

鲁商发展 (600223.SH)
/美容护理

证券研究报告/公司深度报告

2022年12月5日

评级: 买入 (首次)

市场价格: 10.72 元

分析师: 邓欣

执业证书编号: S0740518070004

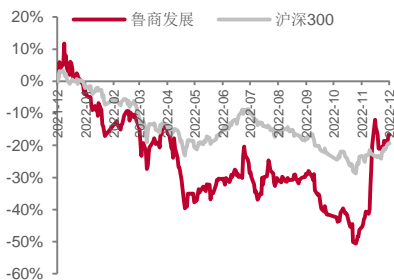
电话: 021-20315125

Email: dengxin@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,017
流通股本(百万股)	1,017
市价(元)	10.72
市值(百万元)	10,898
流通市值(百万元)	10,898

股价与行业-市场走势对比



相关报告

《巨子生物: 重组胶原龙头的成长路径》2022.11.27

《复锐医疗科技: 产品为基, 渠道开路》2022.04.08

《四环医药: 肉毒之上, 平台初现》2022.02.10

《爱美客: 再论成长与盈利》

2021.04.20

《贝泰妮: 优中选优, 功能护肤标杆C位出道》2021.03.26

公司盈利预测及估值

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	13,615	12,363	12,688	13,154	13,857
增长率 yoy%	32%	-9%	3%	4%	5%
净利润(百万元)	639	362	328	440	528
增长率 yoy%	85%	-43%	-9%	34%	20%
每股收益(元)	0.63	0.36	0.32	0.43	0.52
每股现金流量	4.38	6.74	0.10	1.24	1.30
净资产收益率	10%	6%	5%	6%	7%
P/E	13.5	37.0	33.2	24.8	20.6

备注: 股价选自 2022/12/5 收盘价

报告摘要

鲁商发展近期两大更新: 拟剥离地产业务及拓展重组胶原蛋白等新材料, 使公司未来成长逻辑发生显著变化: ①专注大健康产业链, 带来消费逻辑的显著加强; ②拓展新原料, 打开长期新的成长空间。

一、重塑重心: 消除地产拖累, 美护成绝对核心。

鲁商发展隶属于鲁商集团, 以地产业务起家, 2018 年以来陆续收购福瑞达医药和焦点福瑞达, 布局原料、化妆品、药品领域, 2022 年 11 月公告拟将房地产开发业务转让至母公司或其所属公司, 将专注大健康领域。2022Q1-3 化妆品业务占比仅 17%, 若地产业务剥离, 则化妆品占收入比重将攀升至 72%, 成绝对收入核心, 公司消费属性及成长逻辑显著加强。

二、成长逻辑之 1: 美护成引擎、消费逻辑显著增强

公司 2021 年化妆品收入 14.95 亿 (3 年 CAGR89%), 2022Q1-3 化妆品收入 14.29 亿 (同增 43.91%), 贡献公司核心增长。瓊尔博士、颐莲两大核心品牌当前正处放量期, 定位精准+药企赋能+垂直深度营销占据先发优势, 未来高端产品接力+渠道拓展(线上新渠道&线下拓展)保障长期增长动能。化妆品业务已形成“4+N”品牌矩阵, 除瓊尔博士、颐莲外, 香薰品牌伊帕尔汗、量肤定制品牌善颜、定位弱敏肌肤修复的诠润、彩妆品牌 UMT 等分别针对细分赛道覆盖差异化人群, 皆具成长潜力。

三、成长逻辑之 2: 原料新扩张、深入新材料打开空间

公司为玻尿酸原料全球龙二, 生产化妆品及食品级原料之外, 当前正积极布局 520 吨医药级玻尿酸原料产能, 预计医用级玻尿酸产能及注册资质落地后, 医药级需求将成公司未来新动力。而玻尿酸之外, 公司还重点布局聚谷氨酸、普鲁兰多糖、依克多因、胶原蛋白等新原料新机会。

四、盈利估值

结合两大成长业务及分部估值, 我们测算: ①**化妆品板块估值约 108 亿**。本文预测化妆品 2022-2024 年收入 21.92、29.43、38.02 亿, 同比+46.7%、34.3%、29.2%, 归母净利率 8.3%、8.7%、9%, 对应 2023 年归母 2.56 亿, 对标同业给予 42 倍 PE, 对应市值约 108 亿。②**原料&药品板块估值约 27 亿元**。本文预测原料&药品 2022-2024 年收入 8、9.03、10.26 亿, 同比+2.33%、12.83%、13.68%, 归母净利率 10.7%、10.1%、9.3%, 对应 2023 年归母 0.91 亿, 对标同业给予 30 倍 PE, 对应市值约 27 亿。不考虑房地产相关业务, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示: 地产剥离进度不及预期的风险; 化妆品领域行业竞争加剧的风险; 药品业务受政策影响的风险; 引用第三方数据可信度风险; 依据数据信息滞后风险。

投资逻辑

投资逻辑: 剥离地产专注大健康加强消费属性+护肤强引擎增长+原料新扩张

成长逻辑之 1: 美护成引擎、消费逻辑显著增强

公司 2021 年化妆品收入 14.95 亿 (3 年 CAGR89%)，2022Q1-3 化妆品收入 14.29 亿 (同增 43.91%)，贡献公司核心增长。瓊尔博士、颐莲两大核心品牌当前正处放量期，定位精准+药企赋能+垂直深度营销占据先发优势，未来高端产品接力+渠道拓展 (线上新渠道&线下拓展) 保障长期增长动能。化妆品业务已形成“4+N”品牌矩阵，除瓊尔博士、颐莲外，香薰品牌伊帕尔汗、量肤定制品牌善颜、定位弱敏肌肤修复的沁润、彩妆品牌 UMT 等分别针对细分赛道覆盖差异化人群，皆具成长潜力。

成长逻辑之 2: 原料新扩张、深入新材料打开空间

公司为玻尿酸原料全球龙二，生产化妆品及食品级原料之外，当前正积极布局 520 吨医药级玻尿酸原料产能，预计医用级玻尿酸产能及注册资质落地后，医药级需求将成公司未来新动力。而玻尿酸之外，公司还重点布局聚谷氨酸、普鲁兰多糖、依克多因、胶原蛋白等新原料新机会。

