

## 鲁商发展 (600223.SH) 买入 (首次评级)

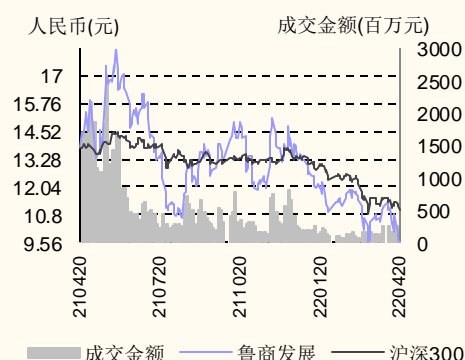
## 公司深度研究

市场价格 (人民币): 9.62 元

目标价格 (人民币): 11.10 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	10.09
已上市流通 A 股(亿股)	10.09
总市值(亿元)	97.08
年内股价最高最低(元)	18.21/9.56
沪深 300 指数	4071
上证指数	3151



## 地产+生物医药并进，化妆品高增贡献利润

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	13,615	12,363	13,061	14,197	15,181
营业收入增长率	32.33%	-9.20%	5.64%	8.70%	6.93%
归母净利润(百万元)	639	362	554	750	986
归母净利润增长率	85.39%	-43.34%	52.96%	35.50%	31.38%
摊薄每股收益(元)	0.633	0.359	0.549	0.743	0.977
每股经营性现金流净额	4.41	6.79	0.33	3.09	3.18
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.65%	7.66%	12.97%	15.50%	17.69%
P/E	13.46	36.95	17.57	12.97	9.87
P/B	2.11	2.83	2.28	2.01	1.75

来源：公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **“生物医药+健康地产”双轮驱动，多元发展稳健前行：**公司 18、19 年相继收购福瑞达医药集团、焦点生物，切入盈利能力更强的医药化妆品业务。21 年房地产/生物医药营收 101.8/21.8 亿元、同比 -18%/+67%，占比 82.4%/17.6%；实现归母净利 1.82/1.8 亿元，占比 50.3%/49.7%，净利率 1.8%/8.3%，生物医药板块受益化妆品业务迅速增长、贡献近半利润。2021 年归母净利 3.62 亿元（-43.3%）、净利率 3.19（-1.5PCT）。
- **以制药理念研发化妆品，颐莲、瑷尔博士乘风直上：**功效性护肤赛道高景气，2021 年我国功效性护肤品市场规模 250.6 亿元，16-21 年 CAGR 28.7%、高于同期护肤大盘 12.8% 的增速。公司化妆品业务依托福瑞达的资源及科研优势构建技术壁垒&强产品力，颐莲、瑷尔博士品牌定位清晰，多款单品出圈，分别领跑玻尿酸/微生态科技护肤赛道，已在产品开发、品牌营销、单品打造等方面形成一套相对成熟的打法，预计 22 年收入分别为 7/8 亿元。未来着力打造“4+N”品牌矩阵，重点孵化高端定制护肤品牌善颜、精油品牌伊帕尔汗；引入战略投资人，有望赋能渠道拓展、品牌建设，增强化妆品业务竞争力。21 年化妆品营收 14.95 亿元（+117%），2018-2021 年 CAGR 89.1%，21 年福瑞达生物净利率 11.35%、处行业中上游。
- **药品增长稳健，原料及添加剂赋能产品力升维：**药品业务在现代中成药、玻尿酸眼科、骨科领域具备优势，拥有润舒/润洁/明仁/施佩特等知名品牌，2H21 加大推广提升市占率，有望保持稳健增长。据前瞻研究院和公司公告，焦点福瑞达拥有食品级和化妆品级透明质酸 420 吨/年的产能、市占率全球第二、仅次于华熙生物的 470 吨/年，22 年 1 月取得玻尿酸药品级生产许可。公司拥有多个化妆品独家核心原料、21 年推出原料新品牌百阜赋能化妆品级玻尿酸产品力提升。21 年原料及添加剂营收 2.4 亿元、+22%。

## 估值与投资建议

- 看好化妆品业务延续高增、盈利水平优化。采用分部估值法，预计 22 年化妆品/药品、原料及添加剂/房地产板块合理估值为 84/12/15.6 亿元，整体合理估值 111.6 亿元，目标价 11.1 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

## 风险

- 房地产政策调控风险，化妆品行业竞争加剧，新品牌孵化不及预期。

罗晓婷 分析师 SAC 执业编号: S1130520120001  
luoxiaoting@gjzq.com.cn

蔡昕好 联系人  
caixy@gjzq.com.cn

## 投资要件

### ■ 关键假设

**营收拆分: (1) 化妆品:** 公司秉承以制药理念研发化妆品, 化妆品业务依托福瑞达生物的早期研发积累、资源优势、医药研发底蕴形成较高的技术壁垒, “4+N” 品牌矩阵逐步形成, 各品牌定位清晰, 目前颐莲、瑗尔博士在单品打造、产品开发、渠道拓展、品牌营销等方面已基本形成一套成熟的打法, 颐莲领跑玻尿酸科技护肤、瑗尔博士领跑微生态科技护肤。随着战略投资的资本注入, 加大投入营销渠道升级及品类扩张, 叠加科技持续赋能产品, 预计化妆品业务收入端延续高增长, 毛利率稳定在 64%, 22-24 年营收分别为 25.1/39.9/53.1 亿元, 对应增速 68%/59%/33%。

**(2) 药品:** 公司药品业务在现代中成药、骨科、玻尿酸眼科方面具有优势, 预计未来增长稳健, 22-24 年营收 6.0/6.4/6.7 亿元, 对应增速 10%/7%/5%, 毛利率稳定在 58%。

**(3) 原料及添加剂:** 公司拥有 420 吨食品级与化妆品级玻尿酸原料年产能、玻尿酸原料市场份额全球第二, 多个独家核心原料(硅烷化玻尿酸、富勒烯玻尿酸等)运用至自有品牌中, 21 年食品级玻尿酸原料竞争加剧、公司降价致毛利率下降, 考虑医药级国外的牌照申请周期长、预计 22-24 年毛利率持续小幅下降, 为 37%/36%/35%, 营收分别为 2.8/3.1/3.3 亿元, 对应增速 18%/9%/5%。

**(4) 房地产销售:** 公司为山东区域房地产龙头企业, 2018-2019 年确定“健康地产+生物医药”双轮驱动战略, 积极转型大健康产业, 受政策调控及拿地速度放缓影响, 预计规模略降, 22-24 年营收分别为 88.2/83.8/79.6 亿元, 对应增速-5%, 毛利率 17%。

**(5) 物业服务及酒店:** 受益物业管理及酒店市场空间扩容、居民消费理念升级, 收入端有望维持稳健增长, 预计 22-24 年营收 4.6/4.9/5.2 亿元, 对应增速 10%/7%/6%, 毛利率 21%。

**费用端:** 药品、化妆品业务加大推广力度, 销售费用率将有所上升, 预计 22-24 年销售费用率分别为 10.8%/11.8%/12.2%; 管理费用略增, 预计 22-24 年为 3.1%/3.5%/3.6%; 公司医药化妆品板块研发基因渗透、且已形成一定技术壁垒, 未来将持续加码研发投入, 预计 22-24 年研发费用率为 1%/1.5%/2%。

**毛利率:** 随着高毛利化妆品业务占比提升, 预计 22-24 年公司整体毛利率攀升明显, 分别为 29%/33%/36%。

综上, 预计 22-24 年公司营收分别为 131/142/152 亿元, 分别同增 5.6%/8.7%/6.9%; 归母净利润分别为 5.5/7.5/9.9 亿元, 分别同增 53%/36%/32%; 净利率分别为 4.2%/5.3%/6.5%; EPS 分别为 0.55/0.74/0.98 元/股。

### ■ 股价上涨的催化因素

化妆品业务增长超预期, 公司整体盈利水平提升超预期。

### ■ 估值和目标价格

采用分部估值法, 预计 22 年化妆品/药品、原料及添加剂/房地产板块合理估值为 84/12/15.6 亿元, 整体合理估值 111.6 亿元, 目标价 11.1 元/股, 首次覆盖给予“买入”评级。

### ■ 投资风险

房地产政策调控风险、化妆品行业竞争加剧、新品牌孵化不及预期。

## 内容目录

投资要件 .....	2
1、公司：“生物医药+健康地产”双轮驱动，多元发展稳健前行.....	5
1.1 业务：起步于房地产，向大健康产业综合运营商转型.....	5
1.2 财务：构建大健康生态圈，医药化妆品板块盈利水平更优、占比提升 .....	5
2、福瑞达医药—化妆品业务：从品牌投资逻辑看好化妆品业务.....	7
2.1 化妆品：科技赋能产品，颐莲、瑗尔博士迅速崛起 .....	8
2.2 财务情况：业绩高速增长，盈利水平处同业中上游 .....	16
3、福瑞达医药—其他业务：业务多元、协同发展.....	17
3.1 药品：在骨科及眼科领域具有明显优势.....	17
3.2 原料及添加剂：玻尿酸市占率全球第二，独家原料赋能产品力升维.....	19
3.2.1 玻尿酸原料：透明质酸产能全球第二，率先布局食品级透明质酸产品.....	19
3.2.2 独家原料：自主研发，助力化妆品品牌产品力.....	20
4、鲁商置业：地产业务深耕山东、向全国扩张，转型轻资产运营 .....	21

## 图表目录

图表 1：公司发展历程.....	5
图表 2：公司收入及同比增速.....	6
图表 3：公司归母净利润及同比增速.....	6
图表 4：公司净利率.....	6
图表 5：2021 年公司房地产及生物医药板块营收、毛利、净利占比.....	6
图表 6：公司商誉变动及原因.....	7
图表 7：公司生物医药板块主体.....	7
图表 8：福瑞达医药集团财务情况（单位：亿元） .....	8
图表 9：公司护肤品牌介绍 .....	8
图表 10：我国护肤行业规模及增速（亿元） .....	9
图表 11：我国功效护肤行业规模及增速（亿元） .....	9
图表 12：颐莲发展历程.....	10
图表 13：颐莲产品矩阵.....	10
图表 14：颐莲部分产品可比竞品.....	11
图表 15：颐莲联名星旅空间盲盒.....	12
图表 16：颐莲与荣宝斋《簪花仕女图》联名限量版礼盒.....	12
图表 17：颐莲天猫官旗销售额及同比.....	12
图表 18：颐莲抖音月销售额及排名（百万元） .....	12
图表 19：颐莲抖音用户年龄画像.....	13
图表 20：颐莲抖音用户城市画像.....	13
图表 21：瑗尔博士发展历程.....	13
图表 22：瑗尔博士产品矩阵.....	13

图表 23: 瓊尔博士部分产品可比竞品.....	14
图表 24: 瓊尔博士天猫官旗销售额及同比增速.....	15
图表 25: 瓊尔博士抖音月销售额及排名 (百万元) .....	15
图表 26: 瓊尔博士抖音用户年龄分布画像.....	16
图表 27: 瓊尔博士抖音用户城市分布画像.....	16
图表 28: 公司化妆品收入及同比增长.....	17
图表 29: 化妆品线上销售占比持续提升.....	17
图表 30: 福瑞达生物营收及同比增速.....	17
图表 31: 福瑞达生物归母净利及同比增速.....	17
图表 32: 公司化妆品业务与成熟化妆品上市公司净利率对比 (2021) .....	17
图表 33: 公司药品收入及同比增长.....	18
图表 34: 公司药品业务毛利率.....	18
图表 35: 2019 年中国骨科玻尿酸产品市场竞争格局 (按销售金额占比) .....	19
图表 36: 2019 年中国眼科玻尿酸产品市场竞争格局 (按销售金额占比) .....	19
图表 37: 公司原料及添加剂业务收入及同比增长.....	19
图表 38: 公司原料及添加剂业务毛利率.....	19
图表 39: 2020 年中国玻尿酸原料行业市场格局.....	20
图表 40: 鲁商发展和华熙生物 2021 年玻尿酸业务对比.....	20
图表 41: 公司房地产销售收入及同比增速.....	21
图表 42: 2015-2021 房地产业务省内外收入结构.....	21
图表 43: 2015-2019 房地产业务收入构成.....	21
图表 44: 公司房地产业务毛利率.....	21
图表 45: 公司盈利预测 (百万元) .....	22
图表 46: 公司可比公司估值.....	24

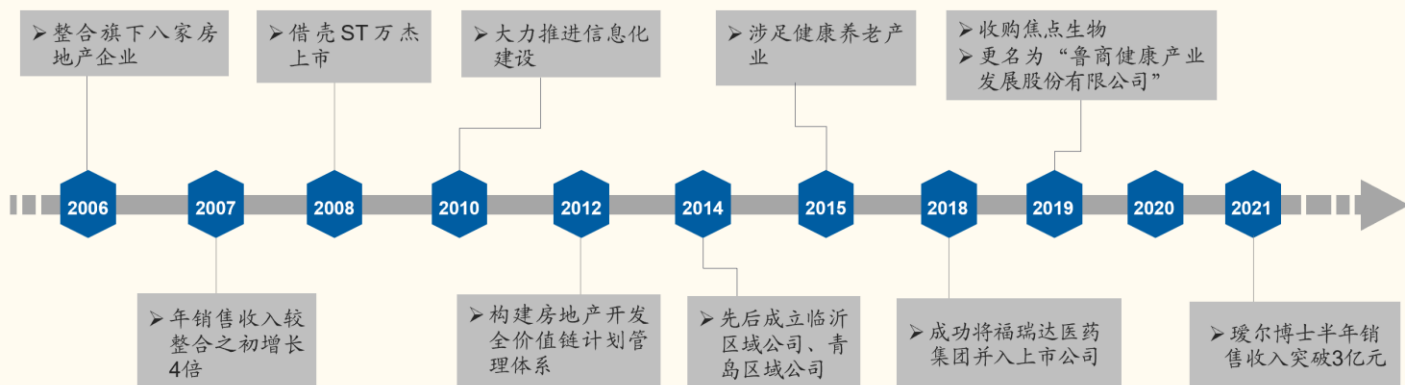


## 1、公司：“生物医药+健康地产”双轮驱动，多元发展稳健前行

### 1.1 业务：起步于房地产，向大健康产业综合运营商转型

公司成立于 1993 年，原主营房地产开发与销售，2008 年借壳 ST 万杰上市，2015 年尝试健康养老产业，继 2018 年底、2019 年先后收购福瑞达医药集团 100% 股权（同一控制下）和焦点生物 60.11% 股权，逐步确立了“生物医药+健康地产”双轮驱动的发展战略，2019 年 7 月公司更名为“鲁商发展”，致力于成为国内领先的大健康产业综合运营商。

