士品牌通过精细化运营，多渠道共同发力，实现销售收入7.44亿元，同比增长272.14%。

产品端：专注“微生态成分”。瑷尔博士定位微生态护肤，旗下主要品类为面膜、水乳、洁面乳、营养液、保湿霜、精华液、修护水等。产品含有二裂酵母、奥婷敏等多种微生态成分，有效的修复肌肤屏障。产品成分可靠，在多个平台上广受消费者认可和青睐，明星单品更是在电商平台上销售有着可观的销售量。

图 14 瑷尔博士主要明星单品



益生菌精研平衡修复水

益生菌精研深层修护面膜

前导精华露

资料来源：公司官网，上海证券研究所

渠道端：线上线下全面布局，多渠道共同发展。打通线上线下，形成完整的美业生态闭环，其中线上主要以天猫旗舰店为主，其次包括抖音、唯品会、京东等平台，通过抖音、小红书平台的种草引流，促使线上销售占比达到97.98%，成为销售主要渠道。2021年618获天猫美妆新品牌排行榜前五名；在第七届天猫金妆奖主题峰会上，瑷尔博士获评金妆奖年度Top品牌。线下主要依

托“瑷尔博士皮肤颜究院”及大型商超连锁店 KKV、三福时尚、调色师、喜燃等 CS 渠道开展。截至 2021 年底，瑷尔博士皮肤颜究院已覆盖全国 40 多个城市。

图 15 瑞尔博士获天猫金妆奖年度 Top 品牌



资料来源：齐鲁晚报网，上海证券研究所

图 16 瑞尔博士皮肤研究所门店



资料来源：36氪，上海证券研究所

品牌营销：“专业背书+明星代言+红人种草”全方位精准营销。

品牌聚焦传播微生态护肤理念，联合聚美丽举办“皮肤微生态大会”，塑造品牌专业的形象，提升用户信赖感和好感度。2021 年 9 月瑷尔博士正式官宣演员许凯作为其洁面代言人，通过明星的流量转化为品牌的持续曝光，利用粉丝经济增加产品的转化率。同时，瑷尔博士借助抖音短视频平台推广，加大与 KOL、带货主播等合作力度，如与清华护肤学长王植等成分党美妆类主播进行合作；21 年上半年开始采用 CPS 推广等多种新型营销推广模式，实现产品销售快速增长。

图 17 瑞尔博士洁面代言人



资料来源：公司官网，上海证券研究所

图 18 合作带货主播



资料来源：抖音，上海证券研究所

2.2 颐莲：聚焦玻尿酸护肤，补水喷雾引领业绩增长

作为主品牌，颐莲于 2003 年创立，专注玻尿酸护肤 18 年，是国内玻尿酸“原液”类护肤产品的开创者。2021 年，颐莲持续拓

宽明星产品产品线，深挖消费需求，实现销售收入 6.46 亿元，同比增长 73.08%。

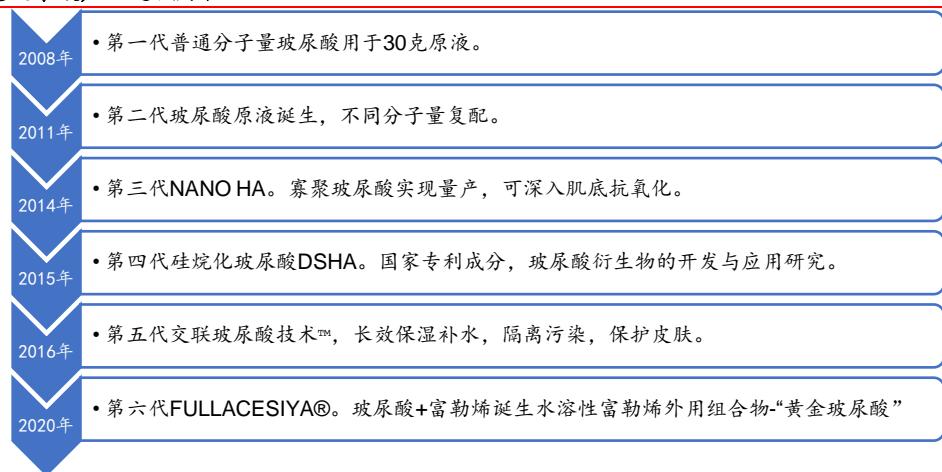
产品端：专注“玻尿酸+”明星产品打造，产品 SKU 丰富且性价比高。颐莲在玻尿酸技术迭代方面乘上“成分党”东风，包装简约，依靠“药学科学院+全球玻尿酸生产基地”专业背书，获得消费者的信赖与认可。公司推出并持续迭代 6 代玻尿酸产品，成功打造颐莲玻尿酸补水喷雾明星产品，累积销量突破 1500 万瓶，引领业绩增长。颐莲玻尿酸补水喷雾入围天猫金妆奖年度化妆水，维 A 醇精华液入围金妆奖年度超级成分商品。

图 19 旗下明星产品荣获天猫金妆奖



资料来源：泰山财经，上海证券研究所

广撒网，多品类。从“玻尿酸+”理念出发，联合中科院分子纳米实验室，共同研制新产品——玻尿酸+富勒烯组合，被誉为“黄金玻尿酸”的全新产品颐莲元气瓶诞生。它是继颐莲玻尿酸补水喷雾等明星产品外的又一力作。区别于瑷尔博士，颐莲 SKU 丰富，把握行业动向并紧跟潮流热点，被誉为“国货潮品”，且除主要护肤品以外，产品品类涵盖彩妆品类。产品性价比较高，价格均百元左右易受学生等中低端消费者欢迎。

图 20 颐莲玻尿酸产品迭代历程


资料来源：公司官网，上海证券研究所

图 21 颐莲八大产品系列及代表产品图


资料来源：公司官网，上海证券研究所

图 22 部分产品价格

 平衡水油 ¥178	 以红养颜 ¥359	 清爽呼吸 ¥169	 黄金玻尿酸 ¥69
颐莲 (RELEET) 玻尿酸喷雾水乳组合... 京东	颐莲 (RELEET) 红石榴鲜养焕白臻享... 京东	福瑞达颐莲 (RELLET) 玻尿酸水膜... 京东	颐莲玻尿酸补水喷雾300ml/补水保... 淘宝
 ￥128	 ￥59	 ￥129	 ￥84
福瑞达颐莲 (RELLET) 玻尿酸水膜... 京东	颐莲贝润保湿樱花水补水保湿水爽... 京东	颐莲肌源修护精华水150ml 玻尿酸保... 京东	福瑞达颐莲 (RELLET) 玻尿酸水凝倍润... 京东