关键假设、估值与盈利预测

盈利预测与分部估值假设:

①化妆品板块估值约 108 亿元。化妆品业务持续成为最大利润来源，瓊尔博士、颐莲两大核心品牌正处放量期，多品牌矩阵具成长潜力。参考历史增长预测 2022-2024 年化妆品业务收入 21.92、29.43、38.02 亿元，对应增速 46.7%、34.3%、29.2%，2022 年盈利能力因促销加大而略有下降，未来随产品高端化进程稳步提升，预测 2022-2024 年归母净利率 8.3%、8.7%、9%，对应 2023 年归母 2.56 亿元，对标同业给予 42 倍 PE，对应市值约 108 亿元。

②原料&药品板块估值约 27 亿元。原料业务景气较高，未来医药级玻尿酸+新原料放量保障增长，预计 2022-2024 年收入 3.13、3.92、4.90 亿元，对应增速 30%、25%、25%；药品业务近期受疫情影响，疫后有望复苏，预计 2022-2024 收入 4.87、5.11、5.37 亿元，对应增速-10%、5%、5%。板块盈利能力因原料竞争加剧及疫情、成本等因素或将有所下降，预测 2022-2024 年原料&药品板块归母净利率 10.7%、10.1%、9.3%，对应 2023 年归母 0.91 亿元，对标同业给予 30 倍 PE，对应市值约 27 亿元。

综合不考虑房地产相关业务，计算公司估值约 135 亿，给予公司买入评级。

内容目录

一、重塑重心：拟剥离地产专注大健康	- 5 -
二、成长逻辑之1：美护成引擎、消费逻辑显著增强	- 7 -
1、瓊尔博士：前瞻定位微生态护肤，战略单品接力放量	- 7 -
2、颐莲：专业玻尿酸护肤，明星爆品带动全线销售	- 9 -
3、“4+N”多品牌矩阵做大赛道	- 11 -
三、成长逻辑之2：原料新扩张、深入新材料打开空间	- 11 -
1、玻尿酸原料龙二医药产能扩张	- 11 -
2、积极拓展新材料新应用打开未来空间	- 12 -
3、医药业务疫后有望恢复	- 12 -
四、盈利估值：买入评级	- 13 -
风险提示	- 15 -

图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	- 5 -
图表 2: 鲁商发展收入业绩增长表现 (亿元)	- 5 -
图表 3: 鲁商发展盈利能力走势.....	- 5 -
图表 4: 鲁商发展营收结构走势.....	- 6 -
图表 5: 鲁商发展分业务毛利率走势.....	- 6 -
图表 6: 生物医药领域公司各项细分业务主体情况.....	- 6 -
图表 7: 颐莲/瑗尔博士增长表现.....	- 7 -
图表 8: 化妆品分渠道营业收入情况 (亿元)	- 7 -
图表 9: 微生态护肤行业增长 (亿元)	- 7 -
图表 10: 微生态护肤行业竞争格局.....	- 7 -
图表 11: 瑗尔博士热门单品销售情况.....	- 8 -
图表 12: 瑗尔博士渠道拓展历程.....	- 8 -
图表 13: 瑗尔博士线上分渠道营收 (亿元)	- 9 -
图表 14: 中国透明质酸化妆品市场规模 (亿元)	- 9 -
图表 15: 中国功效护肤领域透明质酸化妆品市场规模 (亿元)	- 9 -
图表 16: 透明质酸化妆品竞争格局.....	- 9 -
图表 17: 颐莲研发时间线.....	- 10 -
图表 18: 颐莲天猫品类结构 (2022M1-8)	- 10 -
图表 19: 颐莲渠道发展历程.....	- 10 -
图表 20: 颐莲分渠道销售 (亿元)	- 10 -
图表 21: 鲁商发展品牌矩阵.....	- 11 -
图表 22: 全球玻尿酸原料销量 (单位: 吨)	- 11 -
图表 23: 2021 年全球玻尿酸格局 (按销量)	- 11 -
图表 24: 福瑞达生物科技主要产品介绍.....	- 12 -
图表 25: 中国医药级透明质酸终端产品规模 (单位: 亿元)	- 12 -
图表 26: 中国骨科治疗玻璃酸钠注射液市场份额 (2018 年)	- 13 -
图表 27: 中国眼科治疗透明质酸产品市场份额 (2018 年)	- 13 -
图表 28: 明仁福瑞达主要品牌及产品.....	- 13 -
图表 29: 鲁商发展盈利拆分 (百万元)	- 14 -
图表 30: 可比公司估值表.....	- 14 -
图表 31: 盈利预测.....	- 15 -

一、重塑重心：拟剥离地产专注大健康

公司已做到原料、医药、护肤产业链全覆盖。1993 年鲁商发展成立为房地产企业→2018 年受让母公司旗下福瑞达医药 100% 股权，开启医药及护肤布局→2019 年收购焦点福瑞达 60.11% 股权，增加玻尿酸原料业务→2021 年引进腾讯战投→2022 年 11 月发布公告拟将房地产开发业务转让至母公司或其所属公司，后续将专注大健康领域。

图表 1: 公司发展历程



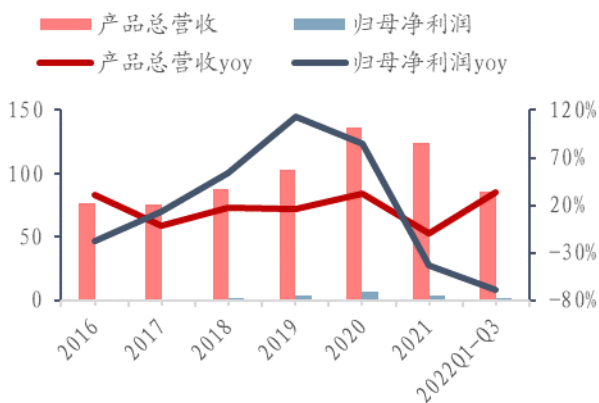
来源：公司公告、中泰证券研究所

美护已成公司收入业绩的核心驱动

公司收入 4 年 CAGR13%，化妆品贡献核心增量。公司 2021 年营收 123.6 亿，4 年 CAGR13%，其中化妆品收入 14.95 亿，3 年 CAGR89%。2022Q1-3 营收 85.29 亿 (+34.33%)，其中化妆品收入 14.29 亿 (+43.91%)，原料及添加剂收入 3.37 亿 (+31.82%)，药品收入 2.32 亿 (-14.90%)，地产板块及其他收入约 65.3 亿。