图表 1：公司发展历程



来源：公司官网，国金证券研究所

公司控股股东为鲁商集团（全称：山东省商业集团有限公司），截至 3Q21，其直接持有公司 52% 股权、其与一致行动人合计持有公司 54.68% 股份。一致行动人<sup>1</sup>为山东世贸中心、鲁商集团有限公司，分别持有公司 0.97%、1.71%。公司子公司鲁商服务计划发行不超 4929 万股股份、于港交所上市，目前已通过中国证监会核准，尚需港交所核准批复。

**股权激励绑定核心人才，19/20 年超额完成业绩考核目标。**公司于 2018 年公告股票期权激励计划，向 264 名激励对象（含董事、高管 9 人）授予 3002.9 万份股票期权，占总股本 3%，于 2020/2021/2022 年分 3 期解锁，每期解锁比例为 1/3。业绩考核以 2017 年归母净利及 ROE 为基数，19-21 年归母净利增长率不低于 40%/50%/70%，19-21 年 ROE 增长率不低于 25%/30%/35%，且均不低于对标企业的 75 分位值。其中，19/20 年均超额完成业绩考核目标。

**引入战略投资人，赋能渠道拓展、品牌建设，增强化妆品业务竞争力。**2021 年 12 月公司公告，南通招华、广西腾讯创业、杭州众达源、济南动能嘉福、上海众源二号私募五家公司组成的联合购买体拟增资不低于 7.38 亿元，增资完成后合计持股比例不低于 16.90%。通过股权穿透来看，广西腾讯实控人为马化腾，杭州众达源隶属壹网壹创，南通招华由招商局资本实控，济南动能嘉福背后股东为山东省财政厅、山东社保基金，上海众源二号股东为众源资本。引入战略投资者，一方面优化资本结构，另一方面有望依托战略投资人在渠道、品牌运营及营销方面的优势，增强化妆品业务竞争力。

**贾庆文出任公司董事长，加速向健康产业转型。**公司董事长贾庆文于 2022 年 1 月上任，曾担任山东省药科学院副院长兼新药评价中心主任、福瑞达医药集团总经理、董事长等职务，具备丰富的医药研究背景和经营管理经验，将助力公司加速向大健康产业转型。

### 1.2 财务：构建大健康生态圈，医药化妆品板块盈利水平更优、占比提升

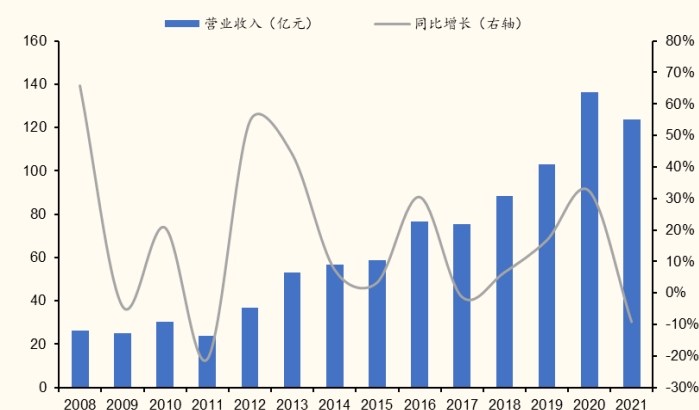
**转型大健康产业，盈利能力持续优化。**2009-2014 年，公司主营房地产开发与销售，营收由 25 亿提升至 56.8 亿元、CAGR 为 17.84%，归母净利润由

<sup>1</sup>一致行动人关系形成的原因：山东省商业集团有限公司受山东省国有资产监督管理委员会委托对世贸中心进行管理；鲁商集团为山东省商业集团有限公司控制的公司。

4.39 亿元下降至 2.06 亿元。2018、2019 年相继收购福瑞达医药集团、焦点生物，2019/2020 年营收分别同增 32.3%/降 9.2%，归母净利润分别同增 85%/降 43%，2018-2020 年公司净利率由 1.84%提升至 3.19%。

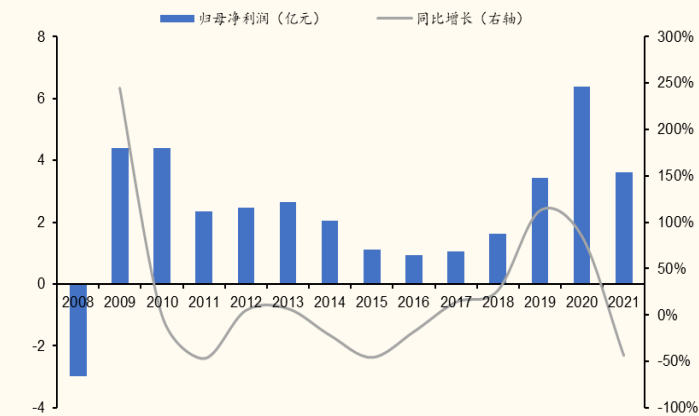
2021 营收 123.63 亿元、同降 9.2%，主要系交付项目较同期减少。归母净利润 3.62 亿元、同降 43.3%，主要系公司对资产进行了全面减值测试，对部分健康地产项目产品计提资产减值 1.88 亿元，净利率 3.19% (-1.5PCT)。

图表 2：公司收入及同比增速



来源：公司公告，国金证券研究所

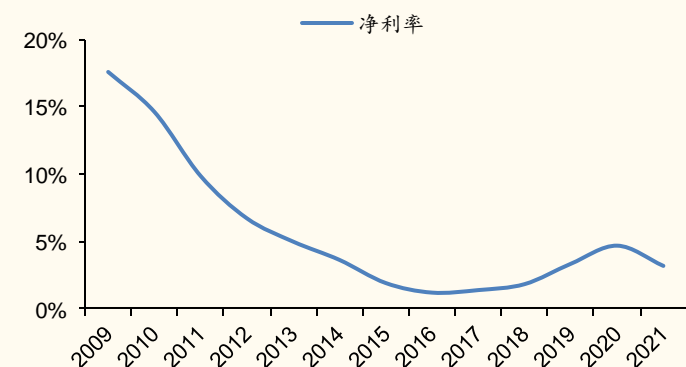
图表 3：公司归母净利润及同比增速



来源：公司公告，国金证券研究所

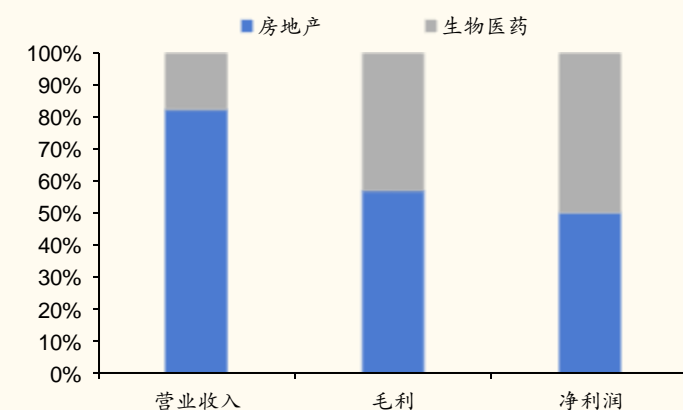
21 年房地产业务仍贡献主要收入，生物医药板块盈利能力强、贡献近半利润。从收入结构看，21 年房地产业务（房地产管理+物业管理+酒店）占总营收 82%，占比下降 8.03PCT。从盈利能力来看，生物医药板块盈利能力强，21 年地产/生物医药实现归母净利 1.82/1.8 亿元、同降 66%/增 69%、占比 50.3%/49.7%，净利率 1.8%/8.3%。

图表 4：公司净利率



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：2021 年公司房地产及生物医药板块营收、毛利、净利占比



来源：公司公告，国金证券研究所

公司 2018 年底受让山东省商业集团有限公司持有的山东福瑞达医药集团有限公司 100%股权，同时将持有的泰安银座房地产开发有限公司 97%股权、东营银座房地产开发有限公司 100%股权和济宁鲁商置业有限公司 100%股权作为交换转让给山东省商业集团有限公司，并以现金方式支付 1.2 亿元；由于进行了部分资产交换相抵消、支付现金未超过收购资产公允价值，因此 2018 年无新增商誉形成。公司对山东焦点生物科技股份有限公司 60.11%的股权收购发生在 2019 年底，因此 2020 年该部分计提商誉。截至 21 年底公司商誉为 1.6 亿元，为对焦点生物收购事项所形成。

**图表 6：公司商誉变动及原因**

年份	商誉期末值（百万元）	当期增减	商誉增减原因&商誉形成事项
2018&2019	1.3	-	商誉为对海南润兰特药业有限公司的持有
2020	164.3	-1.3 +164.3	因公司业务发展调整，将海南瑞兰特药业有限公司注销，处置商誉 130.6 万元； 2020 年 1 月收购山东焦点福瑞达生物股份有限公司，计提商誉 1.6 亿元
2021	164.3	-	商誉为对山东焦点福瑞达生物股份有限公司的持有

来源：公司公告，国金证券研究所

## 2、福瑞达医药—化妆品业务：从品牌投资逻辑看好化妆品业务

公司生物医药板块业务主体为福瑞达医药，其成立于 1991 年，通过参股、控股企业 10+家，覆盖化妆品、药品等业务，2018 年底通过资产置换进入上市公司鲁商发展体系，2020 年收购焦点生物 60.11%股权、向上游玻尿酸原料拓展，形成化妆品、药品及玻尿酸原料的大健康产品生态。

按业务来看，其旗下子公司主要有：

**1）化妆品：**福瑞达生物工程（公司直接持有 4.95%股权、通过福瑞达医药集团持股 95.05%）主营化妆品业务，拥有颐莲、瑗尔博士、善颜等品牌。

**2）药品（现代中药、化学药和保健食品）：**明仁福瑞达（持股 60.71%）拥有两大明星药品——国家唯一治疗神经根型颈椎病的系列中成药、治疗儿童风热感冒小儿解感颗粒。

**3）药品（透明质酸眼科和骨科药物）：**博士伦福瑞达（持股 30%）拥有眼科领域著名品牌“润舒”、“润洁”、及骨科领域知名品牌“施沛特”、“明仁”。

**4）玻尿酸原料：**焦点福瑞达为全球第二大玻尿酸生产企业，主要为化妆品级及食品级，60%出口至东亚及欧美等地区，国内主要销往华南珠三角及华东长三角地区；21 年初卫健委批准玻尿酸使用到乳制品、酒水饮料等五大类普通食品中，焦点福瑞达快速布局玻尿酸口服液美容市场，21 年 1 月上线国内首个玻尿酸饮品品牌“天姿玉琢”相关产品。

**5）添加剂：**福瑞达生物科技主营生物发酵，主要开展生物防腐剂和化妆品原料的研发、生产和销售。食品添加剂方面，主要产品有纳他霉素、乳酸链球菌素和复配食品防腐剂等，其中纳他霉素市场占有率在 40%以上；化妆品功效原料方面，主要产品有硅烷化玻尿酸、富勒烯玻尿酸、聚谷氨酸、普鲁兰多糖、依克多因等。

**图表 7：公司生物医药板块主体**

主体	业务板块	子公司	持股比例	业务/子公司介绍	21 年净利（百万元）
福瑞达医药集团	玻尿酸原料	焦点福瑞达（焦点生物）	60.11%	拥有食品级和化妆品级透明质酸 420 吨/年的产能，60%左右出口，外贸出口地区主要为日本、美国、欧盟、韩国、台湾等；国内销售主要集中在华南珠三角地区和华东长三角地区。正在办理玻璃酸钠原料药的国内外注册手续，有望在未来实现医药级玻尿酸突破。 2021 年先后推出天姿玉琢、玻小酸、善颜多个系列口服透明质酸钠产品，在天猫、京东等平台销售。其中，“天姿玉琢口服透明质酸钠液态饮”是国内率先上市销售的口服玻尿酸产品。	-
	添加剂	福瑞达生物科技	57.07%	生物发酵技术企业，主营食品添加剂、化妆品功效原料、健康添加剂	-
	药品	明仁福瑞达	60.71%	现有 20 个独家产品、101 个产品文号、8 个大剂型，产品涵盖了骨科、呼吸科、儿科、妇科、内科、皮肤科、眼科、心血管科等多个领域，拥有“明仁”、“小明仁”等品牌。 其主导品种—颈痛系列产品是国家唯一治疗神经根型颈椎病的系列中成药，入选山东省火炬计划、被列为国家重点新产品。小儿解感颗粒	21.94