资料来源：京东，上海证券研究所

渠道端：线上线下共同发力。线上渠道主要为天猫、京东直营渠道双线并行；线下布局商超、化妆品CS专卖店等渠道。2021年营收线上占比96%以上，线上渠道为主要渠道；2021年，颐莲获得618美妆榜京东店铺热销榜第三名。

品牌营销：多元营销助力品牌力增长。颐莲通过IP联名、KOL种草、直播、短视频等方式，深挖线上引流资源，进行品牌文化传播。敏锐捕捉国潮风尚热点，颐莲先后与中国航天、荣宝斋簪花仕女图IP联名，推出新国潮护肤品。同时携手银座集团，邀请明星代言，赋能营销新生态。在KOL合作方面，覆盖多个社交网络平台的达人，其中李佳琪直播带货助力补水喷雾销售，赵露思推荐引发粉丝抢购。

图 23 颐莲与荣宝斋簪花仕女图联名限量版礼盒



资料来源：壹日报，上海证券研究所

图 24 颐莲“天宫作美”限量定制礼盒



资料来源：壹日报，上海证券研究所

图 25 赵露思带货补水喷雾



资料来源：网易，上海证券研究所

图 26 明星代言&产品携手银座集团



资料来源：齐鲁网，上海证券研究所

2.3 善颜：量肤定制，卡位精准护肤

善颜作为目前国内量肤定制最为成熟的品牌之一成立于 2004 年。2021 年 5 月，在 CBE 主办的国际医美皮肤科学论坛上，善颜作为特别战略支持伙伴，发表关于核心专利技术 Tri-BioBoost™ 经线粒体精准靶向护肤的演讲分享，并将其应用在护肤抗衰产品中。以“东方女性肌肤大数据平台”为基础，针对女性肌肤中出现的 16 类问题，研发生产了舒颜、润颜、清颜、娇颜、塑颜、亮颜 6 大系列产品。依托福瑞达实验室、山东药学科学院的研发实力和全球化的原料供应链体系，善颜成功成为国妆精准护肤最成熟的品牌之一。

表 3 善颜天猫销量 Top4 产品概况

产品名称	舒颜多效修护精华液	舒颜益肌修护微精华水	玻尿酸美容口服液	塑颜逆引精雕精华液
产品图片				
单价	238 元/30ml	168 元/150ml	298 元/10 瓶*50ml	488 元/30g
适合肤质	敏感肌、外油内干、混合肌	所有肤质	痘痘肌、暗沉肤质	轻熟肌肤

资料来源：天猫，上海证券研究所

渠道端：线下助力，加速线上线下融合。线下方面，善颜皮肤管理中心已经在全国开设 100 余家门店，精准定位高端人群，为客户提供一对一的服务，以实现科学精准的定制化健康管理。线上开设天猫官方旗舰店，同时微信公众号提供线上面诊、预约门店等服务，为导流线下门店提供支持。**营销端：福瑞达省级皮肤工程实验室+山东药学院双重背书。**善颜并未采用高营销成本邀请明星代言或 IP 合作，而是依靠品牌自身核心专利技术，维护公众号运营私域流量，以口碑和定制化服务吸引消费者。

图 27 善颜 Tri-BioBoost™核心专利技术产品


资料来源：官方公众号，上海证券研究所

图 28 线下美肤定制体验


资料来源：官方公众号，上海证券研究所

2.4 其他品牌：多元布局，打造新增长曲线

(1) 伊帕尔汗：依托薰衣草原产地优势，打造品牌声量。伊帕尔汗是国内首家以天然香料为核心，集产地种植、研发、生产、销售、旅游观光于一体，全国唯一获准使用“伊犁薰衣草精油”地理标志保护的企业。主要产品包括 4 大类 12 个系列 120 余种天然香料系列产品，涉及芳香理疗、芳香护肤、芳香保健、芳香养生等多个领域。公司拥有从种植薰衣草到提取精油到开发系列产品的完整生产线。2021 年上半年，公司完成销售收入近 2000 万元，同比增长 37%。

表 4 伊帕尔汗主要产品

类型	代表产品	产品图片	单价	功效
精油	太空蓝薰衣草精油		288 元/10ml	调节水油平衡、镇定皮肤
	茶树精油		129 元/10ml	清油清痘、提神、控油
	迷迭香精油		129 元/ml	紧实肌肤、强韧发根、振奋提神
	玫瑰精油		699 元/10ml	提拉紧致、提亮肤色、平衡水油
护肤	彩虹瓶		259 元/30ml	修护、焕亮、舒缓、维稳
	薰衣草菁萃清肌水		248 元/120ml	调节水油平衡、舒缓易敏不适

资料来源：京东，上海证券研究所

渠道端：线上线下协同发展。线下签约数十家 CS 渠道代理商，线上布局多个新媒体平台和电商平台，通过直播、社群、福瑞达 DTC 品牌集群等渠道来进行拓展。**营销端：**地域特色赋能营销。伊帕尔汗主推 DTC 模式，品牌直接触达消费者。与新疆农业、文旅部门等紧密合作，结合中国新疆产地优势塑造品牌特色，以中国薰衣草原产地溯源性标签的 4A 级景区形象，通过线上文旅资源云展和线下制造业展播，打造薰衣草文旅融合双发展。

图 29 打造文旅发展特色


资料来源：伊犁日报公众号，上海证券研究所

图 30 公司结合社会热点推介产品


资料来源：官方公众号，上海证券研究所

(2) 诠润：科学方式专注敏感肌修复。诠润是山东福瑞达生物工程有限公司旗下产品端专注弱敏肌肤修护，主打配方精简、温和低敏、安全有效的产品，解决肌肤敏感问题。明星产品 B5 保湿修护精华露采用了 Telosense 端粒保护抗初老技术明星单品为蜂巢玻尿酸保湿修护面膜、B5 保湿修护精华露。**产品端：**明星产品 B5 保湿修护精华露采用了 Telosense 端粒保护抗初老技术，并以产品故事打动消费者，通过性价比优势胜出同类品牌。