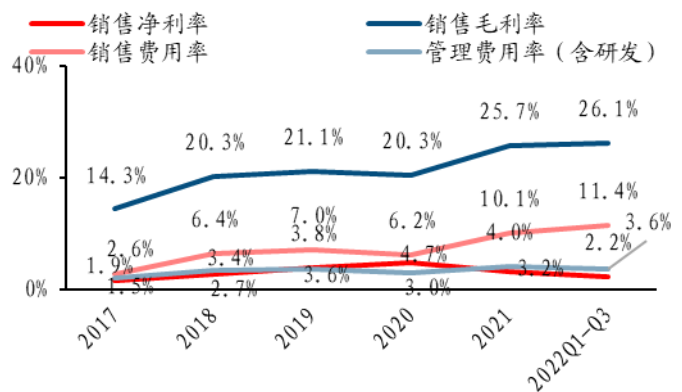
公司利润 4 年 CAGR30%，今年前三季因地产及疫情业绩受累。公司毛利率 4 年提升 11.4pct 至 2021 年的 25.7%，销售费率 4 年提升 7.5pct 至 2021 年的 10.1%。2021 年归母净利 3.6 亿，4 年 CAGR30%，2022Q1-3 归母净利 1.54 亿 (-69%)，利润下滑主因①疫情影响②地产部分项目停工影响财务费用③营销投放加大。

图表 2: 鲁商发展收入业绩增长表现 (亿元)

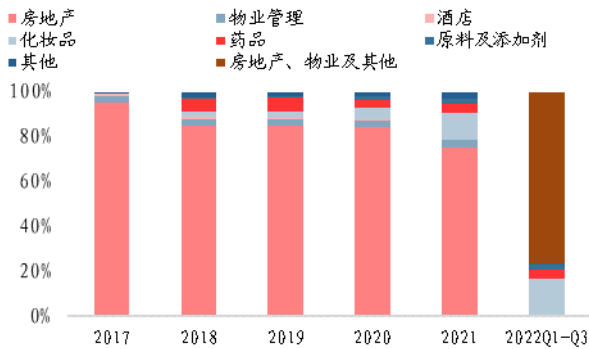


来源：公司公告、中泰证券研究所

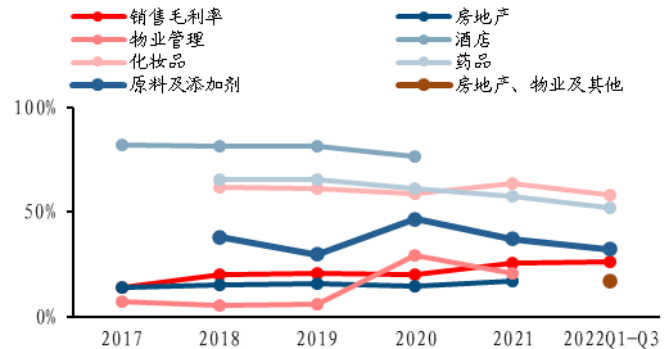
图表 3: 鲁商发展盈利能力走势



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 4: 鲁商发展营收结构走势


来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 5: 鲁商发展分业务毛利率走势


来源: 公司公告、中泰证券研究所

公司拟剥离地产专注大健康, 我们认为未来公司投资逻辑将得以重塑:

成长逻辑 1: 理顺业务重心, 美护成核心引擎, 消除地产拖累。

公司 2022Q1-3 化妆品业务收入占比仅为 17%, 若顺利剥离地产后化妆品占整体收入比重升至 72% 成为绝对收入核心, 消费属性显著加强。瓊尔博士、颐莲正处放量期, 定位精准+药企赋能+垂直深度营销占据先发优势, 未来高端产品接力+渠道拓展(线上新渠道&线下渠道)将保障长期增长动能。

具体拆分: (1) 生物医药板块, ① 护肤: 主要包含颐莲、瓊尔博士等多品牌矩阵, 2022Q1-3 收入占比 17%, 毛利率 58.56%; **② 原料及添加剂:** 主要包含 HA 原料、医药器械、食品添加剂、化妆品保湿原料, 2022Q1-3 收入占比 3%, 毛利率 32.47%; **③ 药品:** 产品涵盖中药、眼、骨科玻尿酸产品等, 2022Q1-3 收入占比 4%, 毛利率 52.32%。**(2) 健康地产板块,** 2022Q1-3 收入占比约 77%, 毛利率约 17% (若剥离地产, 当前大健康三业务比重分别提升至 72%、12%、17%) (房地产板块业务收入据其他业务收入推算)。

图表 6: 生物医药领域公司各项细分业务主体情况

业务板块	收入占比 (2022Q1-3)	业务主体		持股比例	细分业务	主要品牌
化妆品	17%	福瑞达医药集团	福瑞达生物	82.42%	玻尿酸化妆品	颐莲、瓊尔博士等
			新疆伊帕尔汗香料	10%	薰衣草精油、香薰	伊帕尔汗
药品	4%	福瑞达医药集团	明仁福瑞达	60.70%	中药、化学药品、保健食品	明仁、维固康
			博士伦福瑞达	30%	眼&骨科玻尿酸产品	润洁、润舒
原料及添加剂	3%	福瑞达生物科技	福瑞达生物科技	57.07%	食品添加剂、化妆品保湿原料	-
			焦点福瑞达生物	60.11%	玻尿酸原料、医药器械	玻小酸、天姿玉琢