				用于治疗儿童风热感冒，被山东省卫健委列入新冠肺炎的儿童中医治疗（医学观察期和初期）两个阶段的推荐中成药。	
		博士伦福瑞达	30%	润洁滴眼液家族主要治疗眼干、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。 润舒系列产品抗菌消炎，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。 施沛特注射剂是中国骨科关节腔注射治疗 OA、RA 的领导品牌。	242.23
	化妆品	福瑞达生物股份（福瑞达生物工程）	100%	用制药的理念做化妆品，同时走多品牌发展战略，旗下目前拥有颐莲、瑗尔博士、善颜、心生爱目、UMT、诠润等品牌	169.57
		新疆伊帕尔汗	10% 上市公司投资平台+双基金平台	香水、香氛类高端化妆品，运营品牌伊帕尔汗	

来源：公司公告、国金证券研究所

注：1）2020 年 6、7 月公司通过增资及受让等方式，对福瑞达生物工程的持股比例由 56.25%提升至 100%，增加当期并表净利；1H21 福瑞达生物工程 4.05%的股份转让给鲁商发展，更名为福瑞达生物股份。

2）因为业务发展需要，20 年 12 月焦点生物名称变更为焦点福瑞达。

图表 8：福瑞达医药集团财务情况（单位：亿元）

	2017	2018	2019	2020	2021
营收	7.39	8.58	10.39	13.08	21.81
营收 yoy		16%	21%	26%	8.03%
归母净利润	0.23	0.37	0.9	1.06	1.8
归母净利 yoy		65.1%	140.1%	17.8%	33.05%
扣非归母净利		0.31	0.73	0.90	-
承诺扣非归母净利润		0.25	0.56	0.85	-

来源：公司公告，国金证券研究所

## 2.1 化妆品：科技赋能产品，颐莲、瑗尔博士迅速崛起

### 品牌矩阵：聚焦功效领域，创新细分赛道、引领行业风潮

品牌矩阵完善，颐莲/瑗尔博士初具规模、其他子品牌定位创新细分赛道、引领细分风潮。公司旗下目前拥有颐莲、瑗尔博士、善颜、心生爱目、UMT、诠润、伊帕尔汗等品牌，形成“1 个主品牌+1 个新锐品牌+多个子品牌”品牌矩阵，主品牌颐莲专研玻尿酸护肤；新锐品牌瑗尔博士专注肌肤微生态平衡护理；诠润专注于弱敏肌肤修复；善颜主打“量肤定制，一人一方”，聚焦精准高端护肤；UMT 定位于“精致底妆”，走小众高品质路线；伊帕尔汗聚焦薰衣草精油养肤。

公司规划构建“4+N”品牌矩阵，着力 4 个方向孵化多品牌：1）玻尿酸护肤和研究，以颐莲为依托，未来加入其他品牌；2）微生态护肤，瑗尔博士处于领跑地位；3）以伊帕尔汗为代表的植物精油、芳疗类品牌，依托福瑞达的中药提取发酵技术开发中药活性产品；4）精准护肤，以善颜为主，同时开发轻医美、器械类产品。

图表 9：公司护肤品牌介绍

品牌	品牌定位	创立年份	21 年营收 (yoy)	明星产品	主力价格带 (元)	品牌介绍与规划
瑗尔博士	微生态护肤	2018	7.44 亿元 (272%)	瑗尔博士洁颜蜜氨基酸洗面奶 (月销 10w+) 瑗尔博士玻尿酸补水保湿积雪草熬夜面膜 (月销 9w+) 益生菌精研水乳套装	100~400	瑗尔博士品牌将重点布局高端系列产品，主要为高端水乳、高端精华和高端面膜，继续拓展科技美肤服务布局
颐莲	玻尿酸护肤	2003	6.46 亿元 (73%)	颐莲玻尿酸补水喷雾 (月销 8w+)、维 A 醇精华液	100~400	“颐莲”品牌从产品促销模式转向品牌文化营销，通过国风 IP 跨界合作、直播带货、短视频等方式，深挖现有的社群及直播资源，扩大销售



品牌	品牌定位	创立年份	21 年营收 (yoy)	明星产品	主力价格带 (元)	品牌介绍与规划
善颜	高端定制护肤	2004	合计 1.05 亿元	善颜多效修护精华蜜 善颜舒颜益肌修护微精水 口服玻尿酸	200~800	善颜品牌将进一步建设东方女性肌肤大数据平台, 专注精准高端护肤, 提高拓店速度, 抢占市场
詮润	弱敏肌肤修复	2018		詮润 B5 保湿修护精华液 (月销 4000+) 福瑞达詮润透明质酸钠修护面膜 (月销 1000+)	100~300	通过头部达人的短视频合作和直播带货, 拉动天猫店销售, 2021 年将继续与经销商加强合作, 利用经销商能力拓展销售规模
倍润	中高端护肤	2018		苦橙花水 (月销 1000+) 寡肽立体修护精华液玻尿酸冻干粉 (月销 1000+)	100~400	-
UMT	精致底妆	2020		UMT 小金殿长效持妆养肤粉底液 (月销近 4000)	50~300	彩妆品牌将精研养肤底妆的细分市场定位, 走小众高品质路线, 以底妆品类的场景化视频推广为切入点, 重点打造主推品
伊帕尔汗	精油护肤	2006		伊帕尔汗薰衣草精油	100~200	集种植、生产、观光旅游于一体的天然芳香

来源: 公司公告、品牌天猫旗舰店、国金证券研究所

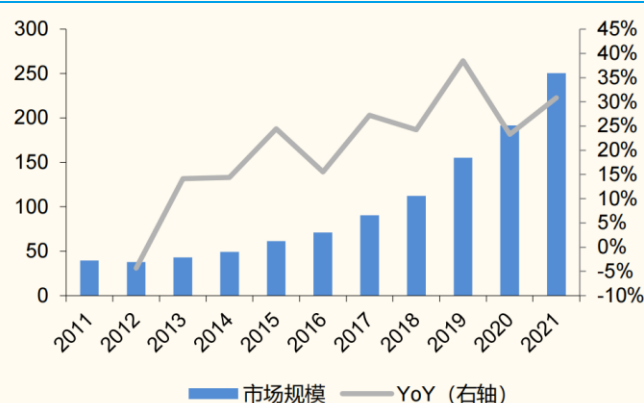
**功效性护肤赛道高景气、增速表现亮眼。**根据欧睿数据, 2021 年我国功效性护肤品市场规模 250.6 亿元、占护肤整体规模的 8.1%, 2016-2021 年 CAGR 为 28.7%、高于同期护肤大盘 12.8% 的增速。

图表 10: 我国护肤行业规模及增速 (亿元)



来源: Euromonitor, 国金证券研究所

图表 11: 我国功效护肤行业规模及增速 (亿元)



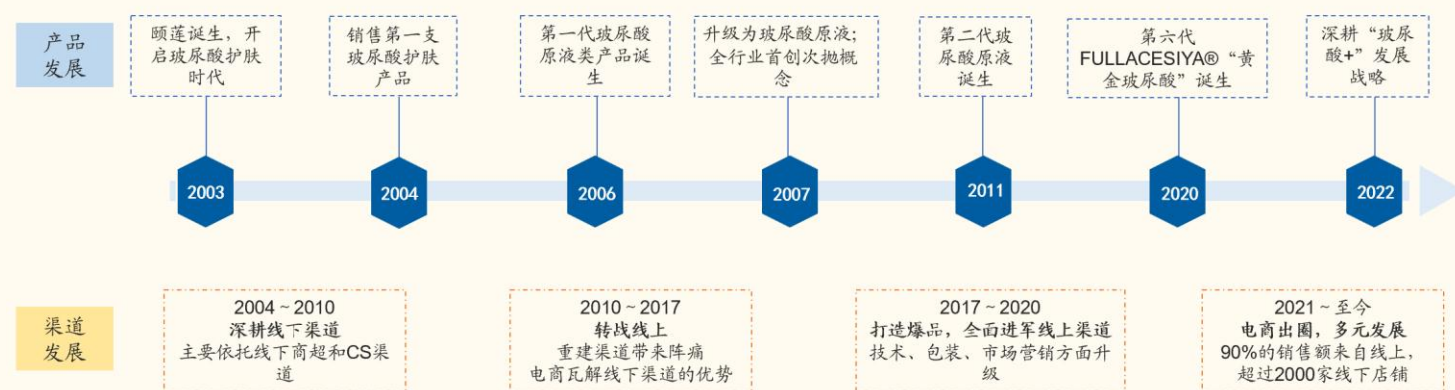
来源: Euromonitor, 国金证券研究所

### 颐莲: 专研玻尿酸护肤品牌, 开启“玻尿酸+”新时代

**国内首个专研玻尿酸护肤品牌。**颐莲是将玻尿酸研发应用于化妆品领域的第一个品牌, 2004 年正式上市, 2006 年第一代玻尿酸原液类产品诞生 (颐莲玻尿酸锁水凝露), 2010 年起从线下转战线上, 进驻天猫、开启电商新征程, 2016 年确立“透明质酸保湿补水专家”的品牌定位。2017 年开始打造爆品“玻尿酸补水喷雾”、全面进军线上渠道, 2020 年颐莲在喷雾类目中排名第一、打破欧美品牌 (雅漾、理肤泉等) 对该类目的垄断格局。

2021 年颐莲 6.46 亿元、同比增 73%, 渠道分布上, 天猫/京东各占 40%+。

图表 12: 颐莲发展历程



来源: 颐莲微信公众号, 美业新纬度, 国金证券研究所

**产品线不断丰富, 大单品助力品牌快速出圈。**自 2004 年正式上市以来, 颐莲以玻尿酸为核心基因, 持续更新迭代产品科技及功效, 2015 年开发“硅烷化玻尿酸”专利科技, 形成集团底层核心成分, 2020 年第六代“黄金玻尿酸”诞生。目前产品涵盖补水保湿、美白淡斑、紧致抗老、防晒隔离、肌肤清洁和密集修护六种功效, 包括玻尿酸原液系列、肌初赋活系列、透明质酸保湿系列、鲜养焕白系列、膨润系列、高保湿系列、蜗牛系列、肌源系列八大系列。其中, 颐莲玻尿酸补水喷雾和颐莲维 A 醇精华液两款产品, 分别获得 2020 年天猫金妆奖年度化妆水奖和超级成分奖。22 年 1 月/2 月大单品玻尿酸补水喷雾销售额超 500/700 万, 占颐莲天猫官方旗舰店总销售额的 39%/45%。

图表 13: 颐莲产品矩阵

产品系列	主价格带	SKU	核心成分	主打功效
肌初赋活系列	39-549 元	10 个 (原液、修颜霜、修护乳、洁颜乳、眼霜、礼盒、眼罩、面膜、精华液、水凝露)	玻尿酸、酵母提取物、植物精粹	补水、修护、紧致、御老
透明质酸保湿系列	99 元、148 元	2 个 (玻尿酸原液面膜、石墨烯面膜)	玻尿酸、植物精粹	补水、改善细纹、紧致
鲜养焕白系列	48-450 元	6 个 (礼盒、洁颜乳、精华水、精华乳、精华霜、眼霜)	玻尿酸、烟酰胺、植物精粹	排浊祛黄、淡化黑色素、滋养嫩白
膨润系列	138-328 元	5 个 (膨润水乳霜、眼霜、晚安冻膜)	玻尿酸、神经酰胺	补水、修护、稳固
高保湿系列	48-492 元	7 个 (平衡修护乳霜、平衡新肌水、润肤精华液、美肌水、礼盒、洁面乳)	玻尿酸、植物精粹、神经酰胺	滋润保湿
蜗牛系列	69 元、128 元	2 个 (修护原液、修护霜)	蜗牛提取精华、玻尿酸、植物精粹	修护、保湿、柔亮、紧致
肌源系列	519 元、256 元	3 个 (日抛精华液、修护精华水乳)	水解胶原、玻尿酸、积雪草精粹	抗皱、淡纹、紧致、修护
玻尿酸原液系列	69-699 元	6 个 (聚谷氨酸日抛原液、玻尿酸日抛原液、多重修护原液、肌底修护原液、多肽冻干粉礼盒、美肌精华液)	玻尿酸、聚谷氨酸、烟酰胺	养护、补水、提亮、嫩肤

来源: 颐莲官网, 颐莲天猫官方旗舰店, 国金证券研究所

**开辟“玻尿酸+”品类新赛道:**2021 年 6 月颐莲上市全新产品——颐莲玻尿酸“珍稀元气瓶”, 通过“玻尿酸+富勒烯”强强联手, 实现协同增效, 2021 年 618 期间全网上新累计卖出 1.4 万+支。玻尿酸具有亲水特性, 能够帮助功效成分渗透到肌肤深层, 是非常理想的包裹携带介质。品牌有望依靠“玻尿酸+”理念, 进一步拓展玻尿酸的应用范围, 在玻尿酸产品上打造领先优势, 实现产品升级。定价方面, “玻尿酸+”产品功效更为丰富, 价格空间相较于单纯玻尿酸产品更大, 颐莲玻尿酸“珍稀元气瓶”定价 228 元/瓶, 高于品牌产品主要价格段 50-150 元。