表 5 诠润主要产品

产品名称	产品图片	单价	核心成分	功效
透明质酸钠修护面膜（大白罐涂抹面膜）		118 元/220g	水解玻尿酸、硅烷化玻尿酸和紫雪参养油	补水保湿、滋养修护肌肤、高度保湿滋润
B5 保湿修护精华露（大胖丁 B5 精华）		128 元/110ml	维生素原 B5(泛醇)、5 重玻尿酸和姜黄凝胶为主要成分	减轻肌肤脆弱状态、修护肌肤屏障、抗初老
蜂巢玻尿酸保湿修护面膜（蜂巢面膜）		68 元/5 片	透明质酸钠、水、1,2-戊二醇、甘油和水解透明质酸钠	保湿、修护受损肌肤
光甘草定玻尿酸亮肤水（发光水）		88 元/220ml	专利成分光甘草定复配烟酰胺、莲叶提取物及硅烷化玻尿酸	提亮肤色、保湿、滋润
菁萃焕颜调理精华露		128 元/110ml	专利成分透明质酸钠、二甲基甲硅烷醇透明质酸酯	补水、防止毛孔堵塞、细致毛孔、深层清理

资料来源：公司官网，天猫，上海证券研究所

渠道端：2019 年 5 月入驻天猫旗舰店，9 月拓展电商分销拓宽销量，目前线上渠道是诠润最主要的渠道。**品牌端：****IP 联名+达人推广+短视频拉动产品销量。**第一，与济南市文旅局合作，在“探索黄河文旅神奇密码”文旅推介活动中联名推出修护面膜文创版。第二，打造达人宣传矩阵，贴近年轻一代消费群体，借助达人短视频趋势，诠润在抖音上有多个播放量或点赞量在百万以上短视频。

(3) UMT：锁定年轻彩妆消费群体，打造健康科学养肤品。

UMT 于 2020 年初创，产品定位为“分肤专研、养肤底妆”，以“次元破壁·理想无限”为品牌情感价值主张，依托福瑞达研发技术，产品通过全球 100 多个国家官方认可，打造品牌竞争力。**产品端：**提倡 3U 法则，推出独特概念。目前共拥有粉底液、高光、唇釉、眼影盘等多系列产品，价格定位在百元左右，在养肤彩妆领域的性价比高。热销气垫中采用 Dermatic AC3 抑痘成分，拥有发明专利，成为销售卖点。

表 6 UMT 主要产品

产品名称	图例	单价	主要卖点
聚光殿双效柔雾定妆粉饼（双拼粉饼）		168 元/9.7g	含有抗蓝光的专利成分胡枝子、添加济州 AC3 酵母平衡油脂
瓷感匀透隔离乳（酵母养肤隔离）		129 元/30ml	专利 3D 网状补水结构，德国专利 PatchH2O
聚光殿长效持妆粉底液		168 元/35ml	添加专利保湿成分、遮瑕效果良好、持妆时间长
虾青素妆前乳		109 元/20g	水润保湿、结合虾青素抗氧

资料来源：公司官网，上海证券研究所

渠道端：同时布局线上线下。以天猫为核心，线上市场为竞争主阵地。**营销端：**定位年轻一代，打造品牌+IP+分销合伙人的商业路线。打造品牌形象 IP 人设,扶持战略合伙人以及招募 KOC 分销团队,打造团队私域运营模式。

3 医药业务：博士伦&明仁福瑞达多元布局医药领域

医药产业布局完善，研发能力强，业绩稳步前进。隶属于鲁商发展集团的山东福瑞达医药集团有限公司成立于 1993 年，拥有博士伦福瑞达制药有限公司、明仁福瑞达制药股份有限公司、福瑞达生物工程有限公司、福瑞达生物科技有限公司等多家高科技企业。博士伦福瑞达是国内知名透明质酸研发和应用技术的领跑者，拥有眼科药品、骨科药品、皮肤科药品等系列的研制和生产能力。明仁福瑞达从事中成药、化学药物及保健食品的研究开发，专注于骨科、妇科、内科、眼科、儿科五大领域。从研发能力来看，福瑞达医药集团依托于国家新药品平台，建有 3 个国家级和 12 个省级平台的企业技术中心、院士工作站等，与国内外知名高校科研院所合作长期稳定，拥有 550 人的研发团队，获得专 156 项。从业绩来看，2018-2021 年，福瑞达医药集团营业收入分别为 8.58 亿元、10.39 亿元、13.08 亿元、21.81 亿元，占总收入比例整体呈趋势上升，分别为 9.73%、10.10%、9.60%、17.64%；归

母净利润为 0.37 亿元、0.90 亿元、1.06 亿元、1.80 亿元，同比增长 143.24%、17.78%、69.81%。受国家中药利好政策影响，2021 年公司医药方面业务营业收入为 5.41 亿元，同比增加 8.71%。

图 31 福瑞达集团发展历程



资料来源：公司官网，上海证券研究所

图 32 2018-2021 年福瑞达医药集团营收及增速



资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 33 2018-2021 年福瑞达医药归母净利润及增速



资料来源：公司公告，上海证券研究所

3.1 博士伦福瑞达：眼科、骨科领域行业领先

福瑞达医药持有博士伦福瑞达 30% 股权，博士伦福瑞达主要从事眼科、骨科透明质酸产品的研究及应用，国内市场上处于领先地位。据预测数据显示，2021E 中国实体药店终端化学药眼科用药品牌 TOP7 销售前列中，博士伦福瑞达的蔡敏维滴眼液排名第三，销售额预计 2 亿元以上。

表 7 2021E 中国实体药店终端化学药眼科用药品牌 TOP7 销售情况

排名	产品名称	企业简称	销售额（亿元）
1	复方门冬维甘滴眼液	曼秀雷敦（中国）药业	2+
2	聚乙烯醇滴眼液	湖北远大天天明制药	2+
3	蔡敏维滴眼液	山东博士伦福瑞达制药	2+
4	玻璃酸钠滴眼液	URSAPHARM	1+
5	左氧氟沙星滴眼液	参天制药	1+
6	苄达赖氨酸滴眼液	浙江莎普爱思药业	1+
7	玻璃酸钠滴眼液	参天制药	1+

资料来源：米内网，上海证券研究所

公司优势品类玻璃酸钠滴眼液市场需求、发展空间兼具。博士伦福瑞达旗下有知名滴眼液品牌“润洁”，主打缓解眼疲劳，解决眼睛干涩、酸胀、红血丝等问题；“润舒”主打抗菌消炎，适用于细菌性结膜炎，角膜炎，角膜溃疡等眼部炎症。玻璃酸钠滴眼液市场需求大，据药融云 2022 年公布的文章，干眼症的常用药为玻璃酸钠滴眼液。近年眼科用药市场逐渐扩大，玻璃酸钠滴眼液 2021 年 Q1-Q3 销售收入已近 90 亿，或将成为又一大百亿用药市场；电子化时代来临，玻璃酸钠滴眼液作为缓解干眼症的常用药，其需求将持续增长。玻璃酸钠滴眼液为公司的优势品类，凭借福瑞达原料生产优势，产品销售额位居行业前列。