来源: 公司公告、中泰证券研究所

成长逻辑 2: 原料业务迎医药级产能, 持续拓新原料打开新空间。

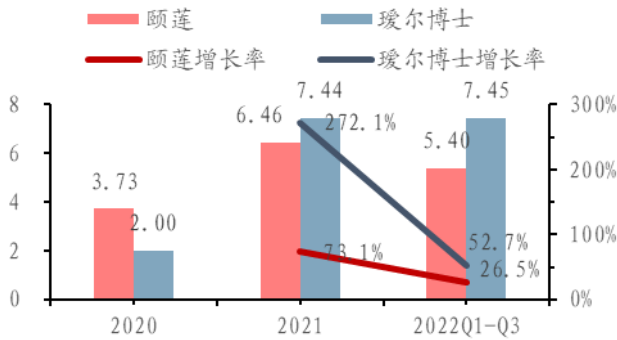
公司为玻尿酸原料全球龙二, 覆盖化妆品及食品级原料, 当前正积极布局 520 吨医药级玻尿酸原料产能, 预计随着医用产能及注册资质的落地, 未来下游医药级需求将成为新的推动力。此外公司还重点关注聚谷氨酸、普鲁兰多糖、依克多因、胶原蛋白等新原料的布局新机会。

二、成长逻辑之 1：美护成引擎、消费逻辑显著增强

品牌拆解： 瓊尔博士、颐莲 2022Q1-3 收入分别达到 7.45、5.4 亿，同比增速 +52.7%/26.5%，两大品牌占化妆品板块收入 90%。

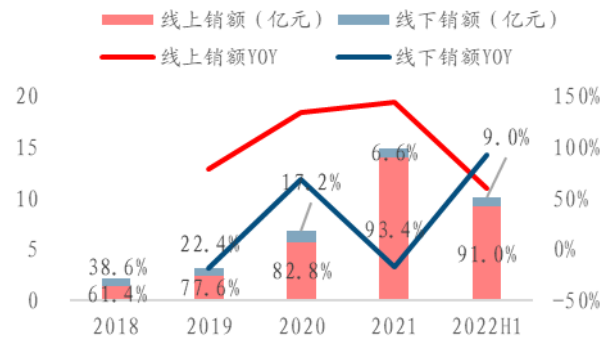
渠道拆解： 线上渠道持续翻番，线下渠道迎头追赶，2022H1 线上：线下 91:9。

图表 7：颐莲/瓊尔博士增长表现



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 8：化妆品分渠道营业收入情况 (亿元)



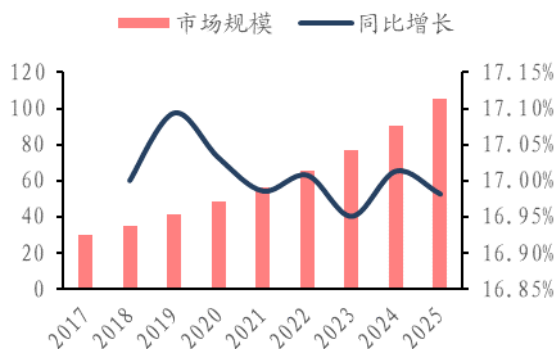
来源：公司公告、中泰证券研究所

1、瓊尔博士：前瞻定位微生态护肤，战略单品接力放量

行业：微生态护肤迎接新风潮。 微生态护肤，通过改善微生态解决皮肤问题，已成为市场新风潮。微生态护肤按添加成分分为三类，一是添加“益生菌”，但是由于技术和政策限制并非直接添加活菌，大多是益生菌的碎片或萃取物；二是添加“益生元”，即“益生菌的食物”，把益生菌“喂饱”，以促进微生态平衡；三是添加“后生元”，即益生菌发酵后生成的物质，如 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）等。据美业颜究院数据，我国皮肤“微生态”市场规模预计从 2019 年的 41 亿增长至 2025 年的 105.4 亿，CAGR26%，占整个化妆品市场规模份额的 1.5%。

格局：瓊尔博士国内领跑、份额跃升。 雅诗兰黛、SK-II、欧莱雅等国际大牌在微生态护肤领域均有布局，瓊尔博士卡位国内首个明确定位“微生态护肤”的品牌，市占率快速提升至 21M8-22M7 的 8.2%，仅次于雅诗兰黛和 SK-II。

图表 9：微生态护肤行业增长 (亿元)



来源：美业颜究院、中泰证券研究所

图表 10：微生态护肤行业竞争格局



来源：美业颜究院、中泰证券研究所

优势:

①品牌基石：卡位前瞻+研发领先。国内率先明确定位“微生态护肤”的品牌并发布世界第一个皮肤微生态专家共识，还首创抗衰老修复的新专利成分“褐藻”。此外公司拥有“产学研医研”全链路：与上海东方美谷研究院进行皮肤微生态基础研究、在以色列成立皮肤微生态实验室、与山东大学、复旦大学等建立战略性合作等。

②产品端：战略单品不断接力，褐藻系列推升价格带。创立初期主推的益生菌面膜、洁颜蜜、水乳等价格在 100-300 区间，契合成分党需求，实现高口碑、高复购、高增长；后续推出褐藻系列新品反重力水乳及闪充精华价格带向上延伸至 400-500，契合有抗初老需求的中高端客户群体。

图表 11：瑗尔博士热门单品销售情况

单品	价格(元)	2022M1-10 天猫销售额(千万)
益生菌面膜	138/盒/25g × 10	10.42
洁颜蜜	128/120ml	9.15
益生菌水乳套装	268/水 140ml, 乳 110g	8.09
反重力酵萃水乳套装	488/水 150ml, 乳 140g	3.74
酸奶面膜	278/100g	3.25
微晶水	338/150ml	2.49
前导熬夜精华	198/20g	2.14
闪充精华	468/30g	1.94
蓝铜胜肽次抛精华液	528/30 支, 1.3ml/支	0.74