图表 14：颐莲部分产品可比竞品

产品	可比竞品	核心成分/技术	价格
颐莲玻尿酸补水喷雾 79 元/300ml 玻尿酸、哥伦比亚矿泉水	雅漾舒泉调理喷雾	法国圣奥迪尔泉水	186 元/300ml
	理肤泉舒缓调理温泉水喷雾	理肤泉益生精粹温泉水	185 元/300ml
	欧缦丽葡萄补水保湿舒缓喷雾	天然葡萄萃取物	198 元/200ml
	依云天然矿泉水喷雾	法国阿尔卑斯山深处冰川水	59 元/300ml
	依泉舒缓修复喷雾	法国阿尔卑斯山等渗活泉	129 元/100ml
颐莲玻尿酸补水喷雾 89 元/150ml 玻尿酸、水解玻尿酸、专利硅烷化玻尿酸、神经酰胺、专利植物舒敏剂、专利益生元（菊粉、α-葡聚糖寡糖）、专利水解大豆蛋白	SK-II 护肤精华露	经典成分 PITERA（一种半乳糖酵母样菌发酵产物滤液）	1540 元/230ml
	ORIGINS 韦博士灵芝焕能好底子精华水	酵母菌发酵产物滤液、钩沙菜提取物、赤芝提取物、裂蹄木层孔菌提取物、拟石花菜提取物、桦褐孔菌菌核提取物、沙棘提取物、乳酸杆菌发酵产物、透明质酸钠	360 元/200ml
	珂润润浸保湿化妆水 II	甜菜碱、甲基葡糖醇聚醚-20、聚乙二醇-32、PEG-60 氢化蓖麻油、尿囊素、羟苯甲酯、琥珀酸、精氨酸	158 元/150ml
	理肤泉清痘净肤爽肤水	乳酸、尿囊素、水杨酸、北美金缕梅提取物	89 元/100ml
	溪木源层孔菌毛孔细致精华水	β-葡聚糖、透明质酸钠 CycloXome 缓释咖啡因技术	99 元/120ml
	MedRepair 米蓓尔多元修护润养水	专研成分依克多因、二裂酵母乳酸杆菌、维生素 B12、乙基维他命 C、传明酸	108 元/100ml
颐莲玻尿酸水光肌原液面膜 98 元/10 片 玻尿酸、神经酰胺、益生元（葡聚糖）	兰芝益生修护睡眠面膜	乳酸菌、益生元、角鲨烷	285 元/100ml
	雪花秀与润夜间修护面膜	枣果提取物、红石榴提取物、桑根提取物	360 元/120ml
	肌美精超渗透 3D 面膜	维生素 C 诱导剂、胶原蛋白、透明质酸、维生素 E	85.2 元/4 片
	稚优泉深海水母精华补水面膜	海洋胶原蛋白、冬虫夏草提取物、人参提取物	89.9 元/20 片
	薇诺娜极润保湿面膜	滇山茶提取物、纳豆提取物、春榆提取物、冷萃科技、等渗科技	101 元/6 片
颐莲玻尿酸活颜焕亮精华液 278 元/30ml 玻尿酸、富勒烯	Dr. Ci:Labo 美白淡斑精华	W377 VC APPS、富勒烯、白藜芦醇	450 元/36g
	露得清维 A 醇焕颜肌活精华	A 醇、二胜肽、富勒烯	400 元/30ml
	至本多元优效精华露	EUK-134、肌肽、紫檀芪、七叶树皂苷、乙基酵母菌溶胞物、乳酸杆菌/北美圣草发酵产物、二裂酵母发酵产物溶胞物、β-葡聚糖、鲟鱼子酱、透明质酸钠、白柳树皮、VC 棕榈酰三肽-5	158 元/50ml
	Haa 富勒烯焕活双萃精华露	富勒烯、VC 衍生物 A2G、葡糖基芦丁、深海鱼油、角鲨烷	450 元/30ml

来源：品牌官网，国金证券研究所

**从产品促销模式转向品牌文化营销，持续提升品牌认知度：**通过与《簪花仕女图》、荣宝斋、中国航天等 IP 联名，传达品牌的审美和价值观；联手美丽修行与品质国货品牌共同发声《我不是平替》；22 年天猫大牌日期间，首次采用盲盒营销模式，携手中国航天定制星旅空间盲盒，利用“盲盒经济”吸引 Z 时代消费群体，实现声量与销量双丰收。



图表 15: 颐莲联名星旅空间盲盒



来源: 颐莲微信公众号, 国金证券研究所

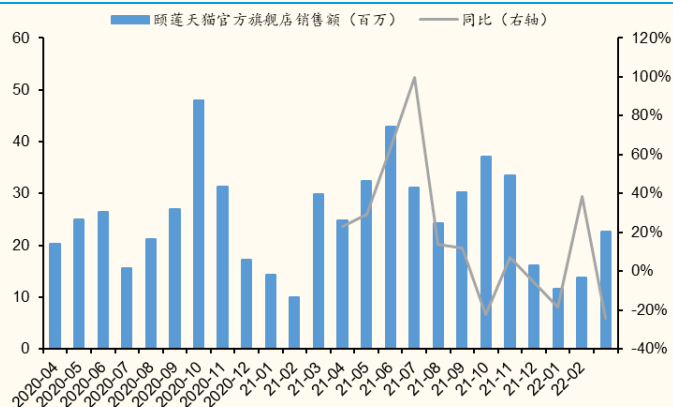
图表 16: 颐莲与荣宝斋《簪花仕女图》联名限量版礼盒



来源: 壹日报, 国金证券研究所

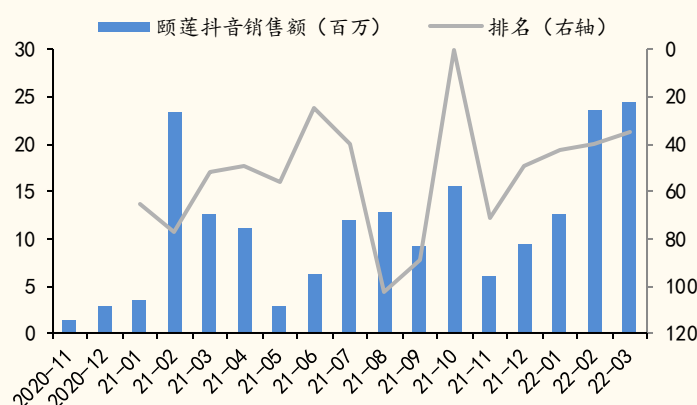
天猫店增速放缓, 发力抖音渠道, 大单品颐莲喷雾销售持续靓丽。根据国金数字 Lab 数据, 22Q1 颐莲线上全渠道(淘系、京东、抖音)销售额 1.4 亿元、同增 39%, 淘系/京东/抖音分别为 0.55/0.26/0.61 亿元、同比-11%/-8%/+369%。其中, 天猫官旗销售额 0.55 亿元、为淘系最主要销售渠道。渠道增量主要由抖音贡献, 22 年 3 月颐莲抖音渠道销售额 2441 万元, 抖音排名第 35 名、同比上升 17 名, 店铺自播占比 20.4%; 22 年“三八”大促期间销售额 1372 万元, 排名第 36。

图表 17: 颐莲天猫官旗销售额及同比



来源: 国金证券研究所

图表 18: 颐莲抖音月销售额及排名 (百万元)

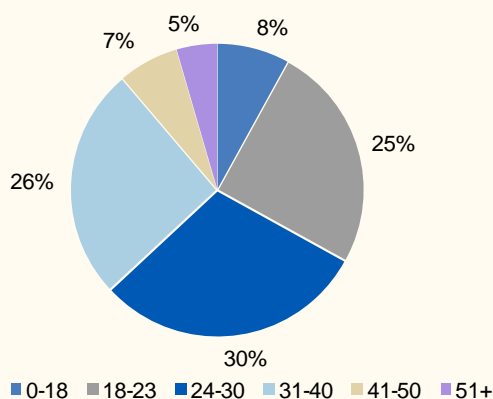


来源: 飞瓜数据, 国金证券研究所

颐莲主要面向有解决肌肤问题需求的消费人群。颐莲品牌从玻尿酸原料背书, 到玻尿酸技术领先, 主要针对年轻群体。从最新的抖音品牌用户画像上来看, 年龄为 24~30 岁的用户占比最大, 占比 30%, 18~23 岁和 31~40 岁用户的占比相当, 分别为 25%和 26%。从地域分布上来看, 用户主要集中在新一线和二、三线城市, 分别占比 21%/21%/22%。

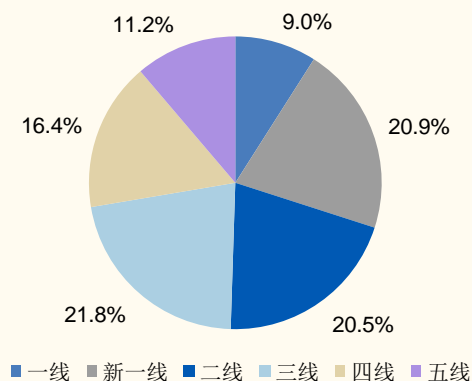


图表 19: 颐莲抖音用户年龄画像



来源: 飞瓜数据, 国金证券研究所

图表 20: 颐莲抖音用户城市画像

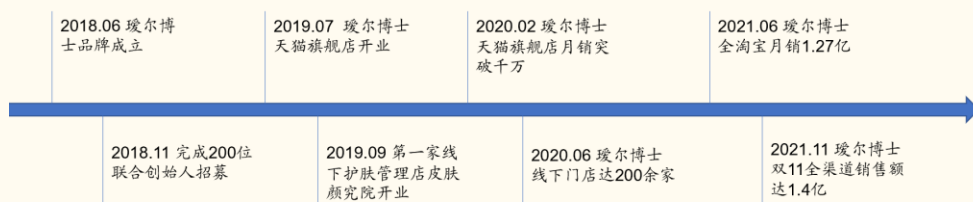


来源: 飞瓜数据, 国金证券研究所

### 瑗尔博士: 领跑微生态科学护肤

瑗尔博士自 2018 年 6 月成立以来, 就将视线瞄准微生态科学护肤领域, 产品备受消费者认可, 短短 3 年时间, 迅速跻身国货护肤品牌前列。21 年瑗尔博士品牌贡献营收 6.46 亿元、同增 272%, 渠道占比上 70% 来自天猫、剩余以线上线下分销为主、电商直播体量较小。

图表 21: 瑗尔博士发展历程



来源: 瑗尔博士微信公众号, 国金证券研究所

瑗尔博士的微生态护肤理念分为三个阶段: 1) 使用二裂酵母菌、积雪草提取物等消费者已经认可的成分, 改善皮肤表面的菌群环境, 例如益生菌精研深层修护面膜、经典益生菌水乳等。2) 使用专属成分、配方和技术来改善皮肤环境, 例如应用于反重力酵萃水乳的褐藻双菌发酵技术, 该技术在化妆品应用领域的专利为公司独有。3) 通过灭活菌作用于皮肤表面, 还原人体皮肤状态最佳时期菌体分布的状态, 目前还处于研发过程中。

微生态护肤进入第二阶段, 依托褐藻专利布局高端系列产品。瑗尔博士产品包括熬夜修护、洗卸滋养、初老对抗、屏障修护四大系列, 拥有的独家核心成分有硅烷化玻尿酸、荷叶黄酮、Micro-Balanotic 和益生菌发酵褐藻成分, 后两者为皮肤微生态方向的研发成果。熬夜修护系列的主要产品是益生菌修护面膜和肌底前导精华, 洗卸滋养系列主要产品是洁颜蜜, 月销量达 10 万+; 抗初老系列主要产品是反重力酵萃水乳和肌律面膜; 微生态屏障修复产品益生菌水乳套装, 月销 2 万+。定价来看, 添加褐藻专利的反重力水乳 (468/套) 价格明显高于经典益生菌水乳 (198 元/套)。

图表 22: 瑗尔博士产品矩阵

系列	明星产品	核心成分/技术	主要功效	天猫旗舰店月销	价格
熬夜修护	益生菌精研深层修护面膜	积雪草提取物、硅烷化玻尿酸、奥婷敏、泛醇	修护、维稳、补水、滋润	5 万+	89 元/10 片
	益生菌精研光感盈韧面膜	奥婷敏、益生元、植物仿生皮脂	改善红区、熬夜蜡黄, 平滑细腻肌肤	1 万+	228 元/100g

	精研肌底前导精华露	二裂酵母溶胞物、硅烷化透明质酸、肌肽	控油、御初老、修护	6000+	416 元/90g
洗卸滋养	氨基酸精研净透洁颜蜜	8 种小分子复合氨基酸、硅烷化透明质酸、三皮素	清洁、去油不去水、不伤肤	10 万+	68 元/120ml
初老对抗	反重力酵萃水乳套装	褐藻提取物、硅烷化透明质酸、复合多肽	抗老、补水保湿、修护	5000+	468 元/套
	酵萃精研肌律御时精华液	益生元、奥婷敏、褐藻精粹、六胜肽	抗氧、紧致、修护	1 万+	368 元/30g
	酵萃精研肌律面膜	褐藻酵萃、硅烷化透明质酸	修护、提拉、改善暗沉	2000+	138 元/5 片
	酵萃精研肌律微晶水	硅烷化透明质酸、修护肽、益生元、奥婷敏	抗氧、修护、紧致	7000+	238 元/150ml
屏障修护	经典益生菌水乳	硅烷化透明质酸、奥婷敏、益生元	滋润保湿、修护	2 万+	198 元/套