图 34 “润洁”、“润舒”代表产品

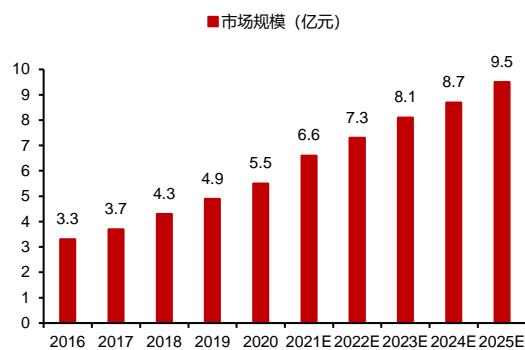


资料来源：公司官网，上海证券研究所

透明质酸可用作眼科手术粘弹剂，产品需求持续扩大。市场规模方面，国内眼科手术治疗覆盖率持续提升，粘弹剂产品需求也不断扩大，玻璃质酸粘弹剂市场规模已由 2016 年 3.3 亿元扩大至 2020 年 5.5 亿元。随着老龄化进程不断加快，白内障患病人数增加，手术作为治疗白内障的唯一手段，其需求也在不断扩大，2023 年我国白内障患治疗市场规模预计达到 262 亿元，复合年增

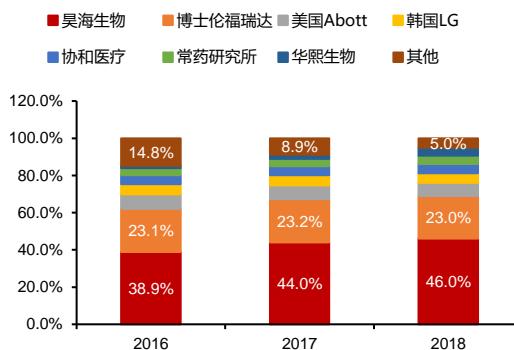
长率为 19.0%，透明质酸粘弹剂市场有望持续稳步扩大，2025 年市场规模预计达到 9.5 亿元。竞争格局方面，博士伦福瑞达眼科手术透明质酸产品市场份额位行业前列，2016-2018 年市占率连续三年超过 23%。凭借其原料优势在骨科治疗领域及透明质酸注射液市场及需求持续增长背景下有望保持领先地位。

图 35 中国眼科治疗类透明质酸市场规模趋势



资料来源：弗若斯特沙利文，上海证券研究所

图 36 中国眼科透明质酸市场竞争格局（按销售额占比），%



资料来源：弗若斯特沙利文，上海证券研究所

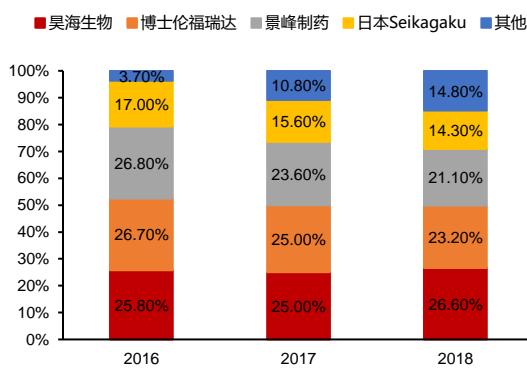
骨科领域，代表产品为用于骨关节炎治疗的“施沛特”玻璃酸钠注射液。骨关节炎是一种退行性关节疾病，多发于中老年人群，以膝骨关节炎、肩周炎较为普遍。根据中南大学湘雅二院 2021 年数据，我国骨关节炎 OA 患者截至目前已超过 1.5 亿。受人口老龄化影响，治疗需求仍在增加。玻璃酸钠注射是治疗骨关节炎的有效方式，其市场需求有望持续增长。2025 年市场规模预计达 15.4 亿元。施沛特打破了国内依赖进口玻璃酸钠产品治疗的局面，以先发优势占领市场，成为中国骨科关节腔注射治疗 OA、RA 的领导品牌。

图 37 骨科关节腔粘弹补充剂市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文，上海证券研究所

图 38 中国骨科透明质酸注射液市场占比，%



资料来源：弗若斯特沙利文，上海证券研究所

3.2 明仁福瑞达：产品覆盖多领域，营销研发能力强大

四大品牌覆盖多领域，产品系列丰富。明仁福瑞达有明仁、维固康、力虎、小明仁四大品牌，产品涵盖骨科、呼吸科、儿科、妇科、内科、皮肤科、眼科、心血管科多领域。主导产品有颈痛

请务必阅读尾页重要声明

系列产品，小儿解感颗粒、通宣理肺胶囊、四季感冒系列产品，东方活血膏，盐酸二甲双胍缓释片、维固康系列保健食品。其中，小儿解感颗粒于2020年1月被山东省卫健委官方认证为儿童新冠肺炎防治推荐中药；也被入选《山东省中医疫病防治方案》中儿童流感治疗方案，临床应用和疗效得到认可；明仁颈痛颗粒是国家唯一治疗神经根型颈椎病的中成药，被列为国家重点新产品，荣获2020年度品质鲁药和2020年度山东优质品牌。

表 8 明仁福瑞达产品系列

骨科	感冒	外用膏药	降糖脑血栓	妇科	补益
 维固康牌维固欣胶囊	 小明仁颗粒	 力虎®麝香壮骨膏	 明仁®盐酸二甲双胍缓释片	 明仁®金丹片	 明仁®雪莲归芪口服液
 维固康牌维固欣片	 明仁®宣理肺胶囊	 明仁®东方活血膏	 明仁®盐酸二甲双胍片	 明仁®健年灵片	 明仁®芪参双参口服液
 明仁®颈痛颗粒	 明仁®四季感冒胶囊	 力虎®舒腹贴膏	 明仁®决地平片	 明仁®健年胶囊	 明仁®白芨黄口服液
 明仁®颈痛片	 明仁®四季感冒片	 力虎®湿祛痛膏	 明仁®舒渴颗粒	 明仁®妇安颗粒	 明仁®扶元口服液
 明仁®颈痛胶囊	 明仁®感冒颗粒	 力虎®消炎镇痛膏			