来源：魔镜、天猫官网、中泰证券研究所，表中单价为 2022.11 官方标注原价

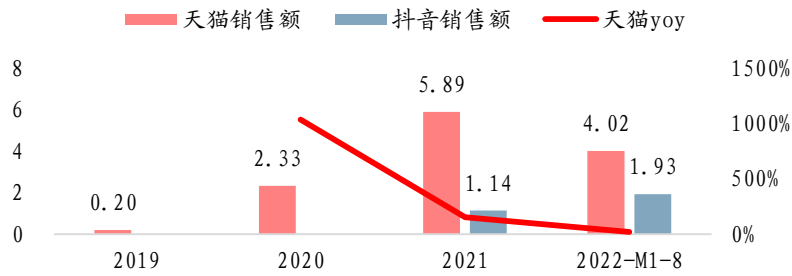
③营销端：B 端专业教育，C 端新媒体社群垂直深度营销。B 端：围绕定位展开专业教育加强认知，连续三年举办皮肤微生态大会，搭建学术交流平台；C 端：重视微博、小红书、抖音等新媒体社群渠道，采取垂直的深度内容种草方式，与偏重成分党与药学类风格的明星博主、KOL 达人进行深度合作，截至 2022.11，瑗尔博士抖音话题播放 3.4 亿次，小红书获赞收藏 77.6 万。

④渠道端：线上（2021 年收入占比 98%）为主，线下为未来开拓重心。线上：天猫渠道连续翻番贡献核心增长、抖音渠道爆发增长，2022M1-8，抖音占天猫 GMV 的 48%，双 11 期间抖音同比+125.27%，快手同比+136.21%；线下：单品牌店“瑗尔博士皮肤颜究院”定位轻医美护肤，截至 2021 年 6 月已加盟 179 家；分销发力 KKV、屈臣氏等 CS 渠道，已布局百余个城市，覆盖上千个核心商圈。

图表 12：瑗尔博士渠道拓展历程


来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 13: 瓊尔博士线上分渠道营收 (亿元)

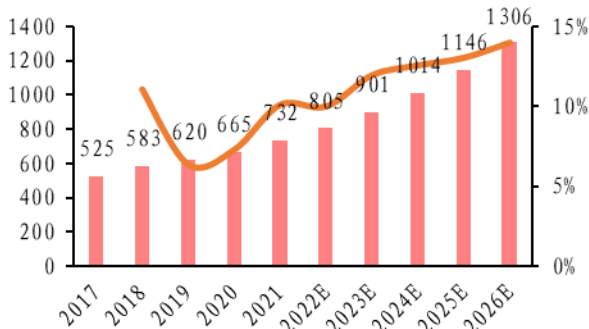


来源: 魔镜、飞瓜、中泰证券研究所

2、颐莲: 专业玻尿酸护肤, 明星爆品带动全线销售

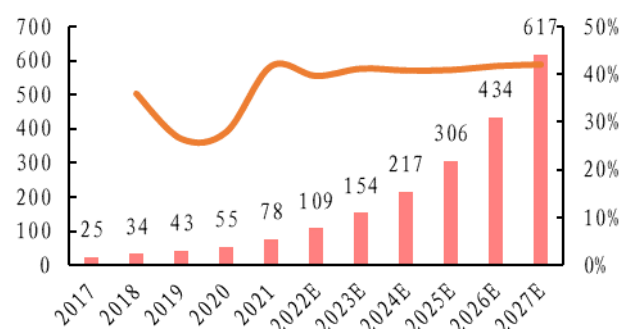
行业: 玻尿酸功效护肤预计 5 年 6 倍。据沙利文, 2021 年玻尿酸化妆品市场规模约 732 亿元, 预计未来以 12.3% 的 CAGR 增长至 2026 年的 1306 亿元。其中**玻尿酸功效护肤市场增长迅猛**, 据沙利文 2022 年市场规模预测为 109 亿, 预测未来 5 年将维持 41% 的 CAGR 水平增长至 2027 年的 617 亿。

图表 14: 中国透明质酸化妆品市场规模 (亿元)



来源: Frost&Sullivan、中泰证券研究所

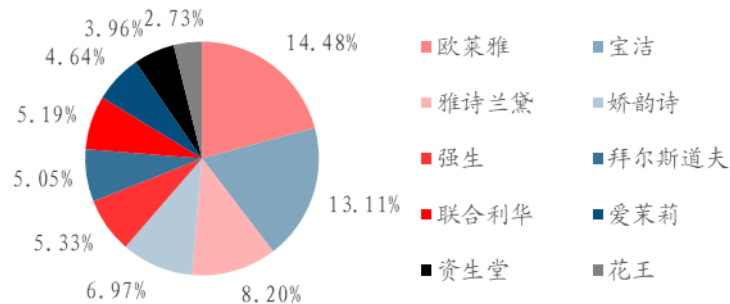
图表 15: 中国透明质酸功效护肤市场规模 (亿元)



来源: Frost&Sullivan、中泰证券研究所

格局: 外资领先但国货佼佼者追赶崛起。2021 年我国玻尿酸化妆品市场中, 前三位欧莱雅、宝洁、雅诗兰黛分别占据 14.5%、13.1%、8.2%, 份额上外资领先国产, 但国产玻尿酸品牌佼佼者“颐莲”、“夸迪”等正在快速崛起实现追赶。

图表 16: 透明质酸化妆品竞争格局



来源: 公司公告、中泰证券研究所

优势:

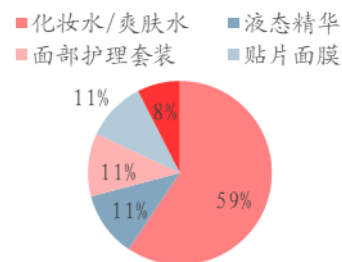
①品牌基石：开创国内玻尿酸护肤先河，技术迭代领先行业。 颐莲研制出国内首款玻尿酸护肤品，是玻尿酸“原液”类护肤品的开创者和领军者，当前技术已经6轮迭代，创新研发硅烷化玻尿酸、玻尿酸+富勒烯等专利新成分。

②产品端：打造爆品喷雾、大单品反哺品牌。 市面上布局玻尿酸护肤的国产品牌大多主打面膜、次抛精华、乳液等，而颐莲则选择另辟蹊径推玻尿酸喷雾为主打（喷雾市场存玻尿酸成分明星单品空缺），使玻尿酸喷雾形成大爆品（截至2022年双11全网累计销量4000万+支）；后续推出富勒烯元气精华、分体面膜等升级新品打造丰富矩阵。