来源：瓊尔博士天猫旗舰店，国金证券研究所

**瓊尔博士为国内微生态护肤领域领军品牌。**自欧莱雅中国 2019 年首次公开肌肤微生态研究进展以来，各大企业基于微生态理论频频推出皮肤微生态概念护肤品。微生态化妆品成分主要包括益生菌、益生元和后生元三类，热门成分包括乳酸杆菌、乳酸菌、乳酸菌发酵溶胞产物、乳酸杆菌发酵溶胞产物、二裂酵母发酵产物溶胞产物和  $\alpha$ -葡聚糖寡糖等。目前微生态市场发展态势良好，热门产品包括兰蔻第二代小黑瓶、SK-II 神仙水、荷诺乳酸菌换肤系列等。

和海外高端一线品牌赫莲娜绿宝瓶、兰蔻小黑瓶、雅诗兰黛小棕瓶和 SK-II 护肤精华露等产品相比，瓊尔博士精华产品同样加入了二裂酵母发酵产物溶胞物、硅烷化透明质酸和泛醇等成分，同时瓊尔博士酵萃精研肌律御时精华拥有独家专利褐藻酵粹，其和 VC 相比具有更强的清除自由基能力，即抗氧化能力更强，此外瓊尔博士还采用了独家奥婷敏发酵技术，奥婷敏原料富含多种活性分子，为低剂量、低成本、多功效的市场需求提供了更多可能性。和国内知名品牌如珀莱雅、薇诺娜精华液相比，瓊尔博士精华更发挥集团下玻尿酸生产和配方优势，添加了更多的玻尿酸成分，如硅烷化玻尿酸、水解透明质酸钠等。

图表 23：瓊尔博士部分产品可比竞品

主要成分	可比竞品	核心成分/技术	价格
益生菌 (乳酸杆菌、乳酸菌、乳酸菌发酵溶胞产物、乳酸杆菌发酵溶胞产物等)	瓊尔博士益生菌精研深层修护面膜	玻尿酸、积雪草提取物、维生素原 B5 (泛醇) 香蕉丝绒膜布	79 元/10 片
	瓊尔博士益生菌精研平衡修护水	专利硅烷化玻尿酸、奥婷敏发酵技术、益生元	109 元/140ml
	Aurelia 浓缩益生菌精华	独家成分 PROTIDA 二裂酵母、乳蛋白、乳糖	389 元/10ml
	赫莲娜绿宝瓶系列	海洋堇 (海茴香) 独家萃取技术	绿宝瓶精华 1580 元/50ml 绿宝瓶爽肤水 1750 元/400ml
	珀莱雅弹润透亮青春精华液	高浓度角鲨烷、EUK134、LIPOCHROMAN-6、雨生红球藻 虾青素	399 元/50ml
	敷尔佳烟酰胺美白淡斑面膜	烟酰胺 PC、VC 衍生物、 $\alpha$ -熊果苷、二裂酵母发酵产物	126 元/5 片
	可复美净痘清颜修护面膜	积雪草提取物、番木瓜果提取物、小球藻提取物、乳酸、透明质酸钠、尿囊素	168 元/5 片
益生元 (菊粉、低聚果糖)	瓊尔博士酵萃精研肌律御时精华液	独家专利褐藻酵粹、六胜肽、肝素钠、七叶树提取物、 葡糖基橙皮苷、奥婷敏、益生元、乙酰基六肽-1、红末 药醇、姜根提取物 $\beta$ -葡聚糖等十项专利	468 元/30g
	兰蔻第二代小黑瓶	二裂酵母、酵母精粹、甘露糖、乳酸杆菌提取物、菊薯 根汁、 $\alpha$ -葡聚糖寡糖	1080 元/50ml

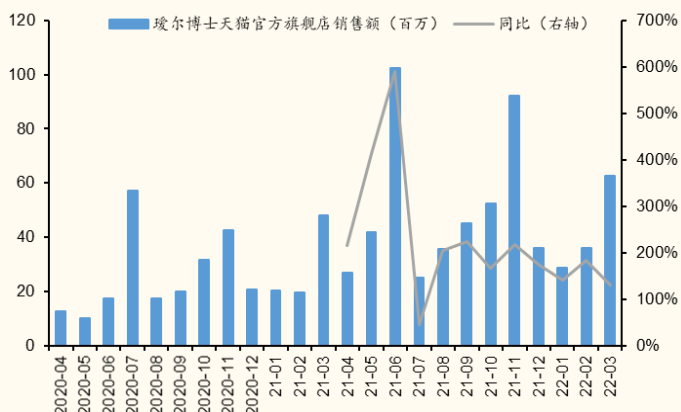
	荷诺水润修护精华肌底液	菊粉、α-葡聚糖寡糖、乳酸杆菌、酵母提取物、二裂酵母发酵产物溶胞物、乳酸菌发酵溶胞产物、乳酸杆菌/豆浆发酵产物滤液、依克多因、霍霍巴籽油、角鲨烷、玻尿酸、泛醇、PCA 钠	59 元/30ml
	薇诺娜舒敏保湿修护精华液	专利马齿苋精粹、青刺果油、β-葡聚糖、橄榄角鲨烷、水解小核菌胶、多分子透明质酸钠	298 元/30ml
	HPH 血清蛋白焕颜修护精华液	龙血树精粹因子、高光肽、烟酰胺、肌肽	369 元/40ml
	依泉舒缓修复保湿精华	β5 泛醇、玻尿酸、积雪草、益生元	289 元/30ml
后生元 (二裂酵母发 酵产物溶胞产 物)	瑗尔博士精研肌底前导精华露	二裂酵母发酵产物溶胞物、硅烷化透明质酸、泛醇、水解透明质酸钠、肌肽	416 元/90g
	雅诗兰黛小棕瓶	独家技术 Chronolux power signal、二裂酵母发酵产物溶胞物、透明质酸钠、酵母提取物、乳酸杆菌发酵产物、红末药醇、角鲨烷、苏丹可乐果籽提取物、白花春黄菊花提取物	1150 元/75ml
	SK-II 护肤精华露	经典成分 PITERA (一种半乳糖酵母样菌发酵产物滤液)	1540 元/230ml
	purid 沁透光感精华露	麦角硫因、3-o-乙基 VC、1-甲基乙内酰脲-2-酰亚胺、余甘子果提取物、茶叶提取物	129 元/50ml
	自然堂凝时鲜颜肌活修护精华液	喜马拉雅红球藻、二裂酵母、酵母菌溶胞物、烟酰胺	273 元/80ml
	毕生之研五环修红调理精华露	自研原料 PL-Relief (油橄榄叶提取物、柑橘果提取物、番红花提取物)、益生菌复合体、10-羟基癸酸、胶态硫	299 元/30ml

来源：品牌官网，国金证券研究所

**线上线下全覆盖，多渠道共同发展。**线上以天猫、抖音为核心，推广打法追求精准有效，新品紧跟大促节奏，举办线下新品发布会，投放时尚型/专业型达人进行种草/背书。线下主要依托单品牌店及三福时尚、调色师、喜燃等 CS 渠道新业态开展，目前单品牌店“瑗尔博士皮肤颜究院”主打轻院线护理、店铺数量共 300 余家，线下零售店分销网点覆盖 60+城市，辐射全国 756 个核心商圈。

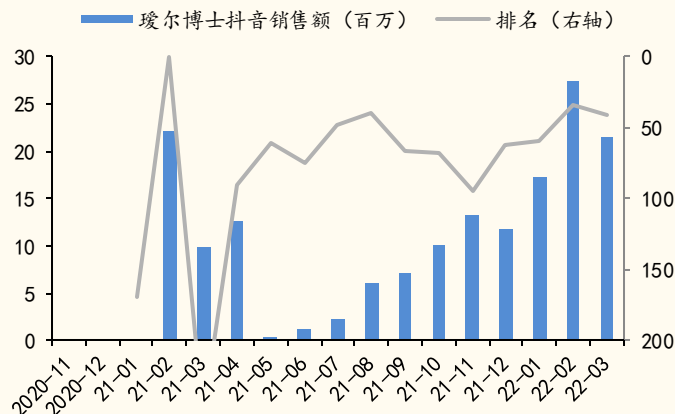
**抖音迅速放量，天猫延续高增。**根据国金数字 Lab，22Q1 瑗尔博士全渠道销售额 2.06 亿元、同增 97%，淘系/京东/抖音分别为 1.28/0.11/0.66 亿元、淘系/拼多多同比增 46%/3649%。其中，天猫官旗 22Q1 销售额 1.27 亿元、同增 45%；22 年“三八”大促期间销售额 4037 万元、同比增 13%，均价同增 26%至 143 元；3 月抖音排名第 41 名、同比上升 213 名，自播带货占比 62.5%；“三八”大促期间销售额 1232 万元，排名第 40、较去年排名有显著提升，自播带货占比 58%、高于行业水平。

图表 24：瑗尔博士天猫官旗销售额及同比增速



来源：国金证券研究所

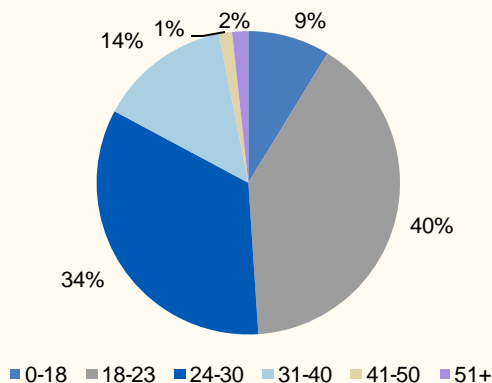
图表 25：瑗尔博士抖音月销售额及排名 (百万元)



来源：飞瓜数据，国金证券研究所

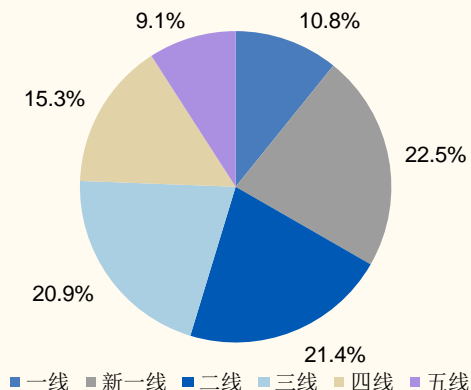
瓊尔博士主要面向有维持肌肤稳定需求的年轻消费者。微生态护肤是适用于所有人群的新理念，目前的受众群体多为年轻人。从最新的抖音品牌用户画像上来看，年龄为 18~23 岁的用户占比最大，占比 40%，其次为 24~30 岁人群，占比 34%。从地域分布上来看，用户主要集中在新一线和二、三线城市，分别占比 23%/21%/21%。

图表 26：瓊尔博士抖音用户年龄分布画像



来源：飞瓜数据，国金证券研究所

图表 27：瓊尔博士抖音用户城市分布画像



来源：飞瓜数据，国金证券研究所

### 善颜专注精准高端护肤，主打“量肤定制”

善颜依托东方女性皮肤数据研究平台及福瑞达功效测评实验室数据，以精准护肤为定位，致力于成分靶点库的建设，未来与 AI 皮肤检测技术相结合，探索“量肤定制”个性化护肤解决方案。目前主要销售途径为线下品牌专营店，“善颜皮肤管理中心”已经在全国开设 100 多家。

### 诠润专注弱敏肌肤修复

诠润通过头部达人的短视频合作和直播带货，拉动天猫店销售，未来将继续与经销商加强合作，利用经销商能力拓展销售规模。

### UMT 定位于“精致底妆”

UMT 成立于 2020 年，2021 年彩妆品牌将精研养肤底妆的细分市场定位，走小众高品质路线，以底妆品类的场景化视频推广为切入点，重点打造主推品。

### 伊帕尔汗：依托原产地优势，打造高端薰衣草生态产业链

2020 年，公司通过参股新疆伊帕尔汗香料股份有限公司 10% 的股权，迅速进入精油芳香行业。伊帕尔汗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，2021H1 实现销售收入近 2000 万元、同比增长 37%。2021 年公司与电商运营头部企业壹网壹创达成战略合作共同孵化伊帕尔汗。

产品主要包括 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 推出太空蓝薰衣草修护精华液、太空蓝薰衣草修护沐浴油、薰衣草菁萃清肌水乳、薰衣草夜间修护面膜 4 款新产品。

## 2.2 财务情况：业绩高速增长，盈利水平处同业中上游

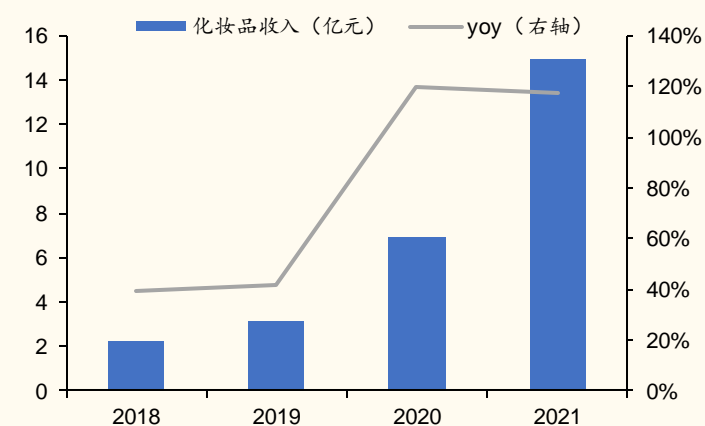
**化妆品营收高增长，线上销售表现亮眼。**公司化妆品业务加大线上促销推广力度，聚焦主推产品，颐莲和瓊尔博士两大主品牌实现爆发式增长，2021 年化妆品板块营收 14.95 亿元、同增 117%；22 年 1-2 月化妆品板块收入 2.2 亿元，同增 146.7%。2018-2021 年，化妆品收入由 2.21 亿元增至 14.95 亿元、CAGR 89%。