资料来源：公司官网，上海证券研究所

全国拥有多个办事处，营销网络布局强大。明仁福瑞达已在全国各大城市设置多个办事处，销售网络遍布全国近百个重点城市，覆盖了1000多家医院、1000多家连锁药店、7000多家基层医疗机构和2万多家终端门店。在强大的销售网络支持下，明仁福瑞达21年实现净利润0.22亿元。

图 39 明仁福瑞达营销网络


资料来源：公司官网，上海证券研究所

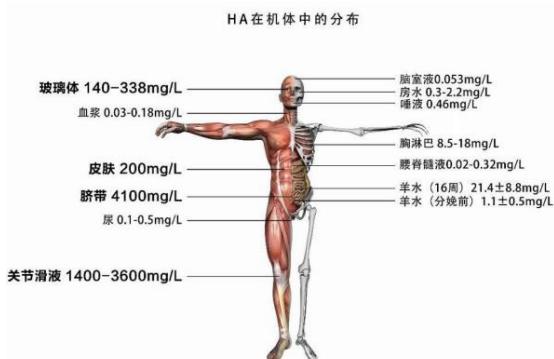
“产学研相结合”，研发能力强大。明仁福瑞达与山东省药学科学院、山东中医药大学等科研院校合作，建立“以企业为主体，市场为导向、产学研结合”的技术创新体系，现有中药单体及有请务必阅读尾页重要声明

效部位提取分离及纯化、缓控释、 β -环糊精包合、化药缓释微丸压片等核心技术，年研发投入超过 6%。另外，研究实验室建立了国内先进的研发技术平台、中试及产业化基地，关键技术及核心内容获得国家授权发明专利 18 项，专利转化率达 100%。

4 原料业务：玻尿酸产能全球领先，积极拓展终端产品矩阵

透明质酸（HA）又名玻尿酸，是一种酸性粘多糖。透明质酸广泛分布于人体结缔组织，如肌腱、肌腱鞘、眼玻璃体、关节腔、皮肤中。透明质酸以其独特的分子结构和理化性质在机体内显示出多种重要的生理功能，如润滑关节，调节血管壁的通透性，调节蛋白质，水电解质扩散及运转，促进创伤愈合等。透明质酸目前最大的应用价值在于其极强的保湿性，它的透明质分子能携带 500 倍以上的水分，是目前发现的自然界中保湿性最好的物质，被称为理想的天然保湿因子，目前广泛应用于化妆品、医疗、食品产业中。近年来全球透明质酸原料市场规模高速增长，根据易观分析发布的 2022 年透明质酸发展白皮书，2020 年全球透明质酸原料销量达到 769 吨，预计 2023 年销量将达到 1146 吨，2021-2023 年 CAGR 可达 13.54%。

图 40 透明质酸在机体的分布



资料来源：华熙生物招股书，上海证券研究所

图 41 2015-2023 年全球透明质酸原料占比和销量



资料来源：易观分析，上海证券研究所

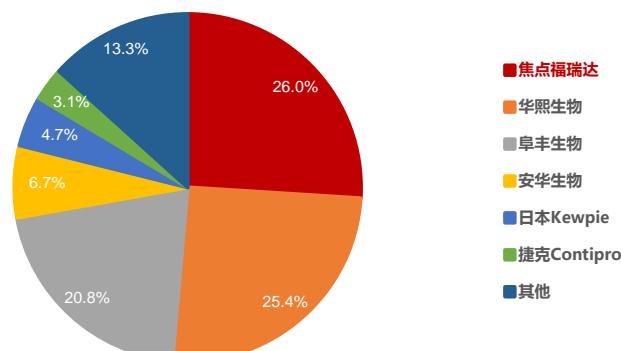
4.1 焦点福瑞达：登上透明质酸销量第一宝座

收购焦点福瑞达，加速进军透明质酸领域。为进一步完善大健康板块上下游产业链，公司收购国内透明质酸龙头焦点生物。焦点福瑞达深耕透明质酸护肤原料领域，现已成为全球最大的玻尿酸原料生产基地，产品远销全球 70 多个国家和地区。2019 年，鲁商发展以现金方式对价 2.58 亿元收购焦点福瑞达 60.11% 股权，

请务必阅读尾页重要声明

成为其最大控股股东，以完善公司透明质酸产业链布局，填补上游空缺，扩大公司以透明质酸为核心原料的化妆品、骨科、眼科产品优势。2021年，公司原料添加剂业务实现收入2.41亿元，同比增长21.96%，毛利率达37.14%。据易观数据统计，焦点福瑞达2020年销量200吨，同比增长33.3%，原料全球销量第一。

图42 2020年全球透明质酸原料市场竞争格局（按销量），%



资料来源：易观分析，上海证券研究所

图43 2018-2021年原料板块营收及增速



资料来源：公司年报，半年报，上海证券研究所

图44 2018-2021年原料板块毛利率



资料来源：公司年报，半年报，上海证券研究所

政策带来口服透明质酸钠产品新机遇，焦点福瑞达率先布局。

2021年国家卫健委正式批准透明质酸钠食品级为新食品原料，意味着中国食品级透明质酸应用领域及市场空间进一步打开。焦点福瑞达于2021年成为国内首批取得食品生产许可资质的企业，并投资5亿建设年产520吨透明质酸钠产能。2021年7月，中国权威学术期刊《食品科学》上发表的《经口给予透明质酸的生理功能及其作用机制研究进展》证实了口服玻尿酸在维持皮肤健康、修复关节损伤、调节肠道免疫、缓解干眼等方面均有积极作用；同时，通过实验验证了与注射相比，口服玻尿酸更经济、方便，具有更广阔的应用前景和开发潜力。面向口服玻尿酸的市场机遇，福瑞达先后推出天姿玉琢、玻小酸、善颜多个系列口服透明质酸钠产品，标志着焦点福瑞达透明质酸钠正式进入“口服时代”。据易观分析发布的2022年透明质酸发展白皮书，2020年全球食品级

透明质酸原料市场规模为 384 亿元，2023 年预测规模将达到 590 亿元。未来随着产品品类拓展、消费能力升级及市场成熟度提升，焦点福瑞达有望抢占消费者心智，打开食品级透明质酸新增量市场。