图表 17：颐莲研发时间线

时间	研发成就
1983	颐莲创始人凌沛学打破西方的玻尿酸行业垄断
2003	颐莲品牌成立，开启玻尿酸护肤时代
2004	颐莲推出第一支玻尿酸护肤品
2008	第一代玻尿酸原液诞生
2015	第四代玻尿酸原液诞生，硅烷化 HA 强化抗衰修复功效
2016	第五代玻尿酸诞生，交联 HA 技术问世
2021	第六代技术从“玻尿酸+”的理念出发，引入富勒烯成分

来源：颐莲官网、中泰证券研究所

图表 18：颐莲天猫品类结构（2022M1-8）


来源：魔镜、中泰证券研究所

③营销端：绑定创始人营销并合作专业人士深化科研背景。 公司重点围绕“研究玻尿酸37年”、“玻尿酸大厂”、“品牌创始人为玻尿酸领军人物”，将品牌与创始人凌沛学深度绑定，并积极与院线医生、业内人士及专业美妆 KOL 合作，突出品牌的专业科研背景。

④渠道端：线上爆发（2021 收入占 96%）后，深化全渠道策略。 颐莲 2010 年转战线上渠道，天猫、京东渠道并行，2020 年成功打造爆品喷雾出圈，同时积极拓展新渠道，2022M1-8，抖音占天猫 GMV 超 90%，双 11 抖音渠道同比+135%。

图表 19：颐莲渠道发展历程

2004-2010 年：提托线下商超和 CS 渠道，叠加性价比优势，颐莲销量开始稳步提升。

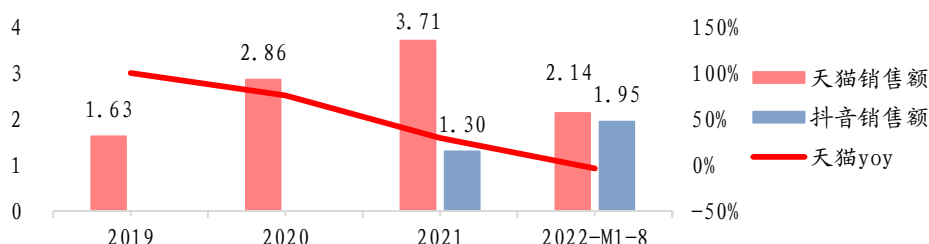
2017-2020 年：升级玻尿酸补水喷雾，将其打造成爆品，全面进军线上渠道。



2010-2017 年：转战线上。2010 年起颐莲入驻天猫，并在京东等主流电商平台布局。

2020-至今：电商出圈，多元化发展。2022 年双 11 颐莲全网累计成交额破 1 亿元，爆款喷雾全网累计共售出 4000 万+瓶，是全网销量第一的玻尿酸补水喷雾。

来源：美业新维度、中泰证券研究所

图表 20：颐莲分渠道销售（亿元）


来源：魔镜、中泰证券研究所

3、“4+N”多品牌矩阵做大赛道

长期看，公司以“4+N”品牌矩阵切入多赛道探寻增长机会。除了瑗尔博士和颐莲外，公司还有高端量肤定制品牌“善颜”，聚焦薰衣草精油养肤的全产业链香料品牌“伊帕尔汗”。此外诠润品牌专注弱敏肌肤修复，UMT 品牌于细分切入底妆市场，据公司官方战报，诠润双 11 大促期间天猫+抖音官旗 GMV 超 1100 万，天猫销售额 yoy+94%，抖音销售额 yoy+460%，达播销售额 yoy+260%。

图表 21：鲁商发展化妆品品牌矩阵

	颐莲	瑗尔博士	伊帕尔汗	善颜	诠润	UMT
创立时间	2003 年	2018 年	2006 年	2004 年	2018 年	2020 年
品牌定位	玻尿酸护肤	微生态护肤	香薰精油	精准护肤	敏感肌肤	养肤底妆
价格区间	48-698 元	40-956 元	100-250 元	150-400 元	80-150 元	100-200 元
主要产品	玻尿酸喷雾 129/300ml 分体面膜 129/10 片	益生菌面膜 138/10 片 洁颜蜜 128/120ml	薰衣草精油 128/10ml 太空薰衣草混油水乳 套装 646/120ml+100g	修护绷带水 268/150ml 修护精华蜜 328/30ml	b5 修护精华露 128/110ml 玻尿酸爽肤水 88/200ml	小金殿粉底液 168/30ml 定妆粉饼 168/10g

来源：天猫，中泰证券研究所

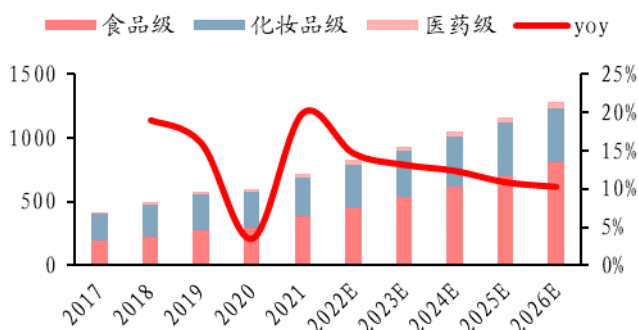
三、成长逻辑之 2：原料新扩张、深入新材料打开空间

1、玻尿酸原料龙二医药产能扩张

玻尿酸原料市场持续成长。2021 年全球玻尿酸原料销量约 720 吨，预计未来 5 年将保持 12.3% 的 CAGR 至 2026 年的 1285 吨。公司位居全球龙二，2019 年收购焦点福瑞达 60.11% 股权，后者为全球第二大玻尿酸原料生产商，2021 年玻尿酸产能达 420 吨，主要为食品级和化妆品级，2021 年全球销量份额达 15%，仅次于华熙生物。