分渠道看，2018-2021 年，线上渠道收入由 2018 年的 1.36 亿元增长至 2021 年的 13.96 亿元、CAGR 117.6%，占比由 61.4%提升至 93.4%。

生产方面，2021 年 10 月“智美科创园”一期项目化妆品新厂取得生产许可证，35 条生产线已于 12 月正式启用，产能大幅提升。

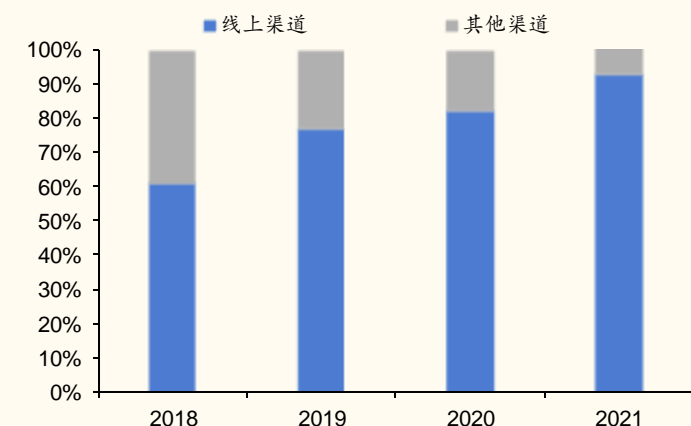


图表 28：公司化妆品收入及同比增长



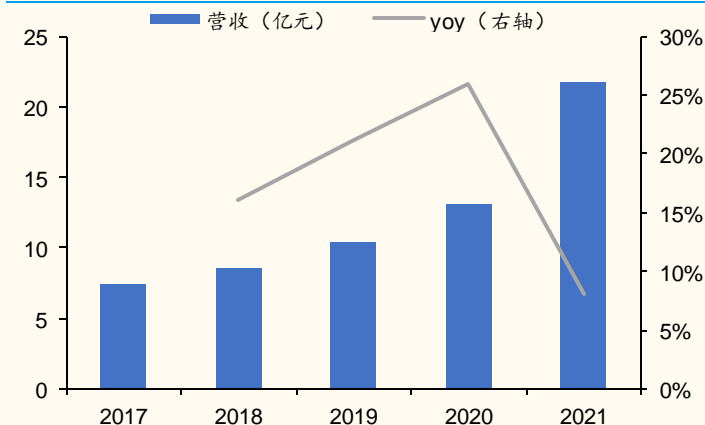
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 29：化妆品线上销售占比持续提升



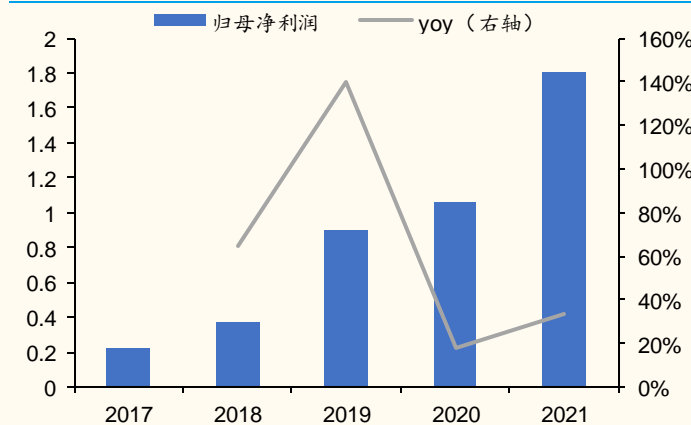
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 30：福瑞达生物营收及同比增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 31：福瑞达生物归母净利润及同比增速

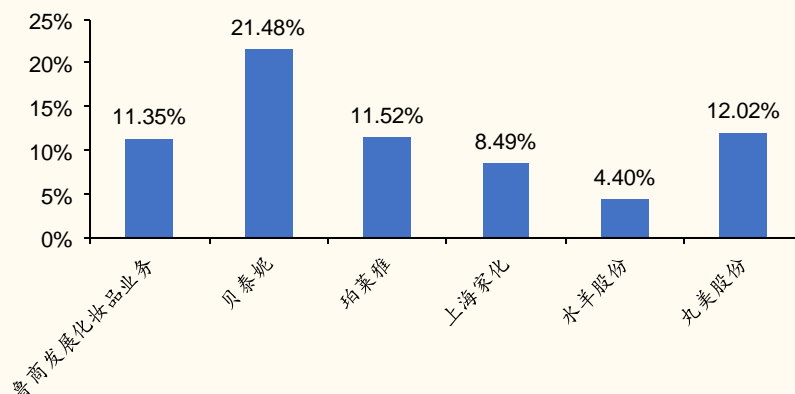


来源：公司公告，国金证券研究所

化妆品盈利水平健康、且呈现提升态势。公司多品牌持续孵化、盈利水平健康，化妆品业务净利率 21 年为 11.3%。

横向对比其他成熟化妆品上市公司、处行业中上游水平。

图表 32：公司化妆品业务与成熟化妆品上市公司净利率对比（2021）



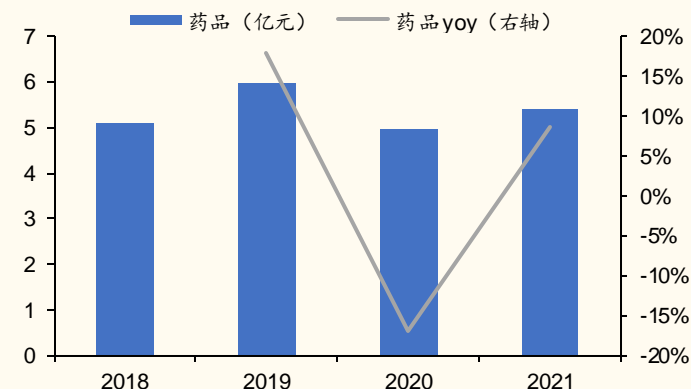
来源：公司公告，国金证券研究所

### 3、福瑞达医药—其他业务：业务多元、协同发展

#### 3.1 药品：在骨科及眼科领域具有明显优势

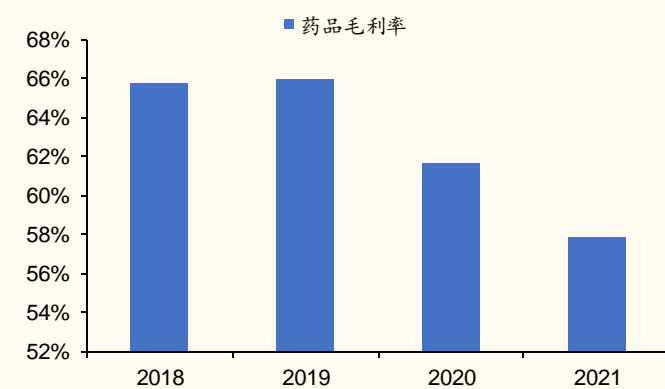
药品业务主要由明仁福瑞达与博士伦福瑞达构成。疫情缓解后，公司通过组织学术会议、加强开发医疗终端、推进代理商拓展市场等方式增加市场份额，2021 年药品营收 5.41 亿元、同增 8.71%。受高毛利产品占比下降影响，2021 年毛利率下滑至 57.86%，较上年同期下降 3.79PCT。

图表 33：公司药品收入及同比增长



来源：公司公告，国金证券研究所（2021 年报中该业务改名为生物医药）

图表 34：公司药品业务毛利率



来源：公司公告，国金证券研究所（2021 年报中该业务改名为生物医药）

### ■ 明仁福瑞达：专业生产中成药，产品线丰富

明仁福瑞达专业从事中药药品、化学药品、保健食品的研发、生产与销售，产品涵盖骨科、呼吸科、儿科、妇科、内科、皮肤科、眼科、心血管科等多个领域，现有 20 个独家产品，101 个产品文号，8 个大剂型。

**品牌：**明仁福瑞达拥有“明仁”、“维固康”、“立虎”、“小明仁”等四大核心品牌，其中明仁颈痛系列产品是国家唯一治疗神经根型颈椎病的中成药，儿童用药小明仁牌小儿解感颗粒纯中药配方，是国内小剂量治疗儿童感冒的代表产品，新冠肺炎疫情期间，产品作为儿童中医治疗推荐用药，入选《山东省新型冠状病毒感染的肺炎中医药诊疗方案》。

**营销网络：**销售网络遍布全国近百个重点城市，合作超过 600 家经销商，覆盖 1000 多家连锁药店、7000 多家基层医疗机构、2 万多家终端门店。

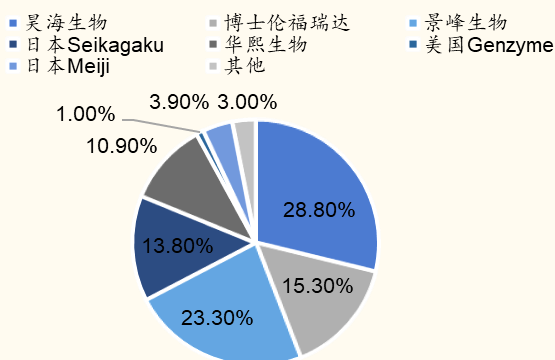
### ■ 博士伦福瑞达：透明质酸眼科/骨科领导品牌

博士伦福瑞达从事透明质酸眼科和骨科药物的生产和研发，拥有眼科领域著名品牌“润舒”、“润洁”、及骨科领域知名品牌“施沛特”。

1) **骨科：**施沛特注射剂是中国骨科关节腔注射治疗 OA、RA 的领导品牌。竞争格局方面，玻尿酸骨科治疗市场主要由国产品牌构成，按销售金额计算，博士伦福瑞达 2019 年市占率为 15.3%，位列第三。

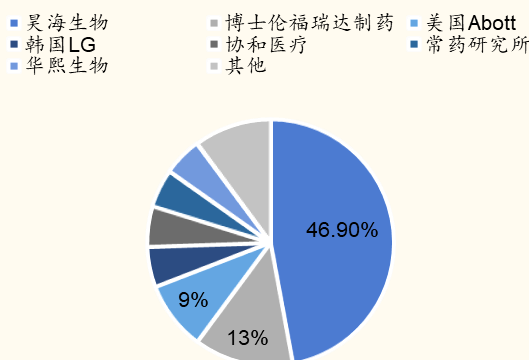
2) **眼科：**润舒是国内眼科制剂领域首个销售过亿的滴眼液，润洁是国内缓解视疲劳首选品牌。根据 Frost&Sullivan 数据，2019 年中国眼科玻尿酸治疗终端产品市场规模为 18 亿元，2019-2024E 符合增速为 8.3%。竞争格局方面，昊海生物为我国玻尿酸骨科治疗市场绝对龙头、占据半壁江山，博士伦福瑞达制药位列行业第二、2019 年市场份额为 13%。

图表 35: 2019 年中国骨科玻尿酸产品市场竞争格局 (按销售金额占比)



来源: Frost&Sullivan, 国金证券研究所

图表 36: 2019 年中国眼科玻尿酸产品市场竞争格局 (按销售金额占比)

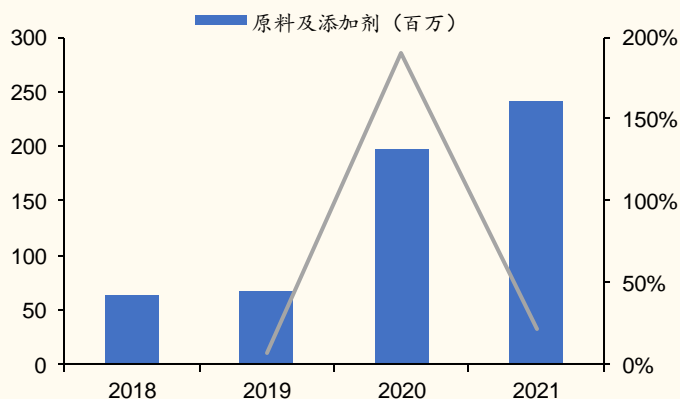


来源: Frost&Sullivan, 国金证券研究所

### 3.2 原料及添加剂: 玻尿酸市占率全球第二, 独家原料赋能产品力升维

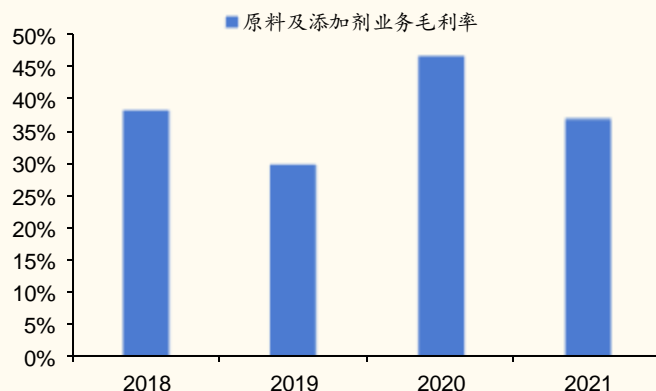
原料及添加剂业务占比较小, 协同化妆品业务打造完成产业链。2020 年原料及添加剂业务营收 1.98 亿元、同增 189.7%, 占总营收比例 1.45%, 主要系 2019 年成功收购玻尿酸生产龙头企业焦点生物。2021 营收 2.41 亿元, 同增 21.96%, 2021 毛利率 37.14%、较去年同期下降 9.54PCT, 主要系降价以扩大市场占有率。