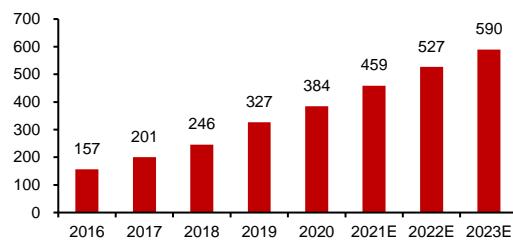
图 45 焦点福瑞达旗下口服透明质酸钠产品



资料来源：淘宝，京东旗舰店，上海证券研究所

图 46 2016-2023E 全球食品级透明质酸市场规模

■ 食品级透明质酸原料市场规模（亿元）



资料来源：易观分析，上海证券研究所

焦点福瑞达加快创新研发，打造差异化竞争优势。除口服透明质酸钠产品以外，2021 年，焦点福瑞达发布“富勒烯玻尿酸”，利用高新科研技术所能研发出的市面顶级透明质酸产品，对透明质酸市场进一步拓展扩充。2022 年 1 月，焦点福瑞达推出原料新品牌“百阜”，同时发布化妆品级透明质酸钠、焕活小分子和麦角硫因三款原料产品，契合当下市场趋势。未来几年，焦点福瑞达将以透明质酸钠原料为核心，在稳步提升透明质酸钠原料市场占有率的同时，深化布局原材料产业链发展升级。

图 47 焦点福瑞达加快创新研发



资料来源：公司公众号，上海证券研究所

4.2 福瑞达生物科技：专注生物发酵原料研发

生物发酵原料是公司另一原料产业布局方向。福瑞达医药集团旗下子公司山东福瑞达生物科技以生物发酵原料作为产业化方向，主要致力于生物防腐剂和化妆品原料的研发、生产和销售，包括乳酸链球菌素、纳他霉素等食品添加剂，依克多因、玻色因等化妆品功效原料，普鲁兰多糖等健康原料。福瑞达生物科技产

品覆盖面广，应用场景丰富，与焦点福瑞达一同支持公司化妆品、食品、医药板块发展。

表 9 公司化妆品类生物发酵原料储备

名称	特性	来源	功效	应用
γ-聚谷氨酸	水溶性好、具有良好的保水能力、肤感滑而不腻	纳豆中发现的一种大分子聚合物	高分子聚谷氨酸： 长效保湿，改良肤感。 可单独使用， 也与透明质酸复配， 改善透明质酸的黏腻肤 感 低分子聚谷氨酸： 肌肤亮白，深层保湿。 温和抑制酪氨酸酶活 性， 减少黑色素产生； 抗氧化和色沉着。	面膜、膏霜、乳液、 精华、洗面奶、洗护发 等产品
普鲁兰多糖	高分子生物多糖、无色、具有良好的成膜性	高分子生物多糖	保湿增稠、物理抗皱	眼霜、抗皱精华、睫毛膏
酵母菌发酵产物滤液	加速成纤维、细胞分裂、减少黑色素生成	富含甘露聚糖、银耳多糖、成纤维细胞生长因子、多肽及多种氨基酸	抗衰护肤减少黑色素生 成、使肌肤具有自然光泽	抗衰护肤、光亮肌肤的产品

资料来源：公司官网，上海证券研究所

5 地产业务：围绕大健康生态链，轻资产物业表

现较好

围绕大健康生态链，公司健康地产板块下设济南城市公司、青岛城市公司、临沂城市公司、鲁西南城市公司等近 10 家城市公司，累计开发生态健康项目 40 余个。经营模式以自主开发、销售为主，稳步推进合作开发等多种模式。省内以济南、青岛为核心，重点布局临沂、泰安、烟台、济宁、菏泽、潍坊、淄博等城市，省外已布局至北京、重庆、黑龙江等省市，现已推出健康住宅、城市综合体、大型购物中心、高端写字楼、星级酒店等项目。

图 48 公司打造健康城市建设生态链

图 49 公司打造健康管理服务链



资料来源：公司官网，上海证券研究所



资料来源：公司官网，上海证券研究所

2015-2021年公司地产业务（包括房地产销售、物业管理及酒店业务）销售金额 CAGR 为 8.93%，整体增速相对较快，销售额稳步增长，但 2015 年及 2017 年曾出现下滑趋势。公司积极拓宽销售渠道，推广使用智慧案场管理系统，持续扩大销售规模，2020 年房地产业务实现营收 119.43 亿元，同比+31.20%。2021 年前三季度因哈尔滨等地区疫情问题造成房产交付延期，公司竣工面积为 69 万平方米，同比-22%，导致前三季度地产业务营业收入大幅下滑，仅为 42.5 亿元，同比-25.8%。同时 21 年面对全球疫情和地产市场低迷环境的冲击，公司地产业务 96.96 亿元，同比-18.81%。

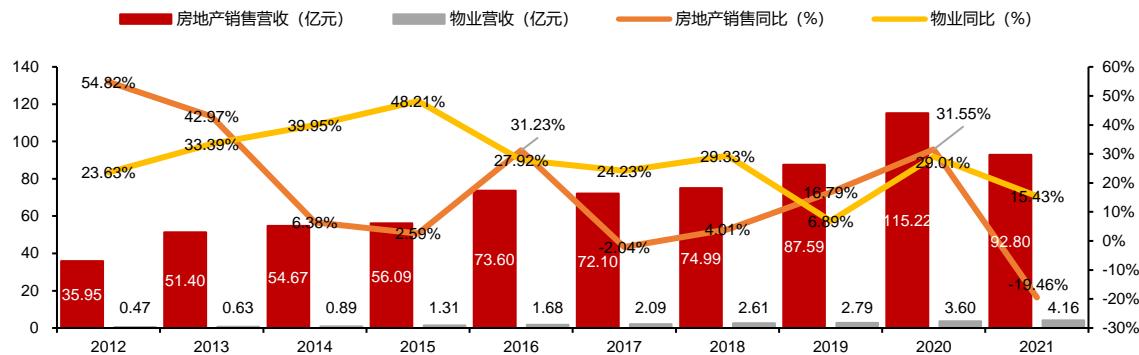
图 50 2017-2021 年地产行业营业收入及增速



资料来源：Wind，上海证券研究所

地产业务占比降低，物业管理服务向好。公司积极转型，着力提高健康运营服务能力，加速发展健康物业及生态商业运营服务，合并代建、招商运营、康养等业务成立产业发展中心作为轻资产业务发展平台，轻资产物业业务表现良好。一方面，鲁商物业的管理面积不断拓展，增速提高，在地产业务的占比有所提升；另一方面，公司正积极推动康养产业发展，投资建立了养老机构和养老社区等，康养配套服务功能日益完善。2021 年，公司房地产业务收入 92.80 亿元，同比-19.46%，占比降低；酒店服务未披露；物业管理收入 4.16 亿元，同比 +15.43%，持续上涨，毛利率 21.11%，高于房地产业务板块。