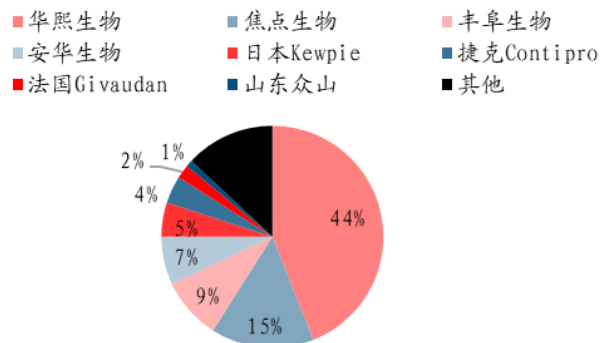
正迎医药级产能扩张：公司目前重点产能项目为年产 520 吨医药级玻尿酸项目。预计随着医用级产能及注册资质的落地，未来医药级需求将成为新的增长动力。

图表 22：全球玻尿酸原料销量（单位：吨）



来源：Frost&Sullivan、中泰证券研究所

图表 23：2021 年全球玻尿酸格局（按销量）



来源：Frost&Sullivan、中泰证券研究所

2、积极拓展新材料新应用打开未来空间

除焦点福瑞达的玻尿酸原料之外，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，协同焦点福瑞达壮大原料业务布局版图。其中食品添加剂主要有纳他霉素、乳酸链球菌素和复配食品防腐剂等，纳他霉素市场占有率在 40% 以上；化妆品功效原料方面，主要产品有聚谷氨酸、普鲁兰多糖、依克多因等，此外公司还积极探讨研究胶原蛋白相关产品线，未来空间可期。

图表 24：福瑞达生物科技主要产品介绍

类别	产品	简介	产品特性	应用
化妆品原料	聚谷氨酸	纳豆中发现的一种大分子聚合物。它水溶性好，具有良好的保水能力，肤感滑而不腻	高分子聚谷氨酸 ：长时保湿性能是透明质酸的“升级版”，抑制透明质酸酶活性，产生保湿因 NMF；长时间保持皮肤弹性；可单独使用，也可以与透明质酸复配改善其黏腻肤感。 低分子聚谷氨酸 ：美肤亮白全效保湿：温和抑制酪氨酸酶活性，减少黑色素产生；抗氧化和色素沉着；深层保湿，使皮肤具有光感。	应用于面膜、膏霜、乳液、精华、洗面奶、洗护发等产品中。
化妆品原料	普鲁兰多糖	微生物发酵产生的高分子生物多糖	具有良好的成膜性，其水溶液具有良好的黏着性和泡沫稳定性。	有利于洁面慕斯、沐浴露等泡沫的稳定。
食品添加剂	聚赖氨酸	白色链霉菌通过有氧发酵制得抑菌多肽	具有抑菌谱广，耐热性好，pH 适应范围宽等优点。	常作为生物保鲜剂使用。
食品添加剂	纳他霉素	由链霉菌发酵产生的抗菌化合物，属于多烯大环内酯类	既可以广泛的抑制霉菌、酵母菌的生长，又能抑制真菌毒素的产生，可广泛用于食品防腐保鲜以及抗真菌治疗。	广泛用于食品防腐保鲜以及抗真菌治疗。

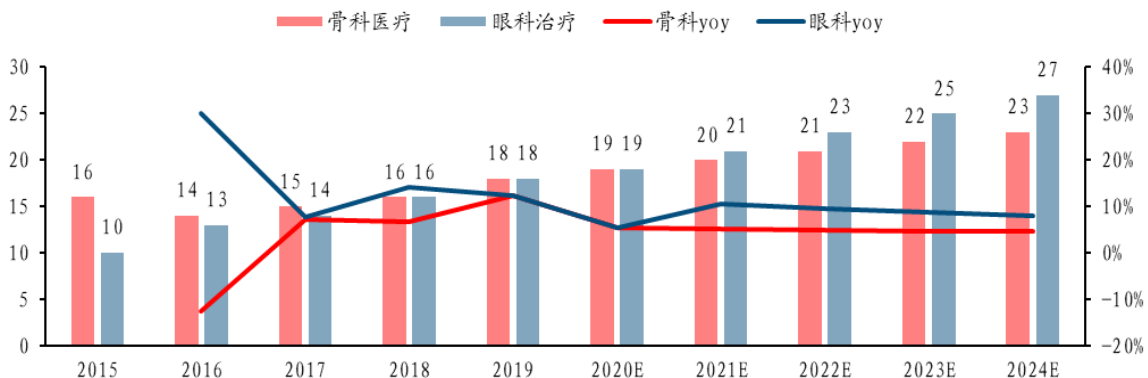
来源：公司官网，中泰证券研究所

3、医药业务疫后有望恢复

眼、骨科玻尿酸终端市场持续增长。2019 年我国玻尿酸眼/骨科终端规模均为 18 亿元，预计 2024 年分别增长至 27 亿元、23 亿元，年复合增长率达 8.4%、5.0%。其中玻尿酸滴眼液市场从 2014 年的 6.9 亿元增长至 2018 年的 11.8 亿元，复合增长率 14.5%。

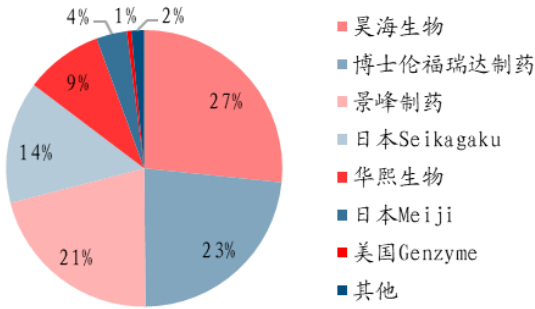
博士伦福瑞达（30%股权）主要产品为滴眼液和骨科注射剂，在玻尿酸眼/骨科应用市场 2018 年市占率分别为 23%和 23.2%，仅次于昊海生物，位居第二；明仁福瑞达为现代中药生产企业，产品涵盖骨科、妇科、内科、眼科、儿科五大领域。