图表 37: 公司原料及添加剂业务收入及同比增长



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 38: 公司原料及添加剂业务毛利率

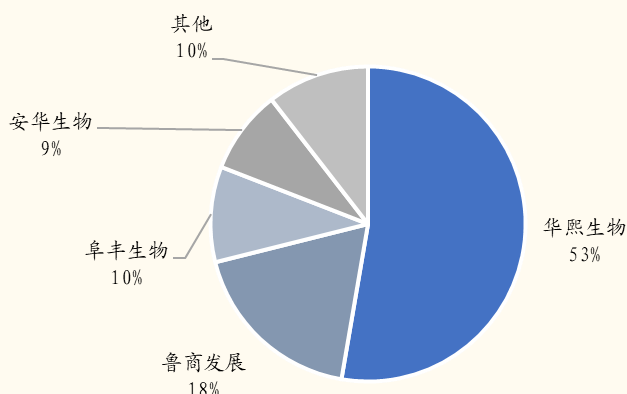


来源: 公司公告, 国金证券研究所

#### 3.2.1 玻尿酸原料: 透明质酸产能全球第二, 率先布局食品级透明质酸产品

焦点生物作为国内透明质酸第二大生产商, 2020 年食品级+化妆品级透明质酸产能已达到 420 吨/年。2019 年前公司化妆级+食品级透明质酸钠产能 120 吨/年, 2019 年 11 月建成并投产年产 300 吨化妆品级透明质酸钠生产线, 合计产能 420 吨/年, 60%左右出口, 外贸出口地区主要为东亚、北美、欧盟等。根据前瞻产业研究院数据, 我国玻尿酸原料行业两大龙头企业分别是华熙生物、鲁商发展旗下的焦点生物。从 2020 年的销售量来看, 焦点生物排名第二、市场份额 18.4%, 华熙生物位列第一、市场份额 52.7%。

图表 39：2020 年中国玻尿酸原料行业市场格局



来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所

在玻尿酸业务领域，华熙生物为行业龙头，目前公司与华熙生物玻尿酸产能分别为 420 吨/年、470 吨/年，营收分别为 2.41 亿元、9.05 亿元，毛利率分别为 37.14%、72.19%，毛利率低于华熙生物主要为公司以食品级、化妆品级为主，华熙生物优势的药品级玻尿酸毛利率更高。2021 年 1 月焦点福瑞达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中，未来产能与产品范围有望持续扩张。

图表 40：鲁商发展和华熙生物 2021 年玻尿酸业务对比

公司	玻尿酸产能	玻尿酸原料业务营收规模	玻尿酸原料业务毛利率	产品资质
华熙生物	470 吨/年	9.05 亿元	72.19%	玻尿酸产品包含医药级 HA、化妆品级 HA、食品级 HA；目前已取得生产用作药用辅料 HA 药品生产许可证、关于透明质酸钠为新食品原料的申请也已通过。
鲁商发展	420 吨/年	2.41 亿元	37.14%	产品涉及化妆品级 HA、食品级 HA、医药级 HA，并新增功能性食品；公司目前已取得《透明质酸钠食品生产许可证》和玻璃酸钠原料药《药品生产许可证》。

来源：公司公告，国金证券研究所

在食品级透明质酸方面，随着 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，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，在天猫、京东等平台销售。其中，“天姿玉琢口服透明质酸钠液态饮”是国内率先上市销售的口服玻尿酸产品。

### 3.2.2 独家原料：自主研发，助力化妆品品牌产品力

公司添加剂业务经营主体为福瑞达生物科技，以生物发酵技术生产食品防腐剂和化妆品自主原料。其中化妆品独家核心原料有硅烷化玻尿酸、富勒烯玻尿酸、Micro-Balanotic、益生菌发酵褐藻等，目前已经运用至自有品牌产品中。

1) 硅烷化玻尿酸能增强玻尿酸功效，具有抗降解、强保湿、消除粘湿感以及预防和修复皮肤损伤的作用，应用于颐莲、瑗尔博士多款产品中，例如瑗尔博士经典益生菌水乳，颐莲玻尿酸喷雾 2.0。

2) 富勒烯玻尿酸能够有效改善因过量的自由基损伤造成的肤色暗沉、衰老、敏感等问题，有效提亮肤色、稳定肌肤状态，应用于颐莲活颜焕亮精华液（元气瓶）。公司与富勒烯全球研发技术领先的中科院合作，生产出的富勒烯杂质更少、且价格便宜，能够做到足量添加。

3) Micro-Balanotic（益生菌复合物）具有保湿、修护受损肌底、强化皮肤屏障、平衡皮肤微生态的功效，应用于瑗尔博士经典益生菌水乳。

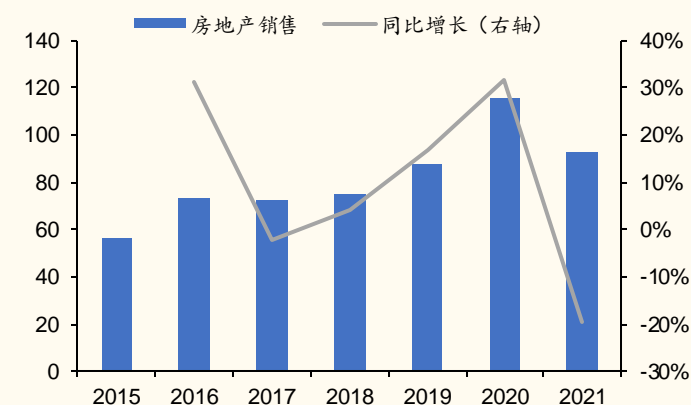


4) 益生菌发酵褐藻由双发酵技术制备, 获得更小分子量的褐藻, 同时增加皮肤微生态的有益菌, 具有修复和抗老功效, 应用于瓊尔博士酵萃肌律微晶水和赋颜乳(反重力水乳)、绷带面膜。

#### 4、鲁商置业：地产业务深耕山东、向全国扩张，转型轻资产运营

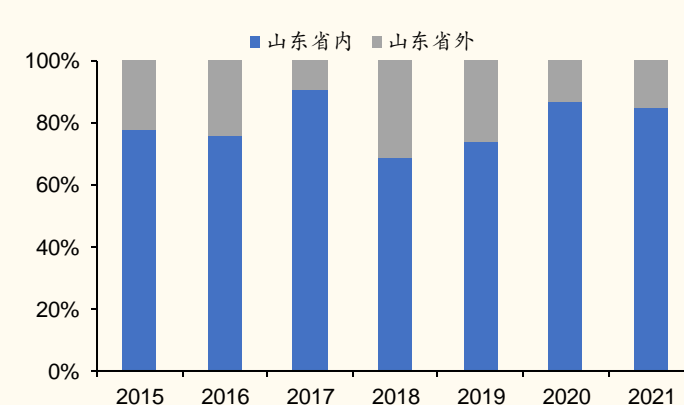
立足山东市场，销售规模稳健增长。公司下设济南城市公司、青岛城市公司、临沂城市公司、鲁西南城市公司等近十家城市公司，累计开发生态健康项目 40 余个。经营模式以自主开发、销售为主，稳步推进合作开发等多种模式。省内以济南、青岛为核心，省外已布局至北京、上海、重庆等省市，形成了健康住宅、健康商业综合体、康养地产、文旅地产等产品系列。2015-2020 年房地产销售收入由 56.09 亿增至 115.2 亿，CAGR 为 15.5%。受交付项目减少拖累，2021 年健康地产业务实现收入 92.80 亿元、同降 19.46%。

图表 41：公司房地产销售收入及同比增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 42：2015-2021 房地产业务省内外收入结构

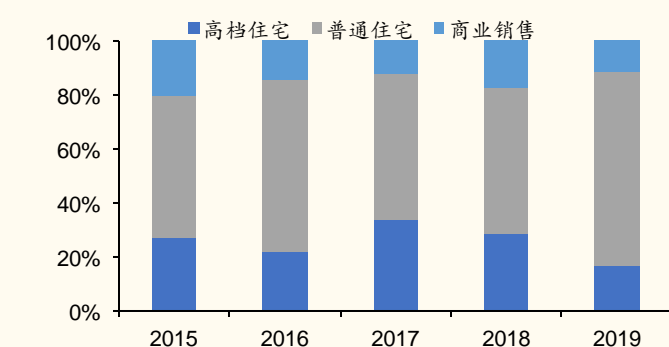


来源：公司公告，国金证券研究所

住房和城乡建设部于 2020 年 8 月明确了重点房地产企业资金监测和融资管理新规并提出“三道红线”：剔除预收款后的资产负债率大于 70%、净负债率大于 100%、现金短债比小于 1.0 倍。根据公司 2020、2021 年年报，剔除预收款后的资产负债率分别为 84.82%、89.42%，净负债率分别为 98.46%、63.79%，现金短债比分别约为 0.72、0.92。

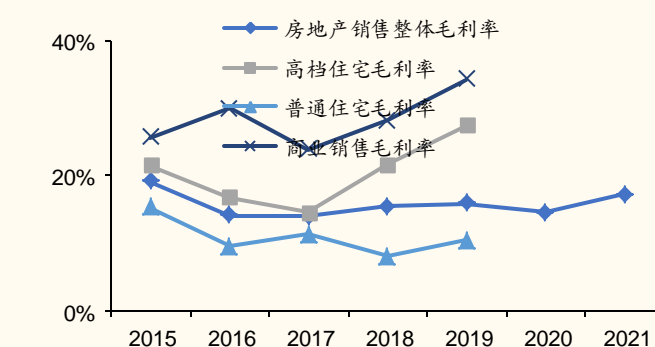
毛利率维持稳定，省内、普通住宅占主导。2020 年，公司山东省内房地产销售收入占比 86.6%，较 2019 年提升 12.7PCT。2015-2019 年普通住宅销售收入由 29.42 亿提升至 63.21 亿、CAGR 达 21.07%，成为收入增长的主要驱动力，对应占比由 52%增至 72%。近年来公司房地产业务毛利率维持在 15% 左右，其中商业销售毛利率最高，普通住宅毛利率最低、位于 8%-12% 区间。

图表 43：2015-2019 房地产业务收入构成



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 44：公司房地产业务毛利率



来源：公司公告，国金证券研究所

健康 3.0 品牌，开拓健康产业新局面。从最早以生态环境为核心宜居生活的健康住宅 1.0，到以智能化配套为核心的健康住宅 2.0，再到现在呈现全时全龄的健康生活 3.0 产品，公司从未止步健康地产的探索。1) 环境升级：选址不

仅考虑舒适度和赏心性，更考虑到全龄健康的功能性、智能性，并配备高端的医疗颐养机构；2）健康服务升级：在社区就能享受全龄化、全方位、全时段的康养服务。3）产品升级：通过对设计的细节把控、施工的精益求精、选材的生态环保等方面打造健康的优质产品，目前临沂鲁商知春湖、青岛鲁商健康城已实现公司 3.0 产品的完美落地。

## 5、盈利预测与投资建议

### 5.1、盈利预测

#### ■ 营业收入

（1）**化妆品**：公司秉承以制药理念研发化妆品，化妆品业务依托福瑞达生物的早期研发积累、资源优势、医药研发底蕴形成较高的技术壁垒，“4+N”品牌矩阵逐步形成，各品牌定位清晰，目前颐莲、瑗尔博士在单品打造、产品开发、渠道拓展、品牌营销等方面已基本形成一套成熟的打法，颐莲领跑玻尿酸科技护肤、瑗尔博士领跑微生态科技护肤。随着战略投资的资本注入，加大投入营销渠道升级及品类扩张，叠加科技持续赋能产品，预计化妆品业务收入端延续高增长，毛利率稳定在 64%，22-24 年营收分别为 25.1/39.9/53.1 亿元，对应增速 68%/59%/33%。

（2）**药品**：公司药品业务在现代中成药、骨科、玻尿酸眼科方面具有优势，预计未来增长稳健，22-24 年营收 6.0/6.4/6.7 亿元，对应增速 10%/7%/5%，毛利率稳定在 58%。

（3）**原料及添加剂**：公司拥有 420 吨食品级与化妆品级玻尿酸原料年产能、玻尿酸原料市场份额全球第二，多个独家核心原料（硅烷化玻尿酸、富勒烯玻尿酸等）运用至自有品牌中，21 年食品级玻尿酸原料竞争加剧、公司降价致毛利率下降，考虑医药级国外的牌照申请周期长、预计 22-24 年毛利率持续小幅下降，为 37%/36%/35%，营收分别为 2.8/3.1/3.3 亿元，对应增速 18%/9%/5%。

（4）**房地产销售**：公司为山东区域房地产龙头企业，2018-2019 年确定“健康地产+生物医药”双轮驱动战略，积极转型大健康产业，受政策调控及拿地速度放缓影响，预计规模略降，22-24 年营收分别为 88.2/83.8/79.6 亿元，对应增速-5%，毛利率 17%。

（5）**物业服务及酒店**：受益物业管理及酒店市场空间扩容、居民消费理念升级，收入端有望维持稳健增长，预计 22-24 年营收 4.6/4.9/5.2 亿元，对应增速 10%/7%/6%，毛利率 21%。

■ **费用端**：药品、化妆品业务加大推广力度，销售费用率将有所上升，预计 22-24 年销售费用率分别为 10.8%/11.8%/12.2%；管理费用略增，预计 22-24 年为 3.1%/3.5%/3.6%；公司医药化妆品板块研发基因渗透、且已形成一定技术壁垒，未来将持续加码研发投入，预计 22-24 年研发费用率为 1%/1.5%/2%。