图 51 2012-2020 年地产销售及物业营收及增速



资料来源：Wind, 上海证券研究所

6 盈利预测&投资建议

6.1 盈利预测

- 1) **房地产业务：**地产业务占公司比重较大，公司进行老旧小区改造等，顺应国家政策推行生态化建设，21 年地产收紧政策影响预计将会导致增速减缓，同时公司倾向性的降低房地产业务比重，我们假设地产业务未来将保持平稳增长态势，预计 2022~2024 年营收为 89.98 亿元、92.68 亿元、97.35 亿元，对应增速为-3.04%、3.00%、5.04%；
- 2) **化妆品业务：**卡位护肤领域高景气细分赛道，瑷尔博士、颐莲两大主力品牌消费者认知度较高。依托福瑞达医药集团强势研发背书，不断推出差异化细分产品，打造子品牌声量，有望打造新增长曲线。预计 2022~2024 年化妆品业务营收为 29.06 亿元、42.72 亿元、53.83 亿元，对应增速分别为 94.40%、47.00%、26.00%；
- 3) **药品业务：**在人口老龄化加剧、消费升级等背景，博士伦福瑞达和明仁福瑞达全力打造中国骨科药物领导品牌和全国重要眼科药品生产基地。伴随产品销售途径的拓展及新品研发，预计 2022~2024 年药品业务营收为 6.48 亿元、7.44 亿元、8.17 亿元，对应增速分别为 19.88%、14.77%、9.78%；
- 4) **物业管理业务：**伴随城市化水平的提高及居民住宅区的规范化建设趋势，物业的需求将呈现增加趋势，公司物业管理的经营规模也将保持一定程度的提升。我们预计 2022~2024 年公司物业管理业务营收为 5.13 亿元、6.22 亿元、7.47 亿元，对应增速分别为 23.44%、21.24%、20.00%；

- 5) **原料&添加剂业务:** 玻尿酸、透明质酸等主要生产企业持续扩产，行业竞争格局加剧，产能面临过剩风险，预计玻尿酸、透明质酸等原料未来平均单价有望下降，但国内外医美需求仍保持旺盛需求态势，伴随着公司玻尿酸资质的完善，布局海外销售，及拓展玻尿酸食品添加剂业务，公司该项业务仍将保持较高增速。预计 2022~2024 年公司原料&添加剂业务营收为 3.04 亿元、3.57 亿元、4.07 亿元，对应增速分别为 26.10%、17.60%、13.85%；
- 6) **酒店业务:** 受疫情影响，酒店旅游业整体状况较差，但随着疫情的好转，人均可支配收入的增加，预计 2022~2024 年酒店业务营收为 0.59 亿元、0.62 元、0.63 亿元，对应增速分别为 -2.46%、3.98%、2.11%。

表 10 公司关键业务拆分与毛利预测 (单位: 百万元人民币)

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
总营业收入	10,289.21	13,615.48	12,363.27	13,826.03	15,735.66	17,571.98
YOY	16.64%	32.33%	-9.20%	11.83%	13.81%	11.67%
房地产						
营业收入	8,758.57	11,521.57	9,279.68	8,997.58	9,267.51	9,734.59
YOY (%)	16.79%	31.55%	-19.46%	-3.04%	3.00%	5.04%
毛利	1,398.74	1,672.93	1,581.73	1,444.11	1,505.97	1,591.61
毛利率 (%)	15.97%	14.52%	17.05%	16.05%	16.25%	16.35%
化妆品						
营业收入	313.37	688.87	1,494.93	2,906.14	4,272.03	5,382.76
YOY (%)	41.85%	119.83%	117.01%	94.40%	47.00%	26.00%
毛利	191.44	407.40	951.99	1,865.16	2,750.33	3,438.51
毛利率 (%)	61.09%	59.14%	63.68%	64.18%	64.38%	63.88%
药品						
营业收入	599.23	497.51	540.85	648.37	744.14	816.91
YOY (%)	17.90%	-16.98%	8.71%	19.88%	14.77%	9.78%
毛利	395.07	306.71	312.94	355.70	400.79	423.65
毛利率 (%)	65.93%	61.65%	57.86%	54.86%	53.86%	51.86%
物业管理						
营业收入	279.25	360.28	415.88	513.35	622.39	746.86
YOY (%)	6.89%	29.02%	15.43%	23.44%	21.24%	20.00%
毛利	17.09	105.27	87.79	103.23	122.05	146.46
毛利率 (%)	6.12%	29.22%	21.11%	20.11%	19.61%	19.61%
原料&添加剂						
营业收入	68.22	197.63	241.01	303.91	357.40	406.90
YOY (%)	7.48%	189.70%	21.95%	26.10%	17.60%	13.85%
毛利	20.43	92.25	89.50	106.80	114.87	122.64

毛利率 (%)	29.94%	46.68%	37.14%	35.14%	32.14%	30.14%
酒店						
营业收入	64.99	60.70	—	59.21	61.56	62.86
YOY (%)	-8.00%	-6.60%	—	-2.46%	3.98%	2.11%
毛利	53.10	46.61	—	43.98	45.42	45.75
毛利率 (%)	81.70%	76.78%	—	74.28%	73.78%	72.78%
其他业务						
营业收入	205.57	288.93	390.91	397.47	410.64	421.10
YOY	4.05%	40.55%	35.30%	1.68%	3.31%	2.55%
毛利	91.66	137.09	152.06	134.74	126.89	117.49
毛利率 (%)	44.59%	47.45%	38.90%	33.90%	30.90%	27.90%

资料来源：Wind, 上海证券研究所

6.2 投资建议

公司构建大健康产品链、大健康服务链、大健康生态链产业生态圈，形成生物医药和生态健康产业双轮驱动。地产业务基本为公司存量业务，通过收购等方式布局化妆品、医药及玻尿酸原料等业务。公司化妆品双子星瑷尔博士和颐莲已具备品牌知名度和声誉，驱动公司业绩不断增长。公司旗下福瑞达引入优质战投，有望后续在产业资源及品牌营销方面给予公司一定倾斜。预计公司2022~2024年EPS分别为0.66、0.91、0.94元/股，对应当前股价PE分别为15、11、10倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 11 鲁商发展相关可比公司估值对照表