图表 25：中国医药级透明质酸终端产品规模（单位：亿元）



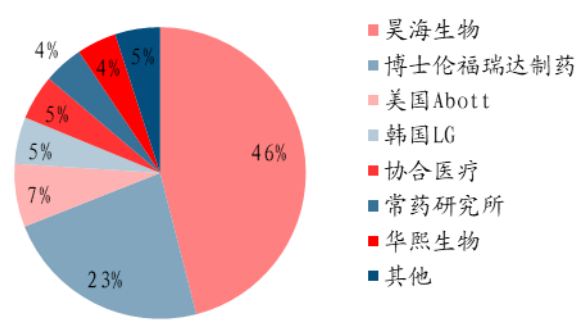
来源：观研报告网，中泰证券研究所

图表 26: 中国骨科治疗玻璃酸钠注射液市场份额 (2018 年)



来源: Frost&Sullivan, 中泰证券研究所

图表 27: 中国眼科治疗透明质酸产品市场份额 (2018 年)



来源: Frost&Sullivan, 中泰证券研究所

图表 28: 明仁福瑞达主要品牌及产品

品牌	明仁®	维固康®	力虎®	小明仁®
骨科	明仁®劲痛颗粒			
感冒	小明仁®小儿解感颗粒			
外用膏药		力虎®麝香壮骨膏		
降糖脑血栓	明仁®盐酸二甲双胍缓释片			
妇科	明仁®盆炎净片			明仁®雪莲归芪口服液
补益				明仁®劲痛颗粒
	明仁®劲痛颗粒	明仁®四季感冒胶囊	明仁®东方活血膏	明仁®劲痛颗粒
	明仁®劲痛颗粒	明仁®劲痛颗粒	明仁®劲痛颗粒	明仁®劲痛颗粒
	维固康牌®维固欣胶囊	明仁®感冒咳嗽片		

来源: 公司官网, 中泰证券研究所

四、盈利估值: 买入评级

结合以上两大成长逻辑, 本文采取分部估值假设:

- ① **化妆品板块估值约 108 亿。** 化妆品业务持续成为最大利润来源, 瑗尔博士、颐莲两大核心品牌正处放量期, 多品牌矩阵具成长潜力。参考历史增长预测 2022-2024 年化妆品业务收入 21.92、29.43、38.02 亿元, 对应增速 46.7%、34.3%、29.2%, 2022 年盈利能力因促销加大而略有下降, 未来随产品高端化进程稳步提升, 预测 2022-2024 年归母净利率 8.3%、8.7%、9%, 对应 2023 年归母 2.56 亿元, 对标同业给予 42 倍 PE, 对应市值约 108 亿元。
- ② **原料&药品板块估值约 27 亿。** 原料业务景气较高, 未来医药级玻尿酸+新原料放量保障增长, 预计 2022-2024 年收入 3.13、3.92、4.90 亿元, 对应增速 30%、25%、25%; 药品业务近期受疫情影响, 疫后有望复苏, 预计 2022-2024 收入 4.87、5.11、5.37 亿元, 对应增速-10%、5%、5%。板块盈利能力因原料竞争加剧及疫情、成本等因素或将有所下降, 预测 2022-2024 年原料&药品板块归母净利率 10.7%、10.1%、9.3%, 对应 2023 年归母 0.91 亿元, 对标同业给予 30 倍 PE, 对应市值约 27 亿元。

不考虑房地产相关业务, 综合计算公司估值约 135 亿, 首次覆盖, 予以“买入”

评级。

图表 29: 鲁商发展盈利拆分 (百万元)

营业收入	2021A	2022E	2023E	2024E
化妆品	1495	2192	2943	3802
yoy	117.0%	46.7%	34.3%	29.2%
占比	12.1%	17.3%	22.4%	27.4%
毛利率	63.7%	60.0%	61.0%	62.0%
归母净利润	139	182	256	342
归母净利率	9.3%	8.3%	8.7%	9.0%
瑗尔博士	744	1153	1614	2180
yoy	272.0%	55%	40%	35%
颐莲	646	840	1050	1260
yoy	73.2%	30%	25%	20%
其他品牌	105	199	279	363
yoy	-9.5%	90%	40%	30%
药品	541	487	511	537
yoy	8.7%	-10%	5%	5%
占比	4.4%	3.8%	3.9%	3.9%
毛利率	57.8%	53%	55%	57%
归母净利润	83	58	59	59
归母净利率	15.3%	12.0%	11.5%	11.0%
原料及添加剂	241	313	392	490
yoy	22.0%	30%	25%	25%
占比	1.9%	2.5%	3.0%	3.5%
毛利率	37.1%	33%	35%	37.00%
归母净利润	27	28	32	37
归母净利率	11.2%	8.8%	8.2%	7.5%
房地产相关	9696	9696	9308	9029
yoy	-18.8%	0%	-4%	-3%
占比	78.4%	76.4%	70.8%	65.2%
毛利率	17.2%	16.50%	16%	16%
归母净利润	113	60	93	90
归母净利率	1.2%	0.6%	1.0%	1.0%
总营收	12363	12688	13154	13857
yoy	-9.2%	2.6%	3.7%	5.3%
毛利率	25.7%	25.8%	28.2%	31.0%
归母净利润	362	328	440	528
归母净利率	2.9%	2.6%	3.3%	3.8%

来源: 中泰证券研究所

图表 30: 可比公司估值表

公司	市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)			PE		
		2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
贝泰妮	557	1190	1595	2086	47	35	27
珀莱雅	471	752	937	1168	63	50	40
丸美股份	145	275	297	353	53	49	41
化妆品行业平均					54	45	36
华熙生物	556	1034	1357	1762	54	41	32
昊海生科	124	305	436	572	41	28	22
欧普康视	292	681	893	1156	43	33	25
兴齐眼药	109	288	405	616	38	27	18
原料、药品行业平均					47	35	27

来源: WIND、中泰证券研究所 (昊海生科、欧普康视、兴齐眼药采取 Wind 一致预期, 股价为 20221205 收盘价)

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6-12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6-12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%-15%之间
	持有	预期未来 6-12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%+5%之间
	减持	预期未来 6-12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6-12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6-12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%+10%之间
	减持	预期未来 6-12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。