■ **毛利率**：随着高毛利化妆品业务占比提升，预计 22-24 年公司整体毛利率攀升明显，分别为 29%/33%/36%。

综上，预计 22-24 年公司营收分别为 131/142/152 亿元，分别同增 5.6%/8.7%/6.9%；归母净利润分别为 5.5/7.5/9.9 亿元，分别同增 53%/36%/32%；净利率分别为 4.2%/5.3%/6.5%；EPS 分别为 0.55/0.74/0.98。

图表 45：公司盈利预测（百万元）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	13,615	12,363	13,061	14,197	15,181
yoy	32%	-9.2%	5.6%	8.7%	6.9%
毛利率	20%	26%	29%	33%	36%
净利润	639	362	554	750	986

	yoy		-43%	53%	35%	32%
净利率		4.7%	2.9%	4.2%	5.3%	6.5%
生物医药		1,384	2,181	3,387	4,933	6,306
	yoy	41%	58%	55%	46%	28%
	占比	10%	18%	26%	35%	42%
毛利率		58%	62%	61%	61%	62%
净利润		133	180	311	471	620
	yoy		69%	55%	51%	32%
净利率			8.3%	9.2%	9.5%	9.8%
化妆品		689	1495	2508	3986	5312
	yoy	120%	117%	68%	59%	33%
	毛利率	59%	64%	64%	64%	64%
颐莲		373	646	904	1176	1411
	yoy	107%	73%	40%	30%	20%
瑗尔博士		200	744	1488	2678	3750
	yoy	300%	272%	100%	80%	40%
其他品牌		116	105	116	132	151
	yoy	39%	-9%	10%	14%	15%
净利润			168	277	434	581
	yoy			64%	57%	34%
净利率			11.3%	11.1%	10.9%	10.9%
药品		498	541	595	637	669
	yoy	-17%	9%	10%	7%	5%
	毛利率	62%	58%	58%	58%	58%
净利润			22	24	26	28
	yoy			10%	7%	7%
净利率			4.1%	4.1%	4.1%	4.1%
原料及添加剂		198	241	284	316	341
	yoy	190%	22%	18%	11%	8%
	毛利率	47%	37%	37%	37%	37%
净利润			10	10	11	11
	yoy			-1%	6%	5%
净利率			4.2%	3.5%	3.4%	3.4%
房地产		11,943	9,696	9,273	8,864	8,475
	yoy	31%	-18%	-4%	-4%	-4%
	占比	88%	78%	71%	62%	56%
毛利率		15.3%	17.2%	17.2%	17.2%	17.2%
净利润		502	182	239	275	362
	yoy		-64%	32%	15%	32%
净利率 (估算)		4.2%	1.9%	2.6%	3.1%	4.3%
房地产销售		11,522	9,280	8,816	8,375	7,956
	yoy	32%	-19%	-5%	-5%	-5%

	毛利率	14.5%	17.1%	17.0%	17.0%	17.0%
物业服务及酒店		360	416	457	489	519
	yoy	29%	-1%	10%	7%	6%
	毛利率	29%	21%	21%	21%	21%

来源：公司公告，国金证券研究所

## 5.2、同业估值

**生物医药：**公司生物医药板块主要包括化妆品、药品、原料及添加剂业务。化妆品业务选取珀莱雅、贝泰妮、水羊股份、丸美股份、上海家化为可比公司，可比公司 22 年 PE 均值 36 倍、未来三年 CAGR 均值 33%；药品、原料及添加剂业务选择华熙生物、昊海生物为可比公司，可比公司 22 年 PE 均值 41 倍、未来三年 CAGR 均值 31%。预计 22-24 年公司化妆品板块净利润 2.8/4.3/5.8 亿元，对应净利率 11.1%/10.9%/10.9%，给予 30 倍 PE、合理估值 84 亿元，药品/原料及添加剂业务预计 22-24 年净利润 0.34/0.36/0.39 亿元，给予 35 倍 PE，合理估值 12 亿元。生物医药板块合理估值 22 年 96 亿元

**房地产：**公司房地产板块主要包括住宅房地产销售、物业服务、酒店业务，选取申万住宅开发板块下新城控股、保利发展、金地集团、万科 A、首开股份为可比公司，可比公司 22 年平均 PE 为 7 倍。预计 22-24 年公司房地产板块净利润 2.4/2.8/3.6 亿元，给予 22 年 6.5 倍 PE，合理估值 15.6 亿元。

综上，预计公司 22 年合理估值 111.6 亿元，对应目标价 11.1 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 46：公司可比公司估值

公司简称	收盘价	总市值	EPS（元）				PE			EPS
	（元）	（亿元）	2021	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	CAGR
华熙生物	117.43	565	1.63	2.16	2.87	3.73	54	41	31	32%
昊海生科	82.83	146	2	3.01	3.66	4.37	28	23	19	30%
平均							41	32	25	31%
丸美股份	23.38	94	0.68	0.88	1.07	-	27	22	-	-
贝泰妮	174.10	737	2.04	2.81	3.79	4.88	62	46	36	34%
上海家化	33.54	228	0.96	1.23	1.71	2.16	27	20	16	31%
珀莱雅	179.35	361	2.92	3.59	4.39	-	50	41	-	-
水羊股份	12.31	51	0.63	0.98	1.51	-	13	8	-	-
平均							36	27	26	33%
中值							27	22	26	33%
新城控股	26.85	608	5.57	5.75	6.05	6.45	5	4	4	5%
保利发展	17.43	2,086	2.29	2.42	2.59	2.83	7	7	6	7%
金地集团	13.41	605	-	2.29	2.54	-	6	5	-	-
万科 A	19.35	2,250	1.94	2.20	2.43	2.63	9	8	7	11%
首开股份	5.88	152	0.27	0.60	0.63	1.02	10	9	6	56%
平均							7	7	6	20%
中值							7	7	6	9%
鲁商发展	9.62	97	0.36	0.55	0.74	0.98	18	13	10	39%

来源：Wind，国金证券研究所（股价更新至 22.4.19；可比公司丸美股份、贝泰妮、上海家化、珀莱雅、水羊股份为国金证券预测值，其他公司为 Wind 一致预期）

## 6、风险提示



**新品牌孵化不及预期：**公司明确“4+N”品牌战略，除颐莲、瑗尔博士外，将重点打造伊帕尔汗、善颜品牌，打造新品牌需投入资金、人力等，若新品牌孵化不及预期，将对化妆品业务业绩造成负面影响。

**房地产政策调控风险：**房地产仍为公司主要收入来源，2020 年房地产销售收入占总营收比例 84.6%，若未来地产调控政策继续从严，公司地产业务将有所波动，从而对公司整体业绩造成负面影响。

**化妆品行业竞争加剧：**行业景气吸引国内外品牌布局、竞争加剧、线上流量成本提升考验品牌营销投放效率，若公司旗下品牌无法实现流量沉淀、复购情况变差，新品推广不顺利，未能持续获取新客户，化妆品业务业绩增长或将不及预期。

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	10,289	13,615	12,363	13,061	14,197	15,181
增长率		32.3%	-9.2%	5.6%	8.7%	6.9%
主营业务成本	-8,122	-10,847	-9,187	-9,291	-9,519	-9,699
%销售收入	78.9%	79.7%	74.3%	71.1%	67.0%	63.9%
毛利	2,168	2,768	3,176	3,770	4,678	5,482
%销售收入	21.1%	20.3%	25.7%	28.9%	33.0%	36.1%
营业税金及附加	-646	-748	-588	-653	-710	-759
%销售收入	6.3%	5.5%	4.8%	5.0%	5.0%	5.0%
销售费用	-718	-849	-1,253	-1,411	-1,675	-1,852
%销售收入	7.0%	6.2%	10.1%	10.8%	11.8%	12.2%
管理费用	-319	-328	-380	-405	-497	-547
%销售收入	3.1%	2.4%	3.1%	3.1%	3.5%	3.6%
研发费用	-46	-77	-119	-131	-213	-304
%销售收入	0.4%	0.6%	1.0%	1.0%	1.5%	2.0%
息税前利润 (EBIT)	439	766	836	1,171	1,583	2,021
%销售收入	4.3%	5.6%	6.8%	9.0%	11.2%	13.3%
财务费用	-51	-68	-91	-391	-403	-405
%销售收入	0.5%	0.5%	0.7%	3.0%	2.8%	2.7%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-1	0	0	0	0	0
投资收益	167	220	201	210	200	200
%税前利润	29.4%	25.7%	31.3%	21.2%	14.7%	11.1%
营业利润	574	875	678	989	1,381	1,816
营业利润率	5.6%	6.4%	5.5%	7.6%	9.7%	12.0%
营业外收支	-5	-22	-34	0	-20	-20
税前利润	569	854	644	989	1,361	1,796
利润率	5.5%	6.3%	5.2%	7.6%	9.6%	11.8%
所得税	-175	-215	-250	-386	-531	-700
所得税率	30.7%	25.1%	38.8%	39.0%	39.0%	39.0%
净利润	394	639	394	604	830	1,096
少数股东损益	50	0	32	50	80	110
归属于母公司的净利润	345	639	362	554	750	986
净利率	3.3%	4.7%	2.9%	4.2%	5.3%	6.5%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	394	639	394	604	830	1,096
少数股东损益	50	0	32	50	80	110
非现金支出	76	170	399	106	114	130
非经营收益	-54	-151	-86	244	305	355
营运资金变动	-3,724	3,790	6,142	-620	1,864	1,624
经营活动现金净流	-3,307	4,448	6,848	334	3,114	3,204
资本开支	-57	-156	-281	-190	-58	-578
投资	-114	-251	-67	13	0	0
其他	719	503	-103	210	200	200
投资活动现金净流	548	95	-452	33	142	-378
股权募资	1,478	1,395	800	-900	0	0
债权募资	1,069	759	-2,193	-383	929	683
其他	-4	-5,706	-5,396	-569	-667	-787
筹资活动现金净流	2,544	-3,551	-6,789	-1,852	262	-105
现金净流量	-215	991	-393	-1,485	3,517	2,721

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	3,635	5,074	5,139	3,651	7,167	9,887
应收款项	529	848	1,532	1,324	1,432	1,519
存货	44,438	46,665	48,204	48,237	49,418	50,356
其他流动资产	5,791	6,530	3,795	5,716	5,907	6,080
流动资产	54,393	59,117	58,670	58,929	63,925	67,842
%总资产	97.1%	96.1%	95.5%	95.4%	95.9%	95.5%
长期投资	455	642	883	870	870	870
固定资产	864	1,201	1,328	1,435	1,362	1,794
%总资产	1.5%	2.0%	2.2%	2.3%	2.0%	2.5%
无形资产	219	418	411	395	391	388
非流动资产	1,626	2,382	2,745	2,815	2,739	3,167
%总资产	2.9%	3.9%	4.5%	4.6%	4.1%	4.5%
资产总计	56,019	61,499	61,415	61,744	66,663	71,009
短期借款	6,894	7,041	5,529	5,166	6,094	6,777
应付款项	23,435	23,486	22,221	23,237	24,262	24,943
其他流动负债	17,151	19,959	23,344	23,454	25,772	27,911
流动负债	47,480	50,486	51,093	51,856	56,129	59,632
长期贷款	3,780	4,427	3,751	3,751	3,751	3,751
其他长期负债	64	68	72	44	43	42
负债	51,324	54,981	54,916	55,651	59,922	63,424
普通股股东权益	2,742	4,080	4,727	4,270	4,838	5,571
其中：股本	1,001	1,009	1,009	1,009	1,009	1,009
未分配利润	1,504	1,978	2,014	2,456	3,025	3,758
少数股东权益	1,954	2,437	1,773	1,823	1,903	2,013
负债股东权益合计	56,019	61,499	61,415	61,744	66,663	71,009

**比率分析**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.344	0.633	0.359	0.549	0.743	0.977
每股净资产	2.739	4.044	4.684	4.231	4.794	5.521
每股经营现金净流	-3.304	4.409	6.786	0.331	3.085	3.175
每股股利	0.000	0.041	0.045	0.110	0.180	0.250
回报率						
净资产收益率	12.56%	15.65%	7.66%	12.97%	15.50%	17.69%
总资产收益率	0.61%	1.04%	0.59%	0.90%	1.13%	1.39%
投入资本收益率	1.98%	3.19%	3.24%	4.76%	5.82%	6.81%
增长率						
主营业务收入增长率	16.64%	32.33%	-9.20%	5.64%	8.70%	6.93%
EBIT增长率	-6.21%	74.74%	9.05%	40.07%	35.27%	27.61%
净利润增长率	112.58%	85.39%	-43.34%	52.96%	35.50%	31.38%
总资产增长率	14.61%	9.78%	-0.14%	0.53%	7.97%	6.52%
资产管理能力						
应收账款周转天数	5.0	4.7	6.9	8.0	7.8	7.5
存货周转天数	1,823.3	1,532.8	1,884.5	1,895.0	1,895.0	1,895.0
应付账款周转天数	257.7	223.0	297.3	297.0	295.0	290.0
固定资产周转天数	29.7	25.6	38.0	36.2	34.5	36.6
偿债能力						
净负债/股东权益	149.92%	98.11%	63.71%	86.43%	39.73%	8.45%
EBIT利息保障倍数	8.7	11.3	9.2	3.0	3.9	5.0
资产负债率	91.62%	89.40%	89.42%	90.13%	89.89%	89.32%

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	12	18	30	39	98
增持	5	5	7	8	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>1.29</b>	<b>1.22</b>	<b>1.19</b>	<b>1.17</b>	<b>1.00</b>

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402