公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	每股收益 EPS (摊薄)				市盈率 PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
鲁商发展	105.05	10.41	0.36	0.66	0.91	0.94	36.81	16.30	11.95	11.45
化妆品										
贝泰妮	808.57	190.88	2.04	2.78	3.74	4.91	94.39	68.55	51.00	38.82
上海家化	230.12	33.86	0.96	1.22	1.54	1.85	42.30	27.85	21.96	18.27
珀莱雅	370.06	184.10	2.94	3.67	4.54	—	62.55	50.18	40.57	—
平均	469.58	136.28	1.98	2.56	3.27	3.38	66.41	48.86	37.84	28.55
房地产										
新城控股	692.88	30.61	5.57	6.24	6.41	6.45	5.23	4.91	4.77	4.75
万科 A	2394.83	21.30	1.94	2.28	2.51	2.63	10.20	9.32	8.47	8.11
保利发展	2312.66	19.32	—	2.54	2.70	2.95	6.78	7.61	7.14	6.56
平均	1800.12	23.74	3.76	3.69	3.87	4.01	7.40	7.28	6.79	6.47

原料										
华熙生物	558.06	116.00	1.63	2.17	2.85	3.66	95.28	53.50	40.69	31.67
昊海生科	129.72	85.48	2.00	3.11	3.91	4.37	62.84	27.44	21.80	19.53
平均	343.89	100.74	1.815	2.64	3.38	4.015	79.06	40.47	31.245	25.6

资料来源: Wind, 上海证券研究所 (备注: Wind 一致预测, 股价为 2022 年 4 月 15 日收盘价)

7 风险提示

1. **化妆品行业竞争加剧。** 行业壁垒较低, 国际国内品牌纷纷涌入, 市场竞争激烈, 且产品差异化小, 消费者忠诚度低。若不持续耕耘细分市场, 打造差异化产品, 则面临市场份额减少的风险。
2. **地产业务经营风险。** 房地产业务仍是公司的主导业务, 易受地产行业波动的影响。公司地产业务聚焦山东省内, 盈利能力有限。且地产开发方面各项成本都上涨, 原材料处于高位, 进一步压缩了公司利润。
3. **疫情不确定性影响。** 疫情的持续反复导致消费需求不及预期, 消费者的消费意愿下降, 影响公司线下零售和美容护肤业务造成冲击, 进而影响公司业绩增长。
4. **行业监管政策趋严。** 第一, 国家对于医药企业监管程度高, 且近年来不断推出新的监管政策, 大力推动行业转型升级, 对医药产业链产生重要影响。第二, 地产行业政策收紧, 规范和限制企业的拿地行为和策略。

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	5139	6959	8140	9027
应收票据及应收账款	278	288	293	301
存货	48204	48202	48235	48026
其他流动资产	5050	6953	7075	8064
流动资产合计	58670	62402	63744	65418
长期股权投资	730	880	1010	1120
投资性房地产	9	9	10	11
固定资产	1287	1385	1473	1587
在建工程	41	11	-4	-19
无形资产	210	245	271	288
其他非流动资产	468	488	514	547
非流动资产合计	2745	3019	3275	3534
资产总计	61415	65421	67018	68952
短期借款	3219	3819	4219	4619
应付票据及应付账款	8694	8568	8652	8644
合同负债	21686	26385	27740	28630
其他流动负债	17494	16555	15543	15504
流动负债合计	51093	55326	56155	57398
长期借款	3751	3151	2901	2731
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	72	72	72	72
非流动负债合计	3823	3223	2973	2803
负债合计	54916	58549	59128	60201
股本	1009	1009	1009	1009
资本公积	616	616	616	616
留存收益	2202	2872	3785	4739
归属母公司股东权益	4727	5097	6111	6964
少数股东权益	1773	1775	1779	1787
股东权益合计	6500	6872	7890	8751
负债和股东权益合计	61415	65421	67018	68952

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流量	6848	2670	1559	1493
净利润	394	672	918	961
折旧摊销	102	118	137	151
营运资金变动	6142	1718	240	7
其他	210	162	263	374
投资活动现金流量	-452	-271	-316	-345
资本支出	-281	-244	-259	-291
投资变动	-67	-198	-188	-182
其他	-103	171	131	128
筹资活动现金流量	-6789	-578	-62	-260
债权融资	-2193	-600	-250	-170
股权融资	800	0	0	0
其他	-5396	22	188	-90
现金净流量	-393	1820	1181	887

资料来源: Wind, 上海证券研究所

利润表 (单位: 百万元)

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	12363	13826	15736	17572
营业成本	9187	9772	10669	11686
营业税金及附加	588	830	976	1089
销售费用	1253	1521	1888	2284
管理费用	380	429	504	615
研发费用	119	138	189	211
财务费用	91	250	275	356
资产减值损失	-196	10	4	2
投资收益	201	166	126	123
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	678	1066	1346	1408
营业外收支净额	-34	-33	-34	-35
利润总额	644	1034	1312	1373
所得税	250	362	394	412
净利润	394	672	918	961
少数股东损益	32	2	5	8
归属母公司股东净利润	362	670	914	953
主要指标				
指标	2021A	2022E	2023E	2024E
盈利能力指标				
毛利率	25.7%	29.3%	32.2%	33.5%
净利率	2.9%	4.8%	5.8%	5.4%
净资产收益率	7.7%	13.1%	15.0%	13.7%
资产回报率	0.6%	1.0%	1.4%	1.4%
投资回报率	2.2%	4.6%	6.1%	6.4%
成长能力指标				
营业收入增长率	-9.2%	11.8%	13.8%	11.7%
EBIT增长率	-21.1%	98.9%	32.9%	11.7%
归母净利润增长率	-43.3%	85.1%	36.4%	4.3%
每股指标 (元)				
每股收益	0.36	0.66	0.91	0.94
每股净资产	4.68	5.05	6.06	6.90
每股经营现金流	6.79	2.65	1.55	1.48
每股股利				
营运能力指标				
总资产周转率	0.20	0.21	0.23	0.25
应收账款周转率	44.52	55.27	62.89	69.37
存货周转率	0.19	0.20	0.22	0.24
偿债能力指标				
资产负债率	89.4%	89.5%	88.2%	87.3%
流动比率	1.15	1.13	1.14	1.14
速动比率	0.17	0.18	0.19	0.21
估值指标				
P/E	36.81	14.52	10.65	10.20
P/B	2.83	1.91	1.59	1.40
EV/EBITDA	26.03	9.61	6.69	5.64

